

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

KHẢ QUAN +17,5%

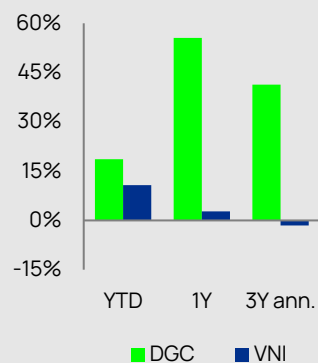
Ngành	Hóa chất
Ngày báo cáo	01/08/2024
Giá hiện tại	106.000VND
Giá mục tiêu	122.000VND
Giá mục tiêu gần nhất	126.000VND
TL tăng	+15,0%
Lợi suất cổ tức	2,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+17,5%</b>
GT vốn hóa	42,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	12,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	371,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr
Pha loãng	380 tr

	DGC	VNI
P/E (trượt)	13,6x	14,7x
P/B (hiện tại)	3,6x	1,7x
ROA	21,4%	1,9%
ROE	29,3%	12,6%

## Tổng quan Công ty

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến bước vào ngành hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung. Công ty hiện đang gia nhập vào ngành boxit-nhôm.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Nguyễn Thị Ngọc Hân**  
Chuyên viên

**Nguyễn Thảo Vy**  
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.748	10.757	15.036	18.940
% YoY	-33%	10%	40%	26%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	3.109	3.313	4.817	5.987
% YoY	-44%	7%	45%	24%
EPS		7%	45%	24%
Biên LN gộp	35,4%	34,6%	36,9%	36,6%
Biên EBITDA	32,9%	31,6%	34,7%	34,5%
Biên LN từ HĐKD	29,3%	28,3%	31,5%	31,5%
Biên LN ròng	31,9%	30,8%	32,0%	31,6%
DTTD/Doanh thu	16%	6%	25%	29%
EV/EBITDA	9,7x	9,2x	6,0x	4,8x
P/E	13,8x	12,9x	8,9x	7,2x
P/B	3,4x	2,8x	2,3x	1,9x
ROE	27,2%	25,3%	30,5%	30,9%

## Giá bán trung bình dần phục hồi, khởi công xây dựng nhà máy xút-clo trong quý 4/2024

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống 122.000 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu DGC đã giảm 20% trong tháng qua.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 1%/10%/7% cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2024/25/26. Đối với năm 2024, chúng tôi hiện giả định nhà máy ethanol của DGC sẽ đi vào hoạt động trong quý 4/2024, theo kế hoạch của ban lãnh đạo, so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là quý 3/2024. Trong năm 2025/26, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ phục hồi chậm hơn khi nhu cầu cải thiện, và chúng tôi điều chỉnh dự án bất động sản của DGC từ năm 2025 sang năm 2026 vì chúng tôi cho rằng sẽ cần thêm thời gian để hoàn tất thủ tục pháp lý cho dự án.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do dự báo tổng EBITDA cốt lõi cho năm 2024/25 giảm 3%, lần lượt thay đổi -1%/-4% trong năm 2024/25. Tuy nhiên, dự báo EBITDA cốt lõi mới của chúng tôi vẫn ở mức tăng trưởng mạnh 53% YoY trong năm 2025, nhờ lợi nhuận phục hồi và đóng góp từ các dự án ethanol và xút-clo mới.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E năm 2024/25 của DGC là 14,9 lần/10,2 lần, cao hơn P/E trượt trung bình 10 năm của của DGC là 9,8 lần. Chúng tôi cho rằng DGC xứng đáng với mức định giá cao hơn trung bình quá khứ trong giai đoạn lợi nhuận phục hồi, cùng với đóng góp từ các dự án mới.

## Sản lượng bán hóa chất photpho công nghiệp (IPC) thấp hơn dự kiến, giá bán vẫn ổn định.

Chúng tôi giảm dự báo về lượng bán IPC trong năm 2024 (theo hàm lượng photpho) xuống còn 60.166 tấn, tăng 5% YoY, giảm so với dự báo tăng 13% YoY do KQKD nửa đầu năm 2024 (6T 2024) thấp hơn một chút so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng điều này là do DGC ngần ngại về việc bán P4 cho khách hàng Ấn Độ với giá thấp, tương tự như trước đây. Trong quý 2/2024, chúng tôi ước tính giá P4 cho khách hàng Đông Á và Mỹ vẫn ở mức 4.200 USD/tấn, trong khi giá cho khách hàng Ấn Độ giảm nhẹ so với quý trước xuống còn 3.650 USD/tấn.

## DGC đang ưu tiên xử lý axit phosphoric trích ly (WPA) thành các sản phẩm nông nghiệp.

Trong 6T 2024, sản lượng bán WPA giảm 10% YoY, trong khi phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi tăng 40% và 42% YoY, theo ước tính của chúng tôi. DGC đưa ra kế hoạch doanh thu từ WPA giảm 87% YoY nhưng doanh thu từ sản phẩm nông nghiệp tăng gấp đôi trong quý 3/2024. DGC thường linh hoạt trong việc điều chỉnh tỷ trọng sản phẩm nông nghiệp-WPA. Cụ thể, DGC sẽ bán WPA khi giá cả thuận lợi và chế biến thành các sản phẩm nông nghiệp vốn có lợi thế về mặt địa lý ở thị trường trong nước trong điều kiện thị trường xuất khẩu WPA không thuận lợi.

**Nhà máy ethanol sẽ đi vào hoạt động vào quý 4/2024**, theo ban lãnh đạo. Mốc thời gian này muộn hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là quý 3/2024. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu ethanol xuống còn 320 tỷ đồng vào năm 2024 từ mức 640 tỷ đồng trong dự báo trước đây. Vào năm 2025, chúng tôi duy trì dự báo doanh thu ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng, bao gồm

64.000 m<sup>3</sup> ethanol (100% công suất) được bán với giá 20 triệu đồng/m<sup>3</sup> và 200 tỷ đồng từ các phụ phẩm.

**DGC đặt kế hoạch khởi công xây dựng nhà máy sản xuất xút-clo vào quý 4/2024**, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi duy trì dự báo dự án này sẽ đi vào hoạt động vào quý 4/2025, đóng góp 50 tỷ đồng vào LNST năm 2025.

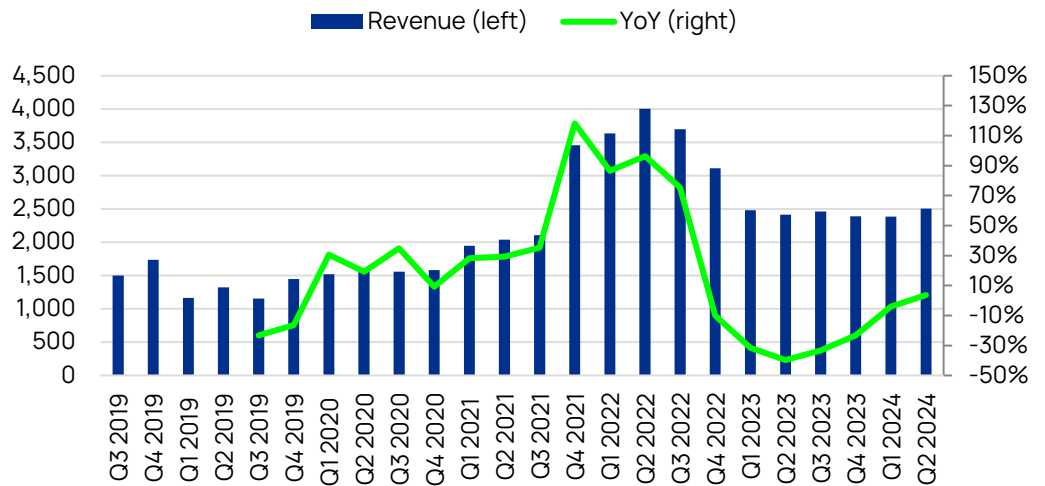
## Triển vọng năm 2024: Doanh thu các sản phẩm nông nghiệp cao hơn

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 mới YoY	Nhận định của Vietcap đối với dự báo 2024
<b>Sản lượng bán sản phẩm photpho (tấn*)</b>	<b>127.769</b>	<b>145.684</b>	<b>144.420</b>	<b>13%</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp (IPC)	57.241	64.888	60.166	5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng bán IPC do KQKD 6T 2024 không đạt kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng KQKD 6T thấp hơn kỳ vọng là do sản lượng bán thấp hơn cho khách hàng Ấn Độ, vốn mua P4 với giá thấp hơn, tương tự trước đây.
Photphat nông nghiệp	71.065	80.796	84.254	19%	* Trong 6T 2024, sản lượng bán photphat nông nghiệp tăng mạnh 26% YoY, vượt dự báo trước đó của chúng tôi. * Chúng tôi cho rằng DGC sẽ ưu tiên chế biến WPA thành các sản phẩm nông nghiệp, được hưởng lợi từ lợi thế về mặt địa lý trên thị trường trong nước trong giai đoạn giá WPA không thuận lợi.
<b>Giá bán trung bình sản phẩm photpho (triệu đồng/tấn*)</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>-6%</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	104	98	98	-7%	
Photphat nông nghiệp	47	46	47	2%	
<b>Doanh thu</b>	<b>9.748</b>	<b>11.413</b>	<b>10.757</b>	<b>14%</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	5.978	6.374	5.871	-2%	
Photphat nông nghiệp	3.321	3.715	4.002	20%	
Nhà máy ethanol	0	640	320	N/A	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo vì nhà máy ethanol sẽ bắt đầu hoạt động vào quý 4/2024, theo ban lãnh đạo. Mốc thời gian này muộn hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là quý 3/2024. * Chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ hoạt động với hiệu suất hoạt động là 23% vào năm 2024.
Hóa chất khác	449	608	564	26%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>-6.293</b>	<b>-7.635</b>	<b>-7.309</b>	<b>16%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.455</b>	<b>3.778</b>	<b>3.727</b>	<b>9%</b>	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.858</b>	<b>3.078</b>	<b>3.042</b>	<b>8%</b>	
<b>LNTT</b>	<b>3.497</b>	<b>3.792</b>	<b>3.756</b>	<b>8%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>3.109</b>	<b>3.345</b>	<b>3.313</b>	<b>8%</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>3.210</b>	<b>3.439</b>	<b>3.402</b>	<b>7%</b>	
<b>Biên lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	35,4%	33,1%	34,6%		* Trong 6T 2024, biên lợi nhuận gộp đạt 35,8%, vượt kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp tăng là do lợi thế kinh tế theo quy mô và tiết kiệm chi phí quặng apatit, trong khi giá bán trung bình dần cải thiện.
Chi phí SG&A/Doanh thu	6,1%	6,1%	6,4%		
Biên LN từ HĐKD	29,3%	27,0%	28,3%		
Biên EBITDA	33,0%	30,1%	31,6%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,9%	29,3%	30,8%		

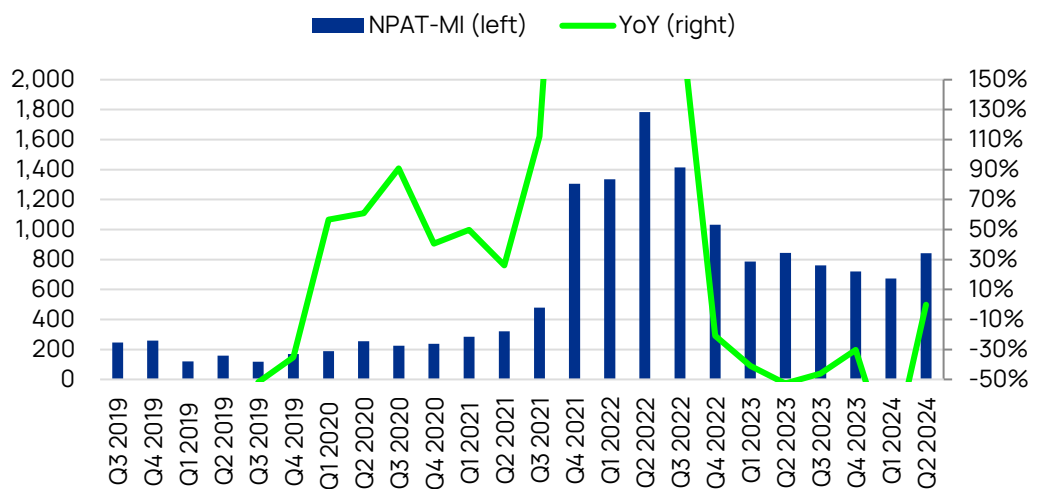
Nguồn: Vietcap (\*chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán)

Hình 2: Doanh thu hàng quý của DGC (tỷ đồng)



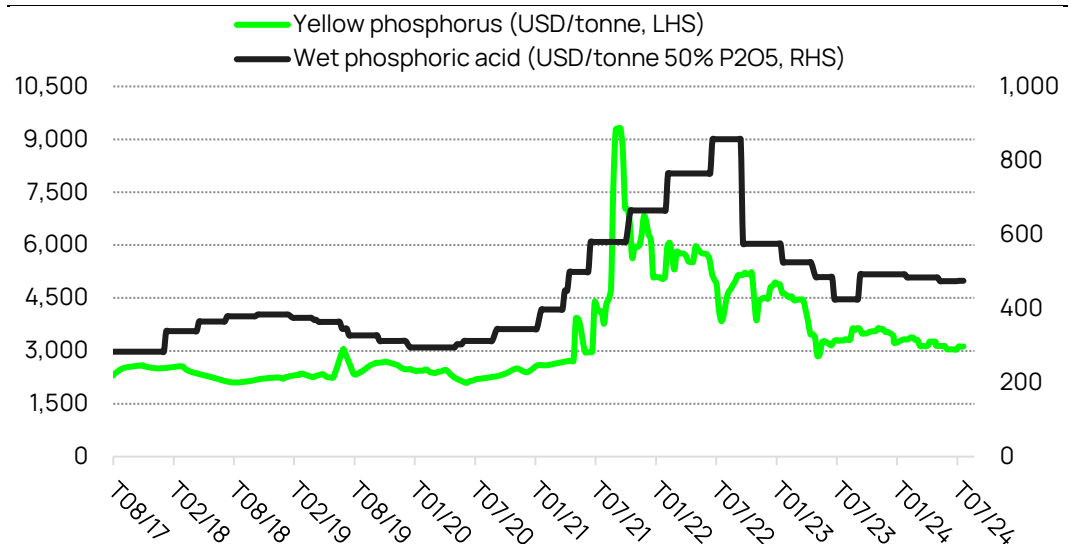
Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 3: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DGC (tỷ đồng)



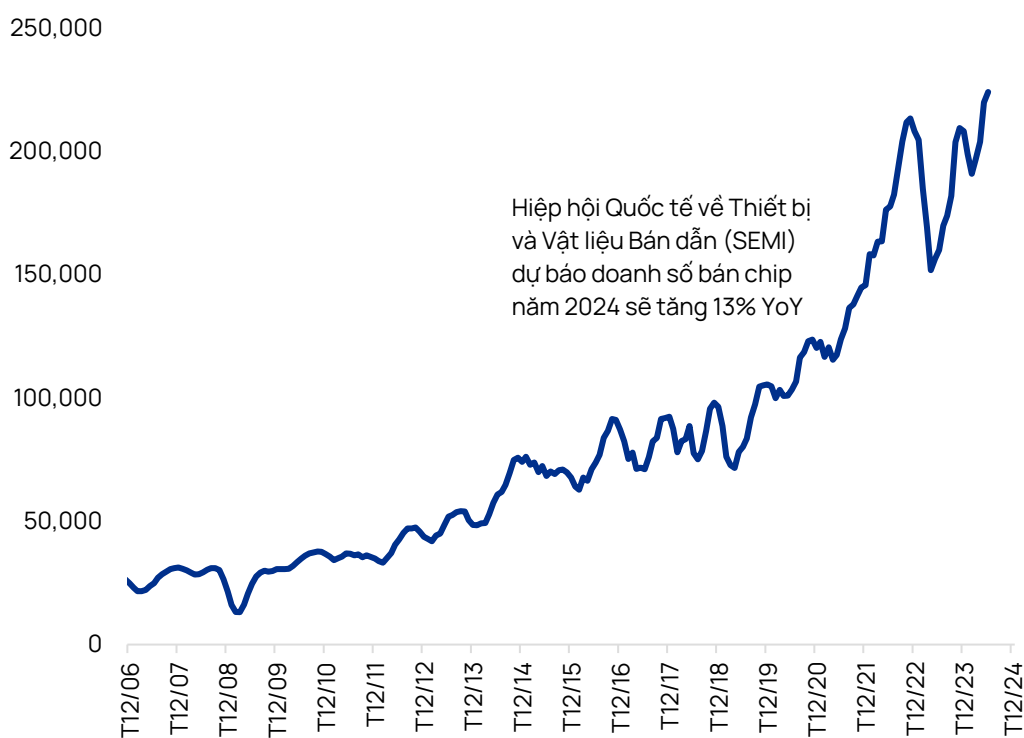
Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 4: Giá photpho vàng (P<sub>4</sub>) 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 vì Trung Quốc không còn xuất khẩu sản phẩm này.)

Hình 5: Doanh thu trung bình 3 tháng của Nhà sản xuất chất bán dẫn Đài Loan (triệu TWD)



Nguồn: TSMC, Vietcap

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá mảng cốt lõi của DGC và phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) cho dự án bất động sản của DGC

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì EV/EBITDA mục tiêu là 8,5 lần, so với EV/EBITDA trung bình 10 năm của DGC là 8,8 lần.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E năm 2024/25 của DGC là 14,9 lần/10,2 lần, cao hơn P/E trượt trung bình 10 năm của của DGC là 9,8 lần. Chúng tôi cho rằng DGC xứng đáng với mức định giá cao hơn trung bình quá khứ trong giai đoạn lợi nhuận phục hồi, cùng với đóng góp từ các dự án ethanol và xút-clo trong giai đoạn 2024-2025, và biên lợi nhuận tăng nhờ tăng trữ lượng quặng apatit.

**Hình 6: Tóm tắt định giá của Vietcap cho DGC**

Tỷ đồng	
EV/EBITDA mục tiêu cho EBITDA cốt lõi của DGC	8,5x
EBITDA cốt lõi năm 2024 & 2025 của DGC	4.308
Giá trị doanh nghiệp của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	36.620
Cộng tiền mặt ròng hiện tại	9.421
<b>Giá trị vốn sở hữu của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC</b>	<b>46.041</b>
Bất động sản	527
<b>Tổng giá trị vốn sở hữu</b>	<b>46.568</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	379,8
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>122.000</b>
EV/EBITDA dự phóng 2023/2024F/2025F tại giá mục tiêu	11,4x/10,8x/7,0x
<b>P/E dự phóng 2023/2024F/2025F tại giá mục tiêu</b>	<b>15,9x/14,9x/10,2x</b>

Nguồn: Vietcap

**Hình 7: EV/EBITDA trượt của DGC**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

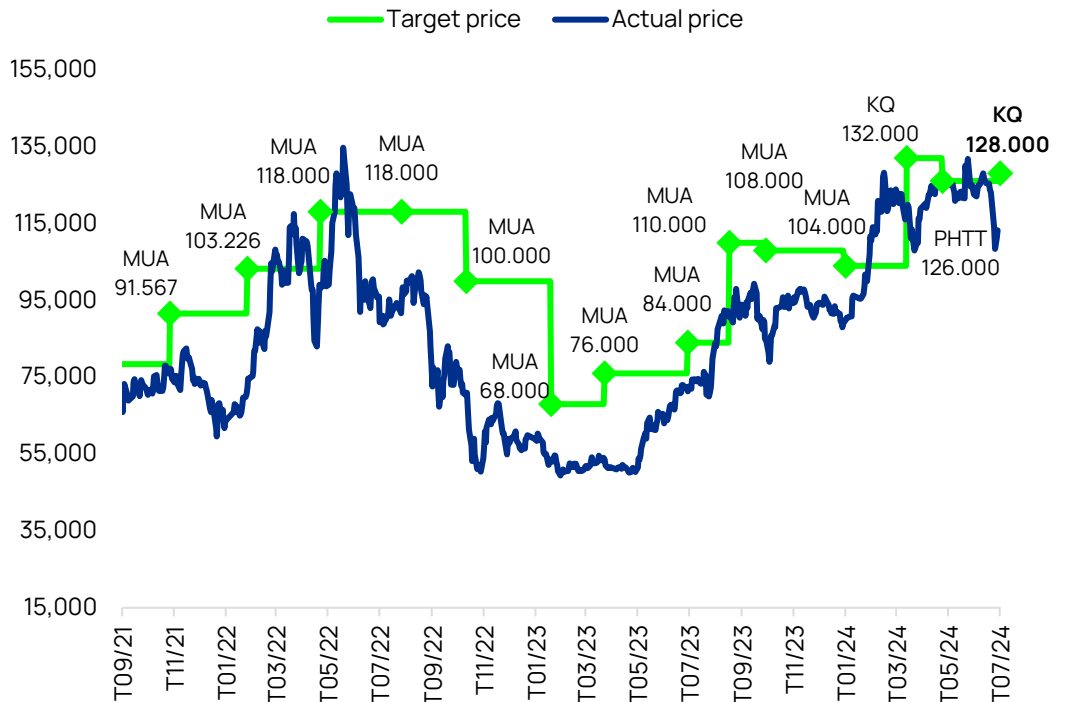
Hình 8: P/E trực của DGC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

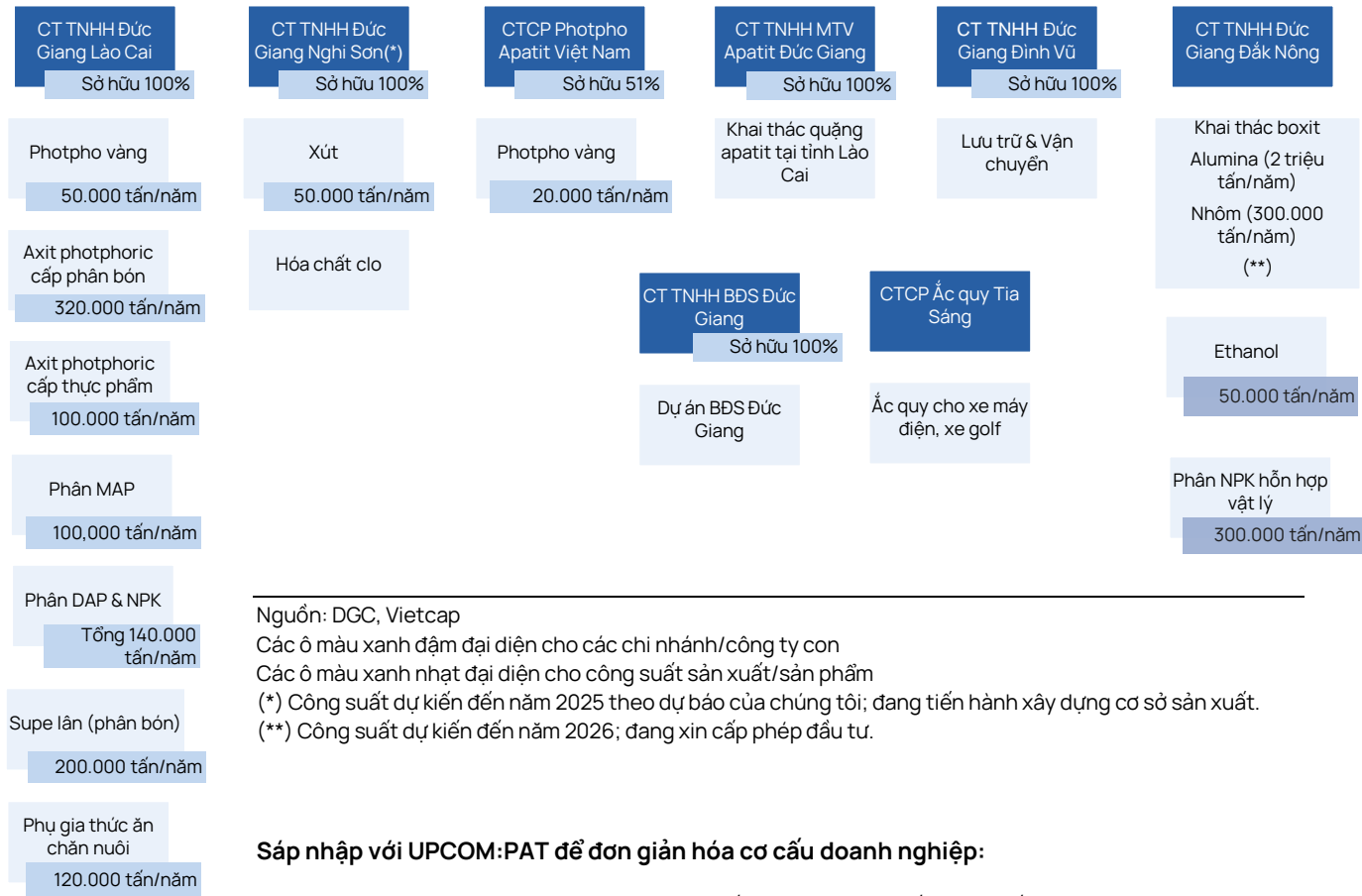
Hình 9: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng, được điều chỉnh theo chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

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

Hình 10: Cơ cấu doanh nghiệp của DGC tính đến tháng 4/2024



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 công suất sản xuất/sản phẩm

(\*) Công suất dự kiến đến năm 2025 theo dự báo của chúng tôi; đang tiến hành xây dựng cơ sở sản xuất.

(\*\*) Công suất dự kiến đến năm 2026; đang xin cấp phép đầu tư.

### Sáp nhập với UPCOM: PAT để đơn giản hóa cơ cấu doanh nghiệp:

Công ty con này do DGC sở hữu 51% và chiếm 30% công suất sản xuất photpho vàng của DGC. Chúng tôi lưu ý rằng động thái này rất giống với chuỗi hoạt động hoán đổi và phát hành cổ phiếu mới nhằm củng cố cơ cấu công ty của DGC trong giai đoạn 2017-2018. Tuy nhiên, dự án phải đối mặt với hai thách thức: Các cổ đông của PAT thích tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn DGC và DGC sẽ phải trả khoảng 200 tỷ đồng tiền thuế cho thương vụ mua lại này.



## Phụ lục 2: Cập nhật về các dự án trong tương lai

Hình 11: Cập nhật về các dự án trong tương lai

	Xút-clo	Alumina (Giai đoạn 1)
<b>Vốn đầu tư XDCB</b>	100 triệu USD	700 triệu - 1 tỷ USD
<b>Công suất hàng năm</b>	50.000 tấn xút (NaOH) Chất tẩy hóa học	1,2 triệu tấn alumina
<b>Doanh thu hàng năm*</b>	75 triệu USD	480 triệu USD
<b>Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) trung bình *</b>	15% DGC không có lợi thế lớn về chi phí đối với xút-clo. Hầu hết nguyên liệu đầu vào có nguồn gốc từ mua ngoài.	<b>Chưa ghi nhận trong dự báo của Vietcap.</b> 20% - 25% ROIC alumina của Vinacomin - Tập đoàn thuộc sở hữu nhà nước - đạt 10%. Alumina là mảng kinh doanh sinh lời cao nhất của Vinacomin. DGC tự tin có thể đầu tư, sản xuất với chi phí thấp hơn Vinacomin. Các mỏ boxit hàng đầu của Việt Nam có lợi thế về chi phí.
<b>Tiến độ mới nhất</b>	Báo cáo tác động môi trường đã được phê duyệt	Bốn doanh nghiệp tư nhân gồm DGC, Tập đoàn TH, Tập đoàn Việt Phương và Công ty TNHH Khai khoáng Việt Nam đã ký Biên bản ghi nhớ với tỉnh Đắk Nông về các dự án boxit-alumina.
<b>Các bước còn lại</b>	Nhập thiết bị; đăng ký giấy phép xây dựng và phòng cháy chữa cháy. Tỉnh Thanh Hóa sẽ trả tiền bồi thường để di dời cư dân lân cận vào giữa năm 2024, điều này sẽ giúp công ty nhận được giấy phép xây dựng. Bắt đầu thi công vào quý 3/2024. Bắt đầu vận hành vào quý 3/2025.	Giấy phép đầu tư. DGC tin rằng những người nộp đơn có thể xây dựng các nhà máy alumina trước và Chính phủ sau này sẽ đưa ra một cơ chế đặc biệt để phân bổ các mỏ boxit. Quy trình phê duyệt có thể mất 2 năm. Việc xây dựng phải mất thêm 2 năm. DGC có thể ghi nhận doanh thu từ alumina trong giai đoạn 2027-2028.
<b>Tiềm năng mở rộng</b>	Tri hoãn dự án nhựa PVC đến năm 2028-2029 cho đến khi công nghệ mới xúc tác vàng (gold catalyst) được chứng minh trên toàn cầu. DGC dự kiến sản xuất photpho trichlorua: $P_4 + 6 Cl_2 \rightarrow 4 PCl_3$	2 triệu tấn alumina; 300.000 tấn nhôm. Vốn đầu tư XDCB 2,3 tỷ USD (bao gồm cả giai đoạn 1). Tài trợ: Tiềm năng phát hành quyền hoặc IPO của dự án để tài trợ một phần cho dự án.

Nguồn: DGC, Vietcap (\* ước tính của Vietcap)

### Phụ lục 3: Căng thẳng Mỹ - Trung là động lực chính mở khóa nhu cầu P<sub>4</sub> cho mảng sản xuất chất bán dẫn và xe điện (EV)

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu P<sub>4</sub> toàn cầu sẽ tăng trưởng khoảng 6%-9% trong trung hạn. Điều này cho thấy sự tăng tốc nhẹ so với CAGR trước COVID là khoảng 6%. Sự tăng tốc này được dẫn dắt bởi nhu cầu về pin EV và nhu cầu về chip dành cho trí tuệ nhân tạo.

DGC sẽ vượt trội hơn ngành nhờ lợi thế về chi phí và chất lượng, cũng như vị thế thị trường thuận lợi, nhờ vào (1) công ty có mối liên kết lớn với các trung tâm sản xuất chất bán dẫn Đông Á, (2) các nhà máy pin lithium ferro phosphate (LFP) mới bên ngoài Trung Quốc do căng thẳng giữa Mỹ - Trung, (3) Mỹ đa dạng hóa nguồn cung axit photphoric ra khỏi Trung Quốc và (4) các hạn chế của Trung Quốc đối với sản xuất P<sub>4</sub> và lệnh cấm xuất khẩu P<sub>4</sub>.

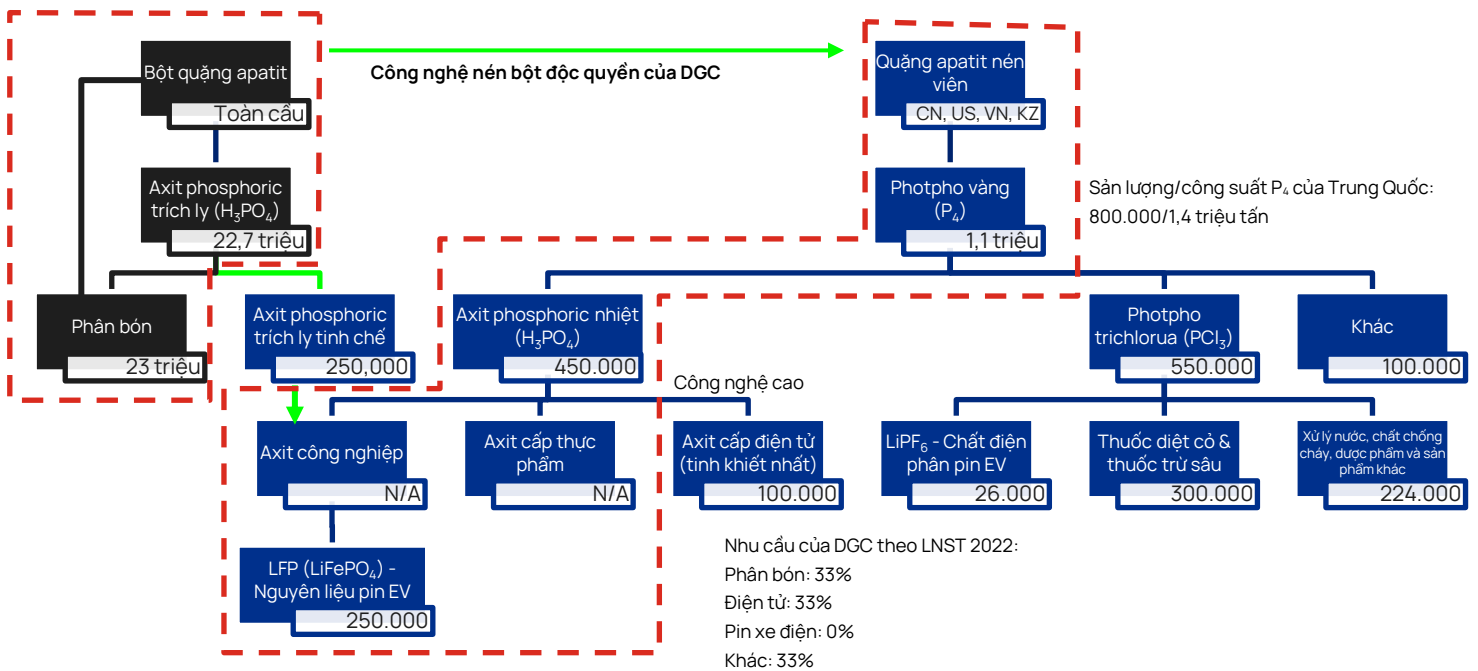
Chúng tôi cho rằng giá P<sub>4</sub> khó có thể quay trở lại mức trước COVID trong ngắn hạn do chi phí điện tăng ở Trung Quốc. Mặc dù giá P<sub>4</sub> tại thời điểm giữa năm 2023 cao hơn so với giai đoạn trước COVID, các nhà sản xuất Trung Quốc vẫn phải chịu lỗ. Nguyên nhân là do chính phủ Trung Quốc đã ngừng hỗ trợ giá điện thấp cho các nhà sản xuất P<sub>4</sub> vào cuối năm 2021, khiến chi phí điện của các công ty sản xuất P<sub>4</sub> tăng.

#### Pin EV

Nhu cầu vật liệu pin EV tăng mạnh. Photpho đóng vai trò quan trọng trong hai thành phần chính: vật liệu làm cực âm phổ biến nhất, lithium ferro phosphate (LFP) và chất điện phân LiPF<sub>6</sub> được sử dụng rộng rãi hơn. Theo Viện Nghiên cứu Công nghiệp Gaogong, nhu cầu về các hóa chất này dự kiến sẽ tăng gấp đôi trong khoảng thời gian từ năm 2022 đến năm 2025.

Tuy nhiên, các công nghệ thay thế sẽ hạn chế nhu cầu P<sub>4</sub> ngày càng tăng từ xe điện. Các nhà sản xuất có hai phương pháp sản xuất axit photphoric cần thiết cho LFP, một trong số đó không cần P<sub>4</sub> (xem Hình 12). Ngoài ra, nghiên cứu gần đây cho thấy LiPF<sub>6</sub> cuối cùng có thể được thay thế bằng lithium Bis(fluorosulfonyl)imide - LiFSI - về lâu dài và LiFSI không chứa photpho.

Hình 12: Chuỗi giá trị photpho toàn cầu và sản lượng năm 2022 tính theo tấn hàm lượng P



Nguồn: Ước tính của Vietcap (Các sản phẩm hiện tại của DGC được thể hiện trong đường nét đứt)

Các nhà sản xuất có hai phương pháp sản xuất axit photphoric cần thiết cho LFP (Hình 12). Phương pháp nhiệt phân sử dụng P<sub>4</sub> để sản xuất axit photphoric nhiệt (TPA). Phương pháp trích ly tạo ra axit photphoric ướt (WPA), không tinh khiết và do đó không phù hợp cho mục đích sử dụng.

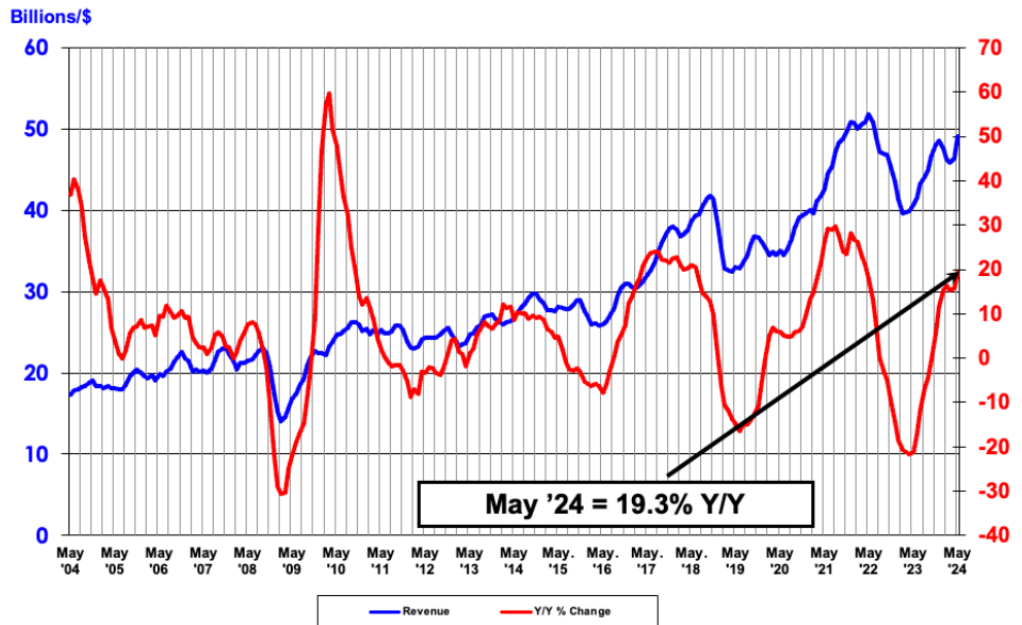
dụng công nghiệp. Tuy nhiên, WPA có thể được tinh lọc bằng cách sử dụng một công nghệ cũ nhưng phức tạp được gọi là “chiết xuất dung môi”. Phương pháp ướt này được ưa chuộng ở Trung Quốc do rẻ hơn - không tiêu thụ một lượng điện đáng kể như phương pháp nhiệt phân. Do đó, WPA tinh khiết đã hấp thụ nhu cầu P<sub>4</sub> từ ngành xe điện và có thể khiến giá P<sub>4</sub> không thể tăng trở lại mức đỉnh 7.000 USD/tấn, theo quan điểm của chúng tôi. Đáng chú ý, DGC chưa đủ năng lực sản xuất WPA tinh khiết.

**Việc đa dạng hóa nguồn cung toàn cầu ngoài Trung Quốc là điều quan trọng để DGC khai thác nhu cầu ngày càng tăng về pin xe điện.** DGC vẫn chưa bán sản phẩm cho lĩnh vực xe điện. Điều này chủ yếu do Trung Quốc đã duy trì vị thế vững chắc trên thị trường LFP. Tuy nhiên, do bằng sáng chế cho pin LFP hết hạn vào năm 2022, các nhà sản xuất hàng đầu thế giới đã bắt đầu thành lập cơ sở sản xuất của riêng họ. DGC đã phát triển LFP và đang tích cực marketing sản phẩm này đến các khách hàng tiềm năng. Ngoài ra, công ty còn có kế hoạch phát triển PCI3, một thành phần quan trọng của LiPF<sub>6</sub>. Do DGC hoạt động bên ngoài Trung Quốc, phần nào có thể tránh được sự cạnh tranh từ WPA tinh khiết, bằng chứng là hoạt động kinh doanh TPA hiện tại của công ty.

**DGC không có kế hoạch sản xuất pin xe điện vì công nghệ này nằm ngoài chuyên môn của công ty.** Mảng kinh doanh Ác quy Tia Sáng quy mô nhỏ chỉ sản xuất pin cho xe đạp điện, xe tay ga và xe golf. DGC đặt mục tiêu tham vọng nhằm mở rộng đáng kể mảng kinh doanh này và công ty đặt mục tiêu tăng doanh thu lên 1 nghìn tỷ đồng trong vài năm tới.

## Chất bán dẫn

Hình 10: Doanh số chất bán dẫn toàn cầu



Nguồn: Cơ quan Thống kê Thương mại Chất bán dẫn Thế giới

**Chúng tôi ước tính rằng 1/3 LNST năm 2023 của DGC đến từ lĩnh vực điện tử,** lĩnh vực chỉ chiếm khoảng 10% nhu cầu P<sub>4</sub> toàn cầu. DGC bán P<sub>4</sub> cho các nhà sản xuất hóa chất công nghệ cao Đông Á, những nhà sản xuất TPA cấp điện tử mà sau đó được các nhà sản xuất chip sử dụng để khắc mạch lên vật liệu bán dẫn. DGC đặt mục tiêu giảm sự phụ thuộc về doanh thu vào Ấn Độ từ 35%-40% hiện tại xuống 25% do nhu cầu cao hơn từ Đông Á và Mỹ. Khách hàng Ấn Độ chấp nhận giá P<sub>4</sub> thấp và sử dụng cho các ứng dụng phổ thông như hóa chất nông nghiệp.

**DGC sẽ được hưởng lợi bất kể các nhà sản xuất chip quyết định thành lập nhà máy tại Việt Nam hay không.** Quan điểm của chúng tôi cho rằng hoạt động R&D chip là khả thi hơn tại Việt Nam so với sản xuất chip. Tuy nhiên, DGC đã thiết lập được sự hiện diện thống lĩnh tại Đông Á (trừ Trung Quốc) trong thị trường P<sub>4</sub> và đang nhanh chóng thâm nhập vào thị trường Mỹ. Độ tinh khiết P<sub>4</sub> hàng đầu của công ty vượt qua tất cả các đối thủ cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu toàn

cầu. Độ tinh khiết nhất quán này rất quan trọng đối với sản xuất chất bán dẫn. Do đó, DGC sẵn sàng hưởng lợi từ việc tăng sản lượng chip của Mỹ và các nước đồng minh, bất kể vị trí đặt nhà máy.

Theo DGC và Hiệp hội Quốc tế về Thiết bị và Vật liệu Bán dẫn (SEMI), **WPA tinh khiết vẫn chưa đạt đến cấp độ bán dẫn**. Đây là lý do khiến DGC thống trị thị trường điện tử của Hàn Quốc, Nhật Bản và Đài Loan.

## Từ ngữ viết tắt

Từ viết tắt	Tên kỹ thuật	Tên thông thường	Công thức hóa học	Ứng dụng đáng chú ý
<b>PHOTPHO</b>				
DAP	Photphat		$(\text{NH}_4)_2\text{HPO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
DCP	Dicanxi photphat		$\text{CaHPO}_4$	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
LFP	Liti sắt photphat		$\text{LiFePO}_4$	Cực âm của pin EV
	Liti hexafluorophosphate		$\text{LiPF}_6$	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	$\text{H}_3\text{PO}_4$ ~61% trong $\text{P}_2\text{O}_5$	Chất bán dẫn, màn hình LCD, mạch điện
TPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp thực phẩm Axit photphoric cấp kỹ thuật Axit photphoric nhiệt	$\text{H}_3\text{PO}_4$ ~61% trong $\text{P}_2\text{O}_5$	Thuốc diệt cỏ, phụ gia nhựa
WPA	Axit photphoric	Axit photphoric trích ly	$\text{H}_3\text{PO}_4$	Thực phẩm và đồ uống, hoàn thiện kim loại, tinh chế đường, chất tẩy rửa
MGPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp phân bón Axit photphoric cấp thương mại	~50% trong $\text{P}_2\text{O}_5$	Sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Photpho	Photpho vàng Photpho trắng	$\text{P}_4$	Phân bón lỏng Sản xuất hợp chất photpho công nghiệp: axit thực phẩm, axit điện tử và khác
	Photpho tricolorua		$\text{PCl}_3$	Sản xuất thuốc trừ sâu, chất chống cháy, chất dẻo
SSP	Supelân đơn		$\text{CaH}_2\text{PO}_4$ , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$ , $\text{CaSO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
TSP	Axit sunfuric Supelân kép		$\text{H}_2\text{SO}_4$ $\text{CaH}_2\text{PO}_4$ , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$ , $\text{CaSO}_4$	Sản xuất phân bón Phân bón, phân bón đầu vào
<b>ETHANOL</b>				
	Ethanol	Cồn	$\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$	Thực phẩm, cồn y tế, xăng
<b>XÚT-CLO</b>				
	Canxi cacbonat	Đá vôi	$\text{CaCO}_3$	Sản xuất VLXD và nhựa
	Canxi hypoclorit	Bột tẩy	$\text{Ca}(\text{ClO})_2$	Tẩy trắng bột giấy, chất tẩy trắng
	Clorua		$\text{Cl}_2$	Sản xuất hợp chất clo Chất khử trùng
PAC	Axit clohydric Polyalumin clorua		$\text{HCl}$ $(\text{Al}_2(\text{OH})_n\text{Cl}_{6-n})_m$	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	$\text{C}_6\text{H}_5\text{SO}_2\text{NCINa}$ . $3\text{H}_2\text{O}$	Chất khử trùng
	Natri clorua	Muối công nghiệp	$\text{NaCl}$ >90% trong $\text{NaCl}$	Đầu vào điện phân xút-clo
	Natri hydroxit Natri hypoclorit & Natri clorua	Xút Thuốc tẩy Nước Javel	$\text{NaOH}$ $\text{NaClO}$ & $\text{NaCl}$	Giấy, dệt nhuộm, nhôm, xử lý nước... Tẩy rửa
<b>BOXIT-NHÔM</b>				
	Boxit			Đầu vào cho sản xuất alumina
	Alumina		$\text{Al}_2\text{O}_3$	Đầu vào cho sản xuất nhôm
	Nhôm		$\text{Al}$	Ô tô, năng lượng, lon nước giải khát

Nguồn: Vietcap tổng hợp

## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>9.748</b>	<b>10.757</b>	<b>15.036</b>	<b>18.940</b>
Giá vốn hàng bán	-6.293	-7.030	-9.483	-12.004
Lợi nhuận gộp	<b>3.455</b>	<b>3.727</b>	<b>5.554</b>	<b>6.936</b>
Chi phí bán hàng	-436	-514	-581	-689
Chi phí quản lí DN	-161	-171	-231	-279
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>2.858</b>	<b>3.042</b>	<b>4.742</b>	<b>5.969</b>
Thu nhập tài chính	743	793	747	903
Chi phí tài chính	-102	-80	-105	-136
Trong đó, chi phí lãi vay	-32	-44	-57	-75
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-1	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3.497</b>	<b>3.756</b>	<b>5.384</b>	<b>6.735</b>
Thuế TNDN	-247	-300	-388	-538
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>3.250</b>	<b>3.455</b>	<b>4.996</b>	<b>6.198</b>
Lợi tức thiểu số	-142	-142	-180	-211
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>3.109</b>	<b>3.313</b>	<b>4.817</b>	<b>5.987</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>3.109</b>	<b>3.313</b>	<b>4.817</b>	<b>5.658</b>
EBITDA	3.210	3.402	5.214	6.533
EPS báo cáo, VND	7.694	8.201	11.921	14.818
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	7.694	8.201	11.921	13.952
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	7.694	8.201	11.921	13.952
DPS, VND	2.500	2.600	3.800	4.700
DPS/EPS (%)	32%	32%	32%	32%

<sup>(1)</sup> Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-32,5%	10,3%	39,8%	26,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-52,3%	6,5%	55,9%	25,9%
Tăng trưởng LNTT	-45,1%	7,4%	43,4%	25,1%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh*	-45,1%	6,6%	45,4%	17,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	35,4%	34,6%	36,9%	36,6%
Biên LN từ HĐKD	29,3%	28,3%	31,5%	31,5%
Biên EBITDA	32,9%	31,6%	34,7%	34,5%
Biên LN ròng	31,9%	30,8%	32,0%	31,6%
ROE	27,2%	25,3%	30,5%	30,9%
ROA	21,6%	20,6%	25,7%	25,8%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	51,4	49,1	46,9	48,2
Số ngày phải thu	36,4	41,7	38,6	40,4
Số ngày phải trả	12,7	10,2	9,3	9,6
TG luân chuyển tiền	75,1	80,6	76,2	78,9
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	3,6	5,1	4,9	5,1
CS thanh toán nhanh	3,3	4,7	4,4	4,6
CS thanh toán tiến mặt	3,0	4	4	4,1
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	-0,6	-0,6	-0,7
Khả năng thanh toán lãi vay	90,3	68,7	82,6	79,3

Nguồn: DGC, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	1.061	110	2.148	5.465
Đầu tư TC ngắn hạn	9.342	10.000	11.000	12.000
Các khoản phải thu	1.130	1.326	1.854	2.335
Hàng tồn kho	855	1.037	1.399	1.771
TS ngắn hạn khác	79	74	103	130
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>12.466</b>	<b>12.547</b>	<b>16.505</b>	<b>21.701</b>
TS dài hạn (gộp)	4.838	6.726	7.331	7.464
- Khấu hao lũy kế	-2.513	-2.873	-3.345	-3.910
TS dài hạn (ròng)	2.325	3.853	3.986	3.554
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	700	217	303	382
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.025</b>	<b>4.070</b>	<b>4.289</b>	<b>3.936</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>15.492</b>	<b>16.617</b>	<b>20.794</b>	<b>25.637</b>
Phải trả ngắn hạn	190	212	289	363
Nợ ngắn hạn	1.328	1.380	1.901	2.401
Nợ ngắn hạn khác	1.974	861	1.203	1.515
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.492</b>	<b>2.453</b>	<b>3.393</b>	<b>4.280</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.493</b>	<b>2.453</b>	<b>3.394</b>	<b>4.280</b>
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	5.887	8.052	11.289	15.245
Vốn khác	527	527	527	527
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.999</b>	<b>14.164</b>	<b>17.401</b>	<b>21.357</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>15.492</b>	<b>16.617</b>	<b>20.794</b>	<b>25.637</b>
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)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.536</b>	<b>1.061</b>	<b>110</b>	<b>2.148</b>
Lợi nhuận sau thuế	3.109	3.313	4.817	5.987
Khấu hao	352	360	472	565
Thay đổi vốn lưu động	-123	-1.466	-499	-493
Điều chỉnh khác	-1.527	284	-375	-438
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.812</b>	<b>2.492</b>	<b>4.414</b>	<b>5.620</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-253	-1.888	-605	-133
Đầu tư	-1.244	-658	-1.000	-1.000
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-1.498</b>	<b>-2.546</b>	<b>-1.605</b>	<b>-1.133</b>
Cổ tức đã trả	-1.617	-949	-1.291	-1.671
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	860	52	521	500
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-32	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-789</b>	<b>-897</b>	<b>-770</b>	<b>-1.171</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-475</b>	<b>-951</b>	<b>2.039</b>	<b>3.316</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.061</b>	<b>110</b>	<b>2.148</b>	<b>5.465</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 đối với các 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**  
Giám đốc điều hành, ext 105  
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Phó Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng,**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

**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, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
Giám đốc điều hành  
Khối môi giới và Giao dịch Chứng  
khoán - Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
Giám đốc điều hành  
Khối Môi giới trong nước  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

**Nguyễn Quốc Dũng,**  
Giám đốc  
Giao dịch Chứng khoán -  
Khách hàng tổ chức  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@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.