

## CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC)

- Doanh thu và lợi nhuận Q1/24 giảm lần lượt 4% và 14%, chủ yếu do giá bán P4 giảm mạnh so với cùng kỳ do nhu cầu suy yếu.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sẽ tăng trưởng 15%/27% giai đoạn 2024 -25 khi nhu cầu chất bán dẫn phục hồi và dự án Xút Nghi Sơn đi vào vận hành
- Chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu **136,600 đồng/cp**.

### Lợi nhuận Q1/2024 sụt giảm do giá bán phốt pho vàng vẫn ở nền thấp

Doanh thu (DT) Q1/2024 của DGC giảm nhẹ 4,0% svck, xuống còn 2,385 tỷ đồng, trong đó DT phốt pho và dẫn xuất đạt 1,272 tỷ đồng (-21% svck). Giá phốt pho vàng vẫn duy trì ở mức tương đương Q4/2023, đạt ~4,200 USD/tấn (-25% svck). Tuy vậy đơn hàng đã cải thiện khoảng 8% so với quý trước nhờ nhu cầu cải thiện từ thị trường Mỹ và Đông Á. DT phân bón phốt phát tăng 30% svck, đạt 950 tỷ đồng từ mức nền thấp trong Q1/2023. Biên lợi nhuận giảm 3.8 điểm % svck chủ yếu do giá bán giảm và DGC chuyển từ sản xuất WPA sang phân DAP và MAP có biên LN gộp thấp hơn. Kết quả, lợi nhuận ròng của DGC trong Q1/2024 chỉ đạt 672 tỷ đồng (-14% svck), mức thấp nhất trong 10 quý gần đây.

### Trở lại đà tăng trưởng LN từ Q3/2024 nhờ nhu cầu phục hồi từ chất bán dẫn và các dự án mới

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu DGC trong 2024/25 lần lượt tăng 15.4% và 21.4% svck nhờ 1) doanh thu photpho vàng tăng 33.6%/19.5% svck từ sự phục hồi về nhu cầu chất bán dẫn và đóng góp thêm từ nhà máy phốt pho 6 ; 2) doanh thu phân bón và phụ gia TACN tăng 18.8% svck từ mức nền thấp trong 2023 và đóng góp mới từ nhà máy NPK Đak Nông và 3) dự án Xút Nghi Sơn dự kiến đạt 1,200 tỷ doanh thu năm 2025, chiếm 8,7% tổng doanh thu DGC năm 2025. Biên LN gộp dự kiến tăng 0.3 điểm%/2.8 điểm % svck nhờ cải thiện về giá phốt pho và đóng góp từ mỏ apatit 19b. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng DGC sẽ tăng 15.6% và 27.1% svck trong 2024/25.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu của DGC là **136,600 đồng/cp**

Với kỳ vọng LN ròng sẽ trở lại đà tăng trưởng cùng với triển vọng dài hạn được đảm bảo bởi các dự án Xút và Nhôm, chúng tôi tin rằng DGC vẫn là cổ phiếu đáng chú ý trong 2024/25 mặc dù đã tăng giá 118% trong 1 năm. Giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa 2 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (WACC 13,8%, COE 16%) và P/E với P/E mục tiêu 12.0x. Tiềm năng tăng giá bao gồm dự án Nhôm – Boxit xin được giấy phép đầu tư và dự án nhà máy cón Đại Việt có thể hoạt động trong năm 2024. Rủi ro giảm giá gồm 1) rủi ro về thuế xuất khẩu P4 và 2) tăng giá nguyên vật liệu đầu vào (lưu huỳnh, than cốc, điện) có thể tạo áp lực lên biên LN gộp của DGC .

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	14,444	9,748	11,249	13,656
Lợi nhuận ròng	5,565	3,100	3,583	4,554
Tăng trưởng doanh thu thuần	51.2%	-32.5%	15.4%	21.4%
Tăng trưởng LN ròng	133.0%	-44.3%	15.6%	27.1%
Biên LN gộp	46.7%	35.3%	35.7%	38.5%
Biên EBITDA	46.2%	39.8%	39.8%	42.0%
ROAE	65.8%	24.9%	24.7%	25.5%
ROAA	55.5%	22.4%	22.5%	24.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	14,653	8,163	9,434	11,992
BVPS (VND/cổ phiếu)	28,525	31,667	40,113	48,232

Nguồn: MBS Research

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

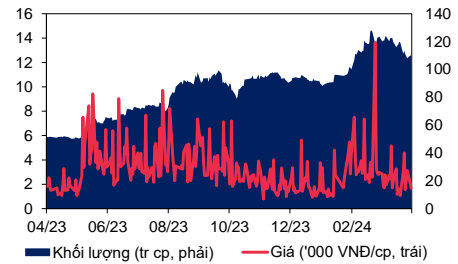
VND136,600

Tiềm năng tăng giá

16%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Giá thị trường (VND)	120,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	128,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,500
Vốn hóa (tỷ VND)	45,118
P/E (TTM)	15.1
P/B	3.7
Thị suất cổ tức (%)	2.5
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	19.9

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	5.0
Khác	64.0

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích

#### Nguyễn Đức Hào

Hao.nguyenduc@mbs.com.vn

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

(1) DGC là doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng lớn nhất Châu Á vàng - vật liệu quan trọng trong công nghệ sản xuất chất bán dẫn và trong ngành F&B. DGC cũng là doanh nghiệp duy nhất trên thế giới có thể sản xuất phốt pho vàng từ quặng apatit ở cả 2 dạng bột và cục.

(2) Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục củng cố vị thế trở lại đà tăng trưởng LN ròng từ Q3/24 nhờ nhu cầu phục hồi từ thị trường chất bán dẫn. Giá phốt pho vàng đang duy trì ở mức đáy 1 năm và khó có thể giảm về mức 2021 do chính sách hạn chế khai thác quặng apatit tại Trung Quốc.

(3) Dự án Xút-Nghi Sơn dự kiến hoàn thành và chạy thương mại trong Q3/25 sẽ là động lực tăng trưởng chính cho DGC trong 2025/26. Chúng tôi kỳ vọng Xút-Nghi Sơn sẽ đóng góp 15% doanh thu hàng năm cho DGC kể từ 2026.

