

## CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang (HOSE: DGC)

### Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn trong năm 2025

- Lợi nhuận (LN) ròng đạt 705 tỷ đồng (-7.4% svck) trong Q3/2024 do biên LN gộp giảm 0.3% svck và chi phí bán hàng tăng 46.6% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DGC sẽ đi ngang trong năm 2024 (+1.2% svck) trước khi cải thiện 32.3%/20.5% svck vào năm 2025/2026 nhờ sự phục hồi của các hoạt động kinh doanh cốt lõi và sự đóng góp từ nhà máy cồn Đại Việt và dự án Xút.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi: 128,300đ/cp.

### Biên LN gộp giảm và chi phí bán hàng tăng đã bào mòn LN ròng Q3/24

Trong Q3/24, tổng DT đạt 2,559 tỷ đồng (+3.9% svck), trong đó DT hóa chất phốt pho vàng tăng 8.8% svck nhờ nhu cầu mạnh hơn từ các khách hàng lớn, trong khi phân lân nông nghiệp và các loại khác giảm 19.4% sv quý trước /3.3% svck chủ yếu do giảm WPA để tập trung vào sản xuất P4. Biên LN gộp trong Q3/24 tăng nhẹ 0.3% điểm svck và giảm mạnh 4.7% svck do (1) sửa chữa lò phốt pho vàng làm tăng chi phí and (2) giảm tự cung quặng apatit do ảnh hưởng của cơn bão YAGI. Chi phí bán hàng tăng 43,6% svck do chi phí logistics tăng mạnh. Do đó LN ròng của DGC chỉ đạt 705 tỷ đồng (-7.4% svck). Kết quả, LN ròng 9T24 đạt 2,239 tỷ đồng (-7.1% svck), hoàn thành 64% dự phóng năm 2024.

### Các mảng kinh doanh cốt lõi tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 2025/26

Vào năm 2025, WSTS dự báo thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 12.5%, đạt mức định giá ước tính là 687 tỷ USD chủ yếu nhờ vào mảng bộ nhớ và logic. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cao đối với chất bán dẫn sẽ hỗ trợ DT phốt pho vàng của DGC trong năm 2025/26. Qua đó chúng tôi dự phóng DT mảng hóa chất phốt pho vàng tăng 16.5%/14.6% svck trong 2025/26. Ngoài ra, chính sách trợ giá phân bón ở Ấn Độ sẽ giúp nông dân giảm chi phí đầu vào và tăng nhu cầu sử dụng phân bón. Chúng tôi dự báo DT mảng phốt phát nông nghiệp sẽ tăng 11.5%/3.8% svck trong 2025/26.

Nhà máy Đại Việt có công suất hàng năm là 50.000 tấn/năm, sản xuất ethanol 96% từ tinh bột sắn phục vụ cho ngành F&B và chăm sóc sức khỏe. Theo DGC, khi hoạt động hết công suất, nhà máy dự kiến sẽ tạo ra 1,500 tỷ đồng DT hàng năm, với 10% biên LN ròng. Chúng tôi kỳ vọng DT ethanol sẽ đạt 990 tỷ đồng/1.164 tỷ đồng trong năm 2025/2026. Kết quả, chúng tôi dự phóng LN ròng của DGC sẽ tăng 1.2%/32.3%/20.5% svck trong năm 2024/25/26.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi: 128,300đ/cp

Chúng tôi cho rằng LN ròng Q3/24 thấp hơn dự kiến đã được phản ánh trong giá cổ phiếu của DGC trong hai tháng qua. Chúng tôi kỳ vọng kết quả Q4/24 sẽ tốt hơn nhờ việc khởi động lại lò P4 và tăng giá bán cao hơn để bù đắp cho chi phí vận chuyển tăng. DGC được giao dịch ở mức P/E 2025 là 10.1x, thấp hơn 24% so với mức P/E trung bình 1 năm của DGC. Do đó chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu khi DGC với vị thế là DN xuất khẩu phốt pho hàng đầu châu Á và tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ trong năm 2025/26.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9,748	10,271	12,757	15,666
Lợi nhuận ròng	3,100	3,136	4,151	5,000
Tăng trưởng doanh thu thuần	-32.5%	5.4%	24.2%	22.8%
Tăng trưởng LN ròng	-44.3%	1.2%	32.3%	20.5%
Biên LN gộp	35.3%	35.6%	38.7%	38.2%
Biên EBITDA	39.8%	38.2%	40.7%	39.5%
ROAE	25.4%	23.5%	25.5%	26.9%
ROAA	22.4%	20.3%	24.7%	27.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	8,163	8,259	10,929	13,164
BVPS (VND/cổ phiếu)	31,667	38,768	41,686	50,992

Nguồn: MBS Research

### Khả quan

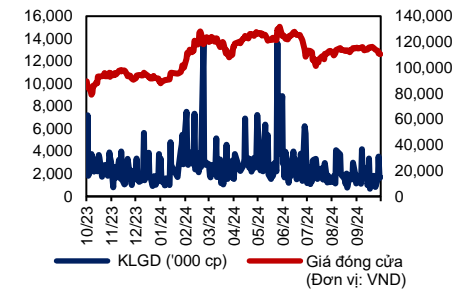
Giá mục tiêu VND128,300

Tăng giá 16%

### Thay đổi chính:

- Giảm EPS 2024/25 12.5% và 8.9%.

