

## Báo cáo Ngành Sản xuất Phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất  
Ngày báo cáo 29/01/2026

**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên cao cấp

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

## Chi phí khí thấp hơn, tiết kiệm thuế GTGT trong cả năm thúc đẩy tăng trưởng LNST năm 2026

Chúng tôi hạ dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2026-30 xuống 5% còn 400 USD/tấn từ mức 420 USD/tấn trước đó, được thúc đẩy bởi (1) vai trò “nhà cung cấp cân bằng” ngày càng rõ nét của Trung Quốc, khi xuất khẩu tăng nhanh mỗi khi chênh lệch giá trở nên hấp dẫn (xuất khẩu urê năm 2025 đạt khoảng 4,9 triệu tấn, gấp khoảng 20 lần cùng kỳ, về cơ bản quay lại mức bình thường của giai đoạn 2017-23 là khoảng 4,3 triệu tấn), và (2) chi phí khí đầu vào hạ nhiệt, làm giảm khả năng gián đoạn nguồn cung kéo dài liên quan đến EU. **Quan trọng hơn**, (3) định hướng giá xuất khẩu FOB tối thiểu của Trung Quốc quanh mức 400 USD/tấn (theo Argus Media, tổ chức báo cáo giá hàng hóa toàn cầu hàng đầu) tạo ra mức sàn thực tế và giúp hạn chế đà giảm đối với mức giá dự báo mới nhất của chúng tôi (4) Việc EU tăng thuế theo lộ trình đối với phân bón Nga, có hiệu lực từ ngày 1/7/2025, và Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon của EU (CBAM, có hiệu lực từ ngày 1/1/2026) ước tính có thể làm tăng thêm 20-120 USD/tấn vào chi phí phân bón nhập khẩu theo thời gian.

Tương ứng với dự báo điều này, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30 cho DCM/DPM lần lượt 4%/3%, phù hợp với mức giảm 5% trong giá chuẩn Trung Đông của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục đánh giá giá urê trong nước ổn định và ít biến động hơn so với các giá chuẩn quốc tế, được hỗ trợ bởi (1) mức tăng giá trong nước năm 2025 thấp hơn so với giá thế giới và (2) tăng trưởng nhu cầu tự nhiên từ 0-2%/năm (theo DPM). Bên cạnh đó, luật thuế GTGT mới có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 sẽ tạo ra một sân chơi công bằng hơn giữa các nhà sản xuất trong nước và hàng nhập khẩu, từ đó giảm thiểu tác động từ các biến động giá toàn cầu vào giá bán trong nước. Đối với năm 2025, giá bán urê trung bình của DPM và DCM nhìn chung vẫn phù hợp với các dự báo trước đây của chúng tôi.

Giá urê Trung Đông gần như đang tạo đáy từ mức thấp nhất tháng 12/2025 (khoảng 380 USD/tấn). Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông sẽ phục hồi trong ngắn hạn, được hỗ trợ bởi các gói thầu lớn dự kiến từ Ấn Độ trong quý 1/2026. Trong khi đó, giá urê trong nước vẫn duy trì ổn định ở mức cao trong tháng 1/2026, theo quan sát của chúng tôi.

Chúng tôi áp dụng dự báo giá dầu Brent và dầu nhiên liệu (FO) từ [Báo cáo Cập nhật GAS - Tháng 1](#) vào định giá DPM/DCM. Theo đó, giá khí trung bình giai đoạn 2026-30 của DPM/DCM lần lượt giảm 1,5%/1,1%.

DPM/DCM sẽ hưởng lợi thêm từ việc tiết kiệm thuế GTGT trong cả năm 2026 so với lợi ích nửa năm trong nửa cuối năm 2025. Các chuyên gia trong ngành nhấn mạnh rằng khung pháp lý thuế GTGT mới cho phép các nhà sản xuất được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, giúp các doanh nghiệp này giữ được lợi thế chi phí so với urê nhập khẩu. Chúng tôi ước tính khoản tiết kiệm thuế GTGT trong năm 2026 là 270/250 tỷ đồng cho DPM/DCM, tương đương khoảng 18%/10% LNST năm 2026 của hai doanh nghiệp này.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10,7% giá mục tiêu cho DCM xuống 41.600 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA do giá cổ phiếu đã giảm 12% trong 4 tháng qua. Điều này được thúc đẩy bởi mức giảm 10,4% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-30 của chúng tôi (tương ứng -7,0%/-10,6%/-12,8%/-12,6%/-8,8% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30).

Định giá của DCM ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 8,5 lần, thấp hơn 27% so với mức P/E trung bình 5 năm của chính công ty. EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 3,5 lần, thấp hơn 39% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,7 lần.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 12,8% giá mục tiêu cho DPM xuống 25.300 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm 16% trong 4 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi mức giảm 15,2% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS

giai đoạn 2026-30 (tương ứng -18,7%/-20,5%/-17,9%/-11,4%/-9,8% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30).

**Định giá DPM có vẻ khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 15,5 lần**, tương ứng với mức PEG là 0,7 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2026-28 là 23%.

**Rủi ro giảm:** Chi phí khí cao hơn dự kiến.

**Yếu tố hỗ trợ:** Giá bán urê trung bình cao 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	729	75,6	49,0	328	4,3	34.800	41.600	1/27/26	19,6	5,7	25,3
DPM	KQ	603	59,6	50,0	277	6,2	23.000	25.300	1/27/26	10,0	5,2	15,2

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 26/01/2026)

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

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất %
DCM	34.800	42,4	16,3	5,9	10,2	9,9	8,5	8,0	3,5	19,9	1,5	-46,4
DPM	23.000	82,1	24,2	28,4	17,8	19,2	15,5	12,1	5,5	10,3	1,4	-51,6

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 26/01/2026)

## Tóm tắt các thay đổi dự báo

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

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
<b>Giá bán urê trung bình (đồng/kg)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	10.939	10.571	10.998	11.429	11.645	11.645	11.258
- Dự báo trước đây	10.989	10.887	11.208	11.774	12.001	12.001	11.572
- Thay đổi	-0,5%	-2,8%	-1,9%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-2,7%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	979	1.216	1.561	1.855	2.132	2.131	8.895
- Dự báo trước đây	1.083	1.496	1.964	2.259	2.407	2.364	10.489
- Thay đổi	-9,6%	-18,7%	-20,5%	-17,9%	-11,4%	-9,8%	-15,2%

Nguồn: DPM, Vietcap

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

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
<b>Giá bán urê trung bình (đồng/kg)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	10.682	10.224	10.655	10.869	10.944	10.944	10.727
- Dự báo trước đây	10.716	10.612	11.053	11.276	11.349	11.349	11.128
- Thay đổi	-0,3%	-3,7%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	2.021	2.350	2.490	2.118	2.234	2.378	11.570
- Dự báo trước đây	2.039	2.528	2.787	2.429	2.556	2.608	12.908
- Thay đổi	-0,8%	-7,0%	-10,6%	-12,8%	-12,6%	-8,8%	-10,4%

Nguồn: DCM, Vietcap

## Cập nhật ngành

### Thị trường urê toàn cầu

#### Điều chỉnh giảm dự báo giá urê Trung Đông trước chiến lược xuất khẩu rõ ràng hơn của Trung Quốc

Trong năm 2025, giá urê Trung Đông tăng 25% YoY lên 422 USD/tấn, chủ yếu nhờ (1) nguồn cung khan hiếm (Iran/Ai Cập/EU), (2) nhu cầu tại Ấn Độ ghi nhận ở mức cao, và (3) phần bù rủi ro địa chính trị ở mức cao. Tuy nhiên, mức giá thực tế thấp hơn 3% so với dự báo trước đó của chúng tôi là 435 USD/tấn, do giá điều chỉnh mạnh hơn trong quý 4/2025 (-19% QoQ) sau khi tăng mạnh trong quý 3/2025.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2026–30s xuống 400 USD/tấn, từ mức 420 USD/tấn trước đây, chủ yếu do các yếu tố sau:

- **Vai trò “cân bằng” xuất khẩu ngày càng rõ rệt của Trung Quốc:** Trung Quốc sẵn sàng đẩy mạnh xuất khẩu nhanh chóng khi cơ hội arbitrage trở nên hấp dẫn, thể hiện rõ qua việc tham gia tích cực các đợt đấu thầu của Ấn Độ trong tháng 10–11/2025, qua đó gây áp lực lên kỳ vọng giá trúng thầu của các nhà cung cấp khác. Đồng thời, mức giá sàn FOB xuất khẩu khoảng ~400 USD/tấn của Trung Quốc (theo Argus Media) tạo ra mặt bằng giá sàn thực tế, qua đó hạn chế rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo của chúng tôi. Trong năm 2025, Trung Quốc đã tăng xuất khẩu urê lên 4,9 triệu tấn (gấp 20 lần YoY), tiệm cận mức trung bình giai đoạn 2017–23 là 4,3 triệu tấn.
- **Chi phí khí đầu vào hạ nhiệt giúp giảm rủi ro gián đoạn nguồn cung tại EU:** Giá khí TTF Hà Lan giảm khoảng 8% QoQ trong quý 4/2025, qua đó giảm biên chi phí sản xuất và hạ khả năng gián đoạn nguồn cung kéo dài liên quan đến EU, từ đó thu hẹp “phần bù khan hiếm” đã được phản ánh trong mặt bằng giá năm 2025 và 2026.

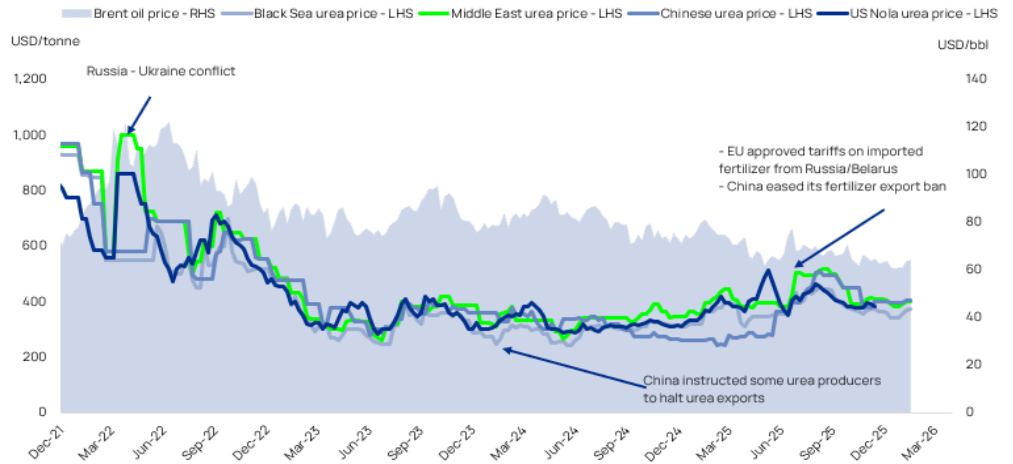
Dù điều chỉnh giảm dự báo, chúng tôi vẫn kỳ vọng mặt bằng giá urê trong trung hạn đạt mức cao hơn về mặt cấu trúc, quanh 400 USD/tấn, cao hơn mức trung bình giai đoạn 2016–25 khoảng ~360 USD/tấn, được hỗ trợ bởi các chính sách thương mại và carbon ngày càng chặt chẽ. Đáng chú ý, EU tăng dần thuế đối với phân bón Nga (tăng từ 6,5% lên gần 100% vào năm 2028, có hiệu lực từ 01/07/2025) và Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU (có hiệu lực từ 01/01/2026) có thể làm tăng chi phí nhập khẩu ước tính thêm 20–120 USD/tấn theo thời gian. Bên cạnh đó, quan điểm của ban lãnh đạo các doanh nghiệp sản xuất trong nước như DPM và DCM tiếp tục cho thấy triển vọng tích cực trong nhiều năm, qua đó củng cố kỳ vọng về một mặt bằng giá vững chắc hơn so với thập kỷ trước.

Hình 5: Thuế áp theo giai đoạn của EU đối với phân bón Nga và tác động tiềm tàng đến giá urê

Giai đoạn	Thuế bổ sung (USD/tấn)	Tổng tác động
01/07/2025 - 30/06/2026	+47	6,5% + 47
01/07/2026 - 30/06/2027	+71	6,5% + 71
01/07/2027 - 30/06/2028	+95	6,5% + 95
Từ ngày 01/07/2028	+374	6,5% + 374

Nguồn: Trade.ec.europa

**Hình 6: Diễn biến giá urê toàn cầu**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá urê là dữ liệu hàng tuần và tính đến ngày 22/01/2026)

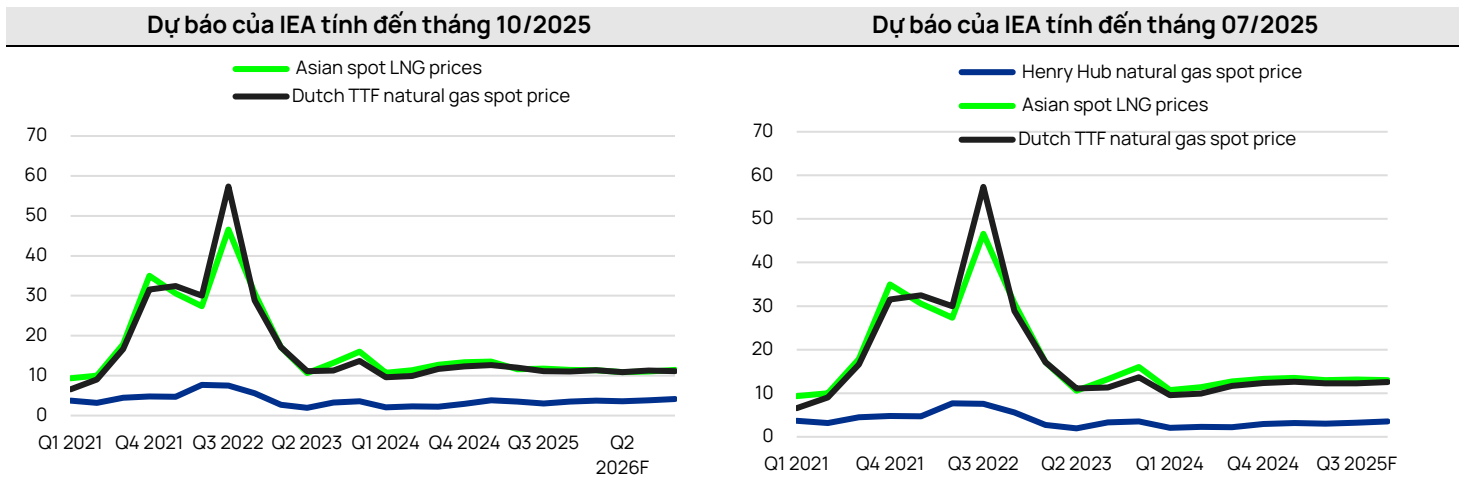
**Triển vọng năm 2026: Kỳ vọng giá giảm YoY nhưng vẫn cao hơn khoảng ~10% so với mức trung bình 10 năm**

**Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông sẽ giảm nhẹ khoảng ~5% YoY xuống 400 USD/tấn, chủ yếu phản ánh** (1) vai trò “cân bằng nguồn cung” chủ động hơn của Trung Quốc khi xuất khẩu được đẩy mạnh nhanh chóng mỗi khi xuất hiện cơ hội arbitrage, và (2) quá trình trở lại mức bình thường sau đợt tăng mạnh trong năm 2025, vốn được thúc đẩy bởi gián đoạn nguồn cung và phần bù rủi ro địa chính trị ở mức cao.

**Nhu cầu mạnh từ Ấn Độ được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho giá urê năm 2026:** Trong ngắn hạn, nhu cầu nhiều khả năng vẫn đóng vai trò nâng đỡ. Hòa đơn nhập khẩu phân bón của Ấn Độ trong năm tài chính 2025 được dự báo tăng 76% YoY lên mức kỷ lục là 18 tỷ USD, khi lượng mưa thuận lợi thúc đẩy việc sử dụng phân bón thông qua việc khuyến khích nông dân mở rộng diện tích gieo trồng. Diễn biến này cho thấy hoạt động mua vào sớm trong quý 1/2026, trước thời điểm kết thúc năm tài chính vào tháng 3/2026, qua đó có thể giữ mặt bằng giá urê ở mức cao hơn trong đầu năm 2026, trước khi nhu cầu theo mùa hạ nhiệt kéo giá giảm dần về giữa năm 2026. Theo Tổng Giám đốc của Indian Potash, một trong những nhà nhập khẩu hàng đầu, mức tiêu thụ phân bón của Ấn Độ được kỳ vọng tăng ít nhất 5% trong năm 2026 so với năm 2025, qua đó duy trì nhu cầu urê ở mức cao.

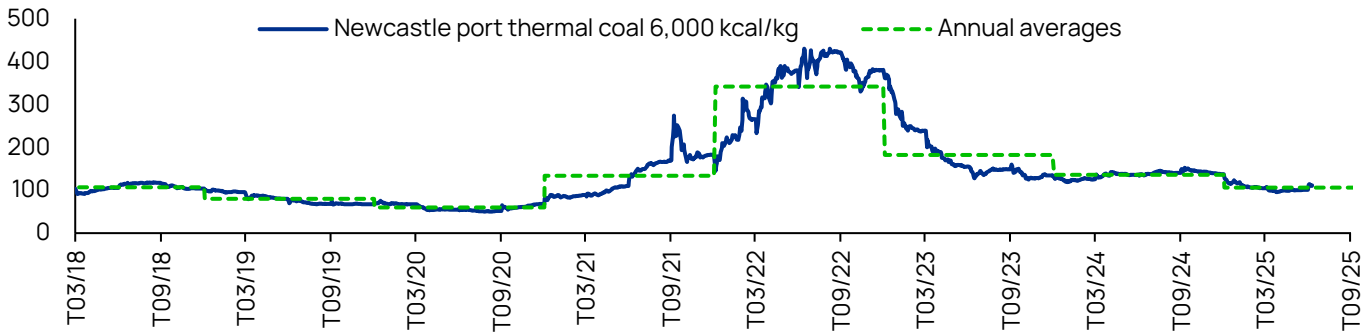
**Chi phí đầu vào:** Trong báo cáo tháng 10/2025, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) tiếp tục duy trì triển vọng giá khí năm 2026 ổn định nhưng giảm YoY, trong khi báo cáo đồng thuận của Bloomberg vẫn giữ dự báo giá than ổn định YoY trong năm 2026.

Hình 7: Dự báo giá khí của IEA (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

Hình 8: Giá FOB của than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg) - USD/tấn



USD/tấn	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
Trung bình hàng năm	107	80	60	134	342	183	136	106	106
%YoY	22%	-25%	-25%	123%	155%	-47%	-25%	-19%	-19%

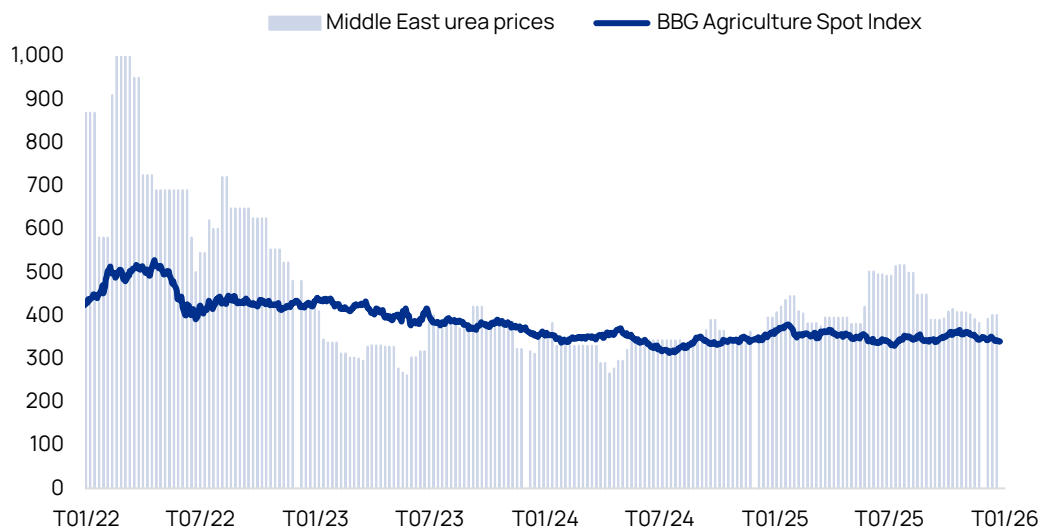
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá FOB chưa bao gồm chi phí vận chuyển và thuế GTGT; dữ liệu tính đến ngày 09/07/2025)

Hình 9: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg)

USD/tấn	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Báo cáo đồng thuận của Bloomberg (trung vị, tháng 01/2026)</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>135</b>
Thay đổi YoY (%)	2%	0%	0%	2%	20%
Báo cáo đồng thuận trước đây (tháng 09/2025)	111	103	117	114	N/A
<b>Báo cáo mới so với báo cáo trước đây</b>	<b>-1%</b>	<b>7%</b>	<b>-6%</b>	<b>-1%</b>	<b>N/A</b>
<b>Doanh nghiệp đóng góp</b>					
BMI, a Fitch Solutions company	95	90	87	85	N/A
Westpac Banking Corp	110	110	110	119	N/A
Barclays PLC	103	100	100	90	N/A
Deutsche Bank AG	115	117	112	N/A	N/A
Morgan Stanley	116	120	125	130	135

Nguồn: Bloomberg, 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 01/2026)

**Hình 10: Giá urê 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 22/01/2026)

## Nhu cầu trong nước duy trì khả quan, nhưng điều chỉnh giảm ASP urê theo đà giảm trong giá quốc tế

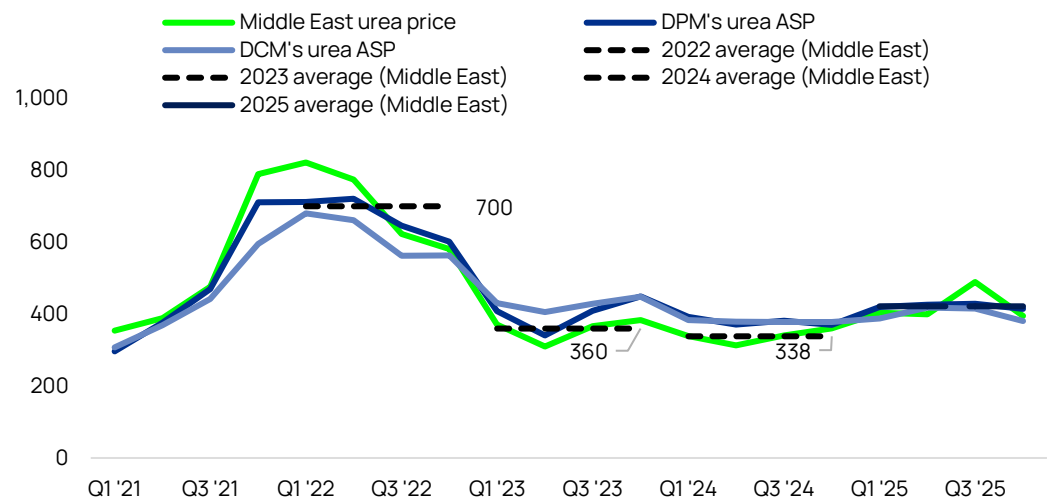
DPM kỳ vọng nhu cầu phân bón trong nước năm 2025 tăng 4–8% YoY, trong đó NPK ghi nhận mức tăng cao hơn 5–8%, còn urê tăng 0–2% trong bối cảnh nguồn cung trong nước ổn định. Diễn biến này được kỳ vọng sẽ giúp giá bán urê trong nước duy trì ổn định đến tích cực, ngay cả khi giá urê quốc tế biến động.

Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo nhu cầu urê trong nước tăng khoảng ~2% YoY, được hỗ trợ bởi điều kiện thời tiết thuận lợi và giá gạo/cà phê duy trì ở mức tích cực, qua đó thúc đẩy diện tích gieo trồng và mức độ sử dụng phân bón.

Chúng tôi ước tính ASP urê trong nước của DCM/DPM sẽ ghi nhận mức tăng mạnh 14%/14% YoY trong năm 2025, dựa trên mặt bằng giá quốc tế đặc biệt cao.

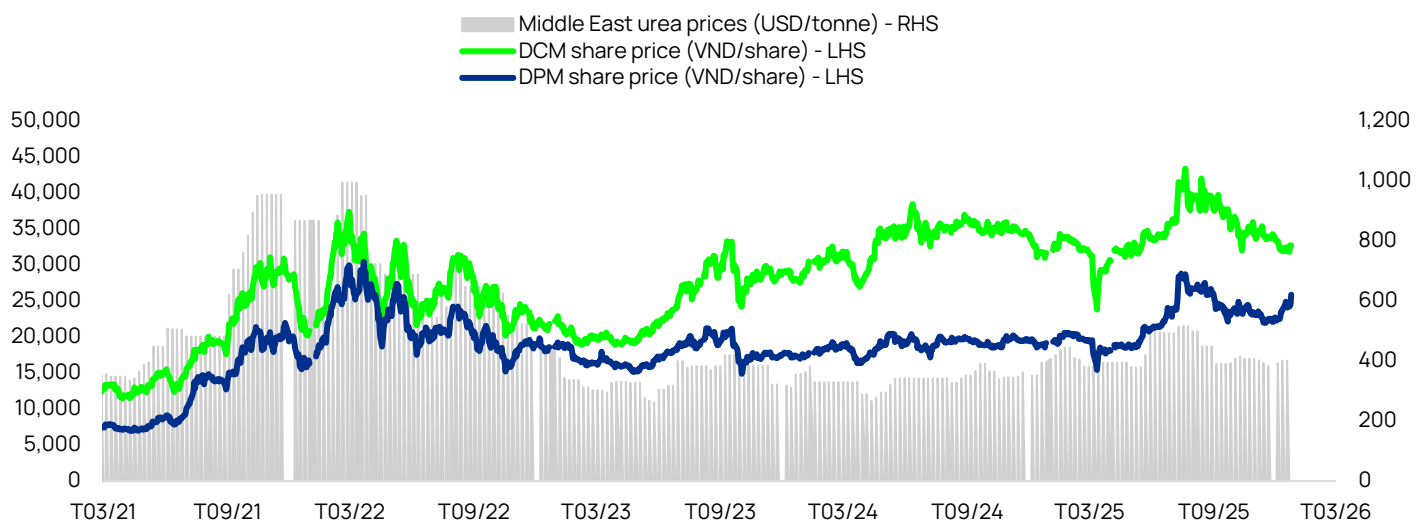
**Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định ASP urê giai đoạn 2026–30 của DCM/DPM lần lượt 4%/3%, xuất phát từ việc điều chỉnh giảm 5% giả định ASP urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2026–30.**

**Hình 11: Giá urê Trung Đông và giá urê trong nước (USD/tấn)**



Nguồn: Vietcap, các chuyên gia trong ngành

Hình 12: Giá cổ phiếu DPM và DCM so với giá urê Trung Đông trung bình



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 22/01/2026)

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

**KHẢ QUAN +15,2%**

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	29/01/2026
Giá hiện tại	23.000VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>25.300VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	29.000VND
TL tăng	10,0%
Lợi suất cổ tức	5,2%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+15,2%</b>
GT vốn hóa	15.9 nghìn tỷ đồng
Room KN	7.3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	163.7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	59,6%
SL cổ phiếu lưu hành	680tr
Pha loãng	680tr

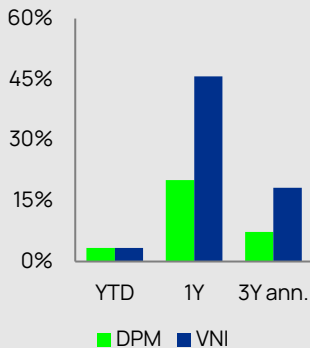
	DPM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	17,8x	18,3x	18,3x
P/B	1,4x	2,0x	2,2x
ROE	7,8%	19,8%	13,5%
ROA	4,7%	8,6%	2,0%

\* 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 cao cấp

**Đinh Thị Thủy Dương**  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.354	18.034	19.256	19.962
% YoY	21,2%	10,3%	6,8%	3,7%
LNST sau lợi ích CĐTS	979	1.216	1.561	1.855
% YoY	82,1%	24,2%	28,4%	18,8%
EPS	82,1%	24,2%	28,4%	18,8%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	1.200	1.400	1.700	1.700
Lợi suất cổ tức	5,2%	6,1%	7,4%	7,4%
Biên LN gộp	18,2%	18,3%	19,3%	20,1%
ROE	8,6%	10,3%	12,7%	14,2%
Nợ vay ròng/VCSH	-58,4%	-58,2%	-59,1%	-60,5%
P/E	19,2x	15,5x	12,1x	10,2x
P/B	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	6,7x	5,5x	4,2x	3,3x

## Mở rộng LNST nhờ mảng urê, khoản tiết kiệm từ thuế GTGT trong cả năm

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12,8% giá mục tiêu đối với DPM xuống 25.300 đồng/cổ phiếu, nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN, do giá cổ phiếu đã giảm 16% trong 4 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn tương ứng với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 của chúng tôi giảm 15,2% (điều chỉnh lần lượt -18,7%/-20,5%/-17,9%/-11,4%/-9,8% trong năm 2026/27/28/29/30).
- Nguyên nhân cho các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 chủ yếu đến từ (1) ASP urê giảm trung bình 2,7% trong giai đoạn 2026-30 (do giá định ASP urê Trung Đông giảm 4,8%), và (2) tổng sản lượng NPK giảm 3%, do kết quả sơ bộ năm 2025 thấp hơn kỳ vọng.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tiếp tục tăng lên 1,2 nghìn tỷ đồng (+24% YoY), được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 21% YoY (sản lượng bán tăng 4% YoY, giá khí đầu vào giảm 6% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 50% YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT trong cả năm.
- DPM hiện sở hữu tiềm lực tài chính mạnh với lượng tiền mặt ròng ghi nhận ở mức 5,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 52% tính đến cuối quý 3/2025, qua đó cho phép công ty duy trì mức cổ tức tiền mặt ổn định và hấp dẫn ở mức 1.200 đồng/cổ phiếu (lợi suất khoảng ~5,2%) cho năm 2025 và 1.700 đồng/cổ phiếu (lợi suất 7,4%) cho năm 2027.
- DPM hiện có mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 15,5x, tương ứng với PEG là 0,7 dựa trên mức CAGR EPS giai đoạn 2026-28 đạt 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.

### Điều chỉnh giảm giá định ASP urê của DPM, dù vẫn duy trì cao hơn đáng kể so với mặt bằng giá từ trước đến nay:

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,7% giá định ASP urê trung bình giai đoạn 2026-30 của DPM, do chúng tôi điều chỉnh giảm 4,8% giá định giá urê Trung Đông, đồng thời tính đến việc trở lại mức bình thường -3% YoY trong năm 2026 sau mức tăng mạnh khoảng ~14% YoY trong năm 2025. Sau điều chỉnh, ASP urê trung bình giai đoạn 2026-30 của chúng tôi đạt khoảng ~11.260 đồng/kg, vẫn cao hơn khoảng ~13% so với mức trung bình giai đoạn 2023-25, được hỗ trợ bởi (1) tăng trưởng nhu cầu trong nước 0-2%/năm (theo DPM) trong bối cảnh nguồn cung trong nước nhìn chung đi ngang, và (2) áp lực giá từ hàng nhập khẩu giảm sau khi luật thuế GTGT mới có hiệu lực.

**Lợi ích thuế GTGT cả năm hỗ trợ tăng trưởng LNST năm 2026:** Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với khoản tiết kiệm chi phí từ thuế GTGT, dự kiến sẽ được phản ánh đầy đủ trong năm 2026 (so với việc chỉ ghi nhận nửa năm trong nửa cuối năm 2025). Chúng tôi ước tính LNST năm 2026 sẽ tăng thêm khoảng ~270 tỷ đồng, tương đương ~18% tổng LNST.

**NPK: Sản lượng giảm nhẹ, xu hướng tăng trưởng vẫn giữ nguyên:** Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo sản lượng NPK giai đoạn 2026–30, nhưng vẫn duy trì quan điểm tích cực, với CAGR LNST mảng NPK giai đoạn 2025–30 đạt khoảng 16% (từ 96 tỷ đồng trong năm 2025 lên khoảng 200 tỷ đồng vào năm 2030, tương đương khoảng 9% tổng LNST sau lợi ích CĐTS). Động lực tăng trưởng đến từ việc gia tăng hiệu suất hoạt động tại các nhà máy NPK của DPM từ ~72% trong năm 2025 lên 100% vào năm 2030. Ở mức độ sơ bộ, doanh số bán NPK năm 2025 tăng 22% YoY, đạt khoảng 180.000 tấn, tương ứng mức tăng thị phần đáng kể so với tốc độ tăng trưởng toàn thị trường chỉ 5–8%.

## Triển vọng năm 2025: LNST tăng mạnh nhờ ASP urê cao, giá khí thấp hơn và khoản tiết kiệm từ thuế

Hình 13: 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	68	-15%	5%	(b) Dựa trên mức giá thực tế năm 2025.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	462	417	-10%	-3%	(b) Dựa trên mức giá thực tế năm 2025.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,7	10,3	-3%	-2%	(b) Giá FO thấp hơn kỳ vọng lần át tác động từ giá dầu Brent cao hơn kỳ vọng.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	9.616	10.939	14%	0%	
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%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	899	820	-9%	1%	(a) Do kế hoạch bảo dưỡng định kỳ kéo dài 38 ngày. (b) Dựa trên sản lượng bán sơ bộ đã công bố.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	147	180	22%	-10%	(b) Dựa trên sản lượng bán sơ bộ đã công bố.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	65	54	-17%	8%	
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>13.496</b>	<b>16.354</b>	<b>21%</b>	<b>2%</b>	(b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thương mại sau KQKD 9T 2025 cao hơn kỳ vọng, lần át dự báo sản lượng bán NPK giảm. 9T: 13,2 nghìn tỷ đồng (+27% YoY), tương đương ~82% dự báo cho năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-11.598	-13.378	15%	3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.898</b>	<b>2.976</b>	<b>57%</b>	<b>-3%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-837	-1.079	29%	-1%	
Chi phí G&A	-703	-941	34%	5%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>358</b>	<b>955</b>	<b>167%</b>	<b>-12%</b>	
Thu nhập tài chính	369	382	4%	-1%	
Chi phí tài chính	-65	-131	101%	0%	
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>1.210</b>	<b>81%</b>	<b>-10%</b>	
<b>LNST</b>	<b>554</b>	<b>1.004</b>	<b>81%</b>	<b>-10%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>538</b>	<b>979</b>	<b>82%</b>	<b>-10%</b>	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng +90% YoY (ASP tăng YoY và giá khí giảm), (2) LNST mảng NPK tăng +33% YoY (nhờ tăng trưởng sản lượng bán), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT. (b) Do LNST mảng NPK dự báo giảm (sản lượng bán giảm) và chi phí G&A tăng. 9T: 844 tỷ đồng (+51% YoY), tương đương ~78% dự báo cho năm 2025 trước đây của chúng tôi.
EBITDA	752	1.355	80%	-8%	
<b>Biên lợi nhuận</b>			<b>Δ điểm %</b>	<b>Δ điểm %</b>	
Biên lợi nhuận gộp	14,1%	18,2%	4,1 điểm %	-0,9 điểm %	

Nguồn: DPM, Vietcap

## Triển vọng năm 2026: LNST tiếp tục mở rộng nhờ lợi nhuận từ mảng urê, bên cạnh tác động tích cực do tiết kiệm từ thuế

Hình 14: 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)	68	60	-12%	-8%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	360	-14%	-8%	(b) Áp dụng theo dự báo mới nhất của chúng tôi trong <a href="#">Báo cáo Cập nhật GAS - tháng 1</a> .
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,3	9,7	-6%	-4%	(b) Do giả định giá dầu Brent và giá FO thấp hơn trong dự báo của chúng tôi.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.939	10.571	-3%	-3%	(b) Xuất phát từ việc chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo giá urê Trung Đông.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	11.615	1%	0%	
Giá bán NH3 trung bình (VND/kg)	9.531	9.722	2%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	820	850	4%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng không có bảo dưỡng định kỳ trong năm 2026 so với 38 ngày trong năm 2025.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	180	200	11%	-6%	(a) Chúng tôi dự kiến các sản phẩm giả/nhái tiếp tục gia tăng thị phần. (b) Do sản lượng bán năm 2025 thấp hơn kỳ vọng, chỉ hoàn thành 90% dự báo trước đây của chúng tôi.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	54	50	-7%	5%	
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>16.354</b>	<b>18.034</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu mảng NPK và thương mại tăng lần lượt +9%/+35% YoY. (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu mảng thương mại lên 5,4 nghìn tỷ đồng (+35% YoY, +54% so với dự báo trước), do kết quả 9T 2025 cao hơn kỳ vọng và mục tiêu tăng trưởng doanh thu 10% của DPM. Mức này tương đương 102% kế hoạch cho năm 2026. Mức tăng trong doanh thu mảng thương mại này lấn át tác động tiêu cực từ ASP urê giảm và sản lượng bán NPK giảm.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-13.378	-14.726	10%	13%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.976</b>	<b>3.308</b>	<b>11%</b>	<b>-5%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.079	-1.118	4%	3%	
Chi phí G&A	-941	-971	3%	16%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>955</b>	<b>1.219</b>	<b>28%</b>	<b>-21%</b>	
Thu nhập tài chính	382	407	6%	-4%	
Chi phí tài chính	-131	-133	2%	2%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	0	0	N.M.	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>1.210</b>	<b>1.495</b>	<b>24%</b>	<b>-19%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1.004</b>	<b>1.241</b>	<b>24%</b>	<b>-19%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CBDS</b>	<b>979</b>	<b>1.216</b>	<b>24%</b>	<b>-19%</b>	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng +21% YoY (sản lượng bán tăng +4% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng +50% YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT cả năm. (b) Do (1) lợi nhuận gộp mảng urê giảm 6% và (2) chi phí G&A cao hơn liên quan đến doanh thu thương mại tăng.
EBITDA	1.355	1.618	19%	-17%	
<b>Biên lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	18,2%	18,3%	0,1 điểm %	-2,7 điểm %	(b) Do biên lợi nhuận urê giảm (ASP giảm lấn át tác động tích cực từ giá khí thấp hơn) và tỷ trọng đóng góp cao hơn từ doanh thu thương mại với biên lợi nhuận thấp.

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 giảm 12,8% giá mục tiêu đối với DPM xuống 25.300 đồng/CP, nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN, trong bối cảnh giá cổ phiếu đã giảm 16% trong 4 tháng qua.** Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu phản ánh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–30 giảm 15,2% của chúng tôi (lần lượt thay đổi -18,7%/ -20,5%/ -17,9%/ -11,4%/ -9,8% trong năm 2026/27/28/29/30).

**Các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–30** chủ yếu đến từ (1) giá urê trung bình giai đoạn 2026–30 giảm 2,7% (xuất phát từ việc chúng tôi điều chỉnh giảm 4,8% dự báo giá urê Trung Đông), và (2) tổng sản lượng bán NPK giảm 3%, do kết quả bán hàng sơ bộ năm 2025 thấp hơn kỳ vọng.

### Hình 15: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>25.300</b>
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	21,2
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	17,0
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	7,8
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	6,4

Nguồn: Vietcap

## Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

### Hình 16: Giả định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1.219</b>	<b>1.604</b>	<b>1.943</b>	<b>2.251</b>	<b>2.208</b>
- Thuế	-207	-273	-330	-383	-375
+ Chiết khấu	400	400	400	400	400
- Vốn XD CB	-200	-200	-200	-200	-900
- Tăng vốn lưu động	-405	-358	-312	-205	-143
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>806</b>	<b>1.173</b>	<b>1.500</b>	<b>1.862</b>	<b>1.189</b>
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	715	924	1.048	1.154	654
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>715</b>	<b>1.639</b>	<b>2.686</b>	<b>3.840</b>	<b>4.494</b>

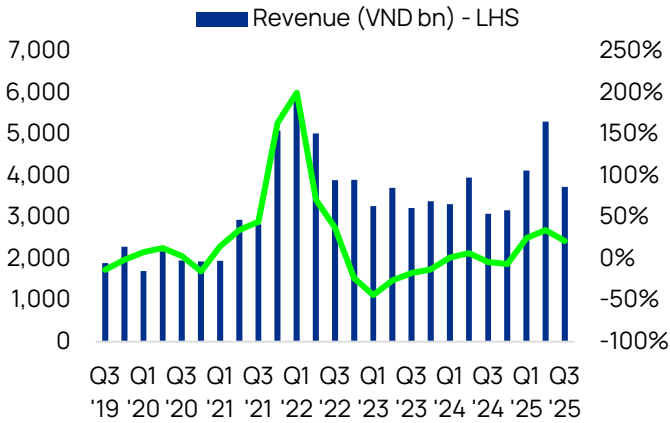
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
<b>WACC %</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	4.494
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2%)	6.224
<b>GTHT của DTTD và GTC</b>	<b>10.717</b>
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	10.198
Trừ: Nợ vay	3.422
Trừ: Lợi ích CĐTS	305
<b>Giá trị vốn sở hữu</b>	<b>17.189</b>
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	680
<b>Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)</b>	<b>25.300</b>

Nguồn: Vietcap

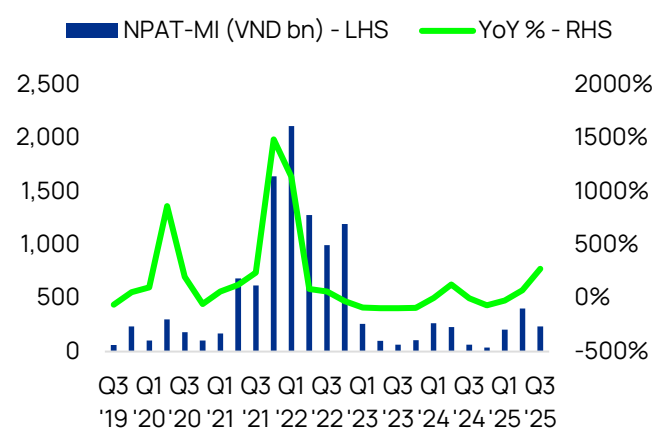
## KQKD theo quý

Hình 17: Doanh thu hàng quý của DPM



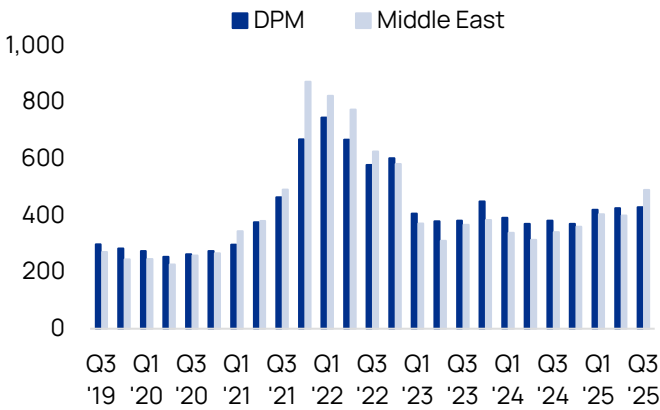
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 18: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý của DPM



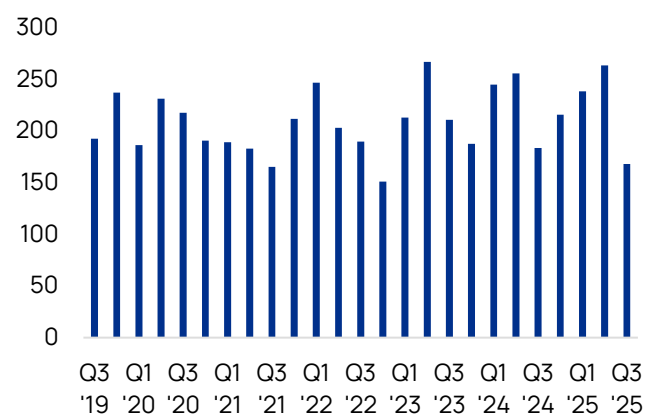
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 19: Giá bán urê trung bình của DPM so với Trung Đông (USD/tấn)



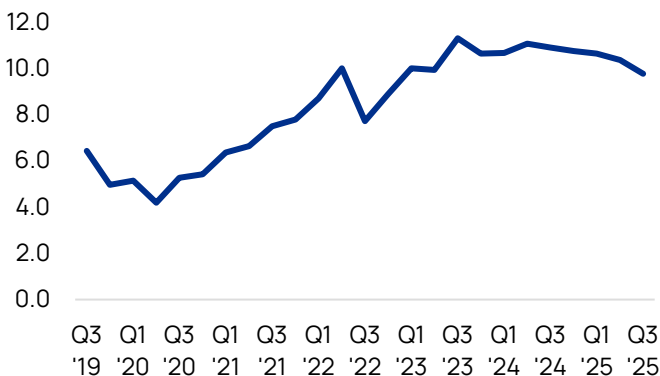
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 20: Sản lượng bán urê của DPM (nghìn tấn)



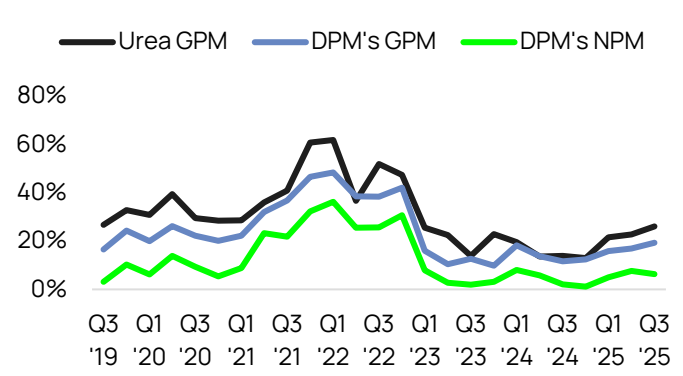
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 21: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 22: 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)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>16.354</b>	<b>18.034</b>	<b>19.256</b>	<b>19.962</b>
Giá vốn hàng bán	-13.378	-14.726	-15.545	-15.960
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.976</b>	<b>3.308</b>	<b>3.711</b>	<b>4.002</b>
Chi phí bán hàng	-1.079	-1.118	-1.136	-1.118
Chi phí quản lí DN	-941	-971	-971	-942
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>955</b>	<b>1.219</b>	<b>1.604</b>	<b>1.943</b>
Thu nhập tài chính	382	407	448	471
Chi phí tài chính	-131	-133	-135	-136
Trong đó, chi phí lãi vay	-106	-106	-106	-106
Lợi nhuận từ công ty LDLC	3	3	3	3
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>1.210</b>	<b>1.495</b>	<b>1.920</b>	<b>2.280</b>
Thuế TNDN	-206	-254	-326	-388
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.004</b>	<b>1.241</b>	<b>1.593</b>	<b>1.893</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-25	-25	-32	-38
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>979</b>	<b>1.216</b>	<b>1.561</b>	<b>1.855</b>
<b>LNST sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>979</b>	<b>1.216</b>	<b>1.561</b>	<b>1.855</b>
EBITDA	1.355	1.618	2.004	2.342
EPS báo cáo, VND	1.195	1.485	1.906	2.264
EPS cốt lõi, VND	1.195	1.485	1.906	2.264
EPS pha loãng, VND	1.195	1.485	1.906	2.264
DPS, VND	1.200	1.400	1.700	1.700
DPS/EPS (%)	100%	94%	89%	75%

TỶ LỆ	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	21,2%	10,3%	6,8%	3,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	166,8%	27,5%	31,6%	21,1%
Tăng trưởng LNTT	80,8%	23,6%	28,4%	18,8%
Tăng trưởng EPS	82,1%	24,2%	28,4%	18,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	18,2%	18,3%	19,3%	20,1%
Biên LN từ HĐ %	5,8%	6,8%	8,3%	9,7%
Biên EBITDA %	8,3%	9,0%	10,4%	11,7%
Biên LNST sau CĐTS %	6,0%	6,7%	8,1%	9,3%
ROE %	8,6%	10,3%	12,7%	14,2%
ROA %	5,8%	7,0%	8,8%	10,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận</b>				
Số ngày tồn kho	80,0	80,0	80,0	80,0
Số ngày phải thu	20,0	20,0	20,0	20,0
Số ngày phải trả	23,0	23,0	23,0	23,0
TG luân chuyển tiền	77,0	77,0	77,0	77,0
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện	2,6	2,7	2,9	3,2
CS thanh toán nhanh	2,1	2,1	2,3	2,5
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	20,0%	19,5%	18,9%	18,4%
Nợ/Vốn	22,8%	22,2%	21,3%	20,3%
Nợ/Vốn CSH	-58,4%	-58,2%	-59,1%	-60,5%
Khả năng thanh toán lãi	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	734	954	1.436	2.060
Đầu tư TC ngắn hạn	9.464	9.464	9.464	9.464
Các khoản phải thu	513	605	672	710
Hàng tồn kho	2.932	3.228	3.407	3.498
TS ngắn hạn khác	367	367	367	367
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>14.010</b>	<b>14.617</b>	<b>15.346</b>	<b>16.100</b>
TS dài hạn (gộp)	13.372	13.572	13.772	13.972
- Khấu hao lũy kế	-10.679	-11.079	-11.479	-11.878
TS dài hạn (ròng)	2.692	2.493	2.293	2.094
Đầu tư TC dài hạn	124	124	124	124
TS dài hạn khác	317	317	317	317
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.133</b>	<b>2.934</b>	<b>2.734</b>	<b>2.534</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>17.144</b>	<b>17.551</b>	<b>18.081</b>	<b>18.635</b>
Phải trả ngắn hạn	842	927	978	1.004
Nợ ngắn hạn	3.422	3.422	3.422	3.422
Nợ ngắn hạn khác	1.109	1.006	843	635
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.372</b>	<b>5.355</b>	<b>5.243</b>	<b>5.061</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	174	174	174	174
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.546</b>	<b>5.529</b>	<b>5.417</b>	<b>5.235</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	4.574	4.974	5.583	6.282
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	202	227	258	296
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.597</b>	<b>12.022</b>	<b>12.663</b>	<b>13.399</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>17.144</b>	<b>17.551</b>	<b>18.081</b>	<b>18.635</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	680	680	680	680

LCTT (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.005</b>	<b>734</b>	<b>954</b>	<b>1.436</b>
Thu nhập ròng	979	1.216	1.561	1.855
Khấu hao	400	400	400	400
Thay đổi vốn lưu động	-887	-405	-358	-312
Điều chỉnh khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>492</b>	<b>1.211</b>	<b>1.603</b>	<b>1.942</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-200	-200	-200	-200
Đầu tư, ròng	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
Cổ tức đã trả	-587	-816	-952	-1.156
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	25	25	32	38
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-562</b>	<b>-791</b>	<b>-920</b>	<b>-1.118</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-271</b>	<b>219</b>	<b>483</b>	<b>624</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>734</b>	<b>954</b>	<b>1.436</b>	<b>2.060</b>

Nguồn: DPM, Vietcap

**CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)**
**MUA +25,3%**

<b>Ngành</b>	<b>Hóa nông</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>29/01/2026</b>
Giá hiện tại	34.800 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>41.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	46.600 VND
TL tăng	+19,6%
Lợi suất cổ tức	5,7%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+25,3%</b>

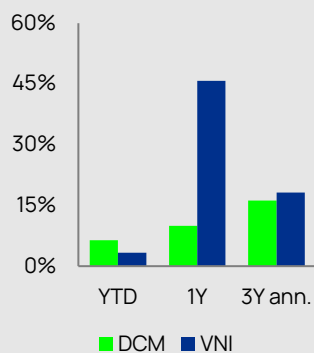
GT vốn hóa	19.2 nghìn tỷ đồng
Room KN	8.7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	113.5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	75,6%
SL cổ phiếu lưu hành	530tr
Pha loãng	530tr

	DCM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	10,2x	18,3x	18,3x
P/B	1,7x	2,0x	2,2x
ROE	17,1%	19,8%	13,5%
ROA	11,0%	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 cao cấp

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	15.497	16.122	17.174	17.907
% YoY	15,2%	4,0%	6,5%	4,3%
LNST-CĐTS	2.021	2.350	2.490	2.118
% YoY	42,4%	16,3%	5,9%	-15,0%
EPS	42,4%	16,3%	5,9%	-15,0%
% YoY	42,4%	16,3%	5,9%	-15,0%
Cổ tức (đồng)	2.000	2.500	2.500	2.500
Lợi suất cổ tức	5,7%	7,2%	7,2%	7,2%
Biên LN gộp	23,4%	24,4%	23,2%	19,7%
ROE	19,0%	19,9%	19,1%	15,1%
Nợ vay ròng/ CSH	-76,0%	-75,7%	-77,0%	-75,9%
P/E	9,9x	8,5x	8,0x	9,5x
P/B	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA	4,4x	3,5x	3,0x	3,4x

**LNST năm 2026 dự kiến tăng trưởng nhờ chi phí khí giảm và tác động cả năm từ khoản tiết kiệm từ thuế GTGT**

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 10,7% giá mục tiêu xuống mức 41.600 đồng/CP nhưng tái khẳng định khuyến nghị MUA đối với CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), trong bối cảnh giá cổ phiếu đã giảm 12% trong 4 tháng qua. Mức điều chỉnh này phản ánh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 giảm 10,4% (lần lượt thay đổi -7,0%/-10,6%/-12,8%/-12,6%/-8,8% trong năm 2026/27/28/29/30).
- Mức giảm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 chủ yếu đến từ (1) giá urê trung bình giai đoạn 2026-30 giảm 3,6% (do chúng tôi điều chỉnh giảm 4,8% dự báo giá urê Trung Đông), và (2) tổng sản lượng bán NPK giai đoạn 2026-30 giảm 8%. Các yếu tố này lần lượt (3) mức giá khí giảm 1,1% trong giai đoạn 2026-30 theo dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng 16% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 8% YoY (chi phí khí giảm YoY bù đắp cho mức giảm trong ASP), (2) LNST mảng NPK tăng 2,9 lần YoY (nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn), và (3) tác động cả năm từ khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.
- DCM hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 8,5x, thấp hơn 27% so với P/E trung bình 5 năm của công ty. EV/EBITDA dự phóng năm 2026 đạt 3,5x, thấp hơn 39% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,7x.
- 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.

**Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá urê quốc tế, chúng tôi vẫn đánh giá mặt bằng giá urê trong nước bền vững hơn.** Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 3,6% dự báo giá bán urê giai đoạn 2026-30 của DCM, phù hợp với việc điều chỉnh giảm 4,8% dự báo giá urê Trung Đông. Tuy nhiên, giá urê trong nước nhìn chung có mức biến động thấp hơn so với các chỉ số giá quốc tế, nhờ được hỗ trợ bởi (1) mức tăng giá trong nước năm 2025 thấp hơn so với đà tăng của giá quốc tế, và (2) tăng trưởng nhu cầu tự nhiên ở mức 0-2%/năm (theo DPM). Bên cạnh đó, luật thuế GTGT mới có hiệu lực từ ngày 01/07/2025 được kỳ vọng sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng hơn giữa nhà sản xuất trong nước và đơn vị nhập khẩu, qua đó giúp hạn chế mức độ ảnh hưởng của biến động giá quốc tế đối với mặt bằng giá nội địa.

**DCM dự kiến sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ tác động cả năm của khoản tiết kiệm từ thuế GTGT trong năm 2026 (so với chỉ hưởng lợi nửa cuối năm 2025).** Các doanh nghiệp trong ngành tái khẳng định rằng khung thuế GTGT mới cho phép nhà sản xuất được khấu trừ thuế đầu vào, qua đó duy trì lợi thế chi phí so với urê nhập khẩu. Chúng tôi ước tính khoản tiết kiệm từ thuế GTGT đạt khoảng 250 tỷ đồng trong năm 2026 (+67% YoY so với ước tính của chúng tôi là 150 tỷ đồng trong năm 2025), tương đương khoảng 10% dự báo LNTT năm 2026.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% dự báo sản lượng NPK giai đoạn 2026–30, phản ánh kế hoạch năm 2026 thận trọng hơn của DCM, chỉ ở mức 350.000 tấn (+3% so với năm 2025; tương đương khoảng 83% dự báo cho năm 2026 trước đây của chúng tôi). Tuy nhiên, DCM đã ghi nhận sản lượng đạt 238.000 tấn trong năm 2025 (+53% YoY; có thể chưa bao gồm KVF), vượt xa mức tăng trưởng chung của thị trường là 5–8%, tương đương mức gia tăng thị phần đáng kể. Do đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng CAGR sản lượng NPK giai đoạn 2026–30 đạt khoảng 17%, được thúc đẩy bởi đà mở rộng thị phần và xu hướng gia tăng hiệu suất hoạt động.

## 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 23: 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	68	-15%	5%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	465	417	-10%	-3%	
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	10.682	12%	0%	
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>					
<b>Doanh thu</b>	<b>13.456</b>	<b>15.497</b>	<b>15%</b>	<b>0%</b>	Sơ bộ: 15,3 nghìn tỷ đồng (+13% YoY), tương đương khoảng 91% dự báo trước đây của chúng tôi.
Giá vốn hàng bán	-10.942	-11.864	8%	0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.513</b>	<b>3.632</b>	<b>45%</b>	<b>-1%</b>	(b) Chi phí dịch vụ thuê ngoài cao hơn (dựa trên kết quả 9T 2025) lấn át tác động tích cực từ mức giá khí dự phóng giảm.
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.014	-1.085	7%	0%	
Chi phí G&A	-481	-612	27%	0%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.018</b>	<b>1.935</b>	<b>90%</b>	<b>-1%</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>2.249</b>	<b>48%</b>	<b>-1%</b>	Sơ bộ: 2,2 nghìn tỷ đồng (+41% YoY), tương đương khoảng 95% dự báo trước đây của chúng tôi.
<b>LNST</b>	<b>1.428</b>	<b>2.024</b>	<b>42%</b>	<b>-1%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.420</b>	<b>2.021</b>	<b>42%</b>	<b>-1%</b>	(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 43% YoY (nhờ chi phí khí giảm và ASP tăng YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 29% YoY (nhờ hiệu suất hoạt động tăng và chi phí khí giảm YoY), và (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT. Các yếu tố này lấn át (4) việc không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường. (b) Chủ yếu do chi phí dịch vụ thuê ngoài cao hơn, lấn át tác động tích cực từ mức giá khí dự phóng giảm.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi</b>	<b>1.233</b>	<b>2.021</b>	<b>64%</b>	<b>-1%</b>	
EBITDA	1.286	2.264	76%	-1%	
<b>Biên LN</b>					
Biên LN gộp	18,7%	23,4%	4,8 điểm %	-0,1 điểm %	
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,5%	7,0%	-0,5 điểm %	0,0 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	3,6%	4,0%	0,4 điểm %	0,0 điểm %	

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

## Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận tăng nhờ LNST mảng urê/NPK và tác động cả năm từ khoản tiết kiệm từ thuế GTGT

Hình 24: 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)	68	60	-12%	-8%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	360	-14%	-8%	(b) Dựa theo mức giảm 8% đối với dự báo giá dầu Brent.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	8,8	7,8	-11%	-6%	
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)	10.682	10.224	-4%	-4%	(b) Dựa theo mức giảm 5% 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	384	33%	-9%	(b) Phản ánh kế hoạch năm 2026 thấp hơn kỳ vọng, chỉ ở mức 350.000 tấn, tương đương khoảng 83% dự báo cho năm 2026 trước đây của chúng tôi.
<b>KQKD (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>15.497</b>	<b>16.122</b>	<b>4%</b>	<b>-4%</b>	<b>(a) Do doanh thu NPK tăng 33% YoY, lấn át mức giảm 6% YoY của doanh thu urê. (b) Do chúng tôi dự báo giá urê và sản lượng bán NPK giảm.</b>
Giá vốn hàng bán	-11.864	-12.187	3%	-4%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.632</b>	<b>3.934</b>	<b>8%</b>	<b>-5%</b>	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.085	-1.080	0%	-1%	
Chi phí G&A	-612	-596	-3%	1%	(a) Khi chúng tôi kỳ vọng chi phí thuê ngoài sẽ giảm YoY so với mức cơ sở cao của năm 2025.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.935</b>	<b>2.258</b>	<b>17%</b>	<b>-8%</b>	
Thu nhập tài chính	399	442	11%	0%	
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>2.249</b>	<b>2.624</b>	<b>17%</b>	<b>-7%</b>	
<b>LNST</b>	<b>2.024</b>	<b>2.353</b>	<b>16%</b>	<b>-7%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐT S</b>	<b>2.021</b>	<b>2.350</b>	<b>16%</b>	<b>-7%</b>	<b>(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 8% YoY (chi phí khí giảm YoY bù đắp cho ASP giảm), (2) LNST mảng NPK tăng 2,9 lần YoY (nhờ hiệu suất hoạt động tăng), và (3) tác động cả năm từ tiết kiệm thuế GTGT. (b) Chủ yếu do dự báo của chúng tôi về (1) LNST mảng urê giảm 7% (giá giảm lấn át mức giảm của giá khí), và (2) LNST mảng NPK giảm 9% (sản lượng bán giảm lấn át mức giảm của giá khí).</b>
EBITDA	2.264	2.586	14%	-7%	
<b>Biên LN</b>					
Biên LN gộp	23,4%	24,4%	1,0 điểm %	-0,2 điểm %	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) cải thiện biên LN gộp của mảng NPK nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn và (2) tác động cả năm từ tiết kiệm thuế GTGT. (b) Dự báo giá urê và sản lượng bán NPK giảm của chúng tôi lấn át mức giá khí dự phóng thấp hơn.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,0%	6,7%	-0,3 điểm %	0,2 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	4,0%	3,7%	-0,3 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 giảm 10,7% giá mục tiêu đối với DCM xuống mức 41.600 đồng/CP, nhưng duy trì khuyến nghị MUA, trong bối cảnh giá cổ phiếu đã giảm 12% trong 4 tháng qua.** Mức điều chỉnh này phản ánh dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–30 giảm 10,4% của chúng tôi (lần lượt thay đổi -7,0%/-10,6%/-12,8%/-12,6%/-8,8% trong năm 2026/27/28/29/30).

**Mức giảm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–30 chủ yếu đến từ (1) giá urê trung bình giai đoạn 2026–30 giảm 3,6% (do chúng tôi điều chỉnh giảm 4,8% dự báo giá urê Trung Đông), và (2) tổng sản lượng bán NPK giai đoạn 2026–30 giảm 8%. Các yếu tố này lấn át (3) mức giá khí giảm 1,1% trong giai đoạn 2026–30 theo dự báo của chúng tôi.**

### Hình 25: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>41.600</b>
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	11,8
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	10,2
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	6,0
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	4,9

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 26: Giả định và định giá CKDT

(tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>2.258</b>	<b>2.361</b>	<b>1.913</b>	<b>2.032</b>	<b>2.177</b>
- Thuế	-226	-236	-191	-203	-218
+ Chiết khấu	329	329	329	329	329
- Vốn XDCB	-500	-500	-500	-500	-600
- Tăng vốn lưu động	-175	58	-176	-109	-148
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>1.686</b>	<b>2.012</b>	<b>1.375</b>	<b>1.548</b>	<b>1.540</b>
GTHT của DTTD	1.495	1.582	958	957	844
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>1.495</b>	<b>3.077</b>	<b>4.035</b>	<b>4.992</b>	<b>5.836</b>

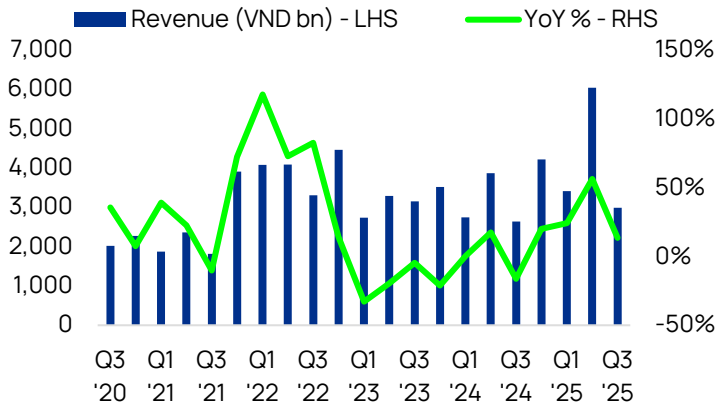
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	11,4	11,4
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
<b>WACC %</b>	<b>12,8</b>	<b>12,8</b>

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	5.836
GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	7.813
<b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>	<b>13.649</b>
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	9.525
Trừ: Nợ	1.053
Trừ: Lợi ích CĐTS	35
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>22.051</b>
SL CP pha loãng (triệu)	530
<b>Giá trị CKDT/CP (VND)</b>	<b>41.600</b>

Nguồn: Vietcap

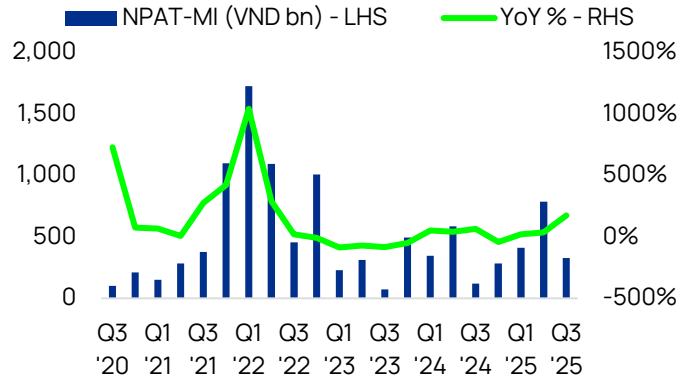
## KQKD hàng quý

Hình 27: Doanh thu hàng quý của DCM



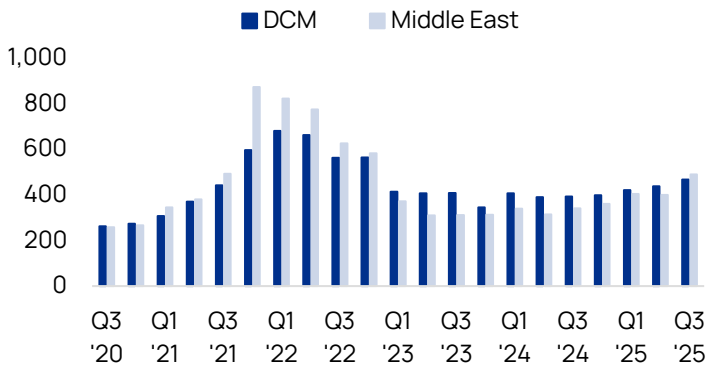
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 28: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DCM



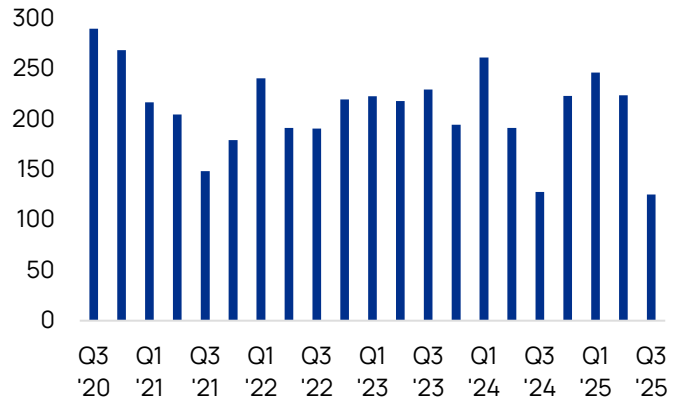
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 29: Giá bán urê trung bình của DCM so với Trung Đông (USD/tấn)



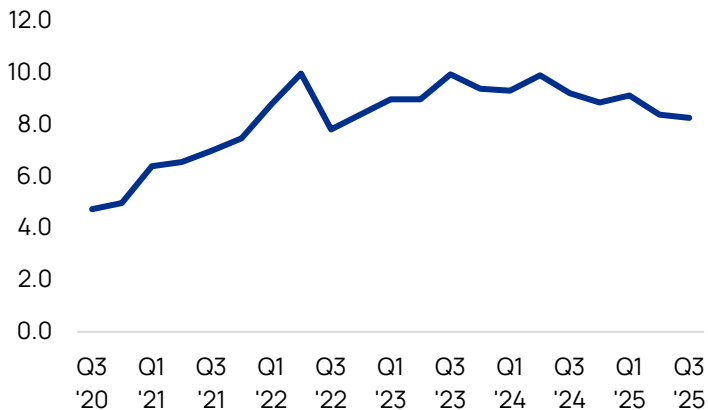
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 30: Sản lượng urê của DCM (nghìn tấn)



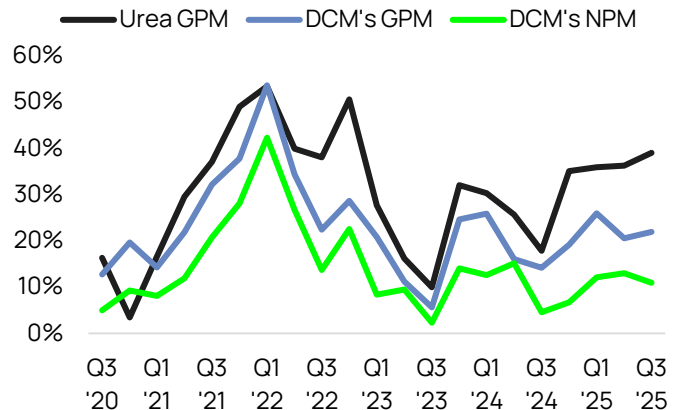
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 31: Giá bán urê trung bình của DCM so với Trung Đông (USD/tấn)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 32: Sản lượng urê của DCM (nghìn tấn)



Nguồn: DCM, Vietcap

## DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>15.497</b>	<b>16.122</b>	<b>17.174</b>	<b>17.907</b>
Giá vốn hàng bán	-11.864	-12.187	-13.198	-14.382
Lợi nhuận gộp	<b>3.632</b>	<b>3.934</b>	<b>3.976</b>	<b>3.524</b>
Chi phí bán hàng	-1.085	-1.080	-996	-985
Chi phí quản lí DN	-612	-596	-618	-627
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1.935</b>	<b>2.258</b>	<b>2.361</b>	<b>1.913</b>
Thu nhập tài chính	399	442	503	543
Chi phí tài chính	-85	-76	-78	-78
Trong đó, chi phí lãi vay	-46	-43	-46	-46
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi ròng khác	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>2.249</b>	<b>2.624</b>	<b>2.786</b>	<b>2.378</b>
Thuế TNDN	-226	-271	-293	-258
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>2.024</b>	<b>2.353</b>	<b>2.493</b>	<b>2.120</b>
Lợi ích CĐTS	-2	-3	-3	-2
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo</b>	<b>2.021</b>	<b>2.350</b>	<b>2.490</b>	<b>2.118</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi</b>	<b>2.021</b>	<b>2.350</b>	<b>2.490</b>	<b>2.118</b>
EBITDA	2.264	2.586	2.690	2.242
EPS báo cáo, VND	3.511	4.083	4.326	3.679
EPS cốt lõi, VND	3.511	4.083	4.326	3.679
EPS pha loãng, VND	3.511	4.083	4.326	3.679
DPS, VND	2.000	2.500	2.500	2.500
DPS/EPS (%)	57%	61%	58%	68%

TỶ LỆ	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
TT doanh thu	15,2%	4,0%	6,5%	4,3%
TT LN từ HĐKD	90,1%	16,6%	4,6%	-19,0%
TT EPS báo cáo	42,4%	16,3%	5,9%	-15,0%
TT EPS cốt lõi	67,9%	16,3%	5,9%	-15,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	23,4%	24,4%	23,2%	19,7%
Biên LN từ HĐKD	12,5%	14,0%	13,8%	10,7%
Biên EBITDA	14,6%	16,0%	15,7%	12,5%
Biên LNST sau lợi ích	13,0%	14,6%	14,5%	11,8%
ROE	19,0%	19,9%	19,1%	15,1%
ROA	12,5%	13,5%	13,3%	10,6%
<b>Chỉ số hiệu quả vận</b>				
Số ngày tồn kho	85	85	78	79
Số ngày phải thu	15	18	21	24
Số ngày phải trả	65	70	75	80
TG luân chuyển tiền	35	33	24	23
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,8	3,0	3,1	3,1
CS thanh toán nhanh	2,2	2,4	2,6	2,5
CS thanh toán tiến mặt	0,5	0,6	0,8	0,8
Nợ/Tài sản	6,3%	5,8%	5,4%	5,1%
Nợ/Vốn sử dụng	8,6%	7,8%	7,2%	6,8%
Nợ/Vốn CSH	-76,0%	-75,7%	-77,0%	-75,9%
Khả năng thanh toán lãi	42,1	52,0	51,2	41,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	2.486	2.972	4.028	4.477
Đầu tư TC ngắn hạn	7.039	7.500	7.500	7.500
Các khoản phải thu	642	801	994	1.184
Hàng tồn kho	2.771	2.846	2.820	3.113
TS ngắn hạn khác	500	500	500	500
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>13.438</b>	<b>14.619</b>	<b>15.842</b>	<b>16.773</b>
TS dài hạn (gộp)	18.437	18.937	19.437	19.937
- Khấu hao lũy kế	-15.419	-15.747	-16.076	-16.405
TS dài hạn (ròng)	3.019	3.190	3.361	3.533
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	261	261	261	261
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.279</b>	<b>3.451</b>	<b>3.622</b>	<b>3.793</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>16.718</b>	<b>18.069</b>	<b>19.464</b>	<b>20.567</b>
Khoản phải trả	2.115	2.339	2.714	3.155
Nợ ngắn hạn	1.000	1.000	1.000	1.000
Nợ ngắn hạn khác	1.656	1.490	1.341	1.207
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.771</b>	<b>4.830</b>	<b>5.055</b>	<b>5.362</b>
Nợ dài hạn	53	53	53	53
Nợ dài hạn khác	751	751	751	751
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5.575</b>	<b>5.634</b>	<b>5.860</b>	<b>6.166</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	5.813	7.104	8.270	9.063
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	35	38	40	43
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.142</b>	<b>12.435</b>	<b>13.604</b>	<b>14.400</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>16.718</b>	<b>18.069</b>	<b>19.464</b>	<b>20.567</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.903</b>	<b>2.486</b>	<b>2.972</b>	<b>4.028</b>
Thu nhập ròng	2.021	2.350	2.490	2.118
Khấu hao	329	329	329	329
Thay đổi vốn lưu động	385	-175	58	-176
Điều chỉnh khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>2.735</b>	<b>2.504</b>	<b>2.877</b>	<b>2.271</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-800	-500	-500	-500
Đầu tư, ròng	0	-461	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-800</b>	<b>-961</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
Cổ tức đã trả	-1.059	-1.059	-1.324	-1.324
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-229	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-66	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	2	3	3	2
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.353</b>	<b>-1.057</b>	<b>-1.321</b>	<b>-1.322</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>582</b>	<b>487</b>	<b>1.056</b>	<b>449</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.486</b>	<b>2.972</b>	<b>4.028</b>	<b>4.477</b>

Nguồn: DCM, Vietcap

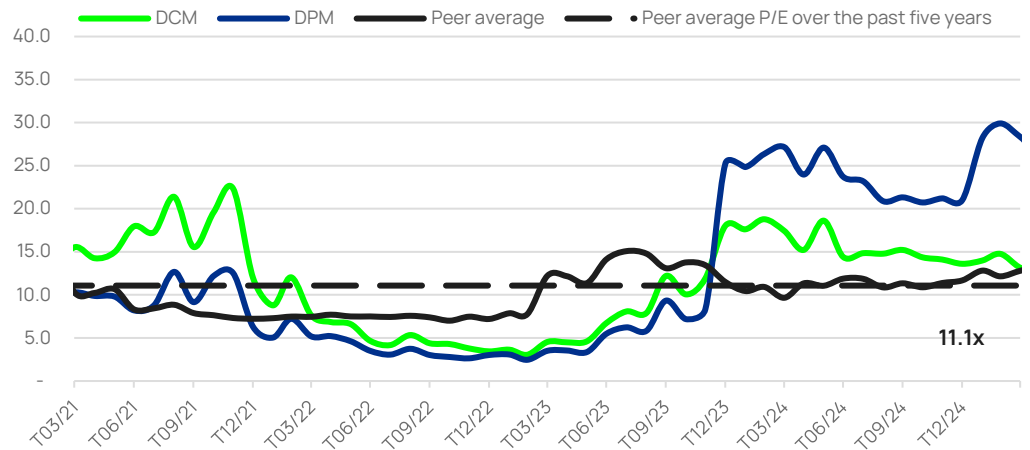
## Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 33: 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 Hengshen Chemical Co Ltd	Trung Quốc	11.881	4.519	-1,5	447	-12,7	27,2	10,2	1,4	25,6	25,2	2,5	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	5.552	4.173	3,8	205	-21,7	63,1	7,9	1,7	26,2	26,0	2,0	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.549	1.634	-8,0	142	-24,3	-58,4	5,6	5,0	10,5	9,6	0,6	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	1.646	3.288	1,1	190	3,3	96,2	15,5	2,8	8,0	9,6	1,2	5,3
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	7.299	2.849	9,2	244	25,8	-32,3	20,2	0,7	38,8	29,5	6,0	20,2
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	1.845	1.969	-7,4	195	29,3	-11,1	20,6	2,4	10,3	8,8	1,9	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	1.315	945	6,7	152	32,6	3,3	29,8	4,4	8,6	9,0	2,4	N/A
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>1.845</b>	<b>1.969</b>	<b>3,8</b>	<b>190</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>15,5</b>	<b>2,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,6</b>	<b>2,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Trung bình</b>		<b>4.441</b>	<b>2.411</b>	<b>3,8</b>	<b>195</b>	<b>78,7</b>	<b>8,7</b>	<b>19,8</b>	<b>2,6</b>	<b>18,3</b>	<b>16,8</b>	<b>2,4</b>	<b>9,0</b>
DPM	Việt Nam	603	634	19,0	32	26,4	-63,0	7,4	3,3	17,8	16,1	1,4	9,2
DCM	Việt Nam	729	647	30,3	74	22,5	-74,6	17,0	5,3	10,2	10,2	1,7	7,2

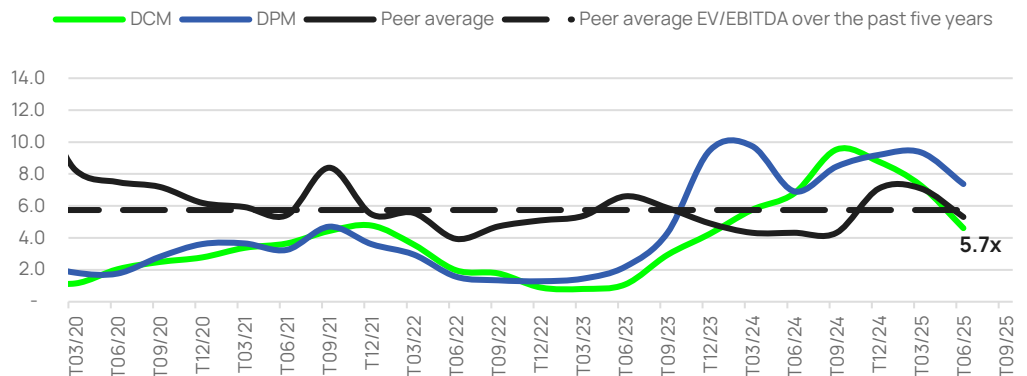
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 22/01/2026)

Hình 34: 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 22/01/2026)

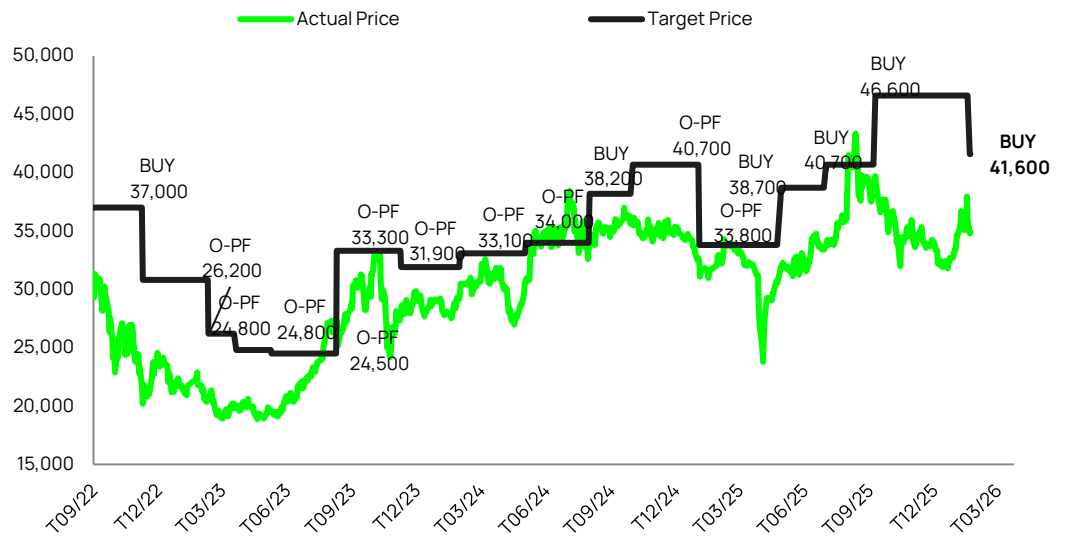
Hình 35: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (hệ số EV/EBITDA trượt 12T là dữ liệu hàng quý tính đến ngày 22/01/2026)

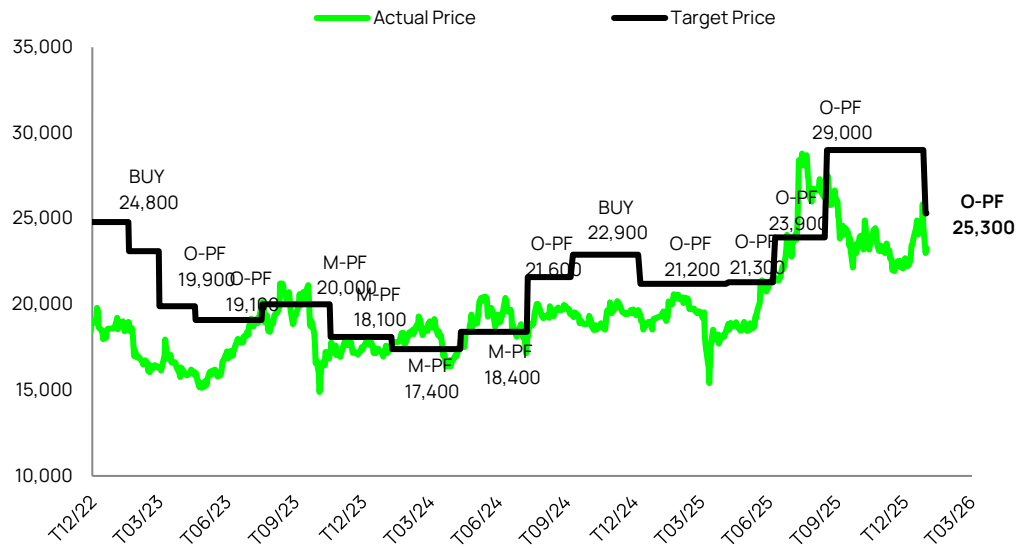
## Diễn biến khuyến nghị

Hình 36: 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 cổ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 37: Historical Vietcap target price vs DPM's share price (VND/share)



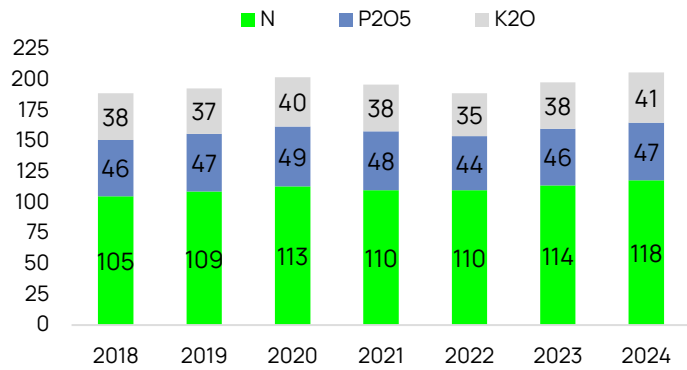
Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cổ tức tiền mặt và cổ phiếu)

## Phụ lục

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

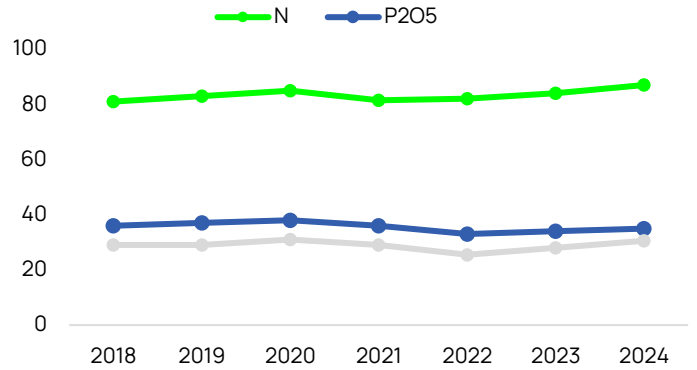
Bloomberg dự báo CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 sẽ đạt 2,4%, tăng từ mức 188 triệu tấn/năm trong năm 2024 lên 217 triệu tấn/năm vào năm 2030. Mức tăng trưởng này sẽ được hỗ trợ bởi CAGR mở rộng công suất urê toàn cầu là 0,8% và sự gia tăng của hiệu suất hoạt động, từ mức 77% vào năm 2024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

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

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

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

#### 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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### 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

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@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

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### 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 Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### 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

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.