

TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE: DPM)

ĐIỂM RƠI LỢI NHUẬN TỪ CÚ SỐC CUNG TOÀN CẦU

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu:
35,000

Upside: +19%

Ngành Phân bón | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC nâng khuyến nghị lên **MUA** đối với cổ phiếu DPM với giá mục tiêu **35,000 VND/cp** (được xác định dựa trên phương pháp EV/EBITDA với mục tiêu 2026F là 5.7x, tương đương với trung vị 10 năm 2016 – 2025). Giá mục tiêu mới tương ứng tổng mức sinh lời kỳ vọng **+19%** và tăng **+25%** so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh tăng **LNST-CĐTS 2026 +61%** sau khi nâng đáng kể giả định về giá bán bình quân.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- BSC dự báo DTT và LNST-CĐTS năm 2026 ước đạt **19,065 tỷ VND (+17% YoY)** và **1,509 tỷ VND (+41% YoY)**, tương ứng EPS = **2,433 VND/cp**, P/E fw 2026F = **12.7x**, EV/EBITDA fw 2026 = **4.9x**.
- So với báo cáo cập nhật gần nhất, dự phóng doanh thu và LNST-CĐTS được nâng lần lượt **+19.7%** và **+61%**, chủ yếu nhờ: **(1)** giá bán bình quân Urê điều chỉnh tăng **+5%** so với giả định trước và **(2)** biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh từ **16% lên 20%** nhờ tốc độ tăng của ASP vượt đà tăng của chi phí khí đầu vào;

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Cập nhật Kết quả kinh doanh

KQKD Q4/2025: DTT = **4,528 tỷ VND (+7%YoY, +52%QoQ)**, LNST-CĐTS = **390 tỷ VND (+38%YoY, +19%QoQ)**. KQKD Q4/2025 phù hợp với dự phóng của BSC, trong đó: **(i)** Biên lợi nhuận gộp thực tế diễn biến tích cực hơn kỳ vọng bù đắp **(ii)** Chi phí quản lý doanh nghiệp (nhân viên quản lý & trích quỹ KH) phát sinh cao.

Cập nhật VNPOLY: Nghĩa vụ được xác định & đã được phản ánh trong dự phóng.

Cập nhật quan điểm đầu tư ([Tham khảo báo cáo gần nhất](#))

- Đảo ngược dự báo, nâng dự phóng giá Urê bình quân 2026 tăng +10% đến +15% svck:** Thay đổi quan điểm từ "lợi nhuận đạt đỉnh năm 2025" sang kịch bản tăng trưởng tiếp diễn nhờ: **(i)** Đứt gãy cung tại Hormuz kèm rào cản bảo hiểm; **(ii)** Trung Quốc siết xuất khẩu đến hết T8/2026 và **(iii)** Thâm hụt 2 triệu tấn tại Ấn Độ.
- Biên lợi nhuận nơi rộng và hưởng lợi trọn năm từ chính sách thuế:** Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ **tốc độ tăng giá bán vượt đà tăng của giá khí đầu vào**. Đồng thời, việc áp dụng trọn năm **lưu thuế VAT 5%** giúp tiết **giảm 5–7%** giá thành sản xuất.

RỦI RO

- Sản lượng & Giá bán bình quân thấp hơn kỳ vọng; Áp lực chính sách điều tiết;
- Giá khí đầu vào tăng, do biến động tỷ giá và xu hướng tăng của giá dầu;
- Rủi ro tăng dự báo: Xung đột địa chính trị kéo dài và/hoặc nghiêm trọng hơn.