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	110,500
Cao nhất 52w (VND)	131,800
Thấp nhất 52w (VND)	76,470
Vốn hóa (VNDbn)	42,687
P/E (TTM)	14.2
P/B	3.1
Thị suất cổ tức (%)	2.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	18.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18.4
Ngô Thị Ngọc Lan	6.6
Đào Hữu Kha	6.0
Dragon Capital	6.3
Khác	62.7

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Nguyễn Đức Hào

Hao.Nguyenduc@mbs.com.vn

## CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang

### Luận điểm đầu tư và định giá

#### Luận điểm đầu tư

- DGC là DN xuất khẩu photpho vàng lớn nhất Châu Á - một loại vật liệu quan trọng trong công nghệ sản xuất chất bán dẫn và trong ngành F&B. DGC cũng là công ty duy nhất trên thế giới có thể sản xuất photpho vàng từ quặng apatit ở cả dạng bột và dạng cục.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của DGC sẽ tăng mạnh 30,4% svck vào năm 2025 do (1) giá P4 phục hồi nhờ nhu cầu cao hơn từ thị trường bán dẫn (2) DT ethanol dự kiến đạt 990 tỷ đồng trong năm 2025, chiếm 7% DT của DGC và (3) đóng góp cao hơn từ mảng phân bón nông nghiệp nhờ nhu cầu mạnh hơn từ thị trường Ấn Độ.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại vào Q1/2026 sẽ là động lực tăng trưởng chính trong 2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đóng góp 12% DT hằng năm của DGC từ năm 2026.
- DGC được giao dịch ở mức 10.1 cho P/E 2025, thấp hơn 24% so với mức trung bình P/E 1 năm. Chúng tôi tin rằng DGC vẫn được định giá hấp dẫn vì là nhà xuất khẩu P4 hàng đầu châu Á và có mức tăng trưởng LN ròng hai con số trong năm 2025/26.

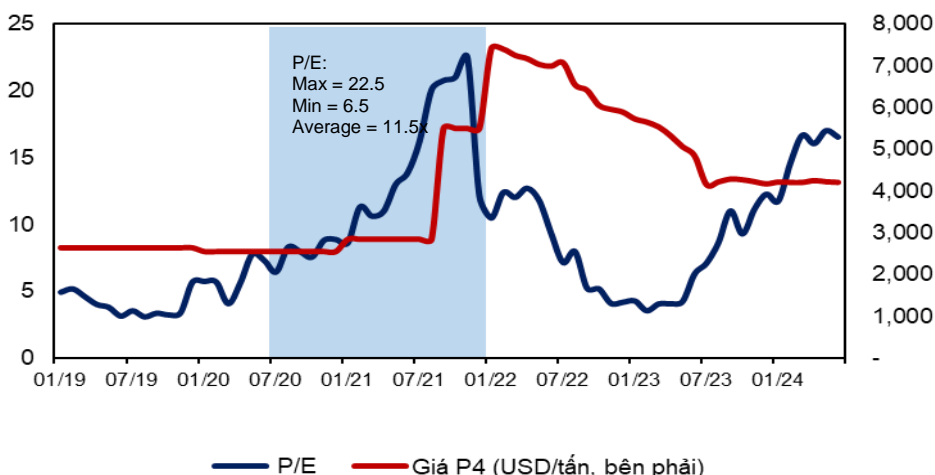
#### Định giá

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của DGC so với báo cáo trước (128,300 đồng) dựa trên (1) việc giảm EPS 2024/25 12.5%/8.9% so với dự báo trước đó do giảm giá P4 4.5%/6% trong năm 2024/25 và (2) chuyển mô hình định giá sang năm 2025. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng P/E trung bình của Q3/2020 - Q4/2021 (11.5x) làm cơ sở tham chiếu cho P/E năm 2025. Chúng tôi ước tính chu kỳ tăng giá của photpho vàng sẽ bắt đầu từ Q4/2024.

Tiềm năng tăng giá đến từ (1) giá photpho vàng năm 2025 tăng mạnh hơn dự kiến và (2) dự án Nhôm – Bauxite được cấp phép đầu tư.

Rủi ro giảm giá bao gồm (1) giá bán photpho điều chỉnh mạnh hơn dự kiến, (2) giá đầu vào tăng (điện, lưu huỳnh, than cốc) và (3) rủi ro thực hiện dự án Nghi Sơn sắp tới.

Hình 1: P/E và giá photpho của DGC từ 2019-24



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 2: Phương pháp P/E

Định giá	
<b>Dự phóng LN ròng 2025</b>	<b>4,151</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành	379,778,413
EPS 2025 (VND/cp)	10,929
P/E mục tiêu	11.5
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>125,681</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	130,980	50%	65,490
P/E	125,681	50%	62,841
Trung bình (đồng/cp)			128,331
<b>Giá mục tiêu (Làm tròn)</b>			<b>128,300</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá FCFF

Định giá FCFF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	25,399
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối m	13,655
Giá trị doanh nghiệp	39,054
Nợ ròng (tỷ đồng)	10,692
Giá trị vốn (tỷ đồng)	49,746
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	379
<b>Giá trị vốn/CP (đồng/cp)</b>	<b>130,980</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 5: WACC and tăng trưởng dài hạn

