

27/08/2025

KHUYẾN NGHỊ GIA TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hợp lý	35,500
Giá hiện tại	31,400
Tiềm năng tăng giá	13.1%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr)	146.1
Free float (%)	36%
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,515
KLGD bình quân 3 tháng (cp)	2,427,466
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	31,500
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	14,000

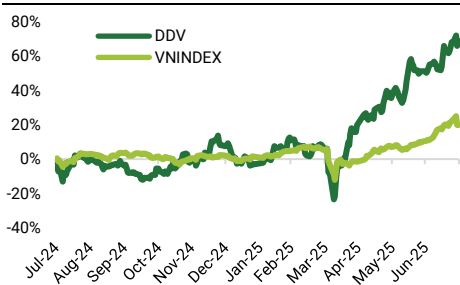
CƠ CẤU SỞ HỮU

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	64.0%
Khác	36.0%

CHỈ SỐ CHÍNH

EPS trượt (đồng)	1,152
BVPS (đồng)	12,161
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	8.09%
ROE (%)	9.68%
P/E	26.88
P/B	2.54
Hiệu suất cổ tức (%)	2.91%

HIỆU SUẤT CỔ PHIẾU



HỒ SƠ DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (HSX: DDV), thành lập năm 2008, là thành viên của Vinachem và là nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên tại Việt Nam. Nhà máy tại Hải Phòng có công suất thiết kế 330,000 tấn/năm, là nhà máy sản xuất DAP lớn nhất cả nước, chiếm 28% thị phần. Ngoài ra, DDV đang mở rộng kinh doanh hóa chất.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mai Hoa
hoannnguyenmai@phs.vn

TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG NHỜ ĐIỀU KIỆN THỊ TRƯỜNG TÍCH CỰC

- Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (HSX: DDV) là đơn vị tiên phong trong sản xuất phân bón DAP tại Việt Nam. Với công suất thiết kế 330,000 tấn/năm, DDV hiện giữ vị thế nhà sản xuất DAP lớn nhất cả nước, chiếm khoảng 28% thị phần nội địa.
- DDV đang triển khai dự án sản xuất phân bón MAP với công suất thiết kế 60,000 tấn/năm. Đây được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng quan trọng, đóng góp vào sự phát triển dài hạn của công ty.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIA TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu DDV dựa trên triển vọng tích cực của ngành phân bón năm 2025 và tiềm năng lớn của doanh nghiệp sản xuất DAP hàng đầu Việt Nam.
- Trong nửa đầu năm 2025, kết quả kinh doanh của DDV cải thiện đáng kể nhờ nhu cầu ổn định, giá bán tăng và chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi. Chúng tôi dự báo xu hướng tích cực này sẽ còn được duy trì đến hết năm 2025.

Điểm nhấn tài chính

Doanh thu thuần 6T25 tăng 60.2% svck, đạt 2,756 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng (+12.2% svck) và giá bán bình quân tăng (+19.5% svck).

Doanh thu từ bán amoniac (NH₃) cũng ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể, gấp 2.1 lần svck lên 479 tỷ đồng trong 6T25.

LNTT tăng mạnh nhờ biên LN gộp cải thiện và quản lý hoạt động hiệu quả.

Luận điểm tài chính

Nhu cầu phân bón trong nước và xuất khẩu gia tăng

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ DAP của DDV sẽ tăng 11% svck năm 2025, nhu cầu DAP trong nước kỳ vọng tăng 12% svck. Doanh thu mảng DAP của DDV được dự phóng tăng 32.0% svck lên 4,336 tỷ đồng năm 2025 và giảm 12.6% svck vào 2026 khi nhu cầu dịu bớt và giá bán hạn nhiệt.

Biên LN kỳ vọng mở rộng nhờ giá bán tăng và chi phí sản xuất được tối ưu

Chúng tôi kỳ vọng biên LN mảng DAP cải thiện đáng kể 6.5 điểm % năm 2025 nhờ vào (1) sự phục hồi của giá bán và (2) chi phí sản xuất được tối ưu. Tính đến cuối T6/25, nhà máy DAP Đình Vũ đã được khấu hao hết, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao sẽ giảm 50 tỷ đồng so với năm 2024. Ngoài ra, khi toàn bộ thuế GTGT đầu vào đối với nguyên vật liệu được khấu trừ, chi phí sản xuất của công ty sẽ giảm khoảng 6%.

Mở rộng sang mảng kinh doanh hóa chất

DDV đang đẩy mạnh kinh doanh hóa chất, cụ thể là nhập khẩu và phân phối khí amoniac (NH₃) nhờ sở hữu những lợi thế sẵn có để kinh doanh và phân phối hóa chất. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán hóa chất của DDV sẽ tăng gấp 9 lần svck, đạt khoảng 505 tỷ đồng trong năm 2025 nhờ nhu cầu hóa chất và sản xuất phân bón trong nước tăng.

Dự án sản xuất MAP là động lực tăng trưởng mới

DDV hiện đang triển khai dự án nhà máy sản xuất phân bón MAP (Mono-ammonium Phosphate) với công suất thiết kế 60,000 tấn/năm. Tính đến cuối Q1/25, công ty đang trong quá trình đấu thầu để lựa chọn nhà thầu EPC. Nhà máy dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào Q3/26 sau 15 tháng xây dựng.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu DDV. Khuyến nghị đối với DDV là GIA TĂNG TỶ TRỌNG, với giá mục tiêu 35,500 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 13.1%.

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	13.6%	-2.7%	5.8%	47.6%	-10.2%
Tăng trưởng LN gộp	30.3%	-47.3%	39.8%	123.8%	-20.6%
Tăng trưởng LN ròng	88.7%	-80.9%	144.1%	193.7%	-23.8%
Biên LN gộp	15.1%	8.2%	10.8%	17.0%	15.0%
Biên LN ròng	11.0%	2.2%	5.0%	10.4%	8.9%
ROE	20.0%	4.1%	9.5%	29.6%	20.9%
ROA	17.0%	3.6%	7.5%	23.5%	17.4%
Nợ/VCSH	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2

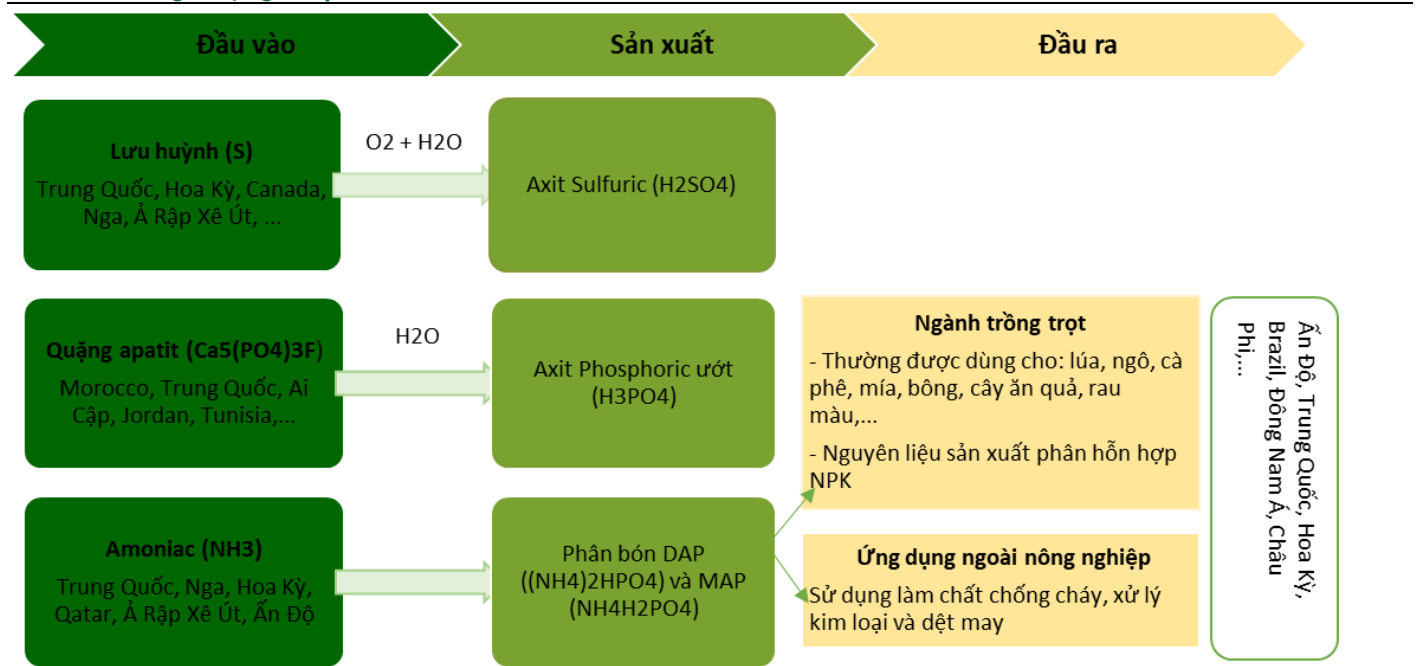
Nguồn: PHS

Tổng quan ngành phân bón thế giới

Lợi thế sản xuất thuộc về các quốc gia có sẵn quặng apatit

Quặng apatit là nguyên liệu quan trọng nhất trong sản xuất phân lân (phân chứa lượng lớn phosphor), các quốc gia có lợi thế tự cung cấp apatit sẽ có lợi thế trong sản xuất phân lân nói chung và phân phức hợp chứa phosphor DAP & MAP nói riêng. Hiện nay, Morocco sở hữu khoảng 70% trữ lượng phosphate toàn cầu, tương đương 50 tỷ tấn. Nguồn cung quặng sẵn có cùng với việc đầu tư vào khai thác khiến chi phí quặng apatit ở nước này thấp hơn, phân lân sản xuất ra cũng có lợi thế cạnh tranh về giá đáng kể so với những nơi khác trên thế giới. Morocco hiện là nhà xuất khẩu phân phosphate và DAP/MAP lớn nhất thế giới, chiếm 30–35% thị phần toàn cầu.

Hình 1: Chuỗi giá trị ngành phân bón DAP&MAP



Nguồn: PHS

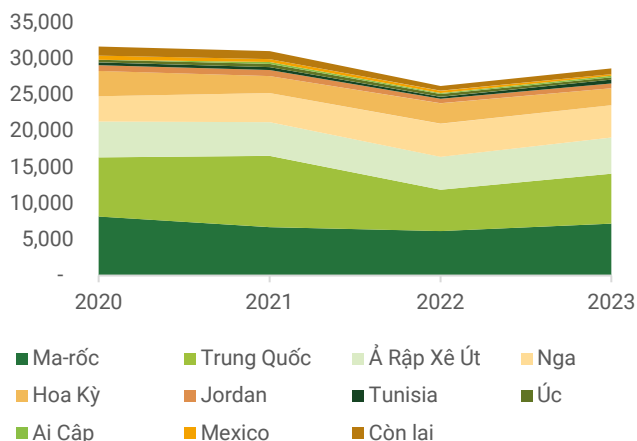
Trung Quốc đứng trong top 3 thế giới về trữ lượng phosphate (~3.2 tỷ tấn), tập trung tại Tứ Xuyên, Hồ Bắc, Quý Châu. Từ những năm 1990, Trung Quốc đã đầu tư mạnh vào công nghệ sản xuất axit phosphoric, DAP & MAP. Hiện Trung Quốc là nhà sản xuất và tiêu thụ DAP&MAP lớn nhất thế giới.

Thị trường DAP toàn cầu chủ yếu chịu chi phối bởi Trung Quốc và Ấn Độ

Về sản lượng, sản lượng DAP toàn cầu đạt khoảng 32 triệu tấn năm 2024, trong đó Trung Quốc, Morocco, Hoa Kỳ và Nga chiếm tới 80% nhờ sở hữu nguồn quặng apatit dồi dào.