KQKD	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	13,569	13,496	16,564	19,065
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	2,939	3,740
NPATMI	519	538	1,074	1,509
EPS	1,029	1,078	1,419	2,433

Trung tâm phân tích BSC

Lưu Thuỳ Linh
(Chuyên viên phân tích)
Linhlt2@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	29,500
Cổ phiếu LH (Triệu):	680
Vốn hoá (Tỷ VND):	20,942
Thanh khoản 30n (Triệu):	15.8
Sở hữu nước ngoài:	6.1%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

Bảng: Tóm tắt KQKD Quý 4/2025

Tỷ đồng	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
DT thuần	3,414	-8%	8%	16,564	13,496	23%
Giá vốn	(2,746)	-9%	-1%	(13,626)	(11,598)	17%
Lãi gộp	668	-7%	70%	2,939	1,898	55%
DT tài chính	240	105%	85%	487	369	32%
CP tài chính	(52)	16%	69%	(164)	(65)	153%
Lãi vay	(49)	44%	94%	(142)	(48)	197%
Lãi từ CTLK	2			3	3	
CP BH	(267)	16%	21%	(1,017)	(872)	17%
CP QLDN	(356)	70%	75%	(912)	(594)	54%
Lãi từ HĐKD	234	-33%	244%	1,335	738	81%
TN khác, ròng	(3)	168%	-45%	(6)	(8)	
LNTT	245	-31%	252%	1,353	743	82%
Thuế	13	-89%	-56%	258	132	95%
LNST	233	-3%	473%	1,096	610	79%
CĐTS	3	35%	-29%	22	17	
LNST-CĐTS	230	-3%	535%	1,074	594	81%

Chỉ số

Biên LNG	20%	+0.3đpt	+7.2đpt	18%	14%	+3.7đpt
Biên LNR	7%	+0.4đpt	+5.5đpt	7%	5%	+2.1đpt
SG&A/DT	18%	+6.4đpt	+4.8đpt	12%	11%	+0.8đpt

Nguồn: DPM, BSC Research

KQKD Q4/2025: DTT = 3,414 tỷ VND (+8% YoY, -8% QoQ), LNST-CĐTS = 230 tỷ VND (+535% YoY, -3% QoQ). Lợi nhuận tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh và doanh thu tài chính tăng. Trong đó:

- **Biên lợi nhuận gộp** đạt **19.6%** (+7.2 đpt YoY, +0.3 đpt QoQ) chủ yếu nhờ: **(i)** giá ure tăng +15% YoY và **(ii)** giá khí đầu vào giảm -10% YoY.
- **Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp** đạt 623 tỷ VND (+47% YoY, +42% QoQ), tương đương 18.3% doanh thu (+4.8 đpt YoY). Trong đó:

(i) Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng đột biến (+75% YoY, +70% QoQ) lên mức 356 tỷ VND do chi phí nhân viên quản lý tăng +152% YoY lên 66 tỷ VND và chi phí khác tăng gấp đôi lên 241 tỷ VND ;

(ii) Chi phí bán hàng đạt 267 tỷ VND (+21% YoY) do chi phí nhân viên và chi phí vận chuyển tăng nhẹ.

- **Doanh thu tài chính ròng** đạt 188 tỷ VND (+90% YoY) giúp bù đắp phần chi phí SG&A tăng cao.

Lũy kế 2025: Doanh thu thuần đạt 16,564 tỷ VND (+23% YoY), LNST-CĐTS đạt 1,074 tỷ VND (+81% YoY);

Bảng: Tóm tắt tình hình kinh doanh Q4/2025

	Q4/2025	%QoQ	%YoY	2025	%YoY
Doanh thu	3,414	-8%	8%	16,564	23%
Doanh thu phân bón	2,286	-17%	-9%	12,304	6%
Doanh thu tự doanh phân bón	1,128	15%	71%	4,260	123%
Lợi nhuận gộp	668	-7%	70%	2,939	55%
LNG phân bón	628	-7%	69%	2,734	48%
LNG tự doanh phân bón	40	-14%	87%	205	266%
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.6%	+0.3 đpt	+7.2 đpt	17.7%	+3.7 đpt
Biên LNG phân bón	27.5%	+3.0 đpt	+12.6 đpt	22.2%	+6.3 đpt
Biên LNG tự doanh phân bón	1.8%	+0.1 đpt	+0.9 đpt	1.7%	+1.2 đpt

Nguồn: DPM, BSC Research

Tình hình kinh doanh – Doanh thu tăng trưởng nhờ mảng tự doanh, biên lợi nhuận cải thiện mạnh

