

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

Trở lại đà tăng trưởng

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/25 đạt 809 tỷ đồng, tăng mạnh 20.3% yoy khi tận dụng điều kiện xuất khẩu thuận lợi trước căng thẳng thương mại Mỹ-Trung.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DGC sẽ cải thiện 13.2%/23.6% yoy trong 2025/2026 nhờ nhu cầu gia tăng từ ngành công nghiệp bán dẫn.
- Duy trì khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 113,700đ/cp.

DGC duy trì đà tăng tích cực trong KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, doanh thu (DT) đạt 2,810 tỷ đồng (+17,8% yoy) khi sản lượng bán P4 tăng 28.6% yoy và 25.4% qoq. Biên lợi nhuận gộp trong Q1/2025 tăng 2.8 đpt yoy, đạt 34.9% nhờ giá Photphat công nghiệp (IPC) trung bình cao hơn và doanh nghiệp tiếp tục giữ 100% WPA trong Q1/25 để sản xuất phân DAP khi giá tiếp tục neo cao, giúp LN gộp tăng 27,9% yoy. Tỷ trọng SG&A giảm 0.7đpt khi giá cước vận chuyển giảm và quản lý chi phí hiệu quả hơn giúp LN ròng Q1/25 của DGC tăng 20.3% yoy, duy trì đà tăng tích cực của các quý trước đó.

Triển vọng kinh doanh 2025-26 vẫn đạt mức tăng trưởng tốt sau điều chỉnh

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu Photphat công nghiệp (IPC) 11.1%/13% sv dự phóng trước do:(1) Giá P4 trong 2024 phục hồi chậm hơn dự kiến, (2) Nhu cầu nhập khẩu axit photphoric thực phẩm tại Ấn Độ giảm mạnh. Sau điều chỉnh doanh thu IPC tăng 0.3%/6.6% svck. Kỳ vọng giá bán P4 sẽ phục hồi nhẹ trước khi bước vào đà tăng giá trong Q4/25 nhờ (1) Doanh số bán các thiết bị bán dẫn tiếp tục tăng trong giai đoạn 25-26, (2) Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu P4 và (3) DGC tập trung XK sang các thị trường có giá bán P4 cao hơn. Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu Photphat nông nghiệp 8.4%/1% so với dự phóng trước do DGC giảm sản lượng Axit photphoric trích ly (WPA) để tập trung sản xuất phân DAP/MAP khi giá tăng mạnh và nhu cầu tiêu thụ tăng. Giá DAP sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2025-26, do: (1) Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu các sản phẩm có đầu vào là quặng apatit và nhu cầu sản xuất chip và xe điện tại đây tăng cao, (2) Nga gia hạn quyết định áp dụng hạn ngạch đối với hoạt động xuất khẩu phân bón hết T11/25.

Tổng hợp lại, LN ròng 2025-26 điều chỉnh giảm 22.1/16.5% so với dự phóng cũ nhưng vẫn đạt mức tăng trưởng tốt 13.2/23.6% yoy.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 113,700đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu so với báo cáo trước 11.4% do điều chỉnh giảm EPS 25-26 18.6%/16.5% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh tăng 13.2%/23.6% yoy. Chúng tôi cho rằng LN ròng của DGC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 25-26 hỗ trợ bởi tiềm năng tăng giá: (1) Kỳ vọng giá P4 tiếp tục phục hồi, (2) Giá DAP tiếp tục tăng thúc đẩy doanh thu phân bón và (3) bắt đầu ghi nhận doanh thu từ nhà máy Cồn Đại Việt trong năm 2025 và nhà máy Xút trong 2026. DGC hiện giao dịch ở mức P/E 11.1x, thấp hơn 18.9% so với mức P/E trung bình 1 năm, do đó chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu DGC với vị thế là DN xuất khẩu P4 hàng đầu châu Á và tăng trưởng LN ròng tích cực trong 25-26.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9,748	9,865	11,771	14,577
Lợi nhuận ròng	3,110	2,987	3,380	4,177
Tăng trưởng doanh thu thuần	-33%	1%	19%	24%
Tăng trưởng LN ròng	-44%	-4%	13%	24%
Biên LN gộp	35%	35%	34%	35%
Biên EBITDA	0%	32%	31%	32%
ROAE	28%	24%	24%	27%
ROAA	22%	20%	21%	22%
EPS (VND/cổ phiếu)	8,190	7,864	8,899	10,997
BVPS (VND/cổ phiếu)	31,696	36,076	39,817	45,229