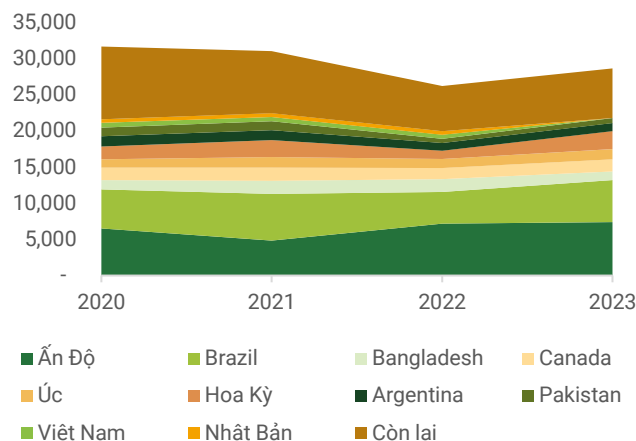
Về nhu cầu, tổng lượng tiêu thụ toàn cầu đạt khoảng 30,8 triệu tấn, tập trung chủ yếu tại Trung Quốc, Ấn Độ và Brazil. Riêng Ấn Độ – quốc gia nhập khẩu DAP lớn nhất thế giới với 5,57 triệu tấn – tiêu thụ khoảng 10 triệu tấn, tương đương hơn 30% tổng mức tiêu thụ toàn cầu.

Hình 2: Trung Quốc và Morocco lần lượt là các quốc gia sản xuất và xuất khẩu DAP&MAP lớn nhất thế giới



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 3: Ấn Độ và Brazil là hai quốc gia nhập khẩu DAP lớn nhất thế giới



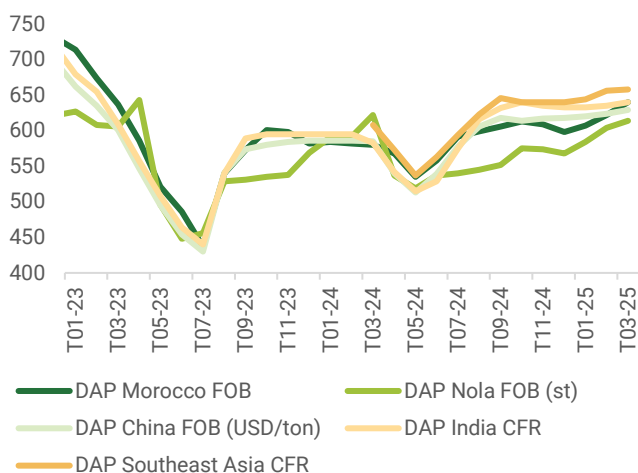
Nguồn: PHS tổng hợp

Thị trường DAP toàn cầu ảnh hưởng lớn bởi Trung Quốc và Ấn Độ. Vào năm 2022 và 2024-25, khi Trung Quốc áp đặt lệnh hạn chế xuất khẩu DAP, giá DAP thế giới đã lập tức phản ứng và bật tăng mạnh ngay sau đó. Ngoài ra, thị trường còn chịu tác động bởi những chính sách từ Ấn Độ và Brazil, hai quốc gia tiêu thụ và nhập khẩu DAP&MAP lớn nhất thế giới. Từ 2024 đến nay, Chính phủ Ấn Độ đã ban hành gói trợ cấp lớn cho phân bón, nhằm khuyến khích sản xuất nông nghiệp trong nước, và Brazil mở rộng diện tích trồng ngô và đậu tương góp phần khiến cho giá DAP toàn cầu tăng đáng kể thời gian gần đây (đề cập bên dưới).

Giá bán DAP tại Đông Nam Á cao hơn so với các khu vực khác

Ma-rốc, Trung Quốc, Ai Cập và Jordan nắm giữ nguồn quặng apatit dồi dào, nhờ đó có lợi thế về chi phí khai thác và sản xuất. Ngược lại, các quốc gia Đông Nam Á thiếu nguồn cung nội địa về apatit, amoniac (NH_3) và lưu huỳnh, nên phải nhập khẩu khối lượng lớn DAP. Điều này khiến giá bán trung bình DAP tại khu vực Đông Nam Á thường cao hơn so với mặt bằng chung toàn cầu.

Hình 4: Giá bán bình quân của DAP tại Đông Nam Á cao hơn so với các khu vực khác



Nguồn: Agromonitor

Bảng 1: Nguyên liệu chính để sản xuất phân DAP và nguồn cung

Nguyên liệu chính	Tỷ trọng NVL	Chức năng	Nguồn cung
Quặng apatit	60-70%	Cung cấp phosphor	Maroc (70-75%), Trung Quốc (5-6%), Ai Cập, Jordan, Tunisia,...
Amoniacc (NH_3)	20-30%	Cung cấp Nito	Trung Quốc, Nga, Mỹ, Qatar, Ả Rập Xê-út, Ấn Độ
Lưu huỳnh/Axit sulfuric ($\text{S}/\text{H}_2\text{SO}_4$)	5-10%	Axit để xử lý quặng apatit	Trung Quốc, Mỹ, Canada, Nga, Ả Rập Xê-út, ... (là sản phẩm phụ của ngành lọc hóa dầu)
Khác	5%		

Nguồn: PHS tổng hợp

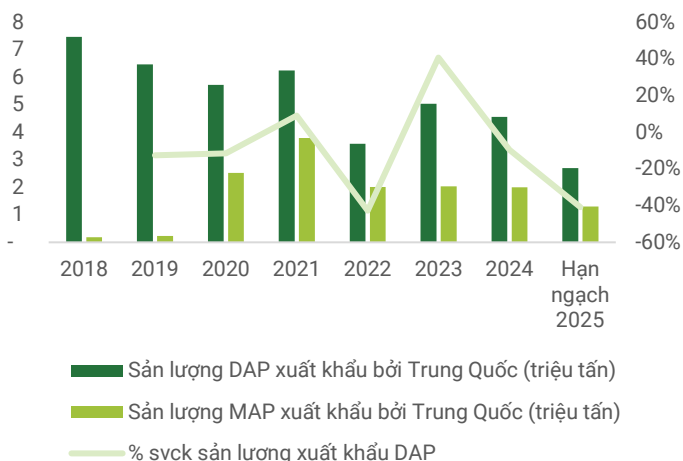
Giá DAP tăng do nhu cầu mạnh và nguồn cung khan hiếm

Nguồn cung thiếu hụt do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu

Thị trường phân bón, bao gồm phân bón chứa photphor tiếp tục đối mặt với tình trạng nguồn cung hạn chế khi Trung Quốc áp đặt hạn ngạch xuất khẩu hạn chế. Trong năm 2024, xuất khẩu phân lân của Trung Quốc giảm 10% svck do Chính phủ triển khai các biện pháp nhằm giữ giá nội địa ở mức thấp và đảm bảo nguồn cung cho sản xuất pin LFP (lithium sắt phosphate, sản xuất từ quặng phosphate) sử dụng trong xe điện.

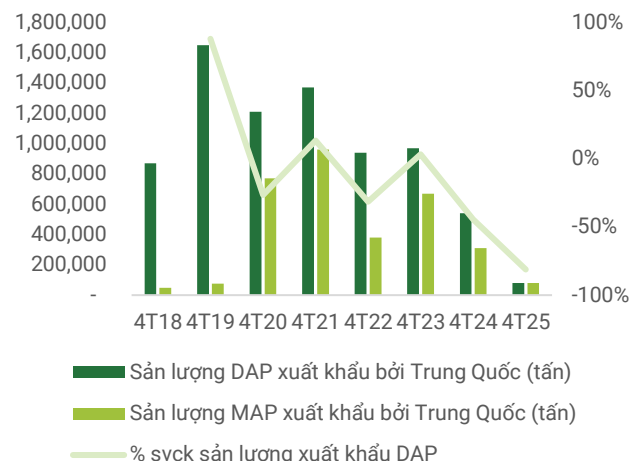
Năm 2025, Trung Quốc tiếp tục duy trì hạn ngạch xuất khẩu phân bón, bao gồm DAP. Theo số liệu từ Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia Trung Quốc (NDRC), hạn ngạch xuất khẩu DAP của Trung Quốc trong năm 2025 giảm 46% svck, xuống khoảng 2.5–3 triệu tấn. Tính đến T4/25, Trung Quốc chỉ xuất khẩu khoảng 80,000 tấn DAP trong 4T25 – mức thấp nhất trong vòng 23 năm và giảm 81.2% svck.

Hình 5: Năm 2024, Trung Quốc xuất khẩu 4.5 triệu tấn DAP giảm 42%, trong khi xuất khẩu 2 triệu tấn MAP tăng 13% svck



Nguồn: TCHQ Trung Quốc

Hình 6: Trong 4T25, Trung Quốc xuất khẩu khoảng 80,000/80,000 tấn DAP&MAP giảm 81.2%/74.2% svck



Nguồn: TCHQ Trung Quốc

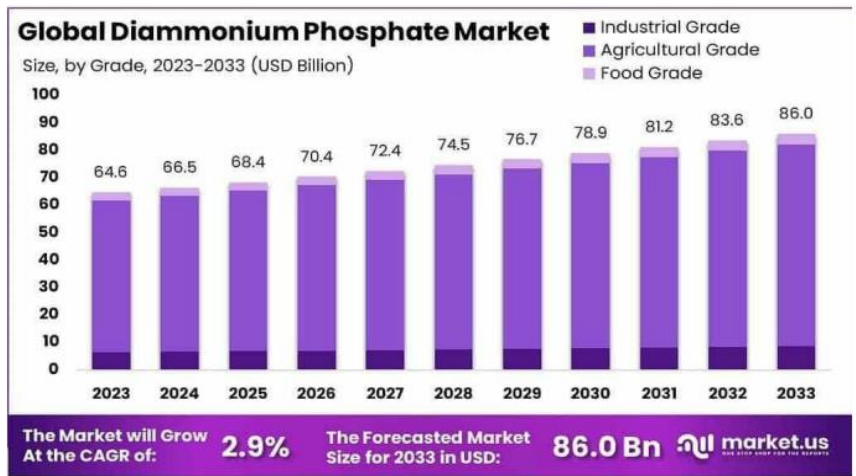
Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng Trung Quốc vẫn duy trì việc kiểm soát xuất khẩu DAP/MAP trong 2026-27, để đảm bảo cho (1) an ninh lương thực trong nước, (2) mục tiêu môi trường và (3) phát triển ngành pin và công nghệ đang được ưu tiên mạnh mẽ. Tuy nhiên, các đợt nói lỏng tạm thời hoặc gián đoạn có thể xuất hiện tùy mức tồn kho hoặc áp lực của thị trường toàn cầu. Sự khan hiếm nguồn cung này tạo áp lực tăng giá mạnh trên thị trường toàn cầu, nhất là tại châu Á và châu Phi.

Tiêu thụ phân DAP tăng tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương, Nam Á và châu Phi

Nhu cầu tiêu thụ phân phức hợp gia tăng, điển hình là phân DAP

Năm 2024, tổng tiêu thụ phân bón toàn cầu ước đạt 203.7 triệu tấn dưỡng chất (N-P-K), trong đó phân đạm chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp theo là phân lân (DAP, MAP, super lân) và phân kali. Xu hướng tiêu thụ đang chuyển từ phân đơn sang phân phức hợp như NPK, DAP, MAP tại các khu vực Châu Á, Nam Mỹ và Châu Phi nhằm tối ưu hóa và giảm chi phí lao động. DAP sẽ là sản phẩm chủ lực của xu hướng này, Market.US dự phóng CAGR thị trường DAP toàn cầu dự kiến tăng 2.9%/năm giai đoạn 2024–2033.

Hình 7: Market.US dự phóng CAGR thị trường DAP toàn cầu dự kiến tăng 2.9%/năm giai đoạn 2024–2033



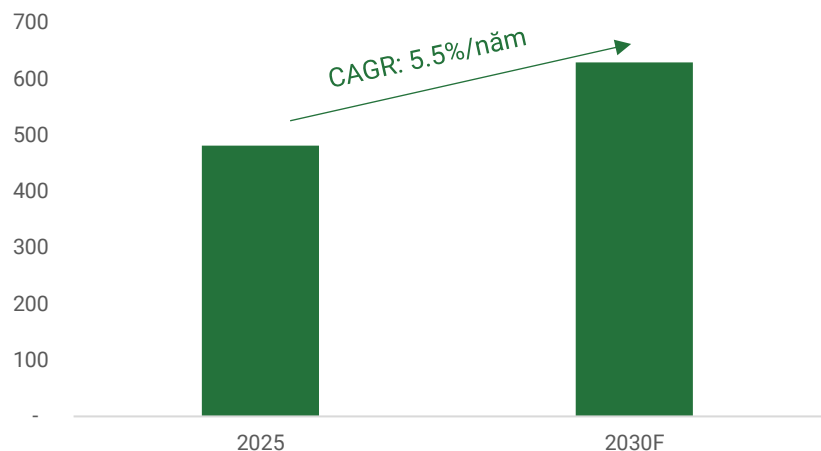
Nguồn: MARKET.US

Ấn Độ – thị trường trọng điểm, trợ giá mạnh tay để ổn định sản xuất

Nhu cầu DAP tại Ấn Độ được dự báo tiếp tục tăng nhờ diện tích trồng trọt lớn và xu hướng tối ưu hóa nông nghiệp. Trước rủi ro từ bất ổn địa chính trị và thời tiết cực đoan, Chính phủ đẩy mạnh các biện pháp nâng cao năng suất, trong đó nổi bật là chương trình Nutrient Based Subsidy (NBS) – trợ cấp dựa trên hàm lượng N, P, K, S. Theo cơ chế này, doanh nghiệp nhập khẩu hoặc sản xuất phân DAP và phân phức hợp sẽ bán ra với giá đã trợ giá, phần chênh lệch được nhà nước chi trả trực tiếp. Chương trình áp dụng đến 31/12/2025 và nhiều khả năng sẽ gia hạn nếu giá phân DAP duy trì mức cao như hiện nay.

Thị trường DAP Ấn Độ được dự phóng tăng trưởng kép trung bình CAGR 5.5% trong 2025-2032 theo Cohenrent Markt Insights, nhờ (1) xu hướng phân bón đa dụng tăng và (2) nhu cầu trồng trọt nội địa Ấn Độ tăng.

Hình 8: Thị trường DAP Ấn Độ được dự phóng tăng trưởng kép trung bình CAGR 5.5% trong 2025-2032, theo Cohenrent Market Insights



Nguồn: MARKET.US

Giá bán tăng còn được thúc đẩy một phần bởi giá nguyên vật liệu tăng

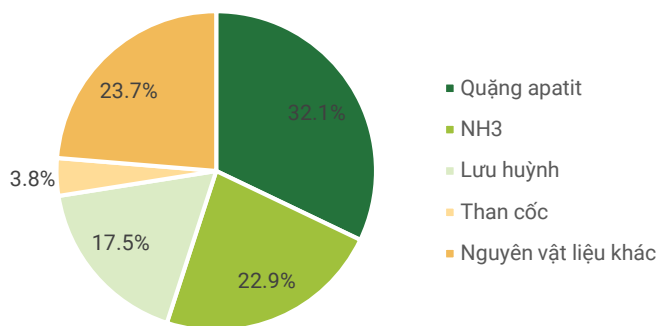
NH3 chiếm tỷ trọng lớn trong nguyên vật liệu sản xuất DAP, giá NH3 phụ thuộc nhiều vào giá khí tự nhiên, nên giá khí tăng như trong giai đoạn 2021-

22 do khủng hoảng năng lượng châu Âu, khiến giá NH3 và DAP đều tăng mạnh. Giá NH3 hiện tại ổn định bất chấp những biến động địa chính trị đang diễn ra nhờ (1) nhu cầu khí đốt giảm bớt tại châu Âu, (2) tăng cường nguồn cung từ Hoa Kỳ sang Châu Âu giảm bớt sự phụ thuộc vào Nga và (3) khí hậu ít lạnh hơn đã làm giảm nhu cầu tiêu thụ khí đốt. Chúng tôi cho rằng giá NH3 có thể duy trì ổn định hoặc giảm trong dài hạn nhờ (1) tình hình địa chính trị dịu bớt và (2) xu hướng sử dụng năng lượng xanh thay thế đang diễn ra mạnh mẽ.

Lưu huỳnh, chiếm 17% chi phí sản xuất DAP, cũng chứng kiến tăng giá đáng kể 120% svck cho đến nay, gián đoạn nguồn cung từ Trung Đông do xung đột và rủi ro vận chuyển qua Biển Đỏ và các hoạt động bảo trì nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc.

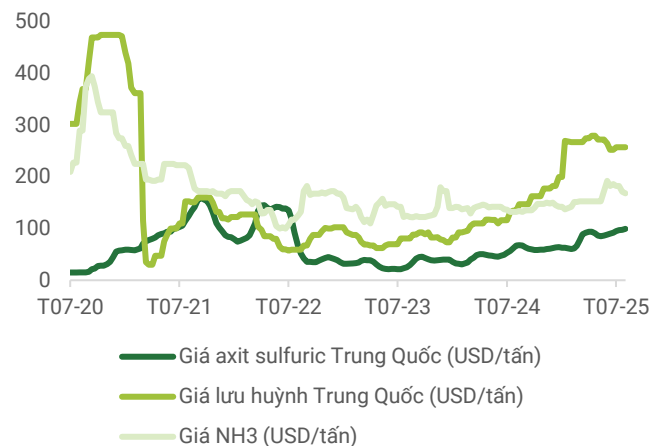
Chúng tôi cho rằng giá lưu huỳnh có thể ổn định hoặc giảm nếu tình hình địa chính trị lắng dịu và các nhà máy lọc dầu hoàn tất bảo dưỡng; xu hướng tăng mạnh như vừa qua khó có khả năng tái diễn trong trung hạn.

Hình 9: Tỷ trọng các loại nguyên vật liệu trong sản xuất DAP



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 10: Giá lưu huỳnh tăng đáng kể trong khi giá NH3 giữ ổn định



Nguồn: Bloomberg

Ngân hàng Thế giới dự báo giá DAP sẽ tăng 6% svck trong năm 2025 trước khi giảm 8% svck vào năm 2026, khi các công suất sản xuất mới được đưa vào vận hành. Chúng tôi dự phóng giá DAP tăng 20% svck trong 2025 và giảm 7% trong 2026.

Tổng quan ngành phân DAP trong nước

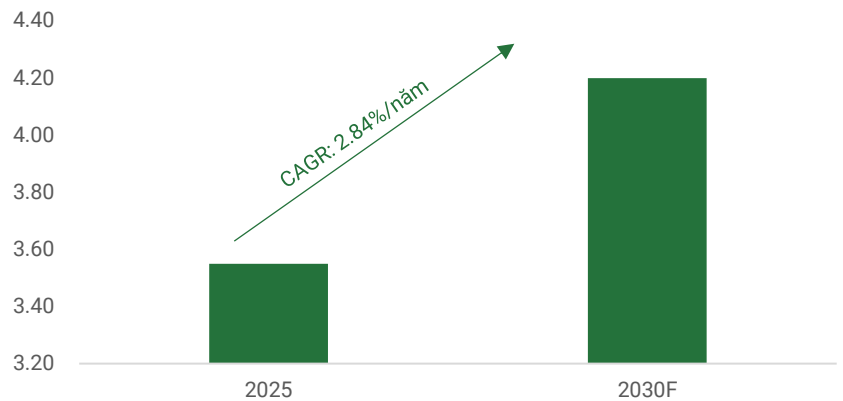
Việt Nam nhập khẩu lượng lớn phân bón DAP

Nông nghiệp Việt Nam phụ thuộc lớn vào phân bón

Ngành nông nghiệp Việt Nam là một trong những ngành năng động nhất ở khu vực Đông Nam Á, với định hướng xuất khẩu mạnh mẽ và tiến bộ công nghệ diễn ra nhanh chóng. Năm 2024, kim ngạch xuất khẩu nông sản đạt 62.4 tỷ USD. Cả nước có khoảng 8.58 triệu hộ nông dân canh tác trên 28 triệu ha đất nông nghiệp, trong đó có 11.34 triệu ha dành riêng cho sản xuất cây trồng. Lượng phân bón sử dụng trung bình tại Việt Nam khoảng 400–450 kg/ha/năm cao gấp ba lần mức trung bình toàn cầu. Điều này cho thấy nông nghiệp Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào phân bón.

Do điều kiện khí hậu và địa hình đa dạng, Việt Nam có lợi thế trong việc canh tác nhiều loại cây trồng khác nhau. Việt Nam duy trì vị thế là một trong những nước xuất khẩu hàng đầu thế giới về gạo, cà phê, điều và hồ tiêu.

Hình 11: Thị trường phân bón Việt Nam vào năm 2025 ước đạt khoảng 3.55 tỷ USD, và dự kiến tăng lên 4.2 tỷ USD vào 2030, theo Mordor Intelligence



Nguồn: Mordor Intelligence

Tại Việt Nam, mỗi năm có hai vụ mùa chính: vụ Đông Xuân và vụ Hè Thu. Các loại cây trồng chủ lực bao gồm lúa, ngô, cà phê, cao su, hồ tiêu, điều và cây ăn trái – tất cả đều cần sử dụng lượng lớn phân bón DAP. Đồng bằng sông Cửu Long là vùng nông nghiệp lớn nhất cả nước và cũng là thị trường tiêu thụ phân bón lớn nhất. Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước thường rơi vào T12-T2 và T5-T6 hàng năm, trùng với thời điểm gieo trồng của hai vụ mùa chính. Quý 3 thường là quý thấp điểm của ngành phân bón Việt Nam, các doanh nghiệp trong nước thường tận dụng khoảng thời gian này để xuất khẩu phân bón.

Bảng 2: Thời điểm gieo xạ và canh tác các vụ lúa trong năm của Việt Nam

Các vụ trong năm tại Việt Nam	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
Miền Nam - Đông Xuân												
Miền Bắc - Đông Xuân												
Miền Nam - Hè Thu, sớm												
Miền Bắc - Lúa mùa												
Miền Nam - Hè Thu, muộn												
Ngô – Đông Xuân												

[illegible]

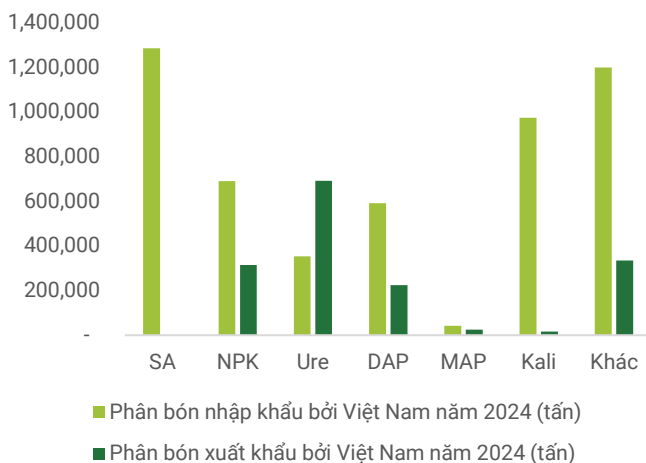
Nguồn: USDA

Việt Nam nhập khẩu lượng lớn DAP do nguồn cung trong nước không đủ

Việt Nam chủ yếu nhập khẩu các loại phân bón như Sunphat Amoni, Kali, nguyên liệu sản xuất NPK và phân DAP do (1) thiếu hoặc không có sẵn nguyên vật liệu, và/hoặc (2) hạn chế về công nghệ sản xuất trong nước.

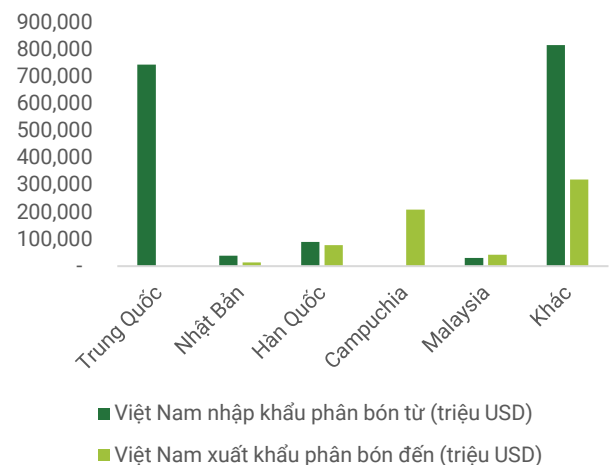
Phân bón DAP được nhập khẩu do sản xuất trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. Nhu cầu DAP hàng năm của Việt Nam dao động khoảng 800,000–1,000,000 tấn, trong khi năng lực sản xuất nội địa chỉ đáp ứng khoảng 60–70%.

Hình 12: Việt Nam chủ yếu xuất khẩu phân urê, trong khi lại nhập khẩu các loại phân như sunphat amoni (SA), NPK, kali (KCl) và DAP



Nguồn: Agromonitor

Hình 13: Việt Nam xuất khẩu phân bón chủ yếu sang Campuchia và nhập khẩu phân bón chủ yếu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản



Nguồn: Agromonitor

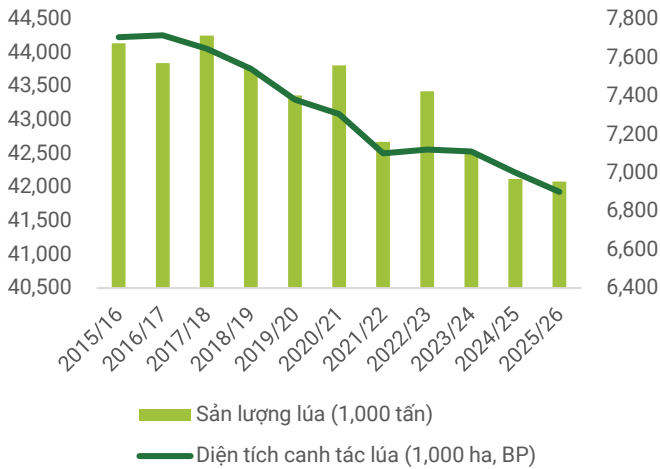
Tiêu thụ phân DAP tại Việt Nam duy trì trong trung hạn

Năng suất trồng trọt yêu cầu ngày càng cao

Trong trung và dài hạn chúng tôi kỳ vọng nông dân Việt Nam sẽ giảm phụ thuộc phân đơn, tăng sử dụng các loại phân phức hợp như DAP và NPK để tăng hiệu quả sản xuất và bảo vệ môi trường.

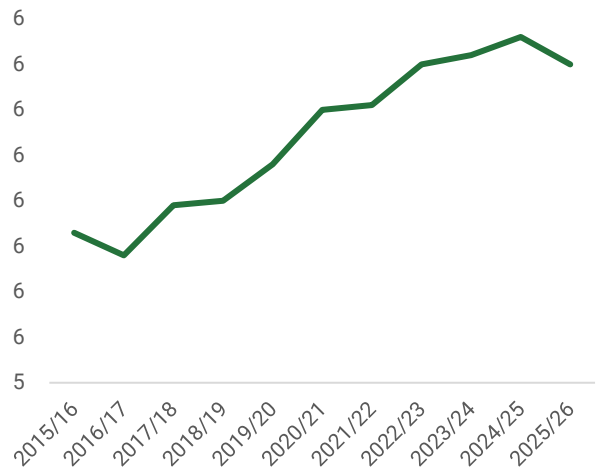
Mặc dù diện tích đất canh tác của Việt Nam có xu hướng giảm do đô thị hóa và tái cấu trúc nông nghiệp, không có nghĩa là tiêu thụ phân bón sẽ giảm đi mà nhu cầu các loại phân bón phức hợp thay thế cho các loại phân đơn có thể tăng lên. Khi năng suất/ha cải thiện người nông dân càng có động lực thay thế phân đơn bằng các loại phân phức hợp có giá thành cao hơn nhưng có thể tối ưu hóa và hạn chế tác động tiêu cực lên môi trường.

Hình 14: Diện tích và sản lượng lúa đang giảm dần tại Việt Nam do xu hướng đô thị hóa và chuyển đổi cơ cấu cây trồng



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ - USDA

Hình 15: Sản lượng/ha có cải thiện nhờ giống lúa cải thiện và ứng dụng cơ giới hóa



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ - USDA

La Nina yếu dần và chuyển trung tính hỗ trợ tiêu thụ phân bón

La Niña dần chuyển sang pha trung tính từ đầu 2025, trạng thái này nhiều khả năng sẽ tiếp tục kéo dài trong suốt mùa hè và có thể cả mùa thu năm 2025. Trung tâm Dự báo Khí hậu Quốc gia Mỹ (CPC/NOAA) cùng các mô hình khí tượng như IRI dự báo khả năng xuất hiện một đợt La Niña yếu và ngắn vào mùa thu và đầu mùa đông 2025–2026, trước khi điều kiện khí hậu trở lại trung tính vào 2026.

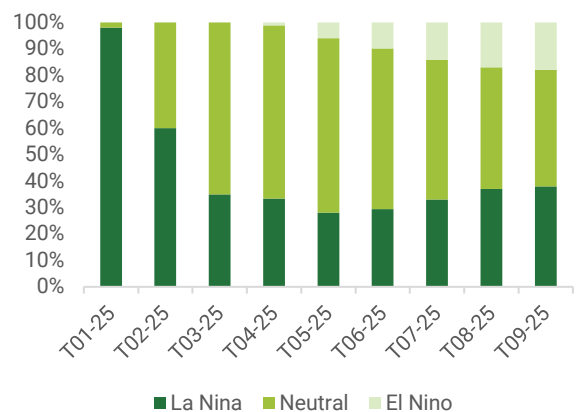
Hiện tượng La Niña yếu dần tạo thuận lợi cho tiêu thụ phân bón, nhất là ở các quốc gia nhiệt đới như Việt Nam. La Nina thường gây mưa nhiều, dễ xảy ra lũ lụt, ngập úng làm chết cây trồng. La Nina yếu đi và dần chuyển sang trung tính sẽ thuận lợi hơn cho canh tác và hỗ trợ tiêu thụ phân bón.

Hình 16: Diện tích và sản lượng lúa, ngô đang giảm dần tại Việt Nam do xu hướng đô thị hóa và chuyển đổi cơ cấu cây trồng

Ảnh hưởng của El Nino	Ảnh hưởng của La Nina
El Nino thường gây mưa ít, cây hấp thụ kém, người nông dân giảm bón phân. El Niño mạnh gây hạn hán, xâm nhập mặn, làm giảm mưa và dòng chảy, thu hẹp diện tích canh tác, thiếu nước tưới → nhu cầu phân bón suy giảm.	La Nina thường gây mưa nhiều, có lợi cho cây nhưng quá nhiều mưa cũng làm rửa trôi phân, nhu cầu phân bón có thể tăng lên. La Nina mạnh có thể gây mưa rất lớn, lũ lụt, ngập úng làm chết cây trồng ở miền Trung, giảm tiêu thụ phân bón.

Nguồn: Agromonitor

Hình 17: Hiện tượng La Niña dần chuyển sang trạng thái trung tính vào giữa năm 2025



Nguồn: Agromonitor

Tăng sức cạnh tranh cho phân bón nội địa nhờ áp thuế GTGT đầu ra
Ngày 26/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật Thuế Giá trị Gia tăng (GTGT) sửa đổi, theo đó phân bón sẽ chịu thuế GTGT đầu ra 5% bắt đầu từ ngày

1/7/2024. Sự điều chỉnh này cho phép các doanh nghiệp trong nước được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, từ đó giảm chi phí sản xuất.

Doanh nghiệp trong nước còn được hưởng chênh lệch giữa khấu trừ thuế GTGT đầu vào và đầu ra (2-3%), trong khi hàng nhập khẩu chịu thêm 5% thuế đầu ra. Điều này giúp tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng hơn giữa hàng trong nước và hàng nhập khẩu.

Bảng 3: Input VAT on raw material for fertilizer production

Nguyên vật liệu	Thuế GTGT lên NVL sản xuất phân bón
Khí thiên nhiên	10%
Than cốc	10%
Quặng apatit	5%
Điện	10%
Quặng Serpentine	5%

Nguồn: PHS tổng hợp

Bảng 4: VAT on fertilizers in production countries

Quốc gia	Thuế GTGT lên phân bón
Trung Quốc	11%
Nga	12.5-20%
Đức	7-19%
Brazil	1% (năm 2022) - 4% (năm 2025)
Thái Lan	8%
Malaysia	8%
Việt Nam	0% (từ T7/25: 5%)

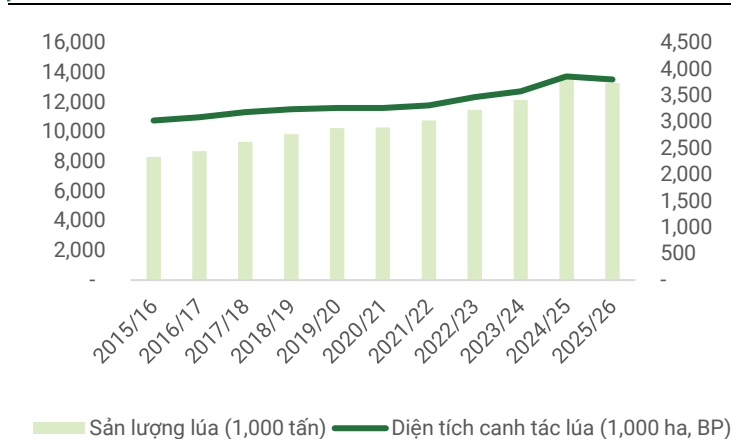
Nguồn: PHS tổng hợp

Xuất khẩu tích cực tại Đông Nam Á, đặc biệt sang thị trường Campuchia

Tại thị trường Đông Nam Á, Campuchia là thị trường xuất khẩu phân bón lớn nhất của Việt Nam, chiếm 33% tổng lượng phân bón xuất khẩu năm 2024, kỳ vọng nhu cầu DAP tiếp tục ở mức cao. Diện tích canh tác lúa đang tăng dần tại Campuchia, sản lượng/ha cũng cải thiện rõ rệt.

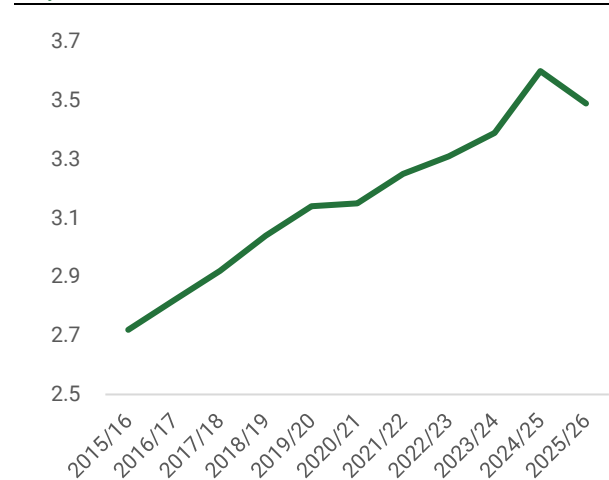
Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn trong thời gian tới, triển vọng tươi sáng của ngành nông nghiệp nước này. Mục tiêu của Chính phủ Campuchia tăng giá trị nông nghiệp thêm 3%/năm, đưa quốc gia này vào nhóm 10 quốc gia sản xuất nông nghiệp hàng đầu thế giới.

Hình 18: Diện tích và tổng sản lượng lúa đang tăng dần tại Campuchia



Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ - USDA

Hình 19: Sản lượng/ha canh tác của Campuchia cải thiện dần



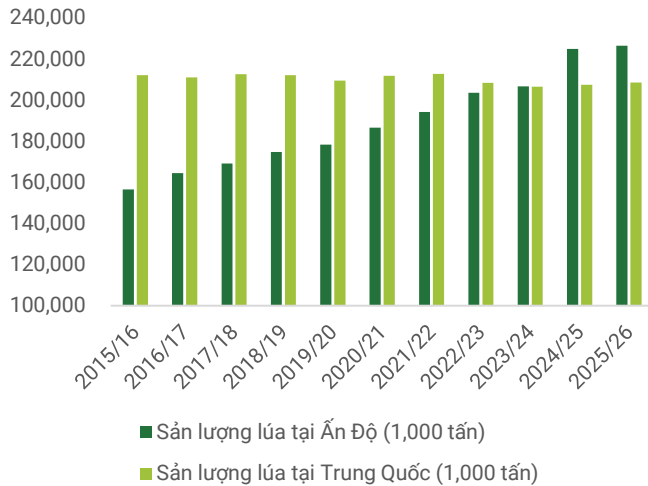
Nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ - USDA

Tuy nhiên, giá gạo giảm đang là thách thức cho ngành phân bón Việt Nam

Sản lượng sản xuất và xuất khẩu gạo của Ấn Độ đạt mức kỷ lục mới trong 2025-26, và sản lượng gạo toàn cầu cũng đạt đỉnh lịch sử, theo USDA. Điều

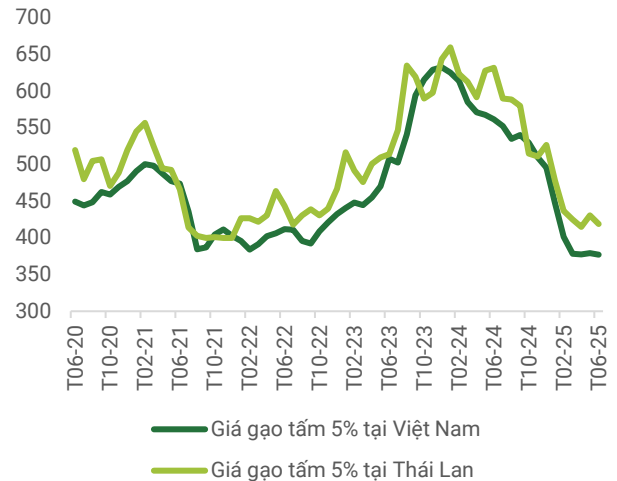
này gây sức ép lên giá gạo toàn cầu. Giá gạo thấp sẽ gây áp lực giảm tiêu thụ phân bón trong ngắn hạn hoặc có thể gây chuyển dịch cơ cấu tiêu dùng phân bón. Nông dân có thể giảm lượng bón hoặc chuyển sang phân đơn, phân giá rẻ hơn thay vì phân phức hợp.

Hình 20: Sản lượng gạo Ấn Độ đạt kỷ lục, sản lượng gạo Trung Quốc cao nhất trong vòng 3 năm



Nguồn: Agromonitor

Hình 21: Giá gạo Việt Nam và Thái Lan ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm



Nguồn: Agromonitor

Chúng tôi cho rằng xu hướng dư cung gạo này sẽ vẫn còn tiếp diễn đến 2026 khi thời tiết thuận lợi và các khuyến nông của Chính phủ Ấn Độ (đề cập phía trên). Nhu cầu DAP có thể đi ngang tại Ấn Độ, và giá phân DAP sẽ khó tăng mạnh như hiện tại vì giá gạo đang ở mức thấp.

Nhu cầu phân hữu cơ tăng khiến DAP chịu áp lực dài hạn

Hiện nay tại Việt Nam, lượng lớn phân bón DAP được tiêu thụ chủ yếu cho cây lương thực, và xu hướng này dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2030. Tuy nhiên, về dài hạn, ngành nông nghiệp đang dần chuyển mình theo hướng phát triển bền vững, với việc cơ cấu cây trồng giảm dần tỷ trọng cây lương thực, chuyển dịch sang các loại cây công nghiệp và cây ăn trái có giá trị gia tăng cao hơn, vốn đòi hỏi lượng phân bón ít hơn. Đồng thời, xu hướng sử dụng phân bón hữu cơ sẽ tăng dần nhằm khắc phục tình trạng thoái hóa đất, ô nhiễm môi trường và nâng cao năng suất nông nghiệp một cách lâu dài, dẫn đến nhu cầu DAP giảm sút.

Chính phủ Việt Nam cũng đặt ra các mục tiêu cụ thể để thúc đẩy phân bón hữu cơ, chẳng hạn như tăng 25% sản lượng phân hữu cơ đến năm 2025, đạt 30% phân bón đăng ký là hữu cơ và 50% diện tích trồng trọt sử dụng phân hữu cơ vào năm 2030. Những định hướng này được hỗ trợ bởi các chính sách lớn như Chiến lược Quốc gia về Bảo vệ Môi trường, Kế hoạch Quản lý Dinh dưỡng, Nghị định 109 về Nông nghiệp Hữu cơ, cùng nhiều dự án hỗ trợ khác, nhằm thúc đẩy xu hướng bền vững đồng thời mở rộng cơ hội xuất khẩu sang các thị trường lớn như Mỹ, EU và Nhật Bản. Với tầm nhìn đến năm 2050, Việt Nam hướng tới việc 50% diện tích đất nông nghiệp sử dụng phân hữu cơ, 80% địa phương triển khai mô hình canh tác hữu cơ gắn liền với chuỗi giá trị, và 100% phụ phẩm nông - lâm - thủy sản cùng rác thải được tái chế thành phân hữu cơ. Vì vậy, nhu cầu đối với phân bón DAP về dài hạn sẽ gặp áp lực khá lớn.

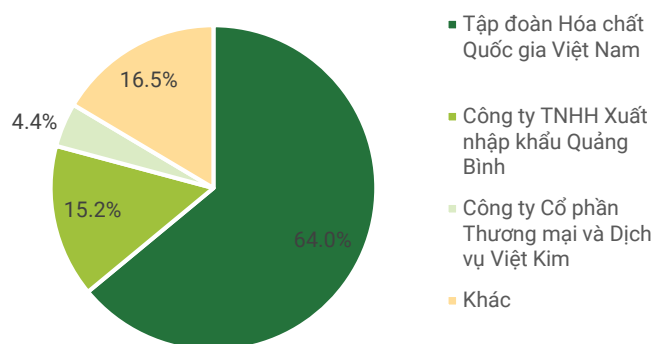
Tổng quan doanh nghiệp: Doanh nghiệp sản xuất DAP hàng đầu Việt Nam

Sản xuất và kinh doanh DAP là mảng chủ lực

Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (HSX: DDV), được thành lập năm 2008, là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem). DDV là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất phân bón DAP tại Việt Nam, với nhà máy đặt tại Khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng, có công suất thiết kế 330,000 tấn DAP/năm. Hiện tại, DDV là nhà sản xuất DAP lớn nhất Việt Nam với thị phần sản xuất khoảng 28%.

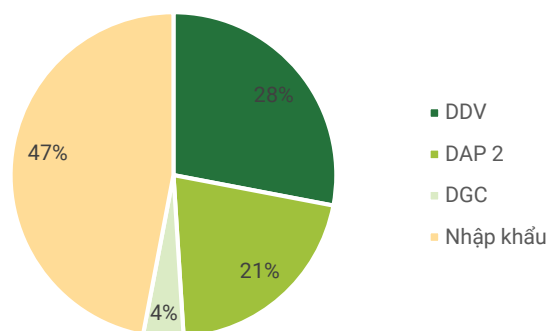
Như chúng tôi đã đề cập bên trên, tổng công suất sản xuất DAP trong nước hiện mới đáp ứng được khoảng 60-70% nhu cầu tiêu thụ nội địa. Việt Nam vẫn phải nhập khẩu DAP từ Trung Quốc, Nga và Ma-rốc; vì vậy, sản lượng của DDV gần như được thị trường hấp thụ hoàn toàn.

Hình 22: Tập đoàn hóa chất Quốc gia Việt Nam năm 64% cổ phần của DDV



Nguồn: DDV, PHS

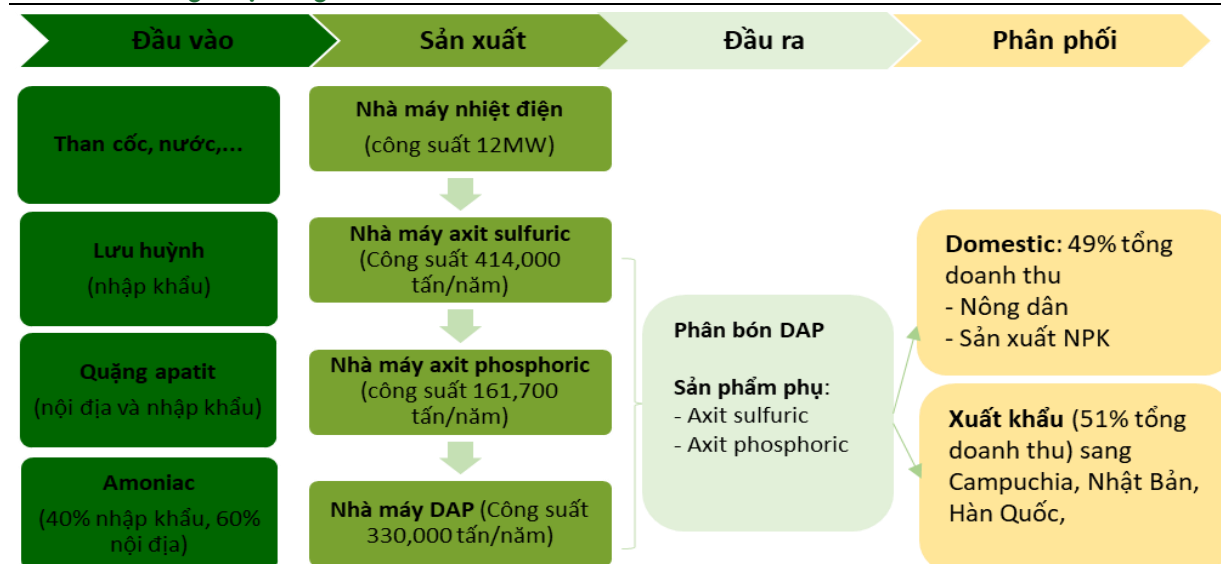
Hình 23: CSTK phân DAP là 330,000 tấn/năm, cao nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam



Nguồn: DDV, PHS

DDV hiện đang vận hành sáu nhà máy, trong đó nhà máy sản xuất DAP đóng vai trò trung tâm. Các nhà máy còn lại cung cấp nguyên liệu đầu vào cho quá trình sản xuất DAP. Công nghệ sản xuất tại các nhà máy này được nhập khẩu từ các quốc gia có ngành công nghiệp hóa chất tiên tiến, nên chất lượng sản phẩm DAP của DDV sánh ngang với hàng nhập khẩu.

Hình 24: Chuỗi giá trị mảng sản xuất DAP&MAP của DDV



Nguồn: PHS

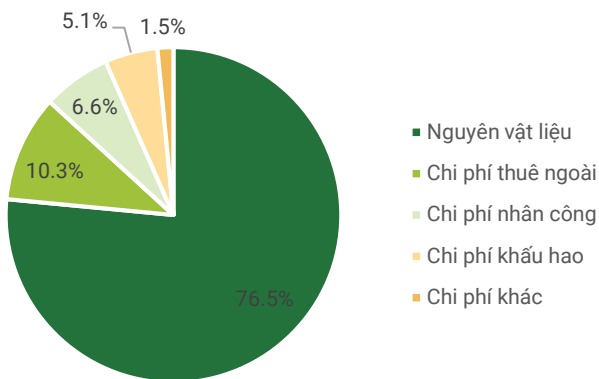
Doanh thu từ sản phẩm DAP chiếm 99% tổng doanh thu của DDV, phần còn lại đến từ các dịch vụ liên quan. DDV chủ yếu cung cấp sản phẩm hóa chất và phân bón cho khu vực miền Nam Việt Nam, đóng góp 41% tổng doanh thu. Hoạt động xuất khẩu tạo ra 59% doanh thu, chủ yếu hướng đến các quốc gia có mùa vụ khác với Việt Nam như Nam Mỹ, Úc, New Zealand và Brazil.

Nguyên vật liệu – quặng apatit chất lượng cao đang dần cạn kiệt

Đối với các nguyên liệu đầu vào, DDV chủ yếu sử dụng quặng apatit trong nước, khai thác tại Lào Cai, các nguyên liệu khác như lưu huỳnh & khí amoniac phần lớn được nhập khẩu. Việc tận dụng nguồn quặng apatit chất lượng cao trong nước giúp gia tăng lợi thế của DDV, tuy nhiên nguồn này đang ngày càng khan hiếm với hàm lượng giảm & tạp chất tăng cao.

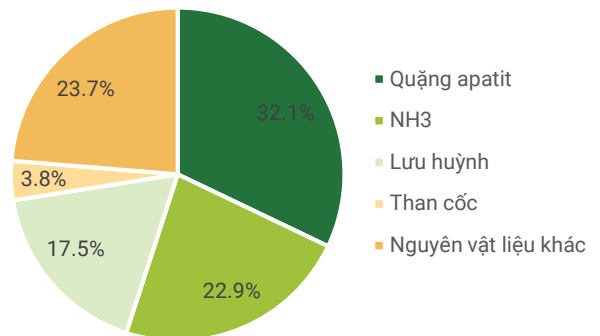
Công ty cho biết đang tiếp tục đa dạng hóa nguồn cung quặng apatit, cả trong nước và nhập khẩu (chủ yếu từ Ấn Độ), nhằm đảm bảo chất lượng nguyên liệu đầu vào tốt hơn. Việc này cho phép phối trộn hiệu quả để duy trì sản xuất ổn định và đảm bảo chất lượng sản phẩm đồng đều.

Hình 25: Nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất



Nguồn: DDV, PHS

Hình 26: Nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân DAP bao gồm khí amoniac, quặng apatit, lưu huỳnh và than cốc



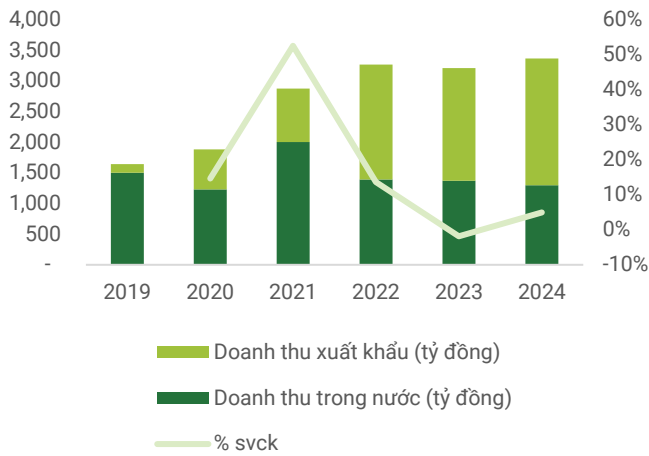
Nguồn: DDV, PHS

Phân phối trong nước và xuất khẩu, sở hữu năng lực cạnh tranh về giá

Như chúng tôi đã đề cập bên trên, tổng công suất sản xuất DAP trong nước hiện mới đáp ứng được khoảng 60-70% nhu cầu tiêu thụ nội địa. Việt Nam vẫn phải nhập khẩu DAP từ Trung Quốc, Nga và Morocco; vì vậy, sản lượng của DDV gần như được thị trường hấp thụ hoàn toàn.

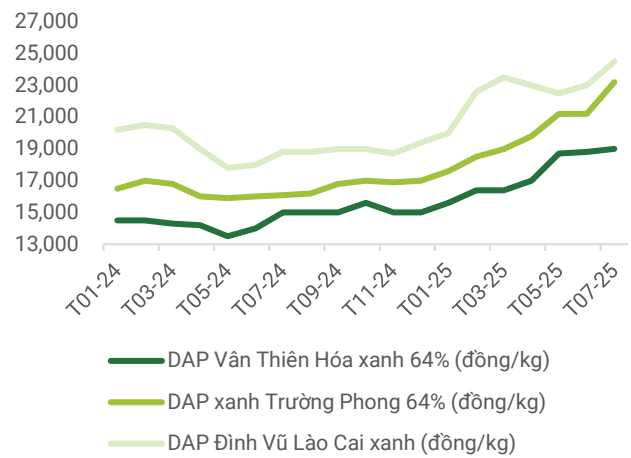
Kênh phân phối chính của DDV là thông qua hệ thống đại lý cấp 1, đồng thời cung cấp trực tiếp cho các nhà sản xuất phân bón NPK. Các thị trường xuất khẩu chủ lực của DDV thường là các quốc gia có mùa vụ trồng trọt không trùng với mùa vụ chính của Việt Nam, như Nam Mỹ, Úc, New Zealand và một số nước khác.

Hình 27: Hoạt động xuất khẩu chiếm 59% doanh thu năm 2024



Nguồn: DDV, PHS

Hình 28: Giá phân bón DAP nhập khẩu cao hơn DAP Đình Vũ khoảng 20–30% (DAP Vân Thiên Hóa và Trường Phong là phân bón nhập khẩu)



Nguồn: Agromonitor

Phân bón DAP sản xuất trong nước thường phải đối mặt với sự cạnh tranh lớn từ các sản phẩm tương tự nhập khẩu từ Trung Quốc, đặc biệt sau khi Bộ Công Thương ban hành quyết định không gia hạn áp thuế tự vệ đối với phân bón DAP/MAP nhập khẩu.

Tuy nhiên, giá phân DAP Đình Vũ hiện thấp hơn DAP nhập khẩu khoảng 20–30%, nhờ chi phí sản xuất và vận chuyển nội địa thấp hơn và không phải chịu thuế nhập khẩu 5%. DDV vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh về giá so với các sản phẩm DAP nhập khẩu.

Mảng kinh doanh hóa chất đem lại nguồn thu mới

Từ quý 2/2024, DDV đã mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh hóa chất thông qua hoạt động nhập khẩu và phân phối amoniac (NH_3), bước đầu ghi nhận kết quả khả quan với doanh thu tăng trưởng tích cực. Nhà máy đặt tại Hải Phòng giúp doanh nghiệp có vị trí thuận lợi để tiếp nhận nguồn khí nhập khẩu và cung ứng NH_3 cho thị trường miền Bắc. Bên cạnh đó, việc sở hữu bồn chứa chuyên dụng cùng hệ thống logistics đồng bộ mang lại lợi thế rõ rệt cho DDV trong mảng hóa chất so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Triển vọng kinh doanh NH_3 của DDV là rất lớn vì NH_3 là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất hóa chất và phân bón. NH_3 là đầu vào chính để sản xuất ure, DAP, MAP, NPK – vốn chiếm phần lớn tiêu thụ phân bón ở Việt Nam, ngoài ra còn ứng dụng trong sản xuất thuốc nổ, dệt nhuộm, dược phẩm, xử lý nước thải. Việt Nam tiêu thụ khoảng 610 nghìn tấn NH_3 năm 2023, một số nhà máy sản xuất NH_3 (PVFCCo, Đạm Cà Mau, Ninh Bình...), nhưng cung trong nước chưa đủ, vẫn phải nhập khẩu bổ sung.

Nhu cầu NH_3 công nghiệp và phi nông nghiệp sẽ ngày càng mở rộng, NH_3 dùng để sản xuất axit nitric, chất nổ (phục vụ khai khoáng, xây dựng), hóa chất dệt nhuộm, thuốc da, điện tử. Ngành dệt may – da giày và điện tử là mũi nhọn xuất khẩu, cần nhiều hóa chất xử lý, tạo ra lực cầu ổn định với NH_3 . Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu NH_3 tại Việt Nam tăng trưởng 3%/năm.

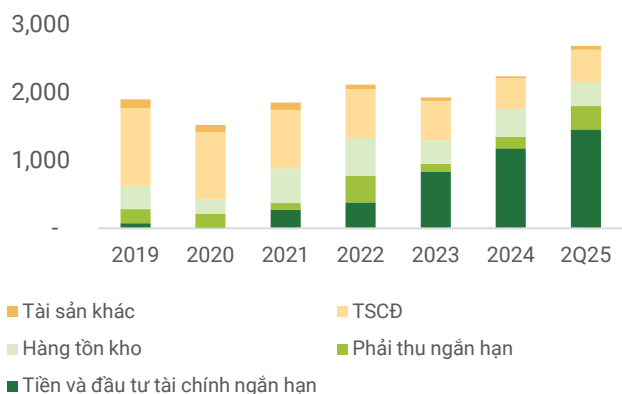
Tình hình tài chính: Bảng cân đối kế toán lành mạnh và dòng tiền kinh doanh dồi dào

Vị thế tiền mặt mạnh, đòn bẩy tài chính thấp

Cuối Q2/25, DDV nắm giữ 1,460 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền, tăng khoảng 24% so với đầu năm, chiếm 47% tổng tài sản của công ty. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chủ yếu là tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 6–12 tháng, với lãi suất từ 4.5–5.2%/năm.

Tài sản cố định đạt 486 tỷ đồng, chiếm 17.6% tổng tài sản. Giá trị gốc tài sản cố định hữu hình vào khoảng 2,500 tỷ đồng, bao gồm nhà máy, máy móc thiết bị và cảng DAP Đình Vũ – phần lớn hiện đã gần khấu hao hết.

Hình 29: DDV nắm giữ 1,460 tỷ đồng tiền mặt và các khoản tương đương tiền, tăng khoảng 24% so với đầu năm



Nguồn: DDV, PHS

Hình 30: Dòng tiền từ HĐKD dương và dòng tiền đầu tư âm do các khoản cho vay đối với tổ chức khác



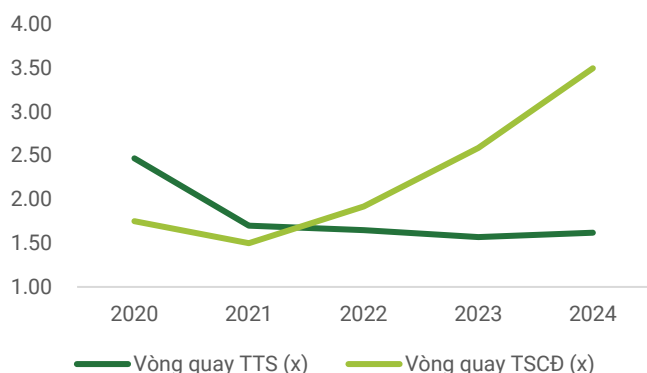
Nguồn: DDV, PHS

Hiệu quả hoạt động của DDV vẫn chưa được khai thác tối đa

Hiệu quả sử dụng tài sản cố định đang dần được cải thiện khi phần lớn tài sản đã gần hết khấu hao. Tuy nhiên, vòng quay tổng tài sản đã giảm và duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2021–2024, do công ty giữ tỷ trọng lớn tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn trong cơ cấu tài sản, đồng thời không thực hiện đầu tư vốn đáng kể nào trong thời gian này.

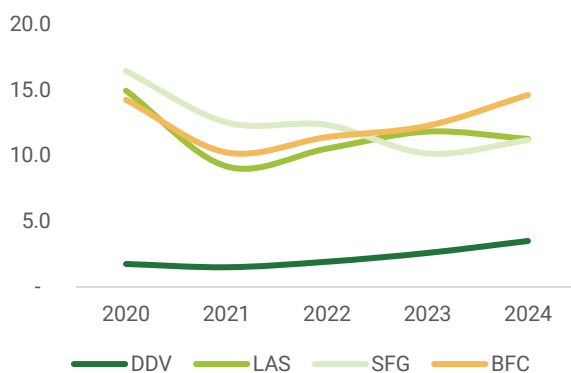
Hiệu quả sử dụng tài sản cố định của DDV thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành do: (1) nhà máy DAP chưa vận hành hết công suất và (2) cơ cấu sản phẩm chủ yếu tập trung vào DAP, trong khi các công ty như BFC, LAS và SFG có danh mục sản phẩm đa dạng hơn, bao gồm phân bón NPK và phân lân.

Hình 31: Vòng quay TTS duy trì ở mức thấp trong 2021–2024, trong khi vòng quay TSCĐ cải thiện dần



Nguồn: DDV, PHS

Hình 32: Hiệu suất sử dụng tài sản cố định của DDV thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: DDV, PHS

KQKD Q2/25: Doanh thu kinh doanh DAP và hóa chất đều tăng trưởng ấn tượng

Bảng 4: KQKD Q2/25

	Q2/24	Q2/25	% svck	6T24	6T25	% svck
Doanh thu nội địa	223	828	270.8%	432	1,256	191.0%
Doanh thu xuất khẩu	713	773	8.4%	1,282	1,501	17.1%
<i>Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)</i>	<i>72,054</i>	<i>74,720</i>	<i>3.7%</i>	<i>129,765</i>	<i>145,589</i>	<i>12.2%</i>
<i>Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)</i>	<i>12.68</i>	<i>16.24</i>	<i>28.1%</i>	<i>13.09</i>	<i>15.64</i>	<i>19.5%</i>
Doanh thu thuần	937	1,595	70.2%	1,720	2,756	60.2%
<i>DAP</i>	<i>918</i>	<i>1,222</i>	<i>33.1%</i>	<i>1,699</i>	<i>2,277</i>	<i>34.0%</i>
<i>Kinh doanh hóa chất</i>	<i>19</i>	<i>373</i>	<i>1882.2%</i>	<i>21</i>	<i>479</i>	<i>2133.0%</i>
<i>Khác</i>	<i>4</i>	<i>15</i>	<i>245.2%</i>	<i>5</i>	<i>16</i>	<i>219.3%</i>
GVHB	826	1,362	64.9%	1,536	2,329	51.6%
<i>DAP</i>	<i>811</i>	<i>1,048</i>	<i>29.3%</i>	<i>1,520</i>	<i>1,925</i>	<i>26.7%</i>
<i>Kinh doanh hóa chất</i>	<i>15</i>	<i>313</i>	<i>2053.4%</i>	<i>17</i>	<i>404</i>	<i>2323.5%</i>
<i>Khác</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>109.5%</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>244.9%</i>
Biên LN gộp	11.9%	14.6%	2.7 đ %	10.7%	15.5%	4.8 đ %
<i>DAP</i>	<i>11.7%</i>	<i>14.2%</i>	<i>2.5 đ %</i>	<i>10.6%</i>	<i>15.5%</i>	<i>4.9 đ %</i>
<i>Kinh doanh hóa chất</i>	<i>22.7%</i>	<i>16.1%</i>	<i>-6.7 đ %</i>	<i>22.3%</i>	<i>15.7%</i>	<i>-6.6 đ %</i>
<i>Khác</i>	<i>92.2%</i>	<i>95.3%</i>	<i>3.1 đ %</i>	<i>88.5%</i>	<i>87.6%</i>	<i>-0.9 đ %</i>
LN gộp	111	233	109.3%	184	427	132.2%
Chi phí bán hàng	19	28	46.4%	42	50	20.5%
Chi phí QLDN	28	42	52.5%	47	64	34.6%
Doanh thu tài chính	17	25	45.7%	25	37	45.8%
Chi phí tài chính	(1)	(2)	93.5%	(1)	(5)	235.9%
LN khác ròng	0	(0)	-678.1%	0	0	-99.8%
LNTT	80	192	138.9%	113	344	204.7%
LNST	64	153	139.4%	90	275	204.3%
LN ròng	64	153	139.4%	90	275	204.3%
Biên LN ròng	6.8%	9.6%	2.8 đ %	5.3%	10.0%	4.7 đ %

Nguồn: PHS

Doanh thu tăng nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng

Doanh thu thuần 6T25 tăng mạnh 60.2% svck, đạt 2,756 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 12.2% và giá bán bình quân (ASP) tăng 19.5% svck. Bên cạnh đó, kỳ này ghi nhận doanh thu từ bán Ammonia tăng đột biến (+2.1x svck).

Doanh thu nội địa là yếu tố đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu 6T25, nhờ nhu cầu phân bón trong nước tăng khi diện tích gieo trồng vụ lúa Hè – Thu ở các tỉnh phía Nam tăng 11.3% svck, đạt 1,285 nghìn ha trong 5T25.

Lợi nhuận trước thuế tăng mạnh nhờ quản trị vận hành hiệu quả

Doanh thu tăng 60.2% trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng 28% svck trong 6T25, tốc độ tăng doanh thu cao hơn nhiều so với chi phí. Nhờ đó, lợi nhuận trước thuế tăng gấp đôi svck.

Triển vọng 2025: Triển vọng tiêu thụ vẫn duy trì tuy nhiên giá bán chịu áp lực

Bảng 5: Dự phóng KQKD

	2024		2025E		2026F	
	Tỷ đồng	% svck	Tỷ đồng	% svck	Tỷ đồng	% svck
Doanh thu nội địa	1,297	-5.6%	2,580	99.0%		
Doanh thu xuất khẩu	2,071	12.8%	2,387	15.3%		
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	243,647	-1.8%	270,448	11.0%	256,926	-5.0%
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)	13.36	5.6%	16.03	20.0%	14.75	-8.0%
Doanh thu thuần	3,395	4.1%	4,967	46.3%	4,462	-10.2%
DAP	3,285	2.0%	4,336	32.0%	3,831	-11.7%
Kinh doanh hóa chất	57	1139.7%	601	956.4%	601	0.0%
Khác	53	47.4%	30	-43.1%	30	0.0%
GVHB	3,006	1.5%	4,123	37.2%	3,792	-8.0%
DAP	2,956	0.0%	3,618	22.4%	3,287	-9.2%
Kinh doanh hóa chất	48	1358.1%	505	956.0%	505	0.0%
Khác	2	28.4%	1	-31.9%	1	0.0%
Biên LN gộp	14.6%	5.7 đ %	17.0%	2.4 đ %	15.0%	-2.0 đ %
DAP	10.0%	-13.3 đ %	16.5%	6.5 đ %	14.2%	-2.3 đ %
Kinh doanh hóa chất	16.0%	-7.3 đ %	16.0%	0.0 đ %	16.0%	0.0 đ %
Khác	96.7%	0.5 đ %	96.0%	-0.7 đ %	96.0%	0.0 đ %
LN gộp	389	49.6%	844	117.0%	670	-20.6%
Chi phí bán hàng	88	-25.2%	114	29.5%	112	-2.4%
Chi phí QLDN	108	3.0%	124	15.4%	112	-10.2%
Doanh thu tài chính	50	-7.8%	53	7.0%	57	7.0%
Chi phí tài chính	(6)	-24.4%	(7)	4.3%	(7)	4.4%
LN khác ròng	1	-131.0%	0	-86.3%	(0)	-536.2%
LNTT	212	162.7%	652	208.1%	496	-23.8%
LNST	168	144.1%	519	208.1%	395	-23.8%
LN ròng	168	144.1%	519	208.1%	395	-23.8%
Biên LN ròng	5.0%	2.8 đ %	10.4%	5.4 đ %	8.9%	1.5 đ %

Nguồn: PHS

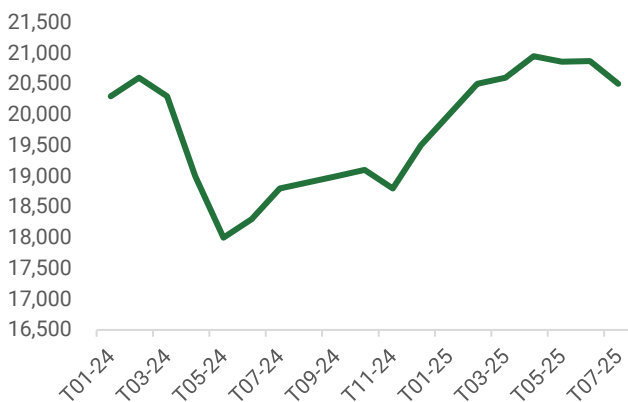
Nhu cầu phân bón tăng cao 2025, hạ nhiệt năm 2026

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ DAP của DDV sẽ tăng 11% so với cùng kỳ trong năm 2025, nhờ vào việc mở rộng diện tích gieo trồng tại khu vực miền Tây và Tây Nguyên, kết hợp với điều kiện thời tiết thuận lợi. Tuy nhiên, đến năm 2026, sản lượng tiêu thụ DAP dự kiến giảm 5% svck, khi nhu cầu DAP chậm lại do tồn kho lúa ở mức cao và giá lúa gạo thấp, từ đó gây áp lực lên mức tiêu thụ phân bón.

Kỳ vọng biên LN gộp mảng DAP mở rộng đáng kể

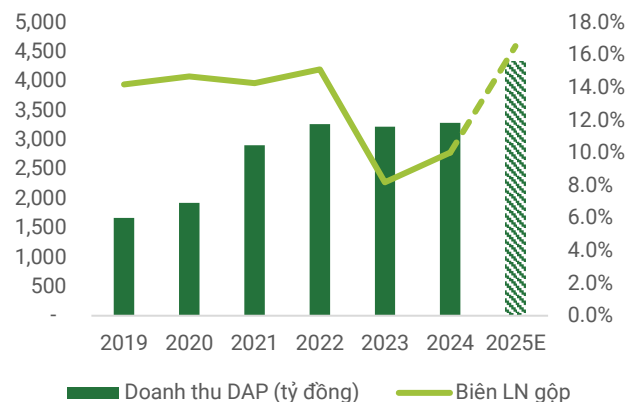
Trong nửa đầu năm 2025, biên lợi nhuận gộp (BLNG) mảng DAP đã cải thiện từ 4.9 điểm % svck lên 15.5%. Với triển vọng khả quan trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận mảng DAP của DDV sẽ tiếp tục tăng thêm 6.5 điểm % svck vào năm 2025, nhờ vào (1) sự phục hồi của giá bán và (2) chi phí sản xuất giảm. Cụ thể, chúng tôi dự báo giá bán DAP Đình Vũ sẽ tăng 20.5% svck trong năm 2025, khi giá bán đã tăng 19.5% svck trong 6T25. Tính 2H25, nhà máy DAP Đình Vũ đã được khấu hao hết, chi phí khấu hao ước tính giảm khoảng 50 tỷ đồng so với năm 2024. Ngoài ra, việc khấu trừ toàn bộ thuế GTGT đầu vào sẽ giúp giảm chi phí sản xuất của công ty khoảng 6%.

Hình 33: Giá bán lẻ DAP Đình Vũ khoảng 19,500 đồng/kg, tăng 25% svck và tăng 15% so với đầu năm nay



Nguồn: DDV, PHS

Hình 34: Biên LN gộp mảng DAP kỳ vọng cải thiện 6.5 điểm % năm 2025



Nguồn: DDV, PHS

Kinh doanh NH3 tăng trưởng ấn tượng khi hoạt động ổn định

Bên cạnh đó, DDV đang mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh hóa chất, cụ thể là nhập khẩu và phân phối khí amoniac (NH_3). Công ty sở hữu hệ thống bồn chứa hóa chất gần cảng Hải Phòng và mạng lưới logistics hỗ trợ hoạt động nhập khẩu và phân phối NH_3 . Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng hóa chất của DDV sẽ tăng gần 9 lần, đạt khoảng 505 tỷ đồng trong năm 2025.

Dự án sản xuất phân MAP là động lực tăng trưởng tiếp theo

Hiện tại, DDV đang triển khai dự án nhà máy sản xuất phân bón MAP (Mon-oammonium Phosphate) với công suất thiết kế 60.000 tấn/năm. Tính đến cuối Q1/25, công ty đang trong quá trình tổ chức đấu thầu để lựa chọn nhà thầu EPC. Nhà máy dự kiến sẽ được hoàn thành và đưa vào vận hành sau 15 tháng xây dựng.

Bảng 6: Thông tin dự án MAP

Tổng CSTK (tấn/năm)	60,000
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	457
Công nghệ	Tương tự như dây chuyền sản xuất DAP, nó sử dụng chung các nguyên liệu đầu vào như quặng apatit, NH_3 (amoniac) và H_2SO_4 (axit sulfuric).
Tình trạng	Hiện đang trong giai đoạn đấu thầu để lựa chọn nhà thầu EPC
Thời gian thực hiện	15 tháng sau khi ký hợp đồng EPC
Thời điểm vận hành	Q3/26

Nguồn: PHS

MAP là loại phân bón hóa học cung cấp đồng thời hai dưỡng chất: lân (P) và đạm (N) cho cây trồng. So với DAP, MAP có hàm lượng lân cao hơn, từ đó thường mang lại biên lợi nhuận cao hơn. Mặc dù phân DAP và MAP có đặc tính gần giống nhau nhưng DAP không thể thay thế hoàn toàn MAP vì điều kiện áp dụng khác nhau (bảng bên dưới), nhu cầu MAP tại Việt Nam thấp hơn so với DAP, chủ yếu vì DAP giúp trung hòa đất chua và giá thành thấp hơn MAP. Nhu cầu MAP trong nước ước tính 100,000-120,000 tấn/năm, năm 2024, nước ta nhập khẩu khoảng 42,000 tấn MAP.