- **Doanh thu thuần** đạt 3,414 tỷ VND (+8% YoY, -8% QoQ), tăng trưởng so với cùng kỳ chủ yếu nhờ đóng góp từ mảng thương mại, trong đó:
 - **Doanh thu phân bón** (sản xuất) đạt 2,286 tỷ VND (-9% YoY, -17% QoQ) do bảo dưỡng tổng thể khiến sản lượng giảm.
 - **Doanh thu tự doanh phân bón** tăng mạnh lên 1,128 tỷ VND (+71% YoY, +15% QoQ).
- **Lợi nhuận gộp** đạt 668 tỷ VND (+70% YoY, -7% QoQ), **biên lợi nhuận gộp** cải thiện ấn tượng lên 19.6% (+7.2 đpt YoY, +0.3 đpt QoQ) nhờ:
 - Biên gộp mảng phân bón (sản xuất) mở rộng mạnh mẽ lên 27.5% (+12.6 đpt YoY, +3.0 đpt QoQ) nhờ giá bán ure tăng +15% YoY đồng thời giá khí bình quân giảm -10% YoY.
 - Biên gộp mảng tự doanh phân bón đạt 1.8% (+0.9 đpt YoY, +0.1 đpt QoQ).

Kết quả quý 4/2025 DPM ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận gộp ấn tượng so với cùng kỳ, được dẫn dắt bởi sự cải thiện vượt trội về hiệu quả biên lợi nhuận mảng sản xuất cốt lõi

Đánh giá của BSC

KQKD Q4/2025 phù hợp với dự phóng của BSC, trong đó:

(i) **Hoạt động cốt lõi bất phá vượt kỳ vọng:** Lợi nhuận gộp thực tế tích cực hơn kỳ vọng nhờ giá bán cải thiện và giá khí đầu vào giảm;

(ii) Chi phí quản lý tăng cao trung hòa mức tăng: Chi phí quản lý doanh nghiệp (nhân viên quản lý & chi phí quản lý khác) phát sinh cao làm bào mòn lợi nhuận khiến kết quả LNST-CĐTTS sau cùng bám sát dự báo ban đầu;

Tổng kết lại LNST-CĐTTS quý 4/2025 xấp xỉ dự phóng của BSC. Luỹ kế 2025 DTT và LNST-CĐTTS thực hiện đã lần lượt đạt 98%/100% dự phóng của BSC.

2. Cập nhật nghĩa vụ VNPOLY: Nghĩa vụ xác định và đã phản ánh vào dự phóng

Nghĩa vụ bảo lãnh đối với VNPOLY hiện đã được định lượng với lộ trình hoàn trả cụ thể cho PVN kéo dài đến năm 2028:

- **Lộ trình phân bổ ổn định:** Với mức chi phí dự phòng được ấn định đều đặn khoảng **35 tỷ VND/quý**, tác động này đã được chúng tôi **phản ánh trong dự phóng kết quả kinh doanh 2026**. Do đó, đây không còn là biến số gây bất ngờ cho kết quả kinh doanh của DPM trong các kỳ tới.
- **Khả năng hấp thụ rủi ro:** Trong bối cảnh giá phân bón neo cao, đà bút phá mạnh mẽ của biên lợi nhuận gộp từ mảng kinh doanh cốt lõi sẽ **bù đắp hoàn toàn** cho khoản chi phí này. Sức khỏe tài chính lành mạnh và dòng tiền dồi dào là điểm tựa vững chắc giúp doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh mà không làm thay đổi triển vọng hồi phục dài hạn.

Chi tiết về lộ trình thanh toán và phân tích tác động tài chính cụ thể, vui lòng tham khảo báo cáo gần nhất của BSC [tại đây](#).

3. Cập nhật quan điểm đầu tư (Tham khảo báo cáo gần nhất)

(3.1) Đảo ngược dự báo: Giá bán thiết lập mặt bằng cao kỷ lục

Nâng dự phóng giá bán bình quân: BSC điều chỉnh dự báo giá Ure bình quân (ASP) năm 2026 từ mức giảm -3% lên mức **tăng +11% svck**, tương đương mức giá thế giới bình quân 2026 đạt 510 USD/tấn.

