

Ngành sản xuất phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất
Ngày Báo cáo 04/09/2026

Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Giá urê giảm do nguồn cung từ Trung Quốc tăng

Giá urê giảm mạnh hơn dự kiến. Giá urê FOB đã đạt đỉnh ở mức 908 USD/tấn vào nửa cuối tháng 4, mức cao nhất kể từ tháng 9/2022, với giá trúng thầu tại Ấn Độ cũng đạt mức tương tự, ở mức 935 USD/tấn CFR cho các lô hàng giao tại bờ Tây và 959 USD/tấn CFR cho các lô hàng giao tại bờ Đông. Tuy nhiên, giá kể từ đó đã giảm mạnh xuống còn khoảng 400 USD/tấn (thấp hơn 18% so với mức trước xung đột tại Trung Đông) do (1) phần bù rủi ro địa chính trị hạ nhiệt sau các cuộc đàm phán ngừng bắn/hòa bình đang diễn ra, (2) Trung Quốc khôi phục hoạt động xuất khẩu và hạ mạnh giá sản/giá định hướng xuất khẩu urê, được cho là ở mức khoảng 430 USD/tấn FOB, giảm từ mức khoảng 660 USD/tấn trong tháng 5, (3) hoạt động giao hàng thực tế từ Trung Đông được khôi phục, và (4) nhu cầu yếu theo yếu tố mùa vụ. Giá urê trung bình tại Trung Đông trong nửa đầu năm đạt 611 USD/tấn, trong khi giá urê trung bình từ đầu quý 3 đến nay đạt 397 USD/tấn (-2% YoY, -43% QoQ).

Trong Báo cáo Cập nhật Ngành này, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá định giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2026-2030 (trang 3). Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo giá urê năm 2026 xuống 500 USD/tấn do (1) giá hạ nhiệt kể từ tháng 5, (2) chi phí khí/than đầu vào giảm, (3) Trung Quốc quay trở lại thị trường xuất khẩu, với các nguồn tin trong ngành ước tính lượng phân bón đầu đạt 1,5-1,6 triệu tấn dù chưa có công bố hạn ngạch chính thức, và (4) giá trúng thầu tại Ấn Độ hạ nhiệt.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,3% dự báo giá urê trung bình giai đoạn 2027-2030 tương ứng. Chúng tôi dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2027-2030 đạt 420 USD/tấn, vẫn cao hơn 17% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2025, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tác động tích cực từ cơ chế CBAM kể từ năm 2027 và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030 của (1) DCM và (2) DPM với cùng mức giảm 2%.

Chúng tôi áp dụng các dự báo giá dầu Brent và dầu nhiên liệu (FO) từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 24/7/2026 cho DCM/DPM. Theo đó, giá khí trung bình giai đoạn 2026-2030 của DPM tăng 2%. Đối với DCM, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giá khí trung bình giai đoạn 2026-2030 do tác động bổ sung từ việc đưa nguồn cung khí mới từ Nam Du - U Minh vào từ năm 2028 - với giá trung bình cao hơn 35% so với các mỏ khí hiện hữu.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 30% giá mục tiêu của DCM xuống 35.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA do giá cổ phiếu đã giảm 19% trong ba tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 21% (với các mức điều chỉnh lần lượt là -29%/-15%/-18%/-22%/-21% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) và (2) giả định tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1%.

Định giá của DCM đang ở mức hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2027 là 8,0 lần, thấp hơn 29% so với mức P/E trung bình 5 năm là 11,3 lần.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% giá mục tiêu của DPM xuống 23.900 đồng/cổ phiếu, tuy nhiên nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm 9,3% trong ba tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 12% (với các mức điều chỉnh lần lượt là -12%/-2%/-16%/-13%/-14% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1% và giả định vốn đầu tư XDCB cao hơn, một phần được bù đắp bởi lượng tiền mặt ròng cao hơn.

DPM đang giao dịch ở mức tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 là 12,9 lần so với mức trung bình 5 năm là 14,5 lần.

Rủi ro: giá bán urê trung bình thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu DCM hấp dẫn hơn so với DPM do P/E dự phóng năm 2026 của DCM là 8,0 lần so với mức 10,5 lần của DPM.

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

Mã	Khuyến nghị	GTVH triệu USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN triệu USD	GTGD TB30N triệu USD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DCM	MUA	634	75,6	49,0	333	2,6	31.250	35.800	4/9/26	14,6	6,4	21,0
DPM	KQ	580	59,6	50,0	313	2,2	22.000	23.900	4/9/26	8,6	6,8	15,4

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 26/8/2026)

Hình 2: Định giá tóm tắt (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt x	P/E 2025 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	31.250	38,0	14,8	-0,2	7,2	9,2	8,0	8,0	4,0	19,7	1,4	-40,7
DPM	22.000	99,6	60,3	-18,6	9,2	16,8	10,5	12,9	4,1	14,5	1,3	-42,6

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 26/8/2026)

Tóm tắt các thay đổi dự báo

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

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá urê Trung Đông							Trung bình
- Dự báo mới	422	500	420	420	420	420	436
- Dự báo cũ	422	550	430	430	430	430	454
- Thay đổi dự báo	0,0%	-9%	-2%	-2%	-2%	-2%	-4%
DPM							
Giá bán urê trung bình (VND/kg)							Trung bình
- Dự báo mới		13.166	11.737	11.623	11.965	12.306	12.159
- Dự báo cũ		13.166	11.841	11.899	12.249	12.599	12.351
- Thay đổi dự báo		0%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng
- Dự báo mới		1.721	1.401	1.344	1.797	2.047	8.309
- Dự báo cũ		1.952	1.426	1.592	2.075	2.381	9.426
- Thay đổi dự báo		-12%	-2%	-16%	-13%	-14%	-12%
DCM							
Giá bán urê trung bình (VND/kg)							Trung bình
- Dự báo mới		12.292	11.182	11.503	11.705	11.913	11.719
- Dự báo cũ		12.995	11.294	11.611	11.810	12.014	11.945
- Thay đổi dự báo		-5%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng
- Dự báo mới		2.249	2.244	2.253	2.372	2.637	11.755
- Dự báo cũ		3.160	2.637	2.764	3.039	3.358	14.958
- Thay đổi dự báo		-29%	-15%	-18%	-22%	-21%	-21%

Nguồn: DPM, DCM, Vietcap

Cập nhật ngành

Thị trường urê toàn cầu

Điều chỉnh giảm dự báo giá urê Trung Đông năm 2026

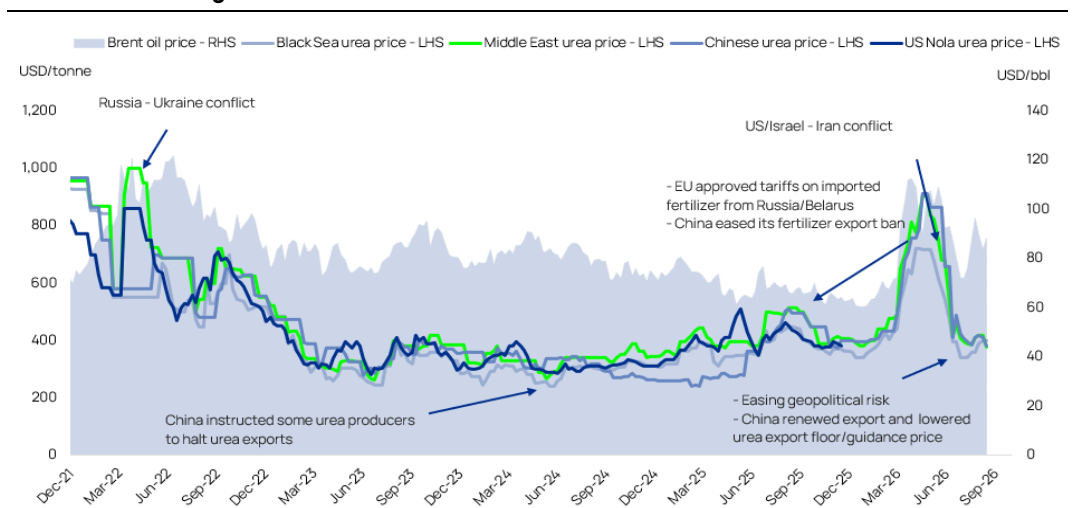
Giá urê giảm mạnh hơn dự kiến. Giá urê FOB đã đạt đỉnh ở mức 908 USD/tấn vào nửa cuối tháng 4, mức cao nhất kể từ năm 2023, với giá trúng thầu tại Ấn Độ cũng đạt mức tương tự, ở mức 935 USD/tấn CFR cho các lô hàng giao tại bờ Tây và 959 USD/tấn CFR cho các lô hàng giao tại bờ Đông. Tuy nhiên, giá kể từ đó đã giảm mạnh xuống còn khoảng 400 USD/tấn (thấp hơn 18% so với mức trước xung đột tại Trung Đông) do: (1) rủi ro địa chính trị hạ nhiệt sau các cuộc đàm phán ngừng bắn/hòa bình đang diễn ra, (2) Trung Quốc khôi phục hoạt động xuất khẩu và hạ mạnh giá sản/giá định hướng xuất khẩu urê, được cho là ở mức khoảng 430 USD/tấn FOB, giảm từ mức khoảng 660 USD/tấn trong tháng 5, (3) hoạt động giao hàng thực tế từ Trung Đông được khôi phục, và (4) nhu cầu yếu theo yếu tố mùa vụ. Giá urê trung bình tại Trung Đông trong nửa đầu năm đạt 611 USD/tấn, trong khi giá urê trung bình từ đầu quý 3 đến nay đạt 397 USD/tấn (-2% YoY, -43% QoQ).

Trong Báo cáo Cập nhật ngành này, chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá định giá urê Trung Đông năm 2026 xuống 500 USD/tấn, do: (1) giá hạ nhiệt kể từ tháng 5, (2) chi phí khí/than đầu vào giảm, (3) Trung Quốc quay trở lại thị trường xuất khẩu, với các nguồn tin trong ngành ước tính lượng phân bổ ban đầu đạt 1,5-1,6 triệu tấn dù chưa có công bố hạn ngạch chính thức, và (4) giá trúng thầu tại Ấn Độ hạ nhiệt.

+ Trung Quốc đã khôi phục hoạt động xuất khẩu urê trong quý 3, mặc dù hạn ngạch xuất khẩu chính thức vẫn chưa được công bố. Các nguồn tin trong ngành ước tính lượng phân bổ đạt 1,5-1,6 triệu tấn cho các nhà sản xuất/thương nhân thông thường trong đợt xuất khẩu đầu tiên. Giá sản xuất/khẩu sau đó đã được hạ xuống 430 USD/tấn đối với người mua ngoài Ấn Độ và 500 USD/tấn đối với nhà nhập khẩu Ấn Độ, giúp hàng hóa của Trung Quốc ngày càng cạnh tranh hơn. Theo Profercy, đợt đấu thầu RCF gần nhất của Ấn Độ ghi nhận các chào giá urê từ Trung Quốc ở mức 390-394 USD/tấn CFR, tương ứng mức netback dưới 370 USD/tấn FOB - thấp hơn đáng kể so với giá sản xuất/khẩu 430 USD/tấn của Trung Quốc, cho thấy các nhà cung cấp Trung Quốc đang chào bán urê sang Ấn Độ ở mức giá thấp hơn giá sản chính thức.

+ Giá trúng thầu tại Ấn Độ đã giảm mạnh, cho thấy tín hiệu bình thường hóa của cung-cầu toàn cầu. Sau đợt đấu thầu ở mức đặc biệt cao 935-959 USD/tấn CFR vào tháng 4, giá đã giảm xuống khoảng 445-449 USD/tấn trong tháng 6 và tiếp tục giảm còn 390-394 USD/tấn trong tháng 8. Đợt đấu thầu gần nhất cũng thu hút lượng lớn chào giá có xuất xứ Trung Quốc ở mức dưới 400 USD/tấn.

Hình 4: Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

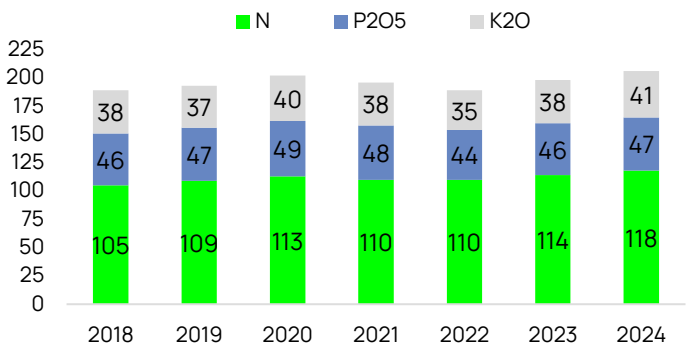
Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2027-2030

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,3% giá bán trung bình giai đoạn 2027-2030 do mức nền năm 2026 thấp hơn 9,1%, đồng thời duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng giá urê.

+ Dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2027-2030 của chúng tôi ở mức 420 USD/tấn, vẫn cao hơn 17% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2025, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tác động tích cực từ cơ chế CBAM kể từ năm 2027 và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

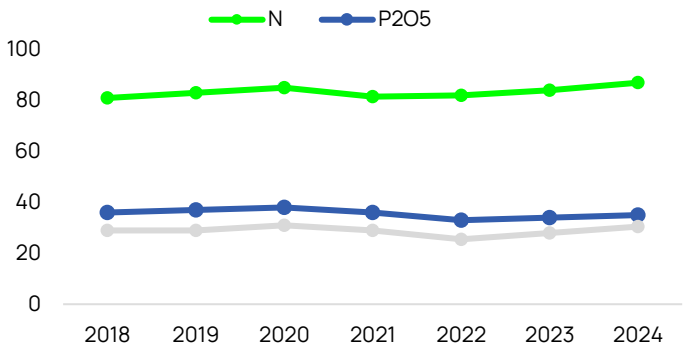
Bloomberg dự báo CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tăng từ 188 triệu tấn/năm (MTPA) năm 2024 lên 217 MTPA vào năm 2030. Xu hướng này sẽ được hỗ trợ bởi tốc độ mở rộng công suất urê toàn cầu ở mức biên với CAGR đạt 0,8% và hiệu suất hoạt động cao hơn, tăng từ 77% năm 2024 lên 84% vào năm 2030.

Hình 5: Lượng tiêu thụ đạm toàn cầu đạt mức cao kỷ lục trong năm 2024 (triệu tấn theo thành phần)



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

Hình 6: Mức bón đạm trung bình toàn cầu đạt kỷ lục trong năm 2024 (kg/ha diện tích cây trồng thu hoạch)



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

+ Trong tháng 5/2026, ban lãnh đạo DCM cho biết CBAM (Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon), khoản phí áp lên các nhà nhập khẩu phân bón của EU nhằm đảm bảo urê sản xuất ngoài EU chịu cơ chế tương đương với urê sản xuất tại EU, vốn trước đó dự kiến có hiệu lực từ ngày 1/1/2026, đã được lùi sang năm 2027. Một phần nguyên nhân là do giá urê hiện đang ở mức cao. Cụ thể, theo DPM, chi phí nhập khẩu dựa trên phát thải có thể làm tăng chi phí phân bón nhập khẩu cập cảng tại EU thêm khoảng 70-140 USD/tấn.

Hình 7: Chi phí CBAM

Năm	Chi phí CBAM (USD/tấn hàng hóa)
2027	69
2028	80
2029	101
2030	137

Nguồn: Các doanh nghiệp trong ngành

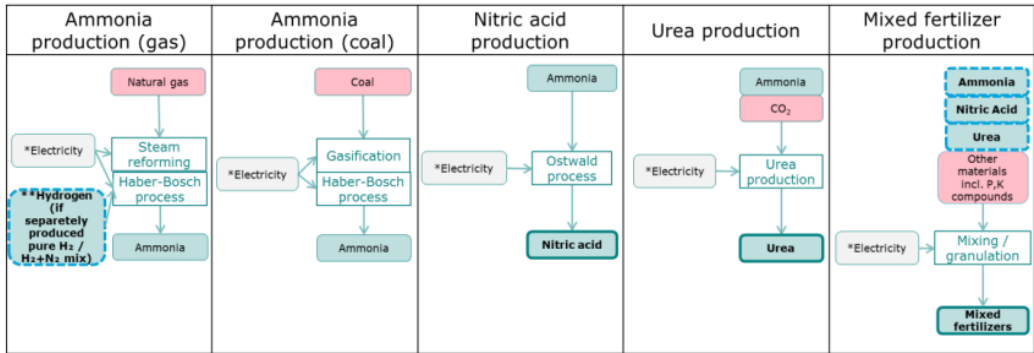
+ Ngày 14/8/2026, Ủy ban châu Âu đã ban hành Hướng dẫn số 5c – Hướng dẫn riêng cho ngành phân bón, đưa ra hướng dẫn chi tiết về việc triển khai CBAM trong giai đoạn chính thức. Chúng tôi lưu ý ba điểm chính như sau:

- Nghĩa vụ CBAM gắn với hàm lượng đạm, không đơn thuần theo khối lượng lô hàng:**
Hướng dẫn này bao gồm amoniac, axit nitric, urê và phân bón hỗn hợp, với lượng phát thải tích hợp được tính trên số tấn phát thải carbon trên mỗi đơn vị chức năng của hàng hóa. Đối với phân bón, EU xác định đơn vị chức năng dựa trên **số kilogram đạm chứa**

trong sản phẩm theo các mã CN tương ứng. Do đó, mức độ chịu tác động của CBAM thay đổi theo hàm lượng đạm của từng sản phẩm phân bón, thay vì chỉ được xác định trên cơ sở mỗi tấn sản phẩm.

2. **Cả phát thải trực tiếp và gián tiếp đều được tính:** Đối với phân bón, lượng phát thải tích hợp bao gồm phát thải trực tiếp từ hoạt động sản xuất và phát thải gián tiếp từ tiêu thụ điện, đồng thời phát thải từ các nguyên liệu tiền chất liên quan cũng phải được tính vào. Điều này khiến hiệu suất sản xuất và hoạt động giám sát phát thải ngày càng trở nên quan trọng trong việc xác định chi phí CBAM.
3. **Hướng dẫn làm rõ ranh giới sản xuất và phát thải từ tiền chất:** EU quy định cụ thể các quy trình sản xuất, ranh giới hệ thống và nguyên liệu tiền chất tương ứng cho từng loại phân bón, qua đó đưa ra quy định rõ ràng hơn về những công đoạn thượng nguồn và lượng phát thải nào cần được đưa vào tính toán CBAM.

Hình 8: Tổng quan về ranh giới hệ thống và chuỗi giá trị sản xuất phân đạm cùng các tiền chất



Nguồn: Ủy ban châu Âu, Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về các tác động của CBAM

- Trung Quốc, quốc gia sản xuất urê lớn nhất thế giới, thường sản xuất amoniac thông qua quá trình khí hóa các nguyên liệu nặng như than - quy trình có cường độ phát thải carbon cao đáng kể, được gọi là sản xuất từ than.
- Ngược lại, các nhà sản xuất lớn bao gồm Trung Đông, Nga và Việt Nam chủ yếu dựa vào sản xuất từ khí (cải tạo hơi nước từ khí tự nhiên), vốn có mức phát thải carbon thấp hơn về mặt cấu trúc.
- Khi Trung Quốc có thể phải chịu chi phí CBAM cao hơn đối với sản lượng xuất khẩu sang EU, các nhà sản xuất sử dụng khí có thể có lợi thế tương đối về giá trong hoạt động thương mại với EU - dù tác động lên mặt bằng giá urê toàn cầu vẫn khá hạn chế, do tỷ trọng xuất khẩu sang EU của Trung Quốc tương đối nhỏ so với tổng lượng xuất khẩu.

Chúng tôi áp dụng các dự báo mới nhất về giá dầu Brent, giá dầu FO và triển vọng giá khí LNG quốc tế từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7 của chúng tôi.

Hình 9: Dự báo giá trung bình dầu Brent (USD/thùng) và dầu FO (USD/tấn)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi trung bình 2026-30F
Giá dầu Brent (USD/thùng)						
Cũ	75	70	70	70	70	
Mới	83	70	70	70	70	
Mới so với cũ	11%	0%	0%	0%	0%	2%
Giá dầu FO (USD/tấn)						
Cũ	491	445	419	396	378	
Mới	531	458	438	428	420	
Mới so với cũ	8%	3%	4%	8%	11%	7%

Nguồn: Vietcap

Thị trường urê trong nước: Điều chỉnh giảm triển vọng giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030

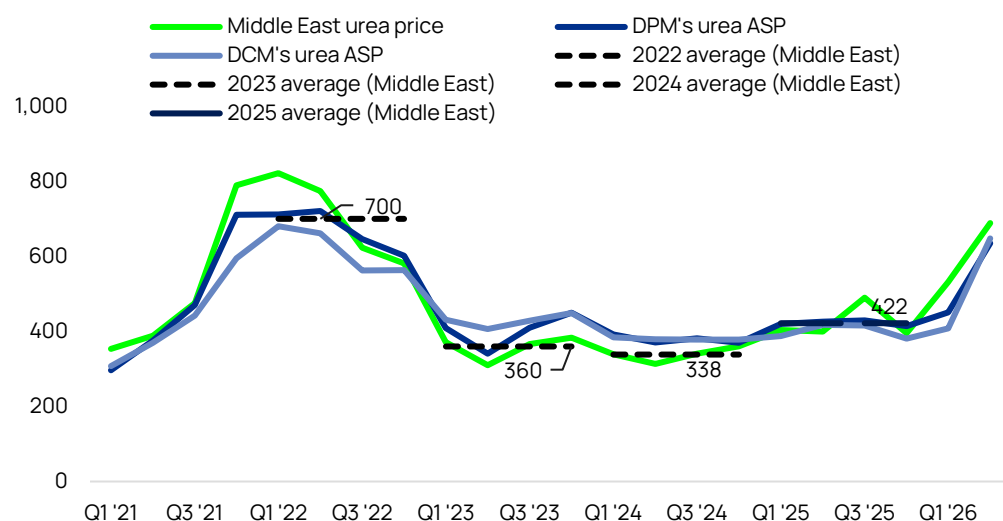
Theo Báo cáo Thường niên năm 2025 của DCM, nhu cầu urê tại Việt Nam được dự báo giảm nhẹ khoảng 1% YoY trong năm 2026, chủ yếu do giá urê ở mức cao trong nửa đầu năm 2026 và điều kiện thời tiết bất lợi. Việt Nam dự kiến chịu ảnh hưởng đáng kể từ hiện tượng thời tiết El Nino, với tình trạng hạn hán tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên trong đầu vụ, tiếp theo là lũ lụt nghiêm trọng tại Đồng bằng sông Cửu Long vào cuối năm. Theo UNDP Việt Nam và DCM, các “thảm họa kép” này có thể làm giảm 4–6% diện tích canh tác.

Đối với năm 2027, các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng nhu cầu urê trong nước sẽ phục hồi sau hai năm ở mức thấp trong giai đoạn 2025–2026 bất chấp điều kiện El Nino, khi giá urê bình thường hóa giúp cải thiện khả năng chi trả của nông dân và hỗ trợ mức bón phân quay trở lại bình thường trong các vụ mùa chính, đặc biệt là lúa gạo và cà phê.

Trong Báo cáo Cập nhật Ngành này, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030 của DPM và DCM sau khi hạ khoảng 4% dự báo giá bán urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2026-2030.

- DPM giảm 2% khi chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình năm 2026 do giá bán trung bình thực tế trong nửa đầu năm và triển vọng giá bán trung bình nửa cuối năm phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bán trung bình các năm 2027/28/29/30 lần lượt 1%/2%/2%/2%.
- DCM giảm 2% khi chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo giá bán trung bình năm 2026 do giá xuất khẩu trong nửa đầu năm thấp hơn kỳ vọng. Đối với các năm 2027/28/29/30, chúng tôi điều chỉnh giảm 1% dự báo giá bán trung bình mỗi năm.

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



Nguồn: Vietcap, Các doanh nghiệp trong ngành

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) KHẢ QUAN +15,4%

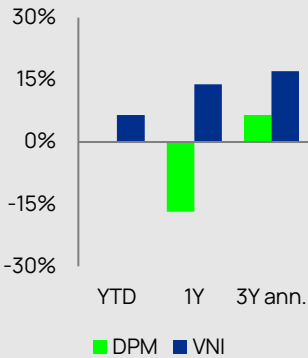
Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	04/09/2026
Giá hiện tại	22.000 VND
Giá mục tiêu	23.900 VND
Giá mục tiêu gần nhất	28.000 VND
TL tăng	8,6%
Lợi suất cổ tức	6,8%
Tổng mức sinh lời	+15,4%
GT vốn hóa	15,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	57,9 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	59,6%
SL cổ phiếu lưu hành	680 tr
Pha loãng	680 tr

	DPM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	9,2x	14,9x	13,1x
P/B	1,3x	1,8x	1,9x
ROE	15%	18,2%	16,2%
ROA	9,6%	8,0%	2,4%
* Giá trị trung bình của các công ty cùng ngành nước ngoài.			

Tổng quan Công ty

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

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.178	20.273	20.413
% YoY	22,7%	21,8%	0,5%	0,7%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.074	1.721	1.401	1.344
% YoY	99,6%	60,3%	-18,6%	-4,1%
EPS	99,6%	60,3%	-18,6%	-4,1%
DPS (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
Lợi suất cổ tức	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Biên LN gộp	17,7%	20,5%	18,2%	17,5%
ROE	9,5%	14,5%	11,2%	10,5%
Nợ ròng/VCSH	-42,0%	-51,2%	-51,4%	-52,0%
P/E	16,8x	10,5x	12,9x	13,4x
P/B	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA	7,3x	4,1x	5,1x	5,2x

Giá urê giảm nhưng lợi suất cổ tức bền vững ở mức tốt

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% giá mục tiêu của Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) xuống 23.900 đồng/cổ phiếu, tuy nhiên nâng khuyến nghị từ PHỦ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm 9,3% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 12% (với các mức điều chỉnh lần lượt là -12%/-2%/-16%/-13%/-14% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1% và giả định vốn đầu tư XDCB cao hơn, một phần được bù đắp bởi lượng tiền mặt ròng cao hơn.
- Các thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi chủ yếu do giá bán urê trung bình thấp hơn 2% và giá khí đầu vào giai đoạn 2026-2030 cao hơn 2% tính trung bình, qua đó phản ánh mức tăng trung bình 7% của giá dầu FO.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng lên mức 1,7 nghìn tỷ đồng (+60% YoY), nhờ (1) giá bán urê trung bình tăng 21% YoY, (2) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế GTGT áp dụng trọn năm, và (3) lượng hàng tồn kho chi phí thấp trong quý 4/2025. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 13% YoY của giá khí đầu vào.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 giảm 18,6% YoY, chủ yếu do giá bán urê trung bình giảm 11% YoY sau khi giá urê Trung Đông giảm 16% YoY, một phần được bù đắp bởi giá khí đầu vào giảm 8% YoY và sản lượng cao hơn.
- DPM sở hữu tổng lượng tiền mặt đạt 10,2 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 61% tính đến cuối quý 2/2026, qua đó hỗ trợ mức DPS ổn định 1.500 đồng/cổ phiếu bất chấp kế hoạch vốn đầu tư XDCB tham vọng ở mức 11,7 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2026-2030.
- DPM đang giao dịch ở mức tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 là 12,9 lần so với mức trung bình 5 năm là 14,5 lần.
- Rủi ro:** giá bán trung bình thấp hơn kỳ vọng, cổ tức thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030 khi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình năm 2026 dựa trên KQKD nửa đầu năm và triển vọng nửa cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bán trung bình các năm 2027/28/29/30 lần lượt 1%/2%/2%/2%, sau khi hạ 4% dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2026-2030.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +5%/+0%/+2%/+2%/+3% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), sau khi điều chỉnh tăng 7% dự báo giá dầu FO trung bình giai đoạn 2026-2030 trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7. Giá khí đầu vào của DPM được xây dựng trên cơ sở khoảng 50%/50% giá dầu FO và giá cước phí.

DPM gần đây đã công bố kế hoạch kinh doanh 5 năm giai đoạn 2026-2030, trong đó kế hoạch vốn đầu tư XDCB tham vọng hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ các sản phẩm mới khi các sản phẩm hóa chất khác được đặt mục tiêu đạt 1,2 triệu tấn (tốc độ tăng trưởng trung bình 400%/năm) trong 5 năm tới. DPM lên kế hoạch giải ngân

11,7 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư XD CB trong giai đoạn 2026-2030, gấp 5,7 lần dự báo trước đây của chúng tôi, chủ yếu cho các dự án H_2O_2 , DEF, Off-gas, Melamine và H_2SO_4 . Công ty cũng sẽ nghiên cứu mở rộng công suất urê và giai đoạn 2 của hoạt động sản xuất CO_2 thương mại, đồng thời đặt mục tiêu thực hiện ít nhất hai thương vụ M&A trong lĩnh vực phân bón và hóa chất. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 30% giả định tổng vốn đầu tư XD CB (giai đoạn 2026-2030) so với giả định trước đây, trong khi chờ thông tin chi tiết về các dự án mới để đưa vào dự báo.

Triển vọng năm 2026: Động lực từ giá bán urê trung bình thúc đẩy LNST tăng trưởng tích cực

Hình 11: Dự báo năm 2026 của Vietcap

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	83	22%	11%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	531	27%	8%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT	10,4	11,8	13%	4%	(b) Giá cước phí và giá dầu FO lần lượt chiếm 50%/50% chi phí khí đầu vào.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.889	13.166	21%	0%	
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	12.305	7%	6%	(b) Chúng tôi điều chỉnh tăng giá NPK sau khi giá đầu vào DAP/MAP tăng.
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	824	820	0%	-4%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% sản lượng, phản ánh nhu cầu yếu hơn trong nửa cuối năm 2026.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	184	200	9%	0%	
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	61	50	-18%	0%	
KQKD (tỷ đồng)	184	200	9%	0%	
Doanh thu	16.564	20.178	22%	-2%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu màng urê/NPK/thương mại lần lượt tăng +20%/+16%/+35% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm 4% sản lượng urê. Nửa đầu năm: Doanh thu đạt 12,6 nghìn tỷ đồng (+34% YoY, hoàn thành khoảng 62% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-13.626	-16.049	18%	1%	
Lợi nhuận gộp	2.939	4.129	40%	-9%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.017	-1.238	22%	1%	
Chi phí G&A	-912	-1.134	24%	-1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.010	1.756	74%	-19%	
Thu nhập tài chính	487	491	1%	26%	
Chi phí tài chính	-165	-159	-3%	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18	25	N.M.	N.M.	
LNTT	1.353	2.116	56%	-12%	
LNST	1.096	1.756	60%	-12%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.074	1.721	60%	-12%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) giá bán urê trung bình tăng 21% YoY, (2) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm, và (3) lượng hàng tồn kho chi phí thấp. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 13% YoY của giá khí đầu vào. (b) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST màng urê thấp hơn 11%. Nửa đầu năm: LNST sau lợi ích CBTS đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+115% YoY, hoàn thành khoảng 67% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	1.409	2.156	53%	-16%	
Biên lợi nhuận			Δ điểm %	Δ điểm %	
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	20,5%	2,7 điểm %	-1,7 điểm %	(b) Chủ yếu do giá khí đầu vào cao hơn 8%.

Nguồn: DPM, Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% giá mục tiêu của DPM xuống 23.900 đồng/cổ phiếu, tuy nhiên nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm 9,3% trong ba tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 12% (với các mức điều chỉnh lần lượt là -12%/-2%/-16%/-13%/-14% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1% và giả định vốn đầu tư XDCB cao hơn, một phần được bù đắp bởi lượng tiền mặt ròng cao hơn.

DPM gần đây đã công bố kế hoạch kinh doanh 5 năm giai đoạn 2026-2030, trong đó kế hoạch vốn đầu tư XDCB tham vọng hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng điều này đến từ các sản phẩm mới khi các sản phẩm hóa chất khác được đặt mục tiêu đạt 1,2 triệu tấn (tốc độ tăng trưởng trung bình 400%/năm) trong 5 năm tới. DPM lên kế hoạch giải ngân 11,7 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư XDCB trong giai đoạn 2026-2030, gấp 5,7 lần dự báo trước đây của chúng tôi, chủ yếu cho các dự án H₂O₂, DEF, Off-gas, Melamine và H₂SO₄. Công ty cũng sẽ nghiên cứu mở rộng công suất urê và giai đoạn 2 của hoạt động sản xuất CO₂ thương mại, đồng thời đặt mục tiêu thực hiện ít nhất hai thương vụ M&A trong lĩnh vực phân bón và hóa chất.

Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 30% giả định tổng vốn đầu tư XDCB, trong khi chờ thông tin chi tiết về các dự án mới để đưa vào dự báo.

Hình 12: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	23.900
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (lần)	11,4

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 13: Giả định và định giá chiết khấu dòng tiền của DPM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	1.756	1.319	1.235	1.768	2.031
- Thuế	-299	-224	-210	-301	-345
+ Khấu hao	400	400	400	400	400
- Vốn XDCB	-300	-300	-300	-300	-1.000
- Tăng vốn lưu động	603	-269	-193	-167	-152
Dòng tiền tự do (DTTD)	2.160	926	932	1.400	933
Giá trị hiện tại (GHTT) của DTTD	2.027	765	677	896	525
Tổng GHTT của DTTD	2.027	2.791	3.469	4.365	4.890

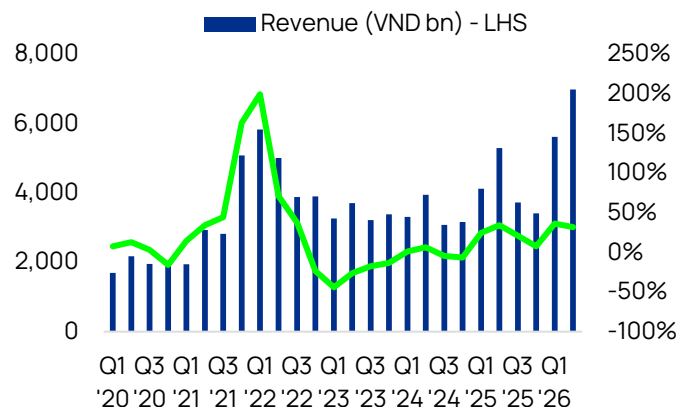
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0
Chi phí VCSH %	13,2	14,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,7	13,6

CKDT	Tỷ đồng
GHTT của DTTD	4.890
GHTT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%)	4.617
GHTT của DTTD và GTC	9.507
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	10.229
Trừ: Nợ vay	3.231
Trừ: Lợi ích CBTS	180
Giá trị vốn sở hữu	16.247
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	680
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	23.900

Nguồn: Vietcap

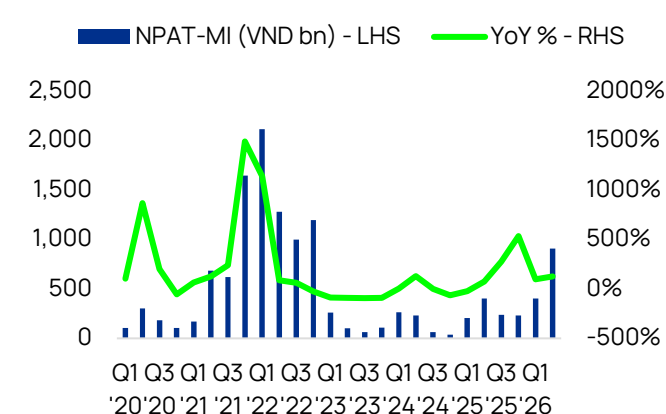
KQKD theo quý

Hình 14: Doanh thu hàng quý của DPM



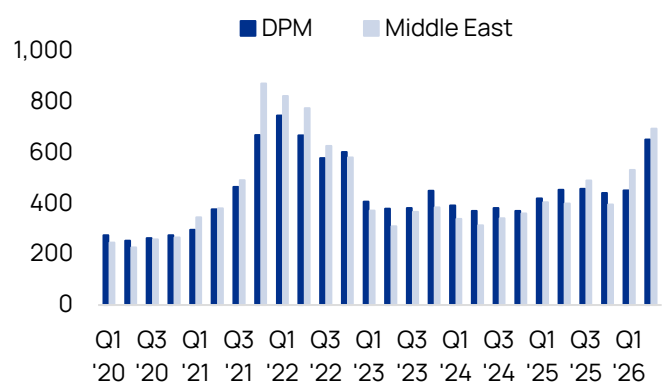
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DPM



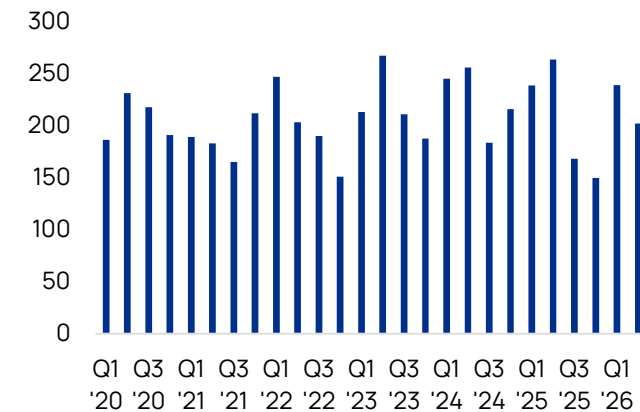
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 16: Giá bán ure trung bình của DPM so với giá ure Trung Đông (USD/tấn)



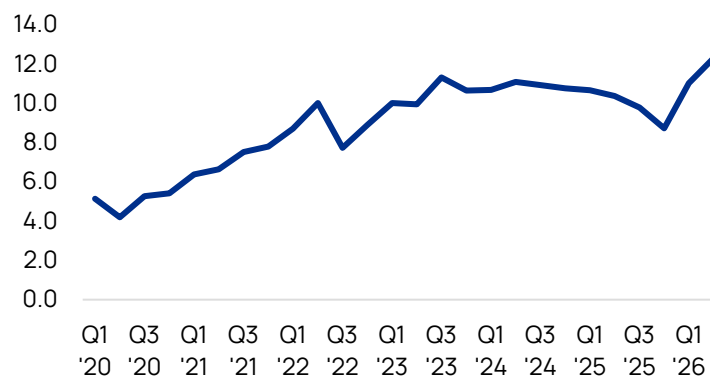
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 17: Sản lượng bán ure của DPM (nghìn tấn)



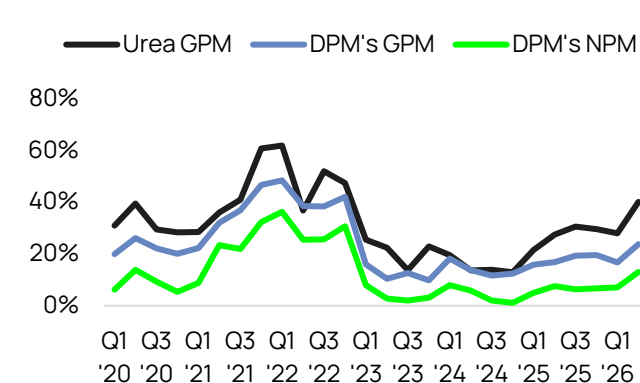
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 18: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 19: Biên LN gộp mảng ure, biên LN gộp và biên LN ròng của DPM (%)



Nguồn: DPM, Vietcap

DPM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.178	20.273	20.413
Giá vốn hàng bán	-13.626	-16.049	-16.591	-16.841
Lợi nhuận gộp	2.939	4.129	3.682	3.573
Chi phí bán hàng	-1.017	-1.238	-1.244	-1.212
Chi phí quản lí DN	-912	-1.134	-1.118	-1.125
LN từ HĐKD	1.010	1.756	1.319	1.235
Thu nhập tài chính	487	491	560	573
Chi phí tài chính	-165	-159	-160	-160
- trong đó, chi phí lãi vay	-142	-129	-129	-129
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	3	3	3
Lợi nhuận/(chi phí) khác	18	25	0	0
LNTT	1.353	2.116	1.722	1.652
Thuế TNDN	-258	-360	-293	-281
LNST trước CĐTS	1.096	1.756	1.430	1.371
Lợi ích CĐ thiểu số	-22	-35	-29	-27
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.074	1.721	1.401	1.344
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.074	1.721	1.401	1.344
EBITDA	1.409	2.156	1.719	1.635
EPS báo cáo, VND	1.310	2.101	1.710	1.640
EPS cốt lõi, VND	1.310	2.101	1.710	1.640
EPS pha loãng, VND	1.310	2.101	1.710	1.640
DPS, VND	1.500	1.500	1.500	1.500
DPS/EPS (%)	114%	71%	88%	91%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	22,7%	21,8%	0,5%	0,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	182,0%	73,9%	-24,9%	-6,3%
Tăng trưởng LNTT	102,2%	56,3%	-18,6%	-4,1%
Tăng trưởng EPS	99,6%	60,3%	-18,6%	-4,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	17,7%	20,5%	18,2%	17,5%
Biên LN từ HĐ %	6,1%	8,7%	6,5%	6,1%
Biên EBITDA %	8,5%	10,7%	8,5%	8,0%
Biên LNST sau CĐTS %	6,5%	8,5%	6,9%	6,6%
ROE	9,5%	14,5%	11,2%	10,5%
ROA	6,3%	9,5%	7,5%	7,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	69,2	69,2	68,0	66,0
Số ngày phải thu	32,5	32,5	32,5	32,5
Số ngày phải trả	18,2	18,2	18,2	18,2
TG luân chuyển tiền	83,4	83,4	82,2	80,2
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,5	2,7	2,8
CS thanh toán nhanh	1,8	2,0	2,1	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	23,4%	22,4%	22,2%	22,0%
Nợ/Vốn	26,5%	25,3%	24,7%	24,2%
Nợ/Vốn CSH	-42,0%	-51,2%	-51,4%	-52,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.168	1.673	1.913	2.171
Đầu tư TC ngắn hạn	7.835	8.769	8.769	8.769
Các khoản phải thu	1.390	1.208	1.216	1.229
Hàng tồn kho	3.434	3.042	3.091	3.045
TS ngắn hạn khác	683	718	718	718
Tổng TS ngắn hạn	14.510	15.410	15.708	15.932
TS dài hạn (gộp)	13.233	13.533	13.833	14.133
- Khấu hao lũy kế	-10.599	-10.998	-11.398	-11.798
TS dài hạn (ròng)	2.634	2.534	2.435	2.335
Đầu tư TC dài hạn	285	285	285	285
TS dài hạn khác	348	348	348	348
Tổng TS dài hạn	3.267	3.167	3.068	2.968
Tổng Tài sản	17.778	18.578	18.776	18.901
Phải trả ngắn hạn	671	802	829	842
Nợ ngắn hạn	4.164	4.164	4.164	4.164
Nợ ngắn hạn khác	1.193	1.126	888	649
Tổng nợ ngắn hạn	6.028	6.092	5.881	5.655
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	215	215	215	215
Tổng nợ	6.244	6.308	6.097	5.870
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	6.800	6.800	6.800	6.800
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.532	3.365	3.746	4.069
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	180	215	244	271
Vốn chủ sở hữu	11.533	12.269	12.679	13.030
Tổng cộng nguồn vốn	17.778	18.578	18.776	18.901
CP lưu hành cuối năm (tr)	680	680	680	680

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.005	1.168	1.673	1.913
Thu nhập ròng	1.074	1.721	1.401	1.344
Khấu hao	351	400	400	400
Thay đổi vốn lưu động	-2.668	603	-269	-193
Điều chỉnh khác	-828	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-2.072	2.723	1.532	1.550
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-127	-300	-300	-300
Đầu tư, ròng	2.208	-934	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	2.081	-1.234	-300	-300
Cổ tức đã trả	-587	-1.020	-1.020	-1.020
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	742	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	3	35	28	27
Tiền từ hoạt động TC	155	-985	-992	-993
Tổng lưu chuyển tiền tệ	164	505	240	258
Tiền cuối năm	1.168	1.673	1.913	2.171

Nguồn: DPM, Vietcap

Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

MUA +21,0%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	04/09/2026
Giá hiện tại	31.250 VND
Giá mục tiêu	35.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	51.000 VND
TL tăng	+14,6%
Lợi suất cổ tức	6,4%
Tổng mức sinh lời	+21,0%
GT vốn hóa	16,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	68,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	75,6%
SL cổ phiếu lưu hành	530 tr
Pha loãng	530 tr

	DCM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	7,2x	14,9x	13,1x
P/B	1,4x	1,8x	1,9x
ROE	21,3%	18,2%	16,2%
ROA	13,2%	8,0%	2,4%

* 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 tại Việt Nam với thị phần khoảng 32%. DCM sở hữu nhà máy urê với công suất thiết kế 800.000 tấn urê hạt đục/năm và nhà máy NPK với công suất 660.000 tấn.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	19.332	19.988	21.213
% YoY	23,6%	16,2%	3,4%	6,1%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.960	2.249	2.244	2.253
% YoY	38,0%	14,8%	-0,2%	0,4%
EPS	38,0%	14,8%	-0,2%	0,4%
DPS (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Biên LN gộp	24,3%	23,7%	22,5%	21,0%
ROE	18,7%	19,7%	17,8%	16,4%
Nợ ròng/VCSH	-49,9%	-51,5%	-62,4%	-56,1%
P/E	9,2x	8,0x	8,0x	8,0x
P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	5,0x	4,0x	3,2x	3,4x

Nguồn cung khí Nam Du - U Minh làm tăng chi phí khí đầu vào

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 30% giá mục tiêu của Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) xuống 35.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA do giá cổ phiếu đã giảm 19% trong ba tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 21% và (2) giả định tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1%.
- Các thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi (với các mức điều chỉnh -29%/-15%/-18%/-22%/-21% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2% (sau khi hạ 4% dự báo giá bán urê trung bình tại Trung Đông), chi phí khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 cao hơn 5% và chi phí SG&A cao hơn theo KQKD nửa đầu năm.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 tăng 15% YoY, nhờ (1) giá bán trung bình tăng 14% và (2) sản lượng bán tăng 7% được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu tăng 17% nhờ giá quốc tế thuận lợi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 nhìn chung đi ngang ở mức -0,2% YoY, chủ yếu nhờ LNST sau lợi ích CĐTS mảng NPK tăng mạnh 146%, bù đắp cho mức giảm 15% của mảng urê. Kết quả của mảng NPK được hỗ trợ bởi kỳ vọng sản lượng bán tăng khoảng 22% YoY.
- Định giá của DCM đang ở mức hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2027 là 8,0 lần, thấp hơn 29% so với mức P/E trung bình 5 năm.
- Rủi ro: giá bán urê trung bình và kết quả mảng NPK thấp hơn kỳ vọng.

Trong tài liệu ĐHCĐ bất thường vừa công bố, DCM đã trình bày chiến lược dài hạn và điều chỉnh hợp đồng mua khí với PV GAS để bổ sung nguồn khí Nam Du-U Minh (ND-UM). Đây sẽ là nguồn khí bổ sung cho các nhà máy urê của DCM cùng với PVN và Petronas, qua đó đảm bảo nguồn cung dài hạn cho DCM. Hợp đồng có hiệu lực từ quý 4/2028 đến ngày 24/4/2032. Dựa trên các thông tin công bố còn hạn chế, chúng tôi giả định nguồn cung khí mới từ mỏ khí này sẽ đóng góp lần lượt 25%/50%/50% trong các năm 2028/29/30. Chúng tôi ước tính giá khí trung bình từ ND-UM cao hơn 35% so với các mỏ khí hiện hữu, qua đó dẫn đến các mức điều chỉnh giá khí đầu vào lần lượt là 3%/6%/7% trong các năm 2028/29/30.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +8%/+1%/+3%/+6%/+7% cho các năm 2026/27/28/29/30), được thúc đẩy bởi (1) giá dầu FO/Brent trung bình cao hơn lần lượt 7%/2% theo dự báo trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7 của chúng tôi và (2) việc bổ sung nguồn cung khí mới từ ND-UM kể từ năm 2028, với giá cao hơn 35% so với các mỏ khí hiện hữu.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là -5%/-1%/-1%/-1%/-1%), sau khi hạ 4% các giả định giá bán trung bình tương ứng tại Trung Đông.

Hàng tồn kho duy trì ở mức cao vào cuối quý 2/2026, đạt 5,7 nghìn tỷ đồng (+22% QoQ), tiếp tục tăng từ mức 4,7 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 1/2026. Diễn biến này có thể tạo áp lực lên giá bán thực tế của DCM trong nửa cuối năm khi giá urê đã giảm từ đầu quý đến nay.

Triển vọng năm 2026: LNST tăng mạnh nhờ giá bán urê trung bình tích cực

Hình 20: Dự báo năm 2026 của Vietcap

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	83	22%	11%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	531	27%	8%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 7/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT*	8,7	10,5	21%	8%	(b) Theo sau các giả định giá dầu Brent và FO cao hơn của chúng tôi.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)*	10.747	12.292	14%	-5%	(b) Được thúc đẩy bởi dự báo giá urê Trung Đông thấp hơn 9%, qua đó kéo giá xuất khẩu giảm 9% tương ứng.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)*	11.672	11.905	2%	-1%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)*	805	860	7%	8%	(b) Được thúc đẩy bởi sản lượng xuất khẩu cao hơn kỳ vọng trong nửa đầu năm 2026.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)**	333	382	15%	-8%	(b) Do sản lượng xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng trong nửa đầu năm 2026.
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	16.631	19.332	16%	-1%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng doanh thu lần lượt +22%/+14%/+10% của mảng urê/NPK/thương mại. (b) Do dự báo giá bán urê trung bình thấp hơn của chúng tôi, một phần được bù đắp bởi sản lượng cao hơn. Nửa đầu năm: Doanh thu đạt 12 nghìn tỷ đồng (+27% YoY, hoàn thành 61% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-12.582	-14.742	17%	4%	
Lợi nhuận gộp	4.049	4.590	13%	-14%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.176	-1.295	10%	-1%	
Chi phí G&A	-968	-1.025	6%	42%	(b) Do chi phí trong nửa đầu năm 2026 cao hơn kỳ vọng.
Lợi nhuận từ HĐKD	1.905	2.270	19%	-31%	
Thu nhập tài chính	395	392	-1%	0%	
Chi phí tài chính	-97	-126	29%	9%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5	5	N.M.	N.M.	
LNTT	2.207	2.541	15%	-29%	
LNST	1.962	2.251	15%	-29%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.960	2.249	15%	-29%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 10% YoY (giá bán trung bình tăng 14% YoY bù đắp cho giá khí tăng 21% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 92% YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), và (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm. (b) Chủ yếu do dự báo LNST mảng urê thấp hơn 29% trước tác động của chi phí khí đầu vào cao hơn, giá bán trung bình thấp hơn và chi phí SG&A cao hơn. Nửa đầu năm: LNST sau lợi ích CBTS báo cáo đạt 1.856 tỷ đồng (+55% YoY, hoàn thành 59% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	2.247	2.612	16%	-25%	
Biên lợi nhuận					
			Δ điểm %		
Biên lợi nhuận gộp	24,3%	23,7%	-0,6 điểm %	-3,1 điểm %	(b) Biên lợi nhuận thu hẹp do giá khí đầu vào cao hơn và giá bán trung bình thấp hơn.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,1%	6,7%	-0,4 điểm %	0,0 điểm %	
Chi phí quản lý DN/doanh thu	5,8%	5,3%	-0,5 điểm %	1,6 điểm %	

Nguồn: DCM, Vietcap (* Ước tính của Vietcap; **Vietcap ước tính tổng sản lượng bao gồm cả KVF)

Định giá

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

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 30% giá mục tiêu của DCM xuống 35.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA do giá cổ phiếu đã giảm 19% trong ba tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 21% và (2) giả định tỷ lệ phi rủi ro cao hơn 1%.

Hình 21: Tóm tắt định giá đối với kịch bản cơ sở

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu	35.800
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (lần)	9,2

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi duy trì dự báo vốn đầu tư XDCB ở mức 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030 từ Báo cáo Cập nhật Ngành trước đây, dựa trên công bố của ban lãnh đạo về danh mục các dự án đang phát triển (trong đó 330 tỷ đồng đã được giải ngân trong năm 2025). Các dự án này được liệt kê dưới đây gồm (1), (2) và (3). Khoản đầu tư này tương đương 43% tổng kế hoạch vốn đầu tư XDCB trị giá 10 nghìn tỷ đồng của DCM, trong khi chúng tôi chưa đưa các hạng mục (4) và (5) vào mô hình do lộ trình triển khai kéo dài và thiếu thông tin chi tiết.

- (1) Hệ thống kho bãi & logistics Nhơn Trạch: 3,4 nghìn tỷ đồng, nhằm giảm chi phí thuê ngoài.
- (2) Hóa chất và khí công nghiệp (500 tỷ đồng).
- (3) Trung tâm R&D công nghệ sinh học (440 tỷ đồng).
- (4) DCM lên kế hoạch nâng công suất thiết kế của nhà máy urê lên 125%, với vốn đầu tư XDCB ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo kỳ vọng hoạt động cải tạo sẽ bắt đầu vào cuối năm 2026/đầu năm 2027 và hoàn thành trong tháng 8-9/2027.
- (5) Các sản phẩm hóa chất, khí công nghiệp khác cùng các sản phẩm công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (khoảng 5 nghìn tỷ đồng).

Kế hoạch vốn đầu tư XDCB quy mô lớn này nhằm hỗ trợ cho mục tiêu doanh thu năm 2030 của ban lãnh đạo đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025):

- + **Đến năm 2030:** Ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025, cao hơn 50% so với dự báo năm 2030 của chúng tôi), bao gồm 24 nghìn tỷ đồng từ mảng phân bón (khoảng 67% tổng doanh thu), 10 nghìn tỷ đồng từ mảng công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (khoảng 28% tổng doanh thu), và khoảng 2,0 nghìn tỷ đồng từ mảng hóa chất/khí công nghiệp (khoảng 5% tổng doanh thu).
- + **Kế hoạch mục tiêu giai đoạn 2026-2030 đạt tổng doanh thu 126 nghìn tỷ đồng:** Bao gồm 98 nghìn tỷ đồng từ phân bón (khoảng 78% tổng doanh thu), 19 nghìn tỷ đồng từ công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (khoảng 15% tổng doanh thu), và 8,8 nghìn tỷ đồng từ hóa chất/khí công nghiệp và các mảng khác (khoảng 7% tổng doanh thu).
- + **Mở rộng sang các sản phẩm công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (ví dụ: sầu riêng cấp đông),** với biên LNTT mục tiêu đạt 25-30%, qua đó mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho dự báo của chúng tôi.

Hình 22: Giả định và định giá chiết khấu dòng tiền trong kịch bản cơ sở

(tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	2.270	2.238	2.180	2.334	2.592
- Thuế	-253	-249	-243	-260	-288
+ Khấu hao	342	342	342	342	342
- Vốn XDCB	-750	-1.539	-1.720	-300	-300
- Tăng vốn lưu động	-1	2.053	32	4	36
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.608	2.845	591	2.120	2.382
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	1.508	2.348	429	1.354	1.338
Tổng GTHT của DTTD	1.508	3.855	4.284	5.638	6.976

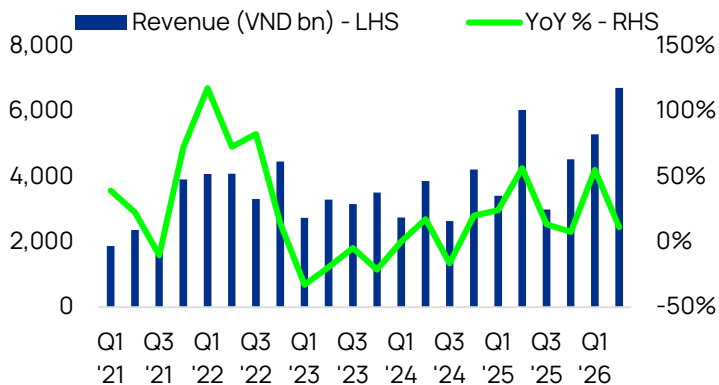
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0
Chi phí VCSH %	13,2	14,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	11,4	11,4
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,8	13,8

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	6.976
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%)	7.717
GTHT của DTTD và GTC	14.693
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	7.916
Trừ: Nợ vay	3.589
Trừ: Lợi ích CBDS	31
Giá trị vốn sở hữu	18.965
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	530
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	35.800

Nguồn: Vietcap

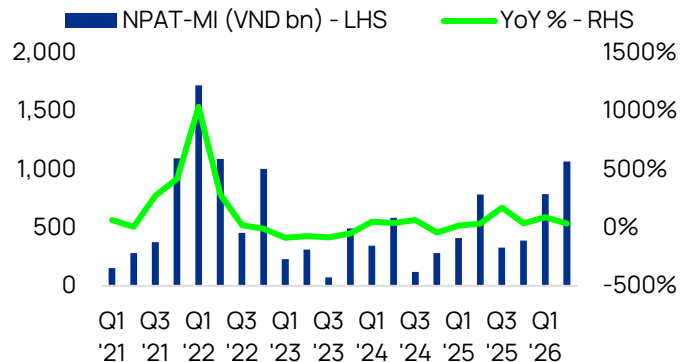
KQKD theo quý

Hình 23: Doanh thu hàng quý của DCM



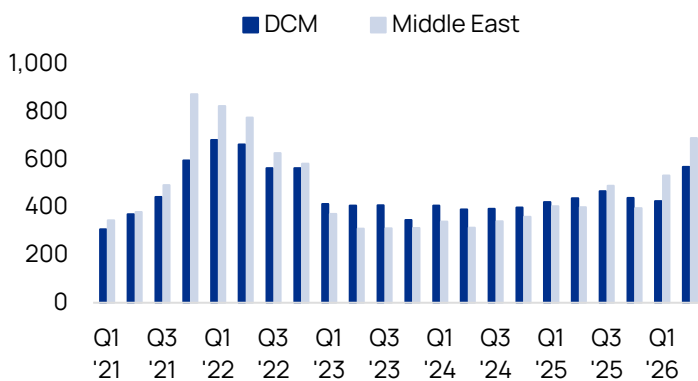
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 24: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DCM



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 25: Giá bán urê trung bình của DCM so với giá urê Trung Đông (USD/tấn)



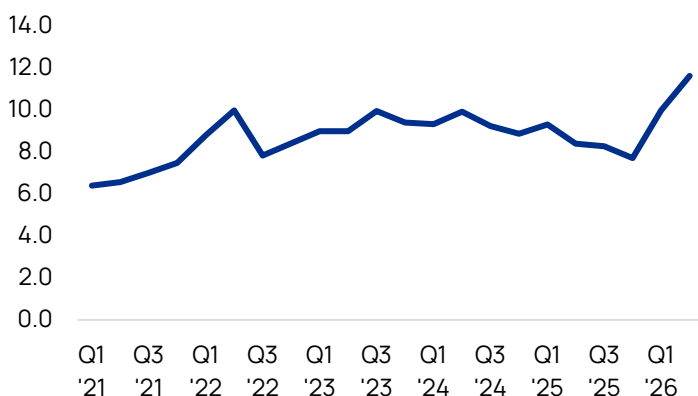
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 26: Sản lượng bán urê của DCM (nghìn tấn)



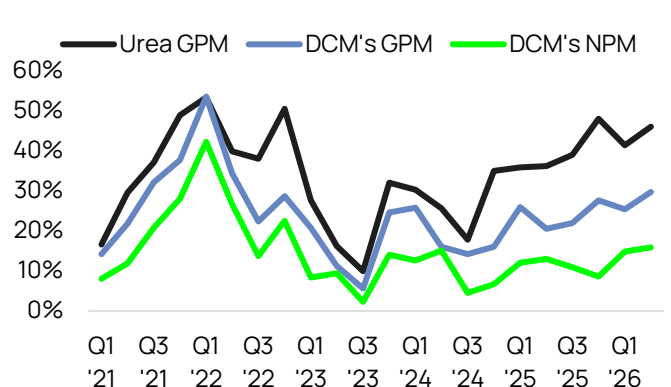
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 27: Giá khí đầu vào của DCM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 28: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp và biên LN ròng của DCM (%)



Nguồn: DCM, Vietcap

DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	19.332	19.988	21.213
Giá vốn hàng bán	-12.582	-14.742	-15.491	-16.763
Lợi nhuận gộp	4.049	4.590	4.497	4.450
Chi phí bán hàng	-1.176	-1.295	-1.199	-1.167
Chi phí quản lí DN	-968	-1.025	-1.059	-1.103
LN từ HĐKD	1.905	2.270	2.238	2.180
Thu nhập tài chính	395	392	437	518
Chi phí tài chính	-97	-126	-129	-129
- trong đó, chi phí lãi vay	-70	-99	-102	-102
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	5	5	5	5
LNTT	2.207	2.541	2.552	2.574
Thuế TNDN	-246	-290	-305	-319
LNST trước CĐTS	1.962	2.251	2.246	2.256
Lợi ích CĐ thiểu số	-2	-2	-2	-2
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.960	2.249	2.244	2.253
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.955	2.245	2.240	2.249
EBITDA	2.247	2.612	2.580	2.522
EPS báo cáo, VND	3.404	3.907	3.898	3.914
EPS cốt lõi, VND	3.394	3.897	3.889	3.904
EPS pha loãng, VND	3.394	3.897	3.889	3.904
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	59%	51%	51%	51%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	23,6%	16,2%	3,4%	6,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	87,1%	19,2%	-1,4%	-2,6%
Tăng trưởng EPS báo cáo	38,0%	14,8%	-0,2%	0,4%
Tăng trưởng EPS cốt lõi	62,3%	14,8%	-0,2%	0,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	24,3%	23,7%	22,5%	21,0%
Biên LN từ HĐ %	11,5%	11,7%	11,2%	10,3%
Biên EBITDA %	13,5%	13,5%	12,9%	11,9%
Biên LNST sau CĐTS %	11,8%	11,6%	11,2%	10,6%
ROE	18,7%	19,7%	17,8%	16,4%
ROA	11,7%	12,3%	11,5%	10,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	113	130	78	76
Số ngày phải thu	20	20	20	20
Số ngày phải trả	49	54	59	64
TG luân chuyển tiền	83	96	39	32
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,5	2,5	2,4
CS thanh toán nhanh	1,6	1,7	1,9	1,9
CS thanh toán tiến mặt	0,6	0,1	0,5	0,4
Nợ/Tài sản	12,9%	11,4%	10,6%	9,9%
Nợ/Vốn	17,5%	15,3%	14,1%	13,1%
Nợ/Vốn CSH	-49,9%	-51,5%	-62,4%	-56,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	27,1	22,9	21,8	21,3

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	3.590	830	2.873	2.722
Đầu tư TC ngắn hạn	4.082	7.500	7.500	7.500
Các khoản phải thu	1.259	1.039	1.074	1.140
Hàng tồn kho	4.809	5.251	3.310	3.490
TS ngắn hạn khác	707	707	707	707
Tổng TS ngắn hạn	14.447	15.326	15.464	15.560
TS dài hạn (gộp)	17.610	18.360	19.899	21.620
- Khấu hao lũy kế	-15.435	-15.776	-16.118	-16.460
TS dài hạn (ròng)	2.175	2.584	3.781	5.160
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	1.021	1.021	1.021	1.021
Tổng TS dài hạn	3.197	3.605	4.802	6.181
Tổng Tài sản	17.645	18.931	20.267	21.741
Phải trả ngắn hạn	1.766	2.180	2.503	2.939
Nợ ngắn hạn	2.226	2.158	2.158	2.158
Nợ ngắn hạn khác	1.944	1.749	1.574	1.417
Tổng nợ ngắn hạn	5.935	6.088	6.236	6.514
Nợ dài hạn	57	0	0	0
Nợ dài hạn khác	857	857	857	857
Tổng nợ	6.849	6.945	7.093	7.371
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	5.469	6.659	7.844	9.038
Vốn khác	0	0	0	1
Lợi ích CĐTS	31	34	36	38
Vốn chủ sở hữu	10.794	11.987	13.174	14.370
Tổng cộng nguồn vốn	17.645	18.931	20.267	21.741
CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.903	3.590	830	2.873
Thu nhập ròng	1.960	2.249	2.244	2.253
Khấu hao	342	342	342	342
Thay đổi vốn lưu động	-2.538	-1	2.053	32
Điều chỉnh khác	-540	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-776	2.589	4.639	2.627
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-693	-750	-1.539	-1.720
Đầu tư, ròng	3.283	-3.418	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	2.590	-4.168	-1.539	-1.720
Cổ tức đã trả	-1.059	-1.059	-1.059	-1.059
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	996	-67	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-63	-57	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	-2	2	2	2
Tiền từ hoạt động TC	-127	-1.182	-1.057	-1.057
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.687	-2.760	2.043	-150
Tiền cuối năm	3.590	830	2.873	2.722

Nguồn: DCM, Vietcap

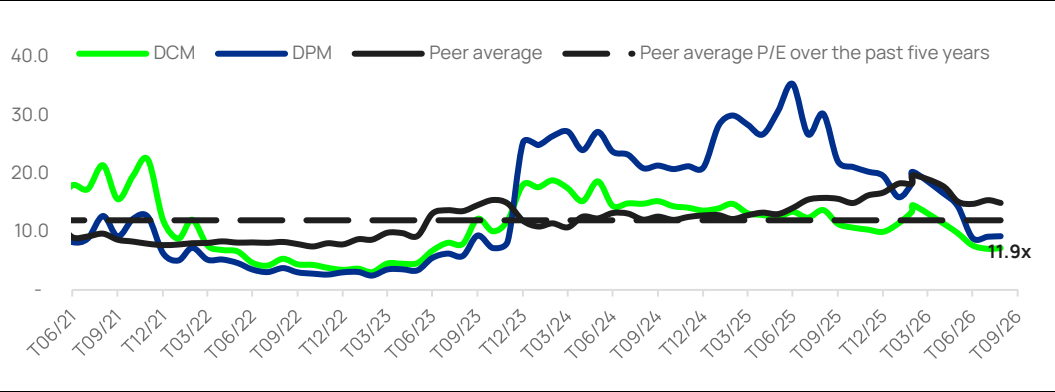
Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 29: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty (Triệu USD)	Quốc gia	Giá trị vốn hóa TT	DT thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/ vốn CSH% %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt	P/E dự phóng 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA trượt 12 tháng
Shandong Hualu Hengsheng Chemical Co Ltd	Trung Quốc	8.347	4.627	-2,0	586	26,3	26,2	12,3	1,9	13,7	10,9	1,6	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	3.457	4.079	-4,4	131	-50,3	63,5	4,8	1,6	24,9	11,8	1,2	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.144	1.687	0,1	120	-17,9	-59,6	4,5	6,7	9,1	6,3	0,4	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	1.657	3.529	9,6	130	-36,1	116,5	10,0	3,6	11,2	7,3	1,1	7,4
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	6.047	3.565	30,7	222	-5,3	-6,3	16,6	0,6	29,4	26,4	4,6	16,7
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	1.799	2.355	24,9	221	18,4	0,1	20,4	2,6	8,8	7,9	1,7	6,3
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	N/A	1.458	13,9	78	1,6	42,8	14,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	1.176	1.032	9,7	162	14,0	-11,5	27,0	3,8	7,3	7,0	1,8	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
Trung vị		1.799	2.355	9,6	131	1,6	0,1	14,7	2,6	11,2	7,9	1,6	6,9
Trung bình		3.375	2.577	9,6	195	69,5	13,2	18,2	3,0	14,9	11,1	1,8	7,8
DPM	Việt Nam	580	752	26,1	67	172,4	-42,6	15,0	6,7	9,2	8,4	1,3	4,2
DCM	Việt Nam	634	730	17,7	99	55,0	-40,7	21,3	6,4	7,2	6,2	1,4	4,7

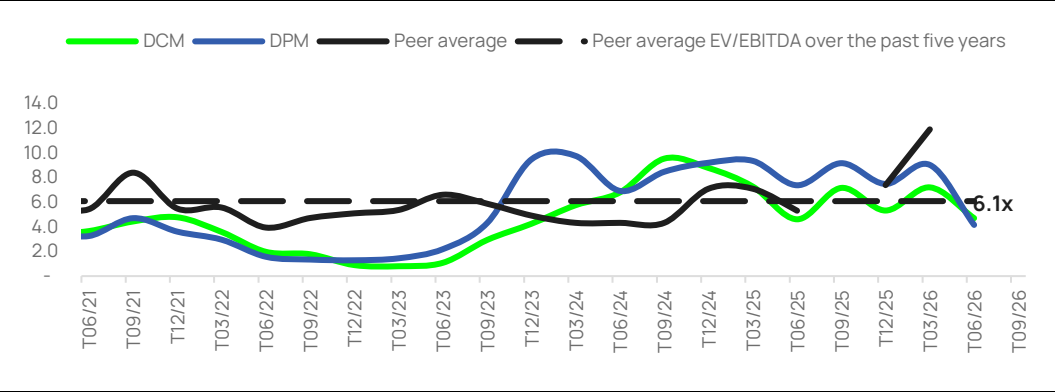
Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 30: 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

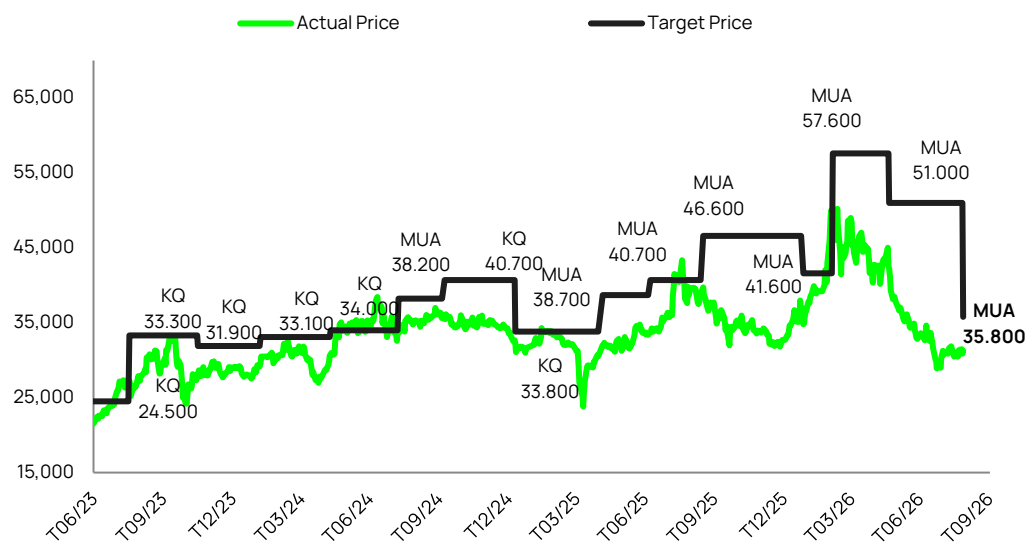
Hình 31: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap

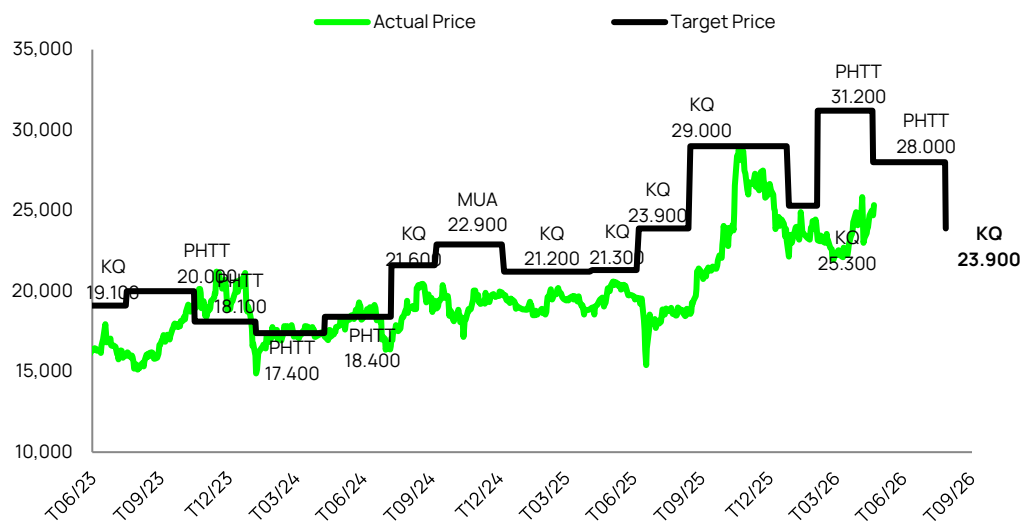
Diễn biến khuyến nghị

Hình 32: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DCM (đồng/cổ phiếu)



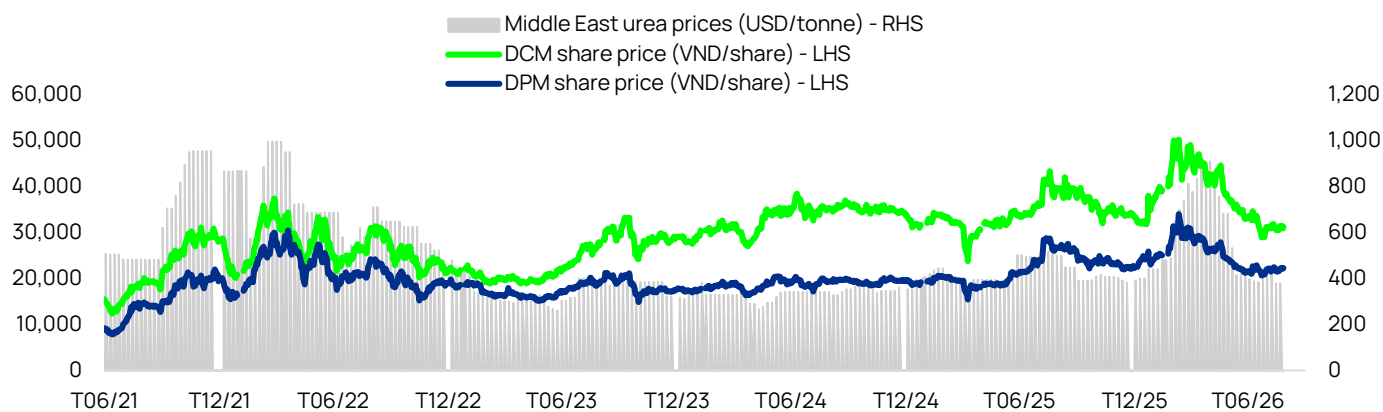
Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cổ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 33: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DPM (đồng/cổ phiếu)



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

Hình 34: Giá cổ phiếu của DPM và DCM so với giá urê trung bình tại Trung Đông



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 26/8/2026)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc 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, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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.