Hiện nay, tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất phân MAP ở quy mô thương mại với công suất thiết kế 60,000 tấn/năm.

Bảng 7: So sánh hai loại phân lân phức hợp DAP và MAP

	MAP (Monoammonium Phosphate)	DAP (Diammonium Phosphate)
Công thức	NH ₄ H ₂ PO ₄	(NH ₄) ₂ HPO ₄
Hàm lượng N	11%	18%
Hàm lượng P₂O₅	52%	46%
Độ tan trong nước	Hoàn toàn, tan nhanh	Tan tốt nhưng kém hơn MAP
pH dung dịch	4.5-4.8 (hơi axit)	7.5-8 (hơi kiềm)
Tác động lên đất	Giúp cải thiện đất kiềm	Trung hòa đất chua
Ứng dụng chính	-Nguyên liệu NPK cao cấp - Phân bón hòa tan - Cây rau, hoa màu, cây ăn quả	- Phân bón lót phổ biến cho nhiều loại cây - Đất chua, cầu công nghiệp, lúa - Sản xuất NPK thông thường
Ưu điểm	- Hàm lượng lân cao nhất - Tan hoàn toàn - Không để lại cặn	- Giá thấp hơn MAP - Cung cấp cả N và P cân đối
Nhược điểm	- Giá cao hơn DAP - Nguồn cung hạn chế	- Có thể gây kiềm hóa đất - Tan kém hơn MAP

Nguồn: PHS

Định giá: Khuyến nghị GIA TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu 35,500/cp, tiềm năng tăng giá 13.1%

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá kết hợp giữa DCF (chiết khấu dòng tiền) và P/E (hệ số giá trên thu nhập), với tỷ trọng 50%/50%. Các giả định chính bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro: 3.5%;
- Phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu: 8.35%;
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn: 2%, phản ánh triển vọng lạc quan của ngành phân bón và tiềm lực lớn của DDV, nhà sản xuất và xuất khẩu phân DAP hàng đầu tại Việt Nam.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIA TĂNG TỶ TRỌNG với cổ phiếu DDV, với giá mục tiêu 35,500 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 13.1%.

Bảng 8: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá theo tỷ trọng (đồng)
FCFF	34,955	50%	17,478
P/E (P/E mục tiêu 11.5x)	35,955	50%	17,977
Giá trung bình			35,455
Giá mục tiêu (làm tròn)			35,500

Nguồn: PHS

Bảng 9: Giả định WACC

Lợi suất phi rủi ro	3.5%	Nợ/(Nợ + VCSH)	20.6%
Beta	1.15	Thuế (ước tính)	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.4%	WACC	11.54%
Ke	13.1%	Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Kd	6.9%		

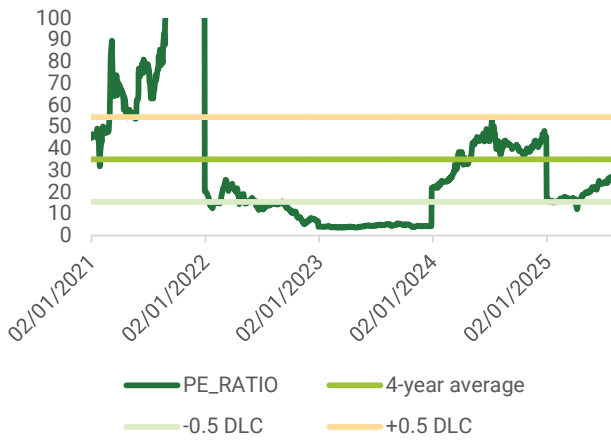
Nguồn: PHS

Bảng 10: Phương pháp FCFF

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST	519	395	378	406	432	460
Cộng: Khấu hao	50	25	25	25	25	25
Trừ: Đầu tư TSCĐ	30	16	9	11	21	33
Cộng: Lãi vay * (1 - Thuế)	5	6	6	6	6	7
Trừ: Thay đổi VLĐ ròng	(13)	(185)	332	17	48	16
FCFF (trước điều chỉnh hệ số thời gian)	557	594	68	408	395	442
Số kỳ chiết khấu	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5
Hệ số chiết khấu	0.95	0.85	0.76	0.68	0.61	0.55
Giá trị hiện tại của FCFF	527	505	52	279	242	242
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	1,846					
Giá trị cuối cùng	4,726					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	2,592					
Giá trị doanh nghiệp	4,438					
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	1,455					
Nợ phải trả	786					
Giá trị VCSH	5,107					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cp)	146,109,900					
Giá hợp lý (đồng/cp)	34,955					

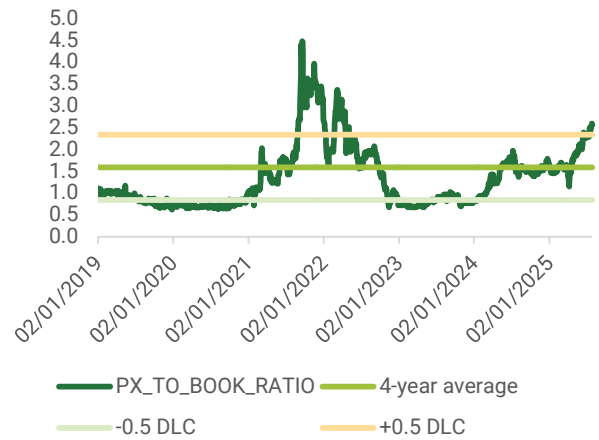
Nguồn: PHS

Hình 35: DDV được giao dịch với P/E ở mức 27 lần, cao hơn mức trung bình 4 năm



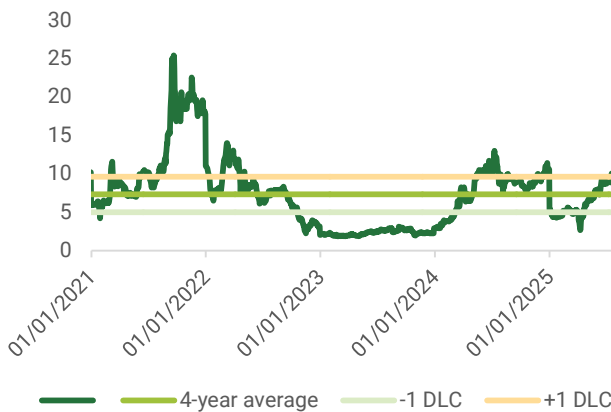
Nguồn: Bloomberg

Hình 36: DDV được giao dịch với P/B ở mức 2.5 lần, cao hơn mức trung bình 4 năm



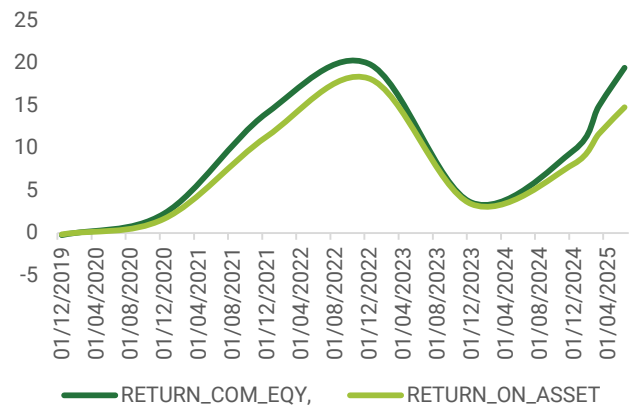
Nguồn: Bloomberg

Hình 37: EV/EBITDA hiện ở mức 10.3 lần, cao hơn mức trung bình 4 năm là 7.3 lần



Nguồn: Bloomberg

Hình 38: ROE và ROA đã cải thiện đáng kể trong 6 tháng đầu năm 2025 (%)



Nguồn: Bloomberg

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng

Báo cáo KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,270	3,181	3,365	4,967	4,462
GVHB	(2,777)	(2,921)	(3,002)	(4,123)	(3,792)
LN gộp	493	260	363	844	670
Chi phí bán hàng	(59)	(118)	(88)	(114)	(112)
Chi phí QLDN	(75)	(104)	(108)	(124)	(112)
Doanh thu tài chính	33	54	50	53	57
Chi phí tài chính	(9)	(8)	(6)	(7)	(7)
LNTT	383	81	212	652	496
LNST	360	69	168	519	395
LN ròng	360	69	168	519	395
BCĐKT	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	1,338	1,313	1,767	1,794	1,862
Tiền & tương đương tiền	170	219	31	83	197
Đầu tư tài chính ngắn hạn	212	609	1,145	1,031	1,165
Phải thu ngắn hạn	388	119	170	271	165
Hàng tồn kho	558	351	414	358	320
Tài sản khác	16	12	5	14	15
Tài sản dài hạn	777	612	470	452	405
Phải thu dài hạn	2	2	2	2	2
TSCĐ	724	576	452	405	366
Bất động sản đầu tư	2	-	-	1	1
Xây dựng cơ bản dở dang	4	4	11	6	6
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	44	26	2	34	27
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	2,115	1,926	2,237	2,208	2,267
Nợ phải trả	310	224	460	417	351
Nợ ngắn hạn	308	221	458	415	349
Nợ dài hạn	2	2	2	2	2
VCSH	1,805	1,702	1,777	1,752	1,886
Vốn góp của chủ sở hữu	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461
Lợi ích của cổ động không kiểm soát	-	-	-	-	-
Tổng Nguồn vốn	2,115	1,926	2,237	2,208	2,267

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền thuần từ HĐKD	505	206	331	675	612
Tiền thuần từ HĐĐT	(136)	(372)	(538)	(448)	(428)
Tiền thuần từ HĐTC	94	(284)	(88)	(175)	(70)
Dòng tiền phát sinh trong kỳ	(32)	48	(188)	52	115
Số dư tiền đầu kỳ	202	170	219	31	83
Số dư tiền cuối kỳ	170	219	31	83	197
Chỉ số chính (%)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số tăng trưởng					
Doanh thu	13.6%	-2.7%	5.8%	47.6%	-10.2%
LN gộp	88.7%	-80.9%	144.1%	132.2%	-20.6%
Tổng tài sản	14.2%	-9.0%	16.2%	-1.3%	2.7%
VCSH	24.1%	-5.7%	4.4%	-1.4%	7.6%
Chỉ số về khả năng sinh lời					
Biên LN gộp	15.1%	8.2%	10.8%	17.0%	15.0%
Biên EBIT	11.8%	2.6%	6.3%	13.1%	11.1%
Biên EBITDA	16.5%	7.5%	11.0%	15.2%	12.8%
Biên LN ròng	11.0%	2.2%	5.0%	10.4%	8.9%
ROA	20.0%	4.1%	9.5%	29.6%	20.9%
ROE	17.0%	3.6%	7.5%	23.5%	17.4%
Chỉ số về hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	13	13	10	10	10
Số ngày tồn kho	105	144	134	173	171
Số ngày phải nhận	97	102	70	67	59
Chỉ số về khả năng thanh toán					
Khả năng thanh toán hiện hành	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
Cơ cấu tài chính					
Nợ phải trả / Tổng tài sản	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Nợ phải trả / VCSH	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
Nợ ngắn hạn / VCSH	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
Nợ dài hạn / VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(Nguồn: PHS compilation)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Mai Hoa, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Khuyến nghị Mua: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

Khuyến nghị Gia tăng tỷ trọng: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

Khuyến nghị Giữ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

Khuyến nghị Giảm tỷ trọng: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ, từ 0% đến -10%.

Khuyến nghị Bán: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%

Không được xếp hạng: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, TP.HCM

Phone: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1,

TP.HCM

Phone: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,

Quận 3, TP.HCM

Phone: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải

Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận

7, TP.HCM

Phone: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, TP.HCM.

Phone: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415