

## Báo cáo Ngành Sản xuất Phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất  
Ngày Báo cáo 17/09/2025

Đỗ Công Anh Tuấn  
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương  
Phó Giám đốc

## Giá urê cao hơn hỗ trợ mở rộng biên LN gộp của DPM/DCM

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo giá urê Trung Đông năm 2025 lên mức 435 USD/tấn (+29% YoY) do giá bán trung bình 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025) đạt mức cao hơn dự kiến là 435 USD/tấn. Điều này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi rằng giá bán trung bình quý 4 sẽ đạt mức xấp xỉ 435 USD/tấn (+20% YoY, -12% QoQ), đồng thuận với dự báo hiện tại của CME.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026–29 lên mức 420 USD/tấn (thấp hơn 3% so với dự báo năm 2025 nhưng cao hơn 22% so với mức trung bình giai đoạn 2015–24), nhờ được thúc đẩy bởi mức giá bán trung bình cao hơn dự kiến trong 9T 2025 và chính sách thương mại thắt chặt hơn—bao gồm việc áp thuế nhập khẩu cao hơn (trong đó có thuế EU áp lên Nga – mức thuế này sẽ tăng dần từ mức 6,5% lên gần 100% đến năm 2028, và bắt đầu hiệu lực từ ngày 01/07/2025), và việc Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) sẽ làm tăng thêm 20–120 USD/tấn vào giá bán trung bình. Hơn nữa, các nhà sản xuất trong nước như DCM và DPM vẫn tiếp tục tái khẳng định triển vọng tích cực trong nhiều năm tới, qua đó cung cấp sự hỗ trợ để giá bán tiếp tục duy trì mức nền cao. Ngược lại, tác động tiêu cực từ việc Trung Quốc nối lại hoạt động xuất khẩu có vẻ sẽ không nghiêm trọng như lo ngại, do nước này đã quy định mức giá sàn FOB ở mức 370–470 USD/tấn (trang 3).

Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng 12%/10% giá định giá bán urê trung bình giai đoạn 2025–29 của DCM/DPM, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức giá bán ước tính cao hơn dự kiến trong 9T 2025 (lần lượt cao hơn 10%/4% so với dự báo năm 2025 trước đó cho DCM/DPM), và (2) mức tăng 10% đối với giá định giá urê Trung Đông. Chúng tôi ước tính giá bán urê trung bình trong nước của DCM/DPM lần lượt tăng mạnh 14%/13% YoY trong 9T 2025 sau khi giá bán quốc tế ghi nhận mức tăng đột biến.

Theo chính sách thuế giá trị gia tăng (GTGT) 5% mới có hiệu lực từ ngày 01/07/25, tác động tích cực dự kiến sẽ được phản ánh từ nửa cuối năm 2025: các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng các nhà sản xuất trong nước sẽ được hưởng lợi nhờ khấu trừ chi phí đầu vào, và sở hữu lợi thế cạnh tranh so với urê nhập khẩu. Chúng tôi ước tính khoản tiết kiệm thuế GTGT của DCM sẽ lần lượt ở mức 150/270 tỷ đồng trong các năm 2025/26 (chiếm khoảng 7%/10% LNTT) và của DPM là 140/270 tỷ đồng trong các năm 2025/26 (chiếm khoảng 10%/15% LNTT).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 14,5% giá mục tiêu lên mức 46.600 đồng/cp và duy trì khuyến nghị MUA đối với DCM. Mức tăng này được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 14,1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 (lần lượt thay đổi +18,5%/+13,7%/+17,8%/+11,7%/+9,6% cho các năm 2025/26/27/28/29). Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 chủ yếu xuất phát từ mức tăng trung bình 12% đối với dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025–29, do (1) chúng tôi nâng 10% dự báo giá urê Trung Đông và (2) giá bán trung bình 9T 2025 ghi nhận ở mức cao hơn dự kiến.

DCM hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 9,0x, thấp hơn 24% so với P/E trung bình 5 năm của công ty; EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 4,1x, thấp hơn 30% so với mức trung bình 5 năm của nhóm các công ty cùng ngành là 5,9x.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 21,3% giá bán trung bình lên mức 29.000 đồng/cp và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với DPM. Mức tăng của chúng tôi đối với giá mục tiêu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 (lần lượt thay đổi +19,5%/+14,0%/+7,5%/+20,9%/+23,2% cho các năm 2025/26/27/28/29). Các điều chỉnh trong dự báo chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trung bình 10% đối với dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025–29, do (1) chúng tôi nâng 10% dự báo giá urê Trung Đông, kết hợp với (2) giá bán trung bình 6T 2025 và giá bán trung bình ước tính của quý 3 đạt mức cao hơn dự kiến.

DPM sở hữu định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 15,0x, tương ứng với mức PEG là 0,7 dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2026–28 là 23%.

Rủi ro: Giá urê năm 2026 thấp hơn dự kiến/ xung đột Nga–Ukraine kết thúc.

Yếu tố hỗ trợ: Giá dầu năm 2026 thấp hơn dự kiến.

Hình 1: Các công ty phân bón – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH triệu USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB30N, tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DCM	MUA	774	75,6	49,0	327	8,4	39.700	46.600	9/17/25	17,4	5,0	22,4
DPM	KQ	712	59,6	50,0	304	4,5	27.400	29.000	9/17/25	5,8	4,4	10,2

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 15/09/2025)

Hình 2: Các công ty phân bón – Định giá tóm tắt (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt x	P/E 2024 x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	EV/EBITDA 2025F x	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất %
DCM	39.700	28,0	43,6	24,0	13,1	16,1	11,2	9,0	5,5	19,1	2,1	-90,3
DPM	27.400	3,5	101,4	38,1	26,4	41,7	20,7	15,0	8,0	9,5	1,6	-72,1

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 15/09/2025)

## Tóm tắt các thay đổi dự báo

Hình 3: Dự báo giá bán urê trung bình và lợi nhuận ròng của DPM

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025-2029F
<b>Giá bán urê trung bình (đồng/kg)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	9.616	10.989	10.877	11.208	11.774	12.001	11.370
- Dự báo trước đây		10.485	10.087	10.087	10.425	10.618	10.340
- Thay đổi		4,8%	7,8%	11,1%	12,9%	13,0%	10,0%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Tổng cộng</b>
- Dự báo mới	538	1.083	1.496	1.964	2.259	2.407	9.208
- Dự báo trước đây		907	1.312	1.826	1.869	1.954	7.868
- Thay đổi		19,5%	14,0%	7,5%	20,9%	23,2%	17,0%

Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 4: Dự báo giá bán urê trung bình và lợi nhuận ròng của DCM

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025-2029F
<b>Giá bán urê trung bình (đồng/kg)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	9.569	10.716	10.612	11.053	11.276	11.349	11.001
- Dự báo trước đây		9.747	9.577	9.581	10.050	10.185	9.828
- Thay đổi		9,9%	10,8%	15,4%	12,2%	11,4%	11,9%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Tổng cộng</b>
- Dự báo mới	1.420	2.039	2.528	2.787	2.429	2.556	12.339
- Dự báo trước đây		1.721	2.224	2.366	2.174	2.333	10.818
- Thay đổi		18,5%	13,7%	17,8%	11,7%	9,6%	14,1%

Nguồn: DCM, Vietcap

## Cập nhật ngành

### Thị trường urê toàn cầu

#### Giá Urê Trung Đông tăng nhờ liên tục ghi nhận diễn biến tích cực

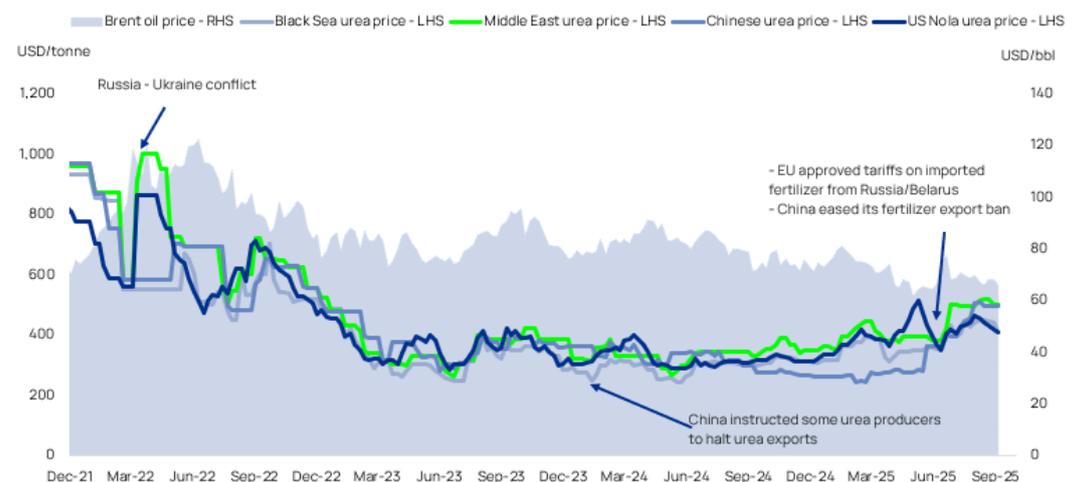
Trong 9T 2025, giá urê Trung Đông tăng mạnh 31% YoY lên mức 435 USD/tấn, chủ yếu nhờ (1) nguồn cung khan hiếm (Iran/Ai Cập/EU), (2) nhu cầu cao từ Ấn Độ và (3) căng thẳng địa chính trị kéo dài.

Tính từ đầu quý 3 đến nay, giá urê Trung Đông tiếp tục leo thang, đạt 492 USD/tấn (+44% YoY, +23% QoQ), nhờ được thúc đẩy bởi việc (1) nguồn cung tiếp tục hạn chế và (2) nhu cầu tại Ấn Độ ghi nhận ở mức cao (giá thầu tối thiểu khoảng 460 USD); các yếu tố này lấn át (3) tác động từ việc Trung Quốc nối lại hoạt động xuất khẩu urê từ tháng 6 (tháng 6 và 7 đạt 633.000 tấn, tăng gấp 4,2 lần YoY; 7T 2025: 633.000 tấn, gấp 3 lần YoY từ mức nền cực thấp ghi nhận trong năm 2024).

Chúng tôi tăng 10% dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2025–29 từ mức 383 USD trước đó lên mức 423 USD/tấn. Trong đó:

- **Chúng tôi tăng 10% dự báo giá urê Trung Đông năm 2025** lên mức 435 USD/tấn (+29% YoY), do giá bán 9T 2025 đạt mức cao hơn dự kiến (435 USD/tấn). Điều này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi rằng giá bán trung bình quý 4 sẽ rơi vào khoảng 435 USD/tấn (+20% YoY, -12% QoQ), được hỗ trợ bởi báo cáo đồng thuận hiện tại của CME.
- Chúng tôi tăng 10% giá trung bình giai đoạn 2026–29 lên mức 420 USD/tấn (thấp hơn 3% so với dự báo năm 2025, nhưng cao hơn 22% so với mức trung bình giai đoạn 2015–24), nhờ được thúc đẩy bởi:
  - **Mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong năm 2025 và sự gia tăng của các rào cản thương mại:** Thuế quốc tế áp lên phân bón nhập khẩu ghi nhận mức tăng (bao gồm việc EU tăng thuế với Nga và cơ chế CBAM), trong đó CBAM được ước tính làm tăng giá nhập khẩu lên thêm 20–120 USD/tấn, trong bối cảnh nguồn cung bị hạn chế.
  - **Tác động từ việc Trung Quốc nối lại xuất khẩu được đánh giá ít nghiêm trọng hơn lo ngại:** Giá bán toàn cầu vẫn được nâng đỡ bởi mức sàn FOB do Trung Quốc quy định trong khoảng 370–470 USD/tấn, qua đó giúp hạn chế áp lực giảm giá.
  - **Quan điểm tích cực về ngành:** Các nhà sản xuất trong nước như DCM và DPM đều tái khẳng định triển vọng giá tích cực trong nhiều năm tới, qua đó củng cố kỳ vọng về một mặt bằng giá duy trì ở mức cao.

Hình 5: Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá urê là dữ liệu hàng tuần và tính đến ngày 05/09/2025)

## Triển vọng năm 2026: Mặt bằng giá giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao

Trung Quốc đã nối lại hoạt động xuất khẩu phân bón từ tháng 6/2025 theo cơ chế hạn ngạch và mức sàn giá xuất khẩu tối thiểu, qua đó gây áp lực giảm giá lên giá urê quốc tế nhưng tác động nhìn chung khá hạn chế. Các nguồn tin trong ngành ước tính hạn ngạch xuất khẩu năm 2025 sẽ rơi vào khoảng 2 triệu tấn, tương đương khoảng 46% mức trung bình giai đoạn 2017–23.

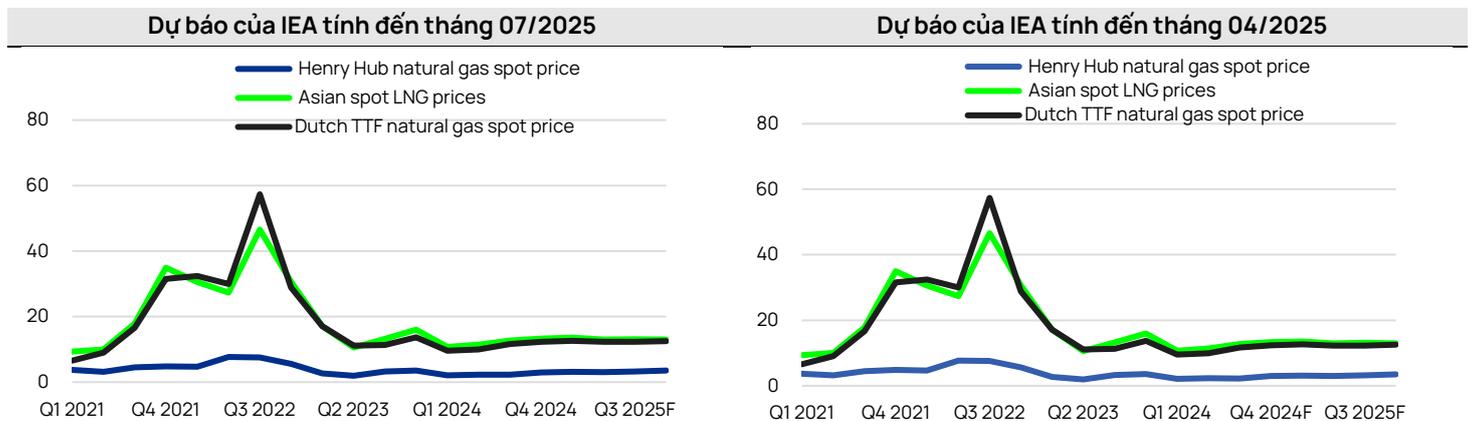
Nga đã xuất khẩu 26,1 triệu tấn phân bón trong 7T 2025 (+7% YoY) và vẫn giữ mục tiêu xuất khẩu cho cả năm 2025 ở mức 44 triệu tấn (+5% YoY). Lộ trình cung ứng ổn định và dễ dự đoán từ Nga cho đến nay vẫn chỉ tạo áp lực hạn chế lên giá bán toàn cầu.

Trong khi đó, Campuchia và Thái Lan đã đạt được thỏa thuận ngừng bán từ ngày 28/7 sau các cuộc đụng độ biên giới. Nếu xung đột kéo dài hoặc tái bùng phát, nhu cầu nhập khẩu urê của Campuchia có thể sẽ phải chịu áp lực trong ngắn hạn (đặc biệt là từ DCM). Tuy nhiên, rủi ro này nhìn chung vẫn nằm trong tầm kiểm soát, do DCM tiếp tục đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang Australia, New Zealand và Brazil.

Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo giá urê tại Trung Đông sẽ giảm nhẹ khoảng 3% YoY (xuống còn 420 USD/tấn), chủ yếu phản ánh mức tăng YoY đối với nguồn cung từ Trung Quốc.

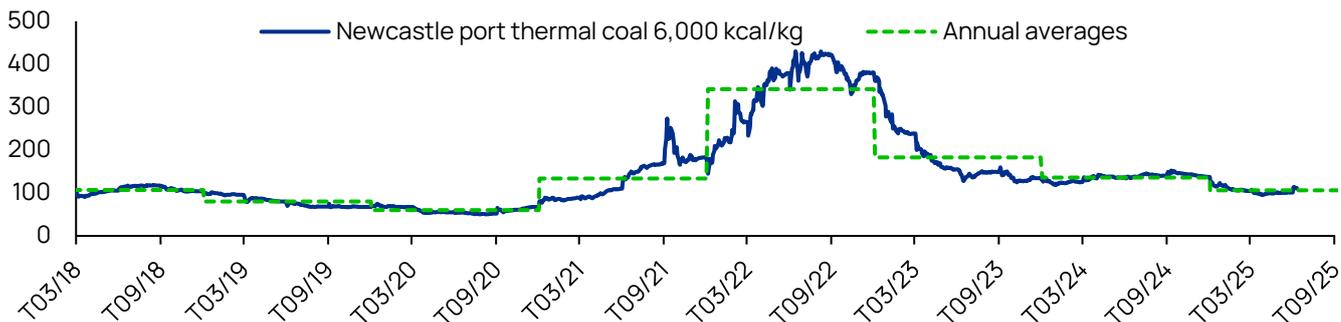
**Chi phí đầu vào:** Trong báo cáo tháng 7/2025, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) tiếp tục giữ nguyên dự báo rằng giá khí các năm 2025/26 sẽ tăng/duy trì ổn định YoY. Ngược lại, theo báo cáo đồng thuận của Bloomberg, giá than trong giai đoạn 2025/26 tiếp tục được dự báo sẽ giảm/đi ngang YoY.

Hình 6: Dự báo giá khí của IEA (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

Hình 7: Giá FOB của than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg) - USD/tấn



USD/tấn	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD
Trung bình hàng năm	87	107	80	60	134	342	183	136	106
%YoY	35%	22%	-25%	-25%	123%	155%	-47%	-25%	-19%

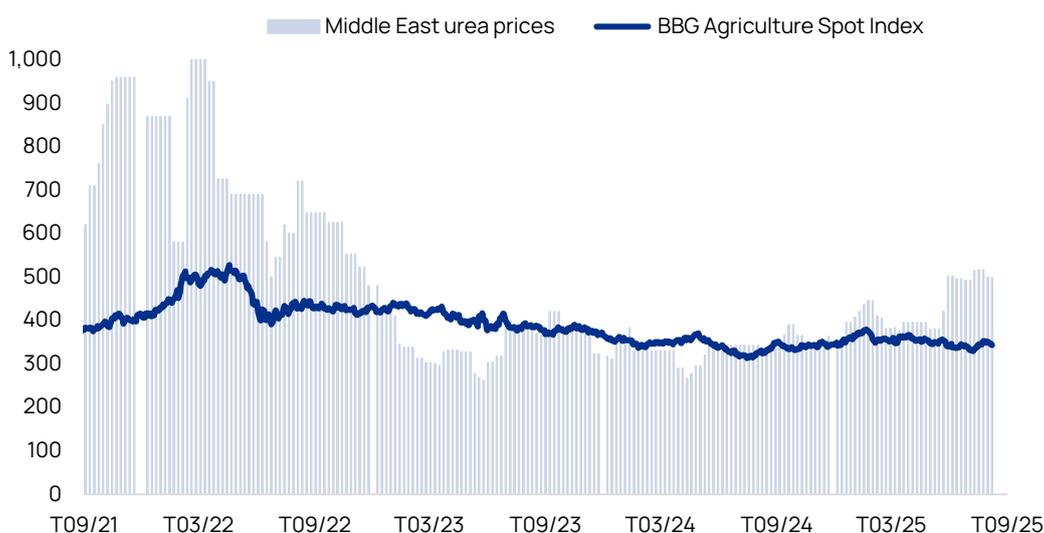
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá FOB chưa bao gồm chi phí vận chuyển và thuế GTGT; dữ liệu tính đến ngày 09/07/2025)

Hình 8: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg)

USD/tấn	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Báo cáo đồng thuận của Bloomberg (trung vị)</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>103</b>	<b>117</b>	<b>114</b>
Thay đổi YoY (%)	-21%	3%	-7%	14%	-3%
Báo cáo đồng thuận trước đây (tháng 04/2025)	107	108	105	116	114
<b>Báo cáo mới so với báo cáo trước đây</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>-2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
<b>Doanh nghiệp đóng góp</b>					
BMI, a Fitch Solutions company	100	95	90	87	85
Westpac Banking Corp	106	109	113	116	119
Barclays PLC	105	103	100	90	N/A
Deutsche Bank AG	106	115	112	120	N/A
Morgan Stanley	107	113	125	130	135

Nguồn: Bloomberg, Vietcap compilation (Vietcap tổng hợp (Giá FOB chưa bao gồm chi phí vận chuyển, chi phí logistics và thuế GTGT; dữ liệu dự báo đồng thuận của Bloomberg tính đến tháng 09/2025)

Hình 9: Giá ure Trung Đông (USD/tấn) so với chỉ số giá Nông sản BBG (điểm)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số giá Nông sản BBG bao gồm các chỉ số tương lai của đậu tương, ngô, lúa mì, cà phê, đường và bông; dữ liệu cập nhật ngày 08/09/2025)

## Giá urê trong nước duy trì ở mức cao, nhờ được thúc đẩy một phần bởi nhu cầu ổn định.

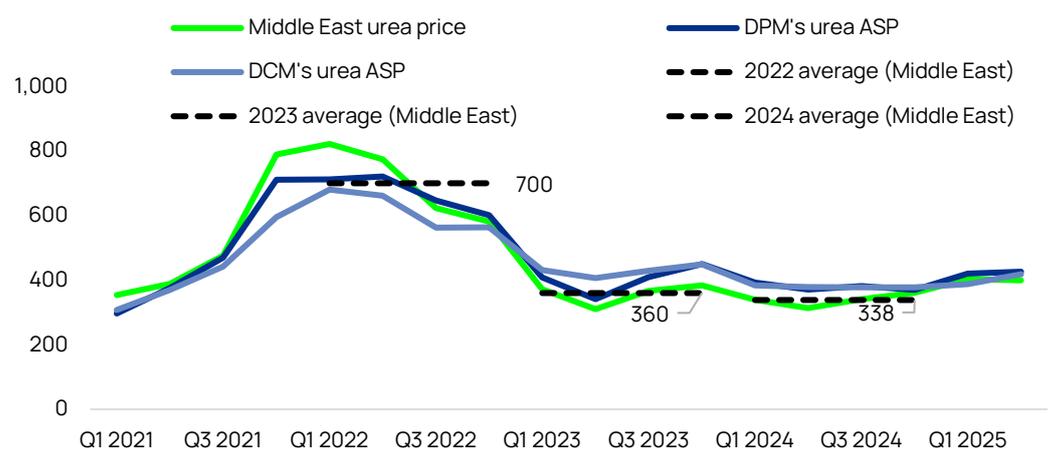
Theo DPM, AgroMonitor dự báo nhu cầu phân bón trong nước năm 2025 sẽ tăng 4-8% YoY.

Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu urê trong nước sẽ tăng khoảng 2% YoY nhờ thời tiết thuận lợi cùng với giá gạo và cà phê ổn định, qua đó hỗ trợ diện tích gieo trồng và mức độ sử dụng phân bón.

Chúng tôi ước tính giá bán urê trung bình trong nước của DCM/DPM sẽ lần lượt tăng 14%/13% YoY trong 9T 2025, nhờ mức giá quốc tế đặc biệt cao.

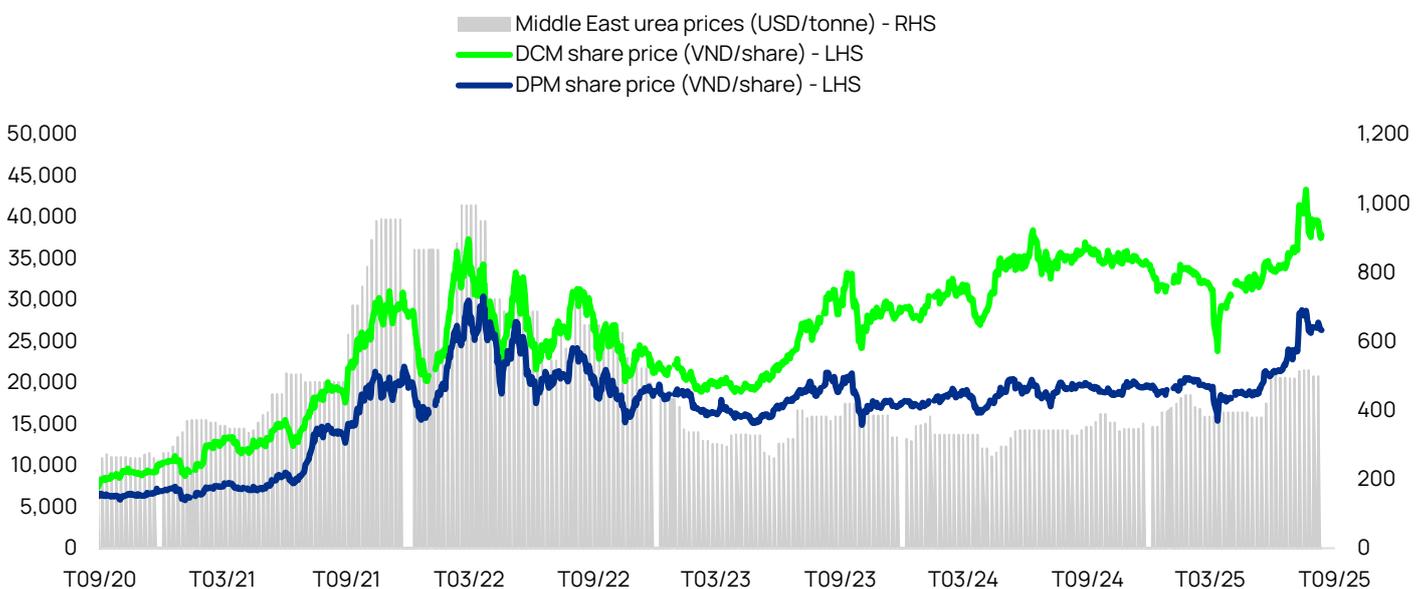
Theo đó, chúng tôi nâng giả định giá bán urê trung bình giai đoạn 2025-29 của DCM/DPM lên thêm 12%/10%, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức giá 9T 2025 cao hơn dự kiến và (2) giả định giá Trung Đông sẽ tăng thêm 10%.

Hình 10: Giá urê Trung Đông và giá urê trong nước (USD/tấn)



Nguồn: Vietcap, các chuyên gia trong ngành

Hình 11: Giá cổ phiếu DPM và DCM so với giá urê Trung Đông trung bình



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 08/09/2025)

## Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)

**KHẢ QUAN +10,2%**

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	17/09/2025
Giá hiện tại	27.400 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>29.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	23.900 VND
TL tăng	5,8%
Lợi suất cổ tức	4,4%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+10,2%</b>
<i>*Điều chỉnh theo cổ tức cổ phiếu 74%.</i>	
GT vốn hóa	18,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	117 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	59,6%
SL cổ phiếu lưu hành	680 tr
Pha loãng	680 tr

	DPM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	26,4x	15,5x	15,3x
P/B	1,6x	2,1x	2,0x
ROE	6,0%	19,5%	13,3%
ROA	3,8%	8,6%	2,0%

\* giá trị trung bình của các công ty cùng ngành nước ngoài

### Tổng quan Công ty

DPM là nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy urê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

### Diễn biến giá cổ phiếu



### Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên

### Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.496	16.032	16.516	17.238
% YoY	-0,5%	18,8%	3,0%	4,4%
LNST sau lợi ích CĐTS	538	1.083	1.496	1.964
% YoY	3,5%	101,4%	38,1%	31,2%
EPS	3,5%	101,4%	38,1%	31,2%
% YoY	3,5%	101,4%	38,1%	31,2%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	863	1.200	1.400	1.700
Lợi suất cổ tức	3,2%	4,4%	5,1%	6,2%
Biên LN gộp	14,1%	19,1%	21,0%	23,0%
ROE	4,7%	9,5%	12,4%	15,2%
Nợ vay ròng/VCSH	-64,0%	-59,3%	-61,6%	-64,3%
P/E	41,7x	20,7x	15,0x	11,4x
P/B	1,0x	1,6x	1,5x	1,4x
EV/EBITDA	5,1x	8,0x	5,8x	4,2x

## Động lực tăng trưởng LNST mạnh mẽ nhờ giá bán urê trung bình neo ở mức cao

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 21,3% giá mục tiêu lên mức 29.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM). Mức tăng của giá mục tiêu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (lần lượt thay đổi +19,5%/+14,0%/+7,5%/+20,9%/+23,2% cho các năm 2025/26/27/28/29).
- Các thay đổi trong dự báo chủ yếu đến từ dự báo rằng giá bán trung bình sẽ tăng trung bình 10% trong giai đoạn 2025-29, dựa trên (1) mức tăng 10% đối với dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình 6T 2025 và giá bán trung bình ước tính trong quý 3 cao hơn so với kỳ vọng.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng gấp đôi lên mức 1,1 nghìn tỷ đồng, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 2,1 lần của LNST mảng urê (nhờ mức tăng YoY của giá bán trung bình), (2) mức tăng 47% YoY của LNST mảng NPK (nhờ đà tăng trưởng của sản lượng bán), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tiếp tục tăng lên mức 1,5 nghìn tỷ đồng (+38% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 38% YoY của LNST mảng urê (nhờ mức tăng 4% YoY của sản lượng bán, và mức giảm 4% YoY của chi phí khí), (2) mức tăng 36% YoY của LNST mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng), và (3) khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm.
- DPM hiện sở hữu tiềm lực tài chính mạnh với lượng tiền mặt ròng ghi nhận ở mức 8,5 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 72% tính đến cuối quý 2/2025, qua đó cho phép công ty duy trì mức cổ tức tiền mặt ổn định và hấp dẫn ở mức 1.200 đồng/cp (lợi suất khoảng 4,4%) cho năm 2025 và 1.700 đồng/cp (lợi suất cổ tức 6,2%) cho năm 2027.
- DPM hiện có mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 15,0x, tương ứng với PEG là 0,7 dựa trên mức CAGR EPS giai đoạn 2026-28 là 23%.
- Yếu tố hỗ trợ:** Mức giá bán trung bình cao hơn dự kiến của mảng urê và NPK.
- Rủi ro:** Giá FO/giá khí trong nước tăng; tỷ trọng khí đầu vào cao hơn dự kiến từ các mỏ có giá bán cao.

**Chúng tôi nâng giá định giá bán urê trung bình giai đoạn 2025-29 lên thêm 10%, dựa theo dự báo của chúng tôi rằng giá urê Trung Đông sẽ tăng 11%.** Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo giá bán trung bình năm 2025, dựa trên (1) mức tăng 10% của giá định giá Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình 9T 2025 cao hơn dự kiến (10.900 đồng/kg, cao hơn 4% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi). Chúng tôi kỳ vọng giá bán urê trung bình năm 2026 sẽ giảm nhẹ 1% dựa theo giả định rằng giá urê Trung Đông sẽ giảm 3; sau đó giá bán trung bình sẽ tăng khoảng 3% mỗi năm trong giai đoạn 2027-29.

**Chúng tôi giữ nguyên dự báo của chúng tôi rằng luật thuế GTGT mới sẽ gây ra tác động giảm đối với chi phí;** luật mới này sẽ có hiệu lực từ ngày 01/07/25 và dự kiến sẽ gây ra tác động cụ thể

từ nửa cuối 2025. Chúng tôi hiện dự báo DPM sẽ tiết kiệm được lần lượt 140/270 tỷ đồng vào LNNTT nhờ luật thuế GTGT mới trong các năm 2025/26, tương ứng khoảng 10%/15% tổng LNNTT.

**Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên triển vọng LNST tích cực cho mảng NPK-NH<sub>3</sub>, với CAGR LNST giai đoạn 2025-29 đạt xấp xỉ 25%, dự kiến tăng từ mức 110 tỷ đồng lên 260 tỷ đồng vào năm 2029 (khoảng 11% tổng LNST sau lợi ích CĐTS).** Động lực tăng trưởng đến từ việc gia tăng hiệu suất hoạt động tại các nhà máy NPK từ mức xấp xỉ 80% trong năm 2025 lên mức 100% vào năm 2029. Trong 6T 2025, doanh số bán NPK ghi nhận ở mức 125 nghìn tấn (+44% YoY), vượt xa mức tăng trưởng nhu cầu toàn quốc là xấp xỉ 5%, qua đó củng cố luận điểm của chúng tôi rằng thị phần sẽ gia tăng. DPM kỳ vọng giá NPK sẽ duy trì ở mức cao do nguồn cung hạn chế và chi phí đầu vào Phốt pho, Kali tăng, qua đó hỗ trợ cho đà tăng trưởng của biên lợi nhuận.

## Triển vọng năm 2025: LNST tăng gấp đôi nhờ khoản tiết kiệm thuế và mức giá bán trung bình cao

Hình 12: Dự báo năm 2025

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
<b>Giá &amp; Sản lượng</b>					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	65	-19%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	462	430	-7%	0%	
Giá khí đầu vào trung bình (USD/ triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,7	10,5	-1%	0%	
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	9.616	10.989	14%	5%	(b) Chúng tôi ước tính giá bán trung bình 9T đạt mức cao hơn dự kiến là 10.900 đồng/kg (cao hơn 4% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.200	11.500	3%	0%	
Giá bán NH3 trung bình (VND/kg)	9.610	9.531	-1%	4%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	899	815	-9%	2%	(a) Do kế hoạch bảo dưỡng định kỳ kéo dài 38 ngày. (b) Do sản lượng bán trong 6T cao hơn kỳ vọng, đạt 502 nghìn tấn (đi ngang YoY), xấp xỉ 63% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	147	200	36%	7%	(b) Nhờ được thúc đẩy bởi sản lượng 6T cao hơn dự kiến, đạt 125 nghìn tấn (+44% YoY), xấp xỉ 66% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	65	50	-23%	-5%	
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>13.496</b>	<b>16.032</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>(b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng giá định giá bán urê trung bình và doanh thu bán hàng (3,5 nghìn tỷ đồng, tăng gấp 2,3 lần dự báo trước đó, dựa trên kết quả 6T). 6T: 9,4 nghìn tỷ đồng (+30% YoY), xấp xỉ 71% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.</b>
Giá vốn hàng bán (COGS)	-11.598	-12.969	12%	20%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.898</b>	<b>3.063</b>	<b>61%</b>	<b>21%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-837	-1.090	30%	20%	
Chi phí G&A	-703	-893	27%	17%	(a) Bao gồm khoản chi phí dự phòng dự phòng ~124 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-29, liên quan đến công ty liên kết - VNPOLY. DPM đã ghi nhận khoản chi phí tương ứng 66 tỷ đồng trong 6T
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>358</b>	<b>1.080</b>	<b>202%</b>	<b>26%</b>	
Thu nhập tài chính	369	385	4%	-1%	
Chi phí tài chính	-65	-130	100%	3%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	4	0	N.M.	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>669</b>	<b>1.338</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	
<b>LNST</b>	<b>554</b>	<b>1.110</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>538</b>	<b>1.083</b>	<b>101%</b>	<b>19%</b>	<b>(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 2,1 lần YoY của LNST mảng urê (nhờ mức tăng 14% YoY của giá bán trung bình), (2) mức tăng 47% YoY của LNST NPK (nhờ mức tăng trưởng của sản lượng bán), cùng với (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT. (b) Do chúng tôi nâng dự báo giá bán urê trung bình và sản lượng bán urê/NPK. 6T: 608 tỷ đồng (+23% YoY), xấp xỉ 67% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.</b>
EBITDA	752	1.480	97%	18%	
<b>Biên lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	14,1%	19,1%	5,0 điểm %	0,2 điểm %	(b) Do chúng tôi nâng dự báo giá bán urê trung bình của chúng tôi.

Nguồn: DPM, Vietcap

## Triển vọng năm 2026: LNST tiếp tục tăng trưởng nhờ mảng urê và khoản tiết kiệm thuế

Hình 13: Dự báo năm 2026

	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
<b>Giá &amp; Sản lượng</b>					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	65	0%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	430	390	-9%	0%	(a) Chúng tôi dự báo giá FO sẽ có diễn biến kém khả quan hơn so với giá dầu Brent trong năm 2026 (65 USD/thùng, đi ngang YoY) sau 3 năm liên tiếp ghi nhận diễn biến tích cực hơn.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,5	10,1	-4%	0%	
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.989	10.877	-1%	8%	(a) Chủ yếu do dự báo giá urê Trung Đông giảm 3% YoY. (b) Được thúc đẩy bởi dự báo giá Trung Đông tăng 11%.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	11.615	1%	0%	
Giá bán NH <sub>3</sub> trung bình (VND/kg)	9.531	9.722	2%	7%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	815	850	4%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng sẽ không diễn ra đợt bảo dưỡng nào trong năm 2026, so với việc bảo dưỡng 38 ngày trong năm 2025.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	200	213	6%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ giành lại được thị phần từ tay các sản phẩm giả trên thị trường.
Sản lượng bán NH <sub>3</sub> (nghìn tấn)	50	48	-5%	0%	
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>16.032</b>	<b>16.516</b>	<b>3%</b>	<b>20%</b>	<b>(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng YoY của sản lượng bán urê/NPK. (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá bán urê trung bình và doanh thu bán hàng (đi ngang YoY).</b>
Giá vốn hàng bán (COGS)	-12.969	-13.048	1%	20%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.063</b>	<b>3.468</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.090	-1.090	0%	20%	
Chi phí G&A	-893	-834	-7%	16%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.080</b>	<b>1.544</b>	<b>43%</b>	<b>18%</b>	
Thu nhập tài chính	385	423	10%	-1%	
Chi phí tài chính	-130	-131	1%	3%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	0	0	N.M.	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>1.338</b>	<b>1.840</b>	<b>37%</b>	<b>14%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1.110</b>	<b>1.527</b>	<b>37%</b>	<b>14%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.083</b>	<b>1.496</b>	<b>38%</b>	<b>14%</b>	<b>(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 38% YoY của LNST mảng urê (do sản lượng bán +4% YoY, chi phí khí -4% YoY), (2) mức tăng 36% của LNST mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng), và (3) khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm. (b) Do chúng tôi tăng dự báo giá bán urê trung bình</b>
EBITDA	1.480	1.944	31%	14%	
				<b>Δ điểm %</b>	
<b>Biên lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	19,1%	21,0%	1,9 điểm %	-0,3 điểm %	(a) Chủ yếu nhờ (1) mức tăng YoY của sản lượng urê, (2) dự báo của chúng tôi rằng biên lợi nhuận gộp mảng NPK-NH <sub>3</sub> sẽ cải thiện 1,2 điểm % YoY (do hiệu suất hoạt động NPK tăng), và (3) khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm. (b) Đóng góp cao hơn từ mảng kinh doanh thương mại có biên lợi nhuận thấp lẫn ít tác động từ mức tăng của dự báo giá bán urê trung bình.

Nguồn: DPM, Vietcap

## Định giá

Trong Báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT).

**Chúng tôi điều chỉnh tăng 21,3% giá mục tiêu lên mức 29.000 đồng/cp và giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN đối với DPM.** Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 17% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (tương ứng với các thay đổi +19,5%/+14,0%/+7,5%/+20,9%/+23,2% cho các năm 2025/26/27/28/29).

**Các thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 chủ yếu đến từ mức tăng trung bình 10% đối với dự báo giá bán trung bình, dựa trên (1) mức tăng 10% đối với dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025 (10.900 đồng/kg, cao hơn 4% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).**

### Hình 14: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>29.000</b>
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	21,9x
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	15,9x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	8,8x
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	6,3x

Nguồn: Vietcap

## Chiết khấu dòng tiền (DCF)

### Hình 15: Giả định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1.080</b>	<b>1.544</b>	<b>2.057</b>	<b>2.374</b>	<b>2.504</b>
- Thuế	-184	-263	-350	-404	-426
+ Chiết khấu	400	400	400	400	400
- Vốn XDCB	-200	-200	-200	-200	-850
- Tăng vốn lưu động	-828	-204	-243	-173	-121
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>268</b>	<b>1.277</b>	<b>1.664</b>	<b>1.997</b>	<b>1.507</b>
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	253	1.067	1.234	1.314	880
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>253</b>	<b>1.320</b>	<b>2.554</b>	<b>3.868</b>	<b>4.747</b>

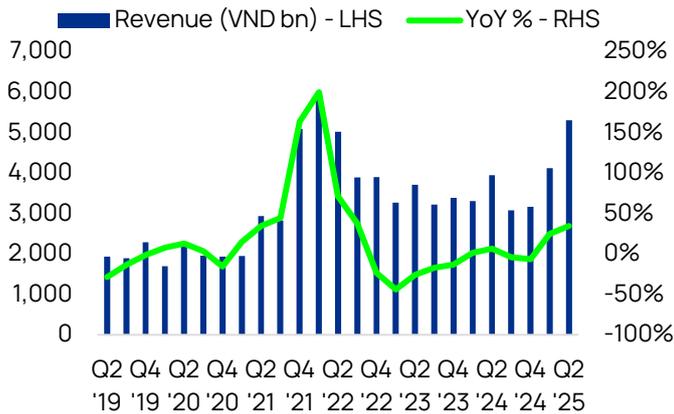
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
<b>WACC %</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	4.747
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2%)	8.377
<b>GTHT của DTTD và GTC</b>	<b>13.124</b>
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	10.364
Trừ: Nợ vay	3.422
Trừ: Lợi ích CĐTS	205
<b>Giá trị vốn sở hữu</b>	<b>19.716</b>
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	680
<b>Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)</b>	<b>29.000</b>

Nguồn: Vietcap

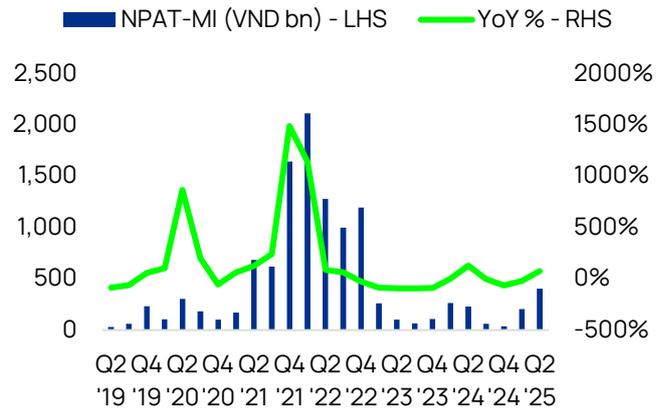
## KQKD theo quý

Hình 16: Doanh thu hàng quý của DPM



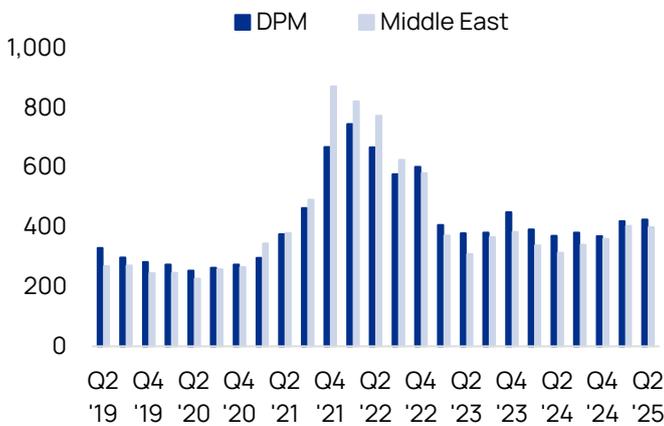
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý của DPM



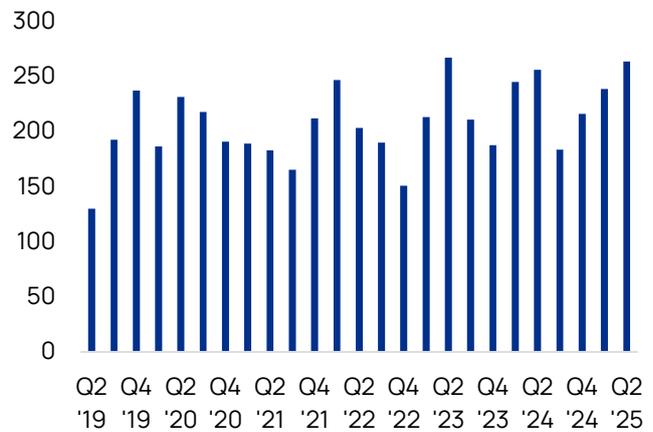
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 18: Giá bán urê trung bình của DPM so với Trung Đông (USD/tấn)



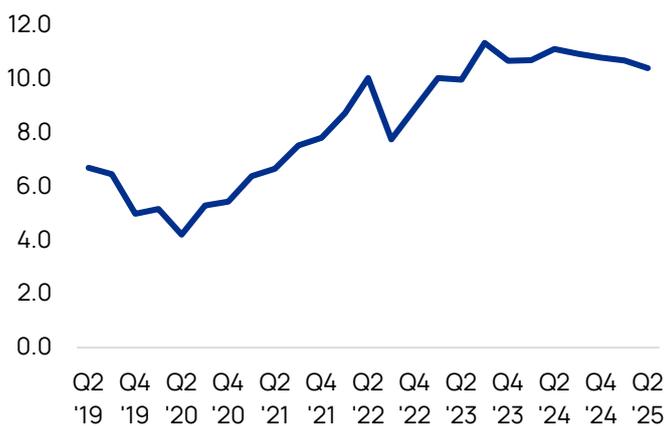
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 19: Sản lượng bán urê của DPM (nghìn tấn)



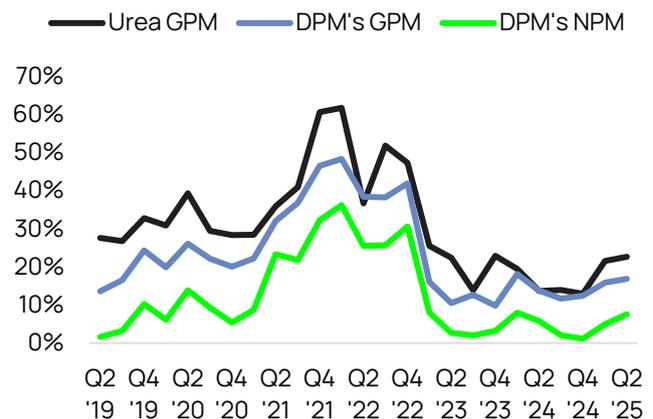
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 20: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 21: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp của DPM, và biên lợi nhuận ròng (%)



Nguồn: DPM, Vietcap

## DPM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>13.496</b>	<b>16.032</b>	<b>16.516</b>	<b>17.238</b>
Giá vốn hàng bán	-11.598	-12.969	-13.048	-13.282
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.898</b>	<b>3.063</b>	<b>3.468</b>	<b>3.956</b>
Chi phí bán hàng	-837	-1.090	-1.090	-1.086
Chi phí quản lí DN	-703	-893	-834	-813
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>358</b>	<b>1.080</b>	<b>1.544</b>	<b>2.057</b>
Thu nhập tài chính	369	385	423	486
Chi phí tài chính	-65	-130	-131	-132
Trong đó, chi phí lãi vay	-48	-106	-106	-106
Lợi nhuận từ công ty LDLC	3	3	3	3
Lợi nhuận/(chi phí) khác	4	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>669</b>	<b>1.338</b>	<b>1.840</b>	<b>2.414</b>
Thuế TNDN	-115	-227	-313	-410
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>554</b>	<b>1.110</b>	<b>1.527</b>	<b>2.004</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-17	-27	-31	-40
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>538</b>	<b>1.083</b>	<b>1.496</b>	<b>1.964</b>
<b>LNST sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>538</b>	<b>1.083</b>	<b>1.496</b>	<b>1.964</b>
EBITDA	752	1.480	1.944	2.457
EPS báo cáo, VND	656	1.322	1.826	2.397
EPS cốt lõi, VND	656	1.322	1.826	2.397
EPS pha loãng, VND	656	1.322	1.826	2.397
DPS, VND	863	1.200	1.400	1.700
DPS/EPS (%)	132%	91%	77%	71%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-0,5%	18,8%	3,0%	4,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,0%	201,6%	43,0%	33,2%
Tăng trưởng LNTT	-3,1%	99,9%	37,5%	31,2%
Tăng trưởng EPS	3,5%	101,4%	38,1%	31,2%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	14,1%	19,1%	21,0%	23,0%
Biên LN từ HĐ %	2,7%	6,7%	9,4%	11,9%
Biên EBITDA %	5,6%	9,2%	11,8%	14,3%
Biên LNST sau CĐTS %	4,0%	6,8%	9,1%	11,4%
ROE %	4,7%	9,5%	12,4%	15,2%
ROA %	3,6%	6,4%	8,6%	10,8%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	57,3	80,0	80,0	80,0
Số ngày phải thu	25,7	20,0	20,0	20,0
Số ngày phải trả	23,0	23,0	23,0	23,0
TG luân chuyển tiền	60,1	77,0	77,0	77,0
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,5	2,6	2,9	3,2
CS thanh toán nhanh	2,2	2,1	2,3	2,6
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3	0,5
Nợ/Tài sản	20,7%	19,9%	19,3%	18,3%
Nợ/Vốn	23,4%	22,6%	21,6%	20,3%
Nợ/Vốn CSH	-64,0%	-59,3%	-61,6%	-64,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	1.005	900	1.606	2.615
Đầu tư TC ngắn hạn	9.464	9.464	9.464	9.464
Các khoản phải thu	653	495	522	561
Hàng tồn kho	1.731	2.843	2.860	2.911
TS ngắn hạn khác	367	367	367	367
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>13.220</b>	<b>14.069</b>	<b>14.819</b>	<b>15.918</b>
TS dài hạn (gộp)	13.172	13.372	13.572	13.772
- Khấu hao lũy kế	-10.280	-10.679	-11.079	-11.479
TS dài hạn (ròng)	2.892	2.692	2.493	2.293
Đầu tư TC dài hạn	124	124	124	124
TS dài hạn khác	317	317	317	317
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.333</b>	<b>3.133</b>	<b>2.934</b>	<b>2.734</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>16.554</b>	<b>17.203</b>	<b>17.753</b>	<b>18.653</b>
Phải trả ngắn hạn	691	816	821	836
Nợ ngắn hạn	3.422	3.422	3.422	3.422
Nợ ngắn hạn khác	1.086	1.087	921	755
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.199</b>	<b>5.325</b>	<b>5.164</b>	<b>5.013</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	174	174	174	174
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.372</b>	<b>5.499</b>	<b>5.338</b>	<b>5.186</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.914	6.800	6.800	6.800
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.067	4.677	5.358	6.369
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	177	205	235	275
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.180</b>	<b>11.703</b>	<b>12.414</b>	<b>13.465</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>16.554</b>	<b>17.203</b>	<b>17.753</b>	<b>18.653</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	680	680	680	680

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.242</b>	<b>1.005</b>	<b>900</b>	<b>1.606</b>
Thu nhập ròng	538	1.083	1.496	1.964
Khấu hao	394	400	400	400
Thay đổi vốn lưu động	480	-828	-204	-243
Điều chỉnh khác	-464	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>948</b>	<b>655</b>	<b>1.692</b>	<b>2.120</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-85	-200	-200	-200
Đầu tư, ròng	-3.723	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-3.808</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
Cổ tức đã trả	-801	-587	-816	-952
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	3.422	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	3	27	31	40
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>2.621</b>	<b>-560</b>	<b>-785</b>	<b>-912</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-240</b>	<b>-105</b>	<b>706</b>	<b>1.008</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.005</b>	<b>900</b>	<b>1.606</b>	<b>2.615</b>

Nguồn: DPM, Vietcap

**CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)**
**MUA +22,4%**

<b>Ngành</b>	<b>Hóa nông</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>17/09/2025</b>
Giá hiện tại	39.700 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>46.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	40.700 VND
TL tăng	+17,4%
Lợi suất cổ tức	5,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+22,4%</b>

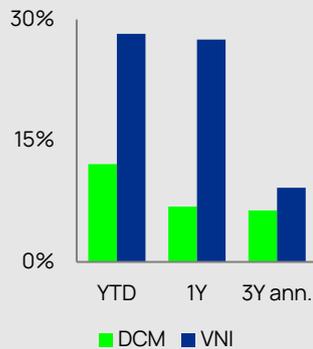
GT vốn hóa	20,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	218,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	75,6%
SL cổ phiếu lưu hành	530 tr
Pha loãng	530 tr

	DCM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	13,1x	15,5x	15,3x
P/B	2,1x	2,1x	2,0x
ROE	15,6%	19,5%	13,3%
ROA	9,0%	8,6%	2,0%

\* Giá trị trung bình của các công ty cùng ngành nước ngoài.

**Tổng quan Công ty**

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê lớn nhất Việt Nam và chiếm khoảng 32% thị phần. DCM sở hữu một nhà máy urê có công suất 800.000 tấn urê dạng hạt/năm và một nhà máy NPK có công suất 660.000 tấn.

**Diễn biến giá cổ phiếu**


**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.456	15.525	16.853	17.910
% YoY	7,0%	15,4%	8,6%	6,3%
LNST-CĐTS	1.420	2.039	2.528	2.787
% YoY	28,0%	43,6%	24,0%	10,2%
EPS	28,0%	43,6%	24,0%	10,2%
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Biên LN gộp	18,7%	23,5%	24,6%	24,3%
ROE	14,1%	19,1%	21,3%	20,6%
Nợ vay ròng/ CSH	-74,6%	-76,1%	-75,7%	-77,9%
P/E	16,1x	11,2x	9,0x	8,2x
P/B	2,1x	1,9x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA	10,5x	5,5x	4,1x	3,3x

**Giá bán urê trung bình duy trì ở mức cao sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận**

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 14,5% giá mục tiêu lên mức 46.600 đồng/cp và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM). Mức tăng này được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 14,1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (tương ứng với các thay đổi +18,5%/+13,7%/+17,8%/+11,7%/+9,6% cho các năm 2025/26/27/28/29).
- Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi chủ yếu đến từ mức tăng trung bình 12% đối với dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025-29, dựa trên (1) mức tăng 10% đối với dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 sẽ ở mức 2,0 nghìn tỷ đồng (+44% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 45% YoY của LNST mảng urê (nhờ mức giảm YoY của chi phí khí và mức tăng của giá bán trung bình), (2) mức tăng gấp 1,3 lần YoY của LNST mảng NPK (nhờ mức tăng YoY của hiệu suất hoạt động và mức giảm YoY của chi phí khí), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng 24% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 3,1 lần YoY của LNST mảng NPK (nhờ hiệu suất tăng), (2) mức tăng YoY của LNST mảng urê (do mức giảm 5% YoY của chi phí khí dự kiến sẽ bù đắp cho mức giảm 1% YoY của giá bán trung bình), và (3) tác động cả năm từ khoản tiết kiệm thuế GTGT.
- DCM hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 9,0x, thấp hơn 24% so với P/E trung bình 5 năm của công ty. EV/EBITDA dự phóng năm 2026 đạt 4,1x, thấp hơn 30% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,9x.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giá xuất khẩu cao hơn kỳ vọng; lợi nhuận từ các dự án dài hạn.
- Rủi ro:** Chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến; tỷ trọng khí đầu vào từ nguồn khí giá cao Petronas tăng.

**Chúng tôi nâng dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2025-29 của DCM lên thêm trung bình 11,9%.** Điều này phản ánh (1) mức tăng 10,5% của dự báo giá urê Trung Đông và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025 (10.700 đồng/kg, cao hơn 10% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi). Cụ thể, chúng tôi dự báo giá bán trung bình năm 2026 sẽ giảm nhẹ 1% (dựa theo mức giảm 3% đối với của dự báo giá Trung Đông của chúng tôi), và tăng khoảng 2%/năm trong giai đoạn 2027-29.

**Tác động tích cực từ chính sách áp dụng mức thuế suất GTGT 5% sẽ được phản ánh vào lợi nhuận từ nửa cuối năm 2025:** Các chuyên gia trong ngành tái khẳng định kỳ vọng rằng các nhà sản xuất sẽ được hưởng lợi từ việc khấu trừ chi phí và duy trì lợi thế cạnh tranh so với urê nhập khẩu nhờ luật thuế GTGT mới. Chúng tôi hiện ước tính khoản tiền tiết kiệm được từ thuế GTGT sẽ lần lượt ở mức 150/270 tỷ đồng trong các năm 2025/26, tương đương khoảng 7%/10% LNNT.

DPM/DCM cam kết sẽ hỗ trợ nông dân thông qua các hoạt động phát triển kỹ thuật và các sáng kiến chuyển đổi xanh.

**Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng khả quan đối với mảng NPK, và dự báo CAGR LNST giai đoạn 2025–29 sẽ ở mức 55%, qua đó đưa LNST lên mức 570 tỷ đồng vào năm 2029 (khoảng 22% tổng LNST).** Động lực tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự gia tăng hiệu suất hoạt động tại các nhà máy NPK và KVF (từ 60%/30% vào năm 2025 lên 100%/85% vào năm 2029). Trong 8T 2025, doanh số bán NPK (ngoại trừ KVF) tăng mạnh 88% YoY lên mức 154.000 tấn, vượt xa mức tăng trưởng nhu cầu quốc gia ~5%. Diễn biến khả quan này nhấn mạnh sự gia tăng đáng kể thị phần của công ty và củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng sản lượng và mở rộng thị phần.

## Triển vọng năm 2025: LNST mảng urê dự kiến tăng mạnh nhờ sự sụt giảm của chi phí khí và giá bán trung bình neo ở mức cao

Hình 22: Dự báo năm 2025

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
<b>Giá &amp; Sản lượng</b>					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	65	-19%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	465	430	-8%	0%	
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	9,7	8,8	-9%	0%	
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)	9.569	10.716	12%	10%	(b) Chúng tôi ước tính giá bán trung bình 9T sẽ cao hơn kỳ vọng ở mức 10.700 đồng/kg.
Giá bán NPK trung bình (đồng/kg)	11.332	11.672	3%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	805	814	1%	0%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	247	288	17%	0%	
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
Doanh thu	13.456	15.525	15%	5%	(b) Dựa theo mức tăng đối với dự báo giá bán urê trung bình của chúng tôi. 6T: 9,4 nghìn tỷ đồng (+43% YoY, 64% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán	-10.942	-11.870	8%	2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.513</b>	<b>3.654</b>	<b>45%</b>	<b>18%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.014	-1.087	7%	7%	
Chi phí G&A	-481	-613	27%	26%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.018</b>	<b>1.955</b>	<b>92%</b>	<b>22%</b>	
Thu nhập tài chính	382	399	5%	0%	
Chi phí tài chính	-77	-85	11%	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	199	0	-100%	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>1.522</b>	<b>2.268</b>	<b>49%</b>	<b>18%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1.428</b>	<b>2.041</b>	<b>43%</b>	<b>18%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.420</b>	<b>2.039</b>	<b>44%</b>	<b>18%</b>	(a) Nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 45% YoY của LNST mảng urê (nhờ mức giảm YoY của chi phí khí và mức tăng của giá bán trung bình), (2) mức tăng gấp 1,3 lần YoY của LNST mảng NPK (do mức tăng YoY của hiệu suất hoạt động và mức giảm của chi phí khí), cùng với (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT. Các yếu tố này bù đắp cho việc (4) công ty không ghi nhận thêm khoản thu nhập bất thường nào trong năm. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 26% của LNST mảng urê nhờ sự gia tăng của dự báo giá bán trung bình. 6T: 1,2 nghìn tỷ đồng (+29% YoY), ~70% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi</b>	<b>1.233</b>	<b>2.039</b>	<b>65%</b>	<b>18%</b>	
EBITDA	1.286	2.283	78%	18%	
<b>Biên LN</b>					
			<b>Δ điểm %</b>	<b>Δ điểm %</b>	
Biên LN gộp	18,7%	23,5%	4,9 điểm %	2,4 điểm %	
Chi phí bán hàng & tiếp thị/ doanh thu	7,5%	7,0%	-0,5 điểm %	0,1 điểm %	
Chi phí G&A/ doanh thu	3,6%	4,0%	0,4 điểm %	0,7 điểm %	

Nguồn: DCM, Vietcap (\* Vietcap ước tính)

## Triển vọng năm 2026: Mức tăng mạnh của doanh số mảng NPK, khoản tiết kiệm từ thuế GTGT, cùng với sự sụt giảm của giá khí sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của LNST

Hình 23: Dự báo năm 2026

	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
<b>Giá &amp; Sản lượng</b>					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	65	0%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	430	390	-9%	0%	(a) Chúng tôi dự báo giá FO sẽ có diễn biến kém khả quan hơn so với giá dầu Brent trong năm 2026 (65 USD/thùng, đi ngang YoY) sau ba năm liên tiếp ghi nhận diễn biến tích cực hơn.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	8,8	8,4	-5%	0%	
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)	10.716	10.612	-1%	11%	(b) Dựa theo mức tăng 11% đối với dự báo giá urê Trung Đông.
Giá bán NPK trung bình (đồng/kg)	11.672	11.672	0%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	814	802	-1%	0%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	288	420	46%	0%	(a) Dự kiến hiệu suất hoạt động tại các nhà máy NPK/KVF của DPM sẽ tăng lên mức 80%/50%, phù hợp với kế hoạch do HDQT của DCM đề ra.
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>15.525</b>	<b>16.853</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng YoY đối với dự báo sản lượng bán NPK. (b) Dựa theo mức tăng đối với dự báo giá bán urê trung bình của chúng tôi.</b>
Giá vốn hàng bán	-11.870	-12.707	7%	3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.654</b>	<b>4.146</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.087	-1.095	1%	7%	
Chi phí G&A	-613	-590	-4%	12%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.955</b>	<b>2.460</b>	<b>26%</b>	<b>15%</b>	
Thu nhập tài chính	399	443	11%	2%	
Chi phí tài chính	-85	-76	-11%	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	0	0	N.M.	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>2.268</b>	<b>2.828</b>	<b>25%</b>	<b>13%</b>	
<b>LNST</b>	<b>2.041</b>	<b>2.531</b>	<b>24%</b>	<b>14%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CDTS</b>	<b>2.039</b>	<b>2.528</b>	<b>24%</b>	<b>14%</b>	<b>(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 3,1 lần YoY của LNST mảng NPK (nhờ hiệu suất hoạt động tăng), (2) mức tăng YoY của LNST mảng urê (do mức giảm YOY của chi phí khí dự kiến sẽ bù đắp cho mức giảm của giá bán trung bình), và (3) khoản tiết kiệm cả năm từ thuế GTGT. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá bán urê trung bình.</b>
EBITDA	2.283	2.789	22%	13%	
<b>Biên LN</b>					
			<b>Δ điểm %</b>		
Biên LN gộp	23,5%	24,6%	1,1 điểm %	1,6 điểm %	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp mảng NPK nhờ sự gia tăng của hiệu suất hoạt động và (2) khoản tiết kiệm cả năm từ thuế GTGT. (b) Chúng tôi tăng dự báo giá bán urê trung bình
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,0%	6,5%	-0,5 điểm %	0,1 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	4,0%	3,5%	-0,5 điểm %	0,2 điểm %	

Nguồn: DCM, Vietcap (\* Vietcap ước tính)

## Định giá

Trong Báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT).

**Chúng tôi điều chỉnh tăng 14,5% giá mục tiêu lên mức 46.600 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với DCM.** Mức tăng này được thúc đẩy bởi việc chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2029 lên thêm 14,1% (tương ứng với các mức điều chỉnh +18,5%/+13,7%/+17,8%/+11,7%/+9,6% cho các năm 2025/26/27/28/29).

**Mức tăng đối với dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29** chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trung bình 12% của dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2025-29, dựa trên (1) mức tăng 10% của dự báo giá urê Trung Đông, và (2) mức giá bán trung bình cao hơn kỳ vọng trong 9T 2025 (10.700 đồng/kg, cao hơn 10% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi).

### Hình 24: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>46.600</b>
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	13,2x
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	10,6x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	7,1x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	5,4x

Nguồn: Vietcap

## Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Trong bản Cập nhật này, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá kế hoạch vốn đầu tư XDCB lớn của DCM (hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi), bao gồm (1) khí và hóa chất công nghiệp (vốn đầu tư XDCB 200 triệu USD), (2) nhà máy và cảng Nhơn Trạch (vốn đầu tư XDCB 3,4 nghìn tỷ đồng), và (3) cơ sở sản xuất Khí CO2 thực phẩm. Chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định về vốn đầu tư XDCB, cụ thể là 800 tỷ đồng cho năm 2025 và 500 tỷ đồng/năm cho giai đoạn 2026-2028.

### Hình 25: Giả định và định giá CKDT

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.955</b>	<b>2.460</b>	<b>2.691</b>	<b>2.237</b>	<b>2.349</b>
- Thuế	-195	-246	-269	-224	-235
+ Chiết khấu	329	329	329	329	329
- Vốn XDCB	-800	-500	-500	-500	-600
- Tăng vốn lưu động	383	-231	71	-195	-106
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>1.671</b>	<b>1.812</b>	<b>2.321</b>	<b>1.647</b>	<b>1.737</b>
GTHT của DTTD	1.574	1.513	1.718	1.081	1.011
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>1.574</b>	<b>3.086</b>	<b>4.805</b>	<b>5.886</b>	<b>6.897</b>

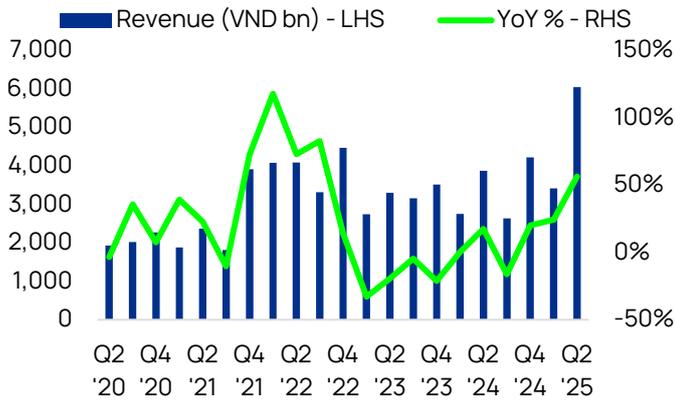
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	11,4	11,4
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
<b>WACC %</b>	<b>12,8</b>	<b>12,8</b>

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	6.897
GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	9.367
<b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>	<b>16.264</b>
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	9.540
Trừ: Nợ	1.053
Trừ: Lợi ích CĐTTS	35
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.673</b>
SL CP pha loãng (triệu)	530
<b>Giá trị CKDT/CP (VND)</b>	<b>46.600</b>

Nguồn: Vietcap

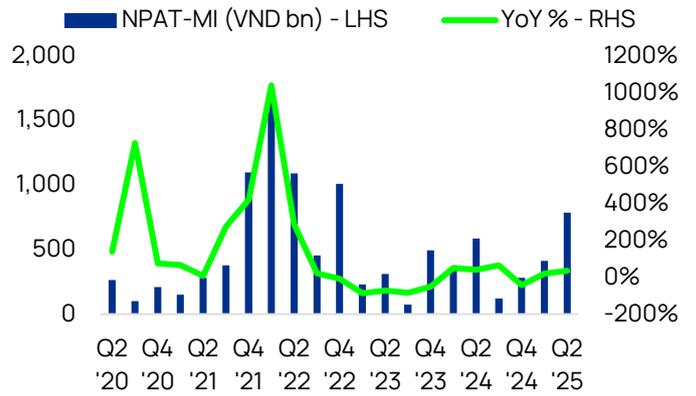
## KQKD hàng quý

Hình 26: Doanh thu hàng quý của DCM



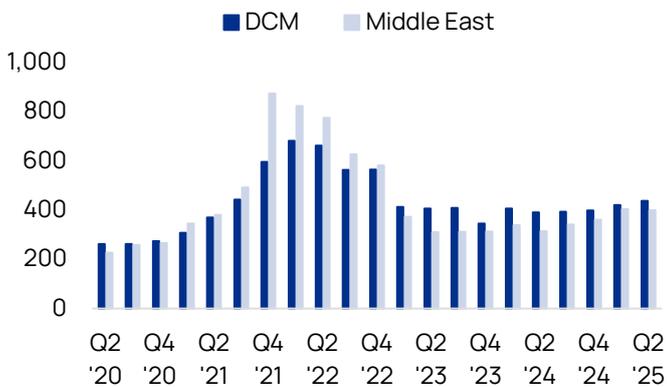
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 27: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DCM



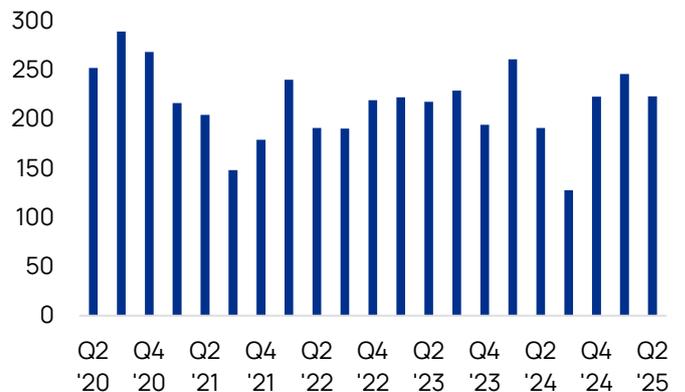
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 28: Giá bán ure trung bình của DCM so với Trung Đông (USD/tấn)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 29: Sản lượng ure của DCM (nghìn tấn)



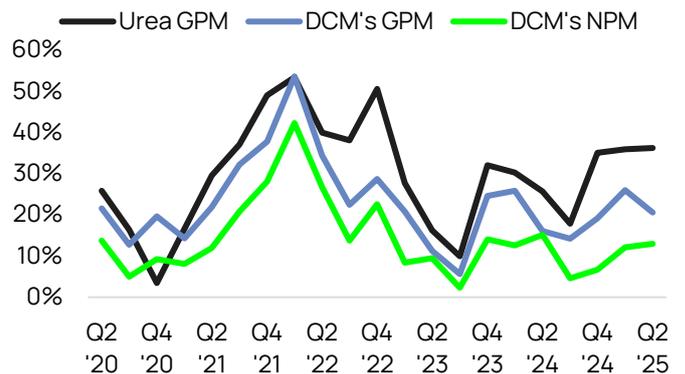
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 30: Giá khí đầu vào của DCM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 31: Biên lợi nhuận gộp mảng ure, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của DCM (%)



Nguồn: DCM, Vietcap

## DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>13.456</b>	<b>15.525</b>	<b>16.853</b>	<b>17.910</b>
Giá vốn hàng bán	-10.942	-11.870	-12.707	-13.554
Lợi nhuận gộp	<b>2.513</b>	<b>3.654</b>	<b>4.146</b>	<b>4.357</b>
Chi phí bán hàng	-1.014	-1.087	-1.095	-1.039
Chi phí quản lí DN	-481	-613	-590	-627
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1.018</b>	<b>1.955</b>	<b>2.460</b>	<b>2.691</b>
Thu nhập tài chính	382	399	443	508
Chi phí tài chính	-77	-85	-76	-78
Trong đó, chi phí lãi vay	-44	-46	-43	-46
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi ròng khác	199	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>1.522</b>	<b>2.268</b>	<b>2.828</b>	<b>3.121</b>
Thuế TNDN	-94	-227	-296	-331
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.428</b>	<b>2.041</b>	<b>2.531</b>	<b>2.790</b>
Lợi ích CĐTS	-8	-2	-3	-3
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.420</b>	<b>2.039</b>	<b>2.528</b>	<b>2.787</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi</b>	<b>1.233</b>	<b>2.039</b>	<b>2.528</b>	<b>2.787</b>
EBITDA	1.286	2.283	2.789	3.020
EPS báo cáo, VND	2.466	3.541	4.392	4.841
EPS cốt lõi, VND	2.091	3.541	4.392	4.841
EPS pha loãng, VND	2.091	3.541	4.392	4.841
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	81%	56%	46%	41%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
TT doanh thu	7,0%	15,4%	8,6%	6,3%
TT LN từ HĐKD	49,1%	92,0%	25,9%	9,4%
TT EPS báo cáo	28,0%	43,6%	24,0%	10,2%
TT EPS cốt lõi	8,5%	69,4%	24,0%	10,2%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	18,7%	23,5%	24,6%	24,3%
Biên LN từ HĐKD	7,6%	12,6%	14,6%	15,0%
Biên EBITDA	9,6%	14,7%	16,5%	16,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,6%	13,1%	15,0%	15,6%
ROE	14,1%	19,1%	21,3%	20,6%
ROA	9,2%	12,6%	14,4%	14,4%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	85	85	85	78
Số ngày phải thu	12	15	18	21
Số ngày phải trả	60	65	70	75
TG luân chuyển tiền	37	35	33	24
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,8	2,8	3,0	3,3
CS thanh toán nhanh	2,1	2,2	2,4	2,7
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,6	0,9
Nợ/Tài sản	8,6%	6,3%	5,7%	5,2%
Nợ/Vốn sử dụng	11,7%	8,6%	7,7%	6,8%
Nợ/Vốn CSH	-74,6%	-76,1%	-75,7%	-77,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	22,9	42,5	56,6	58,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	1.903	2.501	3.110	4.740
Đầu tư TC ngắn hạn	7.039	7.039	7.500	7.500
Các khoản phải thu	529	644	837	1.037
Hàng tồn kho	2.950	2.772	2.968	2.896
TS ngắn hạn khác	500	500	500	500
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>12.921</b>	<b>13.456</b>	<b>14.914</b>	<b>16.673</b>
TS dài hạn (gộp)	17.637	18.437	18.937	19.437
- Khấu hao lũy kế	-15.090	-15.419	-15.747	-16.076
TS dài hạn (ròng)	2.547	3.019	3.190	3.361
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	261	261	261	261
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.808</b>	<b>3.279</b>	<b>3.451</b>	<b>3.622</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>15.730</b>	<b>16.736</b>	<b>18.365</b>	<b>20.295</b>
Khoản phải trả	1.612	2.116	2.439	2.787
Nợ ngắn hạn	1.229	1.000	1.000	1.000
Nợ ngắn hạn khác	1.840	1.656	1.490	1.341
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.681</b>	<b>4.772</b>	<b>4.929</b>	<b>5.128</b>
Nợ dài hạn	120	53	53	53
Nợ dài hạn khác	751	751	751	751
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5.552</b>	<b>5.576</b>	<b>5.734</b>	<b>5.933</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.294	5.294	5.294	5.294
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.850	5.830	7.299	9.027
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	33	35	38	41
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.177</b>	<b>11.159</b>	<b>12.631</b>	<b>14.362</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>15.730</b>	<b>16.736</b>	<b>18.365</b>	<b>20.295</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.284</b>	<b>1.903</b>	<b>2.501</b>	<b>3.110</b>
Thu nhập ròng	1.420	2.039	2.528	2.787
Khấu hao	268	329	329	329
Thay đổi vốn lưu động	-1.220	383	-231	71
Điều chỉnh khác	-390	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>78</b>	<b>2.751</b>	<b>2.626</b>	<b>3.186</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-787	-800	-500	-500
Đầu tư, ròng	928	0	-461	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>141</b>	<b>-800</b>	<b>-961</b>	<b>-500</b>
Cổ tức đã trả	-1.059	-1.059	-1.059	-1.059
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	383	-229	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	117	-66	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-66	2	3	3
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-625</b>	<b>-1.353</b>	<b>-1.056</b>	<b>-1.056</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-381</b>	<b>598</b>	<b>608</b>	<b>1.630</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.903</b>	<b>2.501</b>	<b>3.110</b>	<b>4.740</b>

Nguồn: DCM, Vietcap

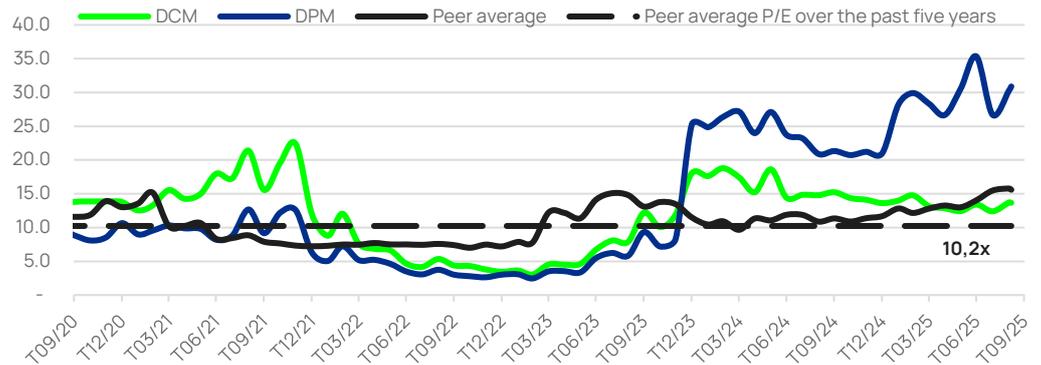
## Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 32: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty (Triệu USD)	Quốc gia	Giá trị vốn hóa TT	DT thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/vốn CSH%	ROE %	Lợi suất cổ tức	P/E trượt	P/E dự phóng 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA trượt 12 tháng
Shandong Hualu Hengsheng Chemical Co Ltd	Trung Quốc	7.913	4.574	3,6	450	-20,6	27,2	10,5	2,3	17,3	15,2	1,8	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	3.888	4.221	9,4	225	-9,7	63,1	8,9	2,4	17,1	15,6	1,5	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.426	1.634	-8,0	142	-24,3	-58,4	5,6	5,5	9,9	9,6	0,6	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	1.251	3.288	1,1	190	3,3	96,2	15,5	3,7	6,2	7,0	0,9	5,3
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	7.423	2.849	9,2	244	25,8	-32,3	20,2	0,7	38,0	28,3	5,9	20,2
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	2.474	1.969	-7,4	195	29,3	-11,1	20,6	1,8	13,2	11,5	2,5	9,7
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	N/A	1.458	25,9	78	1,5	42,8	14,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	924	874	-8,8	131	36,5	3,3	26,1	6,2	7,2	6,0	1,7	2,6
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	N/A	864	4,2	101	674,7	-52,9	53,5	N/A	N/A	N/A	N/A	0,9
<b>Trung vị</b>		<b>2.474</b>	<b>1.969</b>	<b>3,6</b>	<b>190</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>15,5</b>	<b>2,4</b>	<b>13,2</b>	<b>11,5</b>	<b>1,7</b>	<b>5,3</b>
<b>Trung bình</b>		<b>3.614</b>	<b>2.415</b>	<b>3,2</b>	<b>195</b>	<b>79,6</b>	<b>8,7</b>	<b>19,5</b>	<b>3,2</b>	<b>15,5</b>	<b>13,3</b>	<b>2,1</b>	<b>7,7</b>
DPM	Việt Nam	712	616	13,1	26	-0,4	-72,1	6,0	3,8	26,4	16,9	1,6	7,4
DCM	Việt Nam	774	641	23,9	66	12,5	-90,3	15,3	5,3	13,1	9,8	2,1	4,6

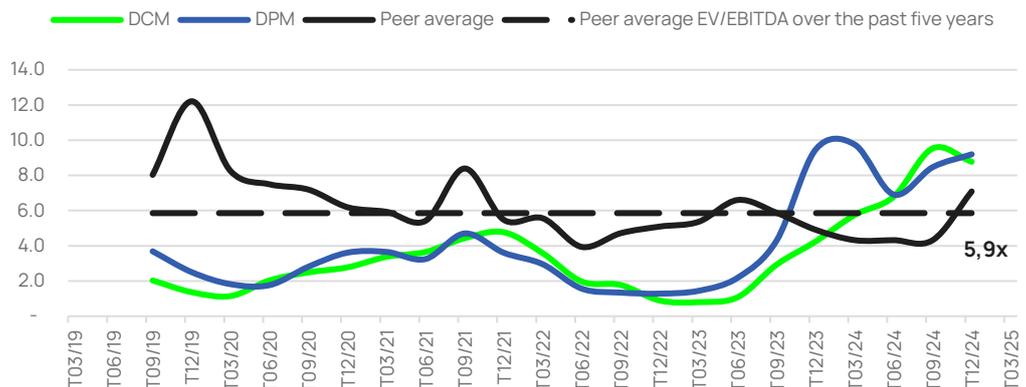
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 08/09/2025)

Hình 33: Diễn biến P/E trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 08/09/2025)

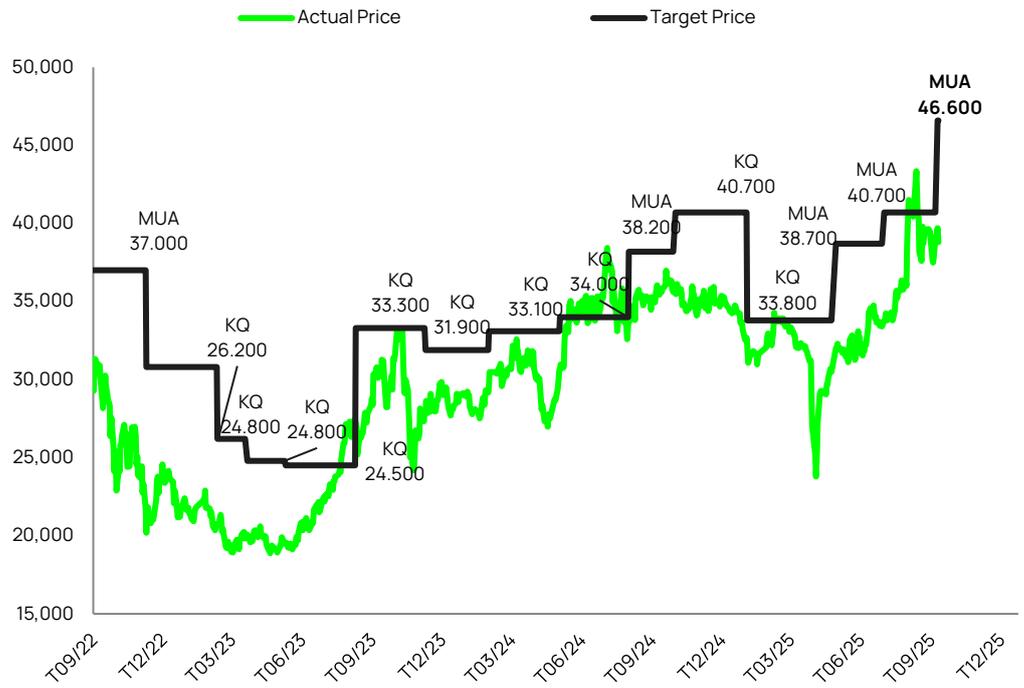
Hình 34: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Above companies, Vietcap (hệ số EV/EBITDA trượt 12T là dữ liệu hàng quý tính đến ngày 08/09/2025)

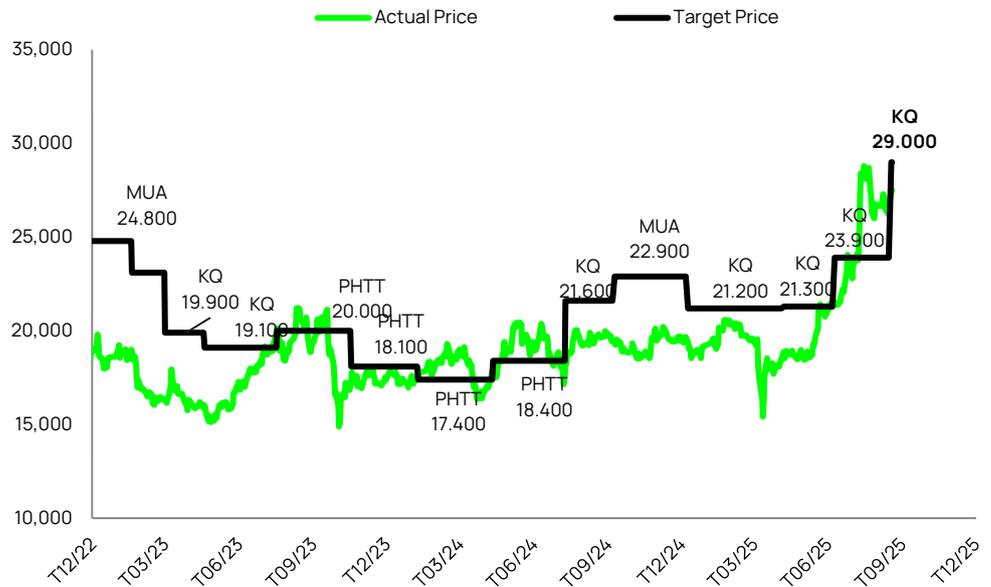
## Diễn biến khuyến nghị

Hình 35: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DCM (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cơ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 36: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DPM (đồng/cổ phiếu)



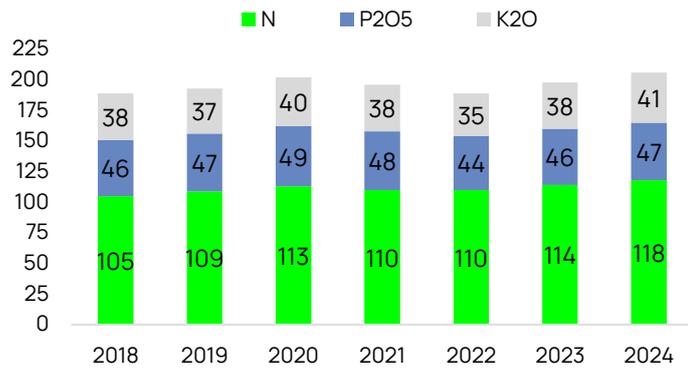
Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cơ tức tiền mặt và cổ phiếu)

## Phụ lục

### Nhu cầu và nguồn cung phân bón toàn cầu

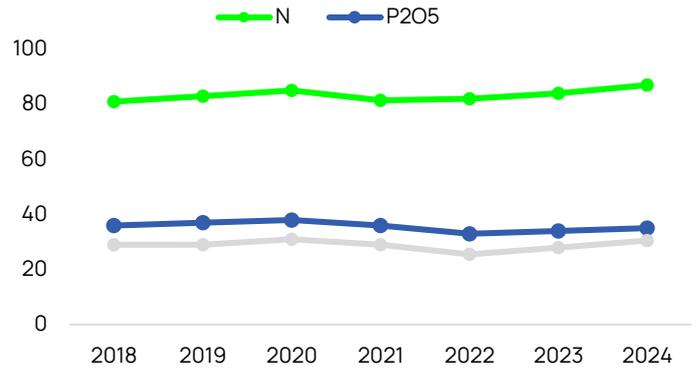
Bloomberg dự báo CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 sẽ đạt 2,4%, tăng từ mức 188 triệu tấn/năm trong năm 2024 lên 217 triệu tấn/năm vào năm 2030. Mức tăng trưởng này sẽ được hỗ trợ bởi CAGR mở rộng công suất urê toàn cầu là 0,8% và sự gia tăng của hiệu suất hoạt động, từ mức 77% vào năm 2024 lên 84% vào năm 2030.

Hình 39: Nhu cầu sử dụng nitơ toàn cầu đạt mức cao kỷ lục vào năm 2024 (triệu tấn dinh dưỡng)



Nguồn: Hiệp hội Phân bón Quốc tế, Vietcap tổng hợp

Hình 40: Tỷ lệ bón nitơ trung bình trên toàn cầu đạt mức kỷ lục vào năm 2024 (kg/ha diện tích thu hoạch)



Nguồn: Hiệp hội Phân bón Quốc tế, Vietcap tổng hợp

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Hoàng Nam

##### Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ví mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thủy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### 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

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

## 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.