WACC and tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
WACC	14.4%
Chi phí nợ	6.0%
Chi phí vốn	16.8%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Dự báo dòng tiền DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>4,117</b>	<b>4,981</b>	<b>5,052</b>	<b>5,105</b>	<b>5,199</b>	<b>5,299</b>	<b>5,650</b>	<b>6,750</b>
Khấu hao	474	502	531	559	588	616	644	673
Đầu tư TSCĐ	(1,833)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)
Thay đổi VLĐ	(321)	(381)	(147)	(139)	(156)	(169)	(176)	(266)
Dòng tiền tự do	2,437	4,819	5,152	5,242	5,348	5,462	5,835	6,873
Chi phí thuế	(326)	(393)	(408)	(425)	(446)	(472)	(527)	(360)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>2,111</b>	<b>4,426</b>	<b>4,744</b>	<b>4,817</b>	<b>4,902</b>	<b>4,990</b>	<b>5,308</b>	<b>6,513</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>2,111</b>	<b>3,868</b>	<b>3,624</b>	<b>3,216</b>	<b>2,860</b>	<b>2,545</b>	<b>2,365</b>	<b>2,536</b>
<b>Giá trị năm cuối mô hình</b>								<b>13,655</b>

Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 7: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			tr USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	4,239	13.2	10.8	1.1	1.0	4	4.2	11.4	11.4
Yunnan Yuntianhua Ltd	600096 CH	912	6.4	7.6	2.4	1.6	8.5	9	21.9	22.3
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	745	7.2	13.8	2.8	1.6	6.3	7.0	19.4	18.3
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	211	12.9	na	1.3	na	na	na	na	na
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	401	na	na	na	na	na	na	na	na
China General Plastics Corp	1305 TT	326	26.2	24.3	1.1	1	2.1	3.5	4	4
Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	529	18.2	17.3	na	na	5.6	na	na	na
Tổng công ty Phân bón Hóa chất Dầu khí Cà Mau	DCM VN	740	11.2	10.3	1.7	1.6	12.3	13.3	14.4	15.2
<b>Trung bình</b>			13.6	14.0	1.7	1.4	6.5	7.4	14.2	14.2
<b>CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang</b>	<b>DGC VN</b>	<b>1,579</b>	<b>13.3</b>	<b>10.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>20.3</b>	<b>24.7</b>	<b>23.5</b>	<b>25.5</b>

Nguồn: DGC, MBS Research

## KQKD Q3/24 thấp hơn mức kỳ vọng của chúng tôi

Hình 8: KQKD Q3/2024 (Tỷ đồng)

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	sv quý trước	svck	9T24	9T23	svck (%)	Hoàn thành dự phòng	Chú thích
Giá P4 (USD/tấn)	4,120	4,217	-2.5%	-2.3%					
Doanh thu	2,559	2,464	2.2%	3.9%	7,451	7,371	1.1%	66.2%	
Hóa chất phốt pho vàng	1,581	1,453	11.1%	8.8%	4,339	4,468	-2.9%	60.1%	Giá trung bình phốt pho vàng đạt 4,120 đô la Mỹ/tấn (-2,5% theo quý và -2,3% svck), sản lượng phốt pho vàng tăng vọt 47% theo năm và 53% theo quý nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ các khách hàng lớn như Mitsubishi và K.S. Trong khi doanh thu H3P04 giảm 44,9% so với cùng kỳ do chuyển đổi sang sản xuất P4.
Phốt phát nông nghiệp và các loại khác	978	1,011	-19.4%	-3.3%	3,112	2,903	7.2%	80.2%	Phân lân nông nghiệp và các loại khác giảm 19,4% theo quý và 3,3% svck chủ yếu do không sản xuất WPA để tập trung vào sản xuất P4. Tuy nhiên, doanh thu phân bón như DAP và MAP tăng 28% và 115% svck nhờ nhu cầu cao hơn từ Ấn Độ.
LN gộp	881	839	-10.4%	5.0%	2,630	2,670	-1.5%	65.5%	
Biên LN gộp	34.4%	34.1%	-4.7% pts	0.3% pts	35.3%	36.2%	-1.6% pts		Biên LN gộp trong Q3/2024 tăng nhẹ 0,3 điểm % svck và giảm mạnh 4,7 điểm so với quý trước do 1) việc sửa chữa lò nung phốt pho vàng làm tăng chi phí và 2) việc tự cung cấp đá phosphate giảm do ảnh hưởng của bão YAGI.
Chi phí bán hàng	168	117	43.6%	43.6%	390	340	14.6%	77.1%	Chi phí bán hàng tăng 43,6% so với cùng kỳ do chi phí logistics tăng
Chi phí QLDN	40	39	-24.9%	2.1%	120	112	7.0%	66.7%	
Doanh thu tài chính	151	203	-8.8%	-26.0%	480.8	548.7	-12.4%	68.5%	Thu nhập tài chính giảm 26% do giảm lãi từ chênh lệch tỷ giá.
Chi phí tài chính	22	22	38.1%	1.4%	56.1	66.6	-15.8%	58.9%	
LN trước thuế	800	863	-16.1%	7.9%	2,535	2,698	-6.0%	64.3%	
LN ròng	705	761	-16.3%	-7.4%	2,239	2,389	-6.3%	64.0%	LN ròng của DGC trong Q3/2024 đạt 705 tỷ đồng (-7,4% svck) và thấp hơn dự báo của chúng tôi chủ yếu do 1) biên lợi nhuận gộp giảm và 2) chi phí bán hàng cao hơn do chi phí vận chuyển tăng.