### Định giá

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	138,769	50%	69,385
P/E	134,428	50%	67,214
<b>Trung bình (đồng/cp)</b>			<b>136,599</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>136,600</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Phương pháp định giá P/E

#### Phương pháp định giá

<b>LN ròng trung bình 2024/25 (tỷ đồng)</b>	<b>4,254</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	379,778,413
Trung bình EPS 2024/25 (VND/ cổ phiếu)	11,202
P/E mục tiêu (x) (trung vị 5 năm P/E )	12.0
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>134,428</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	25,749
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	17,881
Giá trị doanh nghiệp ( tỷ đồng)	43,630
Nợ ròng (tỷ đồng)	9,075
Giá trị vốn (tỷ đồng)	52,705
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	379
<b>Giá trị vốn/CP (đồng/cp)</b>	<b>138,769</b>
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
WACC	13.8%
Chi phí vốn	16.0%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

(Nguồn: MBS Research)

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa tr USD	P/E(x)		P/BV(x)		ROA		ROE (%)	
	Bloomberg		Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	3,278	17.4	12.1	1.1	1.07	5.3	6.5	10.3	11.4
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	1,446	27.3	12.7	1.47	1.45	1.7	3.6	6.1	11.5
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	604	40.8	12.8	0.8	0.7	1.5	na	2.8	6.9
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	578	14.7	na	1.7	na	-2.2	na	-2.5	na
China General Plastics Corp	1305 TT	326	31.2	18	1.1	1.1	1.9	2.7	3.5	4
CTCP Đạm Phú Mỹ	DPMVN	123	97.1	10.4	5.8	na	-5.5	na	-61.4	na
CTCP Đạm Cà Mau	DCMVN	501	24.7	16.9	1.1	1.1	3.3	5.7	4.1	7.3
<b>CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang</b>	<b>DGC VN</b>	<b>1,797</b>	<b>16.2</b>	<b>12</b>	<b>3.7</b>	<b>2.8</b>	<b>21.5</b>	<b>22.5</b>	<b>24.5</b>	<b>24.7</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Rủi ro đầu tư

- Những thay đổi bất lợi trong chính sách xuất khẩu photpho. Năm 2020, tỉnh Lào Cai đề xuất tăng thuế xuất khẩu Photpho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được thông qua) nhưng cũng đã tác động tiêu cực lớn tới giá cổ phiếu.
- Giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến (lưu huỳnh, than cốc, điện) có thể ảnh hưởng đến biên LN gộp của doanh nghiệp.
- Thời gian khởi công dự án Nghi Sơn chậm hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến KQKD của DGC trong 2025.

## CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang

### Tổng quan công ty

#### Xuất phát từ Doanh nghiệp nhà nước với đội ngũ ban lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm trong ngành hóa chất

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC), tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang, được thành lập năm 1963. Công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần vào năm 2004 và niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2015. Để nâng cao vị thế doanh nghiệp trong ngành, Công ty đã sáp nhập Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào năm 2017. Hiện DGC là công ty dẫn đầu về sản lượng trong lĩnh vực sản xuất Phốt pho vàng (37,8% doanh thu năm 2023).

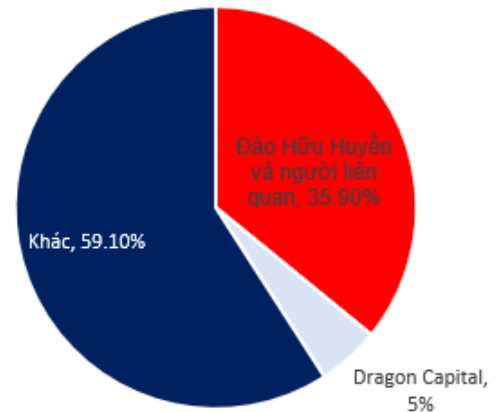
Về cơ cấu cổ đông, gia đình Chủ tịch Đào Hữu Huyền và HĐQT DGC sở hữu 35,9% cổ phần. Cổ đông nước ngoài nắm giữ 19,9% cổ phần, trong đó Dragon Capital nắm giữ 5% cổ phần. Do tính chất của ngành đòi hỏi kiến thức và hiểu biết sâu về lĩnh vực hóa chất và các sản phẩm phốt pho nên đội ngũ lãnh đạo của DGC đều là những người có kinh nghiệm lâu năm trong ngành.

Hình 5: Ban lãnh đạo DGC đều là những người có kinh nghiệm lâu năm trong ngành

Thành viên	Kinh nghiệm
Đào Hữu Huyền- Chủ tịch HĐQT	Có bằng cử nhân hóa học và hơn 28 năm kinh nghiệm kinh doanh và sản xuất hóa chất, đặc biệt là hóa chất photpho
Đào Hữu Duy Anh - Tổng giám đốc	Có bằng thạc sĩ hóa học. Gia nhập DGC từ năm 2012 và trở thành tổng giám đốc vào tháng 3/2020
Phạm Văn Hùng - Phó Tổng giám đốc	Là kỹ sư cơ khí làm việc tại DGC từ năm 2009 - là thành viên HĐQT của công ty TNHH Đức Giang Lào Cai của DGC
Đào Thị Mai - Kế toán trưởng	Làm việc tại DGC từ 2007. Từng làm kế toán trưởng tại công ty TNHH Văn Minh

Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 6 : Cơ cấu cổ đông DGC



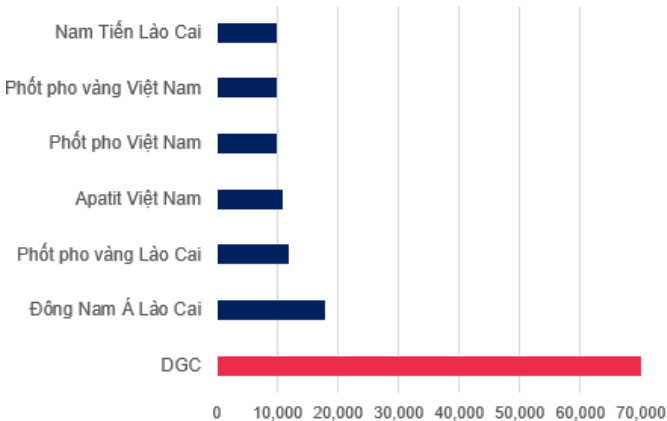
Nguồn: DGC, MBS Research

### Doanh nghiệp xuất khẩu photpho hàng đầu châu Á, dẫn đầu về công nghệ R&D

#### Doanh nghiệp sản xuất photpho hàng đầu châu Á

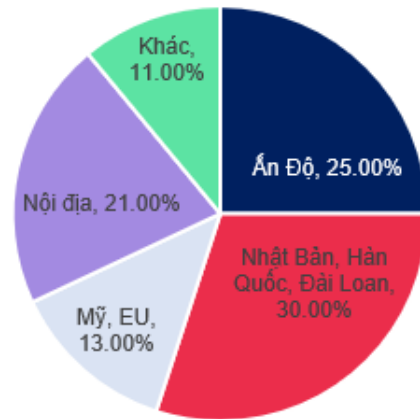
Việt Nam có 7 doanh nghiệp tham gia sản xuất, kinh doanh phốt pho vàng, tập trung chủ yếu ở tỉnh Lào Cai. Sau khi sáp nhập Đức Giang Lào Cai vào năm 2017 và Công ty Cổ phần Phốt pho 6 vào năm 2023, DGC trở thành doanh nghiệp có năng lực sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất Việt Nam với tổng công suất 70.000 tấn/năm, chiếm 46% tổng công suất P4 Ở Việt Nam. Hiện nay, DGC cũng là nhà xuất khẩu phốt pho lớn nhất Châu Á.

