

# Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP

## Báo cáo phân tích & định giá



Quét mã QR tham gia  
Zalo Eldian Capital



Nghiên cứu bởi  
Đội ngũ phân tích đầu tư Eldian Capital

Ngành: Phân bón/ Hóa chất

# Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HSX : DPM)

<b>Khuyến nghị</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Giá mục tiêu</b>	28,912
<b>UPSIDE</b>	<b>17.3%</b>
Ngành	Hóa chất/ Phân bón
<b>Thông tin</b>	<b>Giá trị</b>
Giá thị trường (21/01/2025)	24,650
Vốn hóa thị trường (tỷ)	16,760
KLCP Lưu hành	679,925,021
P/E	20
P/B	1.5
Beta (12M)	0.93

## Diễn biến giá



## Luận điểm đầu tư:

- **Động lực Tăng trưởng:** Cú hích từ Chính sách & Tối ưu Chi phí: DPM đang đứng trước điểm đảo chiều lợi nhuận quan trọng trong năm 2025 nhờ sự cộng hưởng của các yếu tố vĩ mô và nội tại. Động lực lớn nhất đến từ Luật Thuế GTGT sửa đổi (áp dụng mức thuế 5%), cho phép doanh nghiệp khấu trừ toàn bộ thuế đầu vào, ước tính tiết giảm 310 – 358 tỷ đồng chi phí giá vốn mỗi năm. Đồng thời, xu hướng hạ nhiệt của giá khí dầu vào (neo theo giá dầu FO/Brent) kết hợp với lợi thế nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hết khấu hao giúp DPM củng cố vị thế dẫn đầu về chi phí sản xuất, đảm bảo biên lợi nhuận gộp nở rộng ngay cả khi giá bán đầu ra biến động.
- **Doanh nghiệp dự báo tiếp tục trả cổ tức:** DPM duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức luôn ở mức cao. Ngay cả trong giai đoạn khó khăn nhất (2019-2020) hay khi cần vốn đầu tư, doanh nghiệp vẫn ưu tiên duy trì mức cổ tức tiền mặt tối thiểu 1.000 – 1.500 đồng/cp. Năm 2025, chúng tôi dự báo tỷ lệ trả cổ tức ở mức 8%.

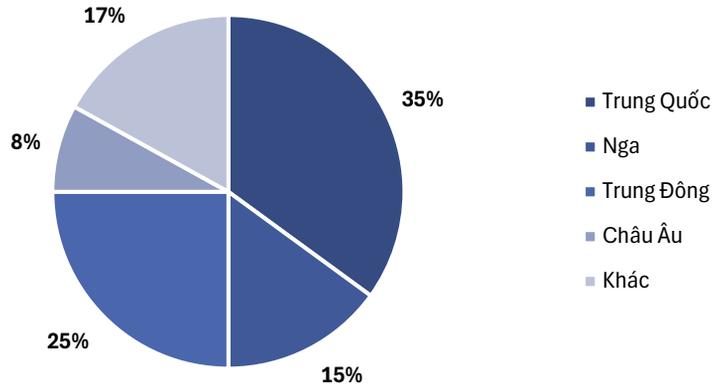
## Rủi ro đầu tư:

- Biến động giá Ure đầu ra biến động cùng chiều với giá Ure thế giới.
- Biến động giá khí nguyên liệu đầu vào neo theo giá dầu FO

## Tổng quan vĩ mô: Nguồn cung thế giới bị chi phối bởi chính sách và giá khí

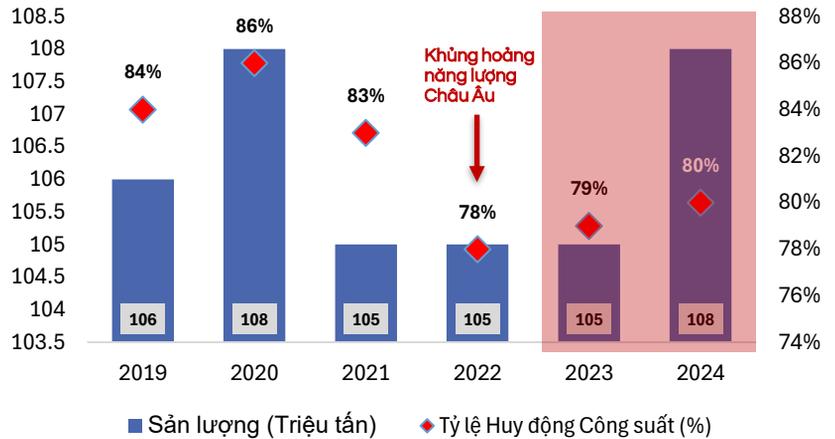
- Ure là một trong những loại phân cơ bản nhất, đóng vai trò thiết yếu trong sản xuất nông nghiệp toàn cầu. Tuy nhiên, khác với các ngành hàng hóa có rào cản tài nguyên khác, ngành ure không thiếu tình trạng thiếu cung trong dài hạn. Những năm vừa qua, biến động ngành phân bón ure đến từ việc thiếu nguồn cung do chu kỳ giá khí và các quyết định chính sách của các quốc gia chủ chốt.
- Nguồn cung ure toàn cầu tập trung chủ yếu tại Trung Quốc (~30–35%), Trung Đông (~20–25%) và Nga (~10–15%). Trong đó, Trung Quốc đóng vai trò là nhà cung ứng điều tiết, với khả năng tác động mạnh đến cung – cầu và giá ure thế giới thông qua các chính sách về xuất khẩu.
- Tỷ lệ huy động công suất của các nhà máy ngoài Trung Quốc mới chỉ phục hồi về mức 80% (năm 2024) từ đáy khủng hoảng năng lượng, vẫn thấp hơn đáng kể mức trung bình lịch sử 86%. Điều này hàm ý thị trường đang tồn tại một lượng cung tiềm năng.
- Sau năm 2024 "đóng băng" xuất khẩu (chỉ đạt 0.25 triệu tấn) nhằm ưu tiên an ninh lương thực nội địa, Trung Quốc gia nhập thị trường xuất khẩu từ 2025 với hạn ngạch khoảng 4-5 triệu tấn/năm. Động thái "mở van" này sẽ ngay lập tức giải tỏa áp lực khan hiếm cục bộ tại khu vực Châu Á, đồng thời thiết lập một lớp trần cứng (hard cap) cho giá Urê quốc tế.

Biểu đồ 1: Trung Quốc và Nga tay chơi trong nguồn cung phân ure toàn cầu



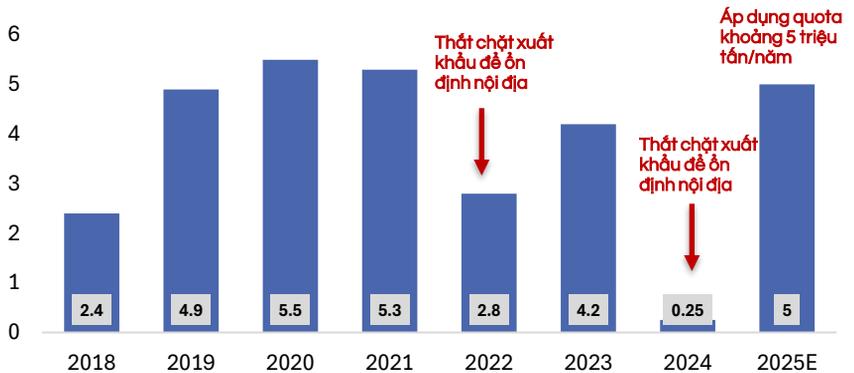
Nguồn: Industry Research, Eldian tổng hợp

Biểu đồ 2: Nguồn cung thế giới (trừ Trung Quốc): Phục hồi nhưng chưa đầy tải



Nguồn: IFA, Eldian tổng hợp

Biểu đồ 3: Xuất khẩu Urê Trung Quốc: "Van xả" 5 triệu tấn đã mở lại

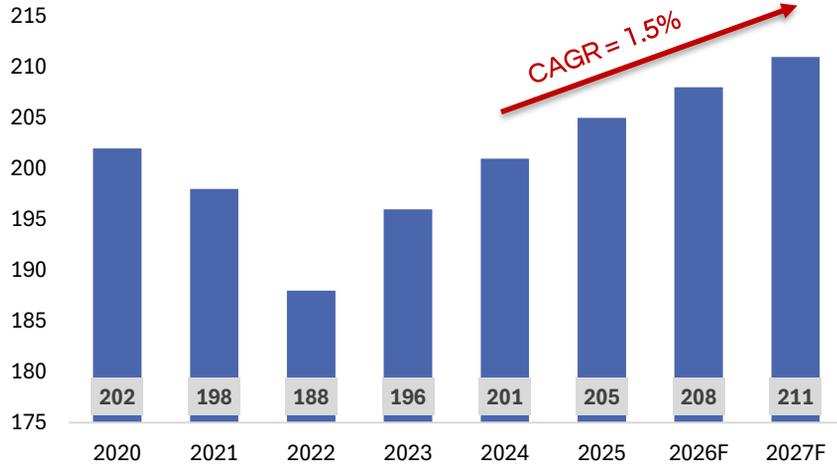


Nguồn: Eldian tổng hợp

# Tổng quan ngành: Nguồn cầu-Tăng trưởng hữu cơ nhưng thiếu động lực bứt phá

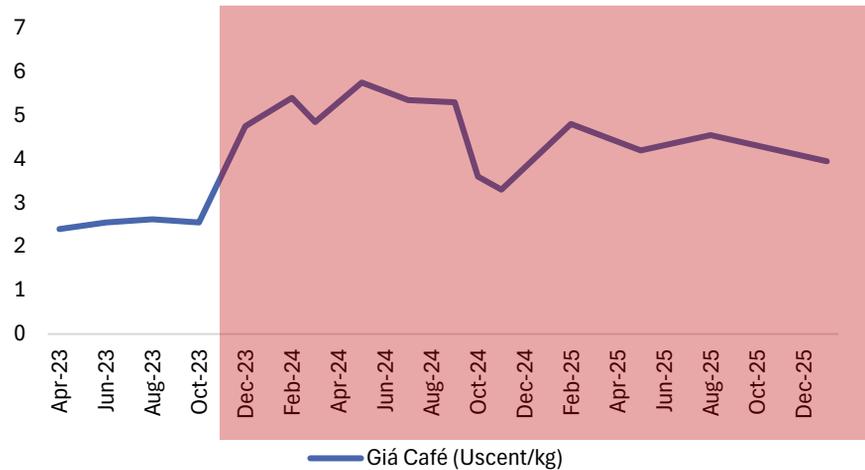
- Dữ liệu tiêu thụ toàn cầu (Biểu đồ 4) xác nhận thị trường đã đi qua giai đoạn biến động mạnh để thiết lập một mặt bằng tăng trưởng mới mang tính cấu trúc và bền vững hơn. Với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) dự phóng 1.5% trong giai đoạn 2024–2027, quy mô thị trường dự kiến tiệm cận mốc 211 triệu tấn vào năm 2027. Con số này phản ánh nhu cầu thực tế dựa trên an ninh lương thực thay vì các yếu tố đầu cơ, hàm ý rằng cuộc đua của các doanh nghiệp trong ngành giờ đây sẽ chuyển từ việc "chờ đợi tổng cầu bùng nổ" sang năng lực giữ vững thị phần và tối ưu hóa danh mục sản phẩm giá trị cao.
- Trong bối cảnh tăng trưởng sản lượng chung đi ngang, lực cầu ngắn hạn (2025–2026) được kích hoạt mạnh mẽ nhờ sự cộng hưởng giữa hai yếu tố then chốt: Sức mua và Thời tiết.
- Cụ thể, sự phân kỳ dương giữa giá nông sản neo cao (điển hình là Cà phê ở vùng đỉnh lịch sử – Biểu đồ 5) và giá phân bón đầu vào hạ nhiệt đã mở rộng biên lợi nhuận cho người nông dân. Dòng tiền thặng dư này tạo ra "lớp đệm an toàn" vững chắc, thúc đẩy nông dân mạnh dạn tái đầu tư cho vụ mùa mới. Đáng chú ý, dòng vốn này sẽ được giải ngân đúng "điểm rơi" thuận lợi nhất khi pha La Niña (Biểu đồ 6) chiếm ưu thế trong nửa đầu năm, mang lại điều kiện thủy văn lý tưởng cho vụ Đông Xuân.

**Biểu đồ 4: Tiêu thụ phân bón toàn cầu tăng nhẹ 1.5%**



Nguồn: IFA, Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 5: Nhu cầu sản lượng phân bón tăng nhờ vào giá nông sản tăng**

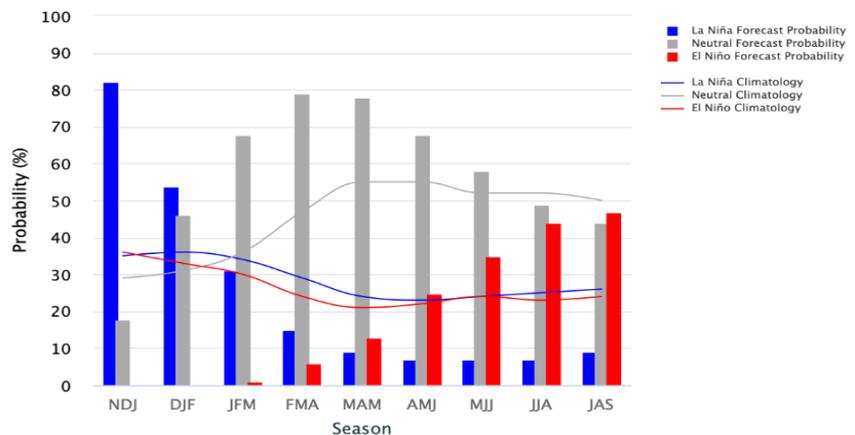


Nguồn: Worldbank

**Biểu đồ 6: Xu hướng El Nino quay lại trong quý 3/2026**

Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued December 2025)

based on  $-0.5^{\circ}\text{C}/+0.5^{\circ}\text{C}$  thresholds in ERSSTv5 Niño-3.4 index

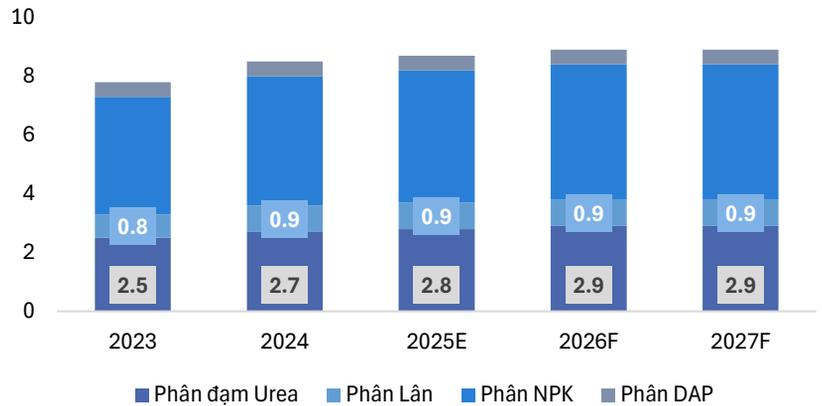


Nguồn: Eldian tổng hợp, Columbia School

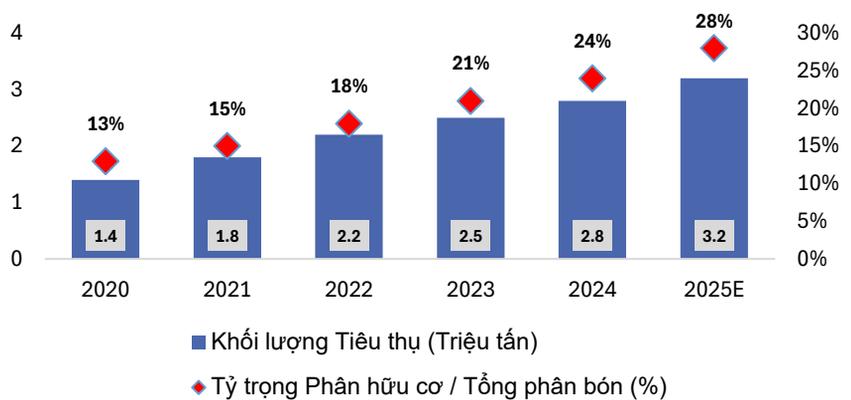
## Tổng quan ngành: Thị trường Việt Nam – Chuyển dịch sang xuất khẩu

- Thị trường phân bón nội địa đang chứng kiến sự phân hóa rõ rệt trong cơ cấu sản lượng. Trong khi nhóm phân lân và DAP đi ngang do bão hòa, phân đạm (Urê) và NPK được dự báo duy trì đà tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025–2027 nhờ nhu cầu ổn định từ đa dạng loại cây trồng. Đáng chú ý là xu hướng chuyển dịch cơ cấu sang phân bón hữu cơ với thị phần dự kiến đạt 28%, được thúc đẩy bởi yêu cầu tiêu chuẩn nông sản từ các thị trường xuất khẩu (EU, Mỹ, Nhật) và nhu cầu cải tạo đất; đây là dư địa để các doanh nghiệp sản xuất truyền thống tái cơ cấu danh mục sản phẩm nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Về chiến lược đầu ra, hoạt động xuất khẩu đã xác lập vai trò thiết yếu trong việc cân đối cung cầu với tỷ trọng đóng góp ổn định trên 14% tổng nguồn cung. Việc linh hoạt điều phối tỷ trọng giữa tiêu thụ nội địa và xuất khẩu giúp doanh nghiệp tối ưu hóa lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro từ biến động giá cục bộ. Dự báo giai đoạn 2025–2026, tỷ trọng xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì quanh mức 14,3%, được hỗ trợ bởi đà phục hồi nhu cầu toàn cầu (dự báo tăng 2,2% đạt 205 triệu tấn theo IFA) và khả năng tận dụng chênh lệch giá bán nhờ độ trễ giữa thị trường trong nước và quốc tế.

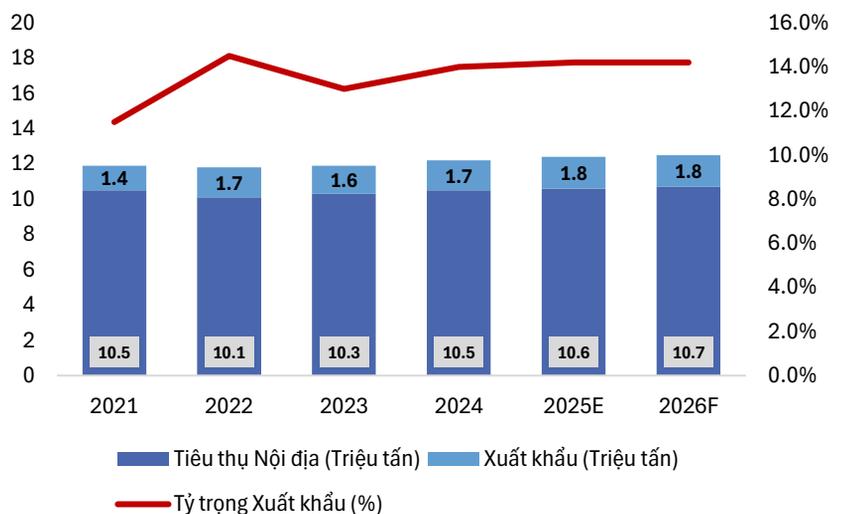
Biểu đồ 7: Dự báo sản lượng phân bón sản xuất nội địa



Biểu đồ 8: Chuyển dịch cơ cấu và Động lực tăng trưởng 2 con số



Biểu đồ 9: Chiến lược đầu ra: đẩy mạnh tỷ trọng xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục hải quan, hiệp hội phân bón Việt Nam, MBS

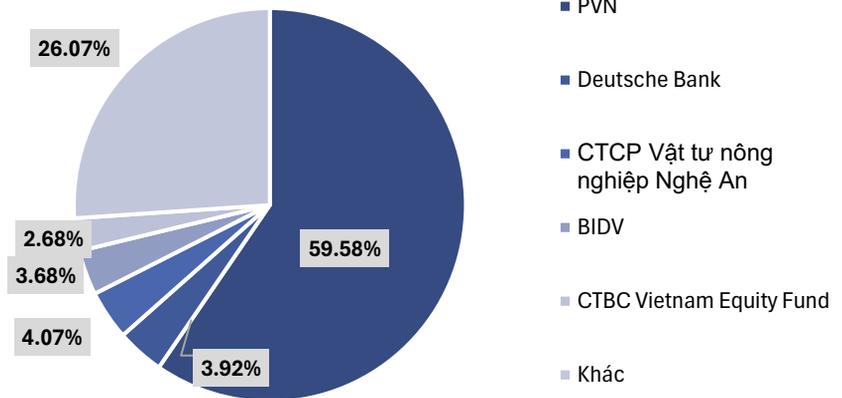
## Tổng quan doanh nghiệp

- Cơ cấu cổ đông của DPM khá cô đặc, khi PVN nắm giữ tới 59.58%, đóng góp vai trò định hướng chiến lược dài hạn cho doanh nghiệp, ngoài ra cơ cấu cổ đông của DPM còn có sự tham gia bởi các định chế tài chính và đối tác chiến lược như Deutsche Bank (4.07%), CTCP Vật tư Nông nghiệp Nghệ An (3.92%), BIDV (3.68%) và quỹ CTBC Vietnam Equity Fund (2.68%). Nhóm cổ đông khác nắm giữ 26.07% cổ phần còn lại đảm bảo mức độ thanh khoản cho cổ phiếu trên thị trường.

- DPM duy trì vị thế là một "Cash Cow" điển hình với tỷ lệ chi trả cổ tức luôn ở mức cao. Ngay cả trong giai đoạn khó khăn nhất (2019-2020) hay khi cần vốn đầu tư, doanh nghiệp vẫn ưu tiên duy trì mức cổ tức tiền mặt tối thiểu 1.000 – 1.500 đồng/cp. Điều này khẳng định sức khỏe tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào, không chịu áp lực vay nợ, tạo niềm tin lớn cho cổ đông dài hạn.

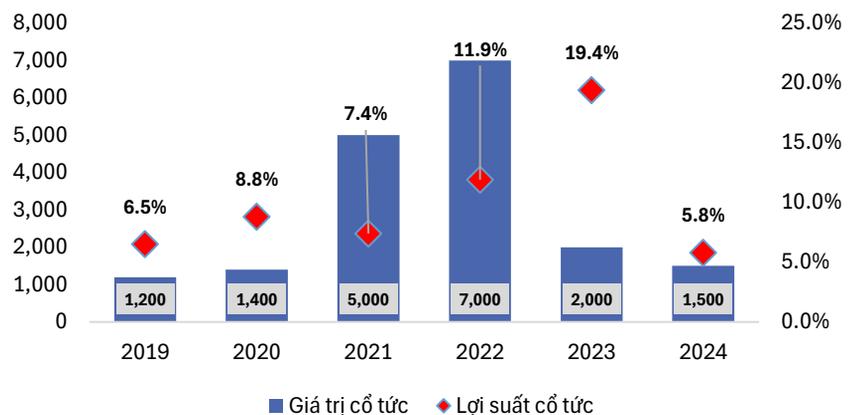
Tổng Công ty cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí – CTCP (HOSE: DPM) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam, hiện là doanh nghiệp dẫn đầu ngành phân bón nội địa, với mặt hàng chủ yếu là các loại phân bón (Ure, NPK,..) và các loại hóa chất. Công ty quản lý vận hành Nhà máy Đạm Phú Mỹ có công suất thiết kế 800.000 tấn u-rê/năm, đóng vai trò then chốt trong việc ổn định nguồn cung thị trường và đảm bảo an ninh lương thực quốc gia.

**Biểu đồ 10: PVN chiếm 60% cổ đông doanh nghiệp**



Nguồn: DPM

**Biểu đồ 11: DPM trả đều cổ tức đều đặn**



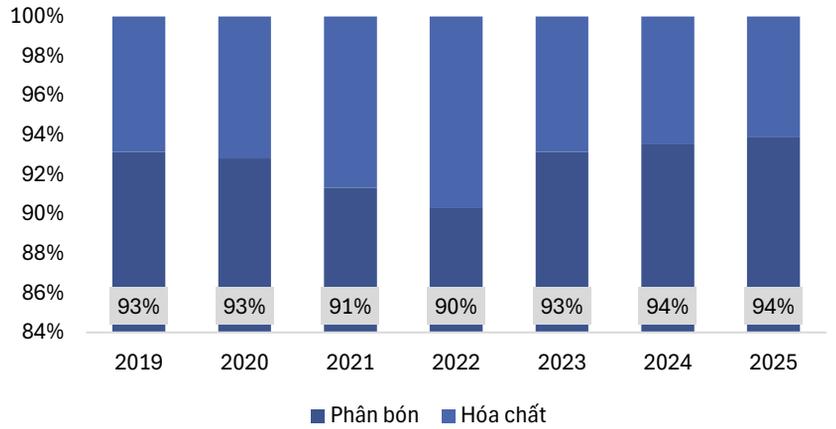
Nguồn: DPM

## Tổng quan doanh nghiệp

- DPM tập trung vào 2 mảng kinh doanh chính: Phân bón và Hóa chất. Trong đó phân bón vẫn là động lực cốt lõi của DPM chiếm tới 95% cấu phần doanh thu của DPM.

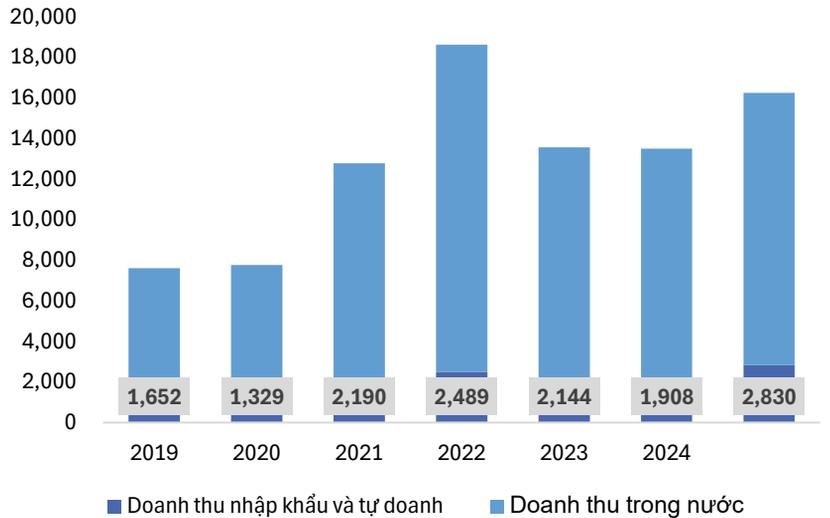
- Bên cạnh đó, ngoài sản xuất và tiêu thụ nội địa, DPM cũng đẩy mạnh mảng kinh doanh thương mại phân bón bằng cái nhập các loại phân bón khác và phân phối cho khách hàng, và dòng tiền sẽ tới sự chênh lệch giữa giá mua và giá bán. DPM cũng đẩy mạnh mảng xuất nhập khẩu phân Ure do thị trường nội địa dư cung.

**Biểu đồ 12: Mảng kinh doanh phân bón vẫn là sản phẩm chính của DPM**



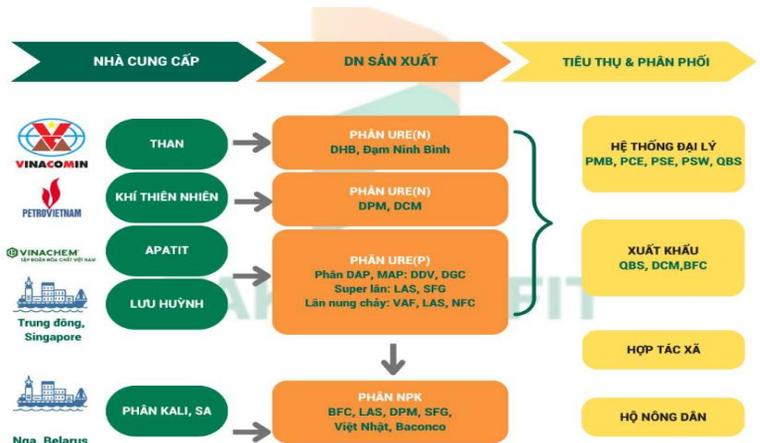
Nguồn: DPM

**Biểu đồ 13: Mảng sản xuất và kinh doanh trong nước vẫn là chủ lực**



Nguồn: DPM

**Biểu đồ 14: Chuỗi giá trị của doanh nghiệp**



Nguồn: SHS

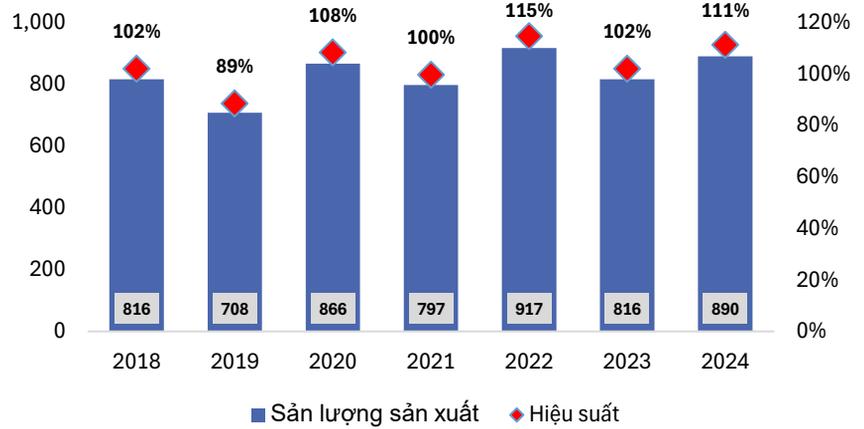
## Mảng phân Ure: Sản lượng tiêu thụ ổn định, phụ thuộc hoàn toàn vào giá

- Hoạt động sản xuất nhà máy hiện vận hành ở mức tối đa công suất thiết kế và khó có khả năng gia tăng sản lượng – Ban Lãnh Đạo DPM chưa có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy Phú Mỹ - Tiêu thụ trong nước cũng đã bão hòa

- Sản lượng đầu ra của DPM luôn duy trì mức cao, nằm trong khoảng 800 nghìn tấn/năm. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng Ure trong năm 2025 sẽ đạt 870 nghìn tấn do năm Q4/2025, nhà máy sẽ bảo dưỡng trong vòng 25-30 ngày.

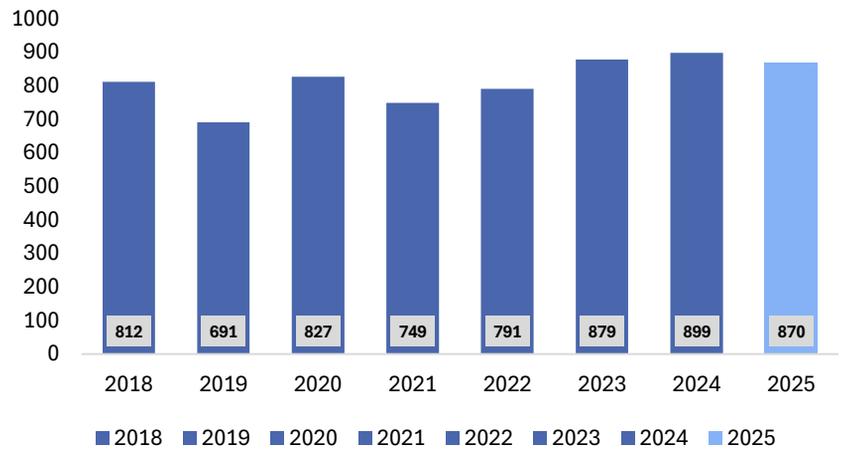
- Tổng thị phần của DPM và DCM chiếm khoảng hơn 70% nguồn cung toàn thị trường trong suốt giai đoạn 2019-2024. Điều này tạo ra rào cản gia nhập ngành sản xuất phân bón ure.

**Biểu đồ 15: Hiệu suất nhà máy đã đạt trần, chưa có kế hoạch mở rộng**



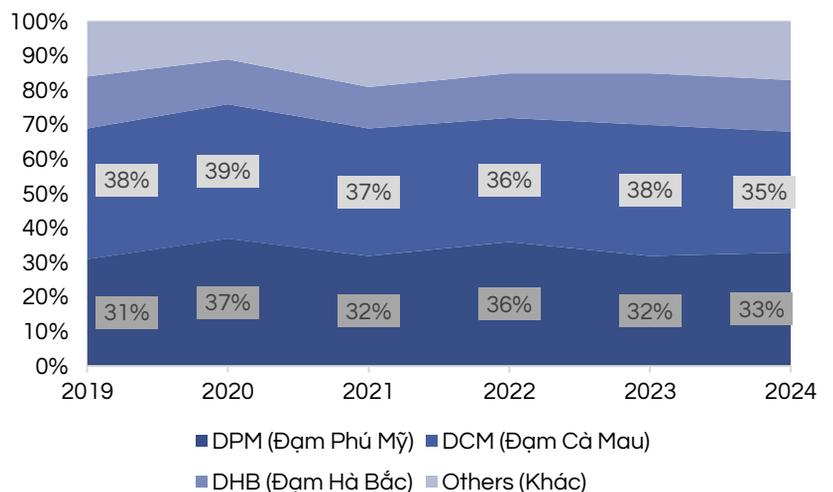
Nguồn: DPM

**Biểu đồ 16: Sản lượng tiêu thụ các năm gần đây vượt hơn 800 nghìn tấn**



Nguồn: DPM

**Biểu đồ 17: DPM, DCM dẫn đầu nguồn cung phân Ure**

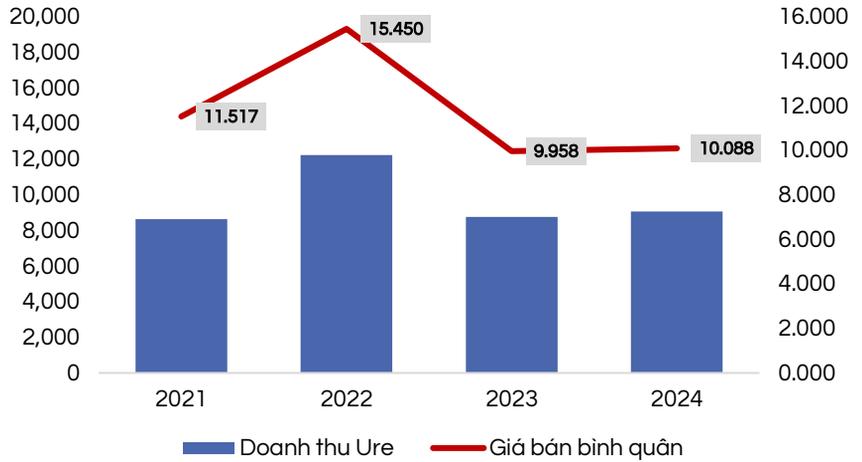


Nguồn: Eldian tổng hợp

## Mảng phân Ure: Sản lượng tiêu thụ ổn định, phụ thuộc hoàn toàn vào giá

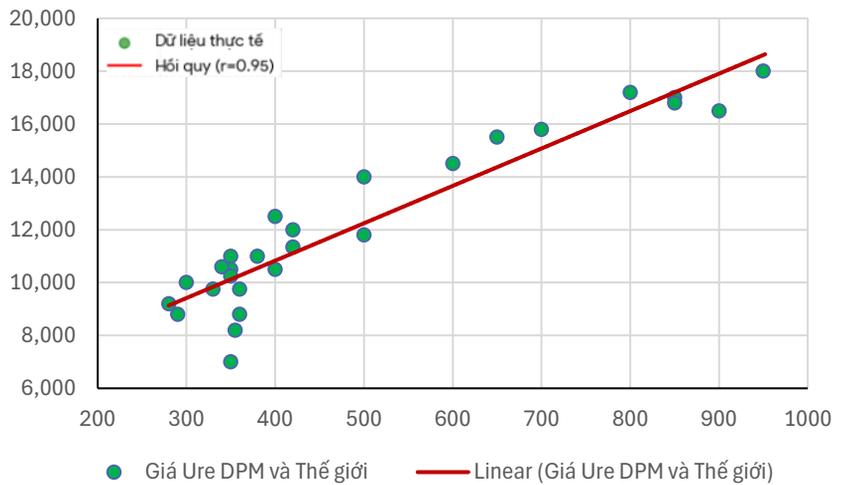
- Hoạt động kinh doanh mảng Ure cho thấy doanh thu phụ thuộc hoàn toàn vào biến động giá bán thay vì sản lượng tiêu thụ, thể hiện rõ qua sự bùng nổ doanh thu năm 2022 khi giá đạt đỉnh và sự sụt giảm trong giai đoạn 2023-2024 khi giá bình quân đi xuống. Khả năng kiểm soát giá của doanh nghiệp bị hạn chế do giá bán nội địa có độ tương quan rất cao ( $r=0.95$ ) với giá thế giới. Vì vậy, triển vọng doanh thu trong ngắn hạn sẽ chịu áp lực lớn từ xu hướng giá toàn cầu, với dự báo giá Ure thế giới sẽ bắt đầu hạ nhiệt từ đầu năm 2026 sau khi đạt đỉnh vào năm 2025.

**Biểu đồ 18: Doanh thu Ure tăng trưởng trong những năm giá Ure cao**



Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 19: Giá ure DPM tương quan cao với Giá ure Thế giới**



Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 20: Giá ure thế giới đầu năm 2026 hạ nhiệt từ đỉnh trong 2025**



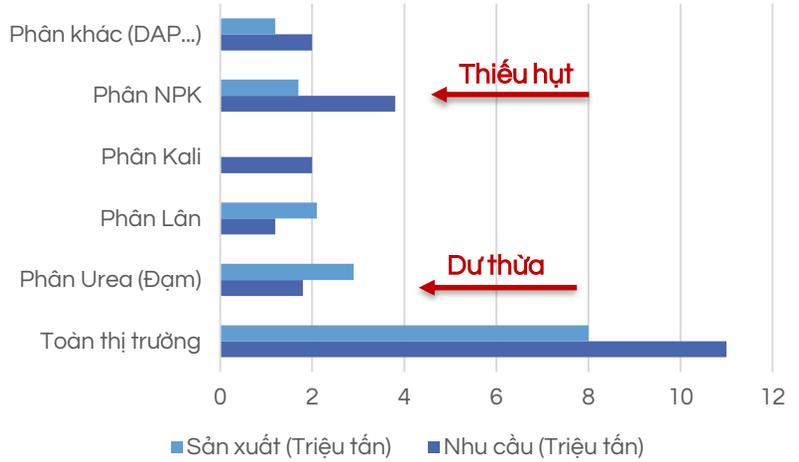
Nguồn: Simplize

## Mảng phân NPK: Còn nhiều dư địa tăng trưởng sản lượng

- Mảng NPK đang chuyển mình từ vai trò hỗ trợ sang động lực tăng trưởng chính của DPM trong giai đoạn 2025-2030. Sự hội tụ của ba yếu tố: (1) Nhu cầu bùng nổ nhờ giá nông sản cao, (2) Lợi thế chi phí từ chuỗi giá trị khép kín và (3) Cú hích từ chính sách thuế VAT, sẽ giúp lợi nhuận gộp mảng NPK tăng trưởng kép (CAGR) trên 15% trong 2 năm tới, bù đắp cho sự đi ngang của mảng Urê.

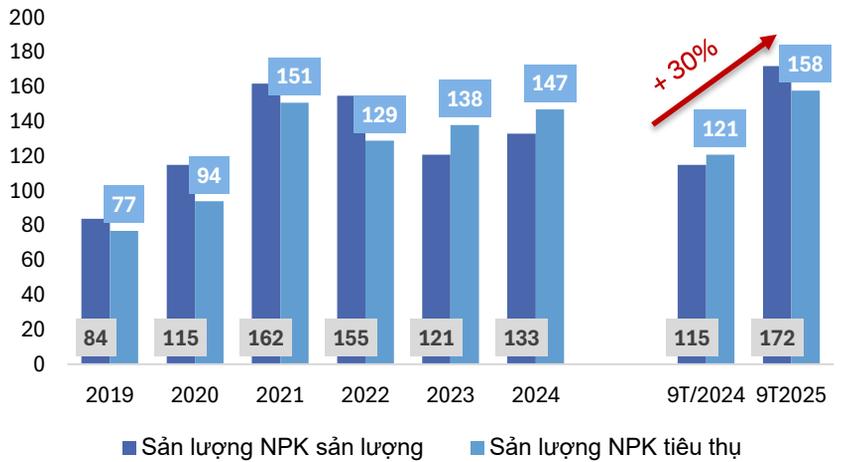
- Bức tranh thị phần (Biểu đồ 23) cho thấy thị trường NPK Việt Nam đang cực kỳ phân mảnh, với nhóm các nhà sản xuất nhỏ lẻ chiếm tới 52% thị phần. Nhóm này chủ yếu sử dụng công nghệ phối trộn cơ học (3 màu), chất lượng không ổn định và đang dần bị đào thải bởi các tiêu chuẩn nông nghiệp sạch. Đây là cơ hội cho DPM tập trung phát triển chiếm lĩnh thị phần sản xuất phân NPK trong nước.

**Biểu đồ 21: Nguồn cung NPK trong nước chưa đáp ứng nhu cầu nội địa**



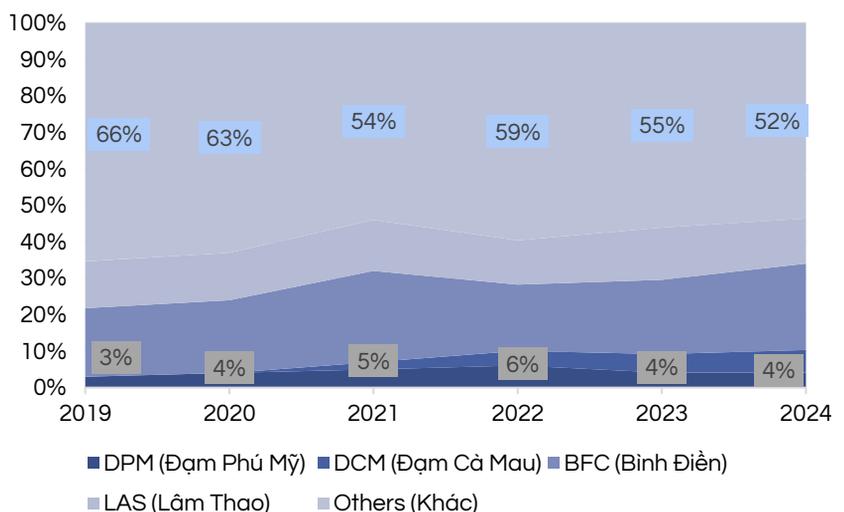
Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 22: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ NPK Phú Mỹ tăng trưởng đều**



Nguồn: DPM

**Biểu đồ 23: Thị trường NPK còn khá phân mảnh, cơ hội DPM bứt phá**

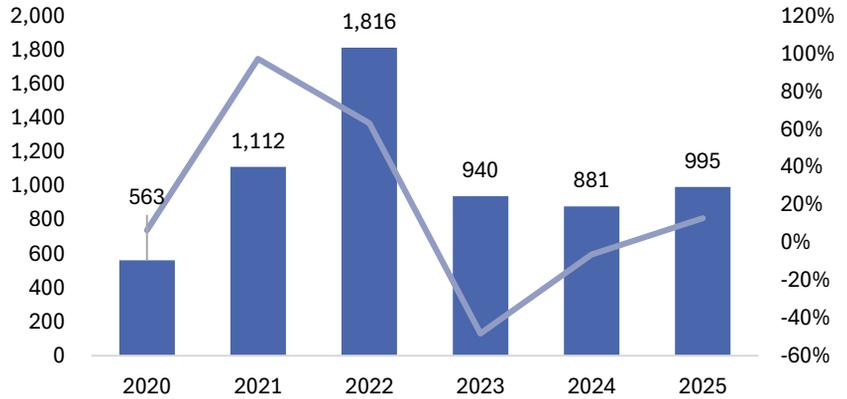


Nguồn: Eldian tổng hợp

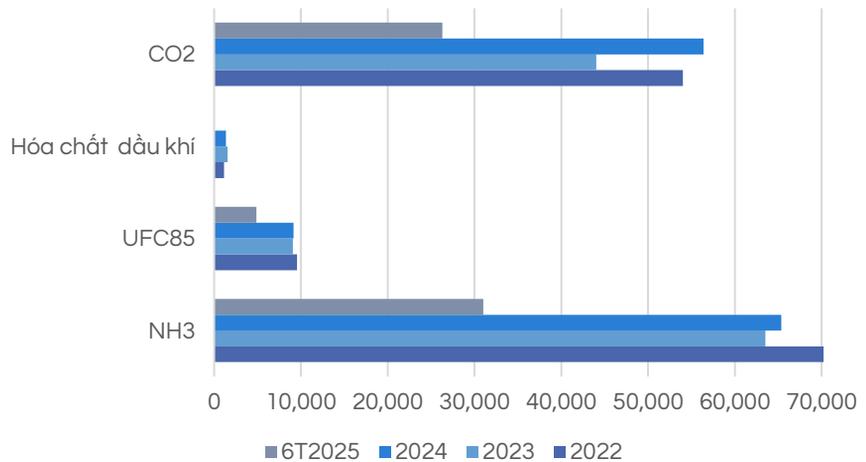
## Mảng Hóa Chất: Đa dạng hóa nguồn thu

- Bên cạnh mảng kinh doanh cốt lõi là phân bón, mảng Hóa chất đang đóng vai trò là một 'bệ đỡ' vững chắc, giúp DPM đa dạng hóa rủi ro và ổn định dòng tiền. Số liệu cho thấy, sau giai đoạn bùng nổ theo chu kỳ hàng hóa năm 2021-2022, doanh thu mảng hóa chất tuy đã hạ nhiệt nhưng đang thiết lập một mặt bằng giá trị mới, cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước dịch. Cụ thể, doanh thu dự kiến năm 2025 đạt khoảng 995 tỷ đồng, cao gấp 1,8 lần so với mức nền 563 tỷ đồng của năm 2020. Với cơ cấu sản phẩm là các nguyên liệu đầu vào thiết yếu cho công nghiệp (như NH<sub>3</sub>, UFC85, CO<sub>2</sub>), mảng này duy trì được sản lượng tiêu thụ ổn định qua các năm, ít chịu biến động giá mạnh như thị trường Urê, qua đó đóng góp một dòng doanh thu hỗ trợ bền bỉ cho Đạm Phú Mỹ.

**Biểu đồ 24: Doanh thu mảng phân bón tương đối ổn định khi nền giá đã hạ nhiệt**



**Biểu đồ 25: Sản lượng hóa chất 6T2025 giảm nhẹ 1% so với 6T2024**

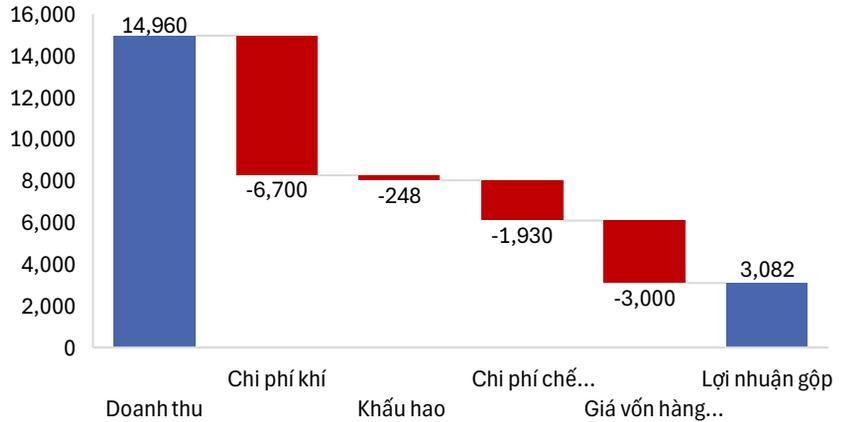


Nguồn: DPM, Eldian tổng hợp

## Biên lợi nhuận mở rộng nhờ vào tác động chính sách và vĩ mô

- Biên lợi nhuận của DPM được kỳ vọng cải thiện từ năm 2026 ngay cả trong kịch bản giá ure đi ngang, nhờ sự kết hợp của chi phí khí đầu vào hạ nhiệt theo chu kỳ năng lượng, mặt bằng giá ure ổn định và cú hích chính sách từ việc áp dụng VAT 5% đầu ra. Chi phí khí – cấu phần lớn nhất trong giá thành – nhiều khả năng giảm khi thị trường năng lượng toàn cầu bước vào trạng thái dư cung tương đối, trong khi giá ure ổn định giúp hạn chế biến động biên và cải thiện chất lượng lợi nhuận. Đặc biệt, việc áp dụng VAT 5% từ nửa cuối 2025 cho phép khấu trừ VAT đầu vào, chuyển phần chi phí trước đây bị treo sang lợi ích kế toán và dòng tiền, với hiệu ứng phản ánh đầy đủ từ 2026. Nhờ đó, biên lợi nhuận của DPM được cải thiện theo hướng mang tính cấu trúc, ít phụ thuộc hơn vào biến động giá hàng hóa và bền vững hơn trong trung hạn.

**Biểu đồ 26: Giá nguyên liệu chi phí đầu vào giảm thấp, nới rộng biên lợi nhuận**



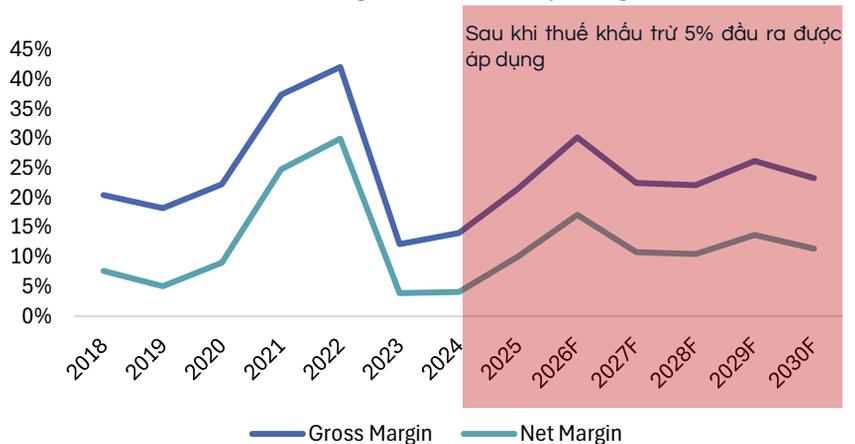
Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 27: Cơ chế áp thuế GTGT 5% với phân bón từ ngày 01/07/2025**

Khoản mục	TRƯỚC	SAU 01/07/2025 (Phân
	01/07/2025 (Phân bón không chịu VAT)	bón chịu VAT 5%)
<b>Doanh thu (chưa VAT)</b>	10,000	10,000
VAT đầu ra	0	500
<b>Chi phí đầu vào (chưa VAT)</b>	-8,000	-8,000
VAT đầu vào	-800	-800
Xử lý VAT đầu vào	<b>Gộp vào chi phí</b>	<b>Khấu trừ</b>
<b>TỔNG CHI PHÍ GHI NHẬN</b>	-8,800	8,000
<b>LỢI NHUẬN GỘP (LNG)</b>	1,200	2,000
<b>BIÊN LNG</b>	<b>12,0%</b>	<b>20,0%</b>

Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 28: Biên lợi nhuận tăng mạnh sau khi áp dụng thuế GTGT mới**

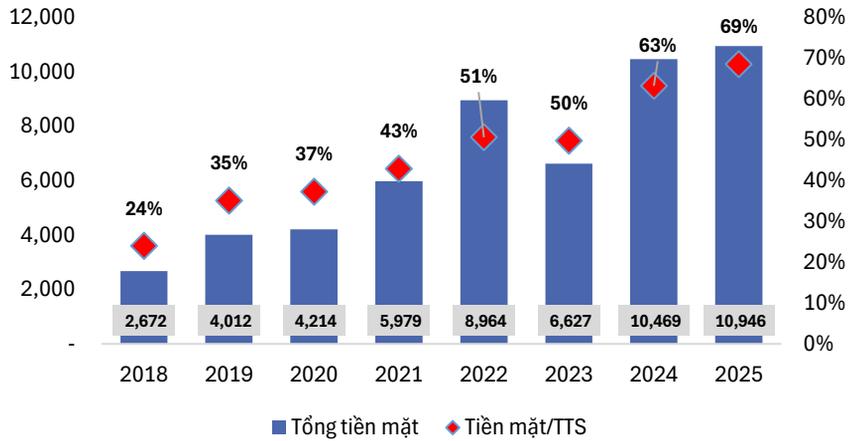


Nguồn: DPM, Eldian tổng hợp

## Tình hình tài chính doanh nghiệp

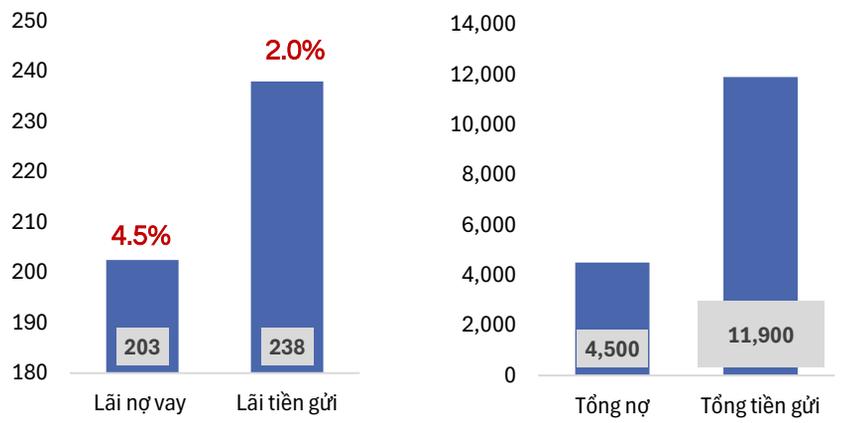
- Tỷ lệ tiền mặt của DPM dự báo trong năm 2025 dự báo sẽ đạt gần 11,000 tỷ đồng, chiếm 69% tổng tài sản. Với việc liên tục dư giả tiền mặt và lượng cổ tức trả đều đặn trong suốt năm qua. Chúng tôi dự báo lượng cổ tức DPM sẽ trả trong 2025 với tỷ suất tốt.
- Mặc dù DPM đã bắt đầu vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động cũng cho hoạt động sản xuất kinh doanh và đến hết Q3, tổng nợ ngắn hạn đã lên đến khoảng 4,500 tỷ đồng. Tuy nhiên chúng tôi thấy đây không phải rủi ro tài chính quá lớn khi: (1) các khoản vay chủ yếu là vay không tài sản đảm bảo – chứng tỏ uy tín tín dụng, (2) chúng tôi ước tính lãi vay phải trả lớn nhất vẫn thấp hơn lãi tiền gửi thấp nhất mà doanh nghiệp nhận được.
- Hiện tại DPM chưa có kế hoạch đầu tư thêm nhà máy mà chỉ mua sắm duy trì năng lực sản xuất hiện tại, bên cạnh đó, các tài sản xây dựng dở dang bao gồm Kho Tây Ninh và các dự án nâng cấp các hệ thống trong nhà máy với tổng giá trị khoảng 116 tỷ tại Q2/2025.
- Vòng quay tài sản cố định luôn ở mức 5x do DPM gần như đã khấu hao hết tài sản cố định.

**Biểu đồ 29: DPM là doanh nghiệp dư thừa tiền mặt**



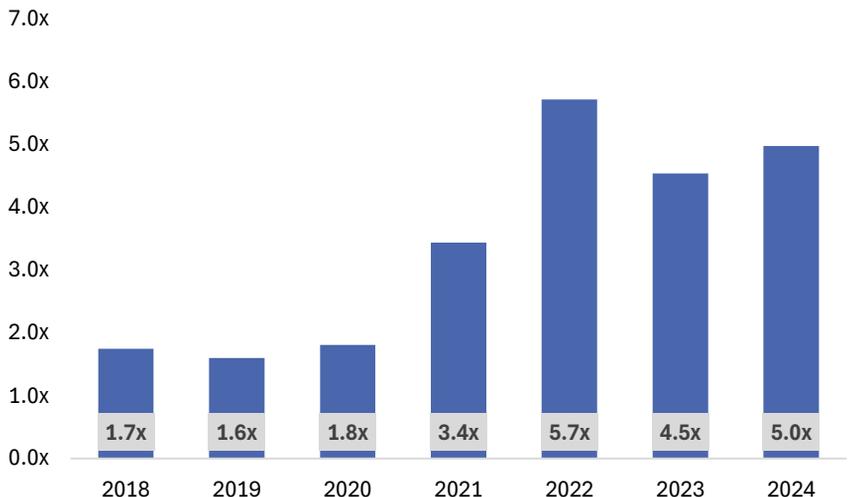
Nguồn: Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 30: DPM kiếm lời từ chênh lệch lãi tiền gửi và lãi vay**



Nguồn: DPM, Eldian tổng hợp

**Biểu đồ 31: Vòng quay tài sản cố định duy trì trên 5 lần**



Nguồn: DPM

## Rủi ro đầu tư

- Rủi ro lớn nhất đối với DPM đến từ khả năng giá ure giảm sâu hơn kịch bản cơ sở, trong trường hợp nguồn cung toàn cầu tăng nhanh hoặc chính sách xuất khẩu tại các quốc gia sản xuất lớn – đặc biệt là Trung Quốc – được nới lỏng mạnh hơn dự kiến. Do ure là sản phẩm chủ lực, biến động giá ure có tác động trực tiếp và tức thời đến doanh thu cũng như biên lợi nhuận của DPM.
- Trong kịch bản kiểm định rủi ro, với giả định giá ure giảm thêm khoảng 5-10% so với kịch bản cơ sở, lợi nhuận ngắn hạn của DPM sẽ chịu áp lực do doanh thu suy giảm và biên lợi nhuận bị thu hẹp. Tuy nhiên, tác động tiêu cực này được đánh giá không mang tính phá vỡ luận điểm đầu tư, khi chi phí khí đầu vào có xu hướng hạ nhiệt theo chu kỳ năng lượng toàn cầu và hiệu ứng khấu trừ VAT 5% giúp giảm chi phí thực, qua đó hạn chế đáng kể rủi ro suy giảm biên lợi nhuận và dòng tiền.
- Nhìn chung, mặc dù biến động giá ure vẫn là rủi ro trực cần theo dõi sát, các yếu tố hỗ trợ về cấu trúc chi phí và chính sách thuế giúp DPM giảm độ nhạy lợi nhuận so với các chu kỳ trước, khiến kịch bản giá ure giảm sâu trở thành rủi ro đối với lợi nhuận ngắn hạn hơn là rủi ro làm suy yếu triển vọng trung hạn của doanh nghiệp.

**Biểu đồ 32: Stress – Test với rủi ro giá ure thế giới**

Giá ure thế giới	LNST	Giá mục tiêu
10%	1,051	27,293
5%	1,443	27,816
0%	1,821	29,454

*Nguồn: DPM, Eldian tổng hợp*

## Dự phóng và định giá

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của DPM dựa vào cách dự phóng từng mảng phân bón Ure,PNK cũng như mảng hóa chất.
- Đối với phần Giá vốn hàng bán, chúng tôi bóc tách chi phí ra các cấu phần trọng yếu : Chi phí nguyên liệu, Chi phí khấu hao, Chi phí nhân công,... và dự phóng từng khoản mục.
- Tính chung cho năm 2025 và 2026, Lợi nhuận sau thuế sẽ lần lượt đạt 1,161 tỷ và tăng lên đến 1,821 tỷ đồng.

### Dự phóng kết quả kinh doanh DPM

	2024	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>13,496</b>	<b>16,350</b>	<b>14,960</b>
<i>Tốc độ thay đổi</i>	-1%	21%	-9%
<b>Doanh thu trong nước</b>	<b>11,588</b>	<b>13,704</b>	<b>12,133</b>
<i>Tốc độ thay đổi</i>	1%	18%	-11%
<b>Doanh thu tự doanh</b>	<b>1,908</b>	<b>2,646</b>	<b>2,827</b>
<i>Tốc độ thay đổi</i>	-11%	39%	7%
<hr/>			
<b>Lãi gộp</b>		<b>2,909</b>	<b>3,082</b>
Thu nhập tài chính		350	350
Chi phí tài chính		(70)	(70)
Chi phí bán hàng		(975)	(706)
Chi phí quản lý doanh nghiệp		(646)	(457)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh		1,447	2,271
<b>Lợi nhuận trước Lãi vay, Thuế (EBIT)</b>		<b>1,482</b>	<b>2,311</b>
Thu nhập khác (ròng)		0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh		0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế		1,451	2,276
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp		(290)	(455)
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>		<b>1,161</b>	<b>1,821</b>

## Dự phóng và định giá

- Dựa trên phân tích chuyên sâu bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền kết hợp với phương pháp định giá tương đối P/E cho cổ phiếu DPM, với giá trị tổng doanh nghiệp là 19,290 tỷ đồng với giá trị mỗi cổ phiếu là 28,912 VND, upside 17.3% so với kết quả giá ngày (21/01/2025). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM.

- Mô hình định giá DPM đã phản ánh phần lớn rủi ro trọng yếu tới DPM: giá khí đầu vào, giá ure thế giới, sản lượng trong nước không tăng như dự kiến, kết quả định giá tích cực nhất có thể lên tới giá 35,000 VND/cổ phiếu. Nhà đầu tư hoàn toàn có thể giải ngân ở mức giá 24,650 – 25,000 với mức kỳ vọng 17% và chốt lỗ ở quanh vùng giá 22,000 (-10%).

### Kết hợp định giá

	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
P/E	50%	28,371
FCFF	50%	29,454
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>28,912</b>

### Tỷ lệ chiết khấu dòng tiền

#### WACC

Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4%
Rm - Rf	10.00%
Beta	0.95
Ke	13.50%
Kd (Sau thuế)	6.00%
E/(D+E)	79.21%
D/(D+E)	20.79%
WACC	11.9%
Tỷ lệ tăng trưởng đều (g) (Tăng trưởng GDP-Lạm phát)	1%

### Bảng phân tích độ nhạy cho P/E

		WACC					
		28,371	10.4%	11.4%	11.9%	12.9%	13.9%
Terminal Growth	0.0%	30,000	27,753	26,781	25,078	23,640	
	0.5%	31,042	28,594	27,541	25,706	24,166	
	1.0%	32,195	29,516	28,371	26,387	24,732	
	1.5%	33,476	30,531	29,281	27,128	25,344	
	2.0%	34,910	31,653	30,282	27,936	26,007	

### Bảng phân tích độ nhạy cho P/E

		LNST					
		29,454	1,639	1,730	1,821	1,912	2,003
P/E	9	21,689	22,894	24,098	25,303	26,508	
	10	24,098	25,437	26,776	28,115	29,454	
	11	26,508	27,981	29,454	30,926	32,399	
	12	28,918	30,525	32,131	33,738	35,344	
	13	31,328	33,068	34,809	36,549	38,290	

## Dự phóng và định giá

P/E của DPM đang thấp hơn trung bình 5 năm



## Phụ lục: Báo cáo tài chính

### Báo cáo kết quả kinh doanh

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh số thuần</b>	<b>18,627</b>	<b>13,569</b>	<b>13,496</b>	<b>16,350</b>	<b>14,960</b>	<b>15,498</b>
Giá vốn hàng bán	(10,789)	(11,917)	(11,598)	(13,441)	(11,878)	(12,313)
<b>Lãi gộp</b>	<b>7,838</b>	<b>1,652</b>	<b>1,898</b>	<b>2,909</b>	<b>3,082</b>	<b>3,185</b>
Chi phí bán hàng	(978)	(848)	(837)	(975)	(706)	(897)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(556)	(502)	(703)	(839)	(457)	(508)
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	3	3	3	3	3	3
<b>Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>6,307</b>	<b>304</b>	<b>361</b>	<b>1,097</b>	<b>1,921</b>	<b>1,783</b>
Thu nhập tài chính	365	458	369	350	350	350
Chi phí tài chính	(85)	(71)	(65)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	19	1	4	4	4	4
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>6,606</b>	<b>691</b>	<b>669</b>	<b>1,451</b>	<b>2,276</b>	<b>2,137</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(1,021)	(161)	(115)	(290)	(455)	(427)
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>5,585</b>	<b>530</b>	<b>554</b>	<b>1,161</b>	<b>1,821</b>	<b>1,710</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	20	10	17	-	-	-
<b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>5,565</b>	<b>519</b>	<b>538</b>	<b>1,161</b>	<b>1,821</b>	<b>1,710</b>

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	2,084	1,242	1,005	1,482	2,254	2,137
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	9,464	9,464	9,464	9,464
Các khoản phải thu	458	642	653	724	643	675
Hàng tồn kho, ròng	3,871	1,911	1,731	2,578	2,278	2,361
Tài sản lưu động khác	285	385	367	454	416	431
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>13,579</b>	<b>9,565</b>	<b>13,220</b>	<b>14,701</b>	<b>15,055</b>	<b>15,068</b>
Phải thu dài hạn	1	1	1	1	1	1
Tài sản cố định	3,255	2,988	2,711	877	896	914
Tài sản dở dang dài hạn	219	261	89	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	42	33	34	34	34	34
Các khoản tài sản dài hạn khác	403	270	316	352	322	334
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>3,920</b>	<b>3,554</b>	<b>3,152</b>	<b>1,265</b>	<b>1,253</b>	<b>1,283</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>17,499</b>	<b>13,119</b>	<b>16,372</b>	<b>15,966</b>	<b>16,308</b>	<b>16,351</b>
Vay ngắn hạn	202	-	3,422	4,000	4,000	4,000
Các khoản nợ ngắn hạn khác	2,793	1,484	1,777	2,558	2,134	2,203
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,996</b>	<b>1,484</b>	<b>5,199</b>	<b>6,558</b>	<b>6,134</b>	<b>6,203</b>
Vay dài hạn	505	-	-	-	-	-
Các khoản nợ dài hạn khác	181	280	174	174	174	174
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>686</b>	<b>280</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>3,681</b>	<b>1,764</b>	<b>5,372</b>	<b>6,732</b>	<b>6,308</b>	<b>6,377</b>
Vốn và các quỹ	14,017	11,545	11,180	10,962	11,423	11,093
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>14,017</b>	<b>11,545</b>	<b>11,180</b>	<b>10,962</b>	<b>11,423</b>	<b>11,093</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>17,699</b>	<b>13,309</b>	<b>16,552</b>	<b>17,694</b>	<b>17,731</b>	<b>17,469</b>