Nguồn: DGC, MBS Research

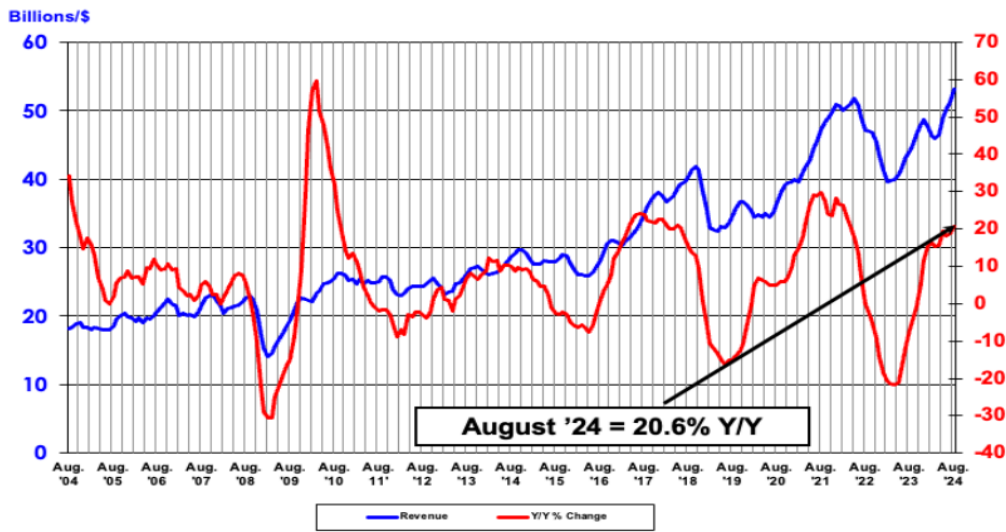
## Tăng trưởng LN mạnh mẽ hơn vào năm 2025-2026

### Thị trường chất bán dẫn toàn cầu duy trì đà tăng trưởng vào năm 2025

Hiện tại, khoảng 20% nhu cầu về phốt pho toàn cầu được thúc đẩy bởi ngành bán dẫn và 30% DT sản phẩm của DGC được tạo ra để phục vụ ngành này. Gần đây, WSTS dự báo thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2024 và 2025. WSTS đã điều chỉnh dự báo về thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 16% so với năm trước. Định giá thị trường bán dẫn mới nhất cho năm 2024 ước tính đạt 611 tỷ USD. Bản điều chỉnh này phản ánh doanh số tốt hơn trong hai quý gần đây, đặc biệt là ở thị trường máy tính.

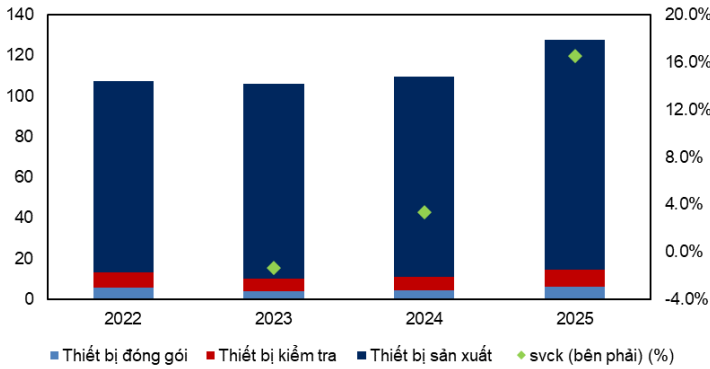
Năm 2025, WSTS dự báo thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 12.5%, đạt mức định giá ước tính là 687 tỷ USD. Sự tăng trưởng này dự kiến sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi các lĩnh vực bộ nhớ và logic. Các khu vực châu Mỹ và châu Á Thái Bình Dương dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ của chất bán dẫn sẽ hỗ trợ đà tăng sản lượng phốt pho vàng của DGC trong giai đoạn 2024-26. Chúng tôi dự báo sản lượng hóa chất phốt pho vàng (khối lượng phốt pho vàng và khối lượng axit photphoric) sẽ đạt 104,000/121,000/136,000 tấn trong năm 2024/25/26. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá P4 sẽ cải thiện từ Q4/2024 theo sau sự phục hồi của ngành công nghiệp bán dẫn, ô tô và phân bón. Chúng tôi dự báo giá P4 sẽ tăng 1.9%/4.8%/5.5% svck trong năm 2024/25/26. Chúng tôi dự báo DT hóa chất phốt pho vàng của DGC trong năm 2024/25/26 sẽ tăng 6.8%/16.5%/14.6% svck, đạt 6,259/7,293/8,357 tỷ đồng.

Hình 9: Doanh số bán chất bán dẫn toàn cầu trong tháng 8 đạt 53.1 tỷ USD, (+3.5% so với tháng trước và +20.6% svck)



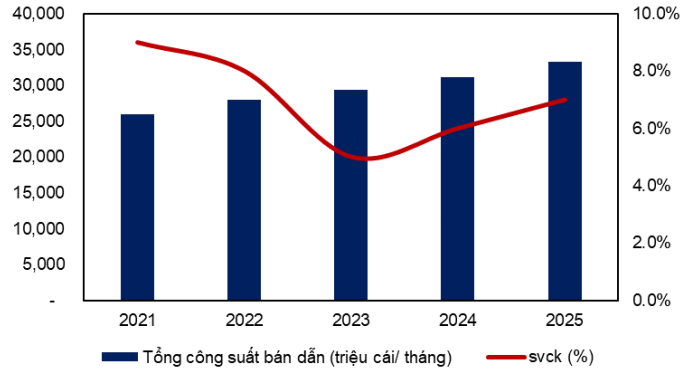
Nguồn: World Semiconductor Trade Statistics, MBS Research

Hình 10: Doanh số bán thiết bị sản xuất chất bán dẫn dự kiến tăng vọt 17% svck trong năm 2025



Nguồn: SEMI Equipment Market Data Subscription (EMDS), MBS Research

Hình 11: Tổng công suất bán dẫn dự kiến tăng 7% so với cùng kỳ trong năm 2025



Nguồn: SEMI, MBS Research

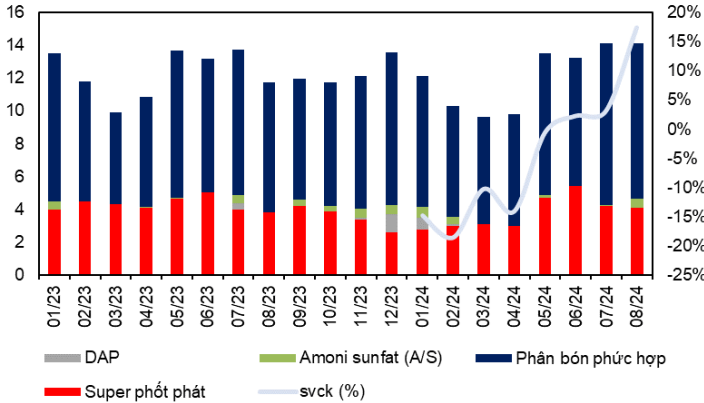
### DT phốt phát nông nghiệp duy trì đà tăng trưởng trong Q4/2024-2025 nhờ nhu cầu cao hơn từ thị trường Ấn Độ

Theo ước tính của chúng tôi, Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính của DGC, chiếm 25% DT năm 2023. Ấn Độ nhập khẩu phốt pho vàng và các sản phẩm liên quan để sản xuất thuốc diệt cỏ cho ngành nông nghiệp của nước này. Do thiếu quặng apatit, trong khi nhu cầu nông nghiệp cao, Ấn Độ là nước nhập khẩu phốt pho vàng lớn nhất thế giới, chủ yếu nhập khẩu từ Việt Nam, Kazakhstan và Nga. Sản phẩm xuất khẩu sang Ấn Độ thuộc phân khúc thấp. Chúng tôi thấy tín hiệu tích cực trên thị trường phân bón Ấn Độ khi sản lượng phân lân của Ấn Độ trong tháng 7 và tháng 8 năm 2024 tăng lần lượt 3,2% và 17,5% svck.

Ngày 18 tháng 9 năm 2024, Ấn Độ đã phê duyệt việc tăng tỷ lệ trợ cấp cho một số thành phần phân bón sẽ được áp dụng cho mùa vụ nông nghiệp rabi từ ngày 1 tháng 10 năm 2024 đến ngày 31 tháng 3 năm 2025. Đối với mùa vụ này, tỷ lệ trợ cấp cho phốt phát đã tăng từ 28,72 INR/kg lên 30,80 INR/kg (0,34 USD đến 0,37 USD). Viện trợ của nhà nước được cung cấp theo chương trình Trợ cấp dựa trên dinh dưỡng (NBS), trong đó các công ty phân bón nhận được hỗ trợ

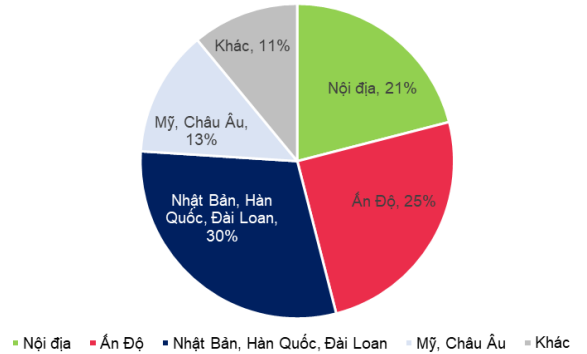
tài chính để ổn định giá phân bón trên thị trường. Bản sửa đổi sẽ làm tăng trợ cấp rông được cung cấp cho 28 loại phân bón phức hợp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng trợ cấp giá phân bón sẽ giúp nông dân giảm giá đầu vào phân bón và tăng nhu cầu phân bón trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo sản lượng phốt phát nông nghiệp đạt 374,000/408,000/419,000 tấn trong năm 2024/25/26. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng giá phân bón như DAP và MAP sẽ tăng nhẹ 3% svck trong năm 2025/26. Do đó, chúng tôi dự báo DT phốt phát nông nghiệp sẽ tăng 5.9%/11.5%/3.8% svck trong năm 2024/25/26.

Hình 12: Sản lượng phân bón Ấn Độ cho tín hiệu tích cực trong tháng 7 và tháng 8 năm 2024 (đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: Bộ hóa chất phân bón Ấn Độ, MBS Research

Hình 13: Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính của DGC vào 2023

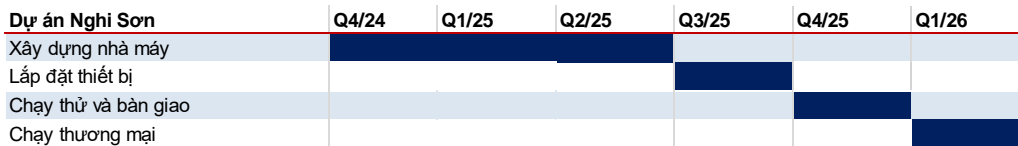


Nguồn: MBS Research

### Dự án xút có thể đóng góp DT cho DGC từ năm 2026

Theo ban lãnh đạo DGC, dự án sẽ khởi công xây dựng, lắp đặt thiết bị và chạy thử trong giai đoạn từ Q4/2024 đến Q1/2026. Dự án có vốn đầu tư khoảng 100 triệu USD. Với lượng tiền mặt dồi dào (tiền mặt ròng 10.808 tỷ đồng tính đến ngày 30/9/2024), chúng tôi ước tính DGC sẽ sử dụng 75% vốn đầu tư từ vốn chủ sở hữu. Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026 và đóng góp 12% DT của DGC trong năm 2026. DGC cũng đã đặt mua 400 tỷ đồng thiết bị cho nhà máy Nghi Sơn trong Q3/2024. Do đó, chúng tôi loại DT từ dự án Nghi Sơn trong năm 2025 và dự báo DT của DGC trong mảng Xút sẽ đạt 1,500 tỷ đồng trong năm 2026.

Hình 14: Dự án Nghi Sơn



Nguồn: DGC, MBS Research

### Tiếp tục mở rộng ngành nghề kinh doanh mới với nhà máy cồn Đại Việt

Vào tháng 4 năm 2024, DGC đã mua lại thành công Nhà máy ethanol Đại Việt tại Khu công nghiệp Tam Thắng, tỉnh Đắk Nông thông qua đấu giá với giá 253 tỷ đồng. Sau đó, DGC đã chuyển nhượng toàn bộ tài sản mua lại cho công ty con là Công ty TNHH MTV Đức Giang Đắk Nông và thành lập Nhà máy Ethanol Đức Giang trực thuộc công ty con này.

Nhà máy Đại Việt có công suất hàng năm là 50.000 tấn/năm, sản xuất ethanol 96% từ tinh bột sắn phục vụ cho ngành thực phẩm và đồ uống và chăm sóc sức khỏe. Theo DGC, khi hoạt động hết công suất, nhà máy dự kiến sẽ tạo ra doanh thu khoảng 1,500 tỷ đồng/năm với biên LN ròng là 10%. Chúng tôi dự báo doanh thu ethanol sẽ đạt 990 tỷ đồng/1,057 tỷ đồng vào năm 2025/26, chiếm 7% DT của DGC.

Hình 15: Quy trình sản xuất Ethanol



Nguồn: DGC, MBS Research

## Dự phóng KQKD 2024-26

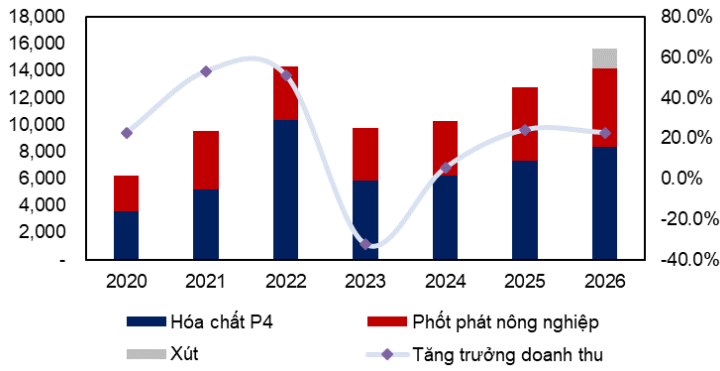
Hình 16: Dự phóng KQKD của DGC trong 2024-26

Tỷ đồng	2023	2024			2025			2026	Chú thích	
		Dự phóng	svck	thay đổi dự phóng	Dự phóng	svck	thay đổi dự phóng	svck		
Giá P4 (USD/tấn)	103	105	1.9%	-4.5%	110	4.8%	-6.0%	116	5.5%	Chúng tôi giảm giá P4 4,5%/6,0% trong 2024/2025 so với dự báo trước đó do giá P4 phục hồi chậm hơn dự kiến và khối lượng xuất khẩu sang khách hàng K.S tăng với giá bán thấp hơn.
Sản lượng P4 ( 000 tấn)	36	45	26.0%	0.0%	51	12.4%	0.0%	56	9.8%	
Sản lượng axit phosphoric ( 000 tấn)	81	59	-27.8%	-22.0%	72	22.2%	-15.9%	74	3.9%	
Sản lượng phốt phát nông nghiệp ('000 tấn)	415	374	-10.0%	-6.6%	408	9.1%	-3.0%	419	2.7%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,748</b>	<b>10,271</b>	<b>5.4%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>12,757</b>	<b>24.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>15,666</b>	<b>22.8%</b>	Chúng tôi tăng doanh thu của DGC 2025 thêm 3.1% so với dự báo trước đó nhờ sự đóng góp của dự án ethanol.
Hóa chất P4	5,858	6,259	6.8%	-13.3%	7,293	16.5%	-10.8%	8,357	14.6%	Chúng tôi giảm doanh thu hóa chất phốt pho của DGC 13.3%/10.8% so với báo cáo trước do giá P4 thấp hơn 4.5%/6%
Phốt phát nông nghiệp	3,789	4,012	5.9%	14.4%	4,474	11.5%	6.8%	4,645	3.8%	Chúng tôi tăng doanh thu phốt phát nông nghiệp của DGC trong 2024/25 thêm 14.4%/6.8% so với dự báo trước đó do sản lượng các sản phẩm phân bón như DAP, MAP và phân lân tăng do nhu cầu cao từ thị trường trong nước và Ấn Độ.
Xút								1,500		
Ethanol					990			1,164	17.6%	
<b>LN gộp</b>	<b>3,440</b>	<b>3,660</b>	<b>6.4%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>4,933</b>	<b>34.8%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>5,984</b>	<b>21.3%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>35.3%</b>	<b>35.6%</b>	<b>+0.3 điểm %</b>	<b>-0.1% pts</b>	<b>38.7%</b>	<b>+3.2% pts</b>	<b>-1.4% pts</b>	<b>38.2%</b>	<b>-0.5 % pts</b>	Chúng tôi giảm biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 1.4 điểm % so với dự báo trước đó do biên lợi nhuận gộp từ dự án ethanol thấp hơn
Doanh thu tài chính	739	628	-15.0%	-10.5%	660	5.0%	-21.3%	759	15.0%	Chúng tôi giảm doanh thu tài chính 2024/2025 10.5%/21.3% so với dự báo trước đó do lãi suất thấp hơn và giảm lãi từ chênh lệch tỷ giá.
Chi phí tài chính	(98.5)	(89)	-9.6%	-6.3%	(117)	31.2%	7.9%	(127)	8.5%	
Chi phí bán hàng	(436)	(514)	17.9%	1.5%	(612)	19.2%	-6.7%	(752.0)	22.8%	
Chi phí QLDN	(159)	(164)	3.6%	-2.8%	(204)	24.2%	-6.8%	(250.7)	22.8%	
LN trước thuế	3,485	3,526	1.2%	-12.5%	4,666	32.3%	-8.9%	5,621	20.5%	
<b>LN ròng</b>	<b>3,100</b>	<b>3,136</b>	<b>1.2%</b>	<b>-12.5%</b>	<b>4,151</b>	<b>32.3%</b>	<b>-8.9%</b>	<b>5,000</b>	<b>20.5%</b>	
<b>EPS (VND)</b>	<b>8,356</b>	<b>8,454</b>	<b>1.2%</b>	<b>-12.5%</b>	<b>11,187</b>	<b>32.3%</b>	<b>-8.9%</b>	<b>13,476</b>	<b>20.5%</b>	Chúng tôi giảm EPS 2024/25 12.5%/8.9% so với dự báo trước đó chủ yếu do 1) kết quả kinh doanh Q3/24 thấp hơn dự kiến; 2) giá P4 thấp hơn 4.5%/6% và 3) giảm lãi từ chênh lệch tỷ giá

Nguồn: DGC, MBS Research

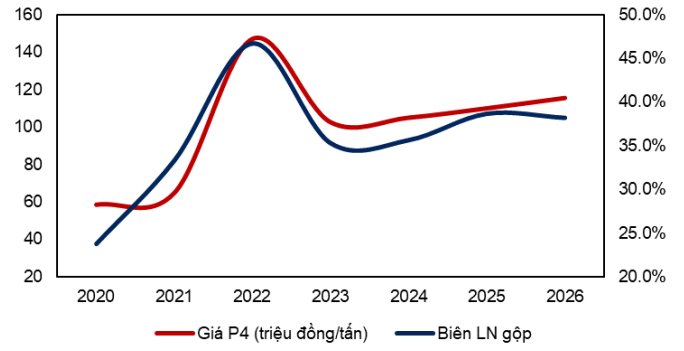


Hình 17: Doanh thu theo từng phân khúc (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: MBS Research