Hình 7: DGC có công suất sản xuất photpho vàng lớn nhất Việt Nam (đơn vị: tấn/năm)



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

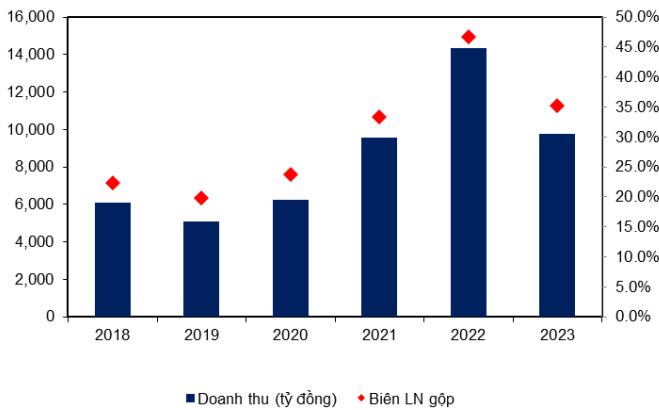
Hình 8: Cơ cấu doanh thu theo thị trường của DGC



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

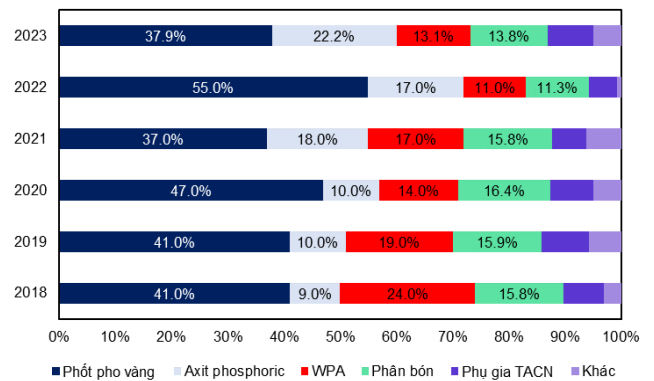
Ngoài photpho vàng, DGC còn sản xuất các dẫn xuất từ photpho như axit photphoric nhiệt (TPA cấp thực phẩm và cấp điện tử) - đóng góp 22% vào tổng doanh thu năm 2023. Axit này được sử dụng trong ngành công nghiệp mía đường, thực phẩm & đồ uống và điện tử, bán dẫn. Đối với các sản phẩm phục vụ ngành nông nghiệp, axit photphoric trích ly (WPA) đóng góp 13% doanh thu năm 2023. Các dẫn xuất của axit này và quặng apatit gồm phân bón và phụ gia TACN chiếm phần còn lại trong cơ cấu doanh thu của DGC trong 2023.

Hình 9: Doanh thu DGC đạt mức CAGR = 9.8% trong 2018-24



Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 10: Photpho vàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu DGC



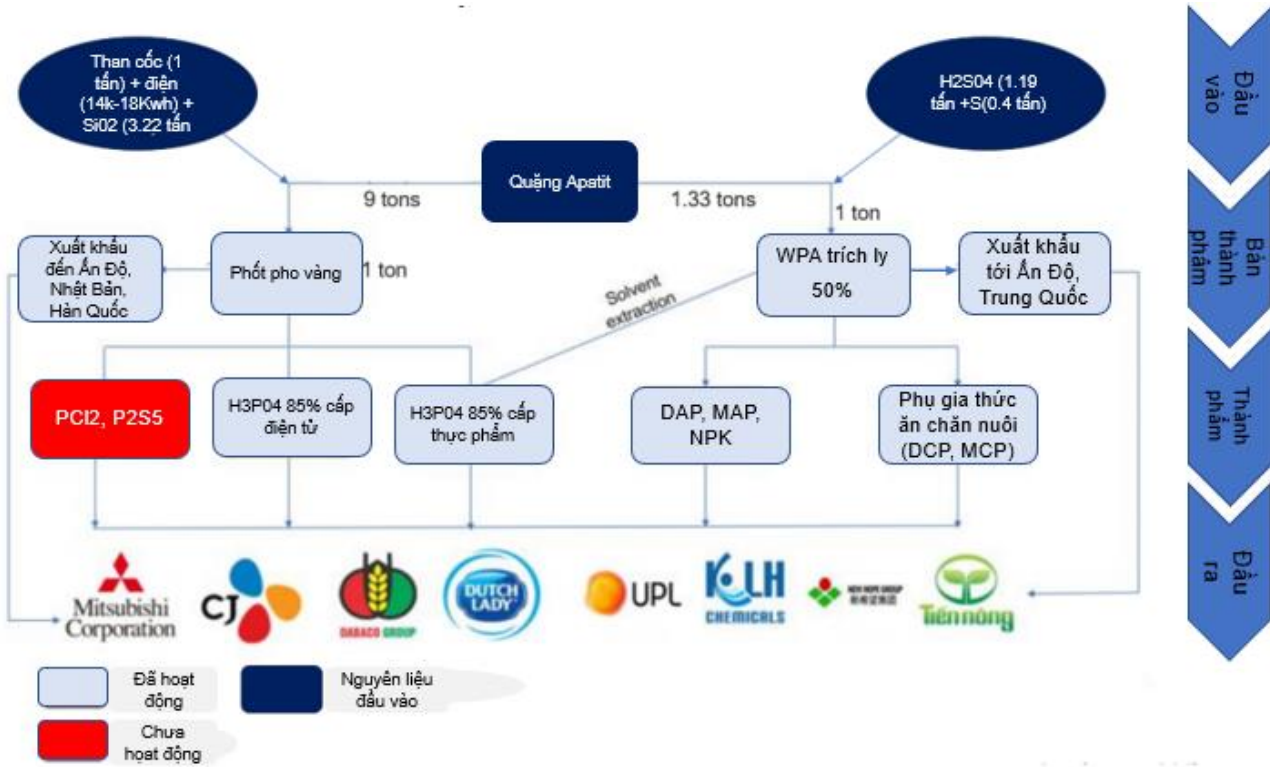
Nguồn: DGC, MBS Research

### Sở hữu công nghệ luyện quặng dạng bột duy nhất trên thế giới

Quặng apatit được chia thành 4 cấp, trong đó quặng apatit cấp 1 (chứa hàm lượng P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> > 30%) là quặng có chất lượng tốt nhất và dễ chế biến nhất. Tuy nhiên, trữ lượng quặng cấp 1 ở Lào Cai, Việt Nam và trên thế giới còn hạn chế và dần cạn kiệt. Nhờ sở hữu công nghệ đặc biệt, DGC có thể sử dụng quặng Apatit cấp 2 và cấp 3 (hàm lượng P<sub>2</sub>O<sub>5</sub> chỉ 15-25%) ở cả dạng cục và dạng bột để sản xuất Photpho vàng. Theo ban giám đốc, hiện chỉ có DGC sở hữu công nghệ này sau khi mua bằng sáng chế độc quyền từ một nhân viên trong công

ty. Vì vậy, DGC sở hữu lợi thế lớn về giá khi quặng cấp 2, cấp 3 có giá thấp hơn nhiều so với quặng loại I.