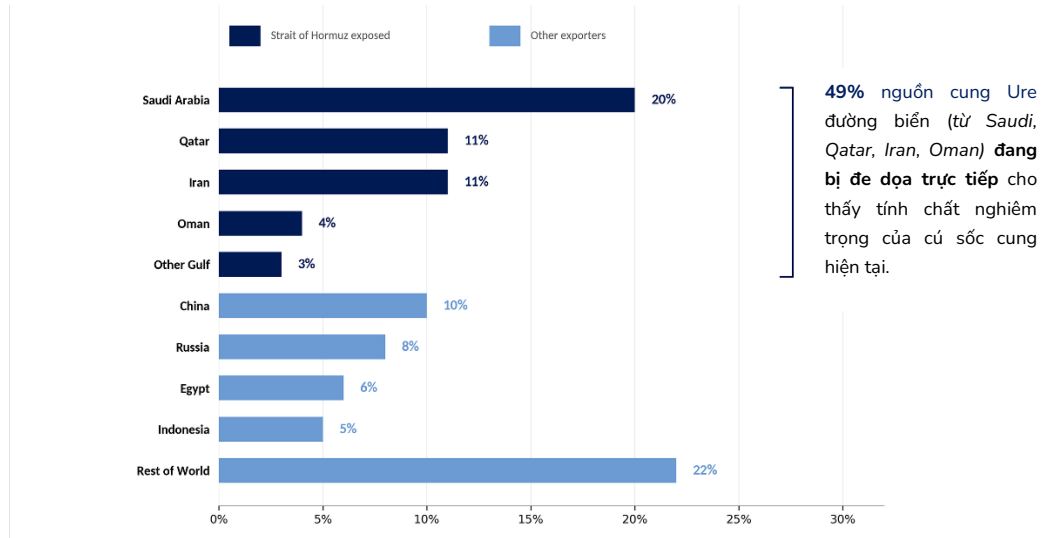
Đà bút phá của giá bán được củng cố bởi hai động lực chính:

(i) Nguồn cung thắt chặt và rào cản vận tải tại Trung Đông

Khủng hoảng Hormuz "mở cửa có chọn lọc": Tính đến ngày **26/03/2026**, Iran bắt đầu cho phép tàu của một số quốc gia đối tác (Ấn Độ, Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ) lưu thông qua eo biển Hormuz. Tuy nhiên, rào cản lớn nhất hiện nay là **hệ thống bảo hiểm rủi ro chiến tranh** vẫn chưa được khôi phục, khiến lưu lượng hàng qua khu vực này vẫn thấp hơn **40-50%** so với trước chiến sự. Việc thiếu hụt bảo hiểm và rủi ro vận tải vẫn là nhân tố chính giữ giá bán ở mức cao kỷ lục.

Hình: Cấu trúc xuất khẩu Ure toàn cầu & Sự phụ thuộc của nguồn cung vào nút thắt tại eo biển Hormuz

Thị phần xuất khẩu Ure theo quốc gia (%)



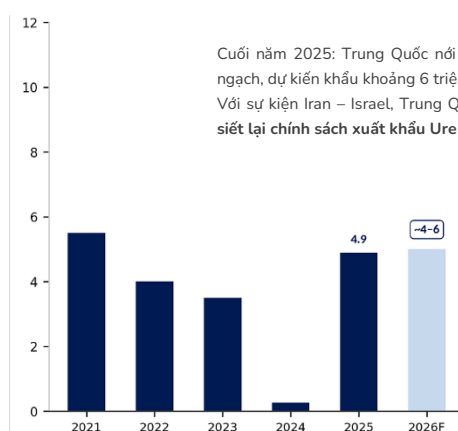
Nguồn: Argus, HSBC, Aurelion, BSC Research tổng hợp

Biến số Trung Quốc: Đảo chiều trạng thái cung và gia hạn hạn chế xuất khẩu:

