

**CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)**

**KHẢ QUAN (Duy trì)**

**Vật liệu cơ bản**

Giá hiện tại	VND91.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND99.300/VND49.400
Giá mục tiêu	VND110.400
Giá mục tiêu trước đó	VND82.200
Consensus	17,3%
Tiềm năng tăng giá	20,0%
Tỷ suất cổ tức	5,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,0%

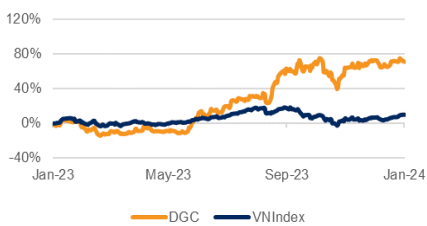
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tỷ USD)	1,42
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	9,04
Sở hữu NN (tr USD)	440,9
Số CP lưu hành (tr)	379,8
Số CP sau pha loãng (tr)	379,8

	DGC	TB ngành	VNI
P/E trượt	11,1x	15,6x	14,2x
P/B hiện tại	2,6x	1,5x	1,7x
ROA	24,9%	4,8%	6,7%
ROE	28,3%	9,9%	9,8%

\* dữ liệu ngày 15/1/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DGC	3,6	10,0	68,8
Tương quan VNIndex	5,6	1,9	6,8

**Cơ cấu sở hữu**

Đào Hữu Huyền và gia đình	40,0%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8,9%
Khác	51,1%

**Tổng quan doanh nghiệp**

DGC là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất hóa chất từ quặng apatit (chiếm hơn 50% thị phần năm 2022) với chuỗi giá trị khá hoàn thiện từ khai thác quặng đến các sản phẩm cuối cùng được sử dụng rộng rãi trong sản xuất bán dẫn và ô tô điện, phân bón, hóa chất, chất tẩy rửa, phụ gia TACN.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Mai Hoa**

hoa.nguyenmai4@vndirect.com.vn

**Phân đầu không ngừng để đáp ứng xu thế**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 20,0% và tỷ suất cổ tức 5,0%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 12,5% so với giá mục tiêu cũ khi giá cổ phiếu đã tăng 39% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn do những thay đổi trong dự phóng EPS năm 2023-24 và WACC thấp hơn do thay đổi trong các giả định.
- P/E trượt là 11,1x, cao hơn P/E trung bình 3 năm 9,8x và P/E trung bình 5 năm 7,7x với độ lệch chuẩn 0,5; tuy nhiên chưa phản ánh hết triển vọng của công ty.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu thuần trong Q3/23 giảm 33,3% svck xuống còn 2.464 tỷ đồng (102,6 triệu USD) do doanh thu P4 và WPA đều giảm.
- Doanh thu 9T23 ghi nhận 7.360 tỷ đồng (-35% svck) và LN ròng 2.389 tỷ đồng (-48% svck); tuy nhiên vẫn đạt 66% và 79% kế hoạch của DGC.
- Chúng tôi dự phóng DT thuần năm 2023/24 sẽ -28%/+30% svck và LN ròng sẽ -46%/+31,2% svck dựa trên giả định sản lượng bán cao hơn và giá bán trung bình đã giảm nhưng vẫn ở mức cao.

**Luân điểm đầu tư**

**DGC có thể quản lý sản xuất tốt hơn các doanh nghiệp sản xuất P4 khác**

Chúng tôi tin rằng DGC có thể tự đáp ứng 80% nhu cầu apatit và có thể quản lý lợi nhuận khi giá P4 biến động. DGC cũng đã phát triển công nghệ sử dụng quặng bột và than bột cũng như hỗn hợp quặng apatit loại I và loại II trong sản xuất P4, rẻ hơn nhiều so với quặng loại I, quặng viên và viên than cốc.

**Nâng công suất P4 và mở rộng sản xuất lĩnh vực pin lithium**

Sau khi mua lại CTCP Phosphor 6, DGC nâng công suất P4 thêm 9.800 tấn/năm (+16,3%, chiếm 50% CS thiết cả nước). Ngoài ra, DGC cũng mua lại TSB sản xuất pin lithium – phục vụ ngành công nghiệp xe điện đầy tiềm năng.

**Xu hướng công nghệ toàn cầu hỗ trợ nhu cầu về pin và vật liệu bán dẫn**

Sản xuất pin lithium và chất bán dẫn cần sử dụng P4 và HPO khiến DGC đang tập trung vào các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn này. Chúng tôi nâng giả định sản lượng P4 năm 2024 lên +22% svck, sản lượng bán lên +30% svck. Chúng tôi ước tính giá bán P4 sẽ -30%/+10% svck và HPO sẽ -13%/+3% svck trong 2023-24.

**Dự án boxit-nhôm là động lực cho tương lai**

DGC có kế hoạch triển khai dự án khai thác quặng boxit, chế biến boxit thành nhôm oxit và chế biến nhôm oxit thành nhôm. Tuy nhiên, dự phóng của chúng tôi chưa bao gồm dự án này do chưa có đủ thông tin nhưng theo BLĐ dự án có thể có thể đóng góp DT tương đương mảng phốt pho hiện tại vào năm 2028.

**Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng tích cực của công ty**

P/E trượt là 11,1x, cao hơn P/E trung bình 3 năm 9,8x và P/E trung bình 5 năm 7,7x với đlc 0,5; tuy nhiên chưa phản ánh hết triển vọng của công ty.

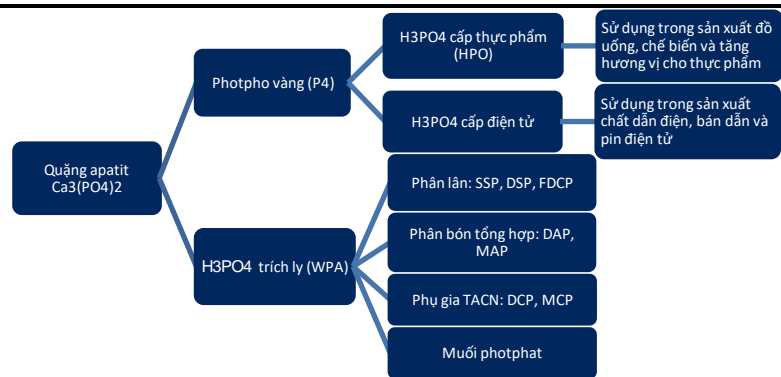
Tình hình tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	51,2%	(28,2%)	30,0%	6,7%
Tăng trưởng EPS	133,0%	(46,2%)	31,2%	10,8%
Biên lợi nhuận gộp	46,7%	36,3%	38,2%	39,4%
Biên LN ròng	38,5%	28,9%	29,1%	30,2%
P/E (x)	6,10	11,33	8,64	7,80
Rolling P/B (x)	2,09	3,10		
ROAE	67,4%	27,5%	31,5%	30,3%

## Tổng quan doanh nghiệp

DGC là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất hóa chất từ quặng apatit (chiếm hơn 50% thị phần năm 2022) với chuỗi giá trị khá hoàn thiện từ khai thác quặng đến các sản phẩm cuối cùng được sử dụng rộng rãi trong sản xuất bán dẫn và ô tô điện, phân bón, hóa chất, chất tẩy rửa, phụ gia TACN. Công nghệ sản xuất khép kín có thể tạo ra sản phẩm đáp ứng các tiêu chuẩn xuất khẩu đến các thị trường Châu Á khó tính như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và Ấn Độ và EU.

DGC được thành lập vào năm 1963 tại Hà Nội là một doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong ngành công nghiệp hóa chất và chất tẩy rửa. Năm 2004, ông Đào Hữu Huyền - Chủ tịch Hội đồng quản trị DGC, mua lại cổ phần từ Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem - Chưa niêm yết). DGC trở thành công ty niêm yết vào năm 2007 sàn HNX vào năm 2014 và chuyển sang HOSE vào T7/20. Ông Đào Hữu Huyền và gia đình sở hữu hơn 40% cổ phần của DGC tính đến ngày 09/01/2024. Vinachem hiện nắm giữ 9% cổ phần của DGC.

Hình 1: Chuỗi giá trị sản phẩm của DGC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

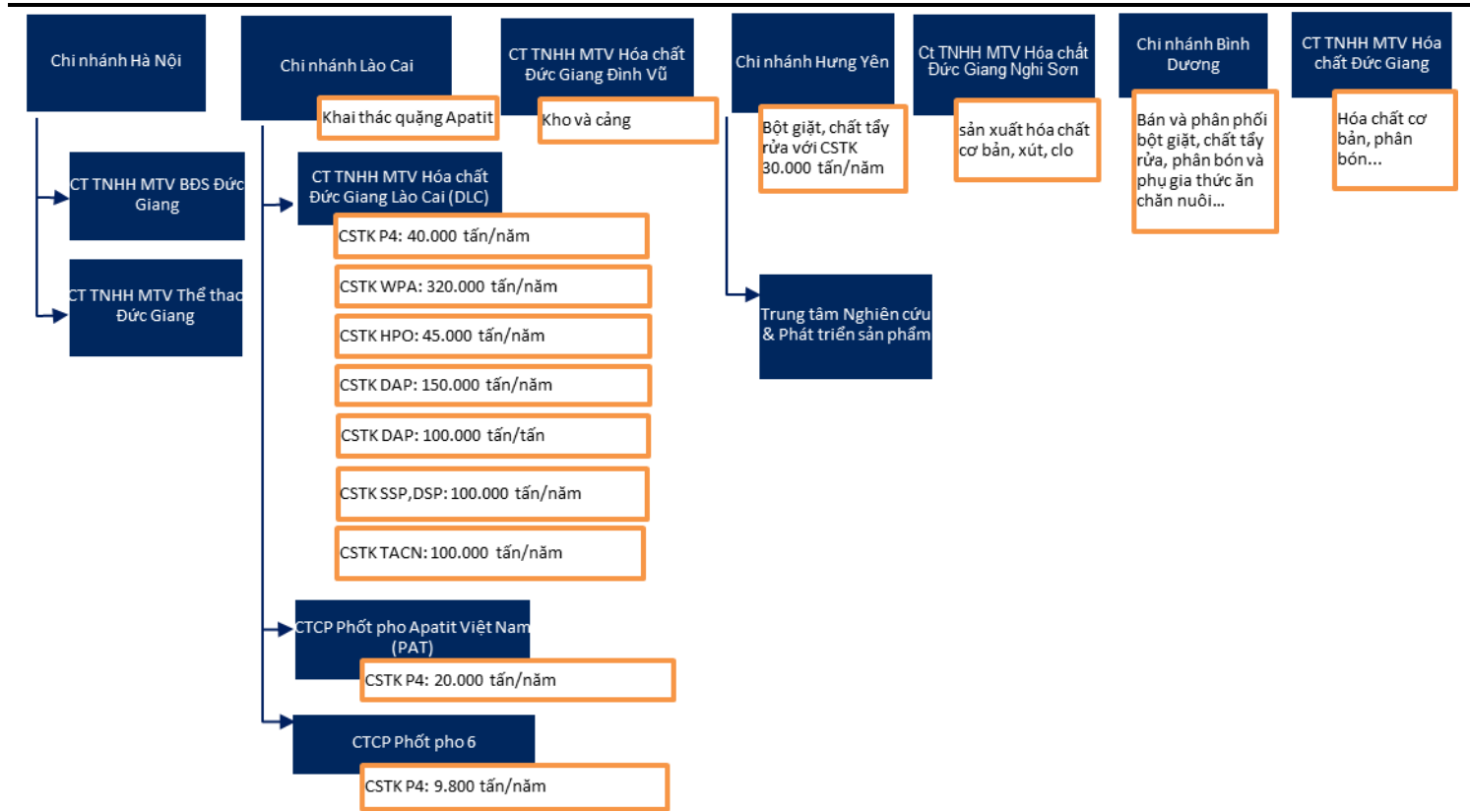
### Lợi thế cạnh tranh

Về công nghệ sản xuất, DGC đã phát triển thành công công nghệ sử dụng quặng bột và than bột cứng như hỗn hợp quặng apatit I và II trong sản xuất P4. Do đó, DGC có lợi thế về chi phí sản xuất so với các doanh nghiệp khác vì quặng bột, than bột và apatit loại II rẻ hơn so với quặng viên, than viên và rẻ hơn nhiều so với quặng apatit loại I.

Về sản phẩm, P4 của DGC có chất lượng cao nhờ có hàm lượng arsen và lưu huỳnh thấp so với quặng ở Morocco, Mỹ và Nga. Do đó, P4 và các sản phẩm P4 của DGC chủ yếu được xuất khẩu đến các thị trường đòi hỏi cao như Hàn Quốc, Nhật Bản và Đài Loan.

DGC không chỉ có lợi thế tự khai thác quặng apatit mà còn có khả năng quản lý lợi nhuận khi giá P4 trên thị trường thế giới biến động. DGC sẽ ưu tiên sử dụng quặng apatit từ Vinachem khi thị trường giá P4 thế giới ở mức thuận lợi. Nhưng khi giá P4 giảm, DGC sẽ sử dụng quặng apatit tự khai thác để đảm bảo biên lợi nhuận. Biên LN gộp của DGC đã cải thiện đáng kể kể từ năm 2021 (Hình 6).

Hình 2: Cơ cấu Tập đoàn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phát triển dự án mới

### Dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV) - Động lực dài hạn

Tổ hợp Khu hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn (DGN) (dự án CAV), dự án đầu tư lớn nhất của DGC tại Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa, đánh dấu sự mở rộng của DGC trong sản xuất hóa chất mới (xút, PVC, axit clohydric, nước Javen, Chloramin B, vv), mảng đang có tính cạnh tranh thấp hiện nay. Khu Công nghiệp Nghi Sơn có vị trí thuận tiện cho giao thông đường bộ và đường biển, là khu vực có nhiều mỏ đá vôi chất lượng cao cung cấp nguyên liệu cho dự án, cũng như là khu vực có nhiều chính sách ưu đãi để hỗ trợ dự án mới. Phân khúc soda caustic của Việt Nam vẫn phần lớn dựa vào nguồn cung từ Trung Quốc trong khi các doanh nghiệp trong nước như CSV, Vedan, Biên Hòa hoặc Việt Trì đang hoạt động hết công suất. Diện tích sử dụng của dự án là 80ha, trong đó, Giai đoạn 1 chiếm 60ha, Giai đoạn 2 chiếm 20ha.

Dự án CAV Nghi Sơn đã trễ ba năm so với kế hoạch ban đầu do gặp vấn đề về giải phóng mặt bằng. Hiện tại, DGC đã hoãn ngày bắt đầu xây dựng dự kiến từ giữa năm 2023 như trước đây sang đầu năm 2024. Ngoài ra, báo cáo tác động liên quan đến môi trường của DGC cho dự án CAV đã được phê duyệt trong Q2/23. DGC cũng đang làm việc với các nhà cung cấp thiết bị Trung Quốc để chuẩn bị cho việc xây dựng và lắp đặt sau khi nhận được giấy phép xây dựng. Với tiến độ hiện tại, chúng tôi giả định giai đoạn 1 của dự án sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ năm 2025.

Về tài chính, tiền tích lũy của DGC đang ở mức cao, gần 9,594 tỷ đồng (400 triệu USD) là các khoản tiền gửi ngắn hạn, công ty có khả năng đầu tư vào dự án mà không cần vay mượn.

**Dự án quặng boxit-nhôm - Động lực dài hạn**

DGC đang triển khai dự án khai thác quặng boxit, chế biến boxit thành nhôm oxit (Giai đoạn 1 và Giai đoạn 2 vào năm 2025-2026) và chế biến nhôm oxit thành kim loại nhôm (Giai đoạn 3) tại tỉnh Đắk Nông. Vốn đầu tư có thể lên đến 57,000 tỷ VND (2,3 tỷ USD) - dự án lớn nhất của DGC đến nay. Theo DGC, Tổ hợp Nhôm – Dự án Đắk Nông có quy mô khai thác khoảng 14,4 triệu tấn quặng bauxite/năm và ba nhà máy chế biến quặng với công suất 5,8 triệu tấn quặng mịn/năm. Theo CEO, với giá Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub> hiện tại, giai đoạn 1 của dự án có thể tạo ra doanh thu ngang với mảng kinh doanh phốt pho hiện tại của DGC - 430 triệu USD.

Vào ngày 18/07/2023, Phó Thủ tướng ký quyết định phê duyệt kế hoạch thăm dò, khai thác, chế biến và sử dụng khoáng sản trong giai đoạn 2021 – 2030 tầm nhìn đến năm 2050. Trong đó, kế hoạch khai thác quặng boxit là tối đa 118 triệu tấn/năm. Quyết định phê duyệt của Thủ tướng nêu rõ rằng nhà đầu tư của một dự án khai thác quặng boxit phải có khả năng chế biến quặng thành nhôm hoặc các sản phẩm hạ nguồn khác (ít nhất là sản phẩm nhôm oxit). Chúng tôi tin rằng điều này sẽ hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư muốn chuyển nhượng quyền sở hữu mỏ sau khi nhận được giấy phép khai thác. Việc chọn lựa nhà đầu tư có năng lực tốt để thực hiện các dự án thăm dò và khai thác phải, chế biến chuyên sâu, sử dụng công nghệ tiên tiến, trang thiết bị hiện đại và bảo vệ môi trường do đó, điều này mang đến thuận lợi cho các nhà sản xuất có năng lực về kỹ thuật và tài chính tốt như DGC và HPG, gia tăng cơ hội nhận được giấy phép khai thác với mức phí thấp.

Theo các nhà quản lý của DGC, họ kỳ vọng dự án có thể hoàn thành vào năm 2027 (2 năm để phê duyệt và 2 năm xây dựng). Chúng tôi kỳ vọng dự án quặng boxit-nhôm có thể mang lại doanh thu và LN ròng sớm nhất vào năm 2028. Do đó, chúng tôi chưa bao gồm dự án trong mô hình dự phóng của mình và sẽ tiếp tục cập nhật các thông tin trong những báo cáo sắp tới.

**Các doanh nghiệp đầu tư dự án Boxit - Nhôm tại Việt Nam**

Hình 3: Các doanh nghiệp đầu tư dự án Boxit - Nhôm tại Việt Nam

Nhà đầu tư	Tổng mức đầu tư	Quy mô (ha)	Công suất boxit (tấn/năm)	Công suất nhôm oxit (tấn/năm)	Công suất kim loại nhôm (tấn/năm)	Dự án khác
DGC	57.000	N/A	5.800.000	2.000.000	N/A	Điện gió (CSTK 1.500MV)
HPG	100.000	N/A	5.000.000	2.000.000	500.000	Nhà máy NPK (4.800 tấn/năm)
Tập đoàn Sovico	N/A	2.000	N/A	N/A	N/A	BDS
Thaco	50.000	1.150	3.250.000	1.300.000	300.000	Năng lượng xanh
Tập đoàn Việt Phương	4.200	600	N/A	2.000.000	N/A	Điện gió (CSTK 690MV), KCN (400ha), tổng mức đầu tư 4.200 tỷ đồng)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q3/23: Áp lực từ mức nền cao năm ngoái

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q3/23

Tỷ đồng	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22/2022	9T23/2023	Chú thích
Doanh thu thuần	2.464	-33,3%	7.360	-35,1%	78,5%	69,3%	
Sản phẩm hóa chất phốt pho	1.582	-39,0%	4.591	-42,3%	77,0%	69,5%	
_Phốt pho vàng	990*	-51,1%	2.876	-55,9%			Giá TB và sản lượng bán giảm lần lượt 24.8% và 42% svck. Giá TB và sản lượng bán tăng lần lượt 22% và 62% svck.
_H3PO4 cấp thực phẩm (HPO)	592*	25,0%	1.595	25,1%			Giá TB và sản lượng bán tăng lần lượt +22% và +62% svck.
Sản phẩm nông nghiệp phốt pho	882	-20,0%	2.770	-18,1%	82,0%	68,9%	
_H3PO4 trích ly (WPA)	295*	-23,6%	866	-14,7%			Giá TB và sản lượng bán giảm lần lượt -17.7% và tăng +3.6% svck.
_Phân bón và phụ gia TACN	587*	-20,1%	1.904	-19,6%			Giá TB giảm -10% svck; Sản lượng bán giảm -10%. Giá bán phân lân giảm đến từ (1) giá NVL đầu vào giảm svck (2) Sức mua của nông dân yếu, thương lái hạn chế mua hàng vì lo ngại giá tiếp tục giảm.
LN gộp	840	-49,0%	2.670	-51,3%	81,2%	65,5%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi
Chi phí BH&QLDN	157	-12,2%	452	-19,3%	74,5%	74,7%	
Doanh thu tài chính ròng	181	40,8%	482	84,6%	68,1%	141,4%	Đầu tư ngắn hạn ghi nhận 9.594 tỷ đồng (400 trUSD, +28,4% svck). Lãi suất trung bình là 5,1% trong 9M23 so với 2,9% trong 9M22.
LNTT	864	-45,9%	2.698	-47,9%	81,3%	70,4%	
LN ròng	761	-46,2%	2.389	-47,3%	81,5%	71,4%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Biên LN gộp	34,1%	-10,5 điểm %	36,3%	-12,1 điểm %			
Biên LN ròng	30,9%	-7,4 điểm %	32,5%	-7,6 điểm %			

(\*) Ước tính của chúng tôi  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Đi ngang so với quý trước và kém hơn cùng kỳ

Doanh thu ròng của DGC trong 9T23 giảm 35,1% xuống 2.464 tỷ đồng (102,6 triệu USD) do giảm doanh thu từ cả phốt pho vàng (P4) và H3PO4 trích ly (WPA). Trong phân mảng hóa chất phốt pho, doanh thu 9T23 giảm 42,3% svck (chiếm 62% tổng doanh thu 9T23 của DGC). Trong đó, doanh thu P4 giảm 55,9% svck do giá bán trung bình giảm 24.8% svck và sản lượng bán giảm 42% svck. Trong khi đó, doanh thu axit photphoric thực phẩm (HPO 85%) tăng 25% svck nhờ giá bán trung bình tăng 22% svck và sản lượng bán tăng 62% svck. Ngoài ra, tỷ trọng doanh thu HPO 9T23 cũng tăng từ 12% lên 27% và sản lượng HPO 3Q23 tăng 36% svck do doanh nghiệp chủ động cắt giảm sản lượng P4 trong bối cảnh giá bán giảm và sử dụng P4 để tập trung vào sản xuất HPO, hiện có giá bán cao và đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Coca Cola tại Ấn Độ.

Doanh thu mảng phốt pho nông nghiệp giảm 18,1% svck, trong đó doanh thu axit photphoric trích ly (WPA 50%) giảm 14,7% svck do giảm giá bán trung bình 17,7% svck, trong khi sản lượng bán chỉ tăng 3,6% svck. Cùng với doanh thu ròng giảm, chi phí BH&QLDN cũng giảm 19,3% svck.

### Lợi nhuận tài chính tăng mạnh nhờ lãi suất cao

Các khoản đầu tư ngắn hạn của DGC ghi nhận 9.594 tỷ đồng (400 triệu USD), tăng 28,4% svck. Lãi suất trung bình đạt 5,1% trong 9T23 so với 2,9% trong 9T22. Do đó, doanh thu tài chính tăng 63,5% svck trong Q3/23. Trong 9T23, DGC ghi nhận doanh thu tài chính là 549 tỷ đồng (23,4 triệu USD), trong khi chi phí lãi là 24 tỷ đồng (1 triệu USD). Doanh thu tài chính ròng 9T23 chiếm 17% của LN ròng.



## Triển vọng 2024-25: Phân đầu để đáp ứng xu thế công nghệ toàn cầu

Hình 5: Điều chỉnh dự phóng 2024-25

	2022		2023			2024			2025		Chú thích
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi				
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	14.444	10.624	10.376	-2,3%	11.419	13.489	18,1%	14.395			
_Sản phẩm hóa chất phốt pho	9.848	6.924	6.970	0,7%	7.507	8.820	17,5%	7.588			
_Phốt pho vàng (P4)	7.959	4.290	3.900	-9,1%	4.806	5.577	16,0%	5.859	Sản lượng và giá bán TB kỳ vọng -39%/-30% svck trong năm 2023 và +30%/+10% svck trong năm 2024		
_H3PO4 thực phẩm (HPO 85%)	1.889	2.634	2.120	-19,5%	2.701	1.747	-35,3%	1.729	Sản lượng và giá bán TB kỳ vọng +29%/-13% svck trong năm 2023 và +20%/+3% svck trong năm 2024		
_Sản phẩm nông nghiệp phốt pho	3.497	4.020	3.405	-15,3%	3.912	4.669	19,3%	5.249			
_H3PO4 trích ly (WPA 50%)	1.626	1.356	1.316	-2,9%	1.108	1.564	41,1%	1.741	Sản lượng và giá bán TB kỳ vọng +10%/-8% svck trong năm 2023 và +8%/+10% svck trong năm 2024		
_Phân bón và phụ gia TACN	1.871	2.664	2.089	-21,6%	2.804	3.105	10,7%	3.509	Sản lượng và giá bán TB phân MAP kỳ vọng +19%/-3% svck trong năm 2023 và +10%/+5% svck trong năm 2024. Sản lượng và giá bán TB phân DAP kỳ vọng +8%/-4% svck trong năm 2023 và +9%/+7% svck trong năm 2024		
LN gộp	6.750	4.077	3.764	-7,7%	5.095	5.149	1,1%	5.676			
Chi phí bán hàng	600	478	467	-2,3%	514	674	31,2%	720			
Chi phí QLDN	152	127	125	-2,0%	137	202	47,7%	216			
Doanh thu tài chính	533	426	311	-26,9%	213	270	26,5%	288			
Chi phí tài chính	150	86	62	-27,3%	99	54	-45,4%	58			
LN TT	6.376	3.834	3.422	-10,8%	4.582	4.488	-2,0%	4.971			
LN ròng	6.037	3.631	3.251	-10,5%	4.339	4.264	-1,7%	4.722			
Biên LN gộp	46,7%	38,4%	36,3%		44,6%	38,2%		39,4%	Biên LN gộp cải thiện so với 2023 chủ yếu đến từ sản lượng bán tăng và giá TB giảm nhưng vẫn ở mức cao.		
Biên LN ròng	41,8%	34,2%	31,3%		38,0%	31,6%		32,8%			

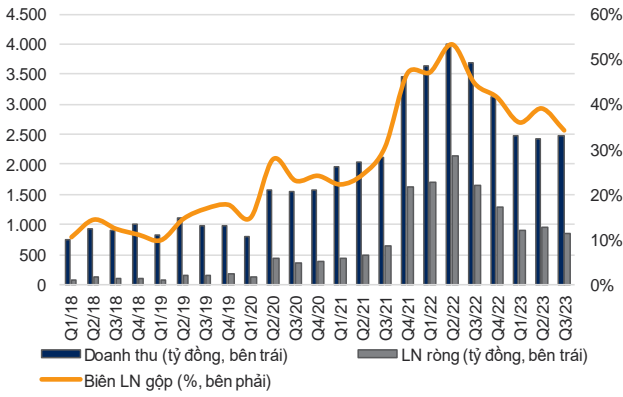
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### DGC có khả năng quản lý chi phí sản xuất tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành

Chúng tôi đánh giá rằng DGC có thể đạt được mức tự chủ apatit lên đến 80%, với nhu cầu hàng năm là khoảng 2 triệu tấn. Nguồn cung apatit đến từ mỏ khai thác 25 và 19b. Trước đây, các mỏ apatit tại Lào Cai được quản lý và khai thác bởi Vinachem. Đầu năm 2020, DGC được cấp phép khai thác apatit tại khai trường 25 (huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai), với sản lượng khoản 3,7 triệu tấn (bao gồm 4.932 tấn quặng loại I và 3,2 triệu tấn quặng loại III) trong vòng 6 năm từ năm 2021. Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác trung bình là 670.000 tấn/năm từ năm 2022 (khoảng 580.000 tấn/năm quặng loại III và 90.000 tấn/năm quặng loại I). Đến cuối năm 2022, DGC tiếp tục bao tiêu sản lượng 5 triệu tấn tại khai trường 19b, với mức khai thác ước tính là 1 triệu tấn/năm từ T3/23.

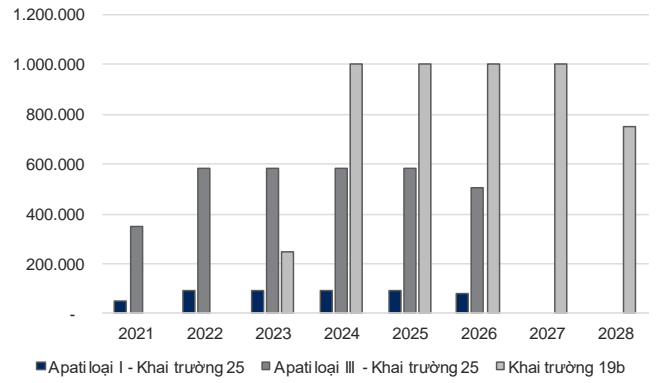
DGC đã phát triển công nghệ sử dụng quặng bột và than bột cũng như hỗn hợp quặng apatit loại I và loại II trong sản xuất P4. Trong khi các nhà sản xuất khác ở Việt Nam phải sử dụng quặng giàu, quặng viên và than viên thì DGC có tiết giảm chi phí vì quặng bột, than bột và apatit loại II có giá thành rẻ hơn quặng viên, than viên và rẻ hơn nhiều so với quặng loại I.

**Hình 6: Doanh thu thuần và biên LN gộp của DGC**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 7: Kế hoạch khai thác quặng apatit của DGC (tấn)**

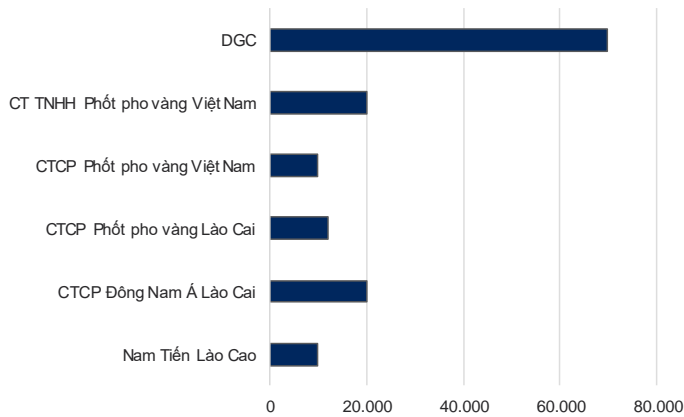


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Nâng công suất P4, mở rộng sang lĩnh vực pin lithium**

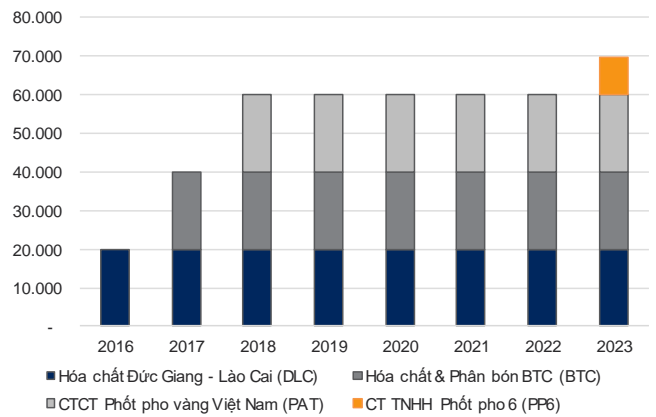
Về sản lượng P4, công suất sản xuất tại Việt Nam hiện nay là 140.000 tấn/năm. Sau khi mua lại CTCP Phốt Pho 6 (Lào Cai) với vốn điều lệ 363 triệu USD vào T4/23, DGC sở hữu thêm nhà máy P4 với công suất 9.800 tấn/năm, nâng tổng công suất P4 lên 69.800 tấn/năm, cao nhất Việt Nam hiện nay (+16,3%, chiếm 50% công suất cả nước). Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Phốt pho 6 sau khi đi vào hoạt động có thể đạt 96% CSTK. Năm 2023, sản lượng và sản lượng bán P4 đã giảm do DGC đẩy mạnh sử dụng P4 cho sản xuất HPO, sản phẩm đang có nhu cầu cao thay vì xuất khẩu trực tiếp.

**Hình 8: Công suất P4 tại Việt Nam (tấn/năm)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

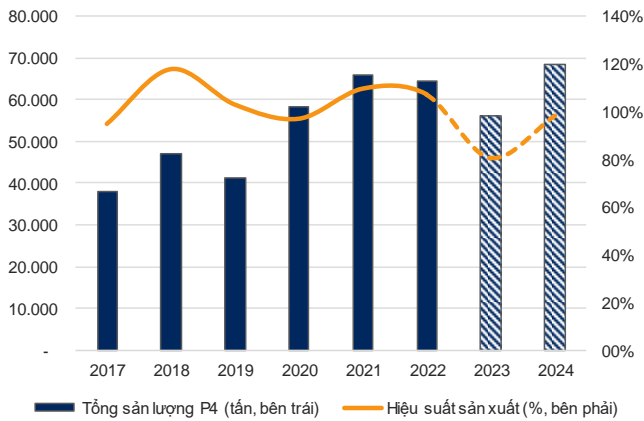
**Hình 9: Công suất P4 của DGC qua các năm (tấn/năm)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

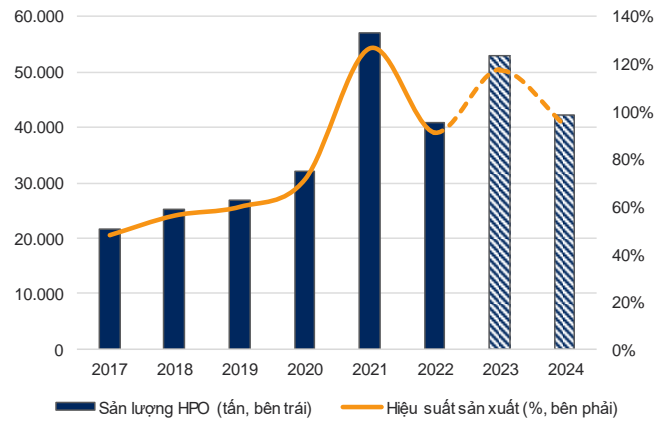
Chúng tôi ước tính sản lượng bán P4 sẽ giảm -39% svck trong năm 2023 do (1) nhu cầu yếu hơn trong năm 2023 và (2) DGC tăng cường sản xuất HPO (axit phosphoric thực phẩm) để đáp ứng nhu cầu cao hơn ở hai thị trường chính là Nhật Bản và Hàn Quốc, đồng thời cũng cung cấp Coca Cola ở Ấn Độ. Năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng P4 sẽ tăng 22% svck và sản lượng bán sẽ tăng +30% svck nhờ hưởng lợi từ xu hướng công nghệ toàn cầu (được đề cập bên dưới).

**Hình 10: Sản lượng và hiệu suất sản xuất P4 của DGC**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

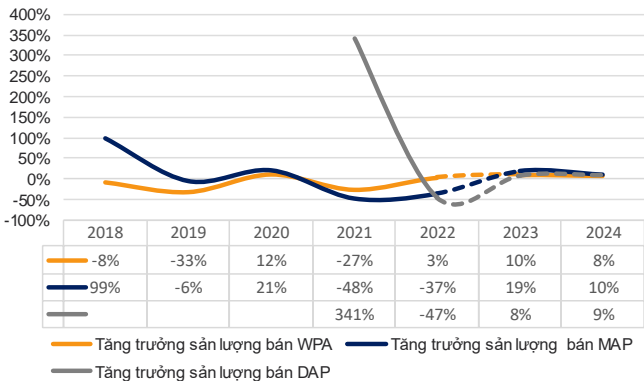
**Hình 11: Sản lượng và hiệu suất sản xuất HPO của DGC**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

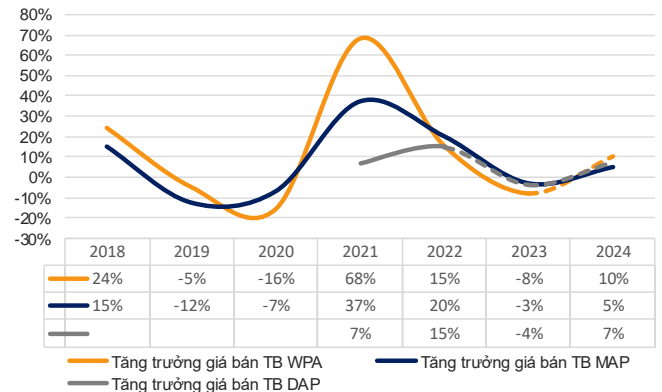
Đối với HPO và phân bón, xuất khẩu sản phẩm này phụ thuộc nhiều vào thị trường Ấn Độ, đặc biệt sau khi Ấn Độ giảm nhập khẩu phân bón từ Trung Quốc do căng thẳng chính trị. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ không kéo dài vì Ấn Độ hiện đang tìm kiếm các nguồn thay thế đến từ Maroc và Nga. Chúng tôi ước tính sản lượng bán HPO sẽ +35%/-20% svck trong 2023-24 với giả định rằng nhu cầu P4 sẽ quay trở lại trong 2024.

**Hình 12: Tăng trưởng sản lượng bán WPA và phân bón tổng hợp**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Tăng trưởng giá TB của WPA và phân bón tổng hợp**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với WPA, xuất khẩu thường gặp phải sự cạnh tranh về giá gay gắt. WPA là nguyên liệu chính sản xuất phân bón tổng hợp (MAP, DAP) và phân lân (SSP, DSP) nên khi giá không thuận lợi, DGC có xu hướng ưu tiên sử dụng WPA để sản xuất phân bón thay vì xuất khẩu trực tiếp. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ WPA và phân bón tổng hợp sẽ +10%/+19% svck trong năm 2023 và +8%/+10% svck trong năm 2024. Sản phẩm phân bón chủ yếu được tiêu thụ trong nước nên bán giá sẽ ít bị ảnh hưởng hơn WPA. Năm 2023, thị trường phân bón trong nước trải qua nhiều khó khăn khi Bộ Công Thương ngừng gia hạn thuế tự vệ phân bón từ T9/22 và nhu cầu trong nước thấp dẫn đến sản lượng phân bón giảm. Trước tình hình đó DGC đã đẩy mạnh xuất khẩu phân bón sang các nước ASEAN (Indonesia, Philippines, Ấn Độ) và Bangladesh nhờ nguồn cung phân bón thế giới vẫn khan hiếm do Nga và Trung Quốc – 2 nước xuất khẩu phân bón lớn nhất thế giới áp hạn ngạch xuất khẩu phân bón Urê, DAP, MAP, NPK. Giá phân bón đã phục hồi từ mức đáy T7/23 và chúng tôi kỳ



vọng giá WPA sẽ giảm -8%/+10% trong 2023-24 và giá phân bón tổng hợp giảm -3%/5% trong 2023-24.

Về phân NPK, nhà máy NPK của DGC có công suất 200.000 tấn/năm tại Đắk Nông đã bắt đầu hoạt động từ T8/23 với hiệu suất sản xuất khoảng 50%. DGC dự kiến sản lượng của nhà máy là 10.000 tấn năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng thực tế sẽ cao hơn mức này (khoảng 20.000-25.000 tấn), Với sản lượng và công suất hoạt động ước tính như vậy, chúng tôi dự phóng phân NPK sẽ đóng góp 280 tỷ đồng/1.154 tỷ đồng doanh thu, tương đương 3%/10% tổng doanh thu của DGC trong 2023-24.

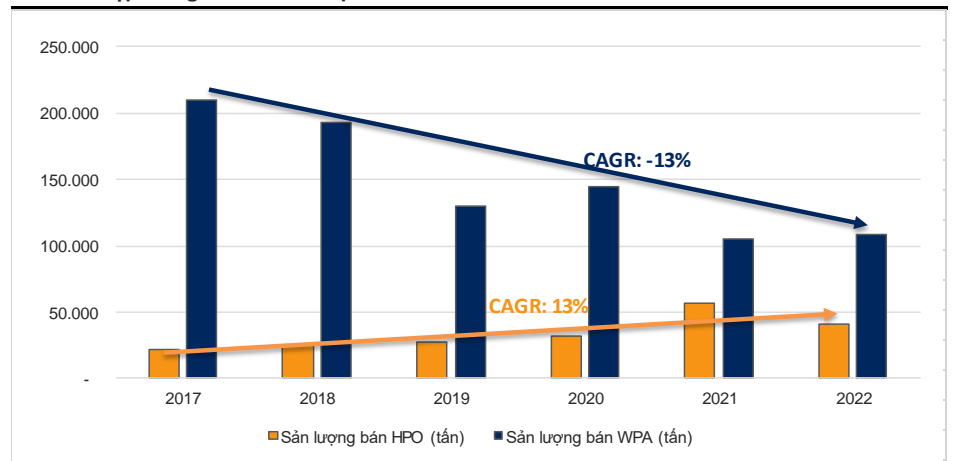
### Mở rộng sản xuất mảng pin lithium

Vào T3/23, DGC mua lại thành công 51% CTCP Ác quy Tia Sáng (Tibaco - TSB) với giá 135 tỷ đồng. DGC lên kế hoạch sản xuất pin lithium, sản phẩm quan trọng trong lĩnh vực xe điện. Chúng tôi ước tính doanh thu TSB sẽ lần lượt đạt 163/180 tỷ đồng (-10,4%/+10% svck) trong 2023-24 do xuất khẩu sang thị trường Châu Âu gặp khó khăn khi khách hàng dần chuyển sang sử dụng các sản phẩm công nghệ cao. Đến năm 2024, xuất khẩu dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ tiếp cận với nhà phân phối mới ở Tây Á với sản lượng lớn và ổn định hàng tháng.

### Chế biến sâu P4

Ban lãnh đạo cho biết DGC đang tập trung vào (1) sản xuất HPO - sản phẩm có biên LN cao hơn và (2) xuất khẩu axit photphoric điện tử, loại cao cấp nhất được sử dụng trong sản xuất mạch điện tử, chất bán dẫn và màn hình LCD. Sản lượng tiêu thụ HPO ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép 13% trong 2018-22 trong khi WPA ghi nhận mức giảm 13% trong cùng giai đoạn.

Hình 14: Tập trung sản xuất sản phẩm có biên LN cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

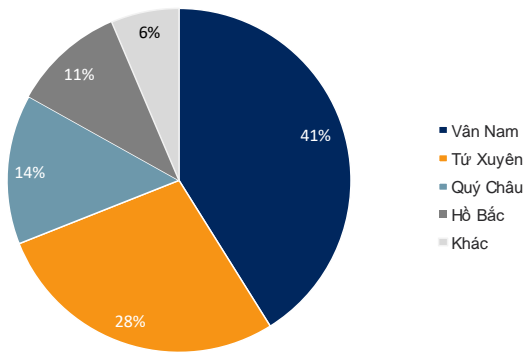
Nhà máy H3PO4 điện tử với công suất thiết kế 30.000 tấn/năm đi vào hoạt động vào 2022. Chúng tôi ước tính sản lượng H3PO4 điện tử sẽ đạt 70%/117% trong 2023-24, mang lại khoảng 1.000 tỷ đồng/1.400 tỷ đồng doanh thu giai đoạn 2023-24. Chúng tôi đưa mảng này vào mô hình dự phóng của mình từ 2023.

**Tận dụng xu hướng công nghệ toàn cầu**

**Thiếu điện, tổng công suất tăng để đáp ứng nhu cầu P4 cao tại Trung Quốc**

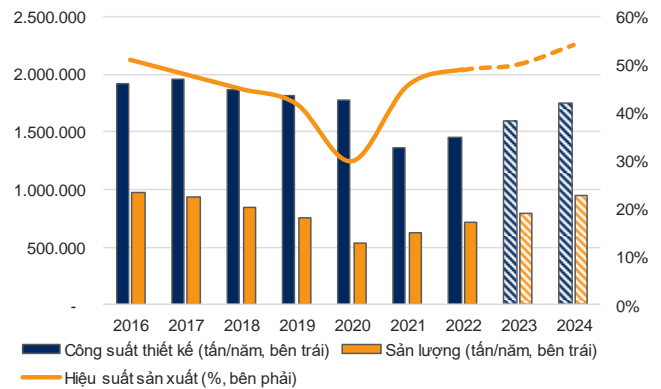
Những biến động tại Trung Quốc luôn ảnh hưởng đến giá bán sản phẩm phot pho trên toàn cầu. Một trong những yếu tố tác động đến giá P4 thế giới những năm trở lại đây bao gồm (1) chính sách cắt giảm sản xuất của Trung Quốc để giảm thiểu tác động của ngành khai thác khoáng sản tới môi trường; (2) tình trạng thiếu điện khiến hiệu suất sản xuất và công suất P4 giảm kể từ năm 2017. Vào T8/21, tỉnh Vân Nam, nơi sản xuất 45% sản lượng P4 tại Trung Quốc (2020), đã ban hành những quy định về việc hạn chế sử dụng năng lượng trong sản xuất phot pho, phân bón, than đá và hóa chất cơ bản giảm thiểu tác động đến môi trường. Các biện pháp này cùng với lệnh cấm khai thác apatit và dừng ưu đãi giá điện, khiến giá P4 đạt đỉnh mới ở mức 8.500 USD /tấn (+165%). Năm 2022, El Nino gây ra hạn hán kéo dài ở tỉnh Vân Nam và chính sách Zero COVID đã khiến các nhà máy phải cắt giảm công suất và giá P4 một lần nữa tăng cao.

Hình 15: Sản lượng P4 tại Trung Quốc theo tỉnh năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

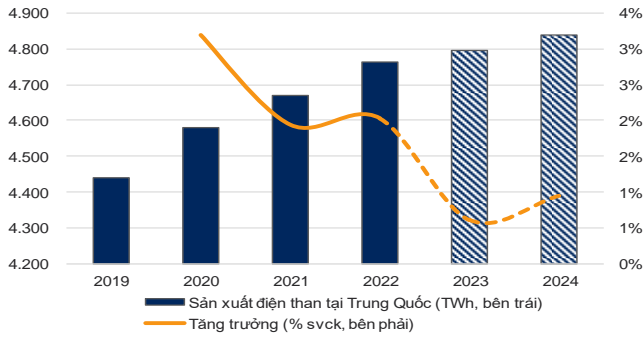
Hình 16: CSTK và sản lượng P4 tại Trung Quốc giai đoạn 2016-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

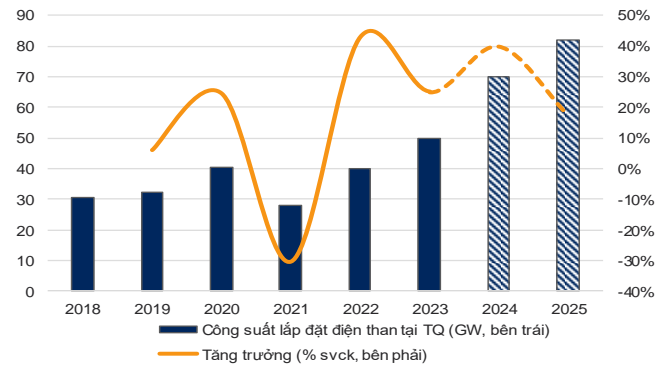
Tuy nhiên mặc dù thiếu điện, nhưng chúng tôi cho rằng sản lượng P4 sẽ không giảm ở Trung Quốc trong 2023-24 nhờ (1) nguồn điện than bù đắp và (2) nhu cầu để sản xuất pin LPF cho xe điện cao. Thứ nhất, mặc dù Chính phủ Trung Quốc cam kết kiểm soát chặt chẽ việc sản xuất điện than nhưng thực tế quan sát được lại khác. Công suất điện than mới của nước này tiếp tục tăng kể từ năm 2021, tăng gần gấp đôi vào năm 2023. Theo số liệu từ Chính phủ Trung Quốc, điện than hiện chiếm 60% tổng sản lượng điện cả nước. Công suất điện than lắp đặt của Trung Quốc vào T9/23 là 1.150 GW (+3,5% svck). Chúng tôi ước tính sản lượng điện than của Trung Quốc trong 2023-24 sẽ đạt 4.800/4.840TWh (+0,5%/+1% svck), bù đắp cho sự thiếu hụt thủy điện. Thứ hai, theo China Financial Associated Press, Trung Quốc đã phê duyệt công suất bổ sung 356.000 tấn phot pho/năm trong giai đoạn 2023-24 (so với 1,4 triệu tấn/năm hiện tại) trong bối cảnh nhu cầu xe điện đang bùng nổ và tình trạng thiếu cung hiện tại.

**Hình 17: Sản lượng điện than tại Trung Quốc giai đoạn 2019-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

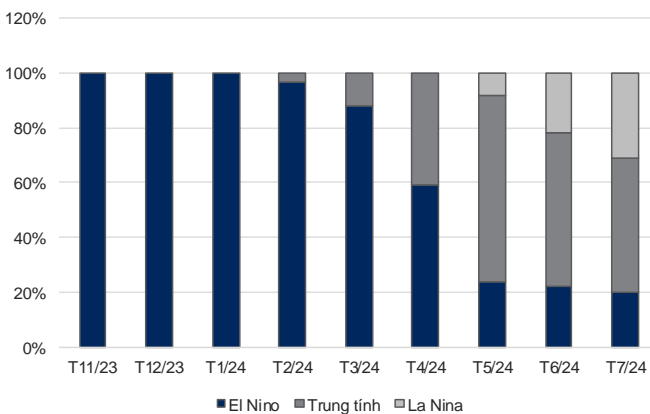
**Hình 18: Công suất lắp đặt điện than tại Trung Quốc**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

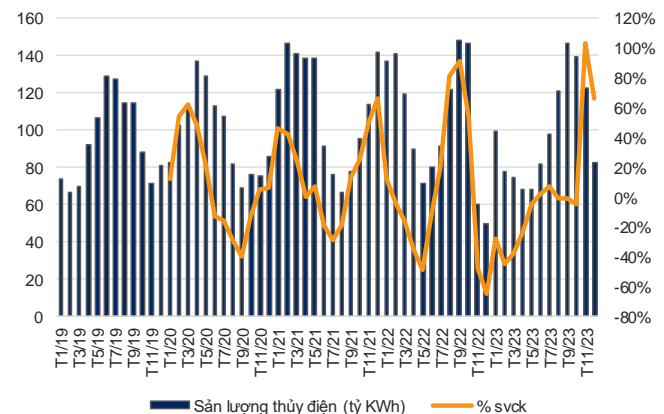
Bên cạnh đó, sản lượng thủy điện phục hồi tại Trung Quốc cũng sẽ hỗ trợ cho sản xuất P4 vào 2024. Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng El Nino có khả năng cao sẽ kéo dài đến hết Q1/24 tại các khu vực sản xuất P4 chính của Trung Quốc vì vậy chúng tôi cho rằng sản lượng P4 tại Trung Quốc năm 2024 sẽ trở lại mức năm 2017, và giá P4 toàn cầu sẽ không thể quay lại mức năm 2022 do năng lực sản xuất sẽ cải thiện hơn vào năm 2024 tại Trung Quốc. Chúng tôi ước tính sản lượng P4 của Trung Quốc sẽ cải thiện đáng kể vào năm 2024 (+19% svck) với hiệu suất sản xuất khoảng 55%.

**Hình 19: Dự báo El Nino kéo dài đến hết Q1/24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

**Hình 20: Sản lượng thủy điện tại Trung Quốc giai đoạn 2019-23**

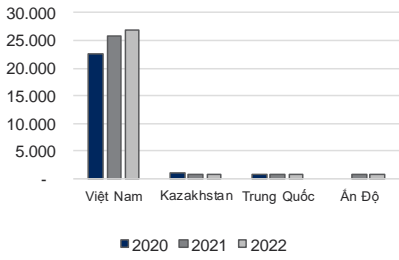


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

**Hưởng lợi từ xu hướng công nghệ toàn cầu**

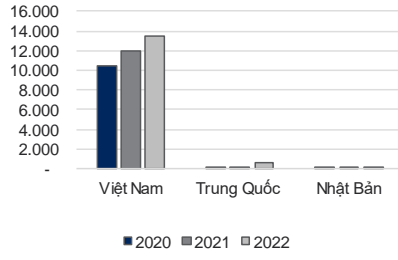
Công nghệ 5G và pin LPF được coi là những khách hàng quan trọng của P4 trong tương lai đến từ các động lực sau. Thứ nhất, việc sản xuất chất bán dẫn phải sử dụng photon chất làm tăng khả năng dẫn điện của thiết bị điện tử. Xu hướng thay thế thiết bị 4G bằng thiết bị 5G đang diễn ra trên khắp thế giới. Thiết bị 5G cần nhiều chip hơn 30-40% so với thiết bị 4G. Doanh thu mảng bán dẫn và chip toàn cầu đang phục hồi tích cực từ mức đáy vào T2/23. Theo thống kê của tổ chức Thương mại Chất bán dẫn Thế giới (WSTS) và Gartner, ngành bán dẫn toàn cầu sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là 11,8% và 18,5% svck trong 2024.

**Hình 21: Nhật Bản nhập khẩu gần 100% P4 từ Việt Nam**



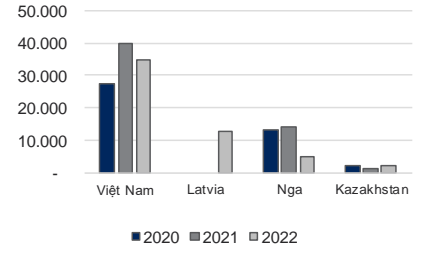
Nguồn: World bank

**Hình 22: Hàn Quốc nhập khẩu gần 100% P4 từ Việt Nam**



Nguồn: World bank

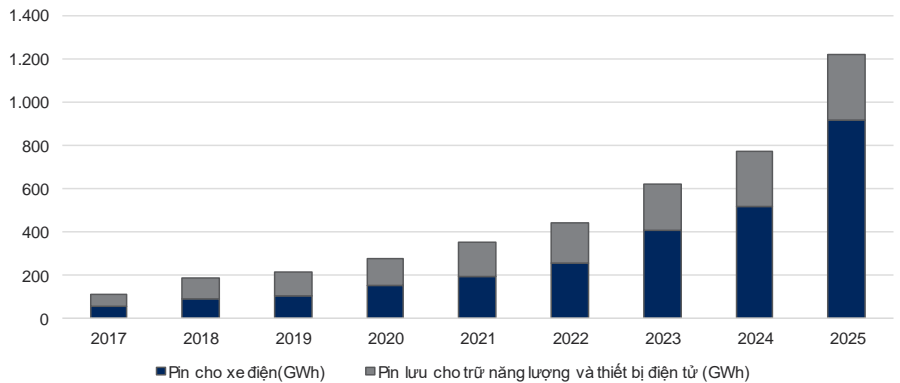
**Hình 23: Ấn Độ nhập khẩu phần lớn P4 từ Việt Nam**



Nguồn: World bank

Thứ hai, các nhà sản xuất đến từ Hàn Quốc và Nhật Bản đang tìm kiếm giải pháp thay thế cho các nhà cung cấp Trung Quốc về cả pin và hóa chất. Hiện thị trường xuất khẩu chính của DGC là các thị trường có yêu cầu cao như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và Mỹ, trong đó Nhật Bản và Hàn Quốc chủ yếu nhập khẩu P4 để sản xuất chất bán dẫn cho thiết bị 5G nên chúng tôi đánh giá thị trường này sẽ ít nhạy cảm về giá. Ngoài ra, hiện nay các nhà sản xuất chip, nhà máy pin xe điện đang xây dựng tại Nhật Bản và Hàn Quốc cũng đang bày tỏ sự quan tâm đến sản phẩm P4 của DGC với mục tiêu giảm phụ thuộc vào các nhà cung cấp đến từ Trung Quốc. Theo lãnh đạo DGC, đến cuối năm 2024, nhu cầu phốt pho của Việt Nam sẽ tăng mạnh khi các nhà máy sản xuất pin và chip mới ở Đông Á và Bắc Mỹ sẽ đa dạng hóa nguồn cung ngoài Trung Quốc. Do đó, chúng tôi nâng giả định về sản lượng P4 lên 22% svck và sản lượng bán tăng lên +30% svck trong năm 2024 và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%/năm.

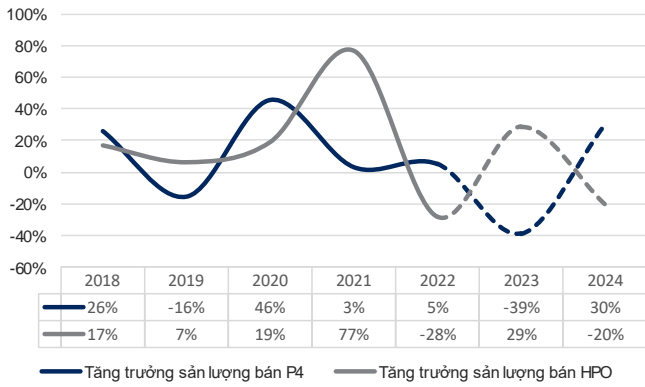
**Hình 24: Dự phóng nhu cầu pin xe điện và pin lưu trữ năng lượng tại Trung Quốc 2024-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg NEF

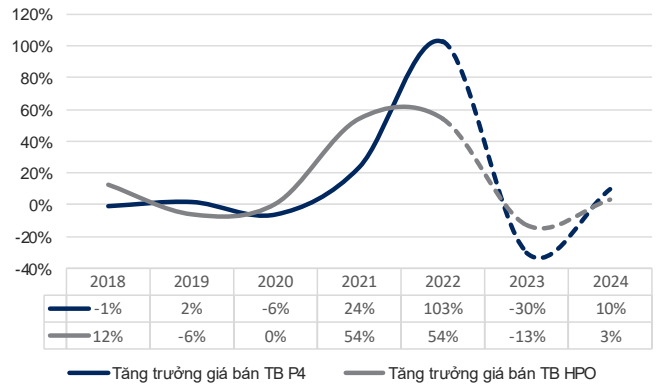
Cuối cùng, nhu cầu cao về pin LPF ở Trung Quốc trong phục vụ ngành công nghiệp xe điện sẽ thúc đẩy nhu cầu và hỗ trợ giá P4 toàn cầu. Trung Quốc chiếm 90% công suất LPF toàn cầu, và đang không ngừng thúc đẩy phát triển loại pin này. Giai đoạn 2020-22, công suất lắp đặt pin LFP tại Trung Quốc tiếp tục tăng với tốc độ tăng trưởng kép là 8,4 lần (0,2MWh tại T1/20 lên 18MWh tại T12/22). Bloomberg NEF dự đoán xu hướng ô tô điện sẽ tiếp tục bùng nổ trong tương lai, đạt mốc 30 triệu xe bán ra vào năm 2028, tỷ trọng đạt 48% trong tổng số ô tô thương mại bán ra vào năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng thị trường phốt pho vàng sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 5,32% cho đến năm 2030. Theo đó, chúng tôi ước tính giá bán P4 giai đoạn 2023-24 sẽ giảm 30% svck và phục hồi 10% svck và giá HPO giảm -13%/+3% svck trong 2023-24. Vì phốt pho vàng là sản phẩm thượng nguồn nên điều này cũng sẽ dẫn đến giá các sản phẩm hạ nguồn như TPA và WPA biến động cùng chiều.

**Hình 25: Dự phóng tăng trưởng sản lượng bán P4 và HPO 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 26: Dự phóng tăng trưởng giá bán TB của P4 và HPO 2023-24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 110.400 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu do: 1) điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2023-25; 2) giảm WACC xuống 13,4% sau khi hạ lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/09) và phần bù rủi ro thị trường từ 10% xuống 9,6%.

Giá mục tiêu phản ánh P/E năm 2024 là 11,5 lần, P/E trung bình 3 năm là 9,8 lần và P/E trung bình 5 năm là 7,7 lần và tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi tin rằng DGC nên được giao dịch ở mức cao hơn P/E trung bình nhờ (1) tiềm năng lớn của công ty và (2) xu hướng công nghệ toàn cầu.

**Hình 27: Tổng hợp định giá**

Phương pháp định giá	Giá (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá trị theo tỷ trọng (đồng)
FCFF	107.238	50%	53.619
P/E (2024 P/E là 11.5)	113.776	50%	56.888
Giá trung bình			110.407
Giá mục tiêu (làm tròn)			110.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 28: Giá định WACC**

Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
Beta	1,2
WACC	13,4%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 29: Định giá DCF**

FCFF (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
LNTT	3.173	4.272	4.741	4.969	5.211	5.415	5.631	5.859	6.101	6.357	6.627
Trừ: Chi phí thuế	171	224	249	260	273	284	295	307	319	333	347
Cộng: Khấu hao	285	250	325	423	423	423	423	423	423	423	423
Trừ: Đầu tư TSCĐ	157	200	620	639	658	677	698	150	150	150	150
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(439)	(214)	676	(595)	680	(592)	684	(587)	688	(582)	693
FCFF	3.884	4.712	4.761	5.088	5.339	6.823	5.772	6.712	5.665	7.179	6.160
Giá trị hiện tại của FCFF	3.884	4.158	3.707	4.373	3.236	3.649	2.724	2.795	2.082	2.328	1.762
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	34.698										
Giá trị cuối cùng	17.502										
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	5.007										
Giá trị doanh nghiệp	39.705										
Trừ: Nợ (Ngắn hạn & Dài hạn)	435										
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.275										
Giá trị VCSH	40.545										
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	379.779.286										
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	107.238										

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo chi phí vốn chủ**

		Chi phí vốn chủ (%)				
		13,2%	13,7%	14,2%	14,7%	15,2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,4%	112.897	109.620	106.483	103.805	101.209
	1,7%	113.395	110.048	106.851	104.124	101.486
	2,0%	113.923	110.501	107.238	104.460	101.777
	2,3%	114.482	110.979	107.646	104.814	102.083
	2,6%	115.075	111.485	108.007	105.187	102.404

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 31: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

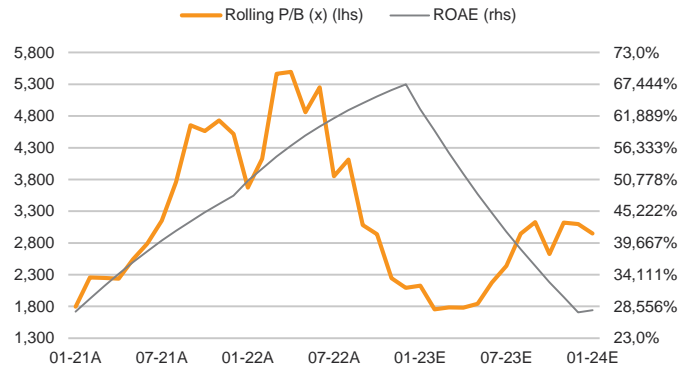
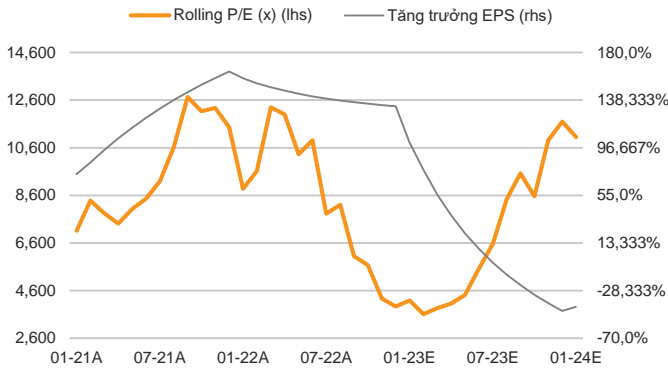
Doanh nghiệp	Mã Bloomberg	Giá trị thị trường (trUSD)	P/E (x)			P/B (x)			ROA (%)		ROE (%)			
			Trượt	2023	2024	Hiện tại	2023	2024	Trượt	2023	2024	Trượt	2023	2024
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	6000141CH	2.763	8,7	13,7	11,7	1,0	0,9	0,9	4,4	3,5	6,0	9,5	6,9	8,9
Yunnan Yuntianhua Co Ltd	600096 CH	4.110	6,4	6,0	5,6	1,6	1,4	1,1	7,8	4,7	na	27,2	24,6	21,0
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	1.518	24,0	17,3	15,3	1,7	1,8	1,5	1,9	3,0	6,3	7,2	11,3	16,5
Anhui Sierite Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	715	33,6	20,3	14,8	1,0	1,0	0,9	2,2	0,0	N/A	2,8	2,1	3,2
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	621	N/A	5,2	5,0	1,9	N/A	N/A	-1,3	N/A	N/A	-2,1	N/A	N/A
CTCP Đạm Phú Mỹ	DPM VN	547	8,6	17,8	15,1	1,2	1,1	1,1	10,0	5,0	4,0	12,9	6,4	7,8
CTCP Đạm Cà Mau	DCM VN	707	12,1	16,4	11	1,8	1,7	1,4	11,8	7,3	3,3	14,8	10,2	16,7
<b>Trung bình</b>			<b>15,6</b>	<b>13,8</b>	<b>11,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>
<b>Trung vị</b>			<b>12,1</b>	<b>15,1</b>	<b>11,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,2</b>	<b>12,7</b>
CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang	DGC VN	1.469	11,1	11,1	11,5	2,6	2,6	0,0	24,9	23,9	2,3	28,3	26,6	26,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá:

- **Tiềm năng tăng giá:**
  - Nhu cầu WPA từ Ấn Độ tiếp tục tăng hoặc giá P4 tiếp tục ở mức cao;
  - Nhu cầu P4 đối với lĩnh vực công nghệ cao hơn dự kiến;
  - Dự án CAV ghi nhận lợi nhuận sớm hơn dự kiến;
  - Dự án Boxit-nhôm được ghi nhận sớm hơn dự kiến.
- **Rủi ro giảm giá:**
  - Sản lượng phốt pho vàng tại Trung Quốc tăng nhanh hơn dự kiến; ảnh hưởng đến giá P4 toàn cầu;
  - Thuế xuất khẩu đối với sản phẩm tăng.

Định giá



Báo cáo KQ HDKD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	10.376	13.489	14.395
Giá vốn hàng bán	(6.611)	(8.340)	(8.718)
Chi phí quản lý DN	(125)	(202)	(216)
Chi phí bán hàng	(467)	(674)	(720)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>3.173</b>	<b>4.272</b>	<b>4.741</b>
EBITDA thuần	2.923	4.022	4.491
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>250</b>	<b>350</b>	<b>423</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3.173</b>	<b>4.347</b>	<b>4.913</b>
Thu nhập lãi	311	270	288
Chi phí tài chính	(62)	(54)	(58)
Thu nhập ròng khác	0	(141)	(58)
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.422</b>	<b>4.488</b>	<b>4.971</b>
Thuế	(171)	(224)	(249)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(333)	(369)
<b>LN ròng</b>	<b>2.997</b>	<b>3.930</b>	<b>4.353</b>
Thu nhập trên vốn	2.997	3.930	4.353
Cổ tức phổ thông	(1.139)	(1.139)	(570)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.857</b>	<b>2.791</b>	<b>3.784</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.422</b>	<b>4.488</b>	<b>4.971</b>
Khấu hao	285	250	325
Thuế đã nộp	(171)	(224)	(249)
Các khoản điều chỉnh khác	412	198	(1.671)
Thay đổi VLĐ	(439)	(214)	676
<b>LC tiền thuần HDKD</b>	<b>3.509</b>	<b>4.498</b>	<b>4.052</b>
Đầu tư TSCĐ	(157)	(200)	(625)
Các khoản cho vay, mua các công cụ nợ	(5.641)	(7.479)	(7.094)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.289)</b>	<b>(3.180)</b>	<b>(3.662)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(342)	(245)	(322)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.139)	(1.139)	(570)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.481)</b>	<b>(1.384)</b>	<b>(892)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.535	1.617	1.796
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>81</b>	<b>179</b>	<b>(180)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.617	1.796	1.615

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	1.617	1.796	1.615
Đầu tư ngắn hạn	8.104	8.959	9.973
Các khoản phải thu ngắn hạn	429	470	839
Hàng tồn kho	886	800	1.000
Các tài sản ngắn hạn khác	259	337	360
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.296</b>	<b>12.361</b>	<b>14.586</b>
Tài sản cố định	1.919	2.008	3.068
Tài sản dài hạn khác (WIP)	135	1.064	44
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.350</b>	<b>16.533</b>	<b>17.698</b>
Vay & nợ ngắn hạn	435	738	513
Phải trả người bán	366	534	426
Nợ ngắn hạn khác	981	1.292	1.288
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.781</b>	<b>2.564</b>	<b>2.228</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ	3.798	3.798	3.798
LN giữ lại	6.328	8.547	10.138
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.314</b>	<b>13.636</b>	<b>15.101</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	254	333	369
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.350</b>	<b>16.533</b>	<b>17.698</b>

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	28,9%	29,1%	30,2%
Vòng quay TS	0,78	0,90	0,84
ROAA	22,4%	26,3%	25,4%
Đòn bẩy tài chính	1,23	1,20	1,19
ROAE	27,5%	31,5%	30,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	15,1	12,8	21,3
Số ngày nắm giữ HTK	48,9	35,1	41,9
Số ngày phải trả tiền bán	20,2	23,4	17,8
Vòng quay TSCĐ	5,28	6,70	7,06
ROIC	25,0%	26,7%	27,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,3	4,8	6,2
Khả năng thanh toán nhanh	5,8	4,5	5,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	5,5	4,2	5,2
Vòng quay tiền	43,9	24,4	45,3
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(28,2%)	30,0%	6,7%
Tăng trưởng LN từ HDKD	(47,1%)	34,6%	11,0%
Tăng trưởng LN ròng	(46,2%)	31,2%	10,8%
Tăng trưởng EPS	(46,2%)	31,2%	10,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn- Trưởng phòng

Email: [luan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:luan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Mai Hoa- Chuyên viên Phân tích

Email: [hoa.nguyenmai4@vndirect.com.vn](mailto:hoa.nguyenmai4@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>