Nguồn: MBS Research

Khả quan

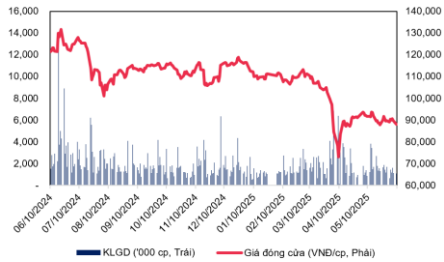
Giá mục tiêu

VND113,700

Tiềm năng tăng giá

22.9%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinprox, MBS Research

Giá thị trường (VND)	91,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	128,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73,100
Vốn hóa (tỷ VND)	33,458
P/E (TTM)	10.98
P/B	2.38
Thị suất cổ tức (%)	3
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	14.63

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
Nguyễn Thị Hồng Lan	3.8
Khác	65.2

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu của DGC là 113,700 VNĐ/cổ phiếu (điều chỉnh giảm 11.4% so với báo cáo trước) theo các luận điểm chính:

- Nhu cầu tiêu thụ Photpho (P4) vàng tại các nước lớn gia tăng trở lại từ cuối 2024, trong khi nguồn cung tiếp tục giữ ở mức thấp khi Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu P4 vàng thúc đẩy đà tăng của P4 duy trì trong giai đoạn 2025-26
- Chúng tôi tin rằng lợi nhuận ròng của DGC sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2025-2026 khi (1) Thành công mở rộng khai trường 25 và 19B vào cuối năm 2025 giúp biên LN cải thiện, (2) Cải thiện công suất nhà máy Cồn Đại Việt và ghi nhận doanh thu từ nhà máy Xút từ Q2/26. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của DGC sẽ tăng 13.2%/23.6% yoy trong năm 2025/26.
- Kỳ vọng dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại vào Q2/2026 sẽ là động lực tăng trưởng chính của DGC trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đóng góp khoảng 12% doanh thu của DGC trong 2026.

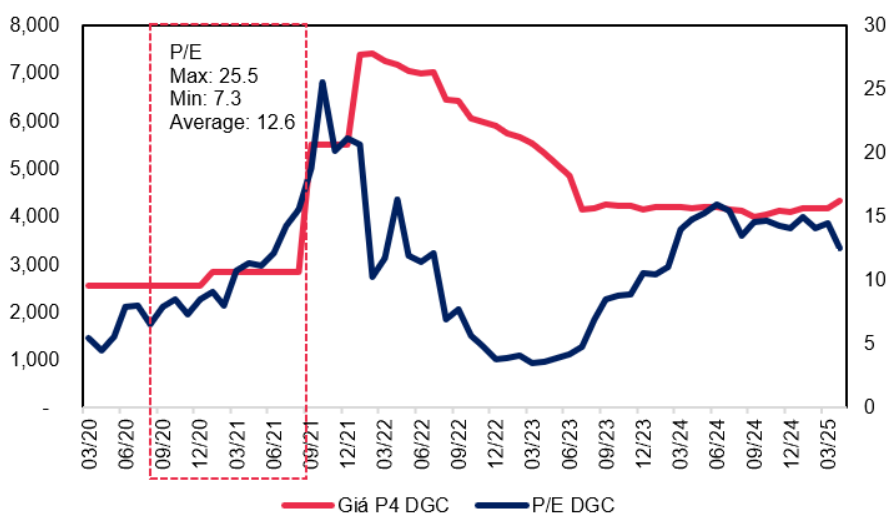
Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi hạ định giá của DGC xuống 113,700 VNĐ/cổ phiếu do điều chỉnh giảm EPS 2025/2026 18.6%/16.5% so với dự phóng cũ do (1) điều chỉnh giảm giá P4 9.1%/7.8% so với dự phóng cũ khi thị trường bán dẫn phục hồi chậm hơn dự kiến và (2) điều chỉnh giảm sản lượng Axit Photphoric trích ly (WPA) 40%/43.3% so với dự phóng cũ khi nhu cầu từ Ấn Độ giảm mạnh. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng P/E trung bình từ Q4/20-Q4/21 (12.6x) làm cơ sở tham chiếu cho P/E năm 2025-2026 do kỳ vọng giá P4 sẽ phục hồi nhẹ trước khi bước vào đà tăng giá mới trong Q4/25.

Rủi ro giảm giá

- Giá bán photpho không hồi phục mạnh như dự kiến.
- Giá đầu vào (điện, lưu huỳnh, than cốc) tăng mạnh hơn dự kiến.
- Tiến độ thực hiện dự án Nghi Sơn sắp tới chậm hơn kế hoạch

Hình 1: P/E và giá photpho của DGC từ 2019-25



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	115,222	50%	57,611
P/E	112,128	50%	56,064
Giá mục tiêu			113,675
Giá mục tiêu (làm tròn)			113,700
Upside			24.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Phương pháp P/E

Chỉ tiêu		
Dự phóng lợi nhuận ròng 2025F	tỷ đồng	3,380
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	379.8
EPS 2025	VND/cp	8,899
P/E mục tiêu	x	12.6
Giá mục tiêu	VND/cp	112,128
Upside		22.8%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá FCFF

Định giá theo FCFF		
(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2025F-2035F	tỷ đồng	18,947
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	15,717
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	10,853
(-) Nợ	tỷ đồng	1,622
(-) Lợi ích CBTS	tỷ đồng	137
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	43,759
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	379.8
Giá trị cổ phiếu	VND/cp	115,222
Giá trị cổ phiếu (làm tròn)	VND/cp	115,200
Upside		26.2%

Nguồn: MBS Research

Hình 5: WACC and tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	10%
Mức thuế	9%
WACC	13%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Dự báo dòng tiền DCF

Dự phóng FCFF	2025	2026	2027	2028	III	2035
(+) Lợi nhuận sau thuế	3,516	4,345	4,929	5,332		9,313
(+) Chi phí phi tiền mặt	399	429	648	714		1,347
(-) Chi phí lãi vay sau thuế	38	58	66	72		112
(-) Đầu tư TSCĐ	399	2,829	863	930		1,563
(-) Thay đổi VLĐ	878	-305	2,745	3,396		2,647
FCFF sau chiết khấu	2,601	2,192	1,902	1,648		6,338

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 (%)	
	Bloomberg	trUSD	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	3,225	11.9	10.3	1.0	1.0	4.1	4.6	8.6	9.1
Yunnan Yuntianhua Ltd	600096 CH	5,664	7.3	7.0	1.6	1.4	10.8	10.2	22.0	19.6
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	1,863	12.5	10.0	1.7	1.5	3.6	4.3	14.3	16.2
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	619	na	na	na	na	na	na	na	na
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	697	na	na	na	na	na	na	na	na
China General Plastics Corp	1305 TT	202	na	247.6	0.7	na	-1.1	0.1	na	na
Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	508	14.7	12.4	1.2	1.2	5.8	7.5	8.3	10.3
Tổng công ty Phân bón Hóa chất Dầu khí Cà Mau	DCM VN	679	12.0	11.2	1.7	1.5	9.5	10.0	14.9	15.2
Trung bình			11.7	10.2	1.3	1.3	5.4	6.1	13.6	14.1
CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang	DGC VN	1,285	10.7	8.8	2.2	1.9	19.4	20.5	22.8	23.9

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

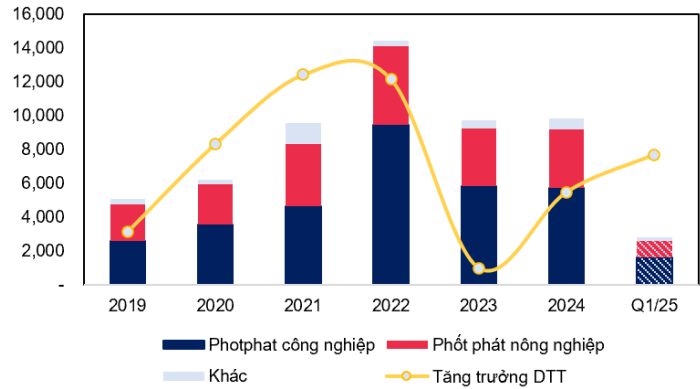
Tín hiệu tích cực tiếp tục được duy trì trong Q1/25

Hình 8: KQKD Q1/2025 (Tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q1/2025	%qoq	% yoy	% dự phóng	Chú thích
Sản lượng (tấn)	123,753	4.9%	19.7%	29.5%	
- Photphat công nghiệp (IPC)	23,118	-3.0%	-17.2%	22.2%	Sản lượng bán P4 tăng khoảng 28.6% yoy và 25.4% qoq, khi nhu cầu tại thị trường Đông Á tăng tốt hơn và điều kiện xuất khẩu thuận lợi trước căng thẳng Mỹ-Trung. Trong khi đó sản lượng bán Axit photphoric thực phẩm giảm mạnh 47.5% yoy và giảm 29% qoq khi nhu cầu tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm vẫn chưa phục hồi khi sức mua người tiêu dùng vẫn yếu, đặc biệt khi sản lượng XK sang thị trường chính như Ấn Độ giảm mạnh 51% yoy. Theo doanh nghiệp chia sẻ, trong Q1/25 DGC tiếp tục chuyển 100% WPA thành phân bón tận dụng nhu cầu trong nước mạnh mẽ. Hưởng lợi từ lệnh cấm xuất khẩu DAP/MAP của Trung Quốc, giá DAP/MAP tại Việt Nam tiếp tục tăng khoảng 10% qoq trong Q1/25, sau khi đã tăng 5% qoq trong Q4/24, qua đó giúp sản lượng phân DAP/MAP tăng lần lượt 26.5%/7% yoy.
- Photphat nông nghiệp	100,635	6.9%	33.3%	24.0%	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2,810	16.2%	17.8%	23.9%	
- Photphat công nghiệp	1,661	24.2%	13.2%	25.6%	
- Photphat nông nghiệp	954	0.0%	23.2%	23.8%	
- Cồn Ethanol	54			9.1%	
- Khác	141				
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	980.17	19.7%	27.9%	24.9%	
%Biên LN gộp	34.9%	1.0đpt	2.8đpt		Biên LN gộp cải thiện tốt trong Q1/25 chủ yếu từ giá bán IPC trung bình cao hơn. Giá bán IPC trung bình của DGC tại các thị trường XK có xu hướng tăng nhẹ, khi giá bán P4 trung bình của DGC tại thị trường Đông Á vào khoảng 4,300 USD/tấn (+3% qoq) và 4,100 USD/tấn (+5% qoq) tại Ấn Độ.
Chi phí bán hàng	110	92.9%	4.9%	20.6%	
Chi phí QLDN	42	-16.7%	2.9%	20.4%	
%SG&A	5.4%	1.0đpt	-0.7đpt		Tỷ lệ SG&A giảm so với mức 8.1% và 7.2% trong Q3-Q4/24 chủ yếu do chi phí vận chuyển giảm và quản lý chi phí hiệu quả hơn
Thu nhập tài chính	165	-2.3%	-0.4%	24.1%	
Chi phí tài chính	15	16.9%	-15.3%	12.2%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	7	18.2%	7.5%	14.9%	
LN trước thuế	978	13.1%	27.1%	26.0%	
LN ròng	809	8.3%	20.3%	24.5%	

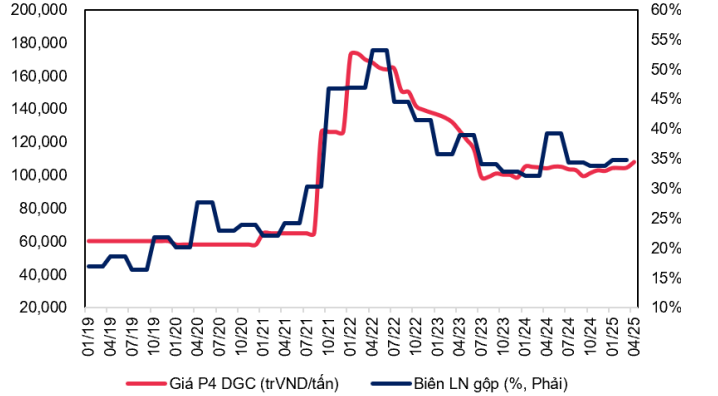
Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 9: Doanh thu theo mảng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: MBS Research

Hình 10: Giá P4 DGC và biên LN gộp



Nguồn: MBS Research

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

Hình 9: Dự phóng KQKD DGC 2024-26

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% thay đổi dự phóng	% yoy	2026F	% thay đổi dự phóng	% yoy	Chú thích
Sản lượng sản phẩm photpho (tấn)	500,234	523,121	-1.1%	4.6%	538,407	-1.9%	2.9%	
- Photphat công nghiệp (IPC)	103,788	104,107	-14.7%	0.3%	110,993	-14.6%	6.6%	Chúng tôi điều chỉnh sản lượng P4 giảm nhẹ 1.9%/3.7% sv dự phóng trước để phản ánh tốc độ phục hồi chậm hơn dự kiến của thị trường bán dẫn và điều chỉnh sản lượng Axit Photphoric thực phẩm, giảm 21.4% sv dự phóng cũ do nhu cầu nhập khẩu sản phẩm Axit phosphoric tại thị trường Ấn Độ có dấu hiệu giảm mạnh, giảm khoảng 51% yoy trong Q1/25. Chúng tôi điều chỉnh giảm 40%/43.6% sản lượng Axit phosphoric trích ly (WPA) so với dự phóng cũ và điều chỉnh tăng sản lượng DAP/MAP 8.6%/11.3% sv dự phóng cũ, do kỳ vọng DGC sẽ tiếp tục tập trung sản xuất sản phẩm phân bón DAP/MAP tận dụng xu hướng tăng giá của DAP/MAP khi Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu và nhu cầu trong nước mạnh mẽ.
- Photphat nông nghiệp	396,446	419,014	2.7%	5.7%	427,414	2.0%	2.0%	
Giá bán trung bình (triệu VND/tấn)	18	20	-5.6%	8.8%	22	-3.2%	9.4%	
- Photphat công nghiệp	55	62	-1.1%	12.2%	68	5.0%	8.5%	Chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán P4 trong giai đoạn 2025-26, giảm 9.1%/7.8% sv dự phóng cũ khi nhu cầu tiêu thụ P4 tại thị trường lớn phục hồi chậm hơn dự kiến. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán phân bón DAP trong giai đoạn 25-26, tăng 6.9%/14.3% sv dự phóng cũ do kỳ vọng lệnh cấm XK DAP/MAP của Trung Quốc sẽ được kéo dài tới hết 2025, giúp đỡ tăng giá của DAP/MAP kéo dài hơn so với dự phóng trước.
- Photphat nông nghiệp	9	10	4.1%	9.7%	10	3.5%	5.6%	
Doanh thu	9,865	11,771	-7.7%	19.3%	14,577	-7.0%	23.8%	
- Photphat công nghiệp	5,760	6,480	-11.1%	12.5%	7,494	-10.3%	15.6%	
- Photphat nông nghiệp	3,460	4,012	-10.3%	16.0%	4,323	-6.9%	7.7%	
- Cồn Ethanol	-	595	-39.9%		893	-23.3%	50.0%	Chúng tôi điều chỉnh giảm hiệu suất của nhà máy cồn Đại Việt từ 90% xuống 50% trong năm 2025 do KQKD trong Q1/25 thấp hơn dự kiến. Chúng tôi điều chỉnh giảm công suất nhà máy Xút để phù hợp với kế hoạch của DGC
- Xút					1,200	-20.0%		
- Khác	645	684		6.1%	668		-2.4%	
LN gộp	3,449	4,028	-18.4%	16.8%	5,104	-14.7%	26.7%	
%Biên LNG	35.0%	34.2%	-4.5đpt	-0.8đpt	35%	-3.2đpt	0.8đpt	Chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp giai đoạn 2025-26 do tỷ trọng tự chủ NVL suy giảm do chất lượng quặng apatit chất lượng cao tại khai trường 25 và 19B vẫn ở mức thấp và tiến độ mở rộng 2 khai trường trên chậm hơn dự kiến.
SG&A	618	737	-9.7%	19.3%	823	-17.9%	11.7%	
% SG&A	6.3%	6.3%	-0.1đpt	0đpt	5.6%	-0.8đpt	-0.6đpt	Tỷ trọng SG&A sẽ giảm khi giá cước vận chuyển sụt giảm và hiệu quả quản lý chi phí năng cao trong giai đoạn 2025-26.
Thu nhập tài chính	649	682	3.4%	5.1%	630	-17.0%	-7.7%	
Chi phí tài chính	69	125	7.1%	81.0%	125	-1.3%	0.0%	
Chi phí lãi vay	22	47	-17.2%	116.6%	47	-29.6%	0.0%	
LN trước thuế	3,400	3,848	-17.6%	13.2%	4,755	-15.4%	23.6%	
LN ròng	2,987	3,380	-22.1%	13.2%	4,177	-16.5%	23.6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng của DGC giai đoạn 2025-26 để phản ánh tốc độ phục hồi chậm của thị trường bán dẫn so với dự phóng cũ và sự co hẹp của Biên LN gộp do tỷ lệ tự chủ quặng apatit giảm.
EPS (VND/cp)	7,864	8,899	-18.6%	13.2%	10,997	-16.5%	23.6%	

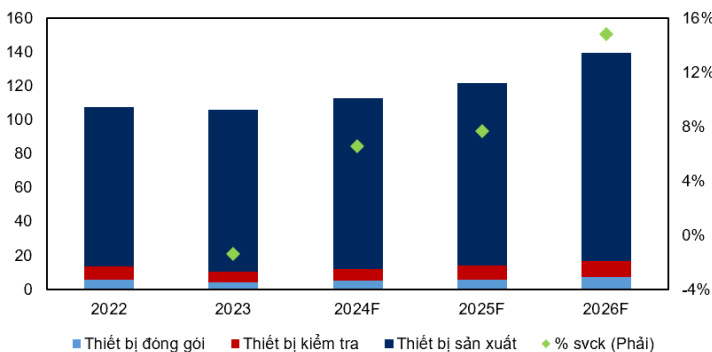
Nguồn: DGC, MBS Research

Màng Photphat công nghiệp vẫn đạt mức tăng trưởng tốt sau điều chỉnh

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu sản phẩm Photphat công nghiệp (IPC) 11.1%/13% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh, doanh thu các sản phẩm IPC tăng 12.5%/12.2% yoy:

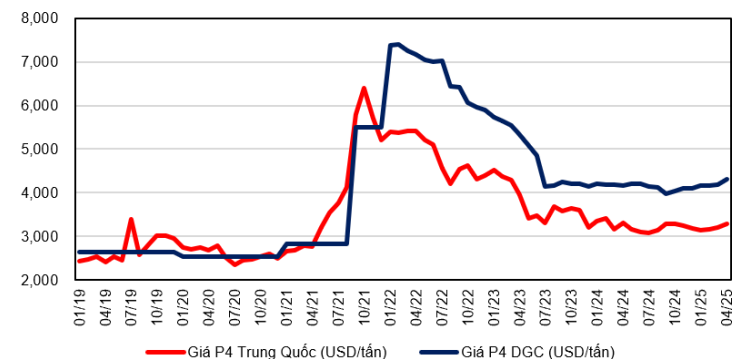
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán phốt pho (P4) 9.1%/7.8% so với dự phóng cũ do tốc độ phục hồi thị trường bán dẫn trong 2024 chậm hơn dự kiến, sau điều chỉnh, giá bán trung bình DGC đạt 100 / 107 triệu/tấn, tăng 6%/6% yoy. Chúng tôi đánh giá giá bán P4 sẽ tiếp tục tăng trong 2025-26, khi (1) Doanh số bán các thiết bị bán dẫn tăng 7.7%/14.7% yoy trong 2025-26, (2) Trung Quốc tiếp tục thúc đẩy các chính sách hạn chế điện năng, bảo vệ môi trường, kết hợp với việc sản lượng quặng chất lượng cao tại đây cạn kiệt dần và, (3) DGC sẽ tập trung xuất khẩu sang thị trường Đông Á với giá bán cao hơn (4,300 USD/tấn tại Nhật Bản) so với thị trường Ấn Độ (3,800 USD/tấn).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng bán P4 vàng trong giai đoạn 2025-2026 1.9%/3.6% yoy, sau điều chỉnh sản lượng P4 đạt 50,000/54,000 tấn, tăng 10.9%/9.9% yoy. Qua đó chúng tôi điều chỉnh doanh thu P4 vàng của DGC giảm 10.8%/12% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh sẽ tăng lần lượt 16.4%/28.2% yoy, đạt mức 4,860 tỷ đồng/6,347 tỷ đồng.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng bán Axit photpho trích ly (WPA) 66.7%/66.5% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh sản lượng WPA -7.7%/+3.7% yoy tương ứng với 24,000 / 24,800 tấn trong giai đoạn 2024-2026, phù hợp với kế hoạch của doanh nghiệp và phản ánh nhu cầu giảm mạnh tại thị trường Ấn Độ, phản ánh qua số liệu xuất khẩu Q1/25 giảm mạnh 51% yoy.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp của DGC giai đoạn 2025-26 4.5đpt/3.2đpt so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh đạt 34.2%, giảm 0.8đpt yoy trong 2025 trước khi DGC phải nhập khẩu thêm quặng apatit từ Ai Cập để bù đắp cho tình trạng thiếu quặng chất lượng cao tại Khai trường 25 và 19B trước khi phục hồi trở lại 35%, tăng 0.8đpt yoy trong 2026 khi DGC thành công mở rộng 2 khai trường trên.

Hình 12: Doanh số bán thiết bị sản xuất chất bán dẫn dự kiến tăng nhẹ 7.7% yoy trong năm 2025 trước khi tăng vọt 14.7% trong năm 2026



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

Hình 1310: Giá P4 của DGC tăng 2% so với quý trước trong Q1/25, đạt 4,171 USD/tấn (đơn vị: USD/tấn)



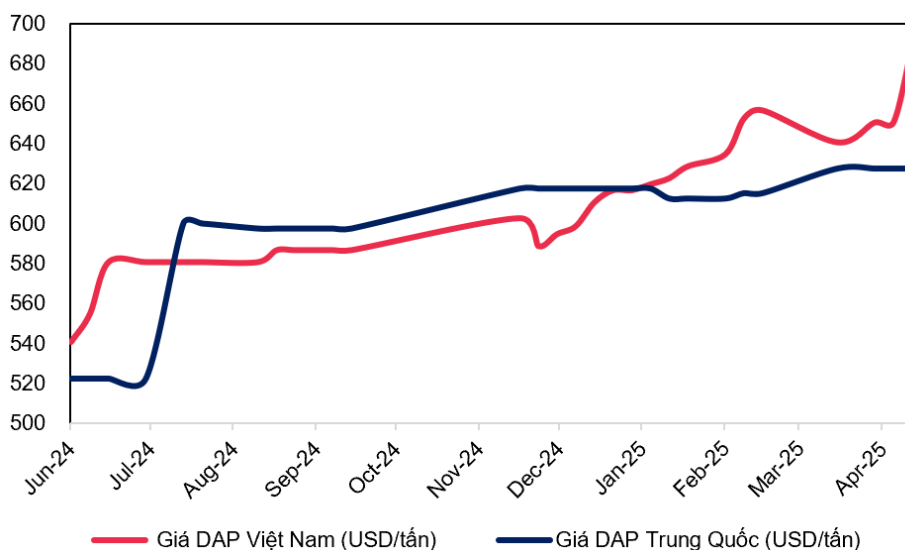
Nguồn: Sunsir, MBS Research

Màng photphat nông nghiệp: phân bón được gia tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu khi giá DAP/MAP duy trì ở mức cao

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu sản phẩm Photphat nông nghiệp 8.4%/1% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh doanh thu các sản phẩm Photphat nông nghiệp tăng 18.4%/12.2% yoy:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng Axit Photphoric trích ly (WPA) 40%/43.6% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh sản lượng WPA - 2.5%/+3.3% yoy, tương ứng với 24,000 / 24,800 tấn trong giai đoạn 2025-26, do kỳ vọng DGC sẽ tiếp tục giữ WPA để tập trung sản xuất phân bón DAP/MAP trong thời gian tới khi giá DAP tiếp tục neo cao. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu WPA 44.9%/47.3% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh doanh thu WPA giảm nhẹ 0.3% yoy tương ứng 264 tỷ đồng trong năm 2025 trước khi tăng 5.7% yoy lên mức 279 tỷ đồng trong năm 2026 khi giá DAP hạ nhiệt.
- Chúng tôi điều chỉnh sản giảm lượng phân bón DAP 6.7%/3% so với dự phóng cũ, do sản lượng 2024 thấp hơn dự kiến, sau điều chỉnh sản lượng phân bón DAP tăng 16.9%/5.9% yoy, tương ứng đạt mức 51,300 / 54,300 tấn trong giai đoạn 2025-26. Tuy nhiên chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán DAP 3.3%/10% so với dự phóng cũ do kỳ vọng giá xuất khẩu DAP sẽ duy trì đà tăng thúc đẩy bởi: (1) Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu các sản phẩm có đầu vào là quặng apatit khi trữ lượng quặng apatit tại đây có dấu hiệu suy giảm, kết hợp với nhu cầu sản xuất chip và xe điện nội địa tăng cao, và (2) Nga gia hạn quyết định áp dụng hạn ngạch đối với hoạt động xuất khẩu phân bón từ 1/6/2025 – 31/11/2025, thể hiện nỗ lực của Nga trong việc kiểm soát giá nông sản, vốn vẫn chịu áp lực tăng mạnh do giá phân bón leo thang. Do đó chúng tôi điều chỉnh doanh thu DAP -0.4%/+9.3% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh doanh thu DAP tăng 23.3%/12.8% yoy lên mức 794.5 / 896.3 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-26.

Hình 15: Giá DAP Việt Nam và Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Đóng góp từ các dự án mới tiếp đà tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu cồn Ethanol 39.9%/23.3% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh doanh thu cồn Ethanol đạt 425 / 714 tỷ đồng do điều chỉnh giảm hiệu suất nhà máy cồn Đại Việt trong giai đoạn 2025-26 xuống 70%/100% (giảm 20%/0% so với dự phóng cũ) để phản ánh hiệu quả thấp hơn dự kiến của nhà máy trong Q1/25. Trong Q1/2025, sản lượng cồn đạt 2,500 tấn, tương ứng với hiệu suất nhà máy vào khoảng 20%, thấp hơn so với mức dự phóng cũ. Tuy nhiên, theo chia sẻ của doanh nghiệp, DGC dự kiến sẽ tăng công suất lên khoảng 3,000 tấn/tháng (so với khoảng 833 tấn/tháng trong Q1/25) bắt đầu từ Q2/2025, tương ứng với hiệu suất nhà máy khoảng 72% trong 3 quý còn lại.

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng Xút trong năm 2026 20% so với dự phóng cũ, sau điều chỉnh doanh thu mảng Xút đạt 1,200 tỷ đồng do tiến độ dự án tiếp tục chậm hơn dự kiến. Đối với dự án nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn, DGC đã chính thức khởi công giai đoạn 1 của dự án trong T2/2025, theo doanh nghiệp chia sẻ, Tổng Công ty Hóa chất và Dịch vụ Dầu khí – PVC đã ký hợp đồng bao tiêu 30% sản lượng của giai đoạn 1, các khách hàng khác đã cam kết mua thêm 20% sản lượng, nâng tổng sản lượng cam kết lên 50% công suất của giai đoạn 1. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 1 sẽ đi vào vận hành trong Q2/2026, và sẽ đạt khoảng 60% công suất, tương ứng với sản lượng vào khoảng 30,000 tấn.

Hình 16: Tiến độ dự án Đức Giang - Nghi Sơn

	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Xây dựng						
Lắp đặt máy móc						
Chạy thử và bàn giao						
Vận hành thương mại						

Nguồn: DGC, MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo KQKD				Báo cáo LCTT			
	2024	2025	2026		2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9,865	11,771	14,577	LN trước thuế	3,400	3,848	4,755
Giá vốn hàng bán	6,415	7,744	9,473	Khấu hao	368	399	429
LN gộp	3,449	4,028	5,104	CP lãi vay	22	47	58
Chi phí quản lý DN	171	204	217	Các khoản điều chỉnh khác	-540	-571	1,674
Chi phí bán hàng	447	534	606	Thay đổi VLĐ	-131	-1,353	-575
LN từ HĐKD	2,832	3,291	4,280	LCTT từ HĐKD	3,119	2,369	6,341
EBITDA thuần	3,200	3,689	4,709	Đầu tư TSCĐ	-522	-399	-2,829
LN trước thuế & lãi vay	2,832	3,291	4,280	Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	1	1	2
Thu nhập lãi	649	682	630	LCTT từ đầu tư	-1,152	-440	-4,190
Chi phí tài chính	69	125	155	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Thu nhập ròng khác	6	7	9	Tiền vay ròng nhận được	-468	-47	-58
TN từ các công ty LK và LD	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	0	1	2
LN trước thuế	3,400	3,848	4,755	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-2,445	-1,139	-1,139
Thuế TNDN	293	331	410	LCTT từ hoạt động TC	-1,186	-1,197	-826
LN sau thuế	3,107	3,516	4,345	Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,061	116	859
Lợi ích cổ đông thiểu số	121	137	169	LC tiền thuần trong năm	-945	743	953
LN ròng về công ty mẹ	2,987	3,380	4,177	Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	116	859	1,812
Chi trả cổ tức	2,445	1,139	1,139	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026
LN giữ lại	542	2,240	3,037				
Bảng cân đối kế toán				Tăng trưởng DTT	1.2%	19.3%	23.8%
	2024	2025	2026	Tăng trưởng EBITDA	0.0%	15.3%	27.7%
Tiền và tương đương tiền	116	859	1,812	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-0.8%	16.2%	30.1%
Đầu tư ngắn hạn	10,570	9,994	11,662	Tăng trưởng LN trước thuế	-2.7%	13.2%	23.6%
Phải thu khách hàng	500	970	851	Tăng trưởng LN ròng	-4.0%	13.2%	23.6%
Hàng tồn kho	985	1,392	1,516	Tăng trưởng EPS	-4.0%	13.2%	23.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	12,701	13,982	16,790	Biên LN gộp	35.0%	34.2%	35.0%
Tài sản cố định	2,496	2,496	4,896	Biên EBITDA	32.4%	31.3%	32.3%
XDCB dở dang	161	272	337	Biên LN ròng	30.3%	28.7%	28.7%
BDS đầu tư	-	-	-	ROAE	24.1%	24.4%	26.9%
Tài sản dài hạn khác	431	515	638	ROAA	19.8%	21.1%	21.5%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	Vòng quay tài sản	0.6	0.7	0.7
Phải thu dài hạn	32	39	48	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.8	0.3	0.3
Tổng tài sản	15,821	17,578	22,793	Tổng nợ vay/VCSH	0.1	0.1	0.1
Vay & Nợ ngắn hạn	865	1,622	2,009	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0.0	0.0	0.0
Phải trả người bán	313	294	481	Khả năng thanh toán lãi vay	147.8	78.7	81.1
Phải trả ngắn hạn khác	10	12	1,584	Số ngày phải thu	22.5	22.8	22.8
Tổng nợ ngắn hạn	2,053	2,456	5,570	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	52.3	56.0	56.0
Vay & Nợ dài hạn	-	-	-	Số ngày phải trả tiền bán	14.3	14.3	14.9
Các khoản phải trả khác	0	0	0	Khả năng thanh toán ngắn hạn	6.2	5.7	3.0
Tổng nợ dài hạn	67	0	46	Khả năng thanh toán nhanh	5.7	5.1	2.7
Tổng nợ	2,120	2,456	5,616	Khả năng thanh toán tiền mặt	5.2	4.4	2.4
Vốn điều lệ	3,798	3,798	3,798				
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	Định giá			
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	EPS (đồng/cp)	7,864	8,899	10,997
LN giữ lại	7,205	8,714	11,245	BVPS (đồng/cp)	36,076	39,817	45,229
Các quỹ thuộc VCSH	1,417	686	179	P/E (lần)	11.6	10.3	8.3
Vốn chủ sở hữu khác	-	-	-	P/B (lần)	6.7	6.0	5.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-				
Tổng vốn chủ sở hữu	13,701	15,121	17,177				
Tổng nợ và VCSH	15,821	17,578	22,793				

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

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
Nguyễn Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh
Nguyễn Phương Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Phạm Thị Thanh Huyền
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng