

Báo cáo Ngành Sản xuất Phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất
Ngày Báo cáo 10/07/2025

Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên
tuans.do@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.181

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc
duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

Triển vọng giá urê tích cực trong ngắn và dài hạn

Chúng tôi nâng dự báo giá urê Trung Đông năm 2025 thêm 5% lên 395 USD/tấn (+17% YoY) do giá trong nửa đầu năm cao hơn kỳ vọng là 402 USD/tấn, được thúc đẩy bởi (1) nguồn cung từ Iran/Ai Cập/EU thắt chặt do thiếu khí đốt và giá khí tăng, (2) nhu cầu cao từ Ấn Độ, và (3) căng thẳng địa chính trị gia tăng ở khu vực Trung Đông.

Chúng tôi nâng dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2026-29 thêm 13% lên 380 USD/tấn (tương ứng thấp hơn 4% so với dự báo năm 2025, nhưng cao hơn 18% so với mức trung bình giai đoạn 2012-21), chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) thuế EU tăng mạnh đối với phân bón nhập khẩu từ Nga/Belarus (tăng từ 6,5% lên gần 100% vào năm 2028, có hiệu lực từ ngày 1/7/2025) và (2) thuế carbon tăng áp dụng cho các quốc gia khác (một số nhà sản xuất phân bón đã cảnh báo về việc tăng thuế 70 USD/tấn) (xem trang 3).

Chúng tôi nâng giá bán urê trung bình cho DPM/DCM trong giai đoạn 2025-29 trung bình thêm 7,8%/6,1%, được thúc đẩy bởi (1) giá 6 tháng đầu năm 2025 (6T 2025) ước tính cao hơn kỳ vọng (quan sát của chúng tôi trong quý 2/2025: giá Trung Đông +17% YoY, giá bán urê trung bình trong nước +10% YoY), và (2) dự báo giá urê Trung Đông trung bình cao hơn 13% cho giai đoạn 2026-29.

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent giai đoạn 2025-2029, nhưng chúng tôi nâng dự phóng giá dầu nhiên liệu (FO) cho các năm 2025/26 thêm 6%/4% lên 430/390 USD/tấn sau diễn biến giá trong nửa đầu năm tốt hơn kỳ vọng, ở mức 450 USD/tấn (-5% YoY), trong khi dầu Brent đã giảm 19% YoY. Theo đó, chúng tôi nâng giá khí đốt của DPM trung bình thêm 1% cho giai đoạn 2025-29. Đối với DCM, chúng tôi nâng giá khí đốt tương ứng trung bình 5,7% khi chúng tôi thêm 1 USD/triệu BTU vào các năm 2028/29 theo các điều khoản hợp đồng mua khí mới được DCM công bố.

Chúng tôi kỳ vọng tác động tích cực từ việc thay đổi Luật Thuế GTGT từ ngày 1/7/2025. Đối với DPM, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng khoản tiết kiệm thuế 13%/23% xuống khoảng 140/270 tỷ đồng cho năm 2025 và trung bình giai đoạn 2026-29 do giá vốn hàng bán dự phóng của chúng tôi thấp hơn. Đối với DCM, chúng tôi gần như duy trì dự báo mức tiết kiệm thuế ở mức lần lượt 130/270 tỷ đồng.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho DCM thêm 5,2% lên 40.700 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Điều này được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi cao hơn 3,6% (tương ứng +1,9%/+5,8%/+12,0%/-2,1%/+0,5% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29). Dự báo tổng lợi nhuận cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi tổng LNST urê cao hơn 15% (giá bán urê trung bình cao hơn 6,1% bù đắp cho giá khí đốt trung bình cao hơn 5,7%). Điều này bù đắp cho dự báo tổng LNST NPK thấp hơn 21%.

Định giá của DCM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 11,3, tương ứng PEG là 0,7 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2025-27 là 17%. Ngoài ra, EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 5,0 lần, thấp hơn 13% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,8 lần.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho DPM thêm 12,2% lên 41.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi cao hơn 9,5% (tương ứng +5,5%/+1,1%/+8,2%/+11,2%/+17,9% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29). Dự báo tổng lợi nhuận cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST urê cao hơn 13% (giá bán trung bình urê cao hơn 7,8%, bù đắp cho giá khí đốt trung bình cao hơn 1,0%). Điều này bù đắp cho dự báo tổng LNST NPK thấp hơn 21%.

Định giá DPM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 20,2 lần, tương ứng PEG là 0,5 dựa trên CAGR EPS dự phóng giai đoạn 2025-27 là 42%. EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 6,7 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Giá urê và NPK cao hơn kỳ vọng.

Rủi ro: Giá FO và chi phí khí đầu vào trong nước cao hơn kỳ vọng.

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	685	75,6	49,0	297	5,7	33.800	40.700	10/07/25	20,4	5,9	26,3
DPM	KQ	583	59,6	50,0	245	7,1	38.900	41.500	10/07/25	6,7	5,1	11,8

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 08/07/2025)

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

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt x	P/E 2024 x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	EV/EBITDA 2025F x	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất %
DCM	33.800	28,0	21,2	29,2	12,8	13,7	11,3	8,7	5,0	16,4	1,7	-68,1
DPM	38.900	3,5	68,6	44,7	28,5	34,1	20,2	14,0	6,7	8,0	1,3	-64,5

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu cập nhật ngày 08/07/2025)

Tóm tắt các thay đổi dự báo

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

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025-2029F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	9.616	10.485	10.087	10.087	10.425	10.618	10.340
- Dự báo trước đây		10.097	9.779	9.304	9.388	9.388	9.591
- Thay đổi		3,8%	3,1%	8,4%	11,0%	13,1%	7,8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	538	907	1.312	1.826	1.869	1.954	7.868
- Dự báo trước đây		860	1.297	1.687	1.681	1.657	7.182
- Thay đổi		5,5%	1,1%	8,2%	11,2%	17,9%	9,5%

Nguồn: DPM, Vietcap

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

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2025-2029F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	9.599	9.747	9.577	9.581	10.050	10.185	9.828
- Dự báo trước đây		9.560	9.260	9.158	9.166	9.166	9.262
- Thay đổi		2,0%	3,4%	4,6%	9,6%	11,1%	6,1%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	1.420	1.721	2.224	2.366	2.174	2.333	10.818
- Dự báo trước đây		1.688	2.103	2.114	2.220	2.322	10.447
- Thay đổi		1,9%	5,8%	12,0%	-2,1%	0,5%	3,6%

Nguồn: DCM, Vietcap

Cập nhật ngành

Thị trường urê toàn cầu

Triển vọng tích cực của giá urê được DCM và DPM xác nhận

Trong giai đoạn nửa đầu năm 2025, giá urê Trung Đông đã tăng mạnh 23% YoY lên mức 402 USD/tấn, chủ yếu do (1) nguồn cung eo hẹp từ Iran/Ai Cập/EU do tình trạng thiếu hụt khí và giá khí tăng cao; (2) nhu cầu lớn từ Ấn Độ; và (3) căng thẳng địa chính trị gia tăng tại khu vực Trung Đông.

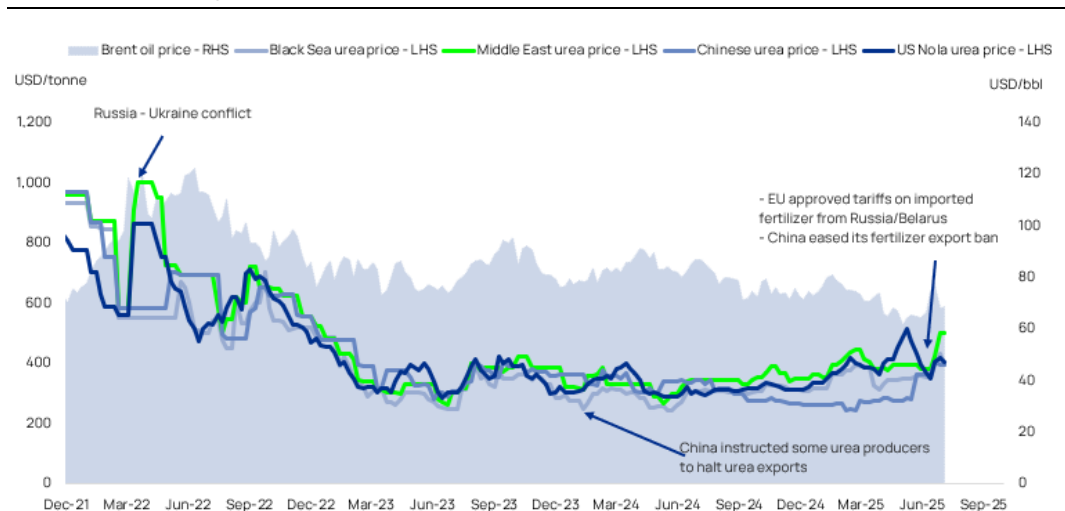
Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo giá urê Trung Đông năm 2025 của chúng tôi lên mức 395 USD/tấn (+17% YoY), do giá ghi nhận trong giai đoạn nửa đầu năm vượt kỳ vọng, đạt 402 USD/tấn. Hợp đồng tương lai trên sàn CME hiện tại cũng góp phần củng cố cho dự báo năm 2025 với mức giá tương ứng trong giai đoạn 8 tháng đầu năm 2025 là 411 USD/tấn.

Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng 13% dự báo trung bình giai đoạn 2026–2029 của chúng tôi lên mức 380 USD/tấn (thấp hơn 4% so với dự báo năm 2025, nhưng cao hơn 18% so với mức trung bình giai đoạn 2012–2021), do được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng mạnh đối với thuế nhập khẩu phân bón từ Nga/Belarus của EU; (2) thuế carbon gia tăng áp dụng cho các quốc gia khác (theo DPM); (3) sự hạn chế của hoạt động mở rộng công suất toàn cầu trong bối cảnh Trung Quốc đóng cửa các nhà máy urê chạy than do yêu cầu phải tuân thủ bộ tiêu chuẩn ESG; và (4) đà tăng trưởng của nhu cầu hữu cơ (organic) nhờ sản lượng nông nghiệp gia tăng. Những yếu tố này dự kiến sẽ giảm thiểu tác động của việc Trung Quốc bắt đầu nới lại hoạt động xuất khẩu phân bón từ tháng 6/2025. Nhìn chung, cả DCM và DPM đều chia sẻ chung một quan điểm rằng giá urê toàn cầu và giá urê trong nước sẽ có triển vọng tăng trong giai đoạn 2025–2029.

Vào ngày 22/05/2025, Nghị viện châu Âu đã thông qua mức thuế cấm vận đối với phân bón chứa nitơ (bao gồm urê) nhập khẩu từ Nga và Belarus. Mức thuế này sẽ tăng dần từ 6,5% lên gần 100% vào năm 2028, có hiệu lực từ ngày 01/07/2025.

Các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh urê tại châu Âu hiện đang chuẩn bị cho việc triển khai Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU vào đầu năm 2026. Một số nhà sản xuất phân bón đã cảnh báo rằng chi phí có thể sẽ tăng vượt mức 70 USD/tấn (50 bảng Anh/tấn) do tác động của loại thuế này. Theo Argus (đơn vị chuyên cung cấp các nghiên cứu về năng lượng và hàng hóa toàn cầu), việc xác định chính xác giá của chứng chỉ CBAM là rất khó, nhưng ước tính sẽ dao động từ 10–20 EUR/tấn, thậm chí có thể lên tới 80–100 EUR/tấn đối với urê nhập khẩu.

Hình 5: Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá urê là dữ liệu hàng tuần và tính đến ngày 04/07/2025)

Giá urê vẫn duy trì ở mức cao bất chấp việc nhu cầu toàn cầu đạt mức kỷ lục, và hàng xuất khẩu từ Nga và Trung Quốc gia tăng

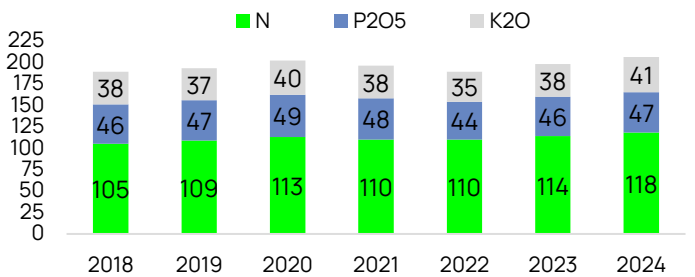
Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), trong năm 2024, tổng lượng tiêu thụ dinh dưỡng từ phân bón toàn cầu (bao gồm N, P₂O₅, K₂O) đã đạt mức cao kỷ lục, nhờ sức mua của nông dân được cải thiện và tỷ lệ bón phân theo diện tích thu hoạch tăng trở lại.

- Đặc biệt, mức tiêu thụ/bón phân nitơ đã đạt mức cao kỷ lục trong năm 2024, nhờ được hỗ trợ bởi các chính sách nhằm đảm bảo an ninh lương thực của Trung Quốc và Ấn Độ (chiếm khoảng 40% nhu cầu nitơ toàn cầu trong năm 2023). Ngoài ra, nhu cầu và tỷ lệ bón của các loại dinh dưỡng P và K cũng ghi nhận xu hướng tăng.
- Bloomberg dự báo nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 sẽ tăng trưởng với mức CAGR là 2,4%, cụ thể, tăng từ mức 188 triệu tấn/năm trong năm 2024 lên mức 217 triệu tấn/năm trong năm 2030. Xu hướng này dự kiến sẽ được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng nhẹ của công suất urê toàn cầu (với CAGR ở mức 0,8%) và sự gia tăng của hiệu suất hoạt động từ mức 77% trong năm 2024 lên mức 84% trong năm 2030.
- DCM kỳ vọng nhu cầu urê tại Campuchia sẽ tăng mạnh, do diện tích canh tác tại đây được dự báo sẽ tăng gấp đôi và DCM hiện đang chiếm 40% thị phần tại thị trường này.

Trong nửa đầu năm 2025, sản lượng xuất khẩu từ Nga và Trung Quốc đều ghi nhận mức tăng, tuy nhiên giá urê Trung Đông hiện vẫn duy trì ở mức cao.

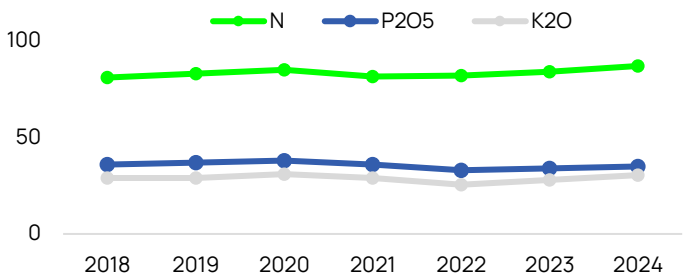
- Hiệp hội các nhà sản xuất phân bón Nga dự báo kim ngạch xuất khẩu phân bón Nga năm 2025 sẽ đạt mức 44 triệu tấn (+5% YoY), nhờ việc gia tăng xuất khẩu sang các quốc gia BRICS, và được hỗ trợ bởi mức sản lượng xuất khẩu cao trong giai đoạn nửa đầu năm (số liệu chính thức chưa được công bố).
- Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng việc Trung Quốc nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu phân bón sẽ gây ra áp lực không đáng kể lên giá urê toàn cầu. Theo các chuyên gia trong ngành, từ tháng 6/2025, Trung Quốc đã bắt đầu nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu phân bón, tuy nhiên với hạn ngạch giới hạn và mức giá FOB tối thiểu là 370 USD/tấn.

Hình 6: Lượng tiêu thụ nitơ toàn cầu đạt mức cao kỷ lục trong năm 2024 (triệu tấn dinh dưỡng)



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

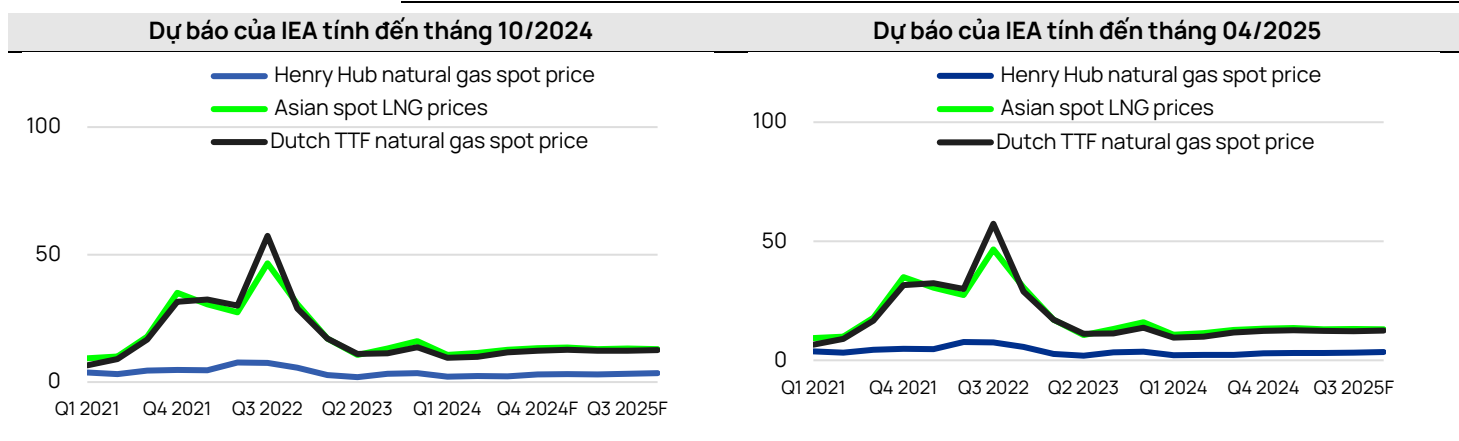
Hình 7: Tỷ lệ bón phân nitơ trung bình toàn cầu lập kỷ lục trong năm 2024 (kg/ha diện tích thu hoạch cây trồng)



Nguồn: IFA, Vietcap tổng hợp

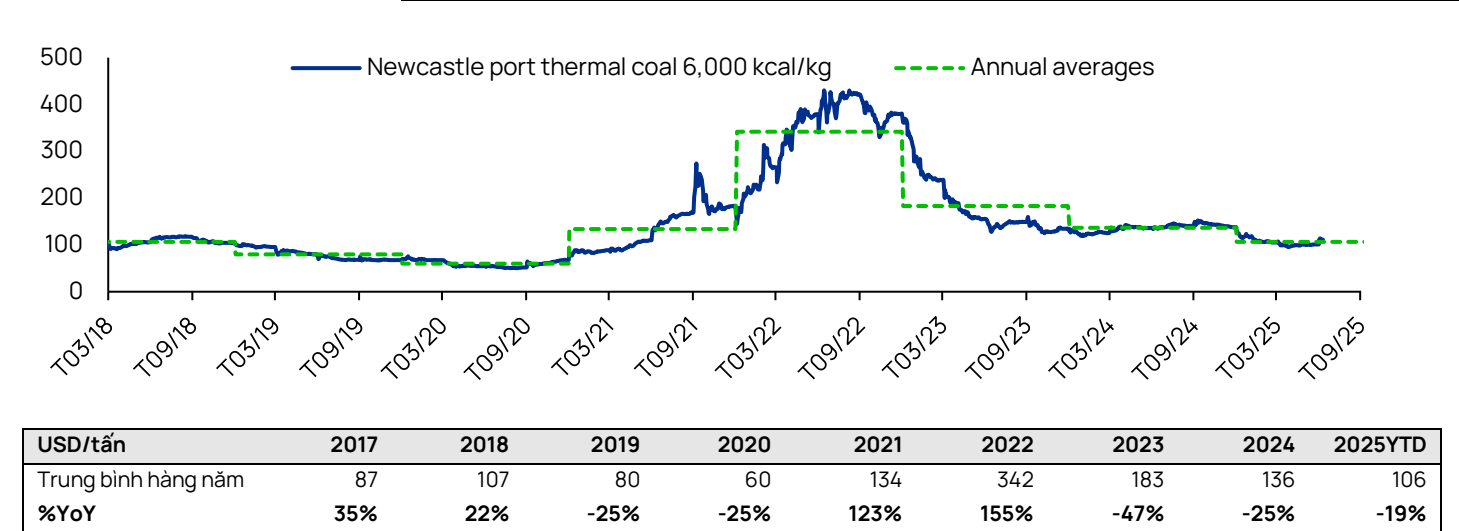
Chi phí đầu vào: Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) duy trì triển vọng giá khí tăng so với cùng kỳ năm trước trong năm 2025; trong khi giá than được dự báo sẽ giảm theo báo cáo tháng 4/2025 của cơ quan này.

Hình 8: Dự báo giá khí trong báo cáo tháng 10/2024 và tháng 04/2025 của IEA (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

Hình 9: Giá FOB của than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg) – USD/tấn



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

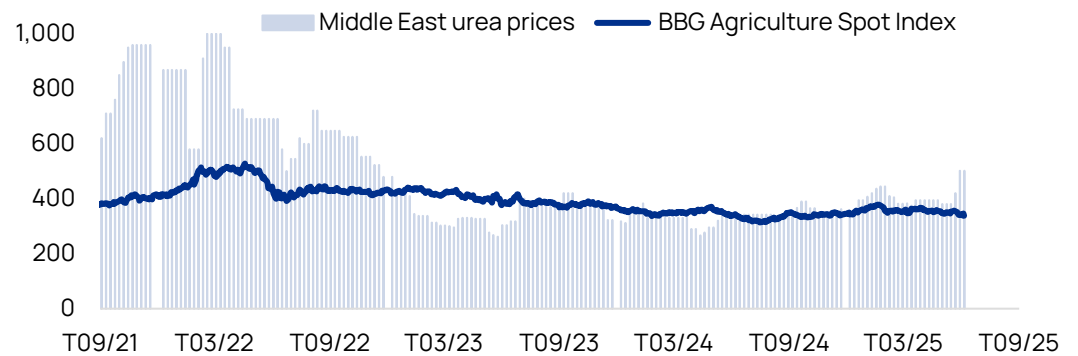
Hình 10: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg)

USD/tấn	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Báo cáo đồng thuận của Bloomberg (trung vị)	136	107	108	105	116	114
Thay đổi YoY (%)		-22%	1%	-3%	11%	-2%
Báo cáo đồng thuận trước đây (tháng 04/2025)		118	114	112	115	116
Báo cáo mới so với báo cáo trước đây		-9%	-5%	-6%	1%	-2%
Doanh nghiệp đóng góp						
BMI, a Fitch Solutions company		95	92	90	87	85
Westpac Banking Corp		104	109	113	116	119
Barclays PLC		99	103	100	90	N/A
Deutsche Bank AG		106	115	112	120	N/A
Morgan Stanley		106	113	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 07/2025)

Giá nông sản: Trong nửa đầu năm 2025, chỉ số giá nông sản BBG tăng nhẹ 1% YoY, góp phần hỗ trợ sức mua của nông dân và giá phân bón.

Hình 11: Giá urê Trung Đông (USD/tấn) so với chỉ số giá Nông sản BBG (điểm)

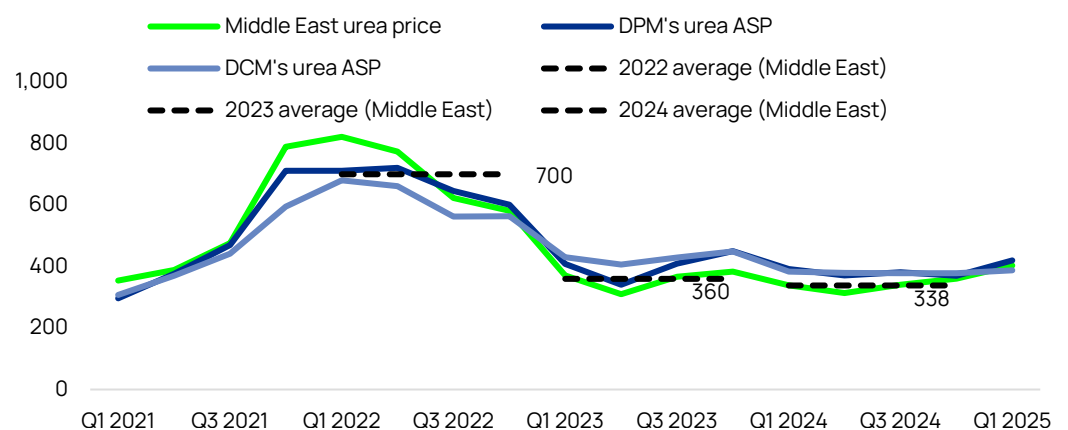


Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số giá Nông sản BBG bao gồm các chỉ số tương lai của đậu tương, ngô, lúa mì, cà phê, đường và bông, dữ liệu cập nhật ngày 02/07/2025)

Thị trường urê trong nước

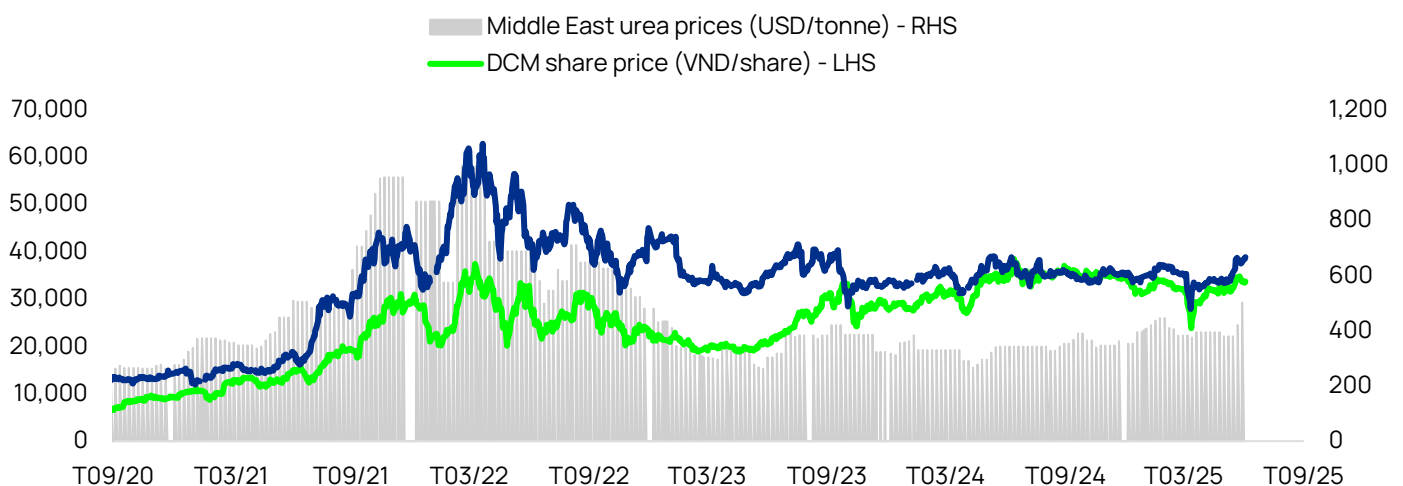
Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng 7,8%/6,1% giá định giá bán trung bình giai đoạn 2025–2029 của DPM/DCM, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức giá cao hơn dự kiến trong giai đoạn nửa đầu năm 2025, và (2) mức tăng trung bình 12% dự kiến của giá urê Trung Đông trong giai đoạn 2025–29.

Hình 12: Giá urê Trung Đông và giá urê trong nước (USD/tấn)



Nguồn: Vietcap, các doanh nghiệp trong ngành

Hình 13: Giá cổ phiếu DPM và DCM so với giá urê Trung Đông trung bình



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 02/07/2025)

Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) KHẢ QUAN +11,8%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	10/07/2025
Giá hiện tại	38.900 VND
Giá mục tiêu	41.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	37.000 VND
TL tăng	6,7%
Lợi suất cổ tức	5,1%
Tổng mức sinh lời	+11,8%
GT vốn hóa	15,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	6,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	184,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	59,6%
SL cổ phiếu lưu hành	391 tr
Pha loãng	391 tr

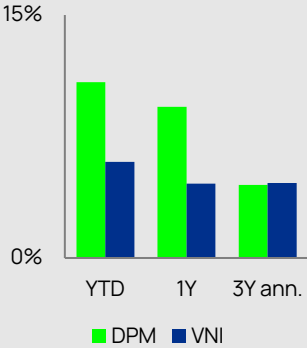
	DPM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	28,5x	12,0x	14,2x
P/B	1,3x	1,9x	1,7x
ROE	4,7%	20,0%	12,8%
ROA	3,1%	8,8%	2,0%

* 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
tuangdo@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.181

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc
duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.496	13.321	13.813	14.252
% YoY	-0,5%	-1,3%	3,7%	3,2%
LNST sau lợi ích CĐTS	538	907	1.312	1.826
% YoY	3,5%	68,6%	44,7%	39,2%
EPS	3,5%	68,6%	44,7%	39,2%
% YoY	3,5%	68,6%	44,7%	39,2%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	1.500	2.000	2.500	3.000
Lợi suất cổ tức	3,9%	5,1%	6,4%	7,7%
Biên LN gộp	14,1%	19,0%	21,3%	23,9%
ROE	4,7%	8,0%	11,1%	14,6%
Nợ vay ròng/VCSH	-64,0%	-62,4%	-64,5%	-67,5%
P/E	34,1x	20,2x	14,0x	10,0x
P/B	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	11,1x	6,7x	4,6x	3,0x

Sự ổn định của giá bán urê trung bình và sản lượng NPK, cùng với khoản tiết kiệm thuế GTGT sẽ thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 12,2% giá mục tiêu lên mức 41.500 đồng/cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN đối với Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM). Mức tăng đối với giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 lên thêm 9,5% (tương ứng với các mức tăng +5,5%/+1,1%/+8,2%/+11,2%/+17,9% trong các năm 2025/26/27/28/29).
- Các thay đổi trong dự báo chủ yếu xuất phát từ mức tăng 13% của tổng LNST mảng urê, nhờ giá bán urê trung bình tăng 7,8% (dựa theo dự báo rằng giá urê Trung Đông trung bình sẽ tăng 11,7%), qua đó giảm thiểu tác động của việc chúng tôi dự báo giá khí trung bình sẽ tăng 1%. Điều này sẽ bù đắp cho mức giảm 10% đối với LNST của mảng NPK–NH3, do chúng tôi dự báo rằng giá bán NPK trung bình sẽ ghi nhận mức giảm.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 69% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng so với cùng kỳ năm trước của lợi nhuận gộp mảng urê (giá bán urê trung bình tăng so với cùng kỳ năm trước và giá khí giảm); (2) mức tăng gấp 3 lần YoY của lợi nhuận gộp mảng NPK (nhờ tăng trưởng sản lượng bán); và (3) khoản tiết kiệm thuế từ mức thuế GTGT ưu đãi 5%.
- DPM có nền tảng tài chính vững chắc với lượng tiền mặt ròng là 7,4 nghìn tỷ và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là 65% tính đến cuối quý 1/2025, từ đó giúp cho công ty duy trì được chính sách cổ tức tiền mặt ổn định ở mức 2.000 đồng/cp (lợi suất ~5,1%) trong năm 2025 và 3.000 đồng/cp (lợi suất ~7,7%) trong năm 2027.
- DPM hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 20,2 lần, tương ứng với mức PEG là 0,5, dựa trên mức CAGR EPS giai đoạn 2025–2027 là 42%.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giá bán urê và NPK trung bình đạt mức cao hơn dự kiến.
- Rủi ro:** Giá FO/giá khí trong nước tăng; tỷ trọng khí đầu vào từ các mỏ khí đắt đỏ cao hơn dự kiến.

Chúng tôi nâng giả định giá bán urê trung bình năm 2025 của DPM lên thêm 3,8% sau khi điều chỉnh tăng 5,3% dự báo giá urê Trung Đông của chúng tôi. Điều này được thúc đẩy bởi quan sát của chúng tôi rằng giá urê Trung Đông (400 USD/tấn, +17% YoY) và giá urê trong nước (+10% YoY) đều ghi nhận mức tăng mạnh trong quý 2. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2025–29 của DPM lên thêm 7,8%, sau khi điều chỉnh tăng 11,7% dự báo giá urê Trung Đông của chúng tôi.

Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng 3%/2% dự báo giá khí đầu vào các năm 2025/26 sau khi điều chỉnh tăng 6%/4% dự báo giá FO của chúng tôi cho các năm trên. Trong nửa đầu năm 2025, giá FO trung bình đạt mức 450 USD/tấn, cao hơn 11% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Tại ĐHCĐ năm 2025 của công ty, DPM cho biết đã đảm bảo đủ nguồn cung khí với lợi thế về nguồn cung khí giá rẻ trong nước, cùng với mức giá LNG hữu nghị từ GAS.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% tổng LNST sau lợi ích CDTS giai đoạn 2025–29 của mảng NPK–NH3, do mức giảm đối với giả định giá bán NPK trung bình của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tiếp tục giữ nguyên triển vọng tích cực đối với mảng kinh doanh NPK–NH3. Chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng trưởng với mức CAGR 29% trong giai đoạn 2024–29, và đạt mức 259 tỷ đồng trong năm 2029 (khoảng 13% tổng LNST của DPM). Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của mảng NPK sẽ tăng dần qua các năm, và lần lượt đạt mức 59%/75%/85%/100%/100%/100% trong các năm 2024/25/26/27/28/29, đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng giá NPK sẽ tăng nhẹ ở mức trung bình 1% trong giai đoạn 2025–29. Cả DCM và DPM đều kỳ vọng hiệu suất hoạt động của mảng NPK sẽ tiếp tục tăng nhờ việc giành lại được thị phần từ tay các sản phẩm giả, qua đó phản ánh một phần mức tăng mạnh của sản lượng bán NPK trong nửa đầu năm 2025.

Chúng tôi cũng lần lượt điều chỉnh giảm 13%/23% dự báo về khoản tiết kiệm thuế trung bình cho năm 2025 và giai đoạn 2026–29, xuống mức xấp xỉ 140/270 tỷ đồng, do chúng tôi dự kiến giá vốn hàng bán (COGS) sẽ giảm.

Triển vọng năm 2025: Mức tăng mạnh của giá bán trung bình, sản lượng NPK, cùng với khoản tiết kiệm thuế dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận

Hình 14: Dự báo năm 2025

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo mới/ trước đây	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	65	-19%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	462	430	-7%	6%	(b) Do giá FO giai đoạn nửa đầu năm 2025 cao hơn dự kiến, đạt 450 USD/tấn (-5% YoY).
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,7	10,5	-1%	3%	
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	9.616	10.485	9%	4%	(b) Do chúng tôi nhận thấy giá urê Trung Đông (400 USD/tấn, +17% YoY) và giá urê trong nước (+10% YoY) đều ghi nhận mức tăng mạnh trong quý 2.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.200	11.500	3%	-13%	(a&b) Được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tái ước tính giá bán năm 2024 ở mức thấp hơn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá bán trung bình năm 2025 sẽ tăng 3% YoY (so với mức giảm 3% YoY trước đó) do giá đầu vào tăng (chúng tôi giả định MOP tăng 10% YoY, và DAP tăng 3% YoY).
Giá bán NH3 trung bình (VND/kg)	9.610	9.126	-5%	-14%	(b) Do giá urê Trung Đông giai đoạn nửa đầu năm 2025 thấp hơn dự kiến, chỉ đạt mức 329 USD/tấn (-3% YoY).
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	899	800	-11%	0%	(a) Do kế hoạch bảo trì định kỳ kéo dài 45 ngày.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	147	188	27%	0%	(b) Phù hợp với kế hoạch tăng trưởng 22% YoY so với kế hoạch năm 2024 của DPM. Sản lượng bán quý 1 tăng mạnh 50% YoY.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	65	53	-19%	0%	
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	13.496	13.321	-1%	-5%	(b) Mức giảm dự kiến của chúng tôi đối với giá bán NPK trung bình sẽ giảm thiểu tác động của việc chúng tôi dự báo giá bán urê trung bình sẽ tăng.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-11.598	-10.797	-7%	-6%	
Lợi nhuận gộp	1.898	2.524	33%	-1%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-837	-906	8%	-5%	
Chi phí G&A	-703	-763	9%	-4%	(a) Bao gồm mức chi phí dự phòng xấp xỉ 124 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-29 liên quan đến công ty liên kết - VNPOLY.
Lợi nhuận từ HĐKD	358	856	139%	7%	
Thu nhập tài chính	369	388	5%	1%	
Chi phí tài chính	-65	-126	94%	-1%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	4	0	N.M.	N.M.	
LNTT	669	1.120	67%	5%	
LNST	554	930	68%	5%	
LNST sau lợi ích CBDS	538	907	69%	5%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng YoY của lợi nhuận gộp mảng urê (do giá bán trung bình tăng YoY và giá khí giảm YoY), (2) mức tăng ước tính gấp 3 lần YoY của lợi nhuận gộp mảng NPK (tăng trưởng sản lượng bán), và (3) khoản tiết kiệm thuế từ mức thuế GTGT 5%. (b) Mức tăng dự kiến của chúng tôi đối với giá bán urê trung bình sẽ bù đắp cho việc giá khí đầu vào tăng.
EBITDA	752	1.255	67%	4%	
Biên lợi nhuận					
			Δ điểm %	Δ điểm %	
Biên lợi nhuận gộp	14,1%	19,0%	4,9 điểm %	0,8 điểm %	(b) Mức tăng của giá bán urê trung bình sẽ lấn át tác động của dự báo giá khí tăng.

Nguồn: DPM, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận ghi nhận đà tăng trưởng nhờ mức tăng trưởng YoY của sản lượng bán urê/NPK và khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm

Hình 15: Dự báo năm 2026

	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định về tăng trưởng YoY của Vietcap
Giá & Sản lượng				
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	65	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	430	390	-9%	Chúng tôi dự báo giá FO sẽ thấp hơn giá dầu Brent trong năm 2026 (65 USD/thùng, đi ngang YoY) sau ba năm liên tiếp cao hơn.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,5	10,1	-4%	
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.485	10.087	-4%	Dựa theo dự báo của chúng tôi về mức giảm 4% YoY đối với giá urê Trung Đông.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	11.615	1%	
Giá bán NH3 trung bình (VND/kg)	9.126	9.126	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	800	850	6%	Chúng tôi kỳ vọng sẽ không có đợt bảo trì nào (so với đợt bảo trì 45 ngày trong năm 2025).
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	188	213	13%	Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục giành thêm thị phần từ các sản phẩm giả.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	53	48	-10%	
KQKD (tỷ đồng)				
Doanh thu	13.321	13.813	4%	Mức tăng YoY của sản lượng bán urê/NPK sẽ bù đắp cho mức giảm YoY của giá bán urê trung bình.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-10.797	-10.873	1%	
Lợi nhuận gộp	2.524	2.941	16%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện 2,3 điểm % YoY.
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-906	-912	1%	
Chi phí G&A	-763	-717	-6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	856	1.311	53%	
Thu nhập tài chính	388	426	10%	
Chi phí tài chính	-126	-127	1%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	0	0	N.M.	
LNTT	1.120	1.613	44%	
LNST	930	1.339	44%	
LNST sau lợi ích CĐTS	907	1.312	45%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng YoY của lợi nhuận gộp NPK/urê và (2) khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm.
EBITDA	1.255	1.711	36%	
			Δ điểm %	
Biên lợi nhuận				
Biên lợi nhuận gộp	19,0%	21,3%	2,3 điểm %	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng YoY của sản lượng urê, (2) dự báo của chúng tôi rằng biên lợi nhuận gộp mảng NPK-NH3 sẽ cải thiện 1,3 điểm % (nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn của mảng NPK), và (3) khoản tiết kiệm thuế GTGT cả năm.

Nguồn: DPM, Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi điều chỉnh tăng 12,2% giá mục tiêu lên mức 41.500 đồng/cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN đối với DPM. Mức tăng đối với giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu đến từ việc chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi lên thêm 9,5% (với các mức thay đổi lần lượt là +5,5%/+1,1%/+8,2%/+11,2%/+17,9% cho các năm 2025/26/27/28/29).

Các thay đổi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi chủ yếu xuất phát từ mức tăng 13% của tổng LNST mảng urê, được thúc đẩy bởi mức tăng 7,8% của giá bán urê trung bình (sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng 11,7% dự báo giá urê Trung Đông trung bình), qua đó giảm thiểu tác động từ mức tăng 1% của giá khí trung bình. Điều này bù đắp cho mức giảm 10% đối với tổng LNST mảng NPK-NH3, do chúng tôi dự báo giá bán NPK trung bình sẽ giảm.

Chúng tôi vẫn duy trì triển vọng khả quan đối với mảng NPK-NH3, với dự báo rằng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-29 sẽ tăng trưởng với mức CAGR là 29%, và đạt mức 259 tỷ đồng vào năm 2029 (tương đương khoảng 13% tổng LNST của DPM). Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng hiệu suất hoạt động của mảng NPK sẽ tăng dần, lần lượt đạt mức 59%/75%/85%/100%/100%/100% trong các năm 2024/25/26/27/28/29, đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng giá bán NPK trung bình sẽ tăng nhẹ ở mức ~1%/năm trong giai đoạn 2025-29. Cả DCM và DPM đều kỳ vọng hiệu suất hoạt động của mảng NPK sẽ tiếp tục tăng nhờ phần thị phần được giành lại từ các sản phẩm giả, từ đó phản ánh một phần mức tăng mạnh của sản lượng bán NPK trong giai đoạn nửa đầu năm 2025.

Hình 16: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	41.500
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	21,6x
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	14,9x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	7,5x
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	5,2x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 17: Giả định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	856	1.311	1.886	1.902	1.972
- Thuế	-145	-223	-321	-323	-335
+ Chiết khấu	400	400	400	400	400
- Vốn XD CB	-200	-200	-200	-200	-960
- Tăng vốn lưu động	-523	-171	-166	-149	-114
Dòng tiền tự do (DTTD)	386	1.117	1.599	1.630	962
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	364	933	1.185	1.072	562
Tổng GTHT của DTTD	364	1.297	2.483	3.555	4.116

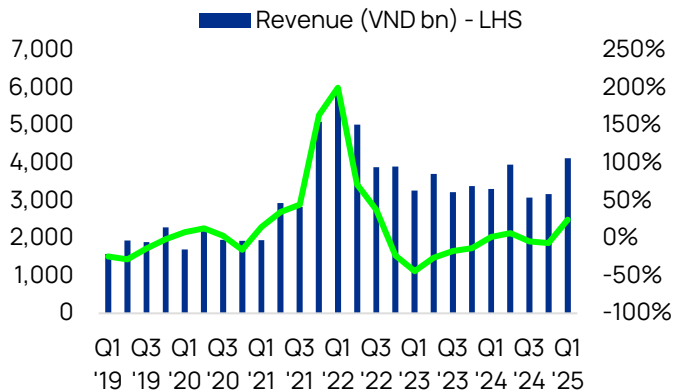
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phí rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,7	12,7

Nguồn: Vietcap

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	4.116
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2%)	5.349
GTHT của DTTD và GTC	9.466
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	10.487
Trừ: Nợ vay	3.422
Trừ: Lợi ích CBTS	287
Giá trị vốn sở hữu	16.244
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	391
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	41.500

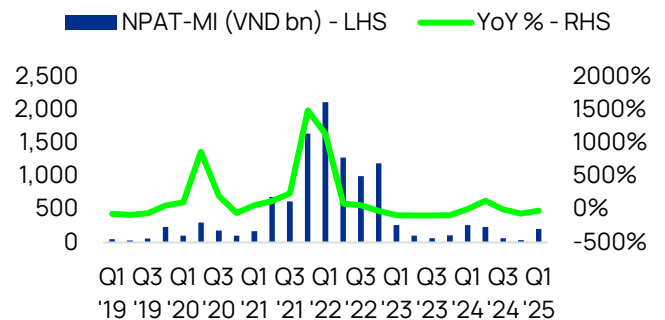
KQKD theo quý

Hình 18: Doanh thu hàng quý của DPM



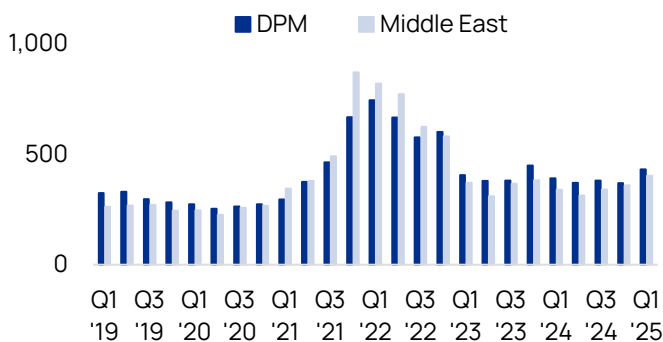
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 19: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý của DPM



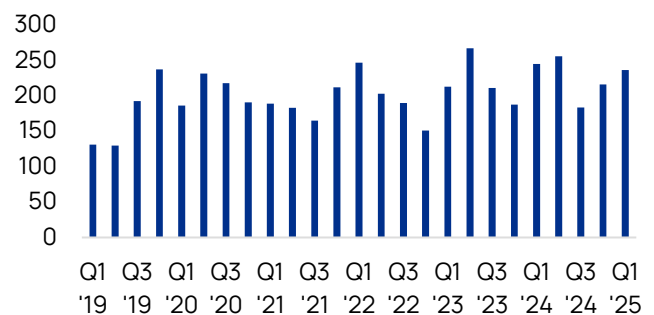
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 20: Giá bán urê trung bình của DPM so với Trung Đông (USD/tấn)



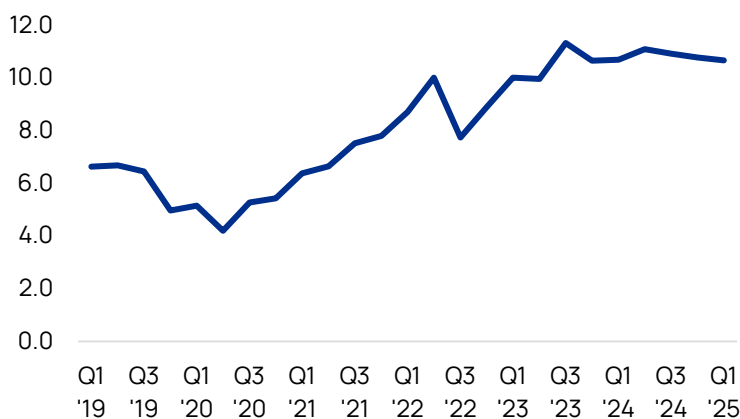
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 21: Sản lượng bán urê của DPM (nghìn tấn)



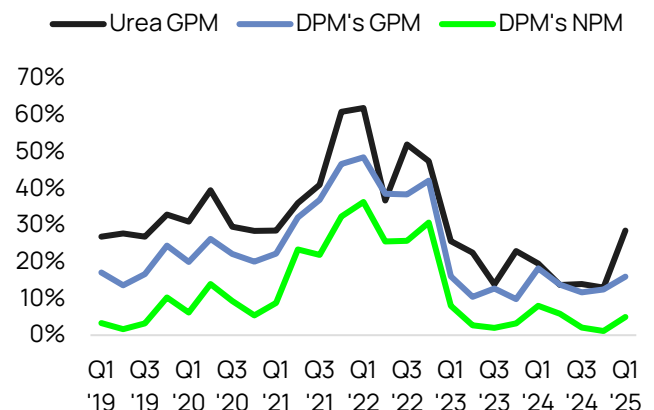
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 22: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 23: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp của DPM, và biên lợi nhuận ròng (%)



Nguồn: DPM, Vietcap

DPM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.496	13.321	13.813	14.252
Giá vốn hàng bán	-11.598	-10.797	-10.873	-10.846
Lợi nhuận gộp	1.898	2.524	2.941	3.406
Chi phí bán hàng	-837	-906	-912	-841
Chi phí quản lí DN	-703	-763	-717	-679
LN từ HĐKD	358	856	1.311	1.886
Thu nhập tài chính	369	388	426	484
Chi phí tài chính	-65	-126	-127	-127
Trong đó, chi phí lãi vay	-48	-106	-106	-106
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	3	3	3
Lợi nhuận/(chi phí) khác	4	0	0	0
LNTT	669	1.120	1.613	2.245
Thuế TNDN	-115	-190	-274	-382
LNST trước CĐTS	554	930	1.339	1.864
Lợi ích CĐ thiếu số	-17	-23	-27	-37
LNST sau CĐTS, báo cáo	538	907	1.312	1.826
LNST sau CĐTS, cốt lõi	538	907	1.312	1.826
EBITDA	752	1.255	1.711	2.285
EPS báo cáo, VND	1.140	1.923	2.782	3.873
EPS cốt lõi, VND	1.140	1.923	2.782	3.873
EPS pha loãng, VND	1.140	1.923	2.782	3.873
DPS, VND	1.500	2.000	2.500	3.000
DPS/EPS (%)	132%	104%	90%	77%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-0,5%	-1,3%	3,7%	3,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,0%	138,9%	53,3%	43,8%
Tăng trưởng LNTT	-3,1%	67,3%	44,0%	39,2%
Tăng trưởng EPS	3,5%	68,6%	44,7%	39,2%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,1%	19,0%	21,3%	23,9%
Biên LN từ HĐ %	2,7%	6,4%	9,5%	13,2%
Biên EBITDA %	5,6%	9,4%	12,4%	16,0%
Biên LNST sau CĐTS %	4,0%	6,8%	9,5%	12,8%
ROE %	4,7%	8,0%	11,1%	14,6%
ROA %	3,6%	5,5%	7,8%	10,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	57,3	80,0	80,0	80,0
Số ngày phải thu	25,7	20,0	20,0	20,0
Số ngày phải trả	23,0	23,0	23,0	23,0
TG luân chuyển tiền	60,1	77,0	77,0	77,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5	2,7	2,9	3,2
CS thanh toán nhanh	2,2	2,2	2,4	2,7
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3	0,5
Nợ/Tài sản	20,7%	20,5%	20,0%	19,2%
Nợ/Vốn	23,4%	22,9%	22,1%	20,9%
Nợ/Vốn CSH	-64,0%	-62,4%	-64,5%	-67,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	1.005	1.023	1.608	2.526
Đầu tư TC ngắn hạn	9.464	9.464	9.464	9.464
Các khoản phải thu	653	347	374	398
Hàng tồn kho	1.731	2.366	2.383	2.377
TS ngắn hạn khác	367	367	367	367
Tổng TS ngắn hạn	13.220	13.567	14.195	15.132
TS dài hạn (gộp)	13.172	13.372	13.572	13.772
- Khấu hao lũy kế	-10.280	-10.679	-11.079	-11.479
TS dài hạn (ròng)	2.892	2.692	2.493	2.293
Đầu tư TC dài hạn	124	124	124	124
TS dài hạn khác	317	317	317	317
Tổng TS dài hạn	3.333	3.133	2.934	2.734
Tổng Tài sản	16.554	16.701	17.130	17.866
Phải trả ngắn hạn	691	679	684	682
Nợ ngắn hạn	3.422	3.422	3.422	3.422
Nợ ngắn hạn khác	1.086	903	771	624
Tổng nợ ngắn hạn	5.199	5.004	4.877	4.728
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	174	174	174	174
Tổng nợ	5.372	5.178	5.051	4.902
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.914	3.914	3.914	3.914
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.067	7.340	7.855	8.563
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	177	200	227	264
Vốn chủ sở hữu	11.180	11.522	12.078	12.963
Tổng cộng nguồn vốn	16.554	16.701	17.130	17.866
CP lưu hành cuối năm (tr)	391	391	391	391

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.242	1.005	1.023	1.608
Thu nhập ròng	538	907	1.312	1.826
Khấu hao	394	400	400	400
Thay đổi vốn lưu động	480	-523	-171	-166
Điều chỉnh khác	-464	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	948	783	1.540	2.060
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-85	-200	-200	-200
Đầu tư, ròng	-3.723	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-3.808	-200	-200	-200
Cổ tức đã trả	-801	-587	-783	-979
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	3.422	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	3	23	27	37
Tiền từ hoạt động TC	2.621	-564	-756	-941
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-240	19	584	918
Tiền cuối năm	1.005	1.023	1.608	2.526

Nguồn: DPM, Vietcap

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

MUA +26,3%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	10/07/2025
Giá hiện tại	33.800 VND
Giá mục tiêu	40.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	38.700 VND
TL tăng	+20,4%
Lợi suất cổ tức	5,9%
Tổng mức sinh lời	+26,3%
GT vốn hóa	17,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	148,2 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)	12,8x	12,0x	14,2x
P/B	1,7x	1,9x	1,7x
ROE	13,2%	20,0%	12,8%
ROA	8,3%	8,8%	2,0%

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

Tổng quan Công ty

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

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.456	14.739	16.028	16.746
% YoY	7,0%	9,5%	8,7%	4,5%
LNST-CĐTS	1.420	1.721	2.224	2.366
% YoY	28,0%	21,2%	29,2%	6,4%
EPS	28,0%	21,2%	29,2%	6,4%
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Biên LN gộp	18,7%	21,1%	23,0%	22,6%
ROE	14,1%	16,4%	19,5%	18,7%
Nợ vay ròng/ CSH	-74,9%	-76,0%	-75,0%	-76,9%
P/E	13,7x	11,3x	8,7x	8,2x
P/B	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
EV/EBITDA	8,0x	5,0x	3,6x	3,0x

Tăng trưởng LNST nhờ giá bán urê trung bình/sản lượng NPK tăng mạnh, cùng với các khoản tiết kiệm thuế

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5,2% giá mục tiêu lên mức 40.700 đồng/cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM). Mức tăng của giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi điều chỉnh tăng 3,6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (với các mức thay đổi lần lượt là +1,9%/+5,8%/+12,0%/-2,1%/+0,5% cho các năm 2025/26/27/28/29).
- Mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 chủ yếu đến từ mức tăng 15% đối với tổng LNST mảng urê, xuất phát từ mức tăng 6,1% đối với giá bán urê trung bình (dựa theo mức tăng 11,7% đối với dự báo giá urê Trung Đông trung bình), qua đó lấn át tác động của việc giá khí trung bình tăng 5,7%.
- Điều này bù đắp cho mức giảm 21% đối với tổng LNST của mảng NPK, được thúc đẩy bởi mức giảm của dự báo biên lợi nhuận gộp do các chi phí liên quan tăng, sau khi DCM công bố rằng LNST mảng NPK năm 2024 của công ty ước tính đạt khoảng 80 tỷ đồng (thấp hơn 50% so với ước tính trước đó của chúng tôi).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 sẽ tăng 21% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 15% YoY của LNST mảng urê (do chi phí khí giảm và giá bán trung bình tăng so với cùng kỳ năm trước), (2) mức tăng gấp 2,4 lần YoY của LNST mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng và chi phí khí giảm so với cùng kỳ năm trước), cùng với (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.
- DCM có mức định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 11,3 lần, tương ứng với mức PEG là 0,7 dựa trên mức CAGR EPS giai đoạn 2025-27 là 17%. EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 5,0 lần, thấp hơn 13% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 5,8 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giá bán và sản lượng 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 lớn hơn từ các nguồn khí giá cao từ Petronas.

Chúng tôi nâng dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2025-29 của DCM lên thêm trung bình 6,1%, sau khi điều chỉnh tăng 11,7% dự báo giá urê Trung Đông của chúng tôi. Cụ thể, chúng tôi tăng 2% giá định giá bán urê trung bình năm 2025 lên mức 9.747 đồng/kg, nhờ được thúc đẩy bởi mức giá bán trung bình ước tính giai đoạn nửa đầu năm 2025 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Chúng tôi cũng nâng dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2025-29 lên thêm 5,7%, với mức tăng 13% cho cả năm 2028 và 2029 sau khi chúng tôi cộng thêm 1 USD/triệu BTU theo thỏa thuận mua khí mới có hiệu lực từ năm 2028. Theo đó, DCM sẽ phải trả thêm 1 USD/triệu BTU khi mua khí từ Tập đoàn Cộng nghiệp - Năng lượng Quốc gia (trước đây là PetroVietnam) và Petronas, theo công thức lần lượt là: 46%*đầu FO + 1 USD/triệu BTU và 13%*Brent + 1 USD/triệu BTU. Mặc dù chi phí tăng, DCM đánh giá mức giá này vẫn cạnh tranh so với các nguồn khí mới trong nước như mỏ khí Lô B, Nam Du - U Minh và Khánh Mỹ - Đầm Dơi.

Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng tích cực đối với mảng NPK, với LNST giai đoạn 2024–29 dự kiến sẽ ghi nhận đà tăng trưởng với mức CAGR là 58%, đạt mức 770 tỷ đồng vào năm 2029 (~33% tổng LNST), nhờ được thúc đẩy bởi sự gia tăng hiệu suất hoạt động tại các nhà máy NPK/KVF (dự kiến tăng từ các mức 52%/25% trong năm 2024 lên 100%/85% vào năm 2029). Trong giai đoạn nửa đầu năm 2025, doanh số bán NPK sơ bộ (không bao gồm KVF) đã ghi nhận ở mức 116.000 tấn (+51% YoY, khoảng 53% dự báo trước đó của chúng tôi), qua đó củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng của sản lượng.

Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư diễn ra vào tháng 6/2025 của công ty, DCM đã công bố kế hoạch vốn đầu tư XDCB lớn nhằm đa dạng hóa sang: (1) mảng khí và hóa chất công nghiệp (vốn đầu tư XDCB 200 triệu USD, mục tiêu doanh thu 5–6 nghìn tỷ đồng), chuyên xử lý N₂, O₂, Ar, H₂ và CO₂; (2) nhà máy và cảng Nhơn Trạch trị giá 3,4 nghìn tỷ đồng (vốn đầu tư XDCB 3,4 nghìn tỷ đồng) nhằm cắt giảm chi phí logistics; và (3) Nhà kho với sức chứa 12.000 tấn và cơ sở sản xuất CO₂ cấp thực phẩm với kế hoạch chạy thử vào năm 2025. Các dự án này sẽ hỗ trợ cho đà tăng trưởng dài hạn và kế hoạch tối ưu chi phí, nhưng hiện vẫn chưa được đưa vào mô hình định giá của chúng tôi.

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng nhờ triển vọng tích cực từ các mảng urê/ NPK, cùng với khoản tiết kiệm từ thuế GTGT

Hình 24: Dự báo năm 2025

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/dự báo cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	65	-19%	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	465	430	-8%	6%	(b) Do giá FO nửa đầu năm 2025 ghi nhận ở mức cao hơn kỳ vọng, đạt 450 USD/tấn (-5% YoY).
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	9,7	8,8	-9%	2%	
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)	9.382	9.747	4%	2%	(b) Chúng tôi ghi nhận đà tăng trưởng mạnh của giá urê Trung Đông (400 USD/tấn, +17% YoY) và giá urê trong nước (+10% YoY) trong quý 2.
Giá bán NPK trung bình (đồng/kg)	11.344	11.685	3%	-1%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	821	814	-1%	1%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	247	288	17%	0%	
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	13.456	14.739	10%	-3%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giảm 20% doanh thu mảng thương mại xuống mức 2,4 nghìn tỷ đồng (so với mức 415 tỷ đồng ghi nhận trong quý 1/2025), qua đó làm giảm thiểu tác động từ mức tăng đối với dự báo doanh thu mảng urê của chúng tôi.
Giá vốn hàng bán	-10.942	-11.631	6%	-4%	(b) Mức giảm dự kiến của chúng tôi đối với chi phí thương mại sẽ bù đắp cho mức tăng đối với dự báo chi phí khí.
Lợi nhuận gộp	2.513	3.109	24%	2%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.014	-1.017	0%	5%	(b) Chúng tôi dự báo khoản chi phí này sẽ đi ngang so với cùng kỳ năm trước mặc tăng YoY dự kiến của doanh thu, do chúng tôi kỳ vọng chi phí quảng cáo sẽ giảm từ mức cơ sở cao của năm 2024.
Chi phí G&A	-481	-486	1%	-3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.018	1.605	58%	2%	
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.	
LNTT	1.522	1.919	26%	2%	DCM đã công bố LNTT sơ bộ giai đoạn nửa đầu năm ở mức 1.054 tỷ đồng (+6% YoY so với số liệu báo cáo, 28% YoY so với số liệu cốt lõi).
LNST	1.428	1.723	21%	2%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.420	1.721	21%	2%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 15% YoY của LNST mảng urê (do chi phí khí giảm và giá bán trung bình tăng YoY), (2) mức tăng gấp 2,4 lần của LNST mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng và chi phí khí giảm YoY), cùng với (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 3% đối với dự báo LNST mảng urê của chúng tôi.
LNST sau lợi ích CBTS cốt lõi	1.233	1.721	40%	2%	
EBITDA	1.286	1.934	50%	2%	
Biên LN					
			Δ điểm %	Δ điểm %	
Biên LN gộp	18,7%	21,1%	2,4 điểm %	1,0 điểm %	Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 1,3 điểm % đối với dự báo biên lợi nhuận gộp mảng urê của chúng tôi.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,5%	6,9%	-0,6 điểm %	0,5 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	3,6%	3,3%	-0,3 điểm %	0,0 điểm %	

Nguồn: DCM, Vietcap (* Vietcap ước tính)

Triển vọng năm 2026: Đà tăng trưởng liên tục của biên lợi nhuận mảng urê, mức tăng của hiệu suất hoạt động mảng NPK, cùng với khoản tiết kiệm cả năm từ thuế GTGT dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận

Hình 25: Dự báo năm 2026

	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định về tăng trưởng YoY của Vietcap
Giá & Sản lượng				
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	65	0%	
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	430	390	-9%	Chúng tôi dự báo giá FO sẽ thấp hơn giá dầu Brent trong năm 2026 (65 USD/thùng, đi ngang YoY) sau ba năm liên tiếp ở mức cao hơn.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	8,8	8,4	-5%	
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)	9.747	9.577	-2%	Dựa theo mức giảm 4% YoY dự kiến của chúng tôi đối với giá urê Trung Đông
Giá bán NPK trung bình (đồng/kg)	11.685	11.685	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	814	802	-1%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	288	420	46%	Hiệu suất hoạt động của các nhà máy NPK/KVF của DPM dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng YoY lên mức 80%/50%, phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo DCM.
KQKD (tỷ đồng)				
Doanh thu	14.739	16.028	9%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng YoY dự kiến của sản lượng bán NPK.
Giá vốn hàng bán	-11.631	-12.335	6%	
Lợi nhuận gộp	3.109	3.693	19%	Do tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng biên lợi nhuận gộp.
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.017	-1.026	1%	
Chi phí G&A	-486	-529	9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.605	2.138	33%	
Thu nhập tài chính	399	433	9%	
Chi phí tài chính	-85	-76	-11%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	0	0	N.M.	
LNTT	1.919	2.496	30%	
LNST	1.723	2.227	29%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.721	2.224	29%	Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng gấp 2,4 lần YoY của tăng trưởng LNST mảng NPK (do hiệu suất hoạt động tăng), (2) mức tăng YoY của LNST mảng urê (do mức giảm YoY của chi phí khí sẽ bù đắp cho mức giảm của giá bán trung bình), cùng với (3) khoản tiết kiệm từ thuế GTGT.
EBITDA	1.934	2.467	28%	
Biên LN			Δ điểm %	
Biên LN gộp	21,1%	23,0%	2,0 điểm %	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) sự cải thiện biên lợi nhuận gộp của các mảng NPK/urê, cùng với (2) khoản tiết kiệm cả năm từ thuế GTGT.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	6,9%	6,4%	-0,5 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	3,3%	3,3%	0,0 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 tăng 5,2% giá mục tiêu lên mức 40.700 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với DCM. Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chúng tôi tăng 3,6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi (với các mức thay đổi lần lượt là +1,9%/+5,8%/+12,0%/-2,1%/+0,5% cho các năm 2025/26/27/28/29)

Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi

- Mức tăng 15% của tổng LNST mảng urê, nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng trung bình 6,1% của giá bán urê trung bình (sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng 11,7% dự báo giá bán urê Trung Đông trung bình của chúng tôi), qua đó bù đắp cho mức tăng 5,7% của giá khí trung bình. Chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng đáng kể 13%/13% đối với giá khí đầu vào các năm 2028/29, do chúng tôi đã cộng thêm 1 USD/triệu BTU vào giá khí dựa theo các điều khoản trong thỏa thuận mua khí mới, theo DCM.
- Yếu tố này bù đắp cho mức giảm 21% của chúng tôi đối với tổng LNST dự kiến mảng NPK, mà chủ yếu xuất phát từ mức giảm đối với dự báo biên lợi nhuận ròng của chúng tôi do các chi phí liên quan tăng, sau khi DCM công bố kết quả LNST mảng NPK thấp hơn dự kiến trong năm 2024, chỉ đạt xấp xỉ 80 tỷ đồng (thấp hơn 50% so với ước tính trước đó của chúng tôi).

Chúng tôi vẫn tiếp tục giữ nguyên triển vọng tích cực đối với mảng NPK, mà trong đó, chúng tôi dự báo LNST giai đoạn 2024-29 sẽ tăng trưởng với mức CAGR 58%, và đạt mức 770 tỷ đồng trong năm 2029 (khoảng 33% tổng LNST của DCM). Đà tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi việc chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động mảng NPK của các nhà máy NPK/KVF sẽ lần lượt tăng dần từ mức 52%/25% trong năm 2024 lên mức 100%/85% trong năm 2029, phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo. Cả DCM và DPM đều kỳ vọng hiệu suất hoạt động mảng NPK sẽ gia tăng nhờ giành lại được thị phần từ các sản phẩm giả trên thị trường, mà cũng một phần được phản ánh qua mức tăng mạnh đối với sản lượng bán NPK của các công ty này trong giai đoạn nửa đầu năm 2025. Sản lượng bán NPK sơ bộ giai đoạn nửa đầu năm 2025 (không bao gồm KVF) là 116.000 tấn (+51% YoY), tương đương khoảng 53% dự báo trước đây của chúng tôi, qua đó củng cố dự báo tăng trưởng sản lượng bán của chúng tôi

Hình 26: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu	40.700
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	13,6x
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu	10,5x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	6,9x
EV/EBITDA dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu	5,1x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

DCM hiện có kế hoạch vốn đầu tư XDCB lớn đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi, bao gồm:

- **Khí và hóa chất công nghiệp:** vốn đầu tư XDCB là 200 triệu USD, doanh thu dự kiến là 5–6 nghìn tỷ đồng, chuyên xử lý và thu hồi các loại khí N₂, O₂, Ar, H₂ và CO₂.
- **Dự án nhà máy và cảng Nhơn Trạch** (tổng vốn đầu tư XDCB là 3,4 nghìn tỷ đồng) với công suất sản xuất 150.000 tấn phân bón khác và 450.000 tấn hàng hóa qua cảng, dự kiến sẽ: (1) tăng công suất tồn kho để có thể ngay lập tức đáp ứng nhu cầu của thị trường, (2) giảm chi phí logistics, và (3) cung cấp dịch vụ cảng cho tàu có tải trọng đến 45.000 tấn. Dự án nhà máy và cảng Nhơn Trạch hiện đang lập quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500.
- **Các hạng mục khác:** Sản xuất CO₂ cấp thực phẩm dự kiến bắt đầu vận hành thử nghiệm quy mô nhỏ vào tháng 4/2025 và sẽ được mở rộng sau đó. Kho chứa 12.000 tấn tại nhà máy DCM đã khởi công từ tháng 2/2025 và dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2026.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi chưa đưa các dự án trên vào mô hình định giá của chúng tôi, tuy nhiên chúng tôi nhìn chung vẫn tiếp tục duy trì giả định của chúng tôi về vốn tái đầu tư, cụ thể: 800 tỷ đồng cho năm 2025 và 500 tỷ đồng mỗi năm cho giai đoạn 2026–2028F.

Hình 27: Giả định và định giá CKDT

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.605	2.138	2.255	2.003	2.161
- Thuế	-161	-214	-226	-200	-216
+ Chiết khấu	329	329	329	329	329
- Vốn XDCB	-800	-500	-500	-500	-750
- Tăng vốn lưu động	429	-221	86	-206	-110
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.402	1.532	1.945	1.425	1.413
GTHT của DTTD	1.321	1.280	1.440	936	822
Tổng GTHT của DTTD	1.321	2.600	4.040	4.976	5.798

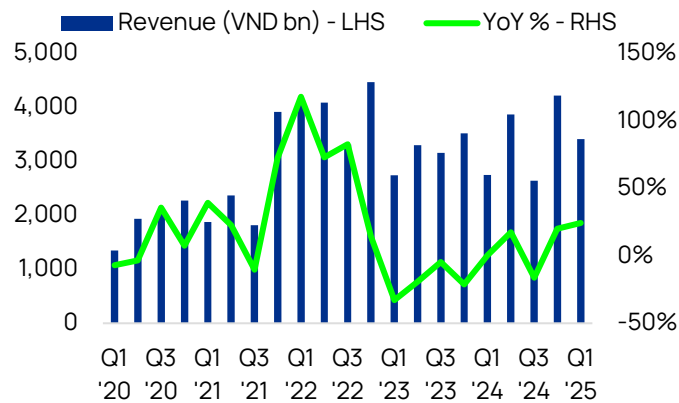
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phí rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	7,0	11,4
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,8	12,8

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	5.798
GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	7.600
GTHT của DTTD và giá trị cuối	13.399
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	9.268
Trừ: Nợ	1.053
Trừ: Lợi ích CBTS	35
Giá trị vốn chủ sở hữu	20.469
SL CP pha loãng (triệu)	530
Giá trị CKDT/CP (VND)	40.700

Nguồn: Vietcap

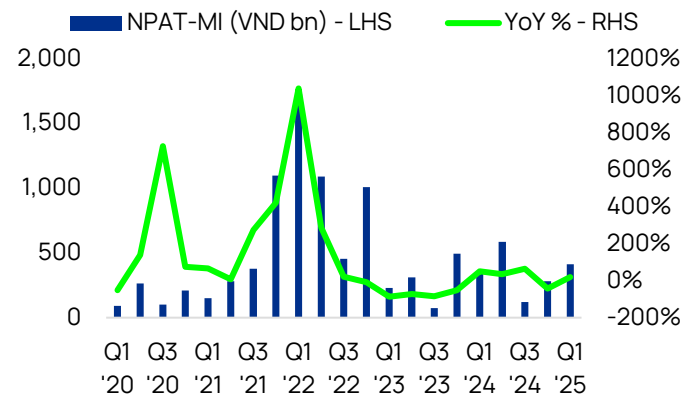
KQKD hàng quý

Hình 28: Doanh thu hàng quý của DCM



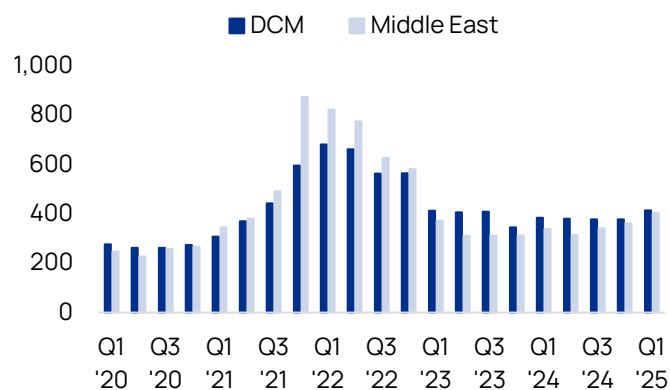
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 29: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DCM



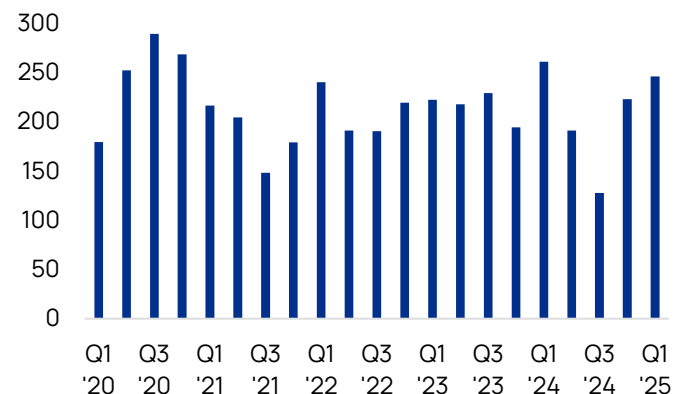
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 30: Giá bán urê trung bình của DCM so với Trung Đông (USD/tấn)



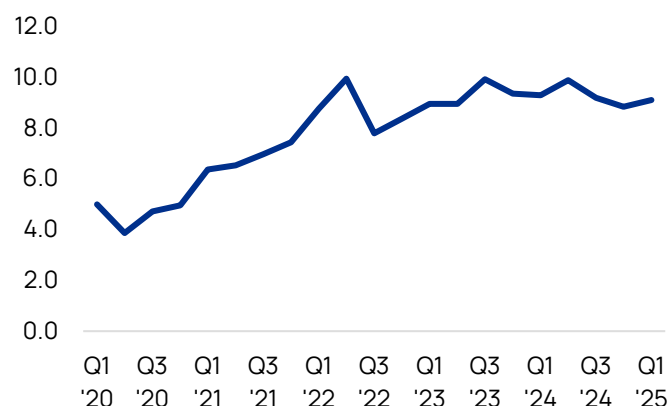
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 31: Sản lượng urê của DCM (nghìn tấn)



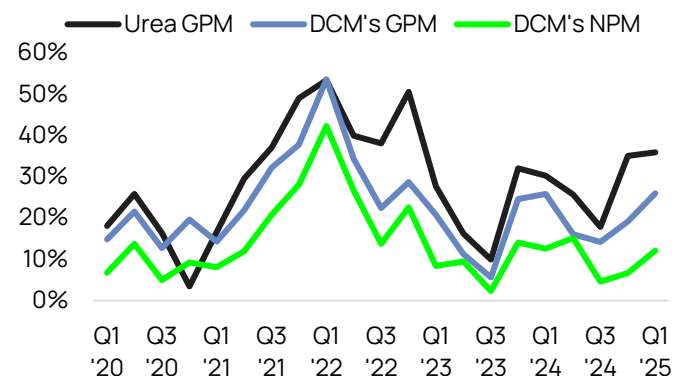
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 32: Giá khí đầu vào của DCM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 33: Biên lợi nhuận gộp mảng urê, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của DCM (%)



Nguồn: DCM, Vietcap

DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	13.456	14.739	16.028	16.746
Giá vốn hàng bán	-10.942	-11.631	-12.335	-12.966
Lợi nhuận gộp	2.513	3.109	3.693	3.779
Chi phí bán hàng	-1.014	-1.017	-1.026	-971
Chi phí quản lí DN	-481	-486	-529	-553
LN từ HĐKD	1.018	1.605	2.138	2.255
Thu nhập tài chính	382	399	433	486
Chi phí tài chính	-77	-85	-76	-78
Trong đó, chi phí lãi vay	-44	-46	-43	-46
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi ròng khác	199	0	0	0
LNTT	1.522	1.919	2.496	2.663
Thuế TNDN	-94	-196	-269	-294
LNST trước CĐTS	1.428	1.723	2.227	2.369
Lợi ích CĐTS	-8	-2	-2	-3
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.420	1.721	2.224	2.366
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi	1.233	1.721	2.224	2.366
EBITDA	1.286	1.934	2.467	2.584
EPS báo cáo, VND	2.466	2.989	3.863	4.111
EPS cốt lõi, VND	2.091	2.989	3.863	4.111
EPS pha loãng, VND	2.091	2.989	3.863	4.111
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	81%	67%	52%	49%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	7,0%	9,5%	8,7%	4,5%
TT LN từ HĐKD	49,1%	57,7%	33,2%	5,5%
TT EPS báo cáo	28,0%	21,2%	29,2%	6,4%
TT EPS cốt lõi	8,5%	43,0%	29,2%	6,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	18,7%	21,1%	23,0%	22,6%
Biên LN từ HĐKD	7,6%	10,9%	13,3%	13,5%
Biên EBITDA	9,6%	13,1%	15,4%	15,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,6%	11,7%	13,9%	14,1%
ROE	14,1%	16,4%	19,5%	18,7%
ROA	9,2%	10,7%	13,1%	12,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	85,2	85,2	85,2	78,0
Số ngày phải thu	12,1	15,1	18,1	21,1
Số ngày phải trả	60,1	65,1	70,1	75,1
TG luân chuyển tiền	37,3	35,3	33,3	24,1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,8	2,8	2,9	3,1
CS thanh toán nhanh	2,1	2,2	2,3	2,5
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,5	0,8
Nợ/Tài sản	8,6%	6,4%	6,0%	5,5%
Nợ/Vốn sử dụng	11,7%	8,9%	8,1%	7,3%
Nợ/Vốn CSH	-74,9%	-76,0%	-75,0%	-76,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	22,9	34,9	49,2	48,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	1.903	2.229	2.543	3.768
Đầu tư TC ngắn hạn	7.039	7.039	7.500	7.500
Các khoản phải thu	529	611	796	969
Hàng tồn kho	2.950	2.716	2.881	2.771
TS ngắn hạn khác	500	500	500	500
Tổng TS ngắn hạn	12.921	13.095	14.220	15.508
TS dài hạn (gộp)	17.637	18.437	18.937	19.437
- Khấu hao lũy kế	-15.090	-15.419	-15.747	-16.076
TS dài hạn (ròng)	2.547	3.019	3.190	3.361
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	261	261	261	261
Tổng TS dài hạn	2.808	3.279	3.451	3.622
Tổng Tài sản	15.730	16.375	17.671	19.130
Khoản phải trả	1.612	2.073	2.368	2.666
Nợ ngắn hạn	1.229	1.000	1.000	1.000
Nợ ngắn hạn khác	1.840	1.656	1.490	1.341
Tổng nợ ngắn hạn	4.681	4.729	4.858	5.008
Nợ dài hạn	120	53	53	53
Nợ dài hạn khác	751	751	751	751
Tổng nợ dài hạn	5.552	5.534	5.663	5.812
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.294	5.294	5.294	5.294
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.850	5.512	6.677	7.984
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	33	35	37	40
Vốn chủ sở hữu	10.177	10.841	12.008	13.318
Tổng cộng nguồn vốn	15.730	16.375	17.671	19.130
CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	2.284	1.903	2.229	2.543
Thu nhập ròng	1.420	1.721	2.224	2.366
Khấu hao	268	329	329	329
Thay đổi vốn lưu động	-1.220	429	-221	86
Điều chỉnh khác	-390	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	78	2.479	2.332	2.782
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-787	-800	-500	-500
Đầu tư, ròng	928	0	-461	0
Tiền từ HĐ đầu tư	141	-800	-961	-500
Cổ tức đã trả	-1.059	-1.059	-1.059	-1.059
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	383	-229	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	117	-66	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-66	2	2	3
Tiền từ hoạt động TC	-625	-1.353	-1.057	-1.057
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-381	326	314	1.225
Tiền cuối năm	1.903	2.229	2.543	3.768

Nguồn: DCM, Vietcap

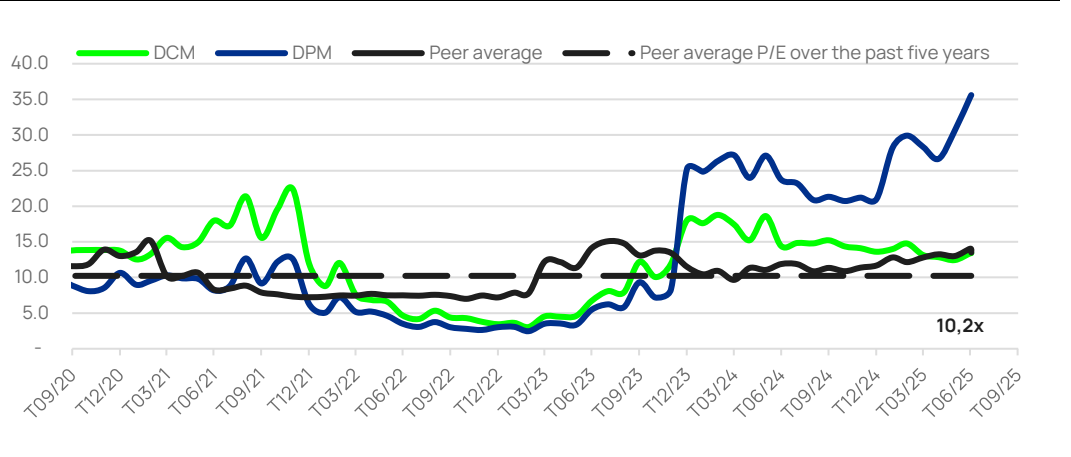
Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 34: 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	6.439	4.712	16,6	491	-8,2	27,2	11,5	2,8	13,0	11,5	1,5	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	2.774	4.197	18,7	260	76,0	63,1	10,2	3,4	10,6	10,2	1,0	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.251	1.659	-8,0	149	-55,0	-58,4	5,8	6,2	8,3	9,3	0,5	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	916	3.212	-1,5	203	23,0	96,2	17,5	5,1	4,4	6	0,7	4,5
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	7.825	2.849	9,2	244	25,8	-32,3	20,2	0,5	39,0	29,1	6,0	20,9
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	2.567	1.969	-7,4	195	29,3	-11,1	20,6	1,5	13,3	12,5	2,5	9,7
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	N/A	1.458	26	78	1,5	42,8	14,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	746	874	-9	131	36	3,3	26,1	6,9	5,8	6,0	1,4	2,6
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	N/A	864	4,2	101	675	-52,9	53,5	N/A	N/A	N/A	N/A	0,9
Trung vị		2.567	1.969	4,2	195	25,8	3,3	17,5	3,4	10,6	10,2	1,4	4,5
Trung bình		3.217	2.422	5,4	206	89,3	8,7	20,0	3,8	13,5	12,0	1,9	7,7
DPM	Việt Nam	583	566	5,1	19	-8,6	-64,5	4,7	5,2	28,5	16,9	1,3	9,4
DCM	Việt Nam	685	559	12,2	59	21,1	-68,1	13,2	5,9	12,8	12,1	1,7	7,3

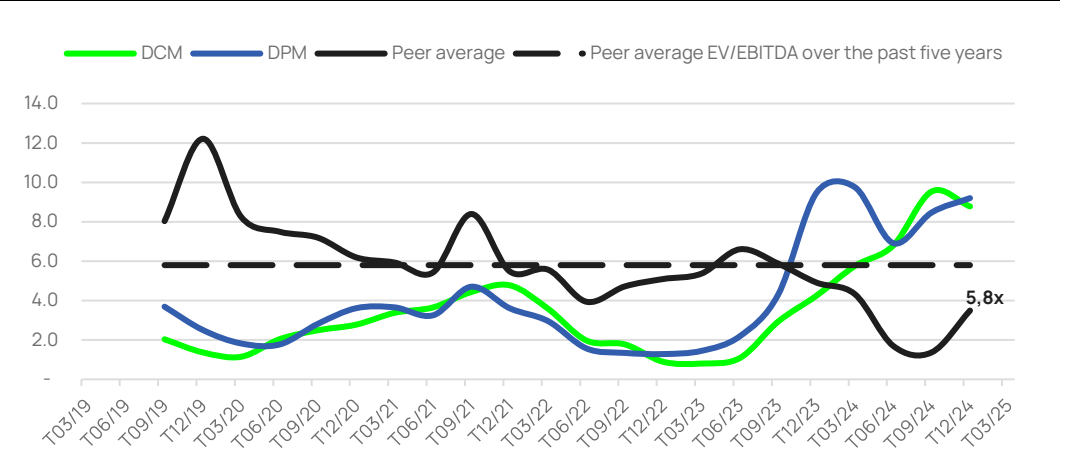
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 02/07/2025)

Hình 35: 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 02/07/2025)

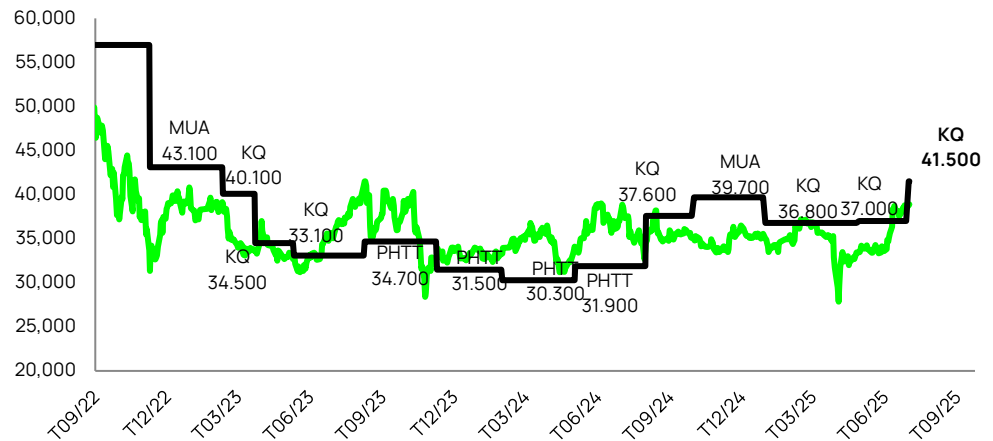
Hình 36: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (TTM hệ số EV/EBITDA trượt 12T là dữ liệu hàng quý tính đến ngày 02/07/2025)

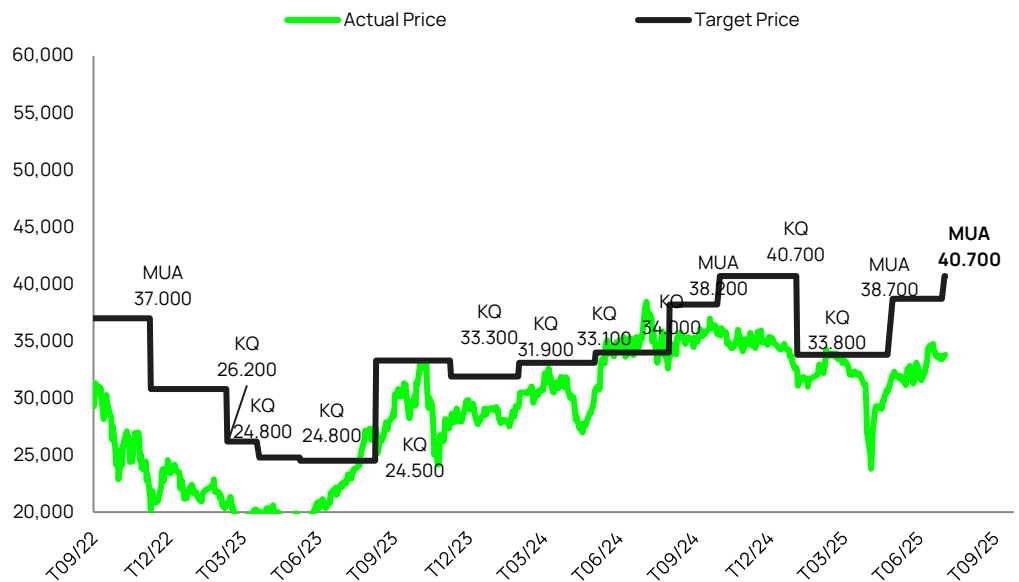
Diễn biến khuyến nghị

Hình 37: 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)

Hình 38: 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)

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Kim Liên, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Phường Cửa Nam, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

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 Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

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, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

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

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Khuyến cáo

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