Hình 11: Chuỗi giá trị của DGC



Nguồn: MBS Research

## Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2024

### Doanh thu và lợi nhuận lần lượt giảm 3.9% và 14.4% svck trong Quý 1/2024

Hình 12: So sánh các kết quả Q1/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2024	Tăng trưởng yoy (%)	Tăng trưởng qoq (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Giá bán photpho vàng (USD/tấn)	4,207	-25%	-0.3%	4,207	-25%	
<b>Doanh thu</b>	<b>2,385</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2385</b>	<b>-3.9%</b>	
- Photpho và dẫn xuất	1,272	-21%	9.9%	1,272	-21%	Giá photpho vàng vẫn duy trì ở mức ~4,200 USD/tấn, tương đương so với Q4/23. Tuy vậy đơn hàng đã cải thiện khoảng 8% so với quý trước nhờ nhu cầu cải thiện từ thị trường Mỹ và Đông Á.
- Phân bón photphat	950	+30%	-15.6%	950	+30%	Doanh thu phân bón photphat giảm 15% so với quý trước chủ yếu do giảm sản lượng WPA. DGC tiến hành bảo trì nhà máy WPA trong tháng 1 dẫn đến sản lượng giảm so với Q4/23
Biên LN gộp	32.10%	- 3.8 điểm %	- 0.8 điểm %	32.10%	- 3.8 điểm %	Biên lợi nhuận giảm 0.8 điểm % so với quý trước và 3.8 điểm % svck chủ yếu do giá bán photpho vàng giảm và DGC chuyển từ sản xuất WPA sang phân DAP và MAP có biên LN thấp hơn.
Chi phí quản trị & bán hành	145	-2.60%	0.7%	145	-2.60%	
% chi phí quản trị bán hành/Doanh thu	6.10%			6.10%		
Doanh thu tài chính	165	1%	-14.9%	165	1%	
Chi phí tài chính	18	-10%	-50.0%	18	-10%	Chi phí tài chính giảm 50% so với quý trước do giảm lỗ chênh lệch tỷ giá.
LNTT	769	-13%	-3.8%	769	-13%	
Thuế TNDN	67	4.7%	29.0%	67	4.7%	
LNST	704	-14%	-5.5%	704	-14%	

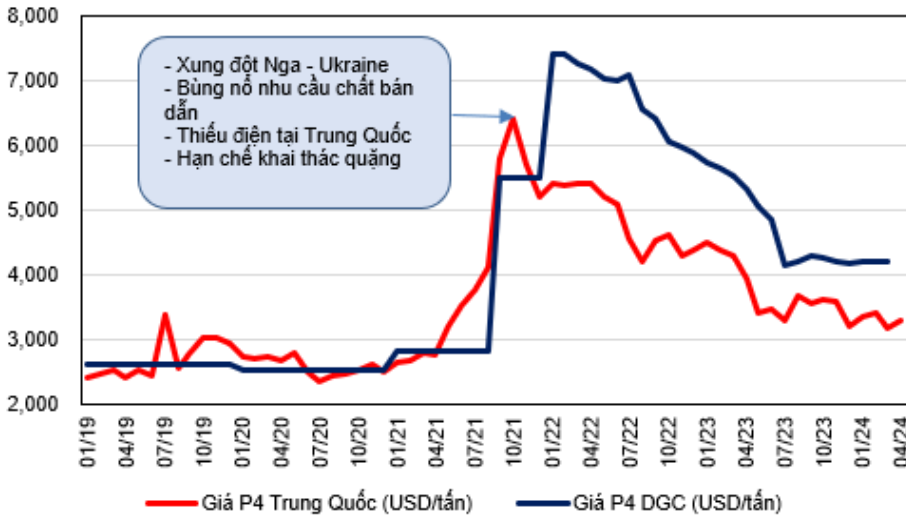
Nguồn: DGC, MBS Research

## Triển vọng kinh doanh 2024-2025: Trờ lại đà tăng trưởng

### Giá photpho vàng khó có thể giảm về thời điểm trước Covid-19

Theo số liệu chúng tôi có được từ Tổng cục Hải quan, giá bán bình quân DGC trong Q1/2024 vẫn duy trì ở mức trên 4,200 USD/tấn (+3,2% so với mức thấp nhất trong T7/23). Chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ duy trì mức giá này đến hết Q2/24 trước khi phục hồi nửa cuối năm 2024. Mặc dù Trung Quốc hiện chỉ xuất khẩu một phần nhỏ photpho do hạn chế xuất khẩu, chúng tôi nhận thấy rằng giá photpho ở Trung Quốc có thể ảnh hưởng 1 phần đến giá photpho của DGC khi Trung Quốc đang xuất khẩu các sản phẩm ở trung nguồn và thượng nguồn như axit phosphoric và chip bán dẫn.

Hình 13: Giá phốt pho DGC đang đi ngang ở mức 4,200 USD/tấn

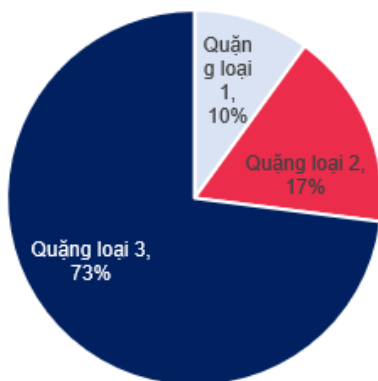


(Nguồn: TCHQ, Sunsir, MBS Research)

Chúng tôi cho rằng giá phốt pho tại Trung Quốc sẽ khó giảm về mức năm 2021 do nguồn cung quặng hạn chế. Trong tháng 8 và tháng 11/2023, hai tỉnh Vân Nam và Tứ Xuyên Trung Quốc tiếp tục hạn chế khai thác các mỏ apatit dưới 500,000 tấn/năm, không cho phép xây dựng và khai thác các mỏ phốt phát lộ thiên, chỉ tập trung khai thác các mỏ apatit cỡ lớn và vừa.

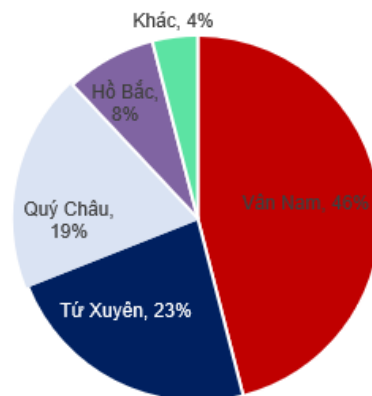
Ngoài ra, Trung Quốc còn thực hiện hệ thống cấp phép hành chính nghiêm ngặt đối với việc khai thác và chế biến apatit. Các công ty khai thác, chế biến phải có giấy phép khai thác và trải qua nhiều thủ tục khắt khe theo quy định của pháp luật. Hiện nay chỉ có một số mỏ xin cấp giấy phép thăm dò nhưng trữ lượng còn thấp trong khi từ thăm dò đến khai thác thường mất 1-2 năm. Theo Trung tâm Hóa chất Trung Quốc, đến cuối năm 2025, số lượng mỏ mới đưa vào khai thác chỉ đạt dưới 10 triệu tấn/năm (9% sản lượng hàng năm).

Hình 14: Trữ lượng quặng loại 1 ở Trung Quốc chỉ có 10%



Nguồn: China Chemical Information Center, MBS Research

Hình 15: Vân Nam, Tứ Xuyên là 2 tỉnh sản xuất P4 lớn nhất Trung Quốc



Nguồn: Longzhong Information, MBS Research

Ngoài ra, so với các nước sản xuất phốt phát khác, các mỏ apatit của Trung Quốc có ít quặng cấp 1 và nhiều quặng cấp 3 hơn. Quặng cấp 2 ở Trung Quốc khoảng 17%, thấp hơn nhiều so với Maroc (33%) và Mỹ (30%). Trữ lượng quặng



cấp 1 chỉ có 360 triệu tấn, chưa đến 10% tổng trữ lượng. Qua đó, chi phí đầu vào sẽ cao hơn khi chi phí chế biến quặng 2 và quặng 3 cao hơn nhiều so với quặng loại 1. Longzhong Information nhận định trong ngắn hạn, giá quặng apatit sẽ duy trì xu hướng tăng. Cộng thêm việc nhu cầu chất bán dẫn đang phục hồi, chúng tôi nhận định rất khó để giá photpho vàng khó có thể giảm mạnh về mức năm 2021.

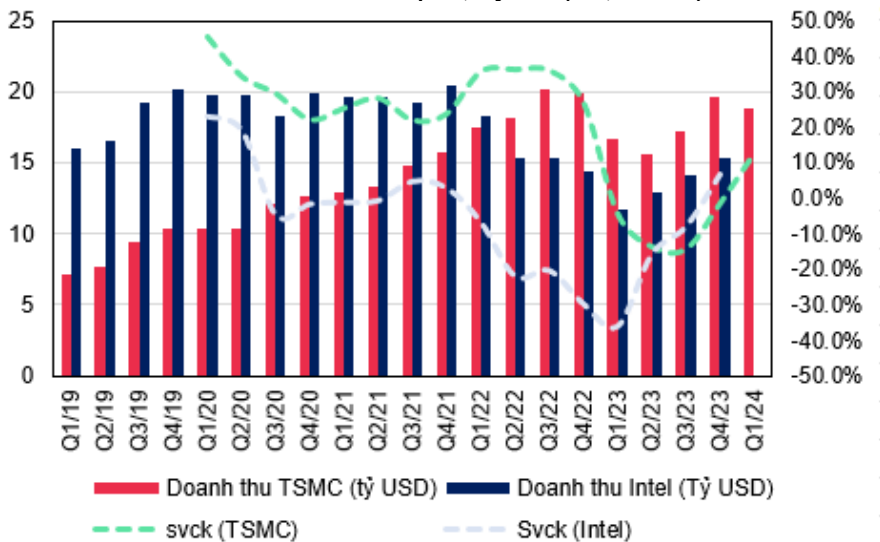
### Trở lại đà tăng trưởng trong từ Q3/2024

#### Nhu cầu chất bán dẫn được kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ trong 2024/2025

Trước năm 2021, photpho vàng được sử dụng chủ yếu trong ngành phân bón. Tuy nhiên, với nhu cầu ngày càng tăng về chất bán dẫn và pin lithium phosphate – loại pin dùng cho xe điện, triển vọng của photpho vàng sẽ nối tiếp triển vọng của chất bán dẫn và pin lithium. Hiện khoảng 20% nhu cầu photpho được sử dụng cho ngành bán dẫn và 30% doanh thu các sản phẩm của DGC đang phục vụ cho ngành công nghiệp này.

Dấu hiệu phục hồi đã xuất hiện trong ngành bán dẫn khi hai nhà sản xuất chất bán dẫn lớn nhất thế giới là TSMC và Intel cho thấy kết quả kinh doanh khả quan trong Q4/23 và Q1/2024. Doanh thu của TSMC và Intel trong quý 4/23 lần lượt đạt 19,6 tỷ USD (+13,9% so với quý trước) và 15,4 tỷ USD (+9,2% so với quý trước). Theo báo cáo mới nhất từ TSMC, doanh thu Q1/2024 ước đạt 18,8 tỷ USD (+12,6% svck). CEO TSMC kỳ vọng doanh thu quý 2 năm 2024 sẽ đạt khoảng 19,6 tỷ USD đến 20,6 tỷ USD (+27,6% svck).

Hình 16: Doanh thu TSMC Q1/2024 ước đạt 18,8 tỷ USD (+12,6% svck)

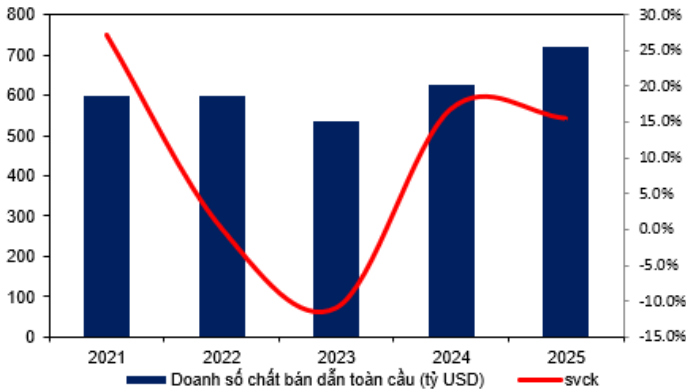


(Nguồn: TSMC, Intel, MBS Research)

Theo Thống kê Thương mại Chất bán dẫn Thế giới (WSTS) dự báo ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng 11,8% lên 576 tỷ USD vào năm 2024 với sự phục hồi lớn dự kiến ở phân khúc bộ nhớ (+ 40% svck). Theo dự báo mới nhất từ Gartner, Inc., doanh thu bán dẫn toàn cầu được dự phóng sẽ tăng 16,8%/15,5% svck vào năm 2024/2025 đạt 624 tỷ USD/721 tỷ USD. Trong khi đó tại thị trường Nhật Bản – một trong những thị trường xuất khẩu lớn nhất của DGC, Hiệp hội thiết bị bán dẫn Nhật Bản (SEAJ) dự phóng

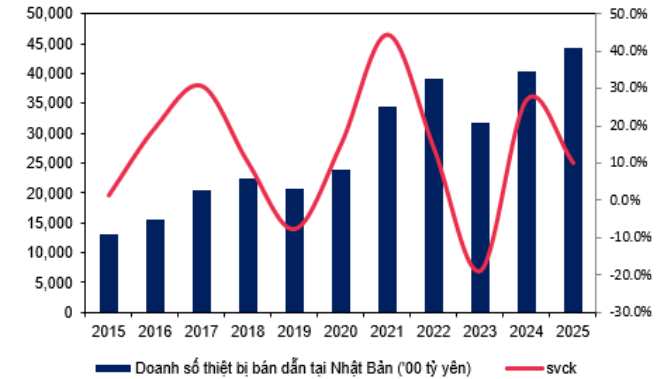
doanh số các thiết bị bán dẫn sẽ tăng trưởng 27%/10% svck trong 2024/2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phốt pho vàng sẽ tăng dần trong 2024 kéo theo giá bán cũng sẽ có sự cải thiện từ nửa cuối 2024. Chúng tôi dự phóng giá phốt pho vàng sẽ đạt 103trđ/tấn và 110trđ/tấn trong 2024/2025 (+6.8%/6.4% svck).

Hình 17: Doanh thu bán dẫn toàn cầu được dự đoán sẽ tăng 16,8%/15,5% vào năm 2024/2025 đạt 624 tỷ USD/721 tỷ USD



Nguồn: Gartner, MBS Research

Hình 18: Doanh số thiết bị bán dẫn tại Nhật Bản kỳ vọng đạt 4,000 tỷ yên



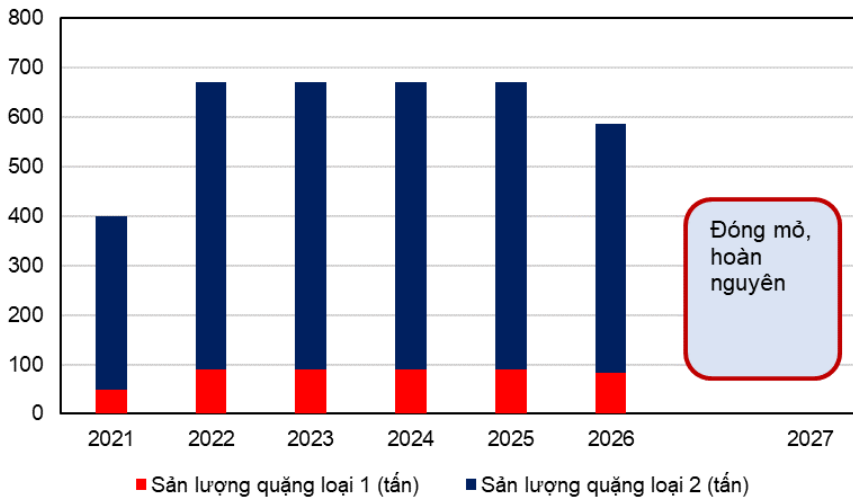
Nguồn: Semiconductor Equipment Association of Japan, MBS Research

*Mỏ Apatit thứ hai sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong dài hạn*

Quặng apatit là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất của DGC. DGC hiện tự chủ được 70% quặng apatit nhờ sở hữu mỏ apatit từ năm 2021 và ký hợp đồng bao tiêu với mỏ apatit mới vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ tiết kiệm được 20-30% chi phí so với mua quặng bên ngoài. DGC hiện đang sở hữu mỏ Khai Trường 25 tại tỉnh Lào Cai - khởi công xây dựng vào đầu năm 2021 với trữ lượng 3,7 triệu tấn và khai thác trong vòng 6 năm. Mỏ thứ hai là Khai Trường 19b tại tỉnh Lào Cai - khởi công xây dựng vào đầu năm 2023 và thuộc sở hữu của Công ty Cổ phần Hóa chất Lào Cai. DGC ký hợp đồng tiêu thụ 5 triệu tấn và khai thác trong vòng 5 năm. DGC đã bắt đầu mua quặng từ cuối quý 2 năm 2023. Như vậy, DGC có thể tự chủ được 70% nguyên liệu đầu vào trong ít nhất 5 năm tới. Do đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của DGC sẽ lần lượt đạt 35.7% (+0.4 điểm % svck) và 38.5% (+2.8 điểm %) trong năm 2024/25,

Theo ban lãnh đạo chia sẻ trong ĐHCĐ 2024, DGC đang tiếp tục tìm kiếm các mỏ mới và doanh nghiệp sở hữu mỏ để thực hiện M&A. Với mức tiêu thụ hàng năm tại thị trường Việt Nam từ 8-10 triệu tấn, nhóm nghiên cứu ước tính nguồn cung quặng apatit trong nước sẽ đủ để DGC sử dụng trong ít nhất 15 năm tới.

Hình 19: Tiến độ khai thác dự án Khai Trường 25

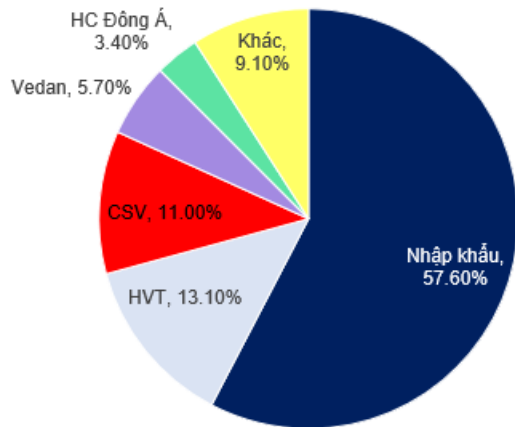


(Nguồn: DGC, MBS Research)

Dự án Xút Nghi Sơn có thể ghi nhận doanh thu cho DGC từ năm 2025

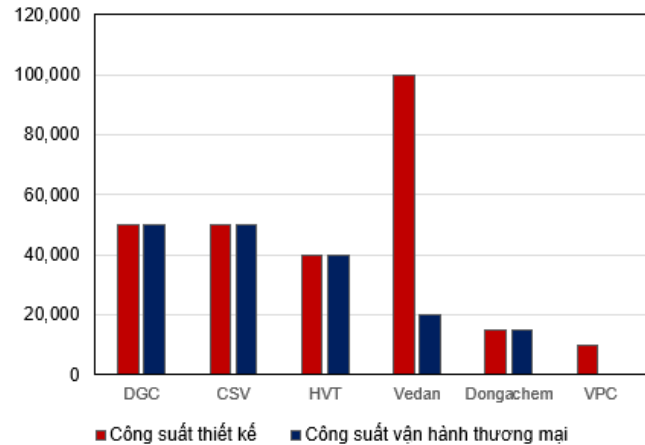
Tổng công suất sản xuất xút của Việt Nam là 189 nghìn tấn/năm hiện chỉ cung cấp được khoảng 40-50% nhu cầu trong nước (theo CSV). Những năm gần đây, Việt Nam phải phụ thuộc nhiều vào xút nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc và Đài Loan). Xút được ứng dụng rộng rãi trong ngành giấy, dệt may, chất tẩy rửa, nhôm, xử lý nước.

Hình 20: Thị trường xút Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào xút nhập khẩu



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 21: DGC trở thành nhà sản xuất Xút thương mại lớn nhất Việt Nam vào 2025 (đơn vị: tấn/năm)



Nguồn: CSV, MBS Research

**Tiến độ dự án Xút Nghi Sơn:** DGC hiện đã phóng mặt bằng và dự kiến đi vào hoạt động vào quý 2 năm 25. DGC đã đặt mua 200 tỷ đồng máy móc thiết bị cho nhà máy Nghi Sơn trong quý 3 năm 2023 và đang thuê tư vấn thiết kế xây dựng cơ sở hạ tầng để bắt đầu xây dựng trong tháng 6/24. Đây là dự án rất tiềm năng của DGC nếu dự án hoàn thành vì hiện tại Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào xút nhập khẩu từ Trung Quốc. Với đội ngũ giàu kinh nghiệm trong ngành hóa chất và tiềm lực tài chính dồi dào, chúng tôi tin rằng sản phẩm xút của DGC có thể cạnh tranh và giảm sự phụ thuộc nguồn cung từ Trung Quốc. Chúng tôi dự

phóng dự án Xút Nghi Sơn sẽ chạy 50% công suất vào năm 2025, đạt 1,200 tỷ với mức biên LN ròng kỳ vọng 15% (~CSV).

### Dự báo KQKD giai đoạn 2024– 2025

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng DGC trong năm 2024 sẽ tăng trưởng 15.4%/15.6% svck nhờ

- Doanh thu từ photpho vàng tăng 33.6% svck nhờ ASP cải thiện 6.8% svck, đạt 110trVND/tấn và sản lượng +5% svck nhờ sự phục hồi về nhu cầu chất bán dẫn và đóng góp thêm từ nhà máy photpho 6.
- Doanh thu từ axit photphoric (TPA và WPA) giảm nhẹ 3.8% svck do chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ tập trung sản xuất photpho vàng khi giá bán và nhu cầu cải thiện trong nửa cuối 2024.
- Doanh thu phân bón và phụ gia TACN tăng 18.8% svck từ mức nền thấp trong 2023 và đóng góp mới từ nhà máy NPK Đak Nông.
- Biên LN gộp chỉ cải thiện nhẹ 0.4 điểm % do giá bán photpho vàng cao sẽ bù đắp cho việc tăng giá điện và giá cốc trong 2024.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng của DGC trong năm 2025 sẽ tăng trưởng 21.4%/27.1% svck nhờ:

- Doanh thu từ photpho vàng tăng 19.4% svck nhờ ASP cải thiện 6.4% svck, đạt 117trVND/tấn và sản lượng +12.3% svck.
- Doanh thu dự án Xút Nghi Sơn đạt 1,200 tỷ năm 2025, chiếm 8,7% tổng doanh thu DGC năm 2025
- Biên LN gộp tăng 2,8% nhờ cải thiện về giá bán các mặt hàng photpho vàng và phân bón.

Hình 22: Dự phóng KQKD 2024-25

	2022	2023	2024	2025
Tỷ đồng			% yoy	% yoy
Giá bán photpho vàng (triệu VND/tấn)	147	103	-29.9%	110 6.8% 117 6.4%
Doanh thu thuần	14,444	9,748	-32.5%	11,249 15.4% 13,656 21.4%
Photpho và dẫn xuất	10,318	5,858	-43.2%	7,218 23.2% 8,279 14.7%
Phân bón photphat	4,042	3,789	-6.3%	3,507 -7.4% 3,600 2.7%
Xút				1,200
Khác	84	101	20.2%	525 419.5% 577 10.0%
LN gộp	6,750	3,440	-49.0%	4,015 16.7% 5,257 30.9%
Biên LN gộp (%)	46.7%	35.3%	-11.5 điểm %	35.7% +0.4 điểm % 38.5% +2.8 điểm %
Doanh thu tài chính	533	739	38.6%	784 6.0% 838 7.0%
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	-27.4%	(506) 16.2% (656) 29.5%
Chi phí QLDN	(152)	(159)	4.4%	(169) 19.5% (219) 23.4%
LN trước thuế	6,376	3,485	-45.3%	4,028 15.6% 5,120 27.1%
LN ròng	5,565	3,100	-44.3%	3,583 15.6% 4,554 27.1%
EPS (VND)	15,000	8,356	-44.3%	9,453 15.6% 12,016 27.1%

Nguồn: MBS Research

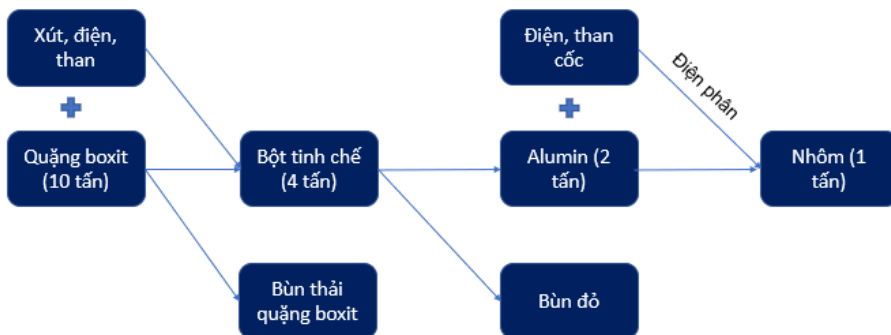
## Tiềm năng tăng giá

### Dự án Nhôm-Bauxite sẽ là động lực tăng trưởng kể từ 2028

Ngày 28/7/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch tổng thể thăm dò, khai thác và chế biến khoáng sản quốc gia giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. Trong đó có quy hoạch bauxite-alumina, là lĩnh vực được DGC quan tâm vào để đầu tư dài hạn. Kế hoạch cho phép các doanh nghiệp tư nhân tham gia vào ngành công nghiệp bauxite-alumina nhưng không đề cập đến các nhà đầu tư tiềm năng. Thay vào đó, nó chỉ liệt kê tên các dự án có sẵn cho nhà đầu tư. Phê duyệt của Thủ tướng nêu rõ chủ đầu tư dự án khai thác bauxite phải có khả năng chế biến bauxite thành alumina hoặc các sản phẩm hạ nguồn khác.

Tháng 3/23, DGC đã ký biên bản ghi nhớ với tỉnh Đắk Nông về dự án Botxit-nhôm. DGC đang xin giấy phép khai thác bauxite và chế biến bauxite thành nhôm. Tất cả các phê duyệt có thể mất hai năm. Việc xây dựng mất hai năm. Theo lãnh đạo DGC, với giá Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub> hiện tại, giai đoạn 1 của dự án có thể tạo ra doanh thu tương đương với hoạt động kinh doanh phốt pho hiện tại của DGC - 480 triệu USD. DGC kỳ vọng có thể tạo doanh thu từ alumina vào năm 2028-2029.

Hình 23: Quy trình sản xuất nhôm



(Nguồn: MBS Research)

### Tiếp tục thực hiện các thương vụ M&A để mở rộng chuỗi sản phẩm nhờ tiềm lực tài chính dồi dào

T3/2023, DGC đã hoàn tất mua 51% vốn của Ác quy Tia Sáng TSB với giá khoảng 135 tỷ đồng để trở thành công ty mẹ của TSB. Mục tiêu của DGC là sản xuất nguyên liệu cho pin LFP và lắp ráp pin trong thời gian tới. Hiện DGC đã gửi mẫu sản phẩm đến các khách hàng tiềm năng tại Hàn Quốc, Nhật Bản, Liên minh châu Âu (EU)... Pin LFP là loại pin thế hệ mới và đóng vai trò then chốt trong việc phát triển các dòng xe điện hiện nay. Mặc dù không có lợi thế cạnh tranh với pin LFP của Trung Quốc nhưng chúng tôi đánh giá các khách hàng từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ sẽ muốn đa dạng hóa nguồn mua để tránh phụ thuộc hoàn toàn vào Trung Quốc. Chúng tôi đánh giá nếu thương mại hóa thành công pin LFP có thể tạo ra nguồn doanh thu rất lớn cho DGC trong các năm tới.

Đầu tháng 4/2024, DGC đã đấu giá thành công mua lại nhà máy cồn Đại Việt tại Khu công nghiệp Tâm Thắng tỉnh Đắk Nông với giá 253 tỷ đồng. DGC sẽ chuyển giao toàn bộ tài sản đấu giá này cho công ty TNHH Một thành viên Đức Giang Đắk Nông và thành lập nhà máy cồn Đức Giang trực thuộc công ty con này. Nhà máy cồn Đại Việt với công suất 150,000 lít/ngày sản xuất ethanol 96% từ bột sắn dùng cho ngành F&B và y tế. Theo DGC, dự kiến khi chạy 100% công suất nhà máy sẽ mang lại doanh thu khoảng 1,500 tỷ/năm với biên LN ròng đạt 10%. Chúng tôi chưa đưa nhà máy cồn vào mô hình dự phóng do chưa có thời điểm DGC đưa nhà máy vào hoạt động.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	14,444	9,748	11,249	13,656	LN trước thuế	6,376	3,485	4,028	5,120
Giá vốn hàng bán	(7,694)	(6,308)	(7,234)	(8,399)	Khấu hao	285	358	418	572
Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	4,015	5,257	Thuế đã nộp	(303)	(265)	(281)	(358)
Chi phí quản lý DN	(152)	(159)	(169)	(219)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	56	55
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(506)	(656)	Thay đổi VLD	(43)	(299)	(310)	(157)
LN từ HKKD	5,998	2,846	3,340	4,383	<b>LCTT từ HKKD</b>	6,328	3,186	5,858	7,844
EBITDA thuần	6,679	3,875	4,482	5,735	Đầu tư TSCĐ	(157)	(251)	(433)	(433)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	6,393	3,517	4,064	5,163	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	5	1	1	1
Thu nhập lãi	533	739	784	838	<b>LCTT từ đầu tư</b>	(3,828)	(2,338)	(2,824)	(3,404)
Chi phí tài chính	(18)	(32)	(36)	(43)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(6)	(1)	6	7	Tiền vay ròng nhận được	(3,802)	(1,810)	(3,175)	(3,809)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(763)	-	-
<b>LN trước thuế</b>	6,376	3,485	4,028	5,120	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	128	485	784	838
Thuế TNDN	(339)	(243)	(281)	(358)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	(697)	(920)	(1,813)	(2,409)
Lợi nhuận sau thuế	6,037	3,242	3,747	4,762	Tiền & tương đương tiền đầu kì	124	1,535	1,061	1,655
Lợi ích cổ đông thiểu số	(472)	(142)	(164)	(208)	LC tiền thuần trong năm	1,412	(475)	594	1,316
<b>Lợi nhuận ròng</b>	5,565	3,100	3,583	4,554	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	1,536	1,061	1,655	2,971
Chi trả cổ tức	(411)	-	(1,139)	(1,139)					
Lợi nhuận giữ lại	5,154	3,100	2,444	3,415					
					<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	Tăng trưởng doanh thu thuần	51.2%	-32.5%	15.4%	21.4%
Tiền và tương đương tiền	1,535	1,061	1,655	2,971	Tăng trưởng EBITDA	128.0%	-42.0%	15.7%	27.9%
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	10,743	12,892	Tăng trưởng LN từ HKKD	136.0%	-52.6%	17.4%	31.2%
Phải thu khách hàng	514	718	847	1,029	Tăng trưởng LN trước thuế	141.8%	-45.3%	15.6%	27.1%
Hàng tồn kho	1,000	855	941	1,035	Tăng trưởng LN ròng	133.0%	-44.3%	15.6%	27.1%
Tổng tài sản ngắn hạn	10,985	12,467	14,747	18,607	Tăng trưởng EPS	133.0%	-44.3%	15.6%	27.1%
Tài sản cố định	1,781	2,133	2,432	2,293	Biên LN gộp	46.7%	35.3%	35.7%	38.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	234	225	248	273	Biên EBITDA	46.2%	39.8%	39.8%	42.0%
BDS đầu tư	-	-	-	-	Biên LN ròng	41.8%	33.3%	33.3%	34.9%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	65.8%	24.9%	24.7%	25.5%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROAA	55.5%	22.4%	22.5%	24.2%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	376	669	356	433	ROIC	45.6%	11.0%	14.6%	17.3%
Tổng tài sản dài hạn	2,420	3,069	3,036	2,999	Vòng quay tài sản	1.1	0.8	0.6	0.6
Tổng tài sản	13,405	15,536	17,783	21,606	Cổ tức chi trả/LN ròng	31.9%	36.7%	31.8%	25.0%
					Tổng nợ vay/VCSH	4.3%	11.0%	10.2%	7.8%
Vay & nợ ngắn hạn	468	1,328	1,172	1,423	Nợ vay ròng/VCSH	-78.8%	-75.5%	-71.2%	-78.8%
Phải trả người bán	326	190	241	280	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-63.7%	-58.4%	-61.0%	-66.8%
Phải trả ngắn hạn khác	1,272	1,261	746	869	Khả năng thanh toán lãi vay	363.3	110.7	112.9	119.8
Tổng nợ ngắn hạn	2,571	3,493	2,789	3,101	Số ngày phải thu	12.8	26.5	27.1	27.1
Vay & nợ dài hạn	-	380	-	-	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	46.8	48.8	46.8	44.3
Các khoản phải trả khác	-	171	171	171	Số ngày phải trả tiền bán	8.1	7.0	7.7	7.4
Tổng Nợ dài hạn	0	16	-	4	Khả năng thanh toán ngắn hạn	12.7	2.1	4.5	5.0
Tổng nợ	2,572	3,509	2,789	3,105	Khả năng thanh toán nhanh	3.9	3.3	5.0	5.7
					Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.3	0.6	1.0
Vốn điều lệ	3,798	3,798	3,798	3,798	<b>Định giá</b>				
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787	EPS	14,653	8,163	9,434	11,992
Cổ phiếu quỹ	(0)	(0)	(0)	(0)	BVPS	28,525	31,667	40,113	48,232
LN giữ lại	5,084	5,989	9,568	12,414	P/E	7.7	13.8	12.0	9.4
Các quỹ thuộc VCSH	632	973	375	476	P/B	4.0	3.6	2.8	2.3
Vốn chủ sở hữu	6,653	7,899	10,880	13,827					
Lợi ích cổ đông thiểu số	382	330	557	694					
Tổng vốn chủ sở hữu	10,834	12,027	15,235	18,319					
Tổng nợ và VCSH	13,405	15,536	17,783	21,606					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## 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

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

### Công nghệ - Hóa chất

Nguyễn Đức Hải

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly