

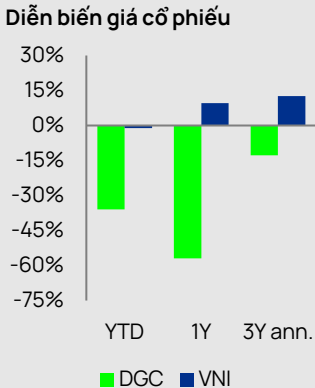
CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)

KHẢ QUAN +15,5%

Ngành	Hóa chất
Ngày báo cáo	04/09/2026
Giá hiện tại	47.100 VND
Giá mục tiêu	46.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	52.100 VND
TL tăng	-1,5%
Lợi suất cổ tức	17,0%
Tổng mức sinh lời	+15,5%
GT vốn hóa	16,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	23,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr
Pha loãng	380 tr
	DGCVN
P/E (trượt)	8,0x14,0x
P/B (hiện tại)	1,1x2,0x
ROA	11,2%2,4%
ROE	13,8%16,2%

Tổng quan Công ty

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam, phục vụ các ứng dụng trong nông nghiệp và điện tử, cùng nhiều lĩnh vực khác. Bên cạnh đó, DGC dự kiến gia nhập mảng hóa chất xút-clo – vốn đóng vai trò quan trọng đối với các hoạt động sản xuất. Công ty đang xin cấp phép đầu tư để gia nhập mảng bôxit-nhôm.



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.262	10.598	11.189	11.984
% YoY	14%	-6%	6%	7%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	3.025	1.600	1.646	1.759
% YoY	1%	-47%	3%	7%
EPS	1%	-47%	3%	7%
Biên LN gộp	31,5%	17,5%	19,5%	19,6%
Biên EBITDA	29,4%	16,4%	19,5%	19,0%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	12,1%	13,7%	13,6%
Biên LN ròng	26,9%	15,1%	14,7%	14,7%
DTTD/Doanh thu	11%	-15%	16%	18%
EV/EBITDA	2,7x	5,1x	4,1x	3,9x
P/E	6,3x	11,9x	11,6x	10,8x
P/B	1,2x	1,4x	1,3x	1,3x
ROE	20,8%	11,2%	12,3%	12,7%

Áp lực từ chi phí đầu vào tăng; Cuộc điều tra vẫn còn tiếp diễn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 11% giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh (1) mức điều chỉnh giảm 10% đối với tổng dự báo EBITDA cốt lõi giai đoạn 2026–2027, (2) vị thế tiền mặt ròng thấp hơn tại thời điểm cuối quý 2/2026, và (3) NPV thấp hơn của dự án bất động sản (xem phần Định giá).
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 21%/26%/37% dự báo LNST sau CĐTS các năm 2026/27/28, chủ yếu do dự phóng biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Chúng tôi điều chỉnh giả định biên lợi nhuận gộp các năm 2026/27/28 xuống lần lượt 17,5%/19,5%/19,6% (từ mức 20,3%/22,6%/25,4%), phản ánh việc một số chi phí đầu vào chính của DGC tiếp tục tăng trong quý 2/2026, bao gồm quặng apatit mua ngoài, lưu huỳnh và amoniac, theo ban lãnh đạo.
- Biên lợi nhuận giai đoạn 2026–2027 của DGC còn chịu áp lực từ việc tăng thuế xuất khẩu P4 và giả định của chúng tôi rằng công ty sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào quặng apatit mua ngoài. Các yếu tố này đã được chúng tôi đưa vào các Báo cáo Cập nhật trước đây.
- Chúng tôi duy trì giả định loại bỏ hoàn toàn khả năng tự chủ nguồn quặng sau khi hoạt động khai thác của DGC bị dừng nhằm phục vụ công tác điều tra của Bộ Công an.
- Chúng tôi duy trì giả định dự án xút-clo sẽ bắt đầu vận hành thương mại trong quý 1/2027, với hiệu suất hoạt động lần lượt là 65%/70% trong các năm 2027/28.
- Chúng tôi lùi giả định thời điểm ghi nhận doanh thu mảng BĐS sang giai đoạn 2029–2030 (từ 2028–2029), do chúng tôi kỳ vọng cuộc điều tra đang diễn ra và các diễn biến gần đây sẽ làm chậm quá trình cấp phép của dự án. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng các dự án đã có đầy đủ giấy phép cần thiết sẽ tiếp tục được xây dựng theo kế hoạch.
- Trong Báo cáo Cập nhật trước đây, chúng tôi đã loại bỏ đóng góp lợi nhuận từ mảng ethanol kể từ năm 2027, theo nghị quyết của DGC về việc chuyển nhượng tài sản nhà máy ethanol trong năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa vào bất kỳ khoản lợi nhuận bất thường tiềm năng nào từ giao dịch này, trong khi chờ thêm thông tin về giá trị và thời điểm thực hiện.
- Rủi ro:** Chênh lệch giá thị trường thu hẹp mạnh hơn dự kiến; các dự án bị trì hoãn/loại bỏ; các thay đổi bất lợi đối với chính sách xuất khẩu photpho; các khoản phạt hoặc nghĩa vụ tài chính bổ sung tiềm ẩn liên quan đến cuộc điều tra đang diễn ra.
- Yếu tố hỗ trợ:** 1) Tình trạng hạn chế giao dịch được gỡ bỏ, 2) hoạt động khai thác quặng tự chủ được phục hồi.

Diễn biến mới nhất của cuộc điều tra: Vào ngày 22/07/2026, cơ quan chức năng đã khởi tố thêm ba lãnh đạo cấp cao của DGC. Ông Lưu Bách Đạt, Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc, và ông Phùng Trọng Tú, Phó Tổng Giám đốc, bị truy tố với tội danh gây ô nhiễm môi trường, trong khi ông Nguyễn Quốc Trung, Thành viên HĐQT, bị truy tố với tội danh vi phạm quy định về thăm dò và khai thác khoáng sản. Cả ba đều bị áp dụng lệnh cấm đi khỏi nơi cư trú. **Nhìn chung, chúng tôi cho rằng cuộc điều tra hình sự đang diễn ra là rủi ro chính đối với công ty, trong đó các diễn biến mới nhất làm gia tăng rủi ro về tính liên tục trong công tác điều hành, rủi ro pháp lý và rủi ro triển khai.**

Cập nhật về cuộc điều tra hình sự và các tác động

Các cáo trạng bổ sung làm gia tăng rủi ro về ban lãnh đạo và pháp lý: Vào ngày 22/07/2026, DGC nhận được thông báo từ Cơ quan Cảnh sát điều tra (Bộ Công an) về việc khởi tố thêm ba lãnh đạo cấp cao, cả ba đều bị áp dụng lệnh cấm đi khỏi nơi cư trú. Ông Lưu Bách Đạt, Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc, và ông Phùng Trọng Tú, Phó Tổng Giám đốc, bị truy tố với tội danh gây ô nhiễm môi trường. Ông Nguyễn Quốc Trung, Thành viên HĐQT, bị truy tố với tội danh vi phạm quy định về nghiên cứu, thăm dò và khai thác khoáng sản. Ông Đạt giữ chức Tổng Giám đốc từ tháng 3/2025 và là một trong những lãnh đạo cấp cao còn lại có nhiều kinh nghiệm về kỹ thuật và vận hành sau đợt bắt giữ đầu tiên. Trong khi đó, ông Trung chỉ mới được bầu vào HĐQT vào tháng 5/2026, còn ông Tú được bổ nhiệm làm Phó Tổng Giám đốc vào tháng 6/2026 trong nỗ lực tái thiết cơ cấu ban lãnh đạo cấp cao của DGC.

Diễn biến này cho thấy sự mở rộng của cuộc điều tra được công bố vào tháng 3/2026. Trước đó, cơ quan chức năng cho rằng các vi phạm liên quan đến DGC và các đơn vị liên quan bao gồm việc chôn lấp trái phép hàng triệu tấn chất thải trên diện tích hàng chục hecta tại KCN Tăng Loàng, khai thác trái phép hàng trăm nghìn tấn quặng apatit với giá trị hàng trăm tỷ đồng, và các giao dịch ngoài sổ sách gây thất thoát thuế hàng chục tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá các cáo trạng mới nhất là yếu tố tiêu cực, khi việc Tổng Giám đốc và một Phó Tổng Giám đốc mới được bổ nhiệm bị truy tố làm gia tăng rủi ro về tính liên tục trong ban lãnh đạo và rủi ro triển khai. Điều này có thể hạn chế khả năng ra quyết định, làm suy yếu công tác giám sát, làm chậm việc xử lý các vấn đề pháp lý, môi trường và khai thác mỏ, đồng thời làm tăng rủi ro về các thay đổi nhân sự lãnh đạo, chi phí khắc phục, nghĩa vụ tài chính bổ sung và việc trì hoãn các dự án. Chúng tôi chưa đưa vào dự báo bất kỳ khoản phạt, chi phí khắc phục hay gián đoạn hoạt động liên quan nào do thông tin về phạm vi, thời gian và kết quả của cuộc điều tra còn hạn chế, nhưng vẫn giữ các yếu tố này là rủi ro giảm giá. Việc đánh giá rõ ràng hơn sẽ phụ thuộc vào các kết quả điều tra tiếp theo, kế hoạch thay thế nhân sự lãnh đạo của DGC và các cập nhật tiếp theo về hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty.

Vui lòng xem thêm về việc dừng khai thác mỏ và tình trạng giao dịch của cổ phiếu trong [Báo cáo Cập nhật](#) của chúng tôi (ngày 20/07/2026).

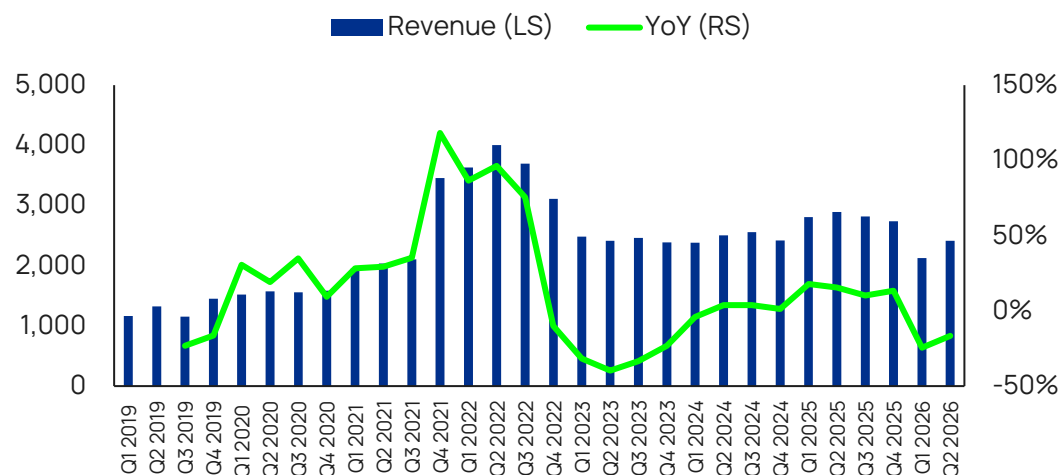
Kế hoạch thoái vốn khỏi nhà máy ethanol tại Đắk Nông

Vào ngày 09/06/2026, DGC công bố Nghị quyết HĐQT số 16/2026 thông qua chủ trương chuyển nhượng nhà máy ethanol Đức Giang, tài sản thuộc sở hữu của công ty con Đức Giang Đắk Nông. HĐQT ủy quyền cho Chủ tịch và ban lãnh đạo công ty con tìm kiếm bên mua tiềm năng, đàm phán các điều khoản giao dịch, xác định giá trị chuyển nhượng và thực hiện thương vụ. Việc chuyển nhượng dự kiến hoàn tất trong năm 2026. Chúng tôi lưu ý rằng trong Báo cáo Cập nhật trước đây, chúng tôi đã loại bỏ đóng góp lợi nhuận từ nhà máy ethanol kể từ năm 2027. Chúng tôi chưa đưa vào bất kỳ khoản lãi/lỗ bất thường tiềm năng nào từ việc thoái vốn, trong khi chờ thêm chi tiết về định giá và thời điểm thực hiện.

Trước đó, DGC đã mua lại nhà máy ethanol Đại Việt trước đây vào đầu năm 2024 với giá 253 tỷ đồng. Nhà máy có công suất ethanol hàng năm 50 nghìn tấn và đã hoạt động trở lại vào cuối năm 2024 sau khi được mua lại. Sau đó, DGC đầu tư khoảng 125 tỷ đồng trong giai đoạn 2024–2025 để nâng độ tinh khiết của ethanol từ 95% lên 99%. Ban lãnh đạo trước đây từng đề cập khả năng mở rộng công suất lên 150 nghìn tấn/năm, được hỗ trợ bởi nguồn nguyên liệu thuận lợi và nhu cầu trong nước.

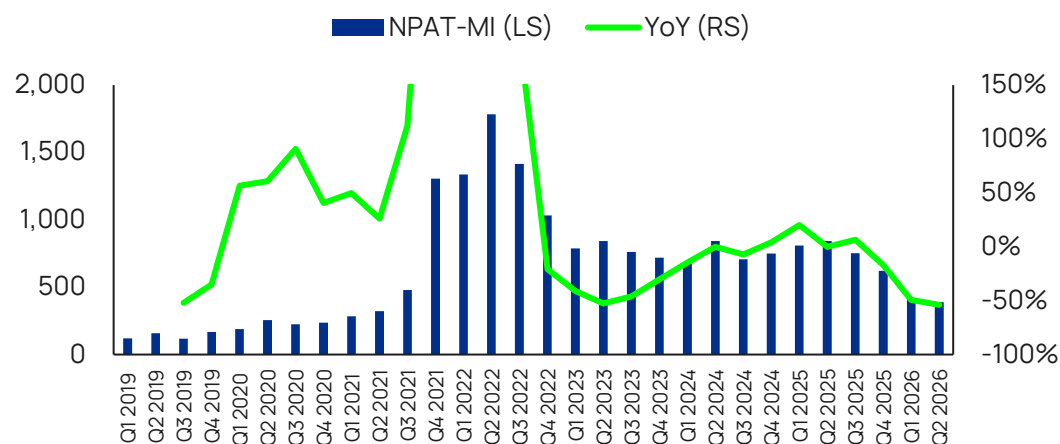
Chúng tôi đánh giá kế hoạch thoái vốn này là một phần trong chiến lược tinh gọn các tài sản ngoài cốt lõi của ban lãnh đạo. Ở mức hoạt động tối đa, ban lãnh đạo ước tính nhà máy có thể tạo ra 1,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (1,3 nghìn tỷ đồng từ ethanol, 200 tỷ đồng từ sản phẩm phụ) và LNST 200 tỷ đồng–300 tỷ đồng. Trong năm 2025, ethanol đóng góp chưa đến 2% doanh thu tập đoàn. Các chi tiết quan trọng - bao gồm danh tính bên mua, giá trị giao dịch, lãi/lỗ từ việc thoái vốn và thời điểm thực hiện - vẫn chưa được công bố, trong khi chờ đánh giá đầy đủ hơn.

Hình 1: Doanh thu theo quý của DGC (tỷ đồng)



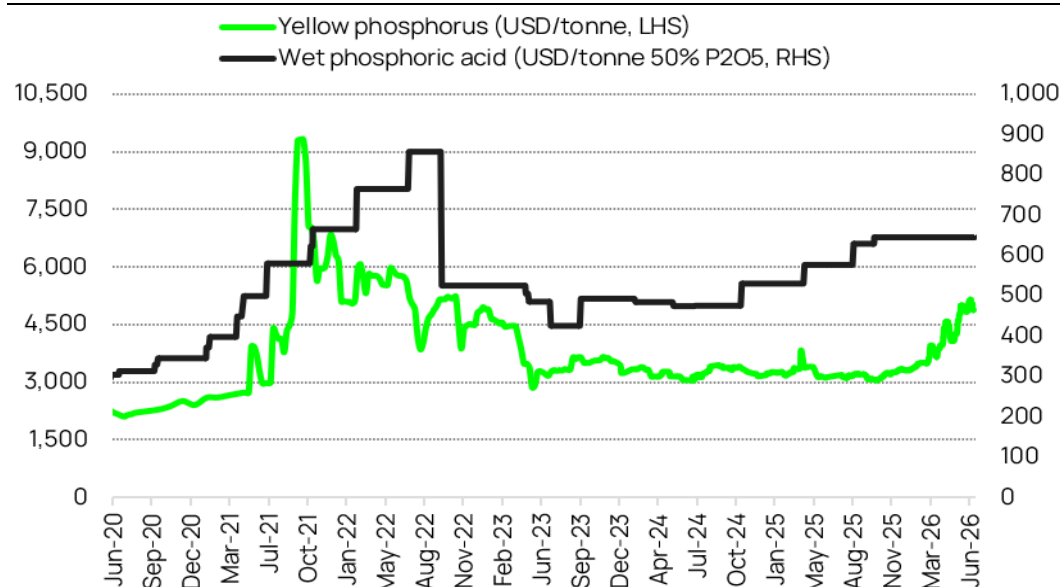
Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 2: LNST sau CĐTTS theo quý của DGC (tỷ đồng)



Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 3: Giá photpho vàng (P4) và giá axit photphoric trích ly (WPA)



Nguồn: Sunsirs, Bloomberg, Vietcap (Chúng tôi lưu ý rằng giá photpho vàng trong khu vực thường dao động ít hơn so với giá của Trung Quốc do Trung Quốc duy trì hạn ngạch và thuế xuất khẩu nghiêm ngặt đối với photpho vàng)

Triển vọng năm 2026: Việc dừng khai thác mỏ & chi phí đầu vào leo thang dẫn đến mức giảm mạnh của lợi nhuận & biên lợi nhuận

Hình 4: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	11.262	10.598	-6%	10.551	* Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo doanh thu, khi doanh thu hóa chất photpho công nghiệp (IPC) cao hơn bù đắp cho dự báo phân bón photphat (AP) thấp hơn.
- Hóa chất photpho công nghiệp**	6.739	6.701	0%	5.989	* Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo tổng sản lượng bán IPC. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh cơ cấu sản phẩm để phản ánh sản lượng bán P4 thấp hơn và sản lượng bán TPA cao hơn khi DGC giảm thiểu tác động của việc tăng thuế xuất khẩu P4. * Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% YoY giá định giá bán trung bình IPC năm 2026 lên 114 triệu đồng/tấn sau KQKD 6T cao hơn dự kiến.
- Phân bón photphat	N.A	2.513	N.M	3.179	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sau KQKD 6T thấp hơn dự kiến.
- Nhà máy ethanol	N.A	1.028	N.M	1.028	* Chúng tôi duy trì giả định hiệu suất hoạt động năm 2026 ở mức 75% và giá bán trung bình 18 triệu đồng/tấn. * Kể từ năm 2027, chúng tôi loại bỏ doanh thu mảng ethanol, phù hợp với nghị quyết của công ty về việc dừng dự án.
- Xút-clo	0	0	N.M	0	* Chúng tôi duy trì giả định mảng xút-clo sẽ không đóng góp doanh thu trong năm 2026, theo hướng dẫn của ban lãnh đạo rằng hoạt động chạy thử khó có thể bắt đầu trước quý 4/2026.
- Khác	N.A	356	N.M	356	
Giá vốn hàng bán	-7.709	-8.748	13%	-8.410	
Lợi nhuận gộp	3.553	1.850	-48%	2.141	
EBIT	2.998	1.282	-57%	1.527	
Thu nhập tài chính	729	719	-1%	850	* Thấp hơn do vị thế tiền mặt ròng thấp hơn, phản ánh việc chúng tôi điều chỉnh giả định cổ tức năm 2025-26 (xem báo cáo ĐHCĐ của chúng tôi) và việc giải ngân vốn đầu tư XDCB cho dự án xút-clo.
Chi phí tài chính	-108	-87	-19%	-75	
LNTT	3.606	1.914	-47%	2.302	
- Thuế TNDN	-417	-230	-45%	-166	* Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định thuế suất hiệu dụng lên 12% (từ 7,2%), phản ánh mức thuế suất 6T cao hơn dự kiến và việc các ưu đãi thuế tại một số nhà máy dần hết hiệu lực.
LNST sau CBTS	3.025	1.600	-47%	2.029	
EBITDA	3.314	1.733	-48%	2.056	
Biên lợi nhuận					
Biên LN gộp	31,5%	17,5%		20,3%	* Biên lợi nhuận gộp thấp hơn chủ yếu phản ánh chi phí đầu vào cao hơn dự kiến, bao gồm giá quặng mua ngoài, lưu huỳnh và amoniac. * Giá quặng photphat, lưu huỳnh và amoniac toàn cầu đang tăng trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt hơn, chi phí sản xuất và logistics cao hơn, cùng nhu cầu ổn định từ các mảng hạ nguồn là phân bón, axit photphoric và chuỗi giá trị LFP. * Chúng tôi tiếp tục giả định không có nguồn quặng tự chủ trong giai đoạn 2026-28, giả định các mỏ của DGC vẫn bị dừng khai thác trong suốt giai đoạn này và không có phê duyệt mở rộng hay mua lại mỏ nào trong vài năm tới.
SG&A trên doanh thu	4,9%	5,4%		5,8%	
Biên EBITDA	29,4%	16,4%		19,5%	
Biên LNST sau CBTS	26,9%	15,1%		19,2%	

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: * Chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán; ** số liệu cơ cấu năm 2025 là ước tính của Vietcap.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của DGC, trong khi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) giai đoạn 2026–2030 để định giá dự án bất động sản một lần của DGC. Trong Báo cáo Cập nhật này:

- Chúng tôi duy trì hệ số EV/EBITDA mục tiêu ở mức 5,5 lần, thấp hơn mức trung bình 10 năm trong quá khứ của DGC là 8,2 lần. Mức chiết khấu này phản ánh giả định của chúng tôi rằng DGC sẽ mua quặng đầu vào từ các nhà cung cấp bên thứ ba với giá cao hơn đáng kể so với chi phí khai thác quặng tự chủ trong quá khứ. Việc suy giảm một trong những lợi thế chi phí quan trọng theo đó sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận và làm giảm khả năng dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giữ mức chiết khấu định giá 15% nhằm phản ánh việc cổ phiếu DGC thuộc diện hạn chế giao dịch và diện cảnh báo của HOSE.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 100 điểm cơ bản giả định tỷ lệ phi rủi ro lên 7,0%, phù hợp với điều chỉnh nội bộ của Vietcap. Mặc dù NHNN được kỳ vọng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng môi trường lợi suất trong nước sẽ cao hơn về mặt cấu trúc trong trung hạn. Theo đó, WACC của chúng tôi tăng lên 11,7% từ mức 11,1%.

Chúng tôi điều chỉnh giả định cổ tức, phản ánh cổ tức tiền mặt năm 2025 ở mức 8.000 đồng/cổ phiếu, trong đó 3.000 đồng/cổ phiếu đã được chi trả vào tháng 1/2026, và cổ tức tiền mặt 30% cho năm 2026, phù hợp với kế hoạch chi trả cổ tức của công ty.

Hình 5: Tóm tắt định giá của Vietcap cho DGC

tỷ đồng	
EV/EBITDA mục tiêu cho EBITDA cốt lõi của DGC	5,5x
Dự báo EBITDA cốt lõi trung bình 2026-27 của DGC	1.956
Giá trị doanh nghiệp của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	10.756
Cộng tiền mặt ròng	9.052
Giá trị vốn chủ sở hữu của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	19.808
Bất động sản	949
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	20.757
Chiết khấu 15%	3.114
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu	17.644
Số lượng cổ phiếu (triệu)	379,8
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	46.400
EV/EBITDA năm 2025/2026/2027 tại giá mục tiêu	2,3x/4,4x/3,5x
P/E năm 2025/2026/2027 tương ứng tại giá mục tiêu	6,2x/11,7x/11,4x

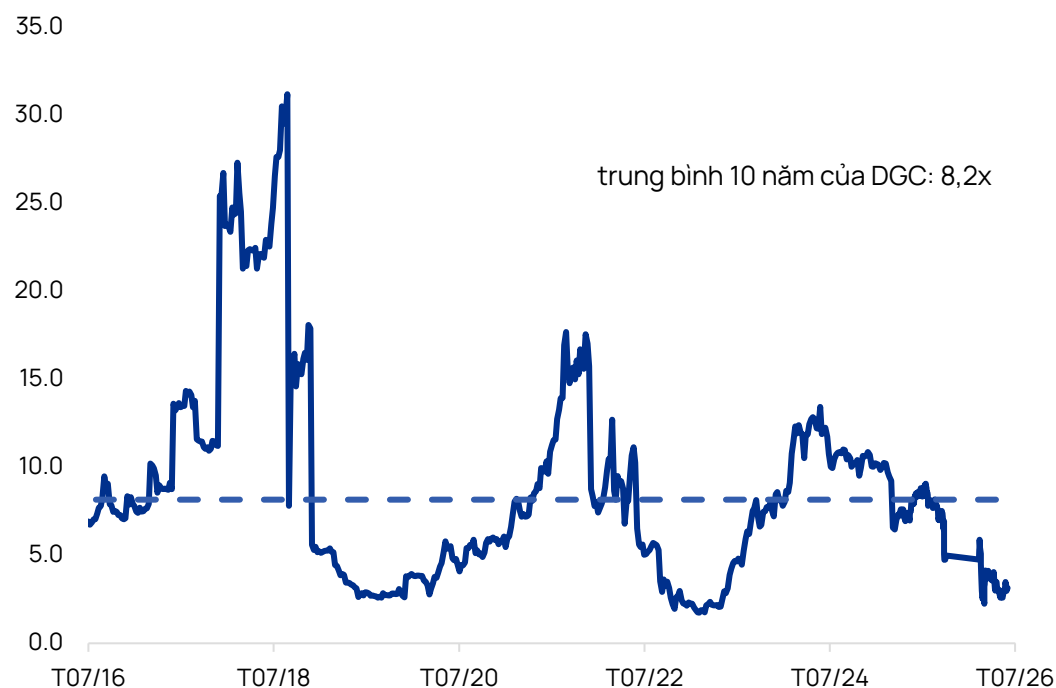
Nguồn: Vietcap

Hình 6: Định giá CKDT dự án BĐS, 2026F-2030F

Chi phí vốn	Trước đây	Điều chỉnh	RNAV – tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0	Dòng tiền					
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	- Dòng tiền vào	0	0	0	3.525	2.325
Hệ số Beta	1,0	1,0	- Dòng tiền ra	0	0	0	-2.592	-1.804
Chi phí vốn chủ sở hữu %	13,6	14,6	Dòng tiền ròng	0	0	0	934	521
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0						
Tỷ lệ nợ vay/tổng vốn %	35	35						
Thuế suất %	20,0	20,0	GTHT của dòng tiền	0	0	0	633	316
WACC %	11,1	11,7	NPV	949				

Nguồn: Vietcap

Hình 7: EV/EBITDA trượt của DGC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

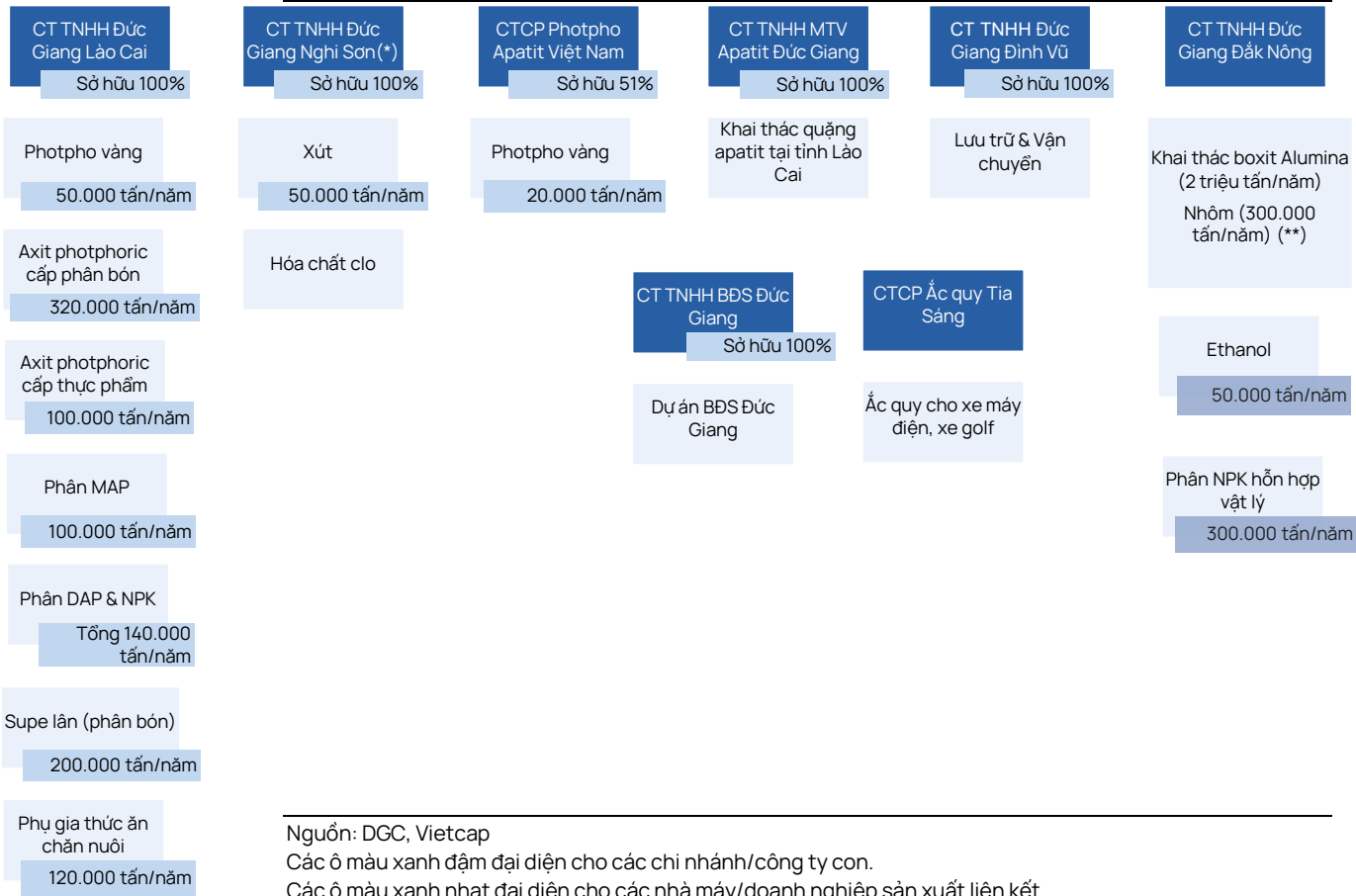
Hình 8: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu trong quá khứ (đồng, đã điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Phụ lục 1: Năng lực sản xuất và chuỗi giá trị của DGC

Hình 9: Cơ cấu doanh nghiệp của DGC



Nguồn: DGC, Vietcap
Các ô màu xanh đậm đại diện cho các chi nhánh/công ty con.
Các ô màu xanh nhạt đại diện cho các nhà máy/doanh nghiệp sản xuất liên kết.
(*) Công suất dự kiến cho năm 2025 theo dự báo của chúng tôi; cơ sở sản xuất đang trong quá trình xây dựng.
(**) Công suất dự kiến sau năm 2026; đang xin cấp phép đầu tư.

Chú giải

Từ viết tắt	Tên kỹ thuật	Tên thông thường	Công thức hóa học	Ứng dụng đáng chú ý
	PHOTPHO			
DAP	Photphat		$(\text{NH}_4)_2\text{HPO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
DCP	Dicanxi photphat		CaHPO_4	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
LFP	Liti sắt photphat		LiFePO_4	Cực âm của pin EV
	Liti hexafluorophosphate		LiPF_6	Chất điện phân pin lithium
MAP	Monoamoni photphat		$(\text{NH}_4)(\text{H}_2\text{PO}_4)$	Phân bón, phân bón đầu vào
MCP	Monocanxi photphat		$\text{Ca}(\text{H}_2\text{PO}_4)_2$	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Axit photphoric	Axit photphoric cấp điện tử	H_3PO_4 ~61% in P_2O_5	Chất bán dẫn, màn hình LCD, mạch điện
TPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp thực phẩm Axit photphoric cấp kỹ thuật Axit photphoric nhiệt	H_3PO_4 ~61% in P_2O_5	Thuốc diệt cỏ, phụ gia nhựa
WPA	Axit photphoric	Axit photphoric trích ly	H_3PO_4	Thực phẩm và đồ uống, hoàn thiện kim loại, tinh chế đường, chất tẩy rửa
MGPA		Axit photphoric cấp phân bón Axit photphoric cấp thương mại	~50% in P_2O_5	
	Axit photphorơ		H_3PO_3	Sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi Phân bón lỏng
	Photpho	Photpho vàng Photpho trắng	P_4	Sản xuất hợp chất photpho công nghiệp: axit thực phẩm, axit điện tử và khác
	Photpho tricloclorua		PCl_3	Sản xuất thuốc trừ sâu, chất chống cháy, chất dẻo
SSP	Supe lân đơn		CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Phân bón, phân bón đầu vào
TSP	Axit sunfuric Supe lân kép		H_2SO_4 CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Sản xuất phân bón Phân bón, phân bón đầu vào
	ETHANOL			
	Ethanol	Cồn	$\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$	Thực phẩm, cồn y tế, xăng
	XÚT-CLO			
	Canxi cacbonat	Đá vôi	CaCO_3	Sản xuất VLXD và nhựa
	Canxi hypoclorit	Bột tẩy	$\text{Ca}(\text{ClO})_2$	Tẩy trắng bột giấy, chất tẩy trắng
	Clo		Cl_2	Sản xuất hợp chất clo Chất khử trùng
PAC	Axit clohydric Polyalumin clorua		HCl $(\text{Al}_2(\text{OH})_n\text{Cl}_{6-n})_m$	Xử lý nước
PVC	Polyvinyl clorua	Nhựa PVC	$(\text{C}_2\text{H}_3\text{Cl})_n$	Ống, cáp điện, xây dựng
	Natri benzensulfocloramin	Chloramin B	$\text{C}_6\text{H}_5\text{SO}_2\text{NCIN}$ $\text{a.3H}_2\text{O}$	Chất khử trùng
	Natri clorua	Muối công nghiệp	NaCl >90% in NaCl	Đầu vào điện phân xút-clo
	Natri hydroxit	Xút	NaOH	Giấy, dệt nhuộm, nhôm, xử lý nước...
	Natri hypoclorit & Natri clorua	Thuốc tẩy Nước Javel	NaClO & NaCl	Tẩy rửa
	BOXIT-NHÔM			
	Boxit			Đầu vào cho sản xuất alumina
	Alumina		Al_2O_3	Đầu vào cho sản xuất nhôm
	Nhôm		Al	Ô tô, năng lượng, lon nước giải khát

Nguồn: Vietcap tổng hợp

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	11.262	10.598	11.189	11.984
Giá vốn hàng bán	-7.709	-8.748	-9.002	-9.639
Lợi nhuận gộp	3.553	1.850	2.187	2.345
Chi phí bán hàng	-382	-389	-465	-515
Chi phí quản lí DN	-172	-179	-188	-200
LN từ HĐKD	2.998	1.282	1.534	1.630
Thu nhập tài chính	729	719	520	562
Chi phí tài chính	-108	-87	-85	-88
Trong đó, chi phí lãi vay	-41	-52	-49	-50
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-13	0	0	0
LNTT	3.606	1.914	1.969	2.104
Thuế TNDN	-417	-230	-236	-252
LNST trước CĐTS	3.189	1.684	1.733	1.852
Lợi ích CĐTS	-164	-84	-87	-93
LNST sau CĐTS, báo cáo	3.025	1.600	1.646	1.759
LNST sau CĐTS, điều chỉnh (1)	3.025	1.600	1.646	1.759
EBITDA	3.314	1.733	2.178	2.281
EPS báo cáo, VND	7.487	3.960	4.074	4.354
EPS điều chỉnh (1), VND	7.487	3.960	4.074	4.354
EPS pha loãng (1), VND	7.487	3.960	4.074	4.354
DPS, VND	8.000	3.000	3.000	3.000
DPS/EPS (%)	107%	76%	74%	69%
(1) Điều chỉnh cho các khoản bất thường				

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	14,2%	-5,9%	5,6%	7,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	5,9%	-57,2%	19,7%	6,3%
Tăng trưởng LNTT	6,0%	-46,9%	2,9%	6,9%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh*	1,3%	-47,1%	2,9%	6,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	31,5%	17,5%	19,5%	19,6%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	12,1%	13,7%	13,6%
Biên EBITDA	29,4%	16,4%	19,5%	19,0%
Biên LN ròng, báo cáo	26,9%	15,1%	14,7%	14,7%
ROE	20,8%	11,2%	12,3%	12,7%
ROA	17,1%	8,8%	9,7%	10,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	63,1	80,1	91,2	91,9
Số ngày phải thu	35,7	51,0	60,9	62,8
Số ngày phải trả	11,2	11,5	15,0	16,0
TG luân chuyển tiền	87,5	119,6	137,1	138,7
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	4,0	3,2	3,4	3,5
CS thanh toán nhanh	3,5	2,6	2,8	2,9
CS thanh toán tiền mặt	3,2	2,1	2,2	2,3
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	73,5	24,8	31,4	32,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.041	547	670	762
Đầu tư TC ngắn hạn	12.065	7.000	7.500	8.500
Các khoản phải thu	1.220	1.742	1.993	2.134
Hàng tồn kho	1.681	2.157	2.343	2.509
TS ngắn hạn khác	116	73	77	82
Tổng TS ngắn hạn	16.124	11.518	12.582	13.987
TS dài hạn (gộp)	6.231	8.634	8.713	8.797
- Khấu hao lũy kế	-3.189	-3.640	-4.285	-4.935
TS dài hạn (ròng)	3.041	4.994	4.428	3.861
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	385	214	226	242
Tổng TS dài hạn	3.427	5.208	4.654	4.103
Tổng Tài sản	19.550	16.726	17.236	18.090
Phải trả ngắn hạn	204	379	378	484
Nợ ngắn hạn	1.546	1.408	1.385	1.456
Nợ ngắn hạn khác	2.330	1.802	1.902	2.037
Tổng nợ ngắn hạn	4.081	3.589	3.665	3.977
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	64	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	64	0	0	0
Tổng nợ	4.144	3.589	3.665	3.977
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.798	3.798	3.798	3.798
Thặng dư vốn CP	1.787	1.787	1.787	1.787
Lợi nhuận giữ lại	8.523	6.229	6.637	7.151
Vốn khác	952	952	952	952
Lợi ích CĐTS	347	372	398	426
Vốn chủ sở hữu	15.406	13.137	13.571	14.113
Tổng cộng nguồn vốn	19.550	16.726	17.236	18.090
Số CP lưu hành cuối năm, (tr)	379,8	379,8	379,8	379,8
Số CP quỹ (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	116	1.041	547	670
Thu nhập ròng	3.025	1.600	1.646	1.759
Khấu hao	315	451	644	651
Thay đổi vốn lưu động	342	-1.308	-341	-72
Điều chỉnh khác	-1.644	37	-85	-94
Tiền từ hoạt động KD	2.038	780	1.864	2.244
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-775	-2.404	-78	-84
Đầu tư	-986	5.065	-500	-1.000
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.762	2.662	-578	-1.084
Cổ tức đã trả	-33	-3.798	-1.139	-1.139
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	682	-138	-23	71
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	648	-3.936	-1.162	-1.069
Tổng lưu chuyển tiền tệ	925	-494	124	91
Tiền cuối năm	1.041	547	670	762

Nguồn: DGC, dự báo của Vietcap (Lưu ý: *Điều chỉnh cho dự án bất động sản một lần)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.