

CTCP DAP – Vinachem (DDV)

Khả quan (Duy trì)

Hóa chất

Giá hiện tại	VND30.800
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND36.000/VND13.650
Giá mục tiêu	VND38.700
Cập nhật gần nhất	39.700
Consensus	NA
Tiềm năng tăng giá	25,6%
Tỷ suất cổ tức	3,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	29,5%

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

Thị giá vốn (triệu USD)	180,8
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	1,7
Sở hữu NN (tr USD)	80,8
Sở hữu NN (tr USD)	146,1
Sở hữu NN (tr USD)	146,1

	DDV	Ngành	VNI
P/E Trượt	7,1x	21,4x	15,0x
P/B Hiện tại	2,0x	2,2x	2,2x
ROA	20,9%	16,9%	2,4%
ROE	28,0%	10,0%	14,8%

*dữ liệu ngày 05/03/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DDV	8,1	22,3	67,4
VNINDEX	1,5	4,7	38,6

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn hóa chất Việt Nam	64%
Korea Investment Holdings Co Ltd	4,1%
Khác	31,9%

Tổng quan doanh nghiệp

DDV - thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam, với công suất thiết kế 330.000 tấn/năm và chiếm 28% thị phần tiêu thụ DAP trong nước. Tập dụng cơ sở hạ tầng cảng biển và logistics, DDV đang tích cực mở rộng vào các hoạt động xuất khẩu và kinh doanh hóa chất.

Chuyên viên phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

Hue.duongthu@vndirect.com.vn

Giá DAP neo cao hỗ trợ lợi nhuận năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 25,6% và tỷ suất cổ tức 3,9%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 2,5%, trong khi giá cổ phiếu nhìn chung đi ngang so với báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do cập nhật mô hình định giá sang năm 2026 và hạ mức P/B mục tiêu.
- P/E trượt ở mức 7,1x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3 năm (21,9x) và vẫn hấp dẫn khi xét đến vị thế cùng triển vọng tăng trưởng của DN.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng năm 2025 tăng mạnh 276,3% svck lên 634 tỷ đồng, nhờ tăng trưởng mạnh doanh thu DAP, NH3 và biên LN gộp được mở rộng.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2026 giảm nhẹ 3,7% svck xuống 610 tỷ đồng, chủ yếu do biên LN gộp thu hẹp nhẹ khi chi phí đầu vào vẫn duy trì ở mức cao.

Luận điểm đầu tư

Giá DAP tăng giúp giảm bớt áp lực từ chi phí đầu vào gia tăng

Chúng tôi kỳ vọng giá DAP thế giới tăng thêm 10% svck trong 2026, chủ yếu nhờ Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu DAP/MAP (dự kiến kéo dài đến tháng 8/2026) và căng thẳng leo thang tại Iran, khiến nguồn cung lưu huỳnh, DAP và quặng phot phát đi qua khu vực Vịnh Ba Tư tạm thời bị gián đoạn. Đà tăng của giá DAP nhiều khả năng sẽ bù đắp phần lớn áp lực thu hẹp biên LN gộp DAP trong bối cảnh chi phí sản xuất gia tăng. Chúng tôi dự báo biên LN gộp DAP chỉ giảm nhẹ 0,4 điểm % svck xuống 17,8% trong 2026, vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước.

Chúng tôi duy trì dự báo nhu cầu tiêu thụ DAP tiếp tục tăng trong 2026

Chúng tôi ước tính tiêu thụ DAP tăng 7,6% svck lên 262.000 tấn trong 2025, nhờ hoạt động sản xuất cải thiện khi việc xử lý bã thải thạch cao tiến triển tích cực. Chúng tôi kỳ vọng sản xuất tiếp tục cải thiện trong 2026, với mục tiêu vận hành 100% công suất thiết kế vào năm 2028. Điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ DAP thêm 7%/7% svck lên 280.000/300.000 tấn trong 2026/27, trong bối cảnh nguồn cung DAP trong nước của Việt Nam vẫn chưa đủ để đáp ứng nhu cầu.

Khởi công nhà máy MAP – động lực tăng trưởng chiến lược mới

Cuối 2025, DDV đã khởi công dự án nhà máy MAP (công suất 60.000 tấn/năm), với mục tiêu hoàn thành trong 10 tháng, sớm hơn 5 tháng so với kế hoạch ban đầu. Đây là dòng sản phẩm cao cấp (hàm lượng P₂O₅ đạt 61% so với 45% của DAP), thường có giá bán cao hơn và biên LN gộp tốt hơn DAP. Chúng tôi cho rằng nhà máy MAP có thể bắt đầu vận hành thử trong Q4/26 và đi vào vận hành thương mại từ 2027, đóng góp lần lượt 6,8%/8,5% vào doanh thu trong 2027/28 và tiếp tục gia tăng trong các năm sau đó. Việc mở rộng sang MAP sẽ giúp DDV hoàn thiện chuỗi giá trị phot phát và hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cũng như lợi nhuận trong trung và dài hạn.

Định giá hấp dẫn khi triển vọng lợi nhuận thiết lập mặt bằng mới

P/E TTM của DDV ở mức 7,1x, thấp hơn đáng kể so với P/E trung bình 3 năm là 21,9x. Chúng tôi cho rằng mức định giá này vẫn hấp dẫn, xét đến vị thế dẫn đầu của DDV trên thị trường DAP trong nước cùng triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn từ các mảng kinh doanh mới, những yếu tố có thể giúp thiết lập một mặt bằng lợi nhuận mới cao hơn so với các chu kỳ kinh doanh trước đây.

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	5,8%	67,1%	11,8%	7,9%
Tăng trưởng EPS	144,1%	276,3%	-3,7%	-22,4%
Biên LN gộp	10,8%	16,8%	15,1%	11,6%
Biên LN ròng	5,0%	11,2%	9,6%	6,9%
P/E (x)	29,0	7,7	8,0	10,3
P/B (x)	2,1			
ROAE	9,7%	31,4%	24,6%	16,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q4/25: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ giá DAP cao hơn và mở rộng mạnh mẽ hoạt động kinh doanh NH₃

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q4/25

Tỷ đồng	Q4/25	% svck	2025	% svck	2025 so với dự phóng
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	60.342	-1,7%	262.433	6,8%	97,8%
Doanh thu thuần	1.470	63,4%	5.624	67,1%	104,1%
- DAP	1.068	22,5%	4.340	32,2%	98,9%
- NH ₃ tự doanh	406,2	2361,8%	1.290,2	2267,3%	122,9%
LN gộp	210,7	78,6%	942,3	159,4%	96,4%
Chi phí bán hàng & QLDN	66,6	9,5%	228,5	16,8%	86,9%
Doanh thu tài chính thuần	28,7	78,3%	78,6	81,9%	134,1%
EBIT	144,1	151,9%	713,8	325,6%	100,0%
LN trước thuế	173,5	135,1%	793,5	275,2%	102,7%
LN ròng	137,8	134,8%	633,5	276,4%	103,0%
Biên LN gộp	14,3%	1,2 điểm %	16,8%	6,0 điểm %	
Biên LN ròng	9,4%	2,8 điểm %	11,3%	6,3 điểm %	

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q4/25 tăng vọt nhờ tăng trưởng mạnh ở mảng kinh doanh DAP và NH₃

Doanh thu thuần Q4/25 tăng mạnh 63,4% svck lên 1.470 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tăng trưởng tích cực ở cả mảng DAP và kinh doanh NH₃. Cụ thể, doanh thu mảng DAP tăng 22,5% svck lên 1.068 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi giá bán DAP trung bình tăng 24,6% svck. Trong khi đó, doanh thu mảng kinh doanh NH₃ tăng vọt hơn 24,6 lần svck lên 406 tỷ đồng, phản ánh việc DDV đẩy mạnh hoạt động kinh doanh NH₃ sau khi nâng cấp hạ tầng cho mảng hóa chất.

Biên LN gộp mở rộng nhờ giá bán DAP cao hơn

Biên LN gộp hỗn hợp trong Q4/25 mở rộng 1,2 điểm % svck lên 14,3%, qua đó kéo LN gộp tăng mạnh 78,6% svck lên 210,7 tỷ đồng. Mức cải thiện này chủ yếu đến từ biên LN gộp mảng DAP – mảng kinh doanh cốt lõi của DDV mở rộng mạnh mẽ 5,1 điểm % svck lên 17,3%, qua đó bù đắp hoàn toàn mức thu hẹp 0,8 điểm % svck của biên LN gộp mảng kinh doanh NH₃ xuống 7,7%. Biên LN gộp DAP cải thiện nhờ giá DAP tăng mạnh từ mức nền thấp của Q4/24, qua đó lần đầu tiên đạt mức tiêu cực từ chi phí đầu vào gia tăng, đặc biệt là lưu huỳnh.

LN ròng Q4/25 tăng vọt, chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi

Chi phí BH & QLDN trong Q4/25 tăng 9,5% svck lên 66,6 tỷ đồng, nhiều khả năng do việc mở rộng kinh doanh mảng hóa chất (NH₃). Trong khi đó, doanh thu tài chính thuần tăng mạnh 78,3% svck lên 28,7 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập lãi tiền gửi tăng 75,1% svck lên 24,7 tỷ đồng và lãi chênh lệch tỷ giá ròng tăng 2,1 lần lên 6,4 tỷ đồng. Nhìn chung, LN ròng Q4/25 tăng vọt 134,8% svck lên 137,8 tỷ đồng, chủ yếu được hỗ trợ bởi kết quả kinh doanh cốt lõi cải thiện mạnh.

LN ròng năm 2025 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu thuần năm 2025 tăng mạnh 67,1% svck lên 5.624 tỷ đồng, hoàn thành 104,1% dự báo cả năm của chúng tôi. LN ròng năm 2025 cũng tăng vọt 276,4% svck lên 633,5 tỷ đồng, phù hợp với kỳ vọng, tương đương 103% dự phóng cả năm 2025 của chúng tôi.

Triển vọng 2026/27: Lợi nhuận 2026 dự báo giảm nhẹ nhưng vẫn ở nền cao

Hình 2: Dự phóng KQKD giai đoạn 2026/27

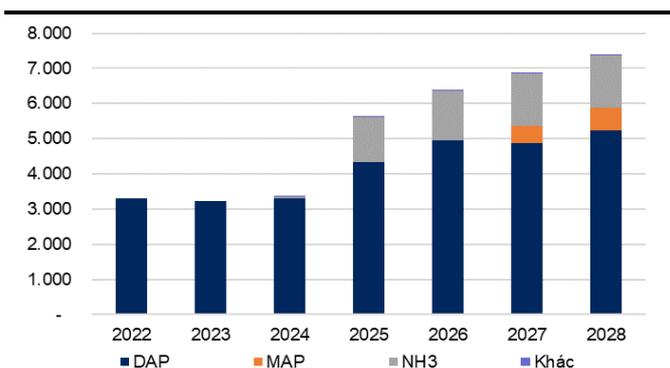
tỷ đồng	Thực tế			Cũ		Mới		% svck		% thay đổi		Nhận xét
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Giá bán trung bình DAP của DDV (vnd/kg, bao gồm tác động của luật thuế GTGT sửa đổi)	16.538	14.086	13.522	17.678	16.264			6,9%	-8,0%	25,5%	20,3%	Chúng tôi nâng dự báo giá bán trung bình DAP của DDV trong giai đoạn 2026/27, sau khi xem xét lại những bất định liên quan đến triển vọng xuất khẩu DAP của Trung Quốc, sự bùng nổ chiến sự tại Iran và kỳ vọng giá lưu huỳnh tăng cao hơn, qua đó gây áp lực lên chi phí đầu vào sản xuất DAP và gián tiếp tác động đến giá bán.
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	262.433	281.612	295.693	280.803	300.460			7,0%	7,0%	-0,3%	1,6%	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	5.624	5.073	5.194	6.288	6.783			11,8%	7,9%	24,0%	30,6%	Chúng tôi đã tăng dự báo doanh thu 2026/27, nhờ điều chỉnh tăng giá bán DAP và đưa mảng MAP vào mô hình dự phóng.
DAP	4.340	3.967	3.998	4.964	4.887			14,4%	-1,6%	25,1%	22,2%	Chúng tôi đã nâng dự báo doanh thu DAP giai đoạn 2026/27, chủ yếu nhờ việc điều chỉnh tăng dự báo giá bán.
MAP	-	-	-	-	468			N/A	N/A	N/A	N/A	
NH3 tự doanh	1.290	1.134	1.225	1.393	1.505			8,0%	8,0%	22,8%	22,9%	Chúng tôi đã nâng dự báo doanh thu mảng tự doanh NH ₃ giai đoạn 2026/27, do quy mô mảng này trong năm 2025 mở rộng vượt dự báo trước đây của chúng tôi, đồng thời kỳ vọng DDV sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động kinh doanh này trong thời gian tới.
LN gộp	942	816	738	952	786			1,1%	-17,4%	16,7%	6,5%	Chúng tôi đã nâng dự báo lợi nhuận gộp giai đoạn 2026/27, chủ yếu nhờ việc điều chỉnh tăng dự báo doanh thu.
Biên LN gộp	16,8%	16,1%	14,2%	15,1%	11,6%			-1,7 điểm %	-3,5 điểm %	-1,0 điểm %	-2,6 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên LN gộp giai đoạn 2026/27, do chi phí đầu vào sản xuất DAP dự kiến cao hơn, chủ yếu đến từ chi phí lưu huỳnh tăng.
- Biên LN gộp DAP	18,2%	17,9%	15,6%	17,8%	13,7%			-0,4 điểm %	-4,1 điểm %	-0,1 điểm %	-1,9 điểm %	
- Biên LN gộp NH3 tự doanh	12,6%	12,2%	12,2%	10,0%	10,0%			-2,6 điểm %	0,0 điểm %	-2,2 điểm %	-2,2 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên LN gộp mảng NH ₃ trong 2026/27, sau khi đánh giá lại hiệu quả hoạt động của mảng kinh doanh mới này trong năm 2025.
Chi phí bán hàng & QLDN	229	283	290	268	282			16,9%	5,3%	-5,4%	-2,8%	
Doanh thu tài chính thuần	79	74	86	79	88			0,0%	11,4%	6,8%	2,3%	
LN trước thuế	794	607	535	764	593			-3,8%	-22,4%	25,9%	10,8%	
LN ròng	634	483	426	610	473			-3,8%	-22,5%	26,3%	11,0%	
EPS (VND)	4.336	3.307	2.913	4.175	3.240			-3,7%	-22,4%	26,2%	11,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo LN ròng 2026 giảm nhẹ từ nền cao năm 2025

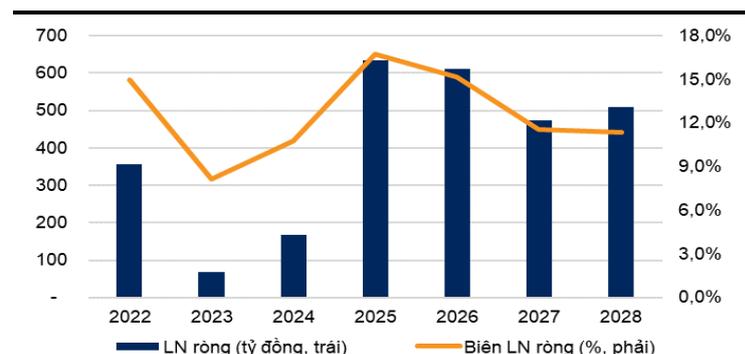
Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của DDV trong 2026 sẽ tăng 11,8% svck lên 6,2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán DAP tiếp tục cải thiện. Chúng tôi dự báo LN ròng 2026 sẽ giảm 3,7% svck xuống 610 tỷ đồng từ nền cao trong năm 2025, chủ yếu do chi phí đầu vào duy trì ở mức cao gây áp lực lên biên LN gộp DAP. Tuy nhiên, đây vẫn là mức lợi nhuận rất cao so với các giai đoạn kinh doanh trước, nhờ giá bán DAP tiếp tục được hỗ trợ trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung tạm thời trên thị trường toàn cầu.

Hình 3: Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh trong 2026-28



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Dự báo lợi nhuận ròng và biên LN gộp giai đoạn 2026-28

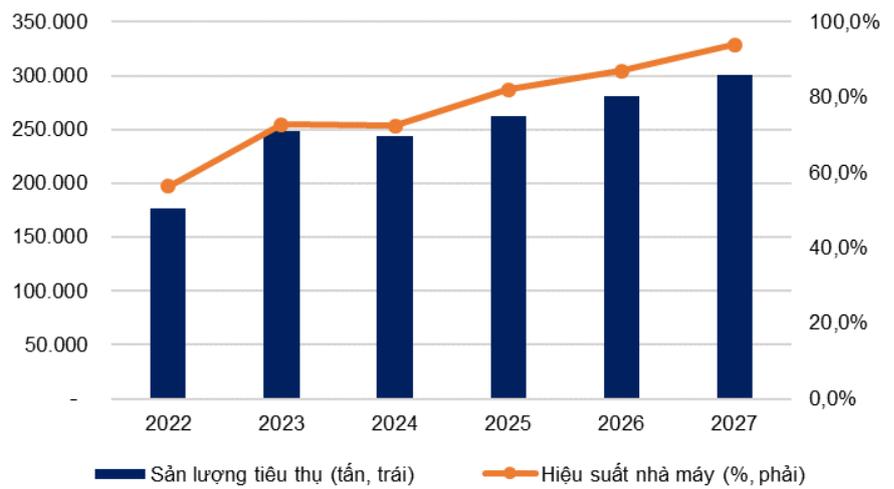


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi duy trì dự báo tiêu thụ DAP tiếp tục tăng trong năm 2026

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ DAP sẽ tăng 7,6% svck lên 262.000 tấn trong năm 2025, nhờ hoạt động sản xuất cải thiện tích cực, được hỗ trợ bởi tiến triển khả quan trong xử lý chất thải thạch cao, qua đó giúp giải phóng một phần công suất tiềm năng của nhà máy. Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng sản xuất DAP sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026, với mục tiêu vận hành đạt 100% công suất thiết kế vào năm 2028. Điều này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ DAP thêm 7%/7% svck lên 280.000/300.000 tấn trong 2026/27, trong bối cảnh nguồn cung DAP trong nước của Việt Nam vẫn chưa đủ để đáp ứng nhu cầu.

Hình 5: Dự báo sản lượng tiêu thụ DAP trong 2026-27



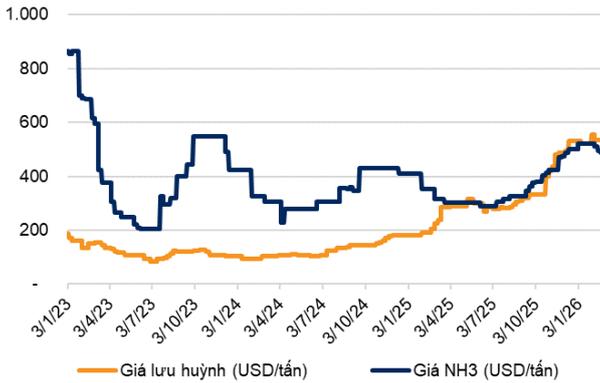
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp DAP chỉ thu hẹp nhẹ khi giá bán tiếp tục tăng

Chúng tôi dự báo giá nguyên liệu đầu vào sẽ tiếp tục tăng, gây áp lực lên chi phí sản xuất DAP

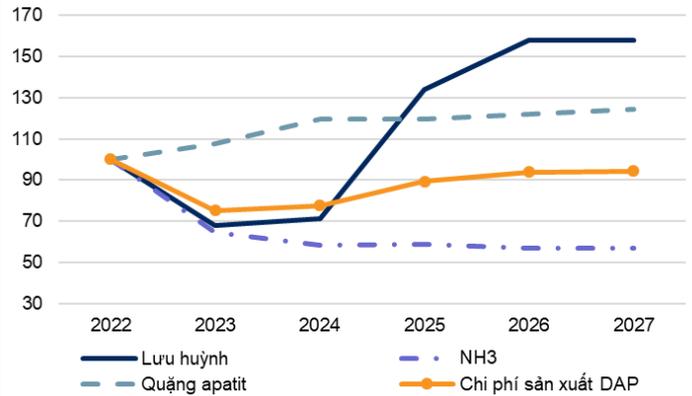
Trong năm 2025, thị trường phân bón phát ghi nhận mức tăng mạnh của giá lưu huỳnh – một trong những nguyên liệu đầu vào quan trọng. Cụ thể, giá lưu huỳnh trung bình toàn cầu tăng khoảng 151% svck và duy trì ở mức cao do nguồn cung thắt chặt cùng nhu cầu mạnh từ các thị trường lớn như Indonesia và Nga. Điều này gây áp lực đáng kể lên chi phí sản xuất DAP trên toàn cầu và đặc biệt tại Việt Nam, khi Việt Nam gần như phải nhập khẩu toàn bộ nhu cầu lưu huỳnh, dù giá than đã hạ nhiệt. Chúng tôi dự báo giá lưu huỳnh toàn cầu sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2026 (+32% svck so với mức trung bình năm 2025). Bên cạnh đó, giá quặng apatite cũng có thể tăng nhẹ do chi phí nhập khẩu quặng ở mức cao. Do đó, các yếu tố này nhiều khả năng sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí đầu vào sản xuất DAP của DDV.

Hình 6: Giá lưu huỳnh toàn cầu tăng vọt trong năm 2025 và duy trì ở mức cao trong 2T26



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Giá lưu huỳnh cao sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí sản xuất DAP trong năm 2026



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá DAP có thể quay lại xu hướng tăng trong bối cảnh căng thẳng tại Iran và Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu

Giá DAP toàn cầu (Morocco) gần như đi ngang trong 2T26 sau khi hạ nhiệt từ cuối Q3/25, nhưng vẫn cao hơn 16% svck trong bối cảnh nhu cầu trên thị trường quốc tế khá trầm lắng. Chúng tôi kỳ vọng giá DAP toàn cầu sẽ sớm bước vào một chu kỳ tăng mới (từ cuối Q1/26) với mức độ mạnh hơn và kéo dài hơn so với năm 2025, được thúc đẩy bởi hai sự kiện quan trọng trên thế giới sau:

- Thứ nhất, Trung Quốc tiếp tục áp dụng một đợt hạn chế xuất khẩu mới đối với phân bón DAP/MAP/NP: Theo các nguồn tin trong ngành (Argus Fertilizer), Trung Quốc sẽ tiếp tục duy trì hạn chế xuất khẩu phân bón photphat (DAP/MAP, NP) đến hết tháng 8/2026 nhằm ưu tiên nhu cầu trong nước, đặc biệt trong bối cảnh giá lưu huỳnh toàn cầu và giá nhập khẩu tại Trung Quốc tiếp tục leo thang. Chúng tôi cho rằng việc nguồn cung DAP từ Trung Quốc tiếp tục bị hạn chế trong phần lớn năm 2026 sẽ giới hạn rủi ro giảm giá của DAP ít nhất đến Q3/26.
- Thứ hai, căng thẳng leo thang tại Iran có thể gián tiếp gây áp lực đáng kể lên nguồn cung và giá DAP toàn cầu. Chúng tôi cho rằng nếu xung đột tại Iran tiếp tục kéo dài và leo thang, thị trường DAP toàn cầu có thể chịu tác động qua ba chiều hướng: 1) gây ra cú sốc nguồn cung lưu huỳnh, khi khu vực Vịnh Ba Tư chiếm khoảng gần 50% lượng lưu huỳnh giao dịch toàn cầu; 2) làm gián đoạn chuỗi cung ứng quặng photphat/DAP và làm tăng chi phí bảo hiểm, do các chuyến hàng DAP/quặng photphat từ Morocco/Saudi Arabia đến các thị trường tiêu thụ lớn như Ấn Độ thường phải đi qua Biển Đỏ (khu vực do lực lượng Houthi được Iran hậu thuẫn kiểm soát); và 3) trong bối cảnh bất ổn gia tăng tại Trung Đông, Trung Quốc và các nước xuất khẩu khác có thể tiếp tục siết chặt hơn nữa hạn ngạch xuất khẩu để đảm bảo an ninh lương thực trong nước, qua đó tạo ra cú sốc cung thứ cấp có thể đẩy giá DAP tăng mạnh ngay cả trước mùa cao điểm.

