Yuanta Research

Báo cáo lần đầu

Việt Nam: Ngành Hóa Chất | **10 February 2025**

DGC

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm	**+19,5%**
Đóng cửa:	**09/01/2025**
Giá hiện tại:	**112.200 đồng**
Giá mục tiêu 12T:	**134.074 đồng**

Tiêu điểm

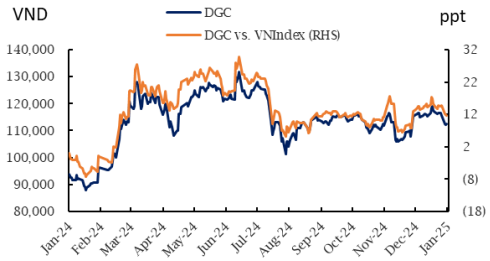
- **Một cổ phiếu công nghệ khác niêm yết trên HOSE? Phốt pho vàng (P4) là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn và cũng là động lực tăng trưởng chính của DGC.**
- **Ngành công nghiệp P4 của Việt Nam đang ở vị thế thuận lợi để cung cấp cho các nhà sản xuất chất bán dẫn tại châu Á (ngoài Trung Quốc).**
- **Dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV) sẽ giúp đa dạng hóa doanh thu trong dài hạn.**
- **Doanh thu tăng nhẹ trong 2024 (+4% YoY) nhưng sẽ phục hồi mạnh vào 2025 (+23% YoY)**
- **...thúc đẩy tăng trưởng LNST cổ đông công ty mẹ (PATMI) năm 2025 lên +27% YoY.**

Quan điểm

- **Nhu cầu P4 từ ngành bán dẫn dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu +16% CAGR cho DGC trong giai đoạn 2024-2028E.**
- **Rủi ro tập trung doanh thu vào quặng apatit và các sản phẩm P4 sẽ giảm khi dự án CAV đi vào hoạt động từ Q2/2026.**
- **Tiềm năng tăng giá từ kế hoạch pin lithium, dự án bauxite/nhôm, và dự án bất động sản.**
- **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu với giá mục tiêu 134.074 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là +22%.**

Tổng quan doanh nghiệp: CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác và chế biến quặng apatit thành các sản phẩm giá trị gia tăng như phốt pho vàng (P4) – nguyên liệu quan trọng cho ngành bán dẫn. P4 chiếm 38% doanh thu năm 2023 và khoảng 45% dự phóng doanh thu giai đoạn 2024-2030E của chúng tôi. DGC sở hữu công suất sản xuất P4 ở mức 69.800 tấn/năm, tương ứng khoảng 43% công suất của cả nước, và các nhà sản xuất Việt Nam hiện đang ở vị thế thuận lợi trong việc cung ứng cho các nhà sản xuất chất bán dẫn tại châu Á (ngoài Trung Quốc) trong thời gian tới. Các sản phẩm khác gồm H3PO4 85% (chiếm 22% doanh thu 2023) và axit photphoric trích ly (13%). Công ty hiện do gia đình Chủ tịch nắm giữ khoảng 40% cổ phần.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	**1.776 triệu USD**
GTGD BQ 6T	**9,1 triệu USD**
SLCP đang lưu hành	**379,8 triệu CP**
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	**60%**
Sở hữu nước ngoài	**18,1%**
Cổ đông lớn	**31,0%**
Nợ ròng / VCSH (x)	**1,3**
P/E 2025E (x)	**11,3**
P/B 2025E (x)	**3,1**
Sàn giao dịch	**HOSE**
Room ngoại còn lại	**30,9%**

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2023A	2024E	2025F	2026F
Doanh thu	9.748	10.148	12.530	15.594
Lợi nhuận HĐ	3.487	3.553	4.513	5.772
Lợi nhuận ròng	3.100	3.158	4.006	5.120
EPS (đồng)	7.673	7.816	9.916	12.672
Tăng/giảm EPS		1,9%	26,9%	27,8%
P/E (x)	14,6	14,4	11,3	8,9
ROE (%)	27,1	24,3	27,2	30,0
Tỷ suất cổ tức	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
DPS (đồng)	3.000	3.000	3.000	3.000

Nguồn: DGC, Fiinpro-X, Bloomberg,Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Ngân Hoài An

+84 28 3622 6868 ext 3958

An.nguyen@yuanta.com.vn

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)

Triển vọng tươi sáng về nhu cầu phốt pho vàng

P4 là động lực tăng trưởng dài hạn chính của DGC, chiếm 45% doanh thu dự phóng 2024-2030E (+14,1% CAGR). Đây là nguyên liệu chính để sản xuất axit photphoric nhiệt phân, thành phần thiết yếu trong quá trình sản xuất chất bán dẫn. DGC đang ở vị thế thuận lợi trong việc cung ứng P4 cho các nhà sản xuất chất bán dẫn tại châu Á (ngoài Trung Quốc). Do đó, chúng tôi xem cổ phiếu này chủ yếu như một cơ hội đầu tư gián tiếp vào ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu.

Dự án Chlor-Alkali-Vinyl sẽ giúp giảm rủi ro tập trung sản phẩm. Dự án dự kiến khởi công vào tháng 2 và vận hành thương mại vào Q2/2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đạt 70% công suất thiết kế vào năm 2026E và 100% vào năm 2028E.

Doanh thu dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là +16,5% trong giai đoạn 2023-2027E, với P4 là động lực chính. Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng +23% YoY trong năm 2025E, sau mức tăng nhẹ +4% YoY trong năm 2024E.

LNST cổ đông công ty mẹ (PATMI) dự kiến tăng mạnh +27% YoY vào năm 2025, sau mức tăng trưởng khiêm tốn +2% YoY trong năm 2024E. Chúng tôi dự báo ROE đạt 24,3% trong năm 2024E và 27,2% vào năm 2025E, cao hơn đáng kể so với mức trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực (12,1% năm 2024 và 13,3% năm 2025), phản ánh lợi thế đến từ giá vốn hàng bán thấp và vị thế cạnh tranh trong chuỗi giá trị của DGC.

Tiềm năng tăng giá từ 1) pin lithium, 2) dự án bất động sản tiềm năng, và 3) (trong rất dài hạn) bauxite/nhôm. Pin lithium chiếm khoảng 1-2% doanh thu giai đoạn 2024-2030E trong mô hình định giá của chúng tôi, trong khi hai mảng còn lại chưa được đưa vào định giá, tạo ra tiềm năng tăng giá.

Yuanta vs. các bên: Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng với giá bán bình quân (ASPs) và giá vốn hàng bán (COGS) trong ngắn hạn, do chi phí điện và lưu huỳnh dự kiến vẫn ở mức cao trong giai đoạn 2025-2026E. Tuy nhiên, giá trị hợp lý mà chúng tôi ước tính vẫn cao hơn 3% so với mức trung vị của các bên, phản ánh quan điểm lạc quan hơn trong dài hạn của chúng tôi về ngành bán dẫn.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu với giá mục tiêu dựa trên mô hình DCF là 134.074 đồng/ cổ phiếu, tương ứng mức sinh lời trong 12 tháng là +22%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với hệ số P/E 2025E là 13,5x (PEG 0,5x) và P/E 2026E là 10,6x (PEG 0,4x).

Mục lục

Tóm tắt báo cáo

Phốt pho vàng (P4) được xem là động lực tăng trưởng cốt lõi của DGC, theo quan điểm của chúng tôi.

Chúng tôi khuyến nghị MUA lần đầu đối với cổ phiếu DGC.

Một cổ phiếu "công nghệ" khác trên sàn HOSE. Quan điểm tích cực của chúng tôi chủ yếu dựa trên mảng kinh doanh cốt lõi phốt pho vàng (P4) của DGC, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong vài năm tới. P4 là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn, do đó, chúng tôi xem cổ phiếu này chủ yếu như một cơ hội đầu tư gián tiếp vào ngành công nghệ toàn cầu.

Giai đoạn tăng trưởng vàng trong nhiều năm cho các nhà cung cấp P4 tại Việt Nam. Đáng chú ý, sự thành công của DGC trong ngành này không phụ thuộc vào việc Việt Nam trở cường quốc sản xuất chất bán dẫn, một mục tiêu đáng khen ngợi nhưng khó đạt được trong thập kỷ tới. Điều này không phải là một hạn chế đối với DGC, vì công ty chủ yếu xuất khẩu P4 sang Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và Ấn Độ.

Việt Nam đã nổi lên như một nhà cung cấp P4 chủ chốt, đặc biệt là cho khu vực châu Á (trừ Trung Quốc), do các nhà sản xuất Trung Quốc gần như không còn xuất khẩu sản phẩm này và sản lượng tại Mỹ chủ yếu được tiêu thụ nội địa.

Quan điểm của Yuanta về ngành bán dẫn toàn cầu. Nhóm nghiên cứu bán dẫn toàn cầu của Yuanta, dẫn đầu bởi chuyên viên phân tích Jorge Chang, kỳ vọng ngành bán dẫn sẽ tăng trưởng +14% vào năm 2025 nhờ sự phục hồi nhu cầu trong nửa cuối năm. Sự phục hồi này dự kiến sẽ diễn ra trên diện rộng, được dẫn dắt bởi nhu cầu đối với các máy chủ trí tuệ nhân tạo và ứng dụng mạng. Vui lòng xem chi tiết trong trong báo cáo "Triển vọng ngành bán dẫn năm 2025".

Hóa chất nông nghiệp & phân bón là hai mảng kinh doanh cốt lõi khác.

Nông nghiệp là một thị trường kinh doanh cốt lõi khác. Apatit là nguyên liệu đầu vào quan trọng để sản xuất axit photphoric trích ly (WPA), sau đó được dùng để sản xuất các loại phân bón như MAP, DAP và NPK, đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện độ phì nhiêu của đất và năng suất cây trồng. Do đó, DGC là nhà cung cấp các hóa chất đầu vào quan trọng cho nông nghiệp và phân bón công nghiệp.

Doanh thu từ các sản phẩm nông nghiệp chiếm phần lớn trong dự báo doanh thu còn lại của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cũng tính đến mức đóng góp 6-7% vào doanh thu giai đoạn 2027-2030E từ dự án CAV trong tương lai, với việc xây dựng dự kiến bắt đầu vào tháng 2/2025 và vận hành thương mại từ năm 2026.

Tiềm năng tăng giá từ pin, dự án bất động sản, và (trong rất dài hạn) bauxite/nhôm

Pin: Việc DGC mua lại 51% cổ phần của một nhà sản xuất pin vào năm 2023 đã mở ra tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Tuy nhiên, do thông tin hạn chế, chúng tôi ước tính mảng kinh doanh pin của DGC chỉ chiếm 1-2% trong dự báo doanh thu giai đoạn 2024-2030E của chúng tôi, tạo ra tiềm năng tăng giá nếu mảng kinh doanh này phát triển nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi và DGC thành công trong việc thương mại hóa pin lithium.

Dự án bất động sản. DGC có kế hoạch tái phát triển nhà máy công nghiệp cũ tại Hà Nội thành khu dân cư, nhưng kế hoạch này vẫn đang chờ các phê duyệt hành chính. Tuy không phải mảng kinh doanh cốt lõi, dự án này có thể mang lại khoản lợi nhuận một lần và giúp tăng giá cổ phiếu. Tuy nhiên, vì chưa biết khi nào hoặc liệu các phê duyệt có được thông qua hay không, chúng tôi chưa đưa dự án này vào định giá.

Sản xuất bauxite/nhôm. Đây là một kế hoạch rất dài hạn (và có thể nhạy cảm về mặt chính trị), cần khoảng 4 năm chuẩn bị trước khi đi vào vận hành thương mại *sau khi* có đủ các phê duyệt cần thiết (và thời gian nhận phê duyệt rất khó dự báo). Do đó, chúng tôi cũng chưa đưa mảng kinh doanh này vào mô hình định giá.

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) chuyên sản xuất phốt pho vàng (P4) và các dẫn xuất phốt pho phục vụ nhiều ngành công nghiệp như sản xuất bán dẫn và nông nghiệp. DGC là nhà sản xuất P4 lớn nhất tại Việt Nam.

Công ty có sự tích hợp tốt trong toàn bộ chuỗi giá trị, bao gồm khai thác và mua quặng apatit, sau đó sản xuất các sản phẩm hạ nguồn thông qua hai quy trình chính:

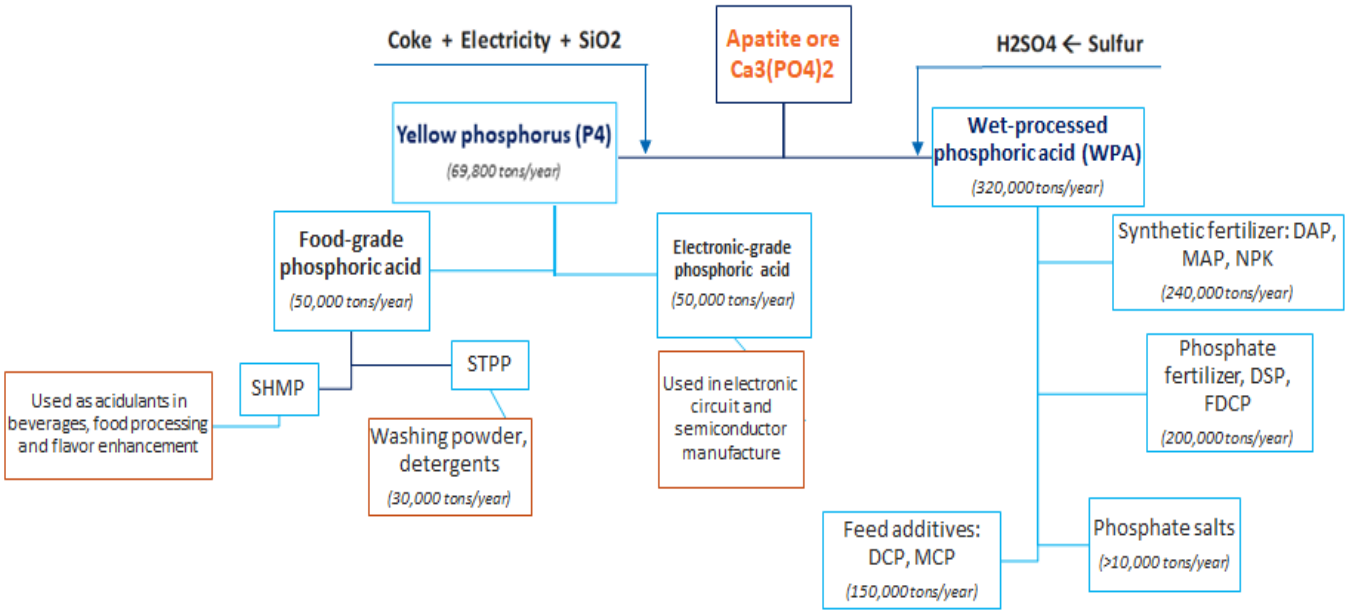
- **Quy trình nhiệt:** DGC sử dụng lò điện để nung quặng apatit cùng các nguyên liệu khác như than cốc và thạch anh (chứa SiO2) để sản xuất phốt pho vàng (P4). Quy trình này tiêu tốn nhiều năng lượng, với chi phí điện chiếm khoảng 30% giá vốn hàng bán (COGS).

  Quy trình nhiệt – và việc tiêu thụ điện năng cao – là cần thiết để sản xuất các nguyên vật liệu có độ tinh khiết cao, phù hợp với các ứng dụng công nghiệp, đặc biệt là trong sản xuất chất bán dẫn.

- **Quy trình ướt:** DGC sử dụng axit sulfuric (H2SO4) để phân hủy quặng apatit thông qua phương pháp trích ly từ đó tạo ra axit photphoric trích ly (WPA). Chi phí axit sulfuric chiếm khoảng 10% giá vốn hàng bán (COGS).

  Quy trình ướt tạo ra các sản phẩm có độ tinh khiết thấp hơn, chủ yếu phù hợp cho các ứng dụng nông nghiệp.

Biểu đồ 1: Chuỗi giá trị của DGC

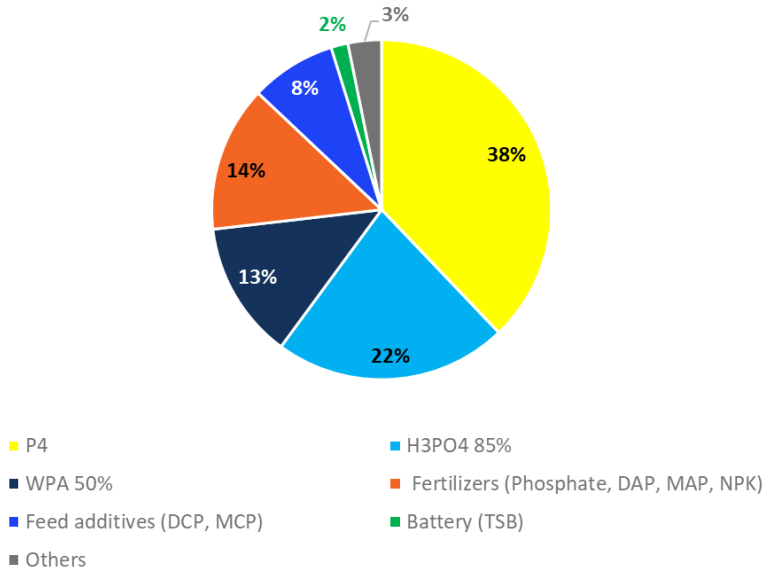


Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Năm 2023, các sản phẩm từ quy trình nhiệt chiếm 62% doanh thu của DGC, bao gồm các sản phẩm chính như P4 (38%), H3PO4 (22%), và chất tẩy rửa (1%).

Trong khi đó, các sản phẩm từ quy trình ướt chiếm 34% doanh thu, với các sản phẩm chính là WPA (13%), phân bón (14%), và phụ gia thức ăn chăn nuôi (8%).