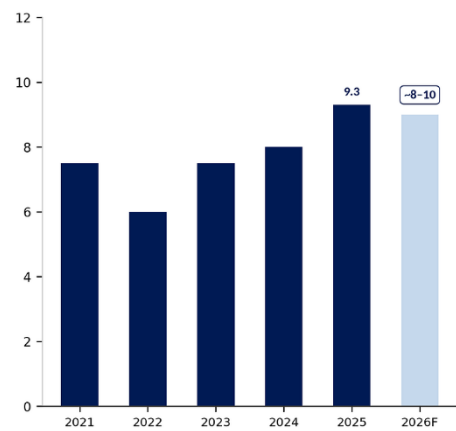
- **Đảo chiều kỳ vọng nguồn cung:** Trái với kịch bản nói lỏng hạn ngạch vào cuối năm 2025 (dự kiến xuất khẩu khoảng 6 triệu tấn), xung đột Iran – Israel đã thúc đẩy Trung Quốc tái áp dụng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ. Việc ưu tiên an ninh lương thực nội địa trong bối cảnh giá năng lượng biến động trở thành ưu tiên hàng đầu, buộc quốc gia này siết chặt toàn diện các kênh xuất khẩu.
- **Kéo dài lộ trình thắt chặt:** Chính sách hạn chế dự kiến sẽ kéo dài ít nhất đến hết **tháng 8/2026**. Sự vắng mặt của nguồn cung quy mô lớn từ Trung Quốc sẽ trực tiếp loại bỏ áp lực dư cung tại thị trường Châu Á trong ít nhất hai quý tới, tạo dư địa cho giá Ure khu vực duy trì ở mức cao.

Hình: Triển vọng cung - cầu tại các thị trường trọng điểm (triệu tấn)

Trung Quốc: “Quay xe” chính sách xuất khẩu

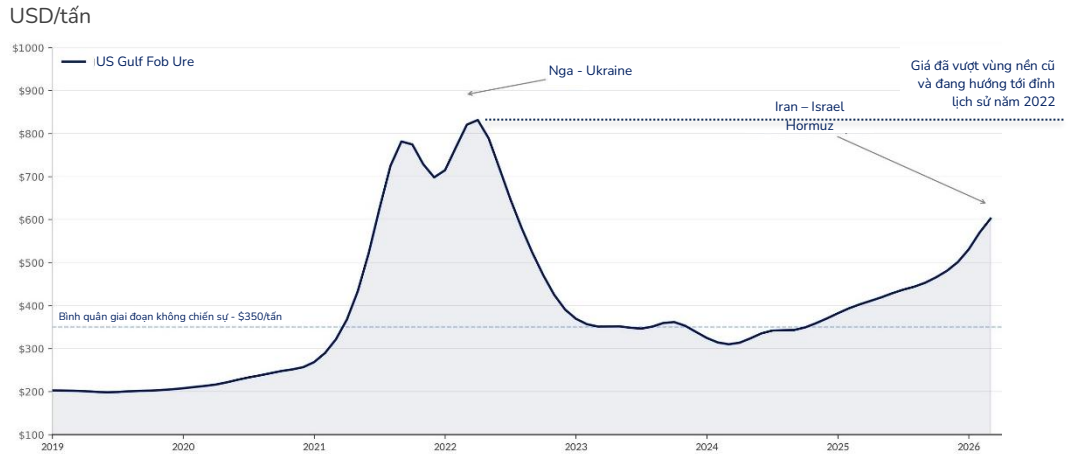


Ấn Độ: duy trì ở mức cao kỷ lục tương đương 2025



Nguồn: CRU, CF Analysis, Aurelion, BSC Research tổng hợp

Hình: Diễn biến giá Ure thế giới giai đoạn 2019 – Q1.2026



Nguồn: CBOT, Bloomberg, Aurelion, BSC Research tổng hợp

(ii) Nhu cầu tăng mạnh từ Ấn Độ

Thâm hụt 2 triệu tấn: Việc 5 nhà cung cấp lớn tuyên bố **Bất khả kháng (Force Majeure)** trong gói thầu gần nhất, cộng hưởng cùng sản lượng nội địa Ấn Độ giảm mạnh **30-35%** (do thiếu LNG đầu vào), đã đẩy quốc gia này vào tình trạng thâm hụt trầm trọng.

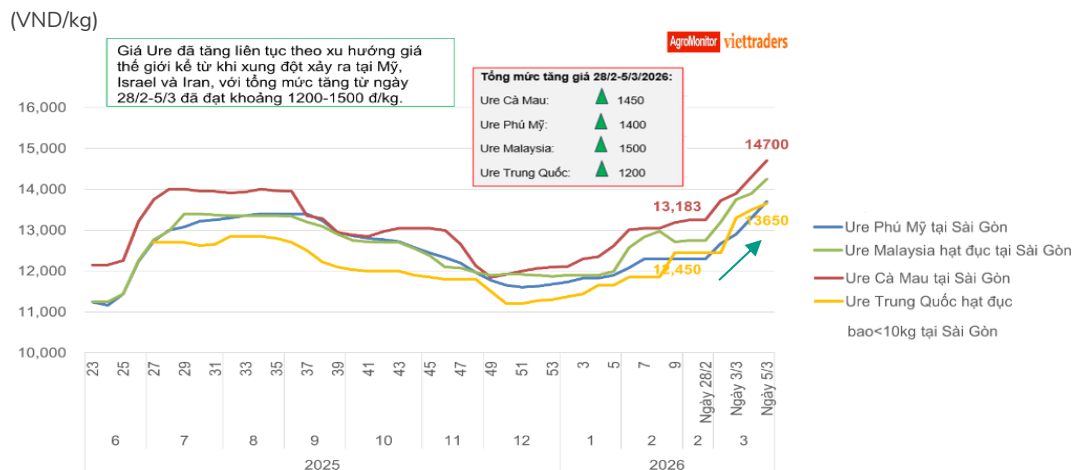
Áp lực đấu thầu mới: Tổ công tác đặc biệt của Chính phủ Ấn Độ buộc phải tìm kiếm nguồn cung thay thế từ Đông Nam Á và Bắc Phi với tâm thế chấp nhận mức giá cao kỷ lục (vùng \$750 - \$800/tấn CFR) để đảm bảo mùa vụ, tạo lực đỡ vững chắc cho giá Ure toàn cầu không thể hạ nhiệt nhanh trong ngắn hạn.

(3.2) Mở rộng biên lợi nhuận: Hiệu ứng "đòn bẩy kép" từ chi phí và chính sách

(i) Mở rộng chênh lệch Giá bán - Giá vốn

Lợi thế từ sự lệch pha tốc độ tăng trưởng: Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của DPM sẽ cải thiện nhờ tốc độ bứt phá của giá bán Ure vượt xa đà tăng của giá vốn. Mặc dù giá khí đầu vào của DPM neo theo công thức giá dầu (FO) thế giới đang trong xu hướng tăng, nhưng biên độ tăng của giá khí hiện thấp hơn đáng kể so với "cú sốc" tăng giá của Ure (vốn chịu tác động trực tiếp từ đứt gãy cung ứng tại Hormuz)

Hình: Giá Ure trong nước tăng mạnh



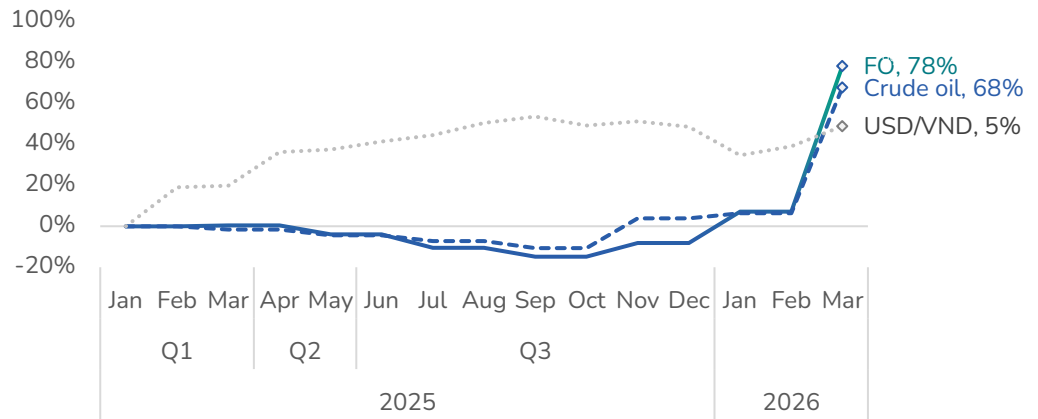
Nguồn: AgroMonior, BSC Research

Số liệu thực tế bút phá: Tính đến ngày 05/03/2026, giá Urê Phú Mỹ tại thị trường miền Nam đã chạm ngưỡng 13,700 VND/kg (tăng mạnh +1,450 VND/kg chỉ trong vòng 1 tuần), tăng ~25% so với bình quân Q4/2025 và tăng +28% so với đầu năm.

Cơ chế giá khí nội địa: Việc tự chủ nguồn khí nội địa giúp DPM đảm bảo tính ổn định về nguồn cung, loại bỏ rủi ro đứt gãy logistics. Sự kết hợp giữa giá bán đầu ra tăng nhanh và duy trì mức cao trong khi giá vốn đầu vào tăng trưởng chậm hơn giúp biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ.

Hình: Diễn biến giá dầu và tỷ giá bút phá, thiết lập mặt bằng CPSX mới

(USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

(ii) Tối ưu hóa từ Luật thuế VAT 5%

Chúng tôi duy trì quan điểm việc chính thức **áp dụng thuế VAT 5% trọn năm 2026** cho phép doanh nghiệp khấu trừ toàn bộ thuế đầu vào. Ước tính chính sách này giúp DPM **tiết giảm 5–7% giá thành sản xuất**, đóng vai trò là "bộ đệm" quan trọng giúp tối ưu hóa lợi nhuận ròng trong môi trường chi phí năng lượng tăng cao.

II. RỦI RO

Chúng tôi xác định **ba nhóm rủi ro trọng yếu** có thể gây áp lực **điều chỉnh giảm dự báo** đối với kết quả kinh doanh của DPM trong năm 2026:

(1) Rủi ro đảo chiều giá bán do biến động địa chính trị

Mức giá Ure giao ngay trên thị trường thế giới hiện đang phản ánh phần bù rủi ro địa chính trị rất lớn từ các cuộc xung đột.

Dù kịch bản cơ sở của chúng tôi dựa trên quan điểm thận trọng, triển vọng lợi nhuận vẫn đối mặt với rủi ro điều chỉnh giảm nếu các căng thẳng địa chính trị này hạ nhiệt sớm hơn dự kiến. Khi đó, mức phần bù rủi ro có thể "bốc hơi" nhanh chóng, khiến giá Ure thế giới đảo chiều đột ngột và rơi sâu về vùng nền giá trước chiến sự.

(2) Rủi ro dư cung từ việc nới lỏng xuất khẩu của Trung Quốc

Trong bối cảnh giá thế giới neo ở vùng cao, rủi ro Trung Quốc bất ngờ thay đổi chính sách hạn ngạch để gia tăng xuất khẩu là hiện hữu, đã từng xảy ra trong năm 2025.

Sự xuất hiện đột ngột của nguồn cung khổng lồ từ quốc gia này sẽ gây ra tình trạng dư thừa cục bộ tại thị trường Châu Á, có thể kéo giá bán thực tế xuống dưới mức sàn dự phóng, ảnh hưởng tiêu cực đến cả sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân.

(3) Rủi ro từ chính sách điều tiết và sự sụt giảm nhu cầu

(3.1) Rủi ro từ Áp lực ưu tiên thị trường nội địa

- Dù chưa có tiền lệ về các biện pháp can thiệp trực tiếp, việc giá phân bón thế giới duy trì ở mức cao kỷ lục có thể tạo ra các thách thức về mặt điều tiết, ưu tiên tập trung nguồn lực cung ứng cho thị trường nội địa.
- Việc ưu tiên nguồn lực cho thị trường nội địa trong những giai đoạn biến động cực đoan có thể làm hạn chế khả năng tối ưu hóa lợi nhuận từ các thị trường quốc tế có giá bán cao.