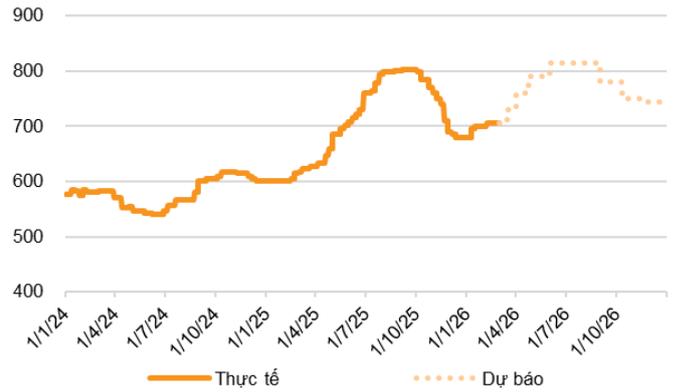
Bên cạnh hai yếu tố trên, giá DAP nhiều khả năng bước vào một chu kỳ tăng mới, khi người mua bắt đầu tích trữ hàng tồn kho phục vụ mùa vụ chính tại Ấn Độ. Nhìn chung, chúng tôi dự báo giá DAP thế giới bình quân năm 2026 tăng 10% svck lên 776 USD/tấn, kéo giá bán trung bình DAP của DDV ước tính tăng 6,9% svck, sau khi tính đến tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi.

Hình 10: Vịnh Ba Tư – khu vực chiếm khoảng 50% lượng lưu huỳnh giao dịch toàn cầu đang đối mặt với căng thẳng gia tăng



Nguồn: DIỄN ĐÀN DOANH NGHIỆP

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng giá DAP sẽ quay lại xu hướng tăng và duy trì ở mức cao trong phần lớn năm 2026

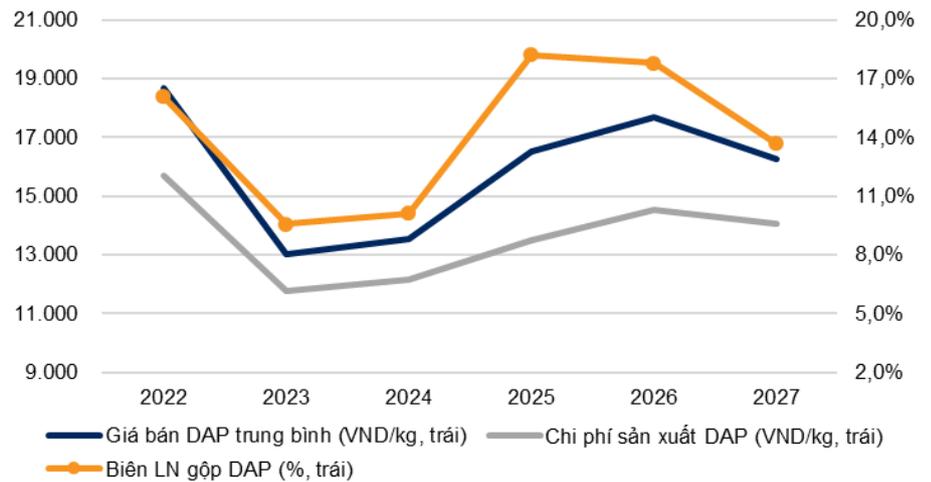


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo biên LN gộp DAP sẽ thu hẹp trong 2026, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2023-24

Tóm lại, chúng tôi dự báo biên LN gộp DAP của DDV sẽ thu hẹp nhẹ 0,4 điểm % svck xuống 17,8% trong 2026, chủ yếu do áp lực tiếp tục gia tăng từ giá các nguyên liệu đầu vào (lưu huỳnh và quặng photphat). Tuy nhiên, mức này vẫn phản ánh biên LN gộp tích cực so với giai đoạn 2023-24, nhờ giá bán DAP dự kiến duy trì ở mức cao. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp DAP sẽ giảm về 13,7% trong 2027 khi nguồn cung DAP toàn cầu dần phục hồi, kéo theo giá bán suy yếu.

Hình 9: Dự báo biên LN gộp DAP trong 2026-27



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhà máy MAP chính thức khởi công cùng cố vị thế phốt phát của DDV trong trung và dài hạn

Ngày 19/12/2025, DDV chính thức khởi công dự án “Đầu tư chiều sâu công nghệ, nâng cao chất lượng axit photphoric và sản xuất phân bón MAP (60.000 tấn/năm)” với tổng vốn đầu tư ước tính 457 tỷ đồng. MAP là loại phân bón có hàm lượng P₂O₅ cao (61%), thường có giá bán trên thị trường cao hơn đáng kể so với DAP và mang lại tiềm năng hiệu quả kinh doanh tốt hơn, với biên LN gộp kỳ vọng cao hơn DAP trong trung và dài hạn. So với kế hoạch ban đầu (thời

gian xây dựng 15 tháng), ban lãnh đạo Vinachem đã đặt mục tiêu tham vọng hơn là ra mắt sản phẩm MAP đầu tiên trong vòng 10 tháng. Với kinh nghiệm trước đây của DDV trong việc triển khai nhà máy DAP, một số điểm tương đồng về công nghệ, cùng với nền tảng tài chính vững mạnh (ít phụ thuộc vào nợ vay), chúng tôi cho rằng nhà máy MAP có thể bắt đầu vận hành thử trong Q4/26 và đi vào vận hành thương mại từ năm 2027. Chúng tôi giả định nhà máy hoạt động ở mức 50% công suất trong 2027, sau đó tăng dần lên 85% vào năm 2030, tương ứng với sản lượng sản xuất khoảng 30.000 tấn năm 2027 và tăng lên 51.000 tấn vào năm 2030. Nhờ uy tín đã được thiết lập trên thị trường nội địa, chúng tôi tin rằng sản phẩm MAP của DDV sẽ được thị trường đón nhận tốt, góp phần bù đắp khoảng trống nguồn cung trong nước hiện nay. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ MAP đạt 25.000/32.500 tấn trong 2027/28.

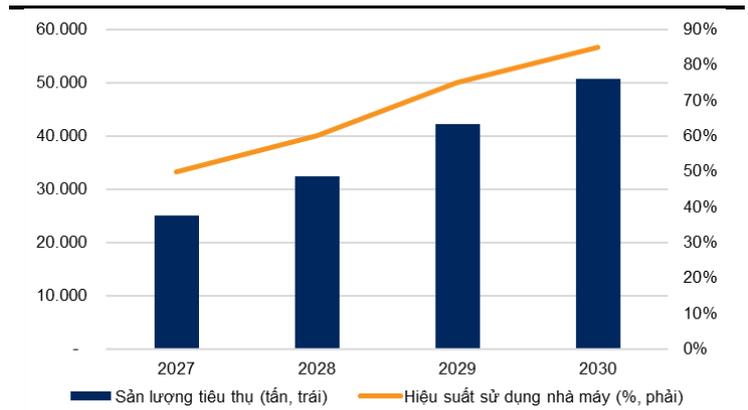
Chúng tôi cho rằng, khi mảng DAP cốt lõi có dư địa mở rộng hạn chế do đã tiệm cận công suất thiết kế hiện tại, việc mở rộng sang mảng MAP sẽ không chỉ giúp DDV hoàn thiện hơn chuỗi giá trị phân bón phát, mà còn đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong trung và dài hạn. Chúng tôi ước tính mảng MAP sẽ đóng góp lần lượt 6,8%/8,8% vào cơ cấu doanh thu của DDV trong giai đoạn đầu giới thiệu ra thị trường (2027/28) và tiếp tục gia tăng tỷ trọng đóng góp trong các năm sau đó.

Hình 10: Lễ khởi công nhà máy MAP



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự báo sản lượng tiêu thụ MAP giai đoạn 2027-30



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 38.700 đồng

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 2,5% xuống 38.700 đồng/cp, vẫn dựa trên phương pháp định giá kết hợp với tỷ trọng ngang nhau giữa DCF và P/B. Mức P/B mục tiêu cho năm 2026 là 1,9x, tương đương +0,75 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình lịch sử của cổ phiếu kể từ tháng 3/2022.

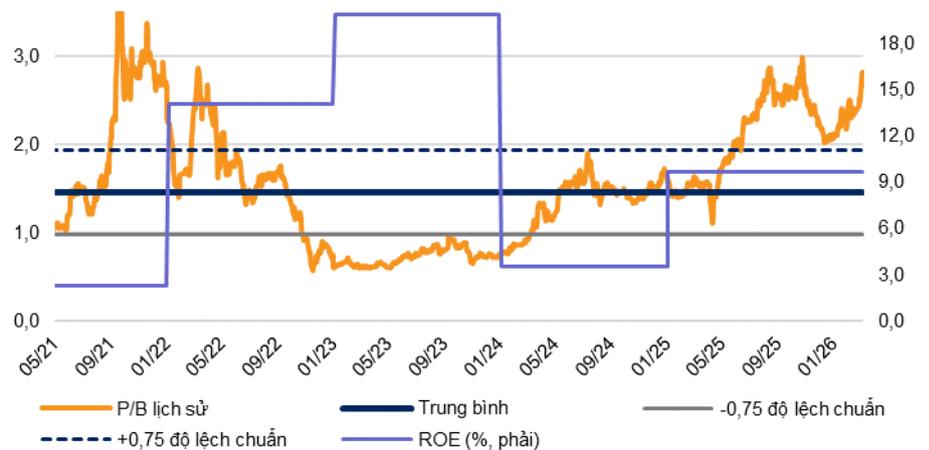
Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu đến từ hai yếu tố: (1) cập nhật mô hình định giá sang năm 2026; và (2) hạ P/B mục tiêu từ 2,4x xuống 1,9x nhằm phản ánh tâm lý thị trường thận trọng hơn đối với DDV, khi chúng tôi kỳ vọng ROE sẽ giảm xuống 24,6% trong 2026 từ mức đỉnh 31,4% trong 2025.

Hình 12: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	41.612	50%	20.806
P/B	35.760	50%	17.880
Giá trị hợp lý (đồng)			38.686
Giá mục tiêu (đồng)			38.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: P/B lịch sử của DDV



Hình 14: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Phần bù rủi ro thị trường	8,13%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	14,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	2.262
Nợ	123
Chi phí nợ	1,5%
Mức thuế	20,2%
WACC	13,5%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
LN ròng	610	473	508	553	594
Thuế khả dụng	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
Chi phí lãi vay	2	2	2	2	2
+ Thay đổi vốn lưu động	(127)	(52)	(33)	(14)	(21)
- Capex	(497)	(40)	(40)	(40)	(40)
+ Chi phí khấu hao	89	135	135	135	135
Dòng tiền tự do FCFF	77	517	571	635	669
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	67	401	443	383	355
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					1.650
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					3.000
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					4.650

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Phân tích độ nhạy cho định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
		13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
0,5%		42.542	41.149	39.862	38.669	37.560
1,0%		43.568	42.081	40.711	39.444	38.269
1,5%		44.688	43.094	41.612	40.280	39.033
2,0%		45.914	44.198	42.628	41.187	39.858
2,5%		47.261	45.408	43.718	42.172	40.752

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Động lực tăng giá gồm sản lượng bán hàng cao hơn, giá DAP toàn cầu tăng và tác động của luật thuế GTGT sửa đổi tích cực hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến (quặng Apatit, NH3, lưu huỳnh...), và giá DAP giảm.

Hình 18: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	12.000	22	18,3	0,9	4,7%	1,7%	97,5
CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	18.900	81	13,5	1,5	11,1%	6,5%	48,4
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	30.500	791	41,9	1,8	5,6%	3,5%	31,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	75.100	164	14,0	2,6	18,3%	7,8%	81,0
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	47.700	963	12,0	2,3	16,6%	9,4%	17,5
<i>Trung bình</i>				21,4	2,2	16,9%	10,0%	56,2
CTCP DAP - Vinachem	DDV VN	30.800	171	7,1	2,0	28,0%	20,9%	5,4

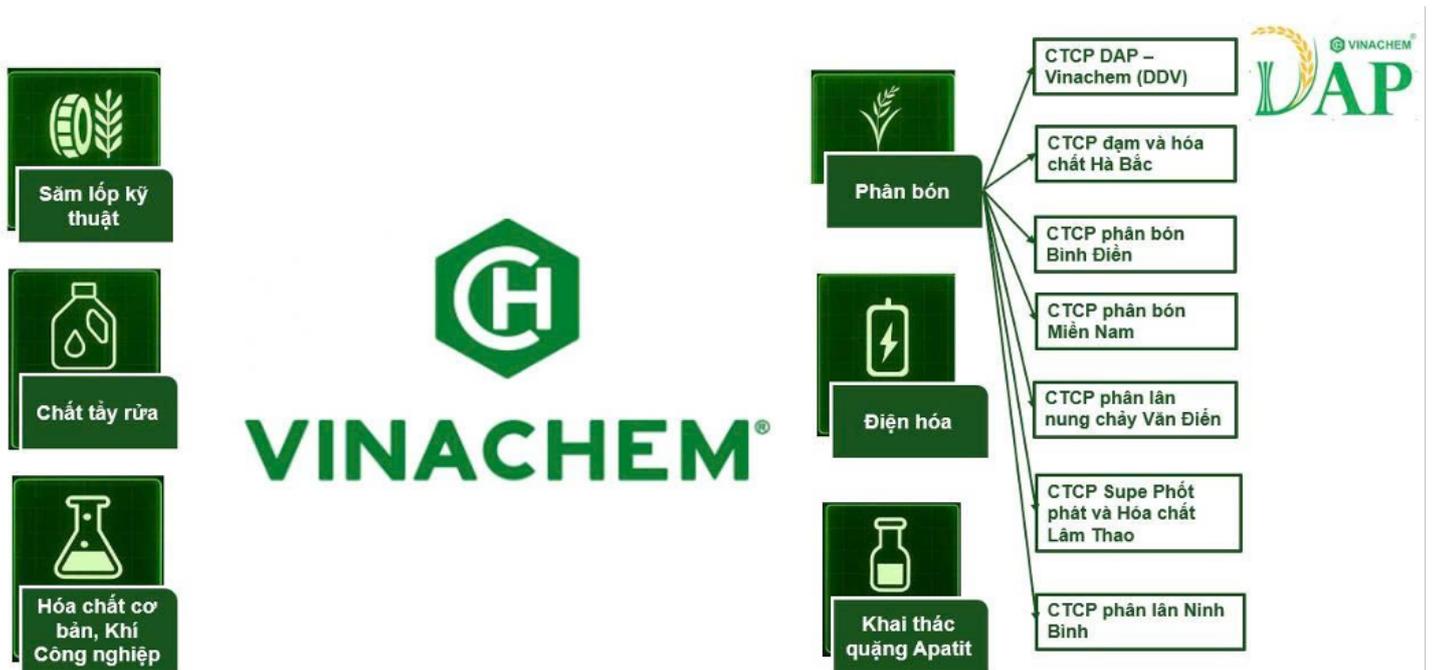
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DATA AS AT 06 March)

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

DDV - Nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam

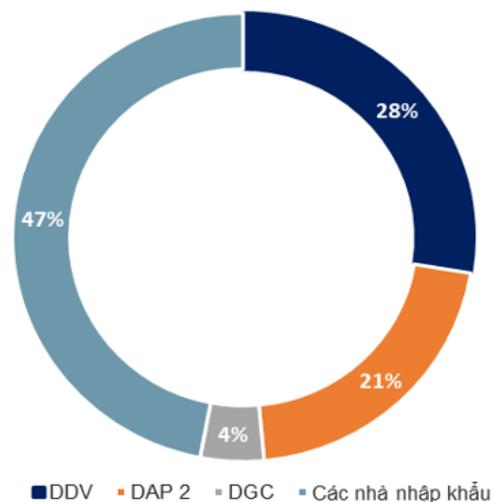
Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (DDV), thành lập năm 2008, là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất phân bón Diammonium Phosphate (DAP) và hiện chiếm khoảng 30% thị phần trong nước. Cùng với Công ty Cổ phần DAP số 2 – VINACHEM, DDV là một trong hai doanh nghiệp duy nhất sản xuất phân bón DAP tại Việt Nam. Nhà máy của DDV đặt tại Khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng, với công suất thiết kế 330.000 tấn DAP/năm, góp phần đáp ứng nhu cầu phân bón trong nước và giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu

Hình 19: Hệ sinh thái của Vinachem



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Thị phần tiêu thụ phân bón DAP tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2: Các dự phóng tài chính trọng yếu

Báo cáo KQ HĐKD							
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	2.878	3.270	3.181	3.365	5.624	6.288	6.783
Giá vốn hàng bán	2.499	2.780	2.921	3.002	4.681	5.336	5.997
Lợi nhuận gộp	378	490	260	363	942	952	786
Chi phí QLDN	121	75	104	108	133	147	151
Chi phí bán hàng	76	59	118	88	96	121	131
LN hoạt động	181	356	38	168	714	684	504
EBITDA thuần	333	509	194	326	803	773	639
Chi phí khấu hao	152	154	156	158	89	89	135
LN HĐ trước thuế và lãi vay	181	356	38	168	714	684	504
Thu nhập tài chính	6	15	34	32	58	59	68
Chi phí tài chính	8	9	8	6	9	10	10
Thu nhập ròng khác	2	(0)	(2)	1	1	1	1
Thu nhập từ công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	191	380	81	212	794	764	593
Chi phí thuế	0	22	12	43	160	154	120
Lợi nhuận ròng	191	357	69	168	634	610	473
LN ròng sau điều chỉnh	191	357	69	168	634	610	473

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền & Tương đương tiền	202	170	219	31	48	151	159
Đầu tư tài chính ngắn hạn	72	212	609	1.145	1.505	1.460	1.900
Các khoản phải thu ngắn hạn	60	345	73	53	24	69	74
Hàng tồn kho	511	558	351	414	694	789	887
Tài sản ngắn hạn khác	65	53	61	124	203	220	238
Tổng tài sản ngắn hạn	911	1.338	1.313	1.767	2.473	2.690	3.258
Tài sản cố định	863	720	576	452	472	779	608
Tổng đầu tư	11	8	9	15	86	21	22
Tài sản dài hạn khác	67	45	28	4	3	2	2
Tổng tài sản	1.852	2.112	1.926	2.237	3.034	3.493	3.890
Nợ vay ngắn hạn	44	138	-	-	117	117	117
Phải trả người bán	270	88	108	297	321	364	409
Phải trả ngắn hạn khác	81	82	113	161	326	310	331
Tổng nợ ngắn hạn	395	308	221	458	765	792	858
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	5	-	-
Phải trả dài hạn khác	2	2	2	2	2	2	2
Vốn điều lệ	1.466	1.466	1.573	1.587	1.621	1.621	1.621
Lợi nhuận giữ lại	(11)	337	129	190	641	1.072	1.404
Vốn chủ sở hữu	1.455	1.802	1.702	1.777	2.262	2.693	3.025
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	1.852	2.112	1.926	2.237	3.034	3.493	3.890

Báo cáo LCTT							
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận trước thuế	191	380	81	212	794	764	593
Khấu hao	152	154	156	158	89	89	135
Thuế đã nộp	0	(21)	(4)	(37)	(140)	(154)	(120)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	(2)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(82)	(473)	501	144	(177)	(127)	(52)
LC tiền thuần từ HĐKD	270	7	704	438	506	653	645
Đầu tư TSCĐ	(15)	(8)	(9)	(34)	(175)	(497)	(40)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	1	0	0	0
Các khoản khác	(65)	(125)	(362)	(504)	(302)	129	(452)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(81)	(133)	(372)	(538)	(477)	(368)	(492)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(5)	94	(138)	0	120	(5)	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	(0)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	(146)	(88)	(131)	(175)	(146)
LC tiền thuần từ HĐTC	(5)	94	(284)	(88)	(12)	(181)	(146)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	18	202	170	219	31	48	151
LC tiền thuần trong kỳ	184	(32)	48	(188)	17	104	7
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	202	170	219	31	48	151	159

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EPS (VND)	1.307	2.445	472	1.152	4.336	4.175	3.240
P/E	24,8	13,3	68,6	28,1	7,5	7,8	10,0
PEG 1 năm	0,0	0,2	(0,9)	0,2	0,0	(2,1)	(0,4)
EV/EBIT	26,1	13,3	126,1	28,3	6,6	6,9	9,4
EV/EBITDA	14,2	9,3	24,4	14,5	5,9	6,1	7,4
P/S	11,0	9,8	10,0	9,6	5,7	5,1	4,7
P/B	3,3	2,6	2,8	2,7	2,1	1,8	1,6
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	3,1%	1,9%	2,8%	3,7%	3,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	-40,9%	-127,1%	-78,1%	-27,7%	-24,0%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng DT	52,6%	13,6%	-2,7%	5,8%	67,1%	11,8%	7,9%
Tăng trưởng LN gộp	55,6%	29,4%	-47,0%	39,8%	159,4%	1,0%	-17,5%
Tăng trưởng LN ròng	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	276,3%	-3,7%	-22,4%
Tăng trưởng EPS	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	276,3%	-3,7%	-22,4%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	13,2%	15,0%	8,2%	10,8%	16,8%	15,1%	11,6%
Biên EBITDA	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	14,3%	12,3%	9,4%
Biên LN hoạt động	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	14,3%	12,3%	9,4%
Biên LN ròng	6,5%	10,8%	2,1%	5,0%	11,2%	9,6%	6,9%
ROAA	11,3%	18,0%	3,4%	8,1%	24,0%	18,7%	12,8%
ROAE	14,1%	21,9%	3,9%	9,7%	31,4%	24,6%	16,6%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	515,6	200,3	35,8	395,7	-	-	-
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	-22,0	-80,4	-24,2	-9,6	-4,6	-1,6	-16,7
Nợ vay / Vốn	2,4%	6,5%	0,0%	0,0%	4,0%	3,4%	3,0%
Nợ vay / VCSH	3,0%	7,7%	0,0%	0,0%	5,4%	4,4%	3,9%
Nợ vay ròng / VCSH	-15,8%	-13,6%	-48,6%	-66,2%	-63,2%	-55,5%	-64,2%

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	1,7	1,6	1,6	1,6	2,1	1,9	1,8
Vòng quay khoản phải thu	25,7	16,3	15,5	53,8	147,5	137,5	96,0
Số ngày phải thu	8	39	8	6	2	4	4
Vòng quay khoản phải trả	11,9	15,6	29,8	14,8	15,1	15,6	15,5
Số ngày phải trả	39	11	14	36	25	25	25
Vòng quay hàng tồn kho	6,9	5,2	6,4	7,8	8,5	7,2	7,2
Số ngày tồn kho	75	73	44	50	54	54	54
Hệ số thanh toán hiện hành	2,3	4,4	5,9	3,9	3,2	3,4	3,8
Hệ số thanh toán nhanh	1,0	2,5	4,3	3,0	2,3	2,4	2,8

KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

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

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

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

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

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

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

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>