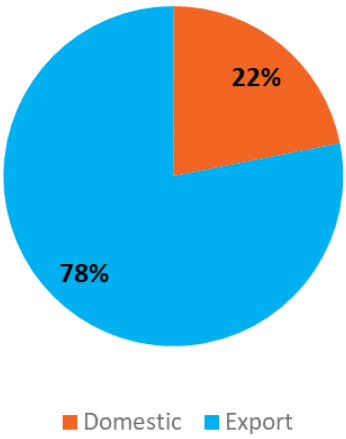
Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2023



Nguồn: BCTN 2023 của DGC, Yuanta Việt Nam

Doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu. Xuất khẩu chiếm 78% tổng doanh thu năm 2023 của DGC, với các thị trường chính bao gồm Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan, EU và Hoa Kỳ. Như đã đề cập ở trên, quan điểm tích cực của chúng tôi về DGC trong những năm tới không phụ thuộc vào việc Việt Nam trở thành cường quốc sản xuất chất bán dẫn.

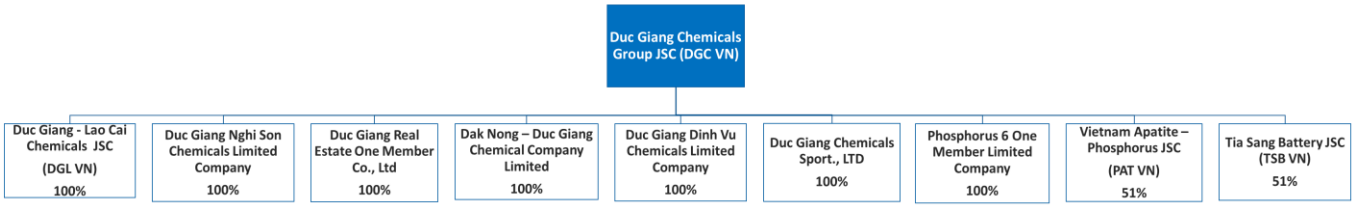
Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường năm 2023



Nguồn: BCTN 2023 của DGC, Yuanta Việt Nam

Hệ sinh thái của DGC bao gồm 9 công ty con.

Biểu đồ 4: Hệ sinh thái của DGC

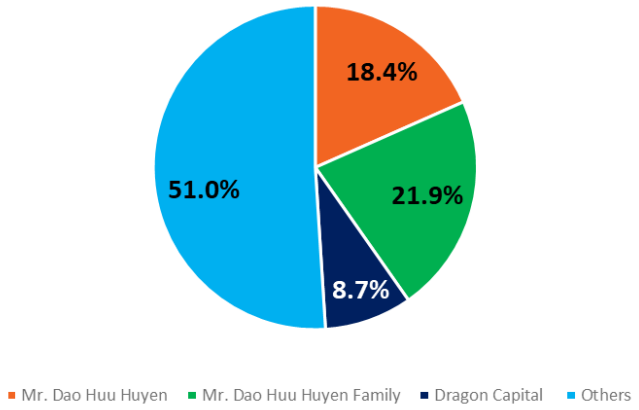


Nguồn: Fiinpro-X (Dữ liệu tại ngày 09/01, 2025), Yuanta Việt Nam

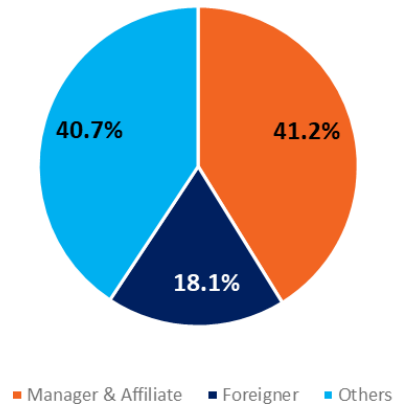
Cơ cấu cổ đông – Công ty gia đình. Xét theo nhà đầu tư, nhóm cổ đông lớn nhất của công ty là ông Đào Hữu Huyền, Chủ tịch HĐQT, và gia đình, nắm giữ khoảng 40,3% số cổ phiếu đang lưu hành.

Xét theo nhóm nhà đầu tư, các cổ đông nước ngoài hiện đang nắm giữ tổng cộng 18% cổ phần của công ty.

Biểu đồ 5: Cơ cấu sở hữu theo nhà đầu tư



Biểu đồ 6: Cơ cấu sở hữu theo nhóm nhà đầu tư



Nguồn: Fiinpro-X, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 09/01, 2025)

Chính sách cổ tức. Năm 2024, DGC đã trả cổ tức tiền mặt 3.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất cổ tức 2,7% (dựa trên giá đóng cửa ngày 09/01/2025) và tỷ lệ chi trả ước tính là 38,4% cho cả năm.

Công ty đã duy trì mức cổ tức tiền mặt cao từ 1.000–4.000 đồng /cổ phiếu trong suốt sáu năm qua, và chúng tôi dự báo mức chi trả cổ tức 3.000 đồng/cổ phiếu sẽ vẫn tiếp tục trong năm 2025, tương ứng tỷ lệ chi trả ước tính là 30,2%.

Bảng 1: Chính sách chi trả cổ tức qua các năm của DGC

Year	Cash dividend	Stock dividend	Payout Ratio	Dividend yield (Base on close price as at Jan 09)
2019	1st: VND1,000/share (10%) 2nd: VND500/share (5%)	100:15 (15%)	36.3%	1.3%
2020	VND1,500/share (15%)	20:3 (15%)	26.2%	1.3%
2021	VND1,000/share (10%)	100:117 (117%)	16.9%	0.9%
2022	1st: VND3,000/share (30%) 2nd: VND1,000/share (10%)	- -	29.0%	3.6%
2023	VND3,000/share (30%)	-	39.1%	2.7%
2024	VND3,000/share (30%)	-	38.4% (estimate)	2.7%
2025F	VND3,000/share (30%)	-	30.3% (estimate)	2.7%

Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Lợi thế cạnh tranh:

1) Lợi thế chi phí: Tự chủ quặng apatit, nguyên liệu chính để sản xuất phốt pho vàng. DGC tự chủ khoảng 81% nhu cầu quặng apatit (khoảng 1,6 triệu tấn/năm) từ hai khai trường sau:

- Khai trường 25, khai thác từ tháng 3/2021, có tổng công suất khai thác được cấp phép là 3,7 triệu tấn trong vòng 6 năm, tương đương khoảng 617.000 tấn/năm.
- Khai trường 19b, khai thác từ đầu năm 2023, có tổng công suất khai thác được cấp phép là 5,1 triệu tấn trong vòng 5 năm, tương đương khoảng 1 triệu tấn/năm.

Chúng tôi ước tính việc tự chủ nguyên liệu này giúp DGC tiết kiệm ít nhất 24% chi phí quặng apatit so với việc mua từ các nguồn bên ngoài.

Ngoài ra, công ty đang nâng cấp hoạt động khai thác bằng cách mở rộng Khai trường 25 thêm 11ha, dự kiến bắt đầu Khai thác vào năm 2025. Thêm vào đó, DGC đã nộp đơn xin gia hạn giấy phép khai thác Khai trường 25 thêm 5 năm do trữ lượng apatit lớn hơn dự kiến.

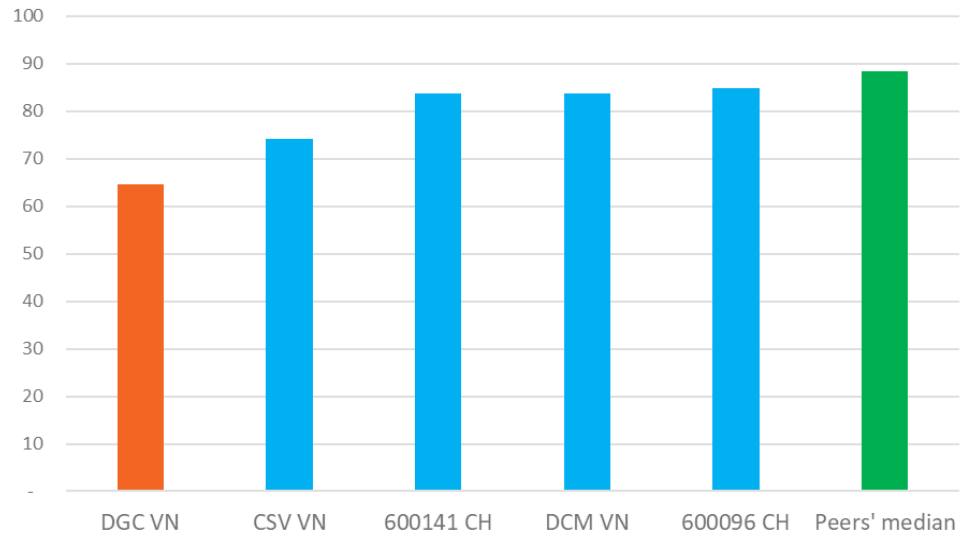
Lợi thế chi phí 2): Công nghệ độc quyền. Ban lãnh đạo DGC cho biết họ là công ty duy nhất trên thế giới có khả năng sản xuất P4 từ quặng apatit dạng bột nhờ công nghệ độc quyền do một kỹ sư của DGC phát triển, người hiện đang giữ vị trí quản lý cấp cao.

Theo hiểu biết của chúng tôi, các đối thủ cạnh tranh toàn cầu thường sản xuất P4 từ quặng apatit dạng cục. Điều này là do quặng dạng bột có kích thước không đồng nhất và các đặc tính khác nhau gây ra nhiều thách thức lớn trong quá trình sản xuất.

Quặng apatit dạng bột loại 1[1] rẻ hơn 46% so với quặng apatit dạng cục theo giá thị trường hiện tại. Chúng tôi ước tính rằng công nghệ độc quyền của DGC giúp giảm giá vốn hàng bán (COGS) khoảng 14%, do quặng apatit chiếm khoảng 30% COGS của công ty.

DGC có tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thấp nhất trong số các công ty hóa chất tại Việt Nam và khu vực.

Biểu đồ 7: Top 5 công ty hóa chất có tỷ lệ COGS/doanh thu thấp nhất khu vực

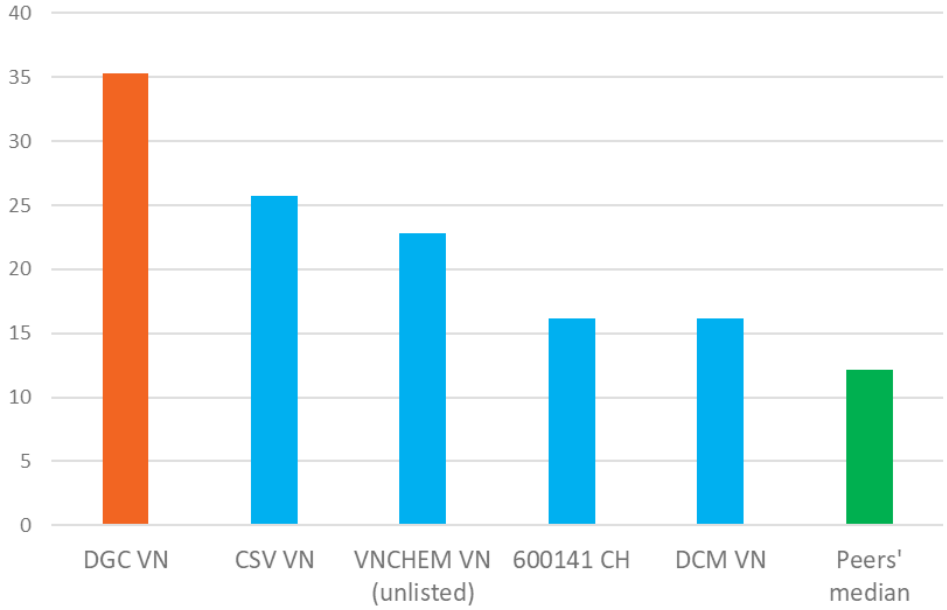


Nguồn: Fiinpro-X, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 09/01, 2025)

Biên lợi nhuận gộp cao nhất trong ngành. Các lợi thế cạnh tranh đã giúp DGC dẫn đầu về hiệu quả kinh doanh so với các đối thủ tại Việt Nam.

Năm 2023, công ty đạt biên lợi nhuận gộp (GPM) là 35,3%, cao nhất trong số các công ty hóa chất trong khu vực.

Biểu đồ 8: Top 5 công ty hóa chất có biên lợi gộp cao nhất khu vực năm 2023 (%)



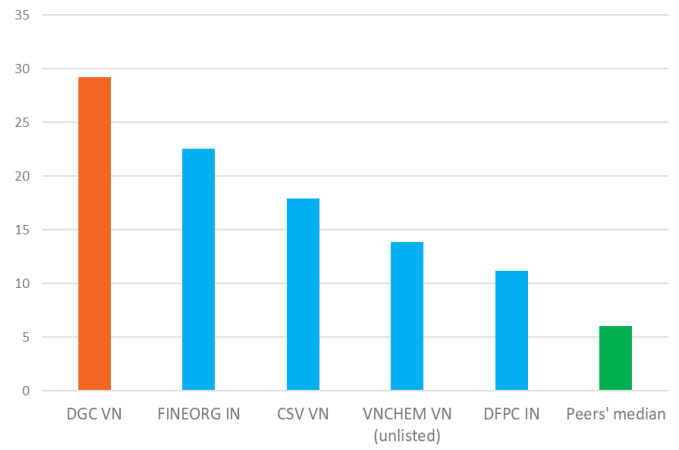
Nguồn: Fiinpro-X, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

[1] **Quặng apatit thường được phân loại dựa trên hàm lượng P2O5,** với hàm lượng P2O5 cao hơn cho thấy độ tinh khiết cao hơn và phù hợp hơn cho sản xuất P4. Các phân loại bao gồm:

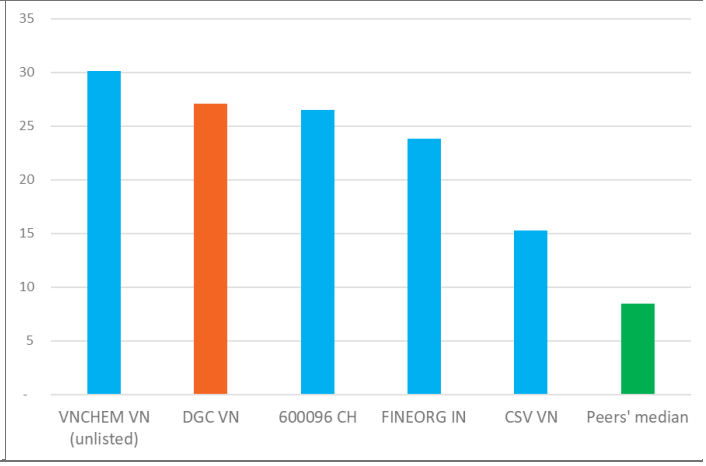
- **Loại 1: P2O5 > 30%, lý tưởng để sản xuất P4**
- **Loại 2: 22% ≤ P2O5 ≤ 30%.**
- **Loại 3: 18% ≤ P2O5 < 22%.**
- **Loại 4: P2O5 < 18%, ít được sử dụng trong sản xuất phốt pho.**

Ngoài ra, năm 2023, khả năng sinh lời của DGC thuộc nhóm cao nhất trong số các công ty hóa chất niêm yết trong khu vực, xét theo biên lợi nhuận hoạt động (OPM) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Biểu đồ 9: Top 5 công ty hóa chất khu vực theo OPM năm 2023…



Biểu đồ 10: … và theo ROE năm 2023 (%).



Nguồn: Fiinpro-X, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

P4 - Động lực tăng trưởng chính trong tương lai. P4 hiện là sản phẩm mang lại doanh thu cao nhất cho DGC, và chúng tôi kỳ vọng đây sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng thu nhập chính nhờ nhu cầu mạnh mẽ và cơ hội trong ngành công nghiệp bán dẫn, như được trình bày bên dưới.

Triển vọng tươi sáng cho ngành P4 Việt Nam

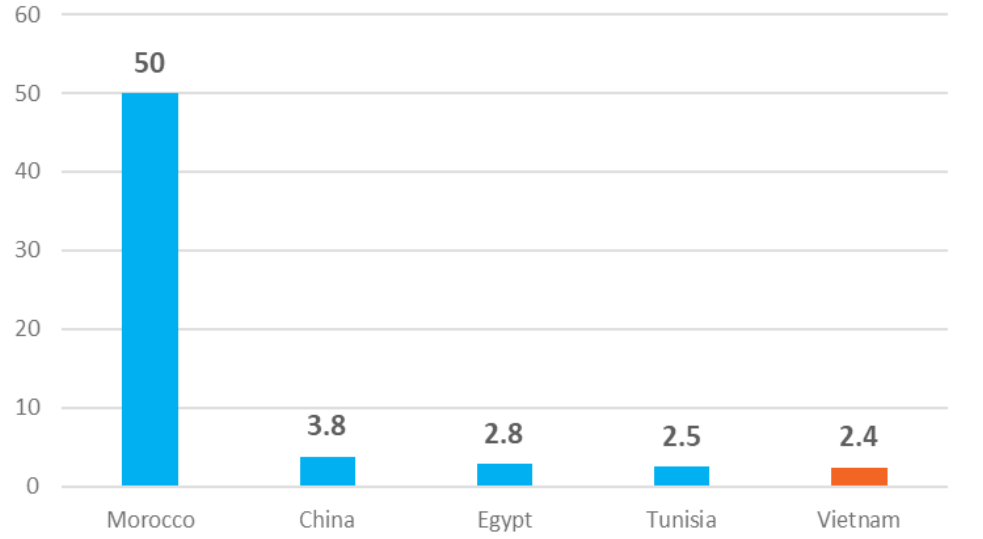
Ngành công nghiệp phốt pho vàng (P4) của Việt Nam đang được hưởng lợi nhờ các lợi thế về địa chất, năng lực sản xuất và những hạn chế từ thị trường cũng như địa chính trị đối với các nhà cung cấp toàn cầu khác.

Trong phần này, chúng tôi sẽ trình bày các yếu tố đóng góp vào triển vọng đầy hứa hẹn của ngành P4 Việt Nam và vị thế của DGC trên thị trường trong nước lẫn quốc tế.

Vị trí chiến lược của Việt Nam trên bản đồ Apatit toàn cầu.

Việt Nam xếp thứ 5 toàn cầu về trữ lượng quặng apatit… với tổng 2,4 tỷ tấn tại 17 mỏ đã được phát hiện (Nguồn: Tổng cục Địa chất Việt Nam). Apatit là nguyên liệu chính để sản xuất P4 và WPA.

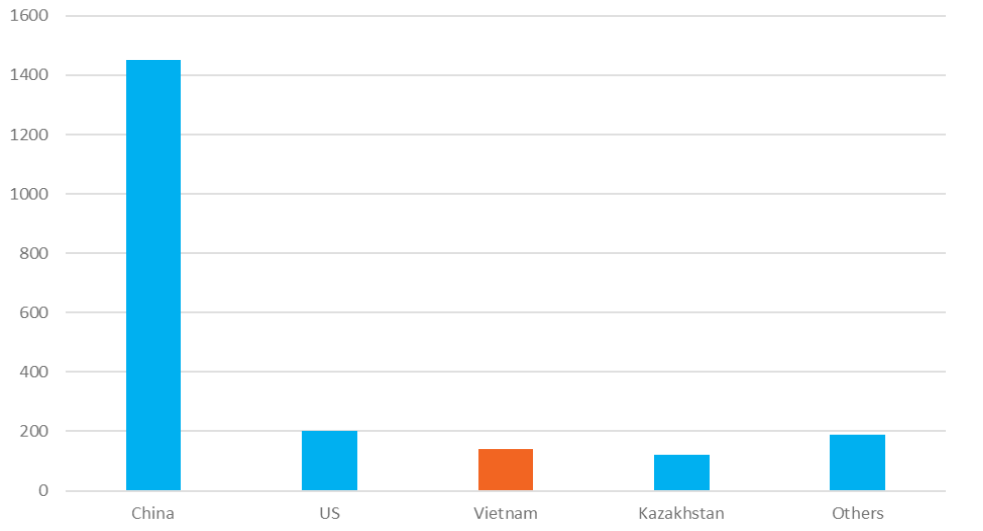
Biểu đồ 11: Top 5 quốc gia có trữ lượng quặng apatit lớn nhất (tỷ tấn)



Nguồn: USGS, Tổng cục Địa chất Việt Nam, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tính đến ngày 09/01/2025)

…và đứng thứ 3 toàn cầu về năng lực sản xuất quặng apatit. Việt Nam chiếm 7% sản lượng toàn cầu, chỉ xếp sau Trung Quốc[2] (69%) và Hoa Kỳ (10%).

Biểu đồ 12: Top 5 quốc gia có năng lực sản xuất quặng apatit lớn nhất (tỷ tấn)



Nguồn: Statista, HDIN Research, echemi.com, Yuanta Việt Nam

[2] **Lịch sử cho thấy giá P4 toàn cầu phụ thuộc nhiều vào thị trường Trung Quốc.** Trung Quốc là nhà sản xuất P4 lớn nhất thế giới, và phân tích dữ liệu của chúng tôi cho thấy hệ số tương quan lịch sử giữa giá P4 của Trung Quốc và giá P4 toàn cầu đạt mức 0.8. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, Trung Quốc hầu như đã ngừng xuất khẩu sản phẩm này và chủ yếu sản xuất phục vụ nhu cầu trong nước. Vì vậy, xu hướng giá tương lai tại Trung Quốc có thể không còn tác động ngay lập tức và trực tiếp đến giá toàn cầu như trước đây.

Lợi thế địa chất của Việt Nam

Ảnh hưởng của phân loại và độ tinh khiết quặng đến sản xuất và ứng dụng. Phân loại quặng quyết định hiệu suất sản xuất, trong khi các tạp chất ảnh hưởng đến ứng dụng hóa học. Phân bón yêu cầu độ tinh khiết tương đối thấp; trong khi đó, điện tử, công nghiệp và thực phẩm yêu cầu độ tinh khiết cao hơn.

Quặng apatit ở Lào Cai có chất lượng rất cao. Quặng apatit từ Lào Cai (nơi chiếm gần như toàn bộ trữ lượng apatit của Việt Nam, bao gồm hai mỏ của DGC) có hàm lượng nguyên tố phóng xạ và tạp chất như đất hiếm và vanadi rất thấp.

Theo Vinachem, hàm lượng đồng vị phóng xạ tự nhiên của quặng apatit Lào Cai chỉ bằng 6% so với quặng apatit của Morocco (quốc gia có trữ lượng lớn nhất) và bằng 4% so với Hoa Kỳ (nhà sản xuất lớn thứ hai thế giới).

Nhờ đó, quặng apatit Lào Cai là lựa chọn lý tưởng để sản xuất các sản phẩm giá trị cao và có lợi thế chất lượng vượt trội so với các đối thủ toàn cầu.

Sự thống trị của Việt Nam trong xuất khẩu P4

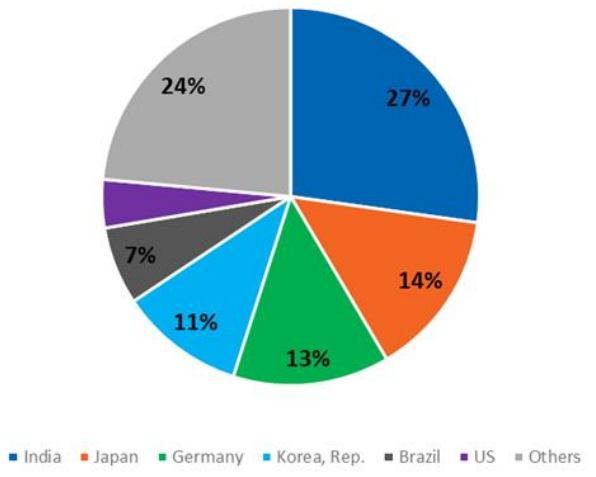
Việt Nam đã thiết lập vị thế thống trị trong xuất khẩu P4 toàn cầu, đặc biệt là tại châu Á. Xét về năng lực sản xuất, Việt Nam đứng thứ ba trên thế giới, sau Trung Quốc và Hoa Kỳ. Tuy nhiên, Hoa Kỳ chủ yếu sử dụng P4 để sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn; còn Trung Quốc gần như đã ngừng xuất khẩu P4 từ năm 2018 do lo ngại về ô nhiễm môi trường và thiếu hụt nguồn cung nội địa.

Bên cạnh đó, cùng với các lợi thế từ 1) giá điện thấp (giá điện trung bình 7,5 cent/kWh, thấp hơn khoảng 41% so với trung bình toàn cầu), và 2) thuế xuất khẩu thấp (5% so với mức trung bình toàn cầu 10%).

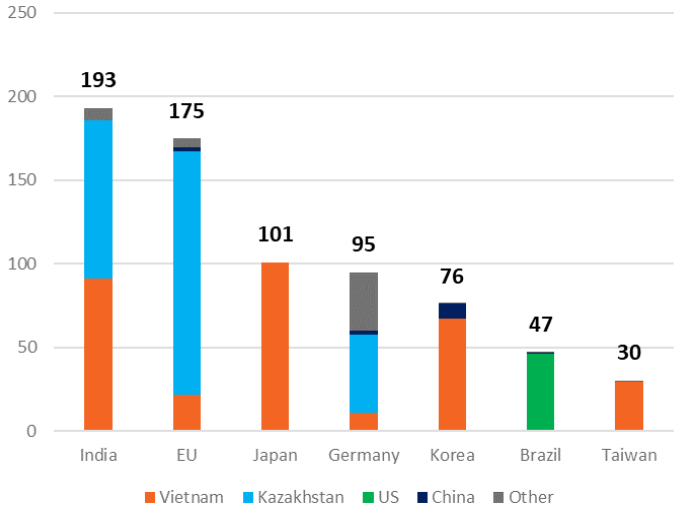
Kết quả là, Việt Nam đã trở thành nhà xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới, chiếm 48% giá trị xuất khẩu toàn cầu năm 2023.

Đáng chú ý, P4 sản xuất tại Việt Nam chiếm 100% sản lượng nhập khẩu của Nhật Bản trong năm 2023 và 88% của Hàn Quốc. Ngoài ra, Việt Nam chiếm 47% lượng nhập khẩu P4 của Ấn Độ – quốc gia hiện là nhà nhập khẩu P4 lớn nhất thế giới, (chiếm 27% tổng giá trị nhập khẩu).

Biểu đồ 13: Thị phần nhập khẩu P4 toàn cầu năm 2023 xét theo giá trị (%)



Biểu đồ 14: Các nhà nhập khẩu P4 hàng đầu và nhà cung cấp tương ứng năm 2023 (triệu USD)



Nguồn: International Trade Centre (ITC), Yuanta Việt Nam

Nhu cầu gia tăng đối với phốt pho vàng (P4) và axit photphoric trích ly (WPA)

Nhu cầu đối với P4 và WPA đang tăng mạnh. Cognitive Market Research ước tính thị trường phốt pho vàng toàn cầu, được định giá 4,2 tỷ USD vào năm 2023, sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3,90% từ năm 2023 đến 2030. Điều này chủ yếu do ứng dụng quan trọng của vật liệu này trong ngành điện tử và nông nghiệp.

Tăng trưởng theo đà của ngành sản xuất bán dẫn. P4 là nguyên liệu thô quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn, điện tử, và pin lithium.

Theo Gartner, doanh thu toàn cầu từ ngành bán dẫn dự kiến sẽ tăng 16,8% lên 624 tỷ USD vào năm 2024 và tăng 15,5% lên 721 tỷ USD vào năm 2025. Dự báo của Gartner lạc quan hơn một chút so với dự báo nội bộ của chúng tôi về tăng trưởng ngành bán dẫn toàn cầu là +14% trong năm 2025E.

Trong chuyến thăm tháng 7/2023, Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ Janet Yellen nhấn mạnh rằng Việt Nam sẽ là trung tâm quan trọng trong chuỗi cung ứng bán dẫn toàn cầu. Chúng tôi tin rằng điều này đúng đối với vai trò của Việt Nam trong việc cung cấp P4, nguyên liệu quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn.

Ngành ô tô cũng là một yếu tố thúc đẩy quan trọng. Với sự gia tăng của xe điện (EV) và việc tích hợp các hệ thống điện tử tiên tiến vào xe truyền thống, nhu cầu về chất bán dẫn và pin lithium đã tăng vọt. Nhóm phân tích ngành công nghệ của chúng tôi tại Đài Loan có kỳ vọng thận trọng về nhu cầu chất bán dẫn trong ngành ô tô trong năm 2025, nhưng đây vẫn là một động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Ngoài ra, nhu cầu về các thiết bị điện tử công nghiệp được sử dụng trong tự động hóa, robot và các hệ thống điều khiển công nghiệp tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng. Riêng ngành tự động hóa dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR 6 năm là +9,3%, đạt 307,7 tỷ USD vào năm 2030 (nguồn: engineering.com), điều này cũng sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với P4.

Hưởng lợi từ sự gia tăng dân số. Apatit là nguyên liệu chính để sản xuất WPA, sản phẩm này sau đó được sử dụng để sản xuất các loại phân bón phốt phát như MAP, DAP, và NPK, đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện độ phì nhiêu của đất và tăng năng suất cây trồng.

Theo dự báo của Liên Hợp Quốc, dân số toàn cầu sẽ đạt 9,7 tỷ người vào năm 2050 (+21% so với năm 2023). Sự gia tăng đáng kể về nhu cầu lương thực sẽ dẫn đến nhu cầu phân bón cao hơn, và do đó, nhu cầu WPA cũng sẽ tăng lên.

Vị thế của DGC trên thị trường P4 trong nước và quốc tế

DGC là nhà cung cấp P4 hàng đầu tại thị trường nội địa Việt Nam, … được hỗ trợ bởi rào cản gia nhập ngành cao và năng lực sản xuất vượt trội. Chúng tôi cho rằng các yếu tố này tạo ra lợi thế cạnh tranh đáng kể, hạn chế sự gia nhập của các đối thủ mới và cho phép DGC tận dụng nhu cầu mạnh mẽ từ P4.

Rào cản gia nhập cao tạo lợi thế cạnh tranh bền vững. Tính đến tháng 01/2025, Việt Nam chỉ có tám công ty tham gia vào sản xuất và kinh doanh P4.

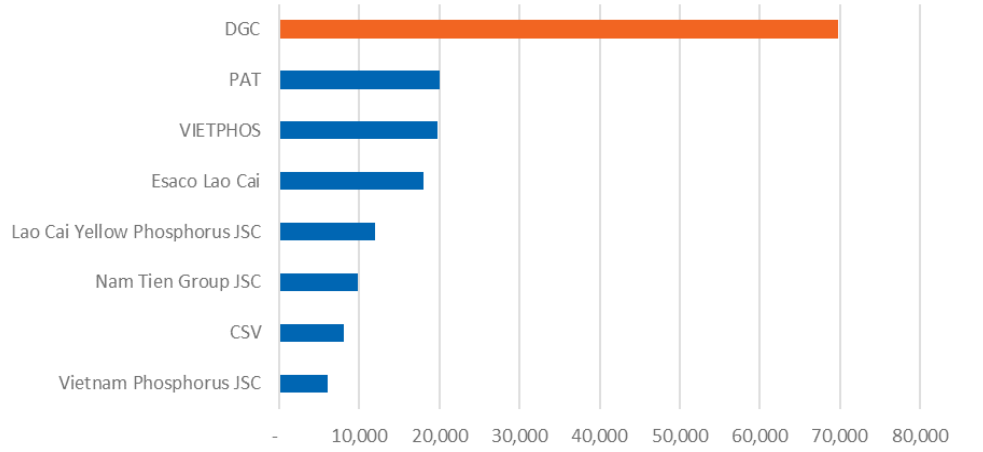
Số lượng doanh nghiệp trong ngành có khả năng vẫn sẽ duy trì ở mức thấp vì sản xuất P4 rất nguy hiểm do tính độc hại và dễ cháy, điều này gây ra những rủi ro cao về môi trường và tính an toàn.

Do đó, việc xin giấy phép khai thác quặng, xây dựng nhà máy và sản xuất P4 cực kỳ khó khăn, tạo ra rào cản lớn cho việc gia nhập ngành.

Công suất thiết kế của DGC là lớn nhất trong số tám nhà cung cấp P4 tại Việt Nam…đạt 69.800 tấn/năm, chiếm khoảng 43% tổng công suất thiết kế của Việt Nam là 163.400 tấn/năm vào năm 2023 (nguồn: dữ liệu doanh nghiệp). Con số này cao hơn nhiều so với đối thủ gần nhất xếp thứ ba là Công ty TNHH Phốt Pho Vàng Việt Nam, với công suất 19.800 tấn/năm.

Đáng chú ý, Công ty Cổ phần Phốt Pho Apatit Việt Nam (PAT – Không đánh giá), với công suất thiết kế P4 lớn thứ hai tại Việt Nam, đạt 20.000 tấn/năm, cũng là công ty con thuộc sở hữu 51% của DGC. Ngoài ra, chủ tịch DGC cùng con trai Đào Hữu Duy Anh (CEO của DGC) và các thành viên khác trong gia đình còn nắm giữ thêm 18,7% cổ phần tại PAT.

Biểu đồ 15: Công suất thiết kế của các công ty sản xuất P4 tại Việt Nam

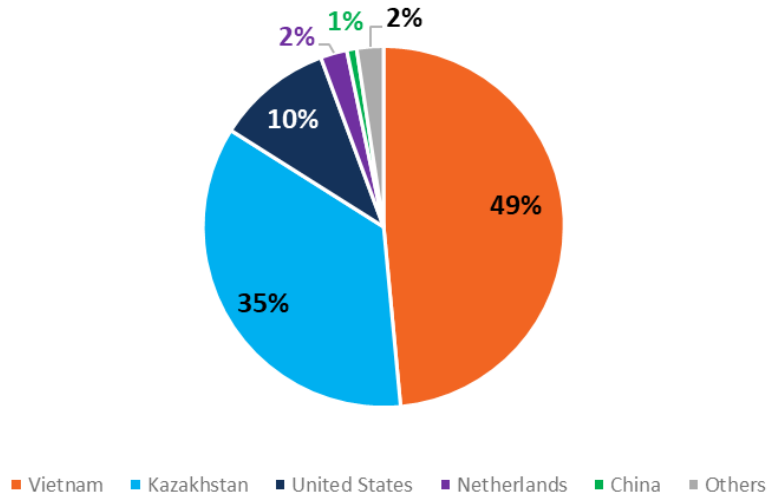


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

...đồng thời cũng là doanh nghiệp dẫn đầu trên thị trường xuất khẩu P4 toàn cầu. Như đã đề cập trước đó, Việt Nam là quốc gia xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới, và DGC hiện chiếm 43% tổng công suất sản xuất P4 của cả nước.

Lợi thế chiến lược này đưa DGC trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trên thị trường xuất khẩu P4 toàn cầu.

Biểu đồ 16: Thị phần xuất khẩu P4 toàn cầu theo giá trị năm 2023



Nguồn: International Trade Centre (ITC), Yuanta Việt Nam

Sẵn sàng cho đà tăng trưởng trong nhiều năm

Theo quan điểm của chúng tôi, DGC có tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đáng kể trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng các mảng kinh doanh cốt lõi mạnh mẽ, sự phát triển của các dự án tham vọng và mở rộng sang các phân khúc thị trường mới sẽ tạo nền tảng cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 và các năm sau đó.

Triển vọng doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi 2024-2025

Phốt pho vàng (P4) là động lực tăng trưởng cốt lõi của DGC, theo quan điểm của chúng tôi.

P4 là động lực tăng trưởng dài hạn chính, theo quan điểm của chúng tôi. P4 đóng góp 38% doanh thu của DGC năm 2023, và chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này sẽ tăng trong những năm tới, đạt khoảng 45% trong giai đoạn 2024-2030E nhờ vào triển vọng nhu cầu tích cực và sự mở rộng của ngành công nghiệp bán dẫn.

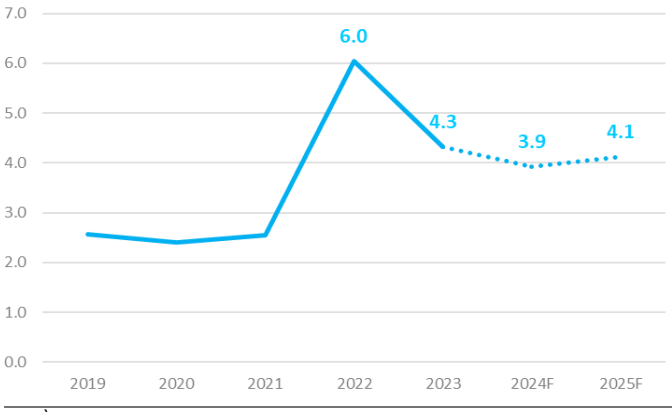
DGC có cùng quan điểm với chúng tôi về triển vọng tích cực đối với nhu cầu P4. Ban lãnh đạo dự báo nhu cầu phốt pho sẽ tăng mạnh thời gian tới khi các nhà sản xuất pin và chip ở Đông Á và Bắc Mỹ mở rộng sản xuất và đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngoài Trung Quốc. Ngoài ra, ban lãnh đạo cho biết các nhà sản xuất chip và pin xe điện với các nhà máy đang được xây dựng tại Nhật Bản và Hàn Quốc đã bày tỏ sự quan tâm đến sản phẩm P4 của DGC.

Mặc dù triển vọng tích cực, chúng tôi dự báo giá bán trung bình (ASP) P4 của DGC trong năm 2024 có thể giảm nhẹ (-9% YoY), xuống khoảng 95.495 đồng/kg (3,9 USD/kg) do nguồn cung phục hồi nhanh hơn nhu cầu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng sản lượng sẽ tăng +33% YoY, dẫn đến doanh thu năm 2024 tăng +21% YoY, đạt 4,5 nghìn tỷ đồng.

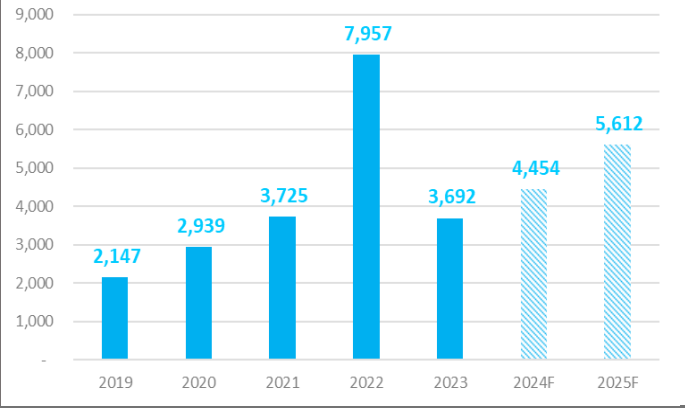
Nhìn về năm 2025, chúng tôi dự báo giá bán bình quân của P4 sẽ tăng +5% YoY, đạt 100.270 đồng/kg (4,1 USD/kg) nhờ nhu cầu P4 vẫn tiếp tục tích cực, điều này cũng sẽ dẫn đến việc sản lượng sản xuất tăng +20% YoY.

Tóm lại, những yếu tố này dẫn đến dự báo doanh thu P4 của chúng tôi cho năm 2025 sẽ tăng 26% YoY, đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (chiếm 45% tổng doanh thu dự báo cho năm 2025).

Biểu đồ 17: Dự báo giá P4 năm 2024-2025 (USD/kg)



Biểu đồ 18: Dự báo DT P4 năm 2024-2025 (triệu đồng)



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Axit photphoric nhiệt phân (TPA/H3PO4): Một nguyên liệu thiết yếu cho sản phẩm điện tử.

P4 là nguyên liệu chính để sản xuất Axit photphoric nhiệt phân (TPA). Quy trình sản xuất TPA bắt đầu bằng việc đốt P4 với không khí để tạo ra phốt pho pentoxit (P2O5), sau đó được hydrat hóa để tạo thành axit photphoric. Quá trình đốt P4 tiêu tốn một lượng lớn điện năng (chiếm 30% giá vốn hàng bán), nhưng đây là bước cần thiết để sản xuất TPA có độ tinh khiết cao với nồng độ vượt 85%, do hầu hết các tạp chất đã được loại bỏ trong quá trình này.

Năm 2023, TPA 85% chiếm 22% doanh thu của DGC. Sản phẩm này có thể được phân thành hai loại: Axit photphoric cấp thực phẩm (F-HPO) và Axit photphoric cấp điện tử (E-HPO)

F-HPO được sử dụng trong các sản phẩm đồ uống, chế biến thực phẩm, chất tăng hương vị và bột giặt trong khi E-HPO là nguyên liệu thiết yếu trong sản xuất mạch điện tử, chất bán dẫn và pin lithium. Do P4 là nguyên liệu chính để sản xuất TPA, giá TPA thường biến động theo giá P4.

DGC đã đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất E-HPO vào giữa năm 2022 với công suất 50,000 tấn/năm. Sản phẩm này chủ yếu được sử dụng trong lĩnh vực sản xuất màn hình và điện tử, chiếm khoảng 20% công suất của nhà máy. Tuy nhiên, E-HPO của DGC chưa đạt được yêu cầu về độ tinh khiết của ngành bán dẫn (thường trên 99%). Do đó, phần công suất còn dư được sử dụng để sản xuất F-HPO.

Thị trường xuất khẩu TPA của Việt Nam đối mặt cạnh tranh từ Trung Quốc. Việt Nam và Trung Quốc đều là những nhà sản xuất TPA hàng đầu thế giới nhờ công suất sản xuất P4 cao.

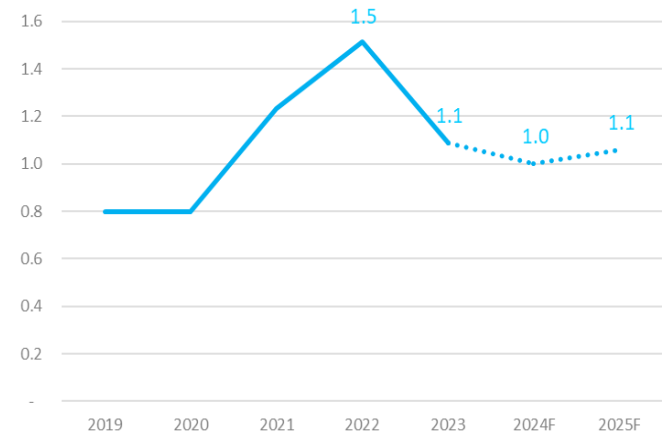
Trung Quốc áp thuế xuất khẩu 20% đối với P4 nhằm hạn chế xuất khẩu, như đã đề cập trước đó nhưng không áp dụng với TPA – một sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn. Vì vậy, Việt Nam không có lợi thế về thuế xuất khẩu đối với TPA như là đối với P4.

Dự báo doanh thu TPA trong năm 2024-2025. Chúng tôi dự báo giá bán trung bình của TPA sẽ giảm -5% YoY xuống còn 25.305 đồng/kg (1,0 USD/kg) vào năm 2024, theo xu hướng giảm của giá P4. Sản lượng dự kiến cũng giảm -27% YoY, do DGC ưu tiên bán P4 hơn là sử dụng để sản xuất TPA khi nhu cầu P4 tăng lên trong năm nay. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu TPA giảm -30% YoY trong năm 2024, xuống khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng.

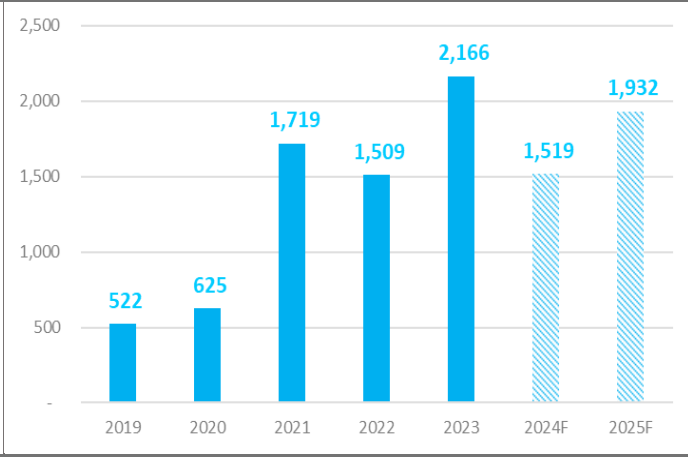
Tuy nhiên, theo chúng tôi giá bán TPA vẫn đang trong xu hướng tích cực nhờ vào triển vọng vững chắc của ngành công nghiệp bán dẫn và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc của các công ty khác tại Đông Á và Bắc Mỹ.

Do đó, chúng tôi dự báo giá bán trung bình TPA của DGC sẽ tăng +6% YoY lên 26.823 đồng/kg (1,1 USD/kg) vào năm 2025. Chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng sẽ tăng +20% YoY vào năm 2025, được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ và hiệu quả vận hành được cải thiện. Những giả định này dẫn đến dự báo doanh thu TPA năm 2025 tăng +27% YoY, đạt khoảng 1.9 nghìn tỷ đồng (chiếm 15% tổng doanh thu năm 2025).

Biểu đồ 19: Dự báo giá TPA năm 2024-2025 (USD/kg)



Biểu đồ 20: Dự báo doanh thu TPA năm 2024-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Axit photphoric trích ly (WPA)

WPA được sản xuất bằng cách sử dụng H2SO4 (chiếm 10% giá vốn hàng bán) để phân hủy quặng apatit, trong đó phần lớn H2SO4 được nhập khẩu. WPA có độ tinh khiết thấp hơn TPA với quy trình sản xuất có chi phí thấp hơn và không tạo ra khí CO_2.

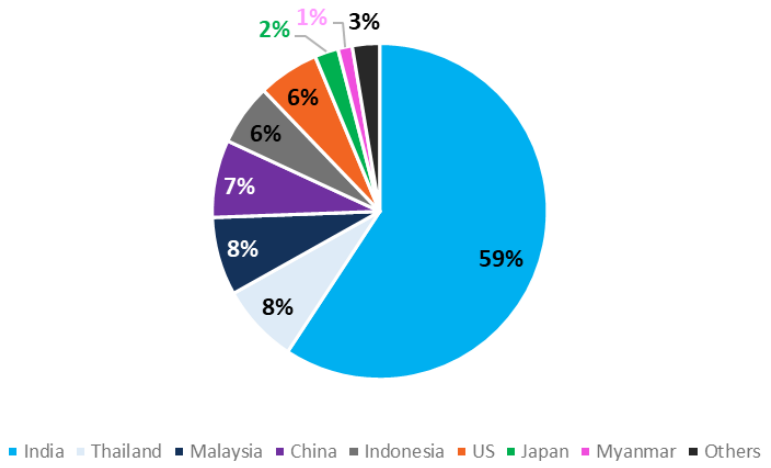
WPA cũng được sử dụng rộng rãi hơn, chủ yếu trong sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi.

P4 là sản phẩm thượng nguồn, do đó giá WPA có xu hướng biến động tương đồng với giá P4 (tương tự như xu hướng giá của TPA). Năm 2023, WPA chiếm 13% tổng doanh thu của DGC.

DGC phân bổ sản lượng WPA cho hai mục đích chính: (1) xuất khẩu và (2) sử dụng nội bộ để sản xuất các sản phẩm nông nghiệp. Công ty điều chỉnh tỷ lệ phân bổ linh hoạt dựa trên điều kiện thị trường. Ví dụ, khi thị trường WPA thuận lợi và có giá cao, DGC ưu tiên xuất khẩu WPA. Ngược lại, khi thị trường khó khăn và giá thấp, DGC ưu tiên sử dụng WPA cho sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi.

Ấn Độ hiện là thị trường xuất khẩu axit phosphoric lớn nhất của Việt Nam, chiếm 59% tổng khối lượng xuất khẩu vào năm 2023. Theo techsciresearch.com, nhu cầu axit photphoric của Ấn Độ dự kiến tăng trưởng với CAGR 5,96% trong giai đoạn 2019 - 2030, đạt 8,8 triệu tấn mỗi năm vào năm 2030. Ấn Độ chủ yếu nhập khẩu axit photphoric để sản xuất phân bón do diện tích đất nông nghiệp lớn nhằm đáp ứng nhu cầu lương thực cho dân số đông, trong khi nguồn quặng apatit trong nước lại khan hiếm.

Biểu đồ 21: Các thị trường xuất khẩu axit photphoric hàng đầu của Việt Nam năm 2023



Nguồn: International Trade Centre (ITC), Yuanta Việt Nam

Thị trường axit phosphoric toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh, đạt 54 tỷ USD vào năm 2032. Quy mô thị trường axit photphoric toàn cầu năm 2023 được định giá ở mức 35 tỷ USD, và Fortune Business Insights dự báo con số này sẽ đạt 54 tỷ USD vào năm 2032, tương ứng với CAGR +4,9% giai đoạn 2023 - 2032.

Kỳ vọng tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng trong ngành phân bón, thực phẩm & đồ uống, cũng như việc mở rộng ứng dụng axit phosphoric trong pin nhiên liệu.

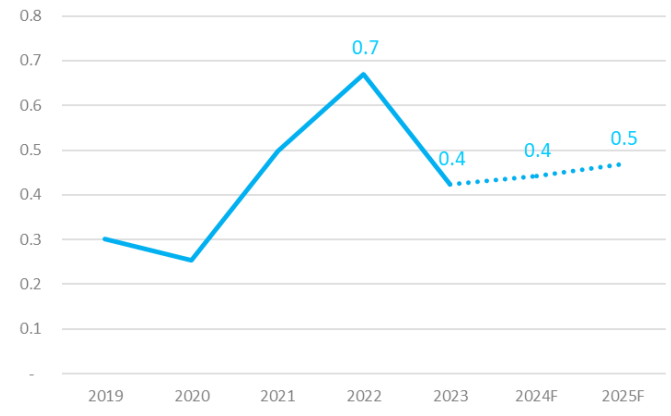
Dự báo doanh thu WPA của DGC. Năm 2024, DGC ưu tiên xuất khẩu P4 và sản xuất phân bón do nhu cầu phân bón tăng cao (chi tiết bên dưới) và nhu cầu P4 duy trì mạnh mẽ.

Ngoài ra, do kế hoạch bảo trì nhà máy WPA vào Q1/2024 và việc giấy phép khai thác hết hạn vào nửa cuối năm 2024 (xem chi tiết ở trang 22), chúng tôi dự báo sản lượng WPA cả năm 2024 sẽ giảm -80% YoY. Tuy vậy, mức giảm này được bù đắp một phần nhỏ bởi dự báo giá bán trung bình WPA sẽ tăng +5% YoY lên 10.756 đồng/kg (0,4 USD/kg). Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng doanh thu WPA sẽ giảm -79% YoY xuống còn 265 tỷ đồng cho năm 2024.

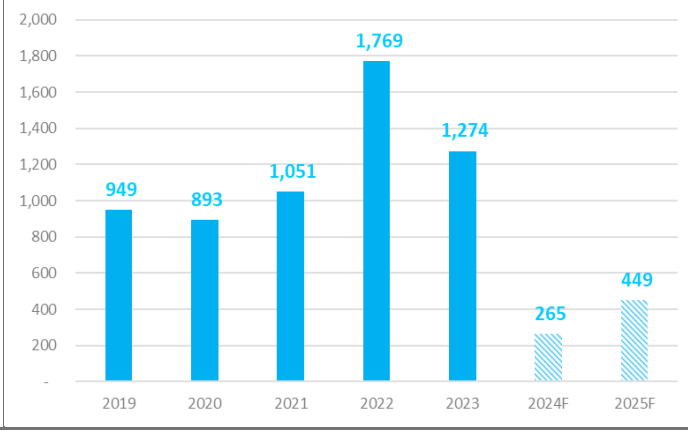
Tuy nhiên, vào năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng WPA của DGC sẽ tăng +60% YoY. Giá bán bình quân (ASP) mảng này dự kiến tăng +6% YoY lên 11.401 VND/kg (0,5 USD/kg), trong khi sản lượng có thể tăng mạnh do vấn đề giấy phép dự kiến sẽ được giải quyết trong năm 2024.

Ngoài ra, nhu cầu và quy mô thị trường WPA được dự báo sẽ tăng trưởng tích cực, như đã đề cập trước đó. Các giả định này thúc đẩy dự báo tăng trưởng doanh thu phân khúc WPA của chúng tôi đạt mức tăng +70% YoY vào năm 2025, lên 449 tỷ đồng (chiếm 4% tổng doanh thu).

Biểu đồ 22: Dự báo giá WPA năm 2024-2025 (USD/kg)



Biểu đồ 23: Dự báo doanh thu WPA 2024-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Phân bón

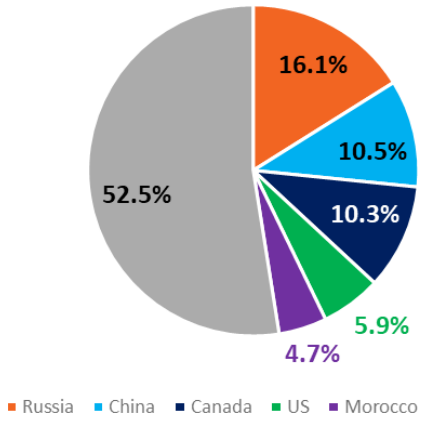
WPA và quặng apatit là các nguyên liệu chính để sản xuất các loại phân bón như Super Phosphate, MAP, DAP, và NPK. Năm 2023, phân bón chiếm 14% tổng doanh thu của DGC.

Biến động nguồn cung phân bón: Nga nới lỏng, Trung Quốc siết chặt. Nga, quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất thế giới tính theo giá trị, đã áp đặt lệnh hạn chế xuất khẩu trong sáu tháng từ tháng 11/2023 đến tháng 5/2024 nhằm bảo vệ thị trường nội địa. Lệnh hạn chế này hiện đã được dỡ bỏ, giúp giảm áp lực lên nguồn cung phân bón toàn cầu.

Tuy nhiên, Trung Quốc đã thực hiện các biện pháp kiểm soát từ năm 2021, bao gồm áp dụng hạn ngạch xuất khẩu và kéo dài thời gian kiểm tra thành phần phân bón để hạ giá trong nước. Điều này có tác động đáng kể do Trung Quốc là nước xuất khẩu phân bón lớn thứ hai thế giới, chiếm 1/3 nguồn cung phân bón nitơ toàn cầu (nguồn: Vinachem).

Đến tháng 9/2023, Trung Quốc tiếp tục yêu cầu các nhà sản xuất urê lớn tạm dừng xuất khẩu nhằm bình ổn giá trong nước, giảm chi phí nông nghiệp và tăng cường an ninh lương thực. Chúng tôi hiện chưa thấy bất kỳ dấu hiệu nào cho thấy các hạn chế này sẽ được dỡ bỏ trong thời gian tới.

Biểu đồ 24: Top 5 nhà xuất khẩu phân bón toàn cầu tính theo giá trị xuất khẩu năm 2023



Nguồn: World's Top Exports, Yuanta Việt Nam

Nhu cầu phân bón tăng trưởng 4-5% trong năm 2024. Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA) dự báo tiêu thụ phân bón toàn cầu sẽ tăng +4% YoY trong năm 2024, đạt 192,5 triệu tấn. Rabobank đưa ra dự báo lạc quan hơn một chút, cho rằng giá phân bón giảm sẽ thúc đẩy nhu cầu tăng +5% YoY trong năm 2024.

Dự báo giá và doanh thu phân bón của DGC giai đoạn 2024-2025. Chúng tôi dự báo giá bán phân bón trung bình của DGC (bao gồm Super Phosphate, MAP, DAP và NPK) sẽ tăng +6% YoY trong năm 2024, do nguồn cung dù được nới lỏng nhưng vẫn còn những hạn chế trong khi nhu cầu đang tăng lên.

Ngoài ra, DGC sẽ hưởng lợi từ các hạn chế xuất khẩu của Nga và Trung Quốc, cùng với việc tập trung sử dụng WPA cho sản xuất phân bón vào nửa cuối năm 2024 trong bối cảnh thiếu hụt quặng như đã đề cập ở trên.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng phân bón sẽ tăng khoảng +29% YoY, giúp doanh thu tăng +74% YoY, đạt 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

Năm 2025, chúng tôi dự báo giá bán phân bón trung bình sẽ tăng thêm +6% YoY nhờ nhu cầu tiếp tục tăng. Tuy nhiên, sản lượng phân bón của DGC dự kiến giảm -13% YoY khi việc ưu tiên sử dụng WPA cho sản xuất phân bón kết thúc, khiến doanh thu giảm -20% YoY, xuống khoảng 1,9 nghìn tỷ đồng (chiếm 15% tổng doanh thu).

Phụ gia thức ăn chăn nuôi

WPA và quặng apatit cũng là nguyên liệu chính để sản xuất hai loại phụ gia thức ăn chăn nuôi: Dicalcium Phosphate (DCP) và Monocalcium Phosphate (MCP). Trong đó, DCP được sử dụng làm phụ gia thức ăn tổng hợp, còn MCP chủ yếu được sử dụng trong nuôi trồng thủy sản và có giá trị kinh tế cao hơn. Điều này giúp DGC tiếp xúc nhiều hơn với ngành xuất khẩu thủy sản của Việt Nam.

Năm 2023, phụ gia thức ăn chăn nuôi đóng góp 8% vào tổng doanh thu của DGC.

DGC dẫn đầu trong sản xuất DCP và MCP tại Việt Nam. DGC cho biết hiện công ty là nhà sản xuất DCP và MCP lớn nhất Việt Nam, với tổng công suất 150.000 tấn mỗi năm. Công ty là nhà cung cấp chính cho các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn trong nước như Cargill, Newhope và De Heus.

Triển vọng tăng trưởng thị trường phụ gia thức ăn chăn nuôi Việt Nam và toàn cầu. Thị trường thức ăn chăn nuôi hỗn hợp của Việt Nam dự kiến tăng từ 11,54 tỷ USD năm 2023 lên 15,30 tỷ USD vào năm 2028, với CAGR 5,80% (2023-2028), theo Mordor Intelligence. Ngoài ra, Mordor Intelligence cũng ước tính thị trường phụ gia thức ăn chăn nuôi toàn cầu sẽ đạt

36,2 tỷ USD vào năm 2024 (+4,7% YoY) và mở rộng lên 45,8 tỷ USD vào năm 2029, tương ứng với CAGR 4,86% (2024-2029). Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sản lượng thức ăn chăn nuôi cao hơn, nhu cầu sản phẩm từ chăn nuôi tăng, và dân số vật nuôi ngày càng tăng.

Chúng tôi giả định rằng giá bán bình quân các sản phẩm phụ gia thức ăn chăn nuôi của DGC sẽ giảm trung bình -1% YoY trong năm 2024, theo xu hướng giảm giá của thức ăn chăn nuôi từ đầu năm đến nay, mặc dù nhu cầu được dự báo vẫn tăng trưởng tích cực.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, tính đến cuối năm 2024, giá bán bình quân của thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam đã giảm khoảng 5,0% YoY do giá nguyên liệu nhập khẩu như lúa mì, đậu nành và ngô hạ nhiệt.

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo nhu cầu sẽ tiếp tục khả quan, dẫn đến mức giá bình quân phụ gia thức ăn chăn nuôi của DGC tăng khoảng +3% YoY.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng phụ gia thức ăn chăn nuôi của DGC sẽ tăng +8% trong năm 2024 và +8% trong năm 2025, phù hợp với đà tăng trưởng chung của thị trường.

Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi dự báo tổng doanh thu từ phụ gia thức ăn chăn nuôi sẽ tăng +16% YoY lên 919 tỷ đồng trong năm 2024 và +11% YoY lên 1.023 tỷ đồng trong năm 2025 (chiếm 8% tổng doanh thu).

Triển vọng tươi sáng trong dài hạn thông qua các dự án quy mô lớn

Bước tiến táo bạo vào ngành sản xuất pin lithium và ethanol

Mở rộng sang lĩnh vực sản xuất pin lithium... Vào tháng 03/2023, DGC đã mua lại 51% cổ phần của Công ty Cổ phần Ắc quy Tia Sáng - Tibaco (TSB – Không đánh giá) với giá 135 tỷ đồng. TSB chủ yếu sản xuất pin axit-chì cho ô tô và xe máy, chiếm 2% tổng doanh thu của DGC trong năm 2023, đạt 157 tỷ đồng.

Thương vụ này sẽ hỗ trợ mục tiêu chiến lược của DGC trong việc gia nhập thị trường pin lithium, với kế hoạch bắt đầu bán pin lithium iron phosphate (LFP) vào năm 2025. Các mẫu sản phẩm đã được gửi đến khách hàng tiềm năng tại Hàn Quốc, Nhật Bản và EU tính đến tháng 3/2024.

... có thể mở ra "một chương mới" cho sự phát triển của DGC. DGC tin rằng thị trường pin LFP mang lại tiềm năng đáng kể, chủ yếu do khoảng 90% năng lực sản xuất pin LFP toàn cầu hiện tập trung tại Trung Quốc, trong khi các công ty đa quốc gia đang tìm cách đa dạng hóa nguồn cung, tránh phụ thuộc hoàn toàn vào Trung Quốc.

Do đó, việc sản xuất thương mại thành công pin LFP có thể mở ra một chương mới cho sự phát triển của DGC.

Tuy nhiên, ban lãnh đạo chưa cung cấp thông tin chi tiết về tiến độ của chiến lược này. Vì vậy, chúng tôi chưa đưa pin lithium vào mô hình dự báo, mà chỉ tập trung vào sản phẩm pin axit-chì hiện tại của DGC.

Thị trường pin axit-chì toàn cầu, với giá trị 45,8 tỷ USD năm 2023, được dự báo đạt 71,68 tỷ USD vào năm 2032 (CAGR 5,1%), nhờ nhu cầu gia tăng đối với các thiết bị lưu trữ năng lượng trong ngành ô tô, xe thương mại, xe máy và xe du lịch, theo Fortune Business Insights.

Chúng tôi dự báo doanh thu phân khúc pin axit-chì của DGC sẽ tăng +17% YoY trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi giả định thận trọng hơn mức tăng trưởng doanh thu hàng năm (CAGR) từ 2024 đến 2030 là 5% cho mảng này, chiếm khoảng 1-2% tổng doanh thu ước tính của chúng tôi trong giai đoạn này.

Thực tế hơn, nhà máy ethanol đã bắt đầu vận hành thương mại vào tháng 10/2024 sau khi DGC mua lại từ Công ty TNHH Đại Việt tại Đắk Nông với giá 253 tỷ đồng.

Nhà máy có công suất thiết kế 50.000 tấn ethanol 96% mỗi năm. Sản phẩm này chủ yếu được sản xuất từ sắn và ngô để sử dụng trong ngành thực phẩm và y tế trong nước (khác với ethanol 99% dùng trong xăng E5). Ban đầu, DGC sẽ thu mua nguyên liệu trong nước, đồng thời có kế hoạch tự phát triển vùng nguyên liệu trong tương lai.

Chúng tôi ước tính mảng kinh doanh mới này sẽ đóng góp 47 tỷ đồng vào doanh thu năm 2024, đạt 5% công suất thiết kế trong giai đoạn đầu, do nhà máy tạm ngừng hoạt động vào tháng 11/2024 để điều chỉnh chất lượng và hoạt động trở lại vào tháng 12/2024.

Tuy nhiên, ban lãnh đạo dự kiến nhà máy sẽ đạt 100% công suất vào năm 2025, và chúng tôi dự báo doanh thu từ ethanol sẽ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng trong 12 tháng tới (chiếm 8% tổng doanh thu).

Dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV) – Bước đi chiến lược trong việc giảm sự phụ thuộc

Dự án CAV: Bước đi chiến lược nhằm đa dạng hóa nguồn thu. Ban lãnh đạo DGC cho biết công ty đang tập trung mở rộng công suất sản xuất và đa dạng hóa sản phẩm ngoài các sản phẩm từ quặng apatit. Là một phần trong chiến lược này, DGC đã triển khai dự án Tổ hợp Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn (CAV) với ba giai đoạn như sau:

Bảng 2. Dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV):

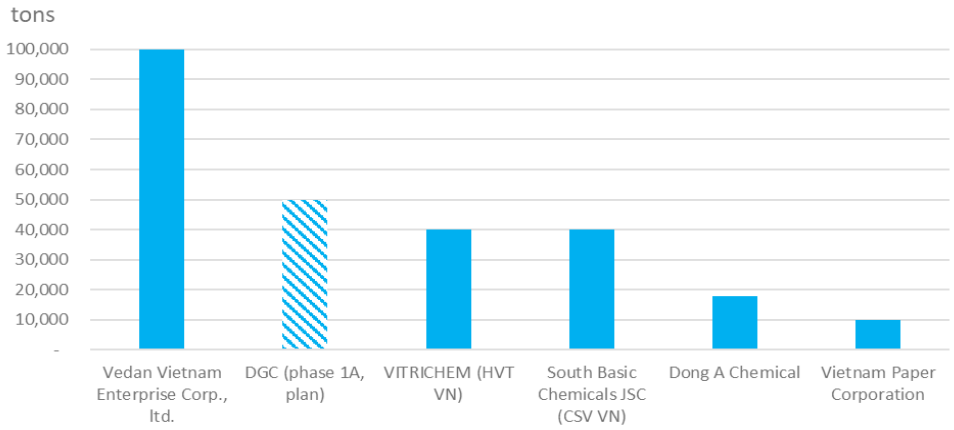
	Phase 1A		Phase 1B		Phase 2	
Total investment	VND 2.4tn		will be disclosed later		will be disclosed later	
Expected usable area	30ha		50ha			
Total capacity	140,000 ton/year		100,000 ton/year		150,000 ton/year	
Products	•NaOH (100%) •Hydrochloric acid (HCl, 31%) •Javel (10%) •PAC •$Ca(OCl)_2$ •Chloramine B •Phosphorous acid (H3PO3) •Liquid Cl2 •CaCl2	: 50,000 ton/year : 15,000 ton/year : 10,000 ton/year : 30,000 ton/year : 34,000 ton/year : 1,000 ton/year : 10,000 ton/year : 5,000 ton/year : 10,000 ton/year	•NaOH (100%)	: 100,000 ton/year	•Polyvinyl clorua (PVC)	: 150,000 ton/year

Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Dự án CAV sẽ đưa DGC trở thành công ty có công suất sản xuất xút (NaOH) thương mại lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, tổng công suất sản xuất Xút của Việt Nam là khoảng 188 nghìn tấn, trong đó nhà máy của Công ty Vedan Việt Nam dẫn đầu với 100.000 tấn/năm.

Tuy nhiên, cả Vedan và Giấy Bãi Bằng đều chủ yếu sử dụng xút để sản xuất nội bộ. Vì vậy, khi giai đoạn 1A của dự án Nghi Sơn đi vào vận hành thương mại, DGC sẽ vượt qua các đối thủ để trở thành nhà cung cấp xút thương mại lớn nhất Việt Nam.

Biểu đồ 25: DGC dự kiến dẫn đầu việc sản xuất xút (NaOH) tại Việt Nam



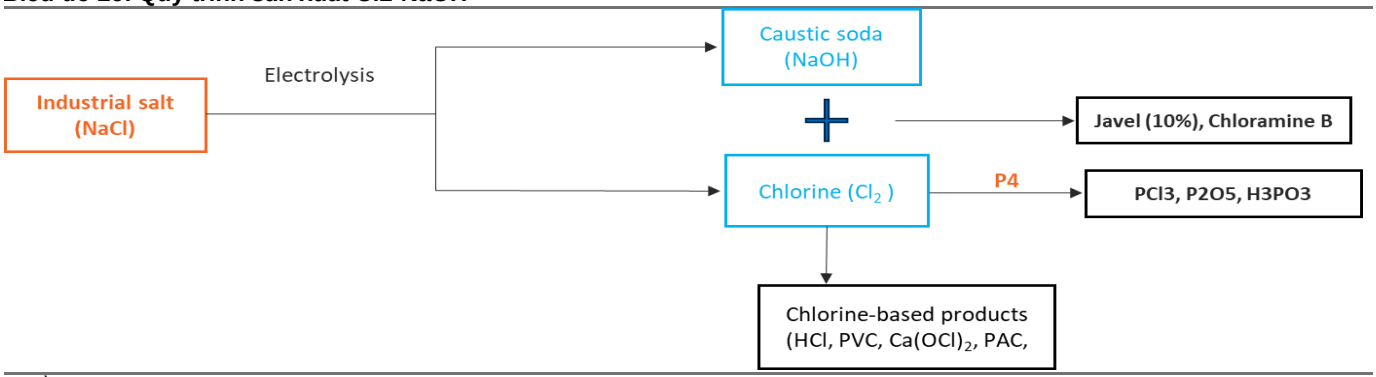
Nguồn:DGC, Yuanta Việt Nam

Muối công nghiệp (NaCl) là nguyên liệu đầu vào chính cho dự án xút-clo, được lựa chọn nhờ độ tinh khiết và nồng độ cao hơn so với muối ăn. DGC sẽ tiến hành điện phân NaCl để sản xuất NaOH và Cl2, có thể bán ra hoặc sử dụng cho các sản phẩm hạ nguồn (xem hình 26).

Do quá trình điện phân tiêu tốn nhiều điện năng (khoảng 2.200–2.600 kWh/tấn clo), DGC dự kiến chi phí điện sẽ chiếm 32% giá vốn hàng bán của dự án xút-clo.

Ngoài ra, DGC có kế hoạch nhập khẩu muối công nghiệp từ Ấn Độ do muối trong nước có nhiều tạp chất và sản lượng không ổn định do thời tiết khí hậu thất thường. Ban lãnh đạo ước tính rằng muối công nghiệp (bao gồm thuế nhập khẩu) sẽ chiếm khoảng 20% giá vốn hàng bán của dự án xút-clo.

Biểu đồ 26: Quy trình sản xuất Cl2-NaOH



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Xút (NaOH) là nguyên liệu quan trọng cho nhiều ngành công nghiệp thiết yếu như sản xuất giấy, chất tẩy rửa, sản xuất nhôm, ngành công nghiệp dệt nhuộm, làm chất xúc tác để sản xuất dầu,…, đồng thời cũng được sử dụng trong xử lý nước đầu vào/nước uống cũng như nước thải.

Trong khi đó, clo (Cl2) được sử dụng để sản xuất nhựa PVC, tẩy trắng, làm sạch và khử trùng. Clo còn được ứng dụng trong các ngành công nghiệp giấy, dệt, xử lý nước, khử trùng và ngành công nghiệp hóa dầu.

Sản xuất xút tại Việt Nam gặp nhiều thách thức do clo và xút là đồng sản phẩm trong quá trình điện phân NaCl. Khi nhu cầu đối với một sản phẩm giảm, sản lượng của cả hai sản phẩm sẽ bị ảnh hưởng, buộc các nhà sản xuất phải cân đối một cách cẩn thận.

Sản xuất xút – clo tại Việt Nam phải đối mặt với nhiều thách thức lớn dù nhu cầu cao. Năm 2023, Việt Nam nhập khẩu khoảng 207.000 tấn xút, chiếm 48% nhu cầu trong nước (nguồn: ITC). Thuế nhập khẩu là 5% đối với xút rắn và 20% đối với dạng lỏng.

Dù được hưởng lợi từ giá điện thấp và nhu cầu tiêu thụ cao, các nhà sản xuất nội địa vẫn gặp nhiều rào cản trong việc tăng công suất sản xuất.

Việc mở rộng sản xuất xút – clo gặp hai thách thức chính: (1) Clo – đồng sản phẩm với xút – khó lưu trữ, buộc các nhà sản xuất trong nước phải hạ giá thành để tiêu thụ nhanh, điều này tạo áp lực cạnh tranh gay gắt trong ngành, và (2) Việt Nam hiện nay thường xuyên dư thừa Cl, do đó khi nhu cầu thị trường đối với các hóa chất Cl2 giảm thì nhiều nhà sản xuất cũng buộc phải cắt giảm sản lượng Xút.

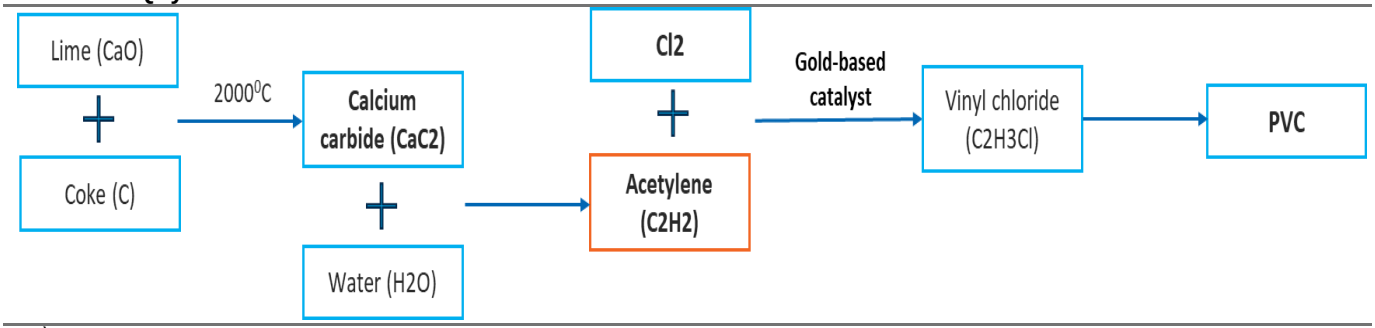
Tình trạng dư thừa clo xuất phát từ sự phụ thuộc của các nhà máy chlor-alkali vào nhu cầu clo, vốn gắn chặt với sản xuất nhựa PVC. Trên thế giới, 35-40% clo được dùng để sản xuất PVC. Nhựa PVC được sản xuất từ vinyl chloride có công thức hóa học là C2H3Cl, trong đó vinyl chloride là một sự kết hợp của clo và ethylene - sản phẩm của ngành công nghiệp hóa dầu. Tại Việt Nam, ngành công nghệ hóa dầu chưa phát triển dẫn đến những hạn chế trong việc sản xuất nhựa PVC dẫn đến nhu cầu Cl2 cũng bị hạn chế theo.

Giải quyết tình trạng dư thừa clo bằng các sản phẩm giá trị gia tăng. Để giải quyết vấn đề dư thừa clo, DGC dự kiến sử dụng Cl2 để sản xuất các sản phẩm từ clo như Ca(OCl)2, Chloramine B, và HCL.

Đáng chú ý, trong giai đoạn 2 của dự án, DGC có kế hoạch sử dụng đá vôi và than cốc để sản xuất PVC, thay thế cho ethylene. Như chúng tôi đã đề cập ở trên, có thể sử dụng vinyl chloride (C2H3Cl), một sự kết hợp của clo và ethylene để sản xuất nhựa PVC, đây là quy trình phổ biến trên thế giới, tuy nhiên, do ngành công nghiệp hóa dầu của Việt Nam vẫn chưa phát triển nên sẽ phải tiêu tốn rất nhiều chi phí để nhập khẩu ethylene. Do đó, DGC đã chọn một quy trình khác ít phổ biến hơn là sử dụng acetylene (C2H2) từ đá vôi và than cốc để sản xuất vinyl chloride (xem hình 27).

Để thúc đẩy sự bền vững trong sản xuất PVC, DGC có kế hoạch thay thế chất xúc tác thủy ngân truyền thống (được sử dụng để sản xuất vinyl chloride từ acetylene) bằng chất xúc tác gốc vàng. Sự thay đổi này sẽ giảm thiểu tác động đến môi trường, vì chất xúc tác thủy ngân rất độc hại và do đó bị cấm trong sản xuất PVC.

Biểu đồ 27: Quy trình sản xuất PVC của DGC



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Tuy nhiên, giai đoạn 2 hiện đang tạm hoãn. Công ty cho biết cần tiến hành thêm các thử nghiệm với công nghệ chất xúc tác gốc vàng mới và điều kiện thị trường hiện tại chưa lý tưởng cho sản xuất PVC. Ban lãnh đạo cho biết giai đoạn 2 sẽ tiếp tục khi điều kiện thị trường cải thiện và công nghệ mới chứng minh được tính khả thi.

Tối ưu hóa chuỗi giá trị thông qua sự kết hợp với P4. DGC còn có kế hoạch kết hợp Cl2 với P4 để sản xuất phosphor trichloride (PCl3), được sử dụng trong chất chống cháy cho

nhựa và dệt may; và phosphorus pentoxide (P2O5), được sử dụng trong bình chữa cháy. PCl3 cũng có thể chuyển đổi thành phosphorous acid (H3PO3) được ứng dụng trong sản xuất chất tẩy rửa, nhựa, phân bón,…

Chiến lược này có thể giúp DGC gia tăng giá trị và hoàn thiện thêm chuỗi cung ứng, tuy nhiên các thông tin chi tiết cụ thể vẫn chưa được công bố.

Vị trí chiến lược của dự án CAV giúp giải quyết các thách thức trong việc lưu trữ clo. Dự án CAV được đặt tại Khu công nghiệp Nghi Sơn sẽ giúp DGC tiếp cận với nhiều khách hàng tiềm năng, bao gồm các nhà máy sản xuất giấy, luyện kim, sản xuất khí và khu phức hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn,…. Ngoài ra, DGC cũng có thể tiếp cận các khách hàng tiềm năng ở các khu vực lân cận như nhà máy thép Formosa tại Hà Tĩnh và các nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2 và Nam Định.

Ngoài ra, DGC được hưởng lợi từ vị trí gần cảng nước sâu Nghi Sơn và Quốc lộ 1A, giúp giảm thời gian và chi phí vận chuyển các sản phẩm gốc clo khó bảo quản. Cuối cùng, khu kinh tế Nghi Sơn cho phép tiếp cận các mỏ đá vôi ở tỉnh Thanh Hóa để làm nguyên liệu đầu vào, giúp DGC tối ưu hóa hoạt động kinh doanh và tăng cường khả năng cạnh tranh của dự án CAV.

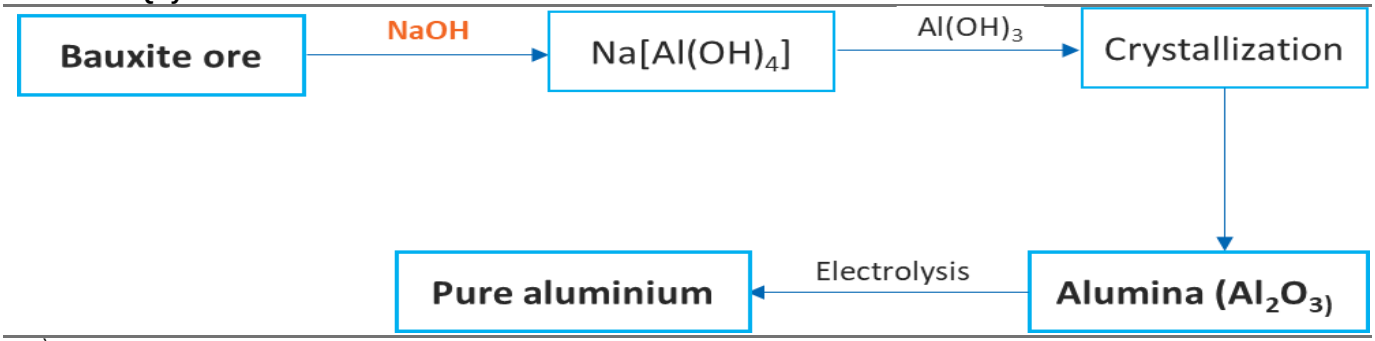
Ban lãnh đạo cho biết dự án dự kiến bắt đầu khởi công xây dựng vào tháng 02/2025, và chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào quý 02/2026. Chúng tôi giả định nhà máy CAV sẽ đạt 70% công suất trong năm đầu tiên, đóng góp 944 tỷ đồng vào tổng doanh thu năm 2026. Con số này chiếm 6% dự báo doanh thu năm 2026 của chúng tôi, giúp doanh thu năm 2026 tăng +9% so với doanh thu năm 2024 trước khi dự án CAV đi vào hoạt động.

Chúng tôi cũng giả định nhà máy sẽ đạt tối đa công suất vào năm 2028, đóng góp 1,5 nghìn tỷ đồng vào doanh thu năm 2028 (+17% YoY). Con số này chiếm 8% dự báo tổng doanh thu của năm 2028 và giúp tổng doanh thu tăng +15% so với năm 2024.

Chúng tôi dự báo dự án sẽ đạt lợi nhuận 142 tỷ đồng vào năm 2026, và tăng lên 226 tỷ đồng vào năm 2028. Ngoài ra, DGC cho biết sau khi giai đoạn 1A đạt công suất sản xuất NaOH tối đa, doanh nghiệp sẽ triển khai giai đoạn 1B để mở rộng công suất lên 150.000 tấn.

Dự án CAV sẽ giúp DGC hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất của đại dự án Bauxite – Nhôm trong tương lai. Sản phẩm NaOH từ dự án CAV là một hóa chất quan trọng trong quá trình sản xuất nhôm từ quặng bauxite (xem hình 28). Do đó, ban lãnh đạo cho biết, việc sản xuất NaOH từ dự án CAV là bước chuẩn bị để công ty hoàn thành chuỗi giá trị sản xuất của đại dự án Bauxite – Nhôm trong dài hạn như được đề cập bên dưới.

Biểu đồ 28: Quy trình sản xuất nhôm



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Đại dự án Bauxite – Nhôm – tham vọng đưa DGC trở thành doanh nghiệp tỷ USD.

Trong dài hạn, như chúng tôi đã đề cập ở trên, DGC đang xin cấp phép đầu tư dự án Bauxite - Nhôm tại Đắk Nông với tổng mức đầu tư toàn dự án là 57.000 tỉ đồng (2,3 tỷ USD) được chia làm 3 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 và 2:**
  - Khai thác quặng bauxite ở quy mô khoảng 14,4 triệu tấn mỗi năm.
  - Chế biến bauxite thành alumina thông qua việc xây dựng ba nhà máy chế biến với công suất 5,8 triệu tấn quặng tinh luyện mỗi năm và một nhà máy sản xuất alumina với công suất 2 triệu tấn mỗi năm.
- **Giai đoạn 3:** Xây dựng nhà máy chế biến alumina thành nhôm với công suất 300.000 tấn mỗi năm.

Dự án Bauxite-Nhôm có thể trở thành động lực tăng trưởng lớn trong dài hạn. Ban lãnh đạo ước tính doanh thu tiềm năng từ nhà máy alumina là khoảng 16 nghìn tỷ đồng mỗi năm

và từ nhà máy nhôm là 14 nghìn tỷ đồng khi cả hai hoạt động hết công suất. Tổng doanh thu hàng năm của toàn dự án có thể đạt khoảng 30 nghìn tỷ đồng, tương đương 1,2 tỷ USD.

DGC dẫn đầu việc sản xuất alumina và nhôm tại Việt Nam. Hiện tại, Việt Nam chỉ có hai nhà máy sản xuất alumina là Tân Rai và Nhân Cơ, mỗi nhà máy có công suất 650.000 tấn mỗi năm, đều do Tập đoàn Công nghiệp Than khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) vận hành.

Tuy nhiên, Việt Nam hiện chưa có nhà máy nào sản xuất nhôm nguyên chất từ alumina. Vì vậy, khi đại dự án Bauxite – Nhôm được đưa vào hoạt động sẽ đưa DGC trở thành doanh nghiệp có công suất sản xuất alumina lớn nhất Việt Nam, đồng thời là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất nhôm nguyên chất từ alumina.

DGC đã hoàn tất khảo sát tại các mỏ bauxite ở huyện Tuy Đức và Đắk Song và đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) với UBND tỉnh Đắk Nông. DGC hiện là nhà đầu tư lớn thứ hai trong lĩnh vực bauxite tại tỉnh này, chỉ sau Tập đoàn Hòa Phát (HPG – Không đánh giá).

Chúng tôi tin rằng năng lực tài chính và lợi thế kỹ thuật của DGC sẽ là lợi thế trong quá trình xin cấp phép. Tính đến Q3/2024, DGC nắm giữ 249 tỷ đồng trong khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền, cùng 11.118 tỷ đồng tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn. Ngoài ra, ban lãnh đạo tiết lộ rằng Vietcombank đã cam kết cho công ty vay 14.500 tỷ đồng.

Mặc dù việc phê duyệt không được đảm bảo 100%, nhưng chúng tôi cho rằng năng lực tài chính và kỹ thuật tiên tiến của DGC sẽ là lợi thế quan trọng để nhận được các phê duyệt cho dự án.

Dự án Bauxite-Nhôm: Kết quả sẽ chỉ đến trong dài hạn. Ban lãnh đạo nhấn mạnh rằng dự án Bauxite-Nhôm cần ít nhất 2 năm để hoàn tất các thủ tục hành chính và thêm 2 năm nữa để xây dựng. Nói cách khác, dự án sẽ không đóng góp vào doanh thu của DGC trong ít nhất 4 năm tới. Do đó, chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá của mình.

Dự án chung cư Đức Giang

DGC có kế hoạch xây dựng dự án Đức Giang Residence trên phần đất văn phòng của công ty hiện tại ở phường Thượng Thanh, quận Long Biên, Hà Nội với tổng vốn đầu tư là 1,4 nghìn tỷ đồng. Dự án có diện tích 54.312 m², bao gồm một trường trung học phổ thông, 53 căn biệt thự liền kề và 3 tòa nhà chung cư với tổng cộng 831 căn hộ, bên cạnh đó còn có các khu tiện ích như hội trường, nhà hàng, sân bóng,…

Dự án sở hữu vị trí khá đắc địa khi cách trung tâm Hà Nội chỉ khoảng 9 km, cách khu đô thị phức hợp Vinhomes Riverside (do Vingroup phát triển) tại quận Long Biên 4 km và cách sân bay Nội Bài 25km.

DGC đang xin giấy phép đầu tư cho dự án, và ban lãnh đạo kỳ vọng có thể bắt đầu xây dựng vào năm 2025. Tuy nhiên, thời gian phê duyệt là rất không chắc chắn, và kế hoạch triển khai dự án đã được điều chỉnh nhiều lần. Do đó, chúng tôi cũng không đưa dự án này vào mô hình định giá.

Phân tích tài chính: KQKD 2024 trầm lắng

Kết quả kinh doanh yếu (như dự kiến) trong 9T2024...

Doanh thu của DGC trong 9T2024 chỉ tăng +1,2% YoY, đạt 7,4 nghìn tỷ đồng, một kết quả không hề ấn tượng đối với thị trường. Tuy nhiên, mức tăng trưởng yếu này chủ yếu là do hoạt động bảo trì tại các dây chuyền sản xuất P4 và WPA trong quý I, gây giảm sản lượng.

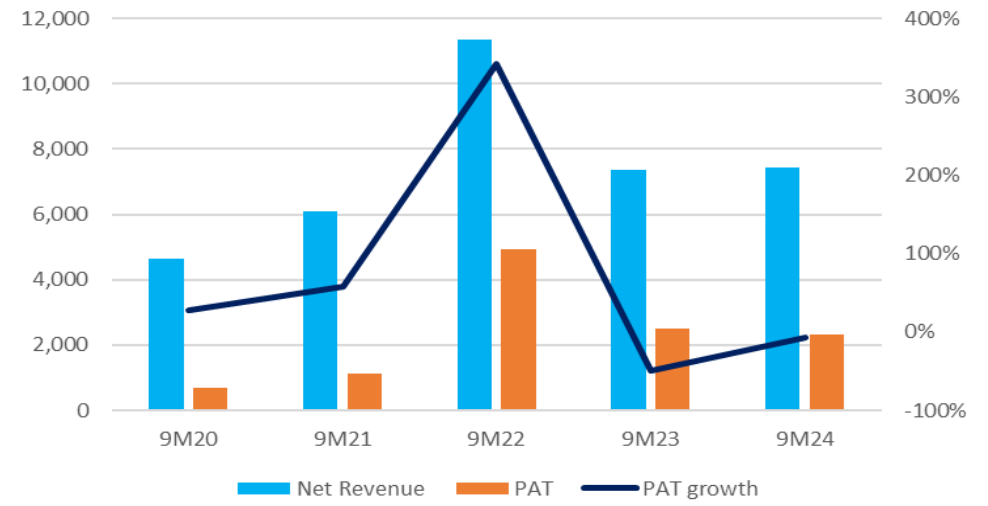
Do đó, đà tăng trưởng yếu của năm 2024 không phải là một điều bất ngờ. Doanh thu 9T2024 đạt 73% mục tiêu cả năm của DGC.

Một khó khăn ngắn hạn khác là việc đồng loạt hết hạn giấy phép khai thác tại tất cả các mỏ của DGC trong Q3/2024, làm gián đoạn nguồn cung quặng apatit. DGC cho biết công ty đang nộp đơn xin gia hạn giấy phép và kỳ vọng vấn đề thiếu quặng sẽ sớm được giải quyết.

Tuy nhiên, DGC đã tạm thời giảm sản lượng sản xuất WPA để ưu tiên quặng apatit cho các sản phẩm P4 và phân bón có biên lợi nhuận cao hơn.

Lợi nhuận sau thuế (LNST) 9T2024 giảm -7% xuống còn 2,3 nghìn tỷ đồng, đạt 75% mục tiêu cả năm của công ty. Sự sụt giảm chủ yếu do giá vốn hàng bán tăng +3% YoY, xuất phát từ chi phí điện tăng +4,5% YoY (chiếm 30%) và giá lưu huỳnh tăng +20% YoY (chiếm 10%). Lưu huỳnh là nguyên liệu chính để sản xuất axit sulfuric (H2SO4), được sử dụng trong sản xuất WPA.

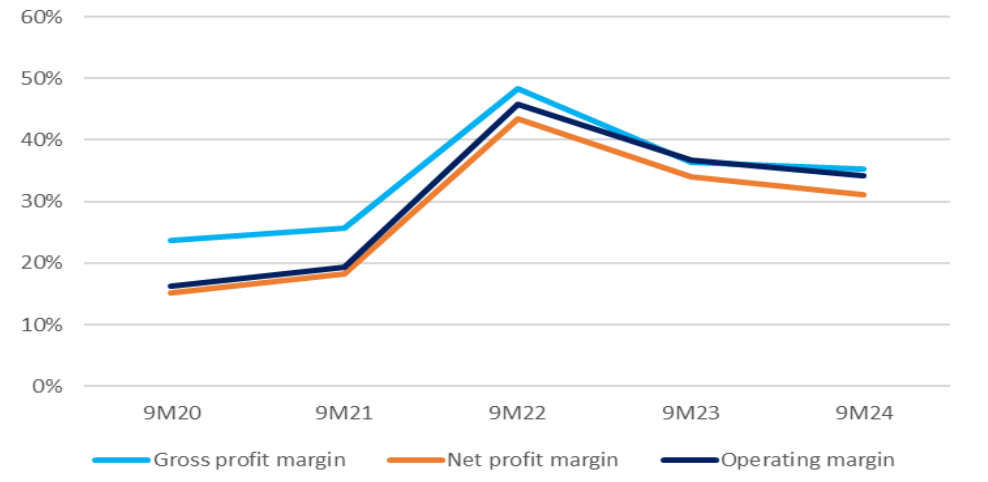
Biểu đồ 29: Tăng trưởng doanh thu thuần và LSNT chững lại trong 9T2024 (tỷ đồng)



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Những kết quả yếu kém này đã dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm -1 điểm phần trăm YoY và biên lợi nhuận ròng giảm -3 điểm phần trăm YoY trong 9T2024. Cả hai tỷ lệ trên lần lượt đạt 35% và 31%.

Biểu đồ 30: Suy giảm biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận ròng do KQKD 9T2024 suy yếu

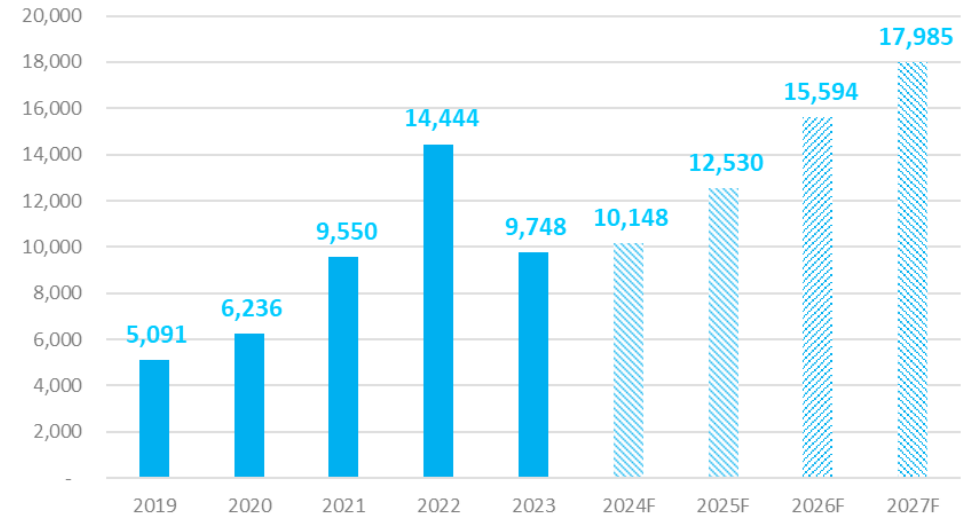


Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

... nhưng triển vọng tươi sáng hơn cho năm 2025 và những năm sau đó.

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu thuần đạt 12,5 nghìn tỷ đồng (+23% YoY) vào năm 2025, tăng đáng kể so với giả định 10,1 nghìn tỷ đồng (+4% YoY) trong năm 2024. Tăng trưởng doanh thu trong trung hạn sẽ được thúc đẩy bởi hiệu suất tích cực ở các mảng kinh doanh chính hiện có trong hai năm tới. Ngoài ra, chúng tôi giả định rằng nhà máy ethanol sẽ đạt công suất tối đa vào năm 2025.

Biểu đồ 31: Kỳ vọng đà tăng trưởng doanh thu sẽ phục hồi tích cực trong thời gian tới



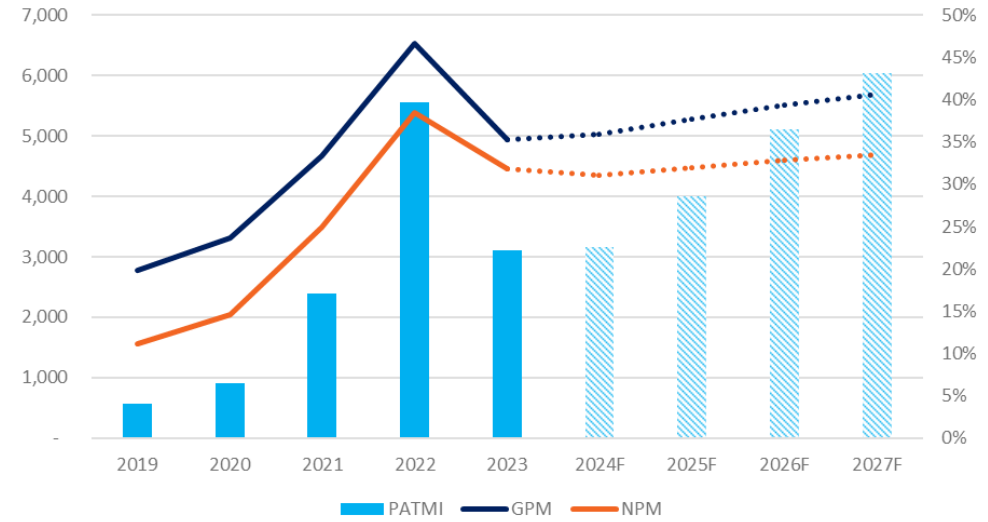
Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Biên lợi nhuận phục hồi từ năm 2025… Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ +60 điểm cơ bản YoY lên 36% vào năm 2024, được thúc đẩy bởi giá bán bình quân tăng +2% YoY, một con số khiêm tốn do nguồn cung phục hồi nhanh hơn nhu cầu. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán sẽ tăng +3% YoY do chi phí điện và lưu huỳnh cao như đã thấy trong 9T2024.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ duy trì ở mức mạnh vào năm 2025 và dự báo giá bán bình quân tăng +5% YoY, dẫn đến biên lợi nhuận gộp phục hồi thêm +2 điểm phần trăm, đạt 38% vào năm 2025. Tương tự, biên lợi nhuận ròng được dự báo giảm -1 điểm phần trăm, xuống còn 31% vào năm 2024, sau đó phục hồi với mức tương đương để đạt con số 32% vào năm 2025.

... với LNST cổ đông công ty mẹ (PATMI) cũng theo xu hướng tăng. Chúng tôi dự báo PATMI chỉ tăng nhẹ +2% YoY lên 3,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2024, sau đó phục hồi mạnh +27% YoY lên 4,0 nghìn tỷ đồng vào năm 2025.

Biểu đồ 32: Tăng trưởng PATMI chững lại trong 2024 nhưng dự kiến phục hồi +27% YoY vào 2025



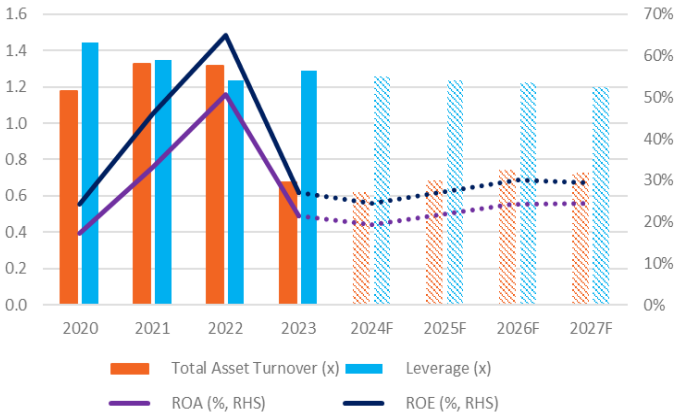
Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Tương tự, chúng tôi dự báo các tỷ suất sinh lời của DGC cũng có xu hướng tương tự. Chúng tôi dự báo ROA năm 2024 giảm nhẹ xuống 19% (-2 điểm phần trăm YoY) và ROE giảm xuống 24% (-3 điểm phần trăm YoY), chủ yếu do giả định giá vốn hàng bán tăng +3%

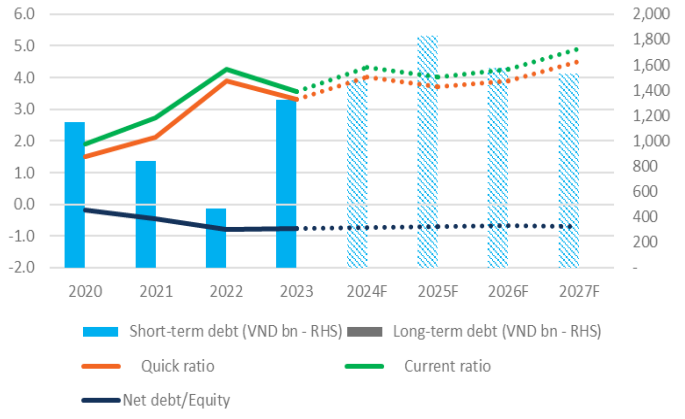
YoY. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ROA năm 2025 đạt 22% (+3 điểm phần trăm YoY) và ROE đạt 27% (+3 điểm phần trăm YoY).

Đáng chú ý, DGC có tình hình tài chính vững mạnh với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu thấp, phản ánh đòn bẩy thấp và thanh khoản dồi dào. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo các tỷ số thanh toán nhanh (Quick Ratio) và tỷ số thanh toán hiện hành (Current Ratio) sẽ giảm khi nợ ngắn hạn của DGC tăng lên để tài trợ cho dự án Nghi Sơn, trong khi nợ dài hạn vẫn bằng 0.

Biểu đồ 33: ROA và ROE giảm nhẹ …



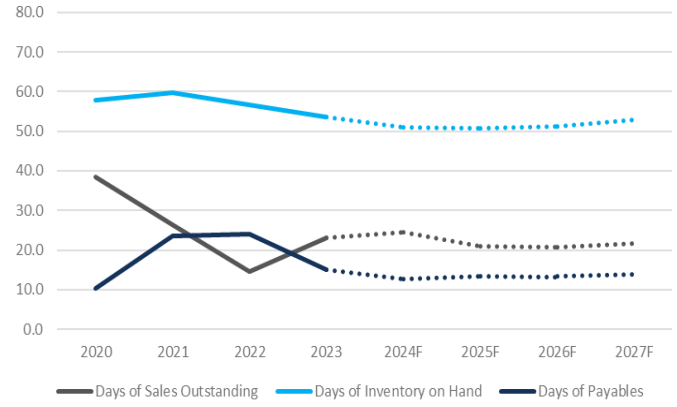
Biểu đồ 34: … nhưng thanh khoản được cải thiện



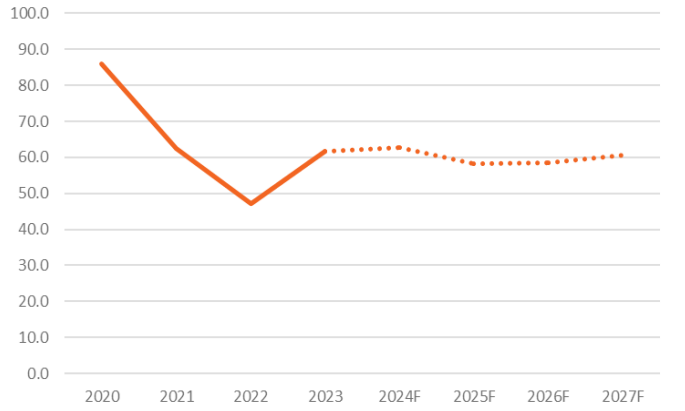
Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo vòng quay tiền mặt của DGC sẽ tăng nhẹ lên 62,8 ngày trong năm 2024, so với 61,8 ngày của năm 2023, do thời gian thu hồi tiền hàng tồn đọng (days of sales outstanding) tăng nhẹ. Tuy nhiên, tỷ lệ này có thể cải thiện vào năm 2025 nhờ nhu cầu gia tăng và môi trường kinh tế thuận lợi hơn.

Biểu đồ 35: Thời gian thu hồi tiền hàng và tồn kho chưa thanh toán giảm …



Biểu đồ 36: …giúp giảm vòng quay tiền mặt của DGC.



Nguồn: DGC, Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên. Nhìn chung, các dự báo của chúng tôi không chênh lệch đáng kể so với mức dự báo của các bên. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng nhà máy ethanol đạt công suất tối đa vào năm 2025 và dự án CAV bắt đầu đóng góp doanh thu vào năm 2026 phù hợp với quan điểm của hầu hết các bên.

Tuy nhiên, các dự báo về doanh thu và PATMI của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2025 thấp hơn một chút so với mức bình quân của các bên (nguồn: Bloomberg). Sự khác biệt có thể là do quan điểm thận trọng của chúng tôi về việc giá bán bình quân sẽ không phục hồi nhanh chóng và giá vốn hàng bán vẫn sẽ ở mức cao, do dự báo giá điện và giá lưu huỳnh sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2025.

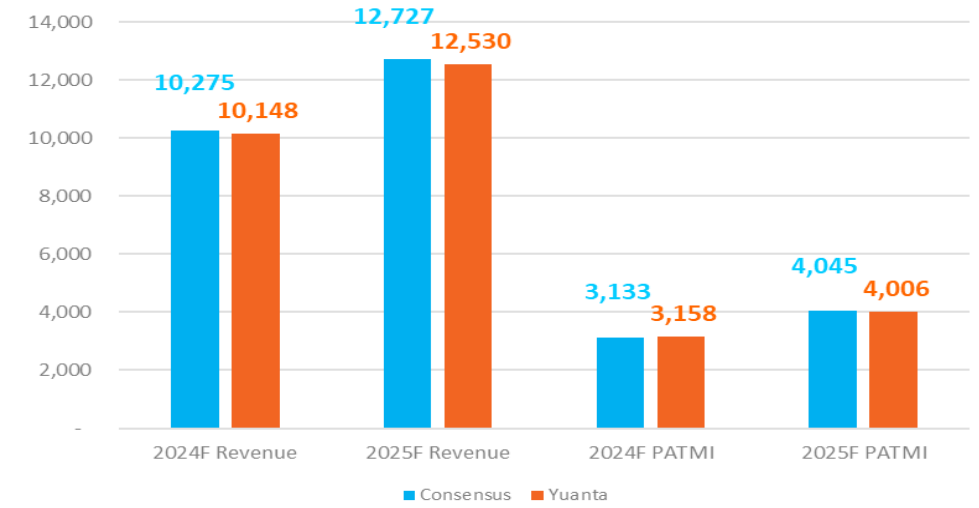
Tại sao giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn so với các bên? Mặc dù dự báo KQKD trong ngắn hạn của chúng tôi thấp hơn một chút so với các bên, giá mục tiêu dựa trên giá trị hợp lý của chúng tôi lại cao hơn 3% so với mức bình quân của 12 chuyên viên phân tích bên bán theo số liệu của Bloomberg (130.343 đồng/cp, tính đến ngày 09/01).

Bỏ qua các khác biệt tiềm ẩn về tỷ lệ chiết khấu, giá trị hợp lý của chúng tôi cao hơn so với các bên có thể là sự phản ánh của phương pháp định giá DCF, vốn tập trung nhiều hơn vào dòng tiền dài hạn thay vì các hệ số định giá ngắn hạn.

Sự khác biệt này có thể đến từ quan điểm tích cực hơn của chúng tôi về triển vọng dài hạn cho mảng kinh doanh P4, chiếm khoảng 45% doanh thu dự kiến đến năm 2030.

Ngược lại, chúng tôi không dự phóng mức tăng trưởng đáng kể cho mảng pin (chỉ chiếm 1-2% doanh thu giai đoạn 2024-2030) và không đưa vào mô hình định giá bất kỳ doanh thu nào từ mảng bauxite/nhôm và dự án bất động sản.

Biểu đồ 37: Yuanta vs các bên

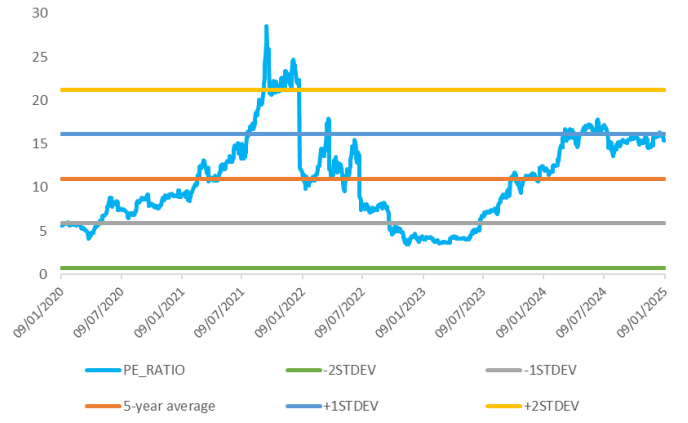


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

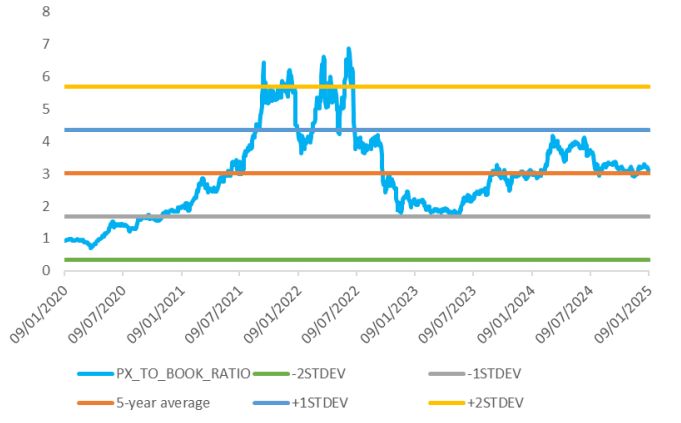
Quan điểm của chúng tôi về giá cổ phiếu. Giá cổ phiếu của DGC đã tăng +24% YoY, cao hơn 15 điểm phần trăm so với hiệu suất của VNIndex trong cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng mức hiệu suất mạnh mẽ này là hợp lý nhờ các nền tảng cơ bản vững chắc của công ty và tiềm năng tăng trưởng tích cực ở các mảng kinh doanh cốt lõi, cùng các dự án quy mô lớn trong tương lai.

Tuy nhiên, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức +1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm, cho thấy rủi ro ngắn hạn về việc định giá có thể đang cao. Dù vậy, điều này phản ánh phần nào đà tăng trưởng lợi nhuận yếu trong năm 2024; tỷ lệ P/E dự phóng năm 2025 của cổ phiếu ở mức hợp lý hơn là 11,3x, đặc biệt khi xét đến dự báo tăng trưởng EPS +27% YoY, dẫn đến tỷ lệ PEG năm 2025 chỉ ở mức 0,4x.

Biểu đồ 38: P/E lịch sử 5 năm của DGC



Biểu đồ 39: P/B lịch sử 5 năm của DGC



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Định giá và Rủi ro

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu với giá mục tiêu 134.074 đồng/ cổ phiếu, được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (70%) và so sánh P/E (30%), tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 22%, bao gồm mức tăng giá cổ phiếu 19,5% và tỷ suất cổ tức tiền mặt thêm 2,7%.

Định giá

Giá mục tiêu 134.074 đồng/ cổ phiếu của chúng tôi được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (70%) và so sánh P/E (30%).

Bảng 3. Bảng định giá

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Trọng số	Tăng giá
FCFF	138.169	70%	23,1%
Hệ số P/E	124.519	30%	11,0%
Kết quả	134.074	100%	19,5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Giả định dựa trên phương pháp FCFF của chúng tôi bao gồm WACC là 11,7%. Việc định giá thận trọng này dựa trên chi phí nợ là 3,7%, chi phí vốn chủ sở hữu là 13,7% và mức tăng trưởng bền vững (terminal growth) khiêm tốn là 3%.

Bảng 4. Định giá FCFF

FCFF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	2,846	3,025	3,962	5,188	6,211	7,157	7,958	8,404	9,069	9,801
Less: Tax	(247)	(251)	(319)	(408)	(484)	(553)	(865)	(913)	(984)	(1,061)
add: Depreciation	358	388	462	492	524	557	592	628	666	706
less: FCInvestment (Cap	(250)	(690)	(1,680)	(680)	(189)	(199)	(209)	(219)	(230)	(242)
less: WCInvestment	(24)	(485)	(102)	(103)	(85)	(77)	(46)	(14)	(30)	(31)
Free cash flow	2,682	1,987	2,323	4,489	5,977	6,885	7,429	7,886	8,491	9,174
Present value	**2,682**	**1,785**	**1,868**	**3,233**	**3,855**	**3,977**	**3,843**	**3,654**	**3,523**	**3,409**
Present value FCF 2024E–	21,243	22,215	23,953							
Terminal value	45,704	43,447	41,895							
PV of terminal value	23,643	20,129	17,383							
Total present value	44,886	42,343	41,336							
less: debt	(1,328)	(1,478)	(1,828)							
Add: cash	10,403	11,722	12,966							
Equity value	53,961	52,587	52,474							
Outstanding shares (000)	380	380	380							
Intrinsic value/share	**142,085**	**138,468**	**138,169**							

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tin rằng DGC sẽ mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội tiếp cận câu chuyện tăng trưởng tích cực trong dài hạn, nhờ vào vị thế dẫn đầu trong ngành phốt pho tại Việt Nam cùng với tiềm năng tăng trưởng từ các dự án đầy triển vọng như dự án CAV và (trong *rất* dài hạn) dự án bauxite-nhôm.

Triển vọng tích cực này đã được phản ánh trong mô hình định giá của chúng tôi, với các dự phóng dòng tiền đến năm 2032. Bảng dưới đây thể hiện độ nhạy của kết quả định giá dựa trên FCFF với các giả định khác nhau về WACC và mức tăng trưởng bền vững.

Bảng 5. Phân tích độ nhạy

		Terminal growth				
	138,169	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	9.7%	166,191	171,243	177,050	183,792	191,718
	10.7%	147,120	150,548	154,422	158,833	163,903
WACC	11.7%	133,033	135,461	138,169	141,209	144,645
	12.7%	121,089	122,804	124,695	126,792	129,130
	13.7%	111,895	113,146	114,515	116,017	117,674

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Ngoài ra, chúng tôi áp dụng hệ số PE mục tiêu là 12,6x cho năm 2025, tương đương với mức trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực. Một lần nữa, chúng tôi cho rằng cách tiếp cận này là thận trọng, vì dự báo ROE của chúng tôi (24,3% năm 2024 và 27,2% năm 2025) cao hơn đáng kể so với ước tính trung vị của thị trường đối với các công ty cùng ngành trong khu vực (12,1% cho năm 2024 và 13,3% cho năm 2025, theo Bloomberg).

Một lần nữa, chúng tôi tin rằng mức định giá này là hợp lý nhờ triển vọng tích cực từ các dự án quy mô lớn trong tương lai và vị thế dẫn đầu ngành của DGC.

Bảng 6: P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực

Ticker	Country	Name	Market Cap (USD)	Gross Margin (%)	Operating Margin (%)	Est 2024E P/E (x)	Est 2025E P/E (x)	5 Year AVR P/E	Est 2024E ROE (%)	Est 2025E ROE (%)	Current Net debt/ Equity
600141	CHINA	HUBEI XINGFA CHEMICALS GRP-A	3,264	16.2	6.9	13.2	10.8	15.8	8.3	9.5	48.2
688005	CHINA	NINGBO RONBAY NEW ENERGY T-A	1,963	8.6	4.2	54.5	24.2	75.2	3.0	6.8	67.5
000422	CHINA	HUBEI YIHUA CHEMICAL INDUS-A	1,749	12.7	4.7	12.8	10.4	16.4	14.3	15.8	74.7
DFPC	INDIA	DEEPAK FERTILISERS & PETRO	1,700	--	11.2	15.5	13.8	8.5	15.9	15.6	64.8
FINEORG	INDIA	FINE ORGANIC INDUSTRIES LTD	1,579	--	22.5	30.0	28.3	38.5	21.5	19.7	Net cash
688779	CHINA	MINMETALS NEW ENERGY MATERIA	1,324	4.4	(1.5)	--	29.6	--	1.8	3.9	19.1
002539	CHINA	CHENGDU WINTRUE HOLDING CO-A	1,271	10.2	4.8	10.7	8.6	13.6	9.9	11.0	88.1
RCF	INDIA	RASHTRIYA CHEMICALS & FERT	1,082	--	1.7	--		12.6	--	--	63.9
002386	CHINA	YIBIN TIANYUAN GROUP CO -A	787	3.3	0.2	--	--	56.9	--	--	68.5
DCM	VIETNAM	PETROVIETNAM CA MAU FERTILIZ	719	16.2	5.4	12.4	10.4	11.6	14.7	16.4	Net cash
DPM	VIETNAM	PETROVIETNAM FERT & CHEMICAL	540	12.2	2.2	18.8	14.0	13.8	6.9	9.1	Net cash
CSV	VIETNAM	SOUTH BASIC CHEMICALS JSC	192	25.8	15.7	--	--	7.3	--	--	Net cash
Median			**1,324**	**12.4**	**4.8**	**14.4**	**12.6**	**14.3**	**12.1**	**13.3**	**66.1**
DGC	VIETNAM	DUC GIANG CHEMICALS JSC	1,776	35.3	29.2	14.4	11.3	14.8	24.3	27.2	Net cash

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 09/01, 2025)

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

Giá P4 giảm mạnh. Như đã đề cập ở trên, P4 là sản phẩm cốt lõi của DGC, và chúng tôi dự báo P4 sẽ đóng góp khoảng 45% doanh thu hàng năm giai đoạn 2024-2030. P4 cũng là nguyên liệu chính để sản xuất H3PO4, chiếm 22% doanh thu năm 2023 nhưng có khả năng giảm xuống mức thấp hơn trong các năm tới. Do đó, bất kỳ sự sụt giảm nào về nhu cầu và/hoặc giá P4 đều là rủi ro chính đối với dự báo doanh thu, lợi nhuận, cũng như các ước tính giá trị hợp lý của thị trường đối với DGC.

Biến động tỷ giá. 78% doanh thu của DGC đến từ xuất khẩu, chủ yếu được ghi nhận bằng đồng USD. Tuy nhiên, sự biến động của tỷ giá USD có thể ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực đến hiệu quả tài chính của công ty. Dù vậy, chúng tôi không xem đây là rủi ro mang tính cấu trúc. Thêm vào đó, bảng cân đối kế toán của DGC có khả năng giảm thiểu rủi ro từ biến động tỷ giá nhờ nắm giữ một lượng tiền mặt bằng ngoại tệ (3,7 triệu USD tính đến cuối Q2/2024).

Chậm tiến độ dự án CAV. Chúng tôi dự báo dự án CAV sẽ bắt đầu xây dựng vào tháng 02/2025, và ghi nhận lợi nhuận từ Q2/2026. Do đó, bất kỳ sự chậm trễ nào trong tiến độ dự án đều có thể ảnh hưởng đến triển vọng doanh thu và lợi nhuận trong trung và dài hạn của DGC.

Chất xúc tác tăng giá cổ phiếu. Chúng tôi chưa đưa bất kỳ giá trị/lợi nhuận/dòng tiền nào từ kế hoạch pin lithium, dự án bất động sản, hoặc mảng kinh doanh bauxite-nhôm vào mô hình định giá. Tuy nhiên, chúng tôi xem những mảng này là chất xúc tác tăng giá tiềm năng nếu DGC nhận được các phê duyệt hành chính sớm hơn dự kiến, qua đó hỗ trợ giá cổ phiếu.

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	**9,748**	**10,148**	**12,530**	**15,594**	**17,985**
Yellow phosphorus	*3,692*	*4,454*	*5,612*	*6,869*	*8,058*
Thermal phosphoric acid (HPO)	*2,166*	*1,519*	*1,932*	*2,253*	*2,627*
Wet-processed phosphoric acid (WPA)	*1,274*	*265*	*449*	*547*	*638*
Fertilizers	*1,353*	*2,358*	*1,895*	*2,147*	*2,399*
Feed additives	795	919	1,023	1,125	1,178
Others	*468*	*633*	*1,619*	*2,652*	*3,085*
Cost of goods sold	(6,308)	(6,507)	(7,805)	(9,454)	(10,677)
Gross profits	**3,440**	**3,641**	**4,726**	**6,139**	**7,308**
Operating expenses	(594)	(615)	(764)	(951)	(1,097)
Operating profits	**2,846**	**3,025**	**3,962**	**5,188**	**6,211**
Net interest expenses	641	528	551	584	626
Net investments income/(loss)	–	–	–	–	–
Net other incomes	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
Pretax profits	**3,485**	**3,552**	**4,511**	**5,770**	**6,834**
Income taxes	(243)	(251)	(319)	(408)	(484)
Minority interests	142	143	186	241	314
Net profits	**3,100**	**3,158**	**4,006**	**5,120**	**6,037**
EBITDA	3,204	3,414	4,424	5,680	6,735
EPS (VND)	**7,673**	**7,816**	**9,916**	**12,672**	**14,942**

KEY RATIOS					
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Growth (% YoY)					
Sales	-32.5%	4.1%	23.5%	24.4%	15.3%
Yellow phosphorus	*-53.6%*	*20.6%*	*26.0%*	*22.4%*	*17.3%*
Thermal phosphoric acid (HPO)	*43.5%*	*-29.9%*	*27.2%*	*16.6%*	*16.6%*
Wet-processed phosphoric acid (WPA)	*-28.0%*	*-79.2%*	*69.6%*	*21.9%*	*16.6%*
Fertilizers	*-29.1%*	*74.3%*	*-19.6%*	*13.3%*	*11.7%*
Feed additives	*-17.8%*	*15.5%*	*11.4%*	*9.9%*	*4.8%*
Others	*40.5%*	*35.3%*	*155.6%*	*63.8%*	*16.3%*
Operating profit	-52.6%	6.3%	30.9%	31.0%	19.7%
EBITDA	-49.0%	6.6%	29.6%	28.4%	18.6%
Net profit	-44.3%	1.9%	26.9%	27.8%	17.9%
EPS (VND)	-44.3%	1.9%	26.9%	27.8%	17.9%
Profitability ratio (%)					
Gross margin	35.3	35.9	37.7	39.4	40.6
Operating margin	29.2	29.8	31.6	33.3	34.5
EBITDA margin	32.9	33.6	35.3	36.4	37.4
Net margin	31.8	31.1	32.0	32.8	33.6
ROA	21.4	19.3	21.9	24.4	24.5
ROE	27.1	24.3	27.2	30.0	29.3
Stability					
Net debt/equity (%)	-75.5	-73.6	-71.4	-66.0	-68.6
Int. coverage (x)	89.1	53.9	59.9	76.2	99.9
Int. &ST debt coverage (x)	3.3	2.2	2.5	3.2	4.2
Cash conversion days	61.8	62.8	58.0	58.6	60.5
Current ratio (X)	3.6	4.3	4.0	4.3	4.9
Quick ratio (X)	3.3	4.0	3.7	3.9	4.5
Net cash/(debt) (VND mn)	9,075	10,244	11,138	12,262	15,535
Efficiency					
Days receivable outstanding	23.1	24.4	20.9	20.8	21.5
Days inventory outstanding	53.7	51.0	50.5	51.1	52.8
Days payable outstanding	14.9	12.6	13.4	13.3	13.8

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total assets	**15,536**	**17,111**	**19,433**	**22,502**	**26,788**
Cash & cash equivalents	1,061	1,550	2,255	2,561	5,190
ST Investment	9,342	10,172	10,711	11,279	11,877
Accounts receivable	1,130	1,062	1,217	1,415	1,570
Inventories	855	963	1,197	1,450	1,638
Other current assets	80	79	79	79	79
Net fixed assets	2,144	2,362	2,978	4,631	5,279
Others	926	923	995	1,087	1,155
Total liabilities	**3,509**	**3,198**	**3,836**	**3,933**	**4,145**
Current liabilities	3,493	3,198	3,835	3,933	4,145
Accounts payable	190	260	312	378	427
ST debts	1,328	1,478	1,828	1,578	1,532
Long-term liabilities	16	0	0	0	0
Long-term debts	–	–	–	–	–
Others	16	0	0	0	0
Shareholder's equity	**12,027**	**13,912**	**15,598**	**18,568**	**22,643**
Share capital	3,798	3,798	3,798	3,798	3,798
Treasury stocks	(0)	(0)	(0)	(0.0)	(0.0)
Others	123	415	668	972	1,336
Retained earnings	5,989	7,566	8,964	11,593	15,261
Minority interest	**330**	**347**	**381**	**420**	**462**

CASH FLOW (VND bn)					
FY (VND'bn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2026E
Operating cash flow	**4,523**	**3,494**	**3,570**	**4,856**	**5,946**
Net income	3,100	3,158	4,006	5,120	6,037
Dep, & amortisation	358	388	462	492	524
Change in working capital	(24)	(485)	(102)	(103)	(85)
Others	1,089	432	(796)	(653)	(530)
Investment cash flow	**(4,719)**	**(2,015)**	**(2,076)**	**(3,160)**	**(2,132)**
Net capex	(816)	(250)	(690)	(1,680)	(680)
Change in LT investment	(287)	3	(72)	(91)	(68)
Change in other assets	(3,616)	(1,767)	(1,313)	(1,389)	(1,383)
Cash flow after invt.	(196)	1,479	1,494	1,696	3,814
Financing cash flow	**(279)**	**(989)**	**(789)**	**(1,389)**	**(1,186)**
Change in share capital	–	–	–	–	–
Net change in debt	860	150	350	(250)	(46)
Change in other LT liab.	(1,139)	(1,139)	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Net change in cash flow	**(475)**	**489**	**705**	**306**	**2,629**
Beginning cash flow	1,535	1,061	1,550	**2,255**	**2,561**
Ending Cash Balance	**1,061**	**1,550**	**2,255**	**2,561**	**5,190**

KEY METRICS					
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
PE (x)	14.6	14.4	11.3	8.9	7.5
Diluted PE (x)	14.6	14.4	11.3	8.9	7.5
PB (x)	3.5	3.1	2.7	2.3	1.9
EBITDA/share	8,436	8,989	11,649	14,957	17,733
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Dividend yield (%)	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA (x)	10.5	9.5	7.1	5.3	4.0
EV/EBIT (x)	11.8	10.7	7.9	5.8	4.4

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification
Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions
BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.
HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.
HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.
SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.
Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.
Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer
 The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Binh Truong
Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu
Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
di.luu@yuanta.com.vn

An Nguyen
Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3958)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Hien Le
Sales Trader
hien.le@yuanta.com.vn

Vi Truong
Sales Trader
vi.truong@yuanta.com.vn

Dat Bui
Sales Trader
dat.bui@yuanta.com.vn