Hình 18: Giá P4 và biên lợi nhuận gộp của DGC



Nguồn: MBS Research

## Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả H&KD	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	9,748	10,271	12,757	15,666	LN trước thuế	3,485	3,526	4,666	5,621
Giá vốn hàng bán	(6,308)	(6,611)	(7,824)	(9,682)	Khấu hao	358	368	474	502
Lợi nhuận gộp	3,440	3,660	4,933	5,984	Thuế đã nộp	(265)	(246)	(326)	(393)
Chi phí quản lý DN	(159)	(164)	(204)	(251)	Các khoản điều chỉnh khác	-	52	51	49
Chi phí bán hàng	(436)	(514)	(612)	(752)	Thay đổi VLB	(196)	(321)	(381)	(147)
LN từ H&KD	2,846	2,982	4,117	4,981	<b>LC TT từ H&amp;KD</b>	<b>3,186</b>	<b>5,309</b>	<b>4,587</b>	<b>7,119</b>
EBITDA thuần	3,875	3,923	5,197	6,190	Đầu tư TSCĐ	(251)	(633)	(1,833)	(283)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3,517</b>	<b>3,555</b>	<b>4,723</b>	<b>5,687</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	1	1
Thu nhập lãi	739	628	660	759	<b>LC TT từ đầu tư</b>	<b>(2,338)</b>	<b>(2,964)</b>	<b>(2,028)</b>	<b>(3,229)</b>
Chi phí tài chính	(32)	(29)	(57)	(67)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(1)	5	6	8	Tiền vay ròng nhận được	(1810)	(2,960)	(855)	(3,704)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	(763,638)	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>3,485</b>	<b>3,526</b>	<b>4,666</b>	<b>5,621</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	485	628	660	759
Thuế TNDN	(243)	(246)	(326)	(393)	<b>LC TT từ hoạt động TC</b>	<b>(920)</b>	<b>(1,850)</b>	<b>(2,188)</b>	<b>(1,718)</b>
Lợi nhuận sau thuế	3,242	3,280	4,340	5,228	Tiền & tương đương tiền đầu ki	1535	1,061	1,059	749
Lợi ích cổ đông thiểu số	(142)	(143)	(190)	(228)	LC tiền thuần trong năm	(475)	(1)	(310)	1,365
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3,100</b>	<b>3,136</b>	<b>4,151</b>	<b>5,000</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b>	<b>1,061</b>	<b>1,059</b>	<b>749</b>	<b>2,114</b>
Chi trả cổ tức	-	(1,139)	(1,139)	(1,139)	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Lợi nhuận giữ lại	3,100	1,997	3,011	3,861	Tăng trưởng doanh thu thuần	-32.5%	5.4%	24.2%	22.8%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	Tăng trưởng EBITDA	-42.0%	12%	32.5%	19.1%
Tiền và tương đương tiền	1,061	1,059	749	2,114	Tăng trưởng LN từ H&KD	-52.6%	4.8%	38.1%	21.0%
Đầu tư ngắn hạn	9,342	10,743	10,206	11,227	Tăng trưởng LN trước thuế	-45.3%	12%	32.3%	20.5%
Phải thu khách hàng	718	774	961	1,180	Tăng trưởng LN ròng	-44.3%	12%	32.3%	20.5%
Hàng tồn kho	855	941	1,035	1,138	Tăng trưởng EPS	-44.3%	12%	32.3%	20.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	12,467	13,745	13,570	15,685	Biên LN gộp	35.3%	35.6%	38.7%	38.2%
Tài sản cố định	2,133	2,521	3,987	3,796	Biên EBITDA	39.8%	38.2%	40.7%	39.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	225	248	273	300	Biên LN ròng	33.3%	31.9%	34.0%	33.4%
ĐBS đầu tư	-	-	-	-	ROAE	25.4%	23.5%	25.5%	26.9%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	22.4%	20.3%	24.7%	27.2%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROIC	110%	12.6%	17.1%	18.4%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	669	325	404	496	Vòng quay tài sản	0.8	0.6	0.7	0.7
Tổng tài sản dài hạn	3,069	3,095	4,664	4,592	Cổ tức chi trả/LN ròng	36.7%	36.3%	27.4%	22.8%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15,536</b>	<b>16,840</b>	<b>18,233</b>	<b>20,277</b>	Tổng nợ vay/VCSH	110%	7.5%	11.1%	8.1%
Vay & nợ ngắn hạn	1,328	1,070	1,329	1,567	Nợ vay ròng/VCSH	-75.6%	-72.6%	-58.1%	-60.8%
Phải trả người bán	190	220	261	323	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-58.4%	-63.5%	-50.4%	-58.1%
Phải trả ngắn hạn khác	1,261	746	869	1,163	Khả năng thanh toán lãi vay	110.1	123.2	83.4	85.4
Tổng nợ ngắn hạn	3,493	2,496	3,034	3,756	Số ngày phải thu	26.5	27.1	27.1	27.1
Vay & nợ dài hạn	40	432	-	-	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	48.8	512	47.6	42.3
Các khoản phải trả khác	171	171	171	171	Số ngày phải trả tiền bán	7.0	7.7	7.4	7.4
Tổng Nợ dài hạn	16	43	436	5	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.1	4.5	2.9	4.0
<b>Tổng nợ</b>	<b>3,509</b>	<b>2,539</b>	<b>3,470</b>	<b>3,760</b>	Khả năng thanh toán nhanh	3.3	5.1	4.1	3.9
Vốn điều lệ	3,798	3,798	3,798	3,798	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.2	0.6
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787	<b>Định giá</b>	<b>8,163</b>	<b>8,259</b>	<b>10,929</b>	<b>13,164</b>
Cổ phiếu quỹ	(0)	(0)	(0)	(0)	EPS	31,667	38,768	41,686	50,992
LN giữ lại	5,989	9,122	10,064	13,355	BVPS	13.8	13.7	10.3	8.6
Các quỹ thuộc VCSH	973	328	434	523	P/E	3.6	2.8	2.6	2.1
Vốn chủ sở hữu	7,899	10,387	11,435	14,815	P/B				
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	539	600	754					
Tổng vốn chủ sở hữu	12,027	14,724	15,832	19,367					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>15,536</b>	<b>16,840</b>	<b>18,233</b>	<b>20,277</b>					

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Võ Đức Anh  
Đinh Hà Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện  
Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức  
Lê Hải Thành

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền