

Tổng CTCP Phân bón & Hóa chất dầu khí (DPM)

Trung lập (Duy trì)

Hóa chất

Giá hiện tại	VND38.050
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND37.499/VND26.778
Giá mục tiêu	VND40.500
Giá mục tiêu trước đó	36.900
Consensus	5,4%
Tiềm năng tăng giá	4,9%
Tỉ suất cổ tức	3,9%
Tổng sinh lời	8,8%

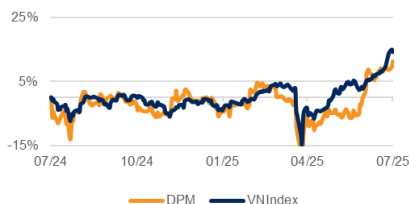
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	569,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,6
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	242,1
Số CP lưu hành (tr)	391,3
Số CP sau pha loãng (tr)	391,3

	DPM	Ngành	VNI
P/E trượt	30,8	15,6	14,0
P/B hiện tại	1,3	1,4	1,9
ROA	2,8%	6,8%	19,7%
ROE	4,2%	13,7%	24,3%

*dữ liệu ngày 15/07/2025

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu(%)	1T	3T	12T
DPM	11,2%	20,8%	11,2%
VNINDEX	11,0%	19,0%	14,1%

Vốn chủ sở hữu

PVN	59,6%
Agrimex Nghệ An	4,1%
Khác	36,3%

Tổng quan doanh nghiệp

DPM – một thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực SX, KD các sản phẩm phân bón và hóa chất tại VN. Sản phẩm chính của DN là các sản phẩm phân bón như ure, NPK, kali, DAP và các hóa chất nông nghiệp chuyên dụng như NH₃, UFC85..vv. Hiện nay, DPM dẫn đầu thị phần tiêu thụ ure nội địa với 38% thị phần.

Chuyên viên Phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

hue.duongthu@vndirect.com.vn

Tận dụng lực đẩy từ đà tăng giá ure

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 4,9% và tỷ lệ cổ tức 3,9%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 9,8%, trong khi giá cổ phiếu đã tăng 10% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Việc nâng giá mục tiêu chủ yếu nhờ vào dự báo EPS năm 2025/26 cao hơn và giả định WACC thấp hơn.
- P/E trượt 12T ở mức 30,8x, cao hơn mức trung bình 5 năm là 11,5x, đã phản ánh phần lớn triển vọng tăng trưởng EPS năm 2025/26 lần lượt 69,6%/21%.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự báo doanh thu tăng 1% svck trong năm 2025 nhờ giá bán ure cao hơn, bù đắp cho sự sụt giảm về sản lượng tiêu thụ.
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp tăng 3,7đ % svck trong 2025 nhờ giá dầu giảm, giá bán ure cao hơn và tác động tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi.
- Nợ ngắn hạn tăng nhẹ 0,6% sv quý trước, hoàn toàn là nợ ngắn hạn tài trợ cho vốn lưu động. Điều này không gây áp lực đáng kể lên tình hình tài chính vững mạnh của công ty khi tiền mặt ròng/VCSH tăng 1,5đ %, lên 64,5%.

Luận điểm đầu tư

NPK dẫn dắt tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong năm 2025

Sản lượng tiêu thụ NPK của DPM trong 6T25 tăng 13,2% svck lên 98.500 tấn, phản ánh chiến lược ưu tiên mở rộng thị phần trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành vẫn cao. Chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ duy trì chiến lược mở rộng thị phần, đặc biệt khi môi trường cạnh tranh được cải thiện nhờ siết chặt kiểm soát hàng giả, hàng kém chất lượng. Cùng với nhu cầu tiêu thụ trong nước dự báo ổn định, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK năm 2025/26 tăng mạnh 26%/5% svck đạt 185.000/195.000 tấn.

Giá ure thế giới tăng kéo theo giá bán bình quân ure của DPM đi lên

Giá ure Trung Đông/Biển Đen trong 6T25 tăng 18,4%/27% svck, phản ánh nhu cầu cải thiện và nguồn cung bị siết từ Trung Quốc. Mặc dù Trung Quốc đã quay lại xuất khẩu ure, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu ure của Trung Quốc chỉ ở mức 2-3 triệu tấn trong 2025, không tác động đáng kể tới giá ure toàn cầu với kỳ vọng giá ure thế giới tăng 15% svck trong 2025 trước khi giảm 5% trong 2026. Chúng tôi kỳ vọng giá bán ure của DPM bám sát xu hướng thế giới, tăng 7.7% svck (bao gồm tác động của luật thuế GTGT sửa đổi) trong 2025 và giảm 3.5% svck trong 2026.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá bán tăng và chi phí khí đầu vào giảm

Chúng tôi duy trì dự báo tỷ trọng nguồn khí giá rẻ tiếp tục giảm gây áp lực lên chi phí vận chuyển khí của DPM trong 2025/26. Tuy nhiên chúng tôi hạ dự báo giá dầu Brent xuống 70/65 USD/thùng cho 2025/26 kéo theo giá dầu FO Singapore kỳ vọng cũng giảm 8%/7,1% svck. Điều này khiến giá khí trung bình của DPM có thể giảm 3,1%/2,4% svck. Kết hợp với xu hướng giá bán ure tăng, chúng tôi dự báo biên LN gộp ure sẽ mở rộng 9,6%/1,4 điểm % svck trong 2025/26.

Triển vọng tích cực năm 2025 phần lớn đã phản ánh vào giá cổ phiếu

P/E trượt ở mức 30,8x, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 11,5x và trung bình ngành là 17,8x. Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 2025 đã được phản ánh phần lớn vào giá.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-27,2%	-0,5%	1,0%	2,2%
Tăng trưởng EPS	-90,7%	3,5%	69,6%	21,0%
Biên LN gộp	12,2%	14,1%	17,8%	19,1%
Biên LN ròng	3,8%	4,0%	6,7%	7,9%
P/E (x)	29,1	28,1	16,6	13,7
P/B (x)	1,3			
ROAE	4,1%	4,7%	8,0%	9,2%

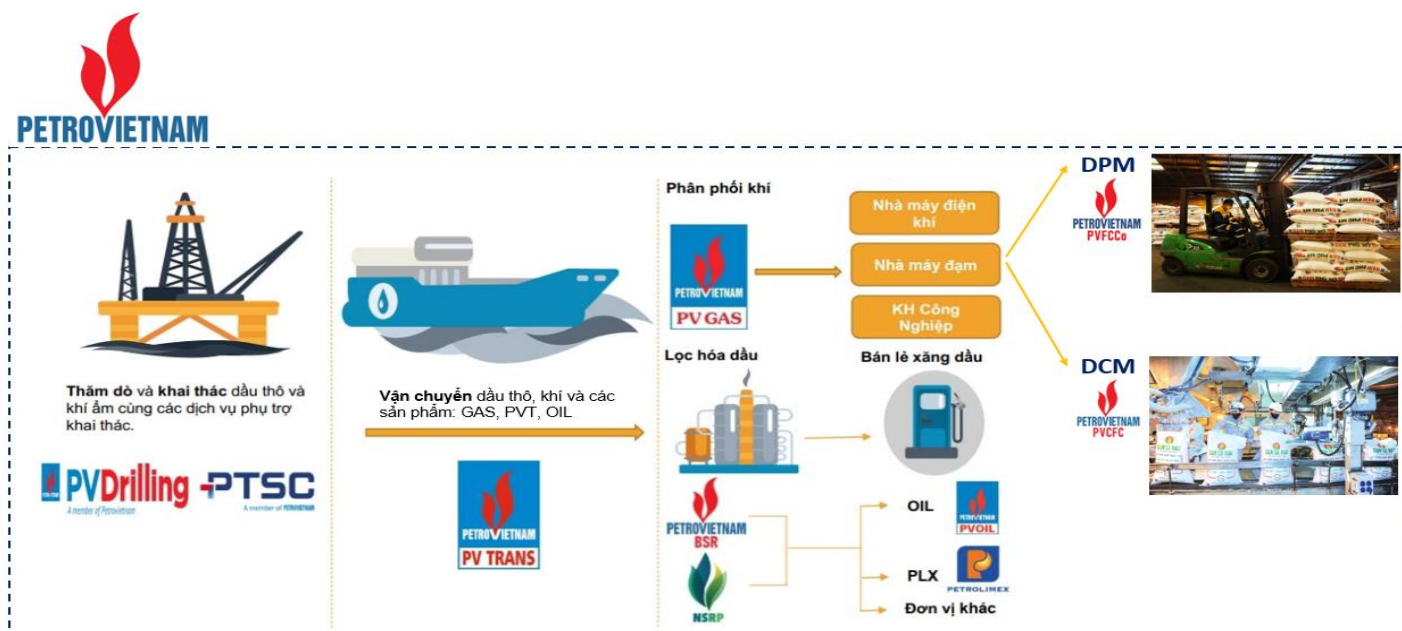
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp dẫn đầu ngành phân bón Việt Nam, đặc biệt ở thị trường tiêu thụ urê

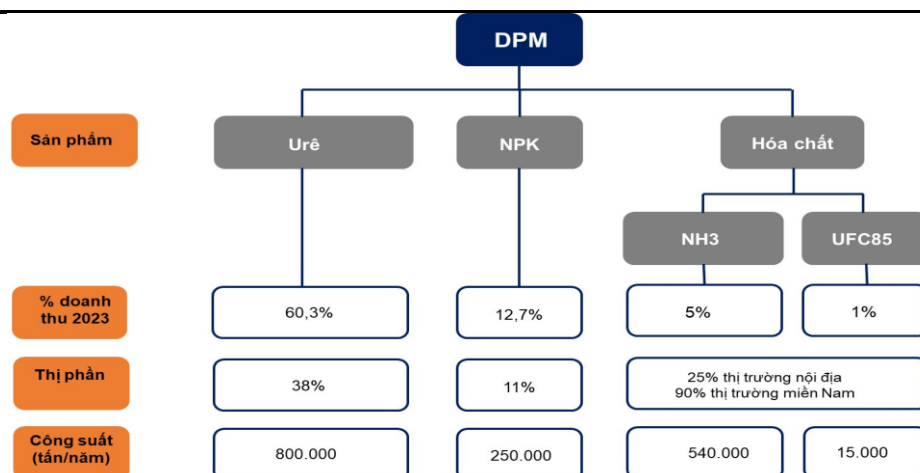
DPM - thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phân bón và hóa chất tại Việt Nam. Doanh nghiệp sở hữu 8 đơn vị thành viên, bao gồm 4 công ty cổ phần phân bón và hóa chất dầu khí chịu trách nhiệm phân phối sản phẩm của doanh nghiệp đến các khu vực trên toàn quốc. Thị trường nội địa hiện chiếm hơn 90% tổng doanh thu của DPM. Ngoài tiêu thụ trong nước, doanh nghiệp còn xuất khẩu sản phẩm sang các nước trong khu vực như Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Đài Loan và Philippines. Sau 20 năm hoạt động, DPM hiện dẫn đầu thị trường tiêu thụ urê nội địa với 38% thị phần. Các sản phẩm khác như NPK/NH3 chiếm lần lượt 11%/25% thị phần trong nước.

Hình 1: DPM là thành viên của PVN



Nguồn: PETROVIETNAM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Hệ thống sản phẩm của DPM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q1/25: Chi phí lãi vay tăng mạnh bào mòn lợi nhuận

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q1/25

Tỷ đồng	Q1/25	% svck	2025	% svck	2025 sv dự phóng
Doanh thu thuần	4.120	22,4%	12.560	-6,9%	32,8%
- DT sản phẩm trong nước	3.212	5,1%			
- DT sản phẩm tự doanh (trading)	977	217,0%			
LN gộp	655	8,8%	1.960	3,3%	33,4%
Doanh thu tài chính thuần	6	-78,9%	304	27,4%	1,8%
Chi phí BH&QLDN	410	35,0%	1.319	-21,4%	31,1%
LN trước thuế	253	-22,0%	946	27,3%	26,7%
LN ròng	205	-22,4%	756	27,4%	27,1%
Biên LN gộp	15,9%	-2,0 điểm %	15,6%	1,5 điểm %	
Biên LN ròng	5,0%	-2,9 điểm %	6,0%	1,6 điểm %	

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q1/25 tăng chủ yếu nhờ doanh thu trading tăng vọt

DT thuần Q1/25 tăng 22,4% svck, đạt 4.120 tỷ đồng, chủ yếu nhờ DT trading tăng vọt 217% svck lên 977 tỷ đồng và DT sản phẩm tự sản xuất tăng 5,1% svck lên 3.212 tỷ đồng.

Biên LN gộp hỗn hợp giảm trong Q1/25 do mảng sản phẩm tự sản xuất

Biên LN gộp sản phẩm tự sản xuất thu hẹp 0,3 điểm % svck còn 21,3%, dường như do giá khí đầu vào tiếp tục tăng khi tỷ giá USD/VND duy trì xu hướng tăng và giá dầu FO Singapore tăng 1,5% svck trong Q1/25. Biên LN gộp mảng trading cải thiện 4,5 điểm %, đạt 4,1% (so với -0,4% trong Q1/24), có thể nhờ giá bán các loại phân bón nhập khẩu như DAP, kali và phân hữu cơ tăng, hỗ trợ tích cực cho hoạt động thương mại. Tóm lại, biên LN gộp hỗn hợp giảm 2 điểm % svck, còn 15,9%, tương đương với mức tăng 8,8% svck của LN gộp trong Q1/25, đạt 654,9 tỷ đồng.

DT tài chính thuần giảm và chi phí QLDN tăng bào mòn LN ròng Q1/25

DT tài chính thuần trong Q1/25 giảm mạnh 78,9% svck còn 5,5 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng vọt, gấp 268,7 lần svck lên 25,2 tỷ đồng, lấn át hoàn toàn mức tăng 14,2% svck của DT tài chính, đạt 32,1 tỷ đồng. Chi phí tài chính tăng mạnh do dư nợ vay tại đầu Q1/25 lên tới 3.440 tỷ đồng, trong khi Q1/24 không có dư nợ. Trong khi đó, chi phí BH tăng 26,4% svck đạt 251,2 tỷ đồng theo xu hướng DT tăng, chi phí QLDN tăng mạnh 51,0% svck lên 159,1 tỷ đồng do công ty tăng chi phí nhân viên và chi phí khác để mở rộng hoạt động kinh doanh. Tóm lại, mặc dù LN gộp tăng svck, DT tài chính thuần giảm mạnh cùng với chi phí BH&QLDN tăng cao đã bào mòn lợi nhuận, dẫn đến LN ròng Q1/25 của DPM giảm 11,1% svck xuống 204,9 tỷ đồng.

LN ròng Q1/25 phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Tóm lại, doanh thu thuần Q1/25 hoàn thành 32,8% dự báo cả năm của chúng tôi, trong khi LN ròng đạt 27,1% kế hoạch năm 2025.

Bảng cân đối kế toán vững mạnh với vị thế tiền mặt ròng lớn

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Tiền & tương đương tiền	7.099	9.704	10.652	10.469	10.792
Tổng nợ vay	57	1.682	3.368	3.422	3.441
Lãi tiền gửi	11	49	158	120	23
Chi phí lãi vay	0	5	18	26	25
Số ngày phải thu	23	17	24	19	18
Số ngày hàng tồn kho	66	37	59	56	55
Số ngày phải trả	35	19	30	22	28
Khấu hao	98	98	98	100	96
Tài sản cố định	2.955	2.873	2.789	2.711	2.630
Nợ vay ròng/VCSH	-59,7%	-67,0%	-64,9%	-63,0%	-64,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đến cuối Q1/25, tổng nợ vay và số dư tiền mặt của DPM không có nhiều thay đổi so với Q4/24. Tổng nợ vay tăng nhẹ 0,6% sv quý trước, đạt 3.441 tỷ đồng, trong khi tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn tăng 3% sv quý trước, lên 10.792 tỷ đồng. Mặc dù tiền gửi tăng, thu nhập lãi tiền gửi lại giảm mạnh 76% sv quý trước, chỉ còn 23 tỷ đồng trong Q1/25. Nguyên nhân có thể do chính sách ghi nhận lãi tiền gửi của công ty, theo đó phần lớn thu nhập từ tiền gửi thường được ghi nhận vào nửa cuối năm. Nhờ vị thế tiền mặt dồi dào, DPM duy trì bảng cân đối kế toán vững mạnh với tiền mặt ròng tương đương 64,5% vốn chủ sở hữu tính đến cuối Q1/25. Quản lý dòng tiền cũng có dấu hiệu cải thiện, khi số ngày phải trả tăng thêm 6 ngày sv quý trước, trong khi số ngày phải thu giảm nhẹ.

Triển vọng 2025-26: Giá dầu giảm, giá bán cao hơn và luật thuế GTGT sửa đổi hỗ trợ lợi nhuận

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ 2025 2026	Mới 2025 2026	% svck 2025 2026	% thay đổi 2025 2026	Nhận xét
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	75 70	70 65	-12,5% -7,1%	-6,7% -7,1%	Điều chỉnh giảm do kết quả 6T25 thấp hơn kỳ vọng và triển vọng nhu cầu yếu hơn trong bối cảnh nguồn cung được kỳ vọng tăng.
Giá khí trung bình - bao gồm VAT (USD/mmbtu)	10,8	10,6 10,3	10,5 10,2	-2,8% -2,9%	-0,9% -1,0%	
Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)						
- Urê	899	781 850	793 853	-11,8% 7,6%	1,5% 0,4%	Điều chỉnh tăng do sản lượng sản xuất và tiêu thụ trong 6T25 cao hơn kỳ vọng.
- NPK	147	159 172	185 195	25,8% 5,4%	16,4% 13,4%	Điều chỉnh tăng mạnh do kết quả 6T25 vượt xa kỳ vọng của chúng tôi.
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	13.496	12.560 13.194	13.629 13.932	1,0% 2,2%	8,5% 5,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2025 thêm 8,5%, chủ yếu do nâng dự báo doanh thu mảng urê và NPK, trong khi hạ dự báo doanh thu NH3 do kỳ vọng giá bán thấp hơn.
- Urê	8.626	7.566 8.101	8.197 8.509	-5,0% 3,8%	8,3% 5,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu urê năm 2025 thêm 8,3%, do nâng dự báo sản lượng tiêu thụ và hiện kỳ vọng giá bán bình quân tăng 7,7% svck, so với mức tăng 0,9% svck trong dự báo trước đó.
- NPK	1.733	1.794 1.884	2.167 2.168	25,0% 0,0%	20,8% 15,1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu NPK năm 2025 thêm 20,8% YoY, chủ yếu nhờ nâng dự báo sản lượng tiêu thụ và điều chỉnh nhẹ giá bán bình quân.
- Khác	3.137	3.200 3.209	3.265 3.255	4,1% -0,3%	2,0% 1,4%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu các mảng kinh doanh khác năm 2025 thêm 2%, chủ yếu do sự kết hợp giữa việc nâng dự báo doanh thu mảng trading và hạ dự báo doanh thu NH3.
LN gộp	1.898	1.960 2.349	2.420 2.660	27,5% 9,9%	23,5% 13,3%	
Biên LN gộp	14,1%	15,6% 17,8%	17,8% 19,1%	3,7 điểm % 1,3 điểm %	2,2 điểm % 1,3 điểm %	Chúng tôi tăng dự báo biên LN gộp năm 2025 thêm 2,2 điểm %, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng biên LN gộp urê thêm 5,3 điểm %, phản ánh kỳ vọng giá bán tăng và chi phí khí đầu vào giảm.
Chi phí bán hàng	872	812 853	964 985	10,5% 2,2%	18,7% 15,5%	Điều chỉnh tăng để phản ánh kết quả Q1/25 cao hơn kỳ vọng.
Chi phí QLDN	594	507 533	619 633	4,3% 2,2%	22,1% 18,8%	Điều chỉnh tăng để phản ánh kết quả Q1/25 cao hơn kỳ vọng.
Doanh thu tài chính thuần	304	298 309	291 324	-4,2% 11,4%	-2,2% 5,0%	
Lợi nhuận khác	4,4	4,1 4,3	4,5 4,6	2,3% 2,2%	9,8% 7,0%	
LN trước thuế	743	946 1279	1.135 1.373	52,8% 21,0%	20,0% 7,4%	
LN ròng	594	756 1.022	912 1.103	53,6% 21,0%	20,6% 7,9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng năm 2025 thêm 20,6%, chủ yếu do nâng dự báo doanh thu và biên lợi nhuận gộp.
EPS (VND)	1.517	1.932 2.612	2.330 2.819	53,6% 21,0%	20,6% 7,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo LN của DPM tiếp tục tăng trưởng trong 2025-26

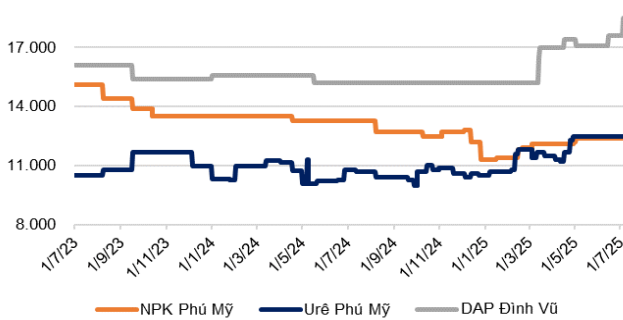
Chúng tôi dự phóng DTT của DPM trong 2025 tăng 1% svck đạt 13.629 tỷ đồng, chủ yếu nhờ giá bán bình quân urê tăng (+7,7% svck) bù đắp cho sản lượng tiêu thụ urê giảm (-11,8% svck). Chúng tôi kỳ vọng DTT sẽ tiếp tục tăng 2,2% svck năm 2026 nhờ sản lượng tiêu thụ urê phục hồi, bù đắp cho giá bán urê dự kiến giảm. Chúng tôi dự phóng LN ròng của DPM năm 2025 tăng mạnh 69,6% svck, đạt 911,9 tỷ đồng, chủ yếu nhờ biên LN gộp urê được cải thiện mạnh. Sang năm 2026, LN ròng được kỳ vọng tiếp tục tăng 21% svck, lên 1.103 tỷ đồng, nhờ giá dầu tiếp tục giảm và sản lượng tiêu thụ urê kỳ vọng phục hồi.

Mảng NPK tăng trưởng mạnh, thúc đẩy sản lượng tiêu thụ

Tiêu thụ NPK dự kiến tăng mạnh trong 2025 khi kết quả nửa đầu năm tích cực

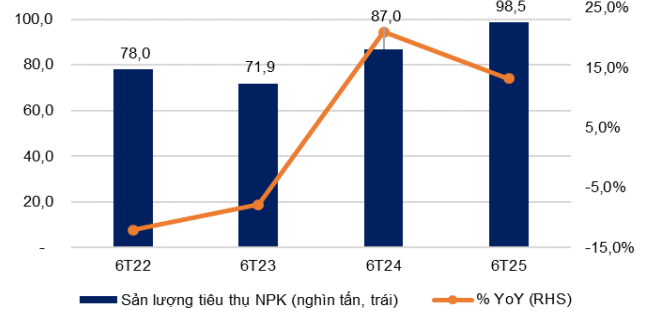
Sản lượng tiêu thụ NPK của DPM trong 6 tháng đầu năm 2025 tăng 13,2% svck, đạt 98.500 tấn. Mặc dù giá đầu vào như urê và DAP tăng mạnh, giá bán bình quân NPK của DPM tại các thị trường chủ lực vẫn giảm 10-12% svck, phản ánh định hướng ưu tiên tăng trưởng thị phần hơn là tối ưu hóa lợi nhuận trong ngắn hạn. Đây là bước đi hợp lý trong bối cảnh NPK vẫn là mảng cạnh tranh cao và thách thức đối với các nhà sản xuất nội địa.

Hình 6: DPM vẫn giữ giá NPK ở mức thấp trong 6T25, trong bối cảnh giá các loại phân bón đầu chính tăng...



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

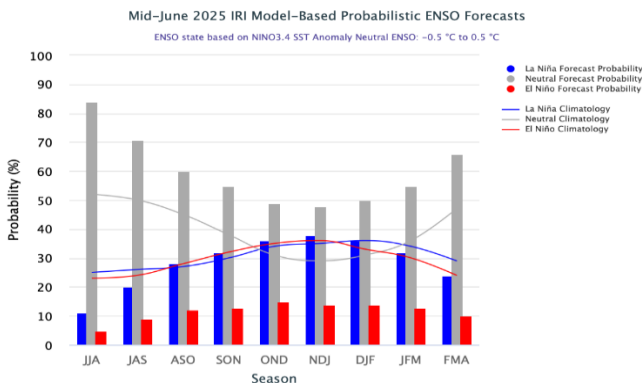
Hình 7: ...đổi lại sản lượng tiêu thụ NPK tăng trưởng 13,2% svck, trong bối cảnh cạnh tranh cao trong ngành



Nguồn: DPM, VNDIRECT RESEARCH

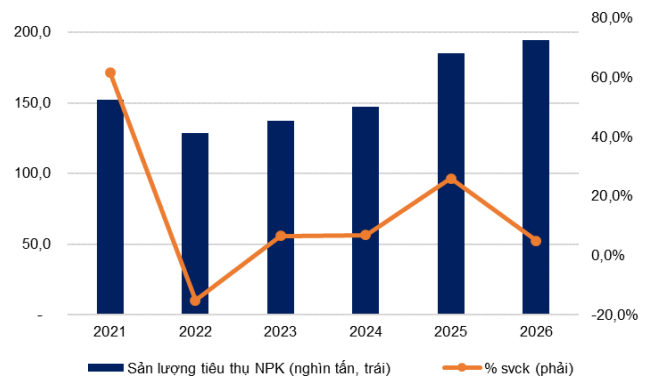
Chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ duy trì chiến lược mở rộng thị phần, đặc biệt khi môi trường cạnh tranh được cải thiện nhờ siết chặt kiểm soát hàng giả, hàng kém chất lượng từ phía cơ quan quản lý. Đồng thời, nhu cầu phân bón trong nước dự báo ổn định trong nửa cuối 2025, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi cho canh tác cây trồng. Chúng tôi nâng dự báo sản lượng tiêu thụ NPK năm 2025 lên 185.000 tấn, tương ứng mức tăng 26% svck. Sang năm 2026, sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng 5% svck khi doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh chiến lược chiếm lĩnh thị phần NPK cao cấp.

Hình 8: IRI dự phóng hiện tượng ENSO duy trì trạng thái trung tính nửa cuối năm 2025, hỗ trợ các hoạt động nông nghiệp



Nguồn: IRI

Hình 9: Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DPM sẽ tăng 26% svck trong năm 2025



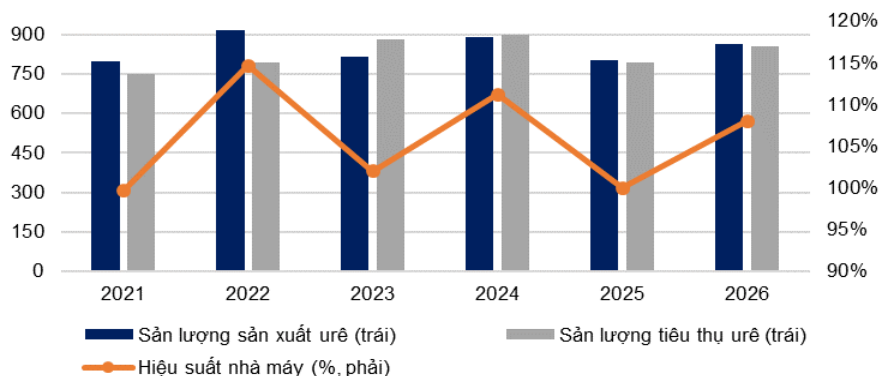
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đẩy mạnh sản xuất trong nửa đầu năm tạo thêm dư địa tiêu thụ urê trong cả năm

DPM dự kiến thực hiện bảo dưỡng tổng thể nhà máy urê trong Q3/25 với thời gian dừng máy kéo dài hơn thông lệ. Mặc dù vậy, hoạt động sản xuất trong nửa đầu năm 2025 tích cực khi sản lượng sản xuất urê đạt hơn 450.000 tấn, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi, tương ứng hiệu suất hoạt động đạt 113%. Chúng tôi

duy trì quan điểm sản lượng sản xuất urea sẽ sụt giảm trong nửa cuối năm do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng, tuy nhiên với kết quả tích cực trong nửa đầu năm, chúng tôi dự phóng sản lượng urê cả năm 2025 chỉ giảm 10,5% svck, xuống còn 800.000 tấn, tương ứng với công suất vận hành 100%. Điều này tạo thêm dư địa bán hàng, với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ urê năm 2025 giảm 11,8% svck, xuống còn 793.000 tấn trong năm 2025, trước khi phục hồi 7,6% svck lên 853.000 tấn trong năm 2026 khi hoạt động sản xuất trở lại bình thường.

Hình 10: Dự phóng sản lượng sản xuất và tiêu thụ urê của DPM (nghìn tấn)

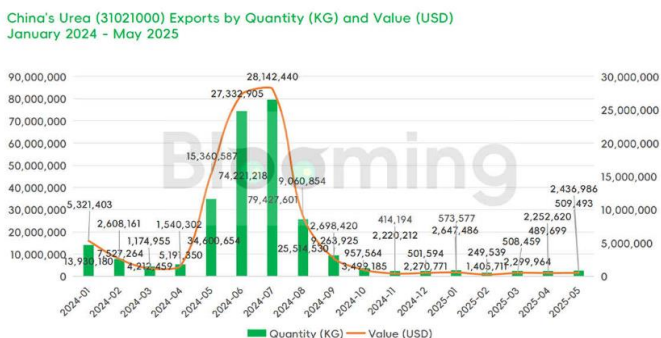


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN urê mở rộng mạnh mẽ nhờ giá bán tăng và giá khí hạ nhiệt

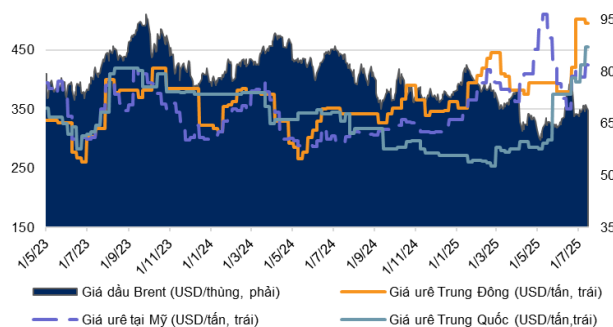
Giá bán urê dự kiến tăng mạnh hơn theo xu hướng giá thế giới...

Hình 11: Xuất khẩu urê của Trung Quốc theo sản lượng và giá trị (USD)



Nguồn: BLOOMINGGLOBAL

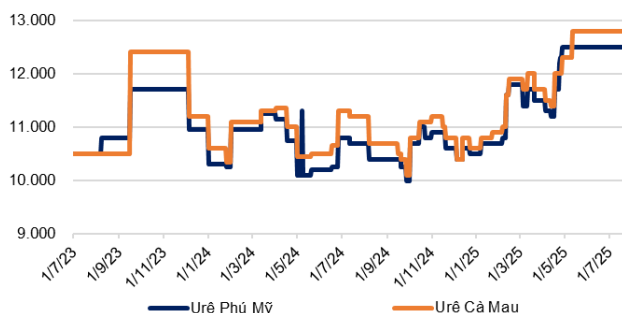
Hình 12: Giá urê thế giới tăng trong 5T25 do nguồn cung thắt chặt



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

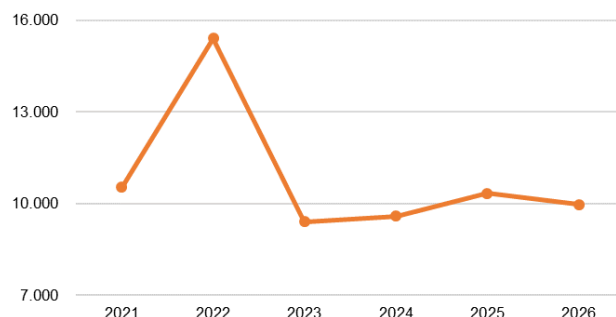
Giá urê tại Trung Đông/Biển Đen tăng lần lượt 18,4%/27% svck trong 6T25 lên 402/359 USD/tấn, nhờ nhu cầu cải thiện và nguồn cung từ Trung Quốc bị thắt chặt. Trung Quốc đã nối lại hoạt động xuất khẩu urê vào cuối tháng 5 với hạn ngạch khoảng 2 triệu tấn cho giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 10. Tính đến hiện tại, nước này đã xuất khẩu 1,7 triệu tấn, tuy nhiên thị trường thế giới vẫn chưa có phản ứng rõ rệt với sự quay lại của Trung Quốc. Chúng tôi dự phóng xuất khẩu urê của Trung Quốc trong năm 2025 đạt 2-3 triệu tấn, thấp hơn giai đoạn trước 2023. Điều này có thể gây áp lực nhẹ lên giá urê trong nửa cuối năm 2025, nhưng không đáng kể. Trong khi đó, chính sách thuế quan mới của Mỹ đang tạo ra bất ổn trong thương mại toàn cầu, tiềm ẩn nguy cơ đẩy giá urê tăng do xáo trộn nguồn nhập khẩu. Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông (cơ sở dự báo giá urê toàn cầu của chúng tôi) tăng 15% svck lên 396,7 USD/tấn trong 2025 trước khi giảm 5% trong 2026 khi nguồn cung toàn cầu dần phục hồi.

Hình 13: Giá urê trong nước cũng tăng 8% svck và 20% so với đầu năm (VND/kg)



Nguồn: BLOOMINGGLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Chúng tôi dự báo giá bán bình quân urê của DPM sẽ tăng 7,7% svck trong 2025 trước khi giảm nhẹ trong 2026 (VND/kg)



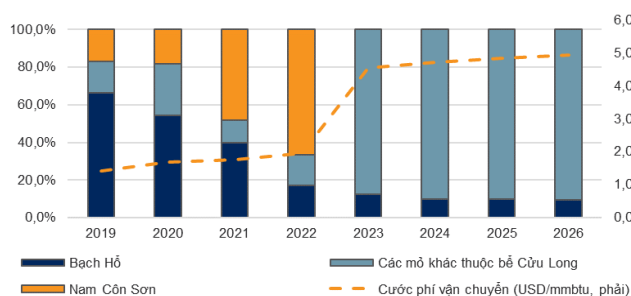
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán urê bình quân của DPM (giá nội địa, chưa chiết khấu) tăng 8% svck trong 6T25. Chúng tôi kỳ vọng giá nội địa tiếp tục bám sát xu hướng quốc tế, dù có độ trễ và chịu ảnh hưởng từ luật thuế GTGT sửa đổi khi các doanh nghiệp cam kết chia sẻ một phần lợi ích từ hoàn thuế để giảm giá bán. Chúng tôi cũng dự báo giá urê xuất khẩu của DPM sẽ tăng mạnh hơn giá nội địa, do giá urê khu vực Đông Nam Á đã tăng 24% svck. Tóm lại, chúng tôi dự phóng giá bán urê bình quân của DPM trong 2025 tăng 7,7% svck lên 10,3 triệu đồng/tấn trong 2025 trước khi giảm 3,5% svck trong 2026 khi nguồn cung toàn cầu phục hồi.

...cùng với giá khí đầu vào hạ nhiệt, thúc đẩy biên LN gộp urê mở rộng

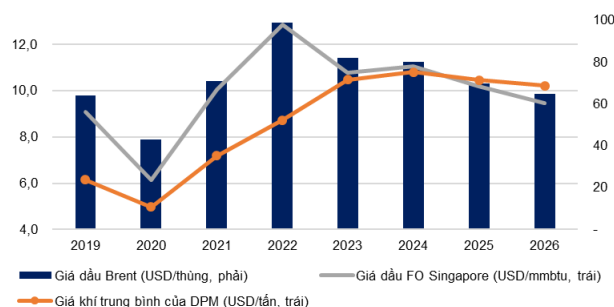
Chúng tôi hạ dự báo giá dầu Brent trong 2025/26 xuống lần lượt 70/65 USD/thùng (-12,5%/-7,1% svck), chủ yếu do: 1) nhu cầu suy yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại; 2) chính sách gia tăng sản lượng dầu nội địa tại Mỹ; và 3) triển vọng nguồn cung cải thiện nhờ sản lượng tăng từ OPEC+. Theo đó, chúng tôi ước tính giá dầu FO Singapore sẽ giảm 8%/7,1% svck, xuống còn 414/384 USD/tấn, do mức giảm của giá FO trong 6T25 thấp hơn so với giá Brent. Ngoài ra, chúng tôi duy trì dự báo tỷ trọng nguồn khí có chi phí vận chuyển thấp hơn (mỏ Bạch Hổ) sẽ giảm xuống lần lượt 9,8%/9,5% trong năm 2025/26, tiếp tục tạo áp lực lên chi phí vận chuyển khí trung bình của DPM. Tóm lại, chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào của DPM giảm 3,1%/2,4% svck, xuống còn 10,5/10,2 USD/thùng trong năm 2025/26. Cùng với giá bán dự kiến tăng trong 2025, chúng tôi dự báo biên LN gộp urea sẽ mở rộng mạnh mẽ 9,6 điểm % svck. Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp urea sẽ tiếp tục tăng thêm 1,4 điểm % nhờ giá khí đầu vào kỳ vọng tiếp tục giảm.

Hình 15: Dự phóng cơ cấu nguồn khí đầu vào của DCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2025-26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 40.500 đồng

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 9,8% lên 40.500 đồng/cổ phiếu, vẫn dựa trên phương pháp định giá DCF và P/B mục tiêu với trọng số bằng nhau. P/B mục tiêu cho năm 2025 của DPM là 1,2 lần, tương đương +1 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình của DPM kể từ 2023. Chúng tôi áp dụng mức +1 premium cho P/E tham chiếu do kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của DPM vẫn tích cực, với ROE dự báo đạt 9,2% trong hai năm tới (so với mức ROE trung bình 4,4% trong hai năm qua), được hỗ trợ bởi giá bán urê tăng, giá dầu giảm, tác động tích cực từ luật thuế GTGT mới, và đóng góp ngày càng lớn từ mảng NPK. Điều này có thể giúp DPM được thị trường định giá cao hơn so với giai đoạn trước

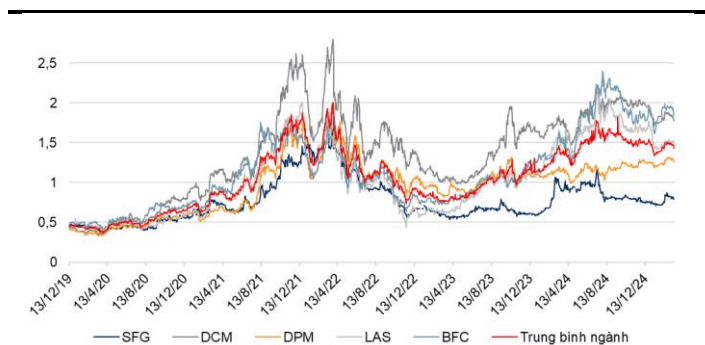
Hình 17: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	42.714	50%	21.357
P/B (1,2x)	38.199	50%	19.100
Giá trị hợp lý (đồng)			40.457
Giá mục tiêu (đồng)			40.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

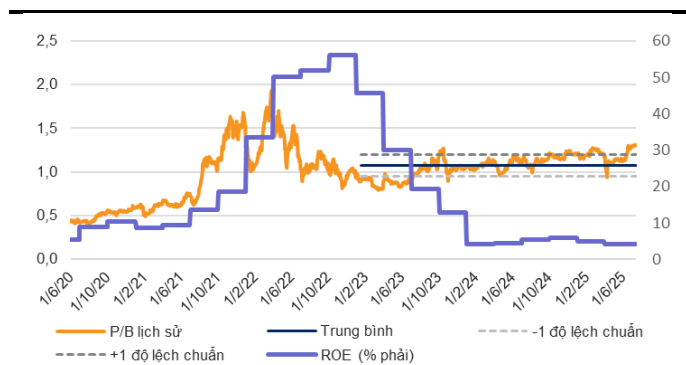
Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi: (1) dự phóng EPS năm 2025/26 cao hơn; và (2) WACC thấp hơn, điều chỉnh giảm từ 12,1% xuống còn 11,2%, chủ yếu do chúng tôi tăng tỷ lệ nợ/tổng tài sản từ 8,4% lên 17,2% do đánh giá lại cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp.

Hình 18: P/E lịch sử của DPM từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: P/B lịch sử của DPM



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,00%
Phản bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,2
Chi phí VCSH	13,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	11.389
Nợ	3.440
Chi phí nợ	3,2%
Mức thuế	17,2%
WACC	11,2%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

Tỷ đồng	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029
LN ròng	912	1.103	894	764	659
Thuế khả dụng	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
Chi phí lãi vay	110	106	95	79	71
+ Thay đổi vốn lưu động	(252)	159	142	(98)	(64)
- Capex	(250)	(100)	(200)	(80)	(180)
+ Chi phí khấu hao	449	456	457	463	355
Dòng tiền tự do FCFF	950	1.706	1.371	1.114	830
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	901	1.456	1.053	769	515
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					4.694
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					4.856
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					9.550

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Phân tích độ nhạy trong định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
0,0%		43.698	42.884	42.129	41.425	40.768
0,2%		43.986	43.147	42.369	41.645	40.971
0,5%		44.439	43.559	42.714	41.991	41.288
0,8%		44.920	43.996	43.144	42.355	41.622
1,1%		45.433	44.461	43.567	42.740	41.975

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Các yếu tố thúc đẩy việc định giá lại bao gồm sản lượng bán hàng cao hơn, giá bán cao hơn và tác động tích cực của luật thuế GTGT mới.
- Rủi ro giảm giá là chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến và giá urê/NPK giảm do giá urê toàn cầu giảm.

Hình 24: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	11.150	20	19,1	0,8	4,3%	2,0%	97,5
CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	20.300	88	14,7	1,5	12,5%	7,8%	49,0
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	34.200	692	13,6	1,7	12,8%	9,1%	13,3
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	45.650	100	7,5	1,9	28,0%	10,8%	51,5
Trung bình				17,2	1,5	12,4%	6,5%	48,4
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	38.050	569	30,8	1,3	4,2%	2,8%	30,6

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 15/07/2025)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	7.762	12.786	18.627	13.569	13.496	13.629	13.932
Giá vốn hàng bán	6.032	8.001	10.789	11.917	11.598	11.209	11.272
Lợi nhuận gộp	1.730	4.786	7.838	1.652	1.898	2.420	2.660
Chi phí QLDN	409	425	556	502	703	619	633
Chi phí bán hàng	655	818	978	848	837	964	985
LN hoạt động	666	3.543	6.304	301	358	837	1.042
EBITDA thuần	1.216	4.080	6.819	704	752	1.286	1.498
Chi phí khấu hao	550	537	515	403	394	449	456
LN HĐ trước thuế và lãi vay	666	3.543	6.304	301	358	837	1.042
Thu nhập tài chính	180	176	365	458	369	420	449
Chi phí tài chính	95	75	85	71	65	129	125
Thu nhập ròng khác	95	153	19	1	4	4	5
Thu nhập từ công ty LDLK	2	3	3	3	3	3	3
Lợi nhuận trước thuế	848	3.799	6.606	691	669	1.135	1.373
Chi phí thuế	146	628	1.021	161	115	195	236
Lợi nhuận ròng	691	3.117	5.565	519	538	912	1.103
LN ròng sau điều chỉnh	691	3.117	5.565	519	538	912	1.103

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	2.029	2.524	2.084	1.242	1.005	959	1.089
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.185	3.455	6.880	5.385	9.464	9.900	10.870
Các khoản phải thu ngắn hạn	223	263	235	432	276	369	309
Hàng tồn kho	1.468	2.776	3.871	1.911	1.731	2.211	2.100
Tài sản ngắn hạn khác	291	276	285	385	367	370	379
Tổng tài sản ngắn hạn	6.314	9.520	13.579	9.565	13.220	14.312	15.278
Tài sản cố định	4.283	3.717	3.255	2.988	2.711	2.441	2.079
Tổng đầu tư	264	255	242	224	215	205	196
Tài sản dài hạn khác	285	252	403	270	316	316	316
Tổng tài sản	11.300	13.918	17.699	13.309	16.552	17.464	18.109
Nợ vay ngắn hạn	191	200	202	-	3.422	3.422	3.222
Phải trả người bán	1.166	1.407	1.963	1.297	1.207	1.685	1.639
Phải trả ngắn hạn khác	669	544	831	188	570	668	668
Tổng nợ ngắn hạn	2.026	2.152	2.996	1.484	5.199	5.775	5.529
Nợ vay dài hạn	859	700	505	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	167	353	181	280	174	174	174
Vốn điều lệ	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935
Lợi nhuận giữ lại	655	3.086	6.401	2.838	2.470	2.778	3.635
Vốn chủ sở hữu	8.247	10.713	14.017	11.545	11.180	11.516	12.406
Lợi ích cổ đông thiểu số	163	198	186	175	177	205	239
Tổng nợ và VCSH	11.300	13.918	17.699	13.309	16.552	17.464	18.109

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Lợi nhuận trước thuế	848	3.799	6.606	691	669	1.135	1.373
Khấu hao	550	537	515	403	394	449	456
Thuế đã nộp	(178)	(302)	(1.209)	(345)	(65)	(195)	(236)
Các khoản điều chỉnh khác	20	20	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(536)	(1.450)	(1.018)	961	(21)	(252)	159
LC tiền thuần từ HĐKD	787	2.516	4.961	945	948	1.027	1.532
Đầu tư TSCĐ	(82)	(222)	(77)	(241)	(85)	(250)	(100)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản khác	(984)	(1.097)	(3.152)	1.916	(3.723)	(22)	(300)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(1.066)	(1.319)	(3.227)	1.676	(3.808)	(272)	(400)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(190)	(145)	(200)	(707)	3.422	(0)	(200)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(479)	(558)	(1.977)	(2.755)	(801)	(801)	(801)
LC tiền thuần từ HĐTC	(669)	(702)	(2.177)	(3.463)	2.621	(801)	(1.001)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	2.977	2.029	2.524	2.084	1.242	1.005	959
LC tiền thuần trong kỳ	(948)	495	(440)	(842)	(237)	(46)	131
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	2.029	2.524	2.084	1.242	1.005	959	1.089

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	1.766	7.965	14.218	1.327	1.374	2.330	2.819
P/E	21,9	4,9	2,7	29,1	28,1	16,6	13,7
PEG 1 năm	(47,6)	5,8	0,8	37,1	(31,0)	471,0	19,7
EV/EBIT	21,2	3,8	2,2	46,1	49,0	21,0	16,6
EV/EBITDA	11,0	3,1	1,3	15,1	8,5	4,8	3,5
P/S	1,9	1,2	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1
P/B	1,9	1,4	1,1	1,3	1,4	1,3	1,2
Tỷ suất cổ tức	3,2%	3,7%	13,1%	18,2%	5,3%	3,9%	3,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	127%	81%	63%	50%	154%	109%	52%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng DT	1,0%	64,7%	45,7%	-27,2%	-0,5%	1,0%	2,2%
Tăng trưởng LN gộp	4,0%	15,1%	4,7%	-29,9%	1,9%	3,7%	1,3%
Tăng trưởng LN ròng	80,4%	352,0%	76,1%	-90,5%	4,6%	69,6%	21,0%
Tăng trưởng EPS	83,0%	350,9%	78,5%	-90,7%	3,5%	69,6%	21,0%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	22,3%	37,4%	42,1%	12,2%	14,1%	17,8%	19,1%
Biên EBITDA	19,1%	34,5%	38,6%	8,4%	8,2%	12,4%	13,9%
Biên LN hoạt động	8,6%	27,7%	33,8%	2,2%	2,7%	6,1%	7,5%
Biên LN ròng	8,9%	24,4%	29,9%	3,8%	4,0%	6,7%	7,9%
ROAA	6,1%	22,4%	31,4%	3,9%	3,2%	5,2%	6,1%
ROAE	8,4%	32,9%	45,0%	4,1%	4,7%	8,0%	9,2%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	7,5	51,1	97,3	5,9	7,5	7,6	9,8
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	180,8	-26,7	-537,1	-3,7	-20,0	-9,2	237,5
Nợ vay / Vốn	11,3%	7,8%	4,8%	0,0%	23,4%	22,9%	20,6%
Nợ vay / VCSH	12,7%	8,4%	5,0%	0,0%	30,6%	29,7%	26,0%
Nợ vay ròng / VCSH	38,4%	47,4%	58,9%	57,4%	63,0%	64,6%	70,4%

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	0,7	1,0	1,2	0,9	0,9	0,7	0,6
Vòng quay khoản phải thu	34,0	53,0	75,3	41,1	38,6	42,8	41,6
Số ngày phải thu	15	12	9	15	18	20	22
Vòng quay khoản phải trả	13,0	13,1	13,2	14,6	15,9	13,4	11,4
Số ngày phải trả	27	35	29	24	22	32	32
Vòng quay hàng tồn kho	4,3	3,8	3,2	4,1	6,4	5,7	5,2
Số ngày tồn kho	89	127	131	59	54	72	68
Hệ số thanh toán hiện hành	3,1	4,4	4,5	6,4	2,5	2,5	2,8
Hệ số thanh toán nhanh	2,4	3,1	3,2	5,2	2,2	2,1	2,4

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng PhòngEmail: hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn**Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích**Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vnWebsite: <https://vndirect.com.vn>