(3.2) Rủi ro suy giảm nhu cầu do giá bán phân bón neo cao

- Khi tỷ lệ giá nông sản trên giá phân bón suy giảm, khả năng chi trả của nông dân sẽ bị ảnh hưởng, dẫn đến xu hướng cắt giảm diện tích gieo trồng hoặc tiết giảm lượng phân bón sử dụng. Sự sụt giảm về nhu cầu tiêu thụ sẽ tạo áp lực kìm hãm cả doanh thu và lợi nhuận ròng của doanh nghiệp

Ngược lại, đồng thời BSC cho **rằng hai nhóm yếu tố trọng yếu có thể thúc đẩy việc điều chỉnh tăng dự báo** đối với kết quả kinh doanh của DPM trong năm 2026:

(1) Xung đột kéo dài tại eo biển Hormuz:

Tiếp tục duy trì **phần bù rủi ro địa chính trị** lớn vào giá bán, tạo động lực đẩy giá năng lượng và Urê thế giới xác lập các đỉnh cao mới hoặc neo giữ ở vùng giá cao trong thời gian dài.

(2) **Thiếu hụt nguồn cung cơ cấu:** Việc siết hạn ngạch từ Trung Quốc, Nga cùng sự hụt sản lượng tại Ấn Độ sẽ hỗ trợ mạnh đà tăng giá Ure.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST-CĐTTS năm 2026 ước đạt **19,065 tỷ VND (+15% YoY)** và **1,509 tỷ VND (+41% YoY)**, tương ứng EPS = 2,433 VND/cp. Định giá P/E fw 2026F = 12.7x và EV/EBITDA fw 2026 = 4.9x.

So với báo cáo cập nhật gần nhất, dự phóng DTT và LNST-CĐTTS năm 2026 của DPM được nâng lần lượt **+19.7%** và **+61.2%**, chủ yếu nhờ:

- (1) Giá bán bình quân (ASP) các dòng sản phẩm chính được điều chỉnh tăng (Urê **+5.2%**; NPK **+8.3%**) nhằm phản ánh kịch bản thắt chặt cung ứng toàn cầu;
- (2) Biên lợi nhuận gộp nở rộng mạnh mẽ từ **16% lên 20%** nhờ tốc độ tăng của giá bán đầu ra vượt trội so với đà tăng của chi phí khí đầu vào.

Bảng: Thay đổi ước tính kết quả kinh doanh 2025F so với dự phóng cũ

So với báo cáo cập nhật gần nhất chúng tôi điều chỉnh một số giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh 2026F như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	2025	2026F	%thay đổi Dự phóng	%YoY 2026F
Sản lượng kinh doanh				
Ure	871	889	-1%	2%
NPK	176	194	-3%	10%
Giá bán Urê bình quân	10,900	12,135	5%	11%
Giá khí bình quân	10.1	10.8	12%	7%
Tài chính				
Tổng doanh thu	16,564	19,065	20%	15%
Lợi nhuận gộp	2,939	3,740	44%	27%
Lợi nhuận sau thuế	1,074	1,509	61%	41%

Nguồn: DPM, BSC Research

- **Giá đầu vào:** Phản ánh xu hướng tăng của giá năng lượng thế giới, BSC điều chỉnh tăng giả định giá FO lên mức **454 USD/tấn (+24%** so với dự phóng trước). Theo đó, giá khí thiên nhiên bình quân ước đạt **10.8 USD/MMBTU (+12.0%)**.
- **Giá bán bình quân điều chỉnh tăng ở tất cả sản phẩm:** Giá bán Urê và NPK bình quân 2026 được điều chỉnh tăng lần lượt **+5.2%** và **+8.3%** so với dự phóng cũ.
- **Lợi nhuận gộp** điều chỉnh tăng lên mức **3,740 tỷ VND (+27% YoY)**. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện mạnh mẽ từ 16% lên 20% nhờ tốc độ tăng của ASP vượt đà tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào.
- Tổng kết lại: **LNST-CĐTTS** năm 2026 được điều chỉnh tăng trưởng **+61%** so với báo cáo gần nhất, tương ứng tăng **+41% YoY**, phản ánh hiệu quả kinh doanh tích cực trong chu kỳ giá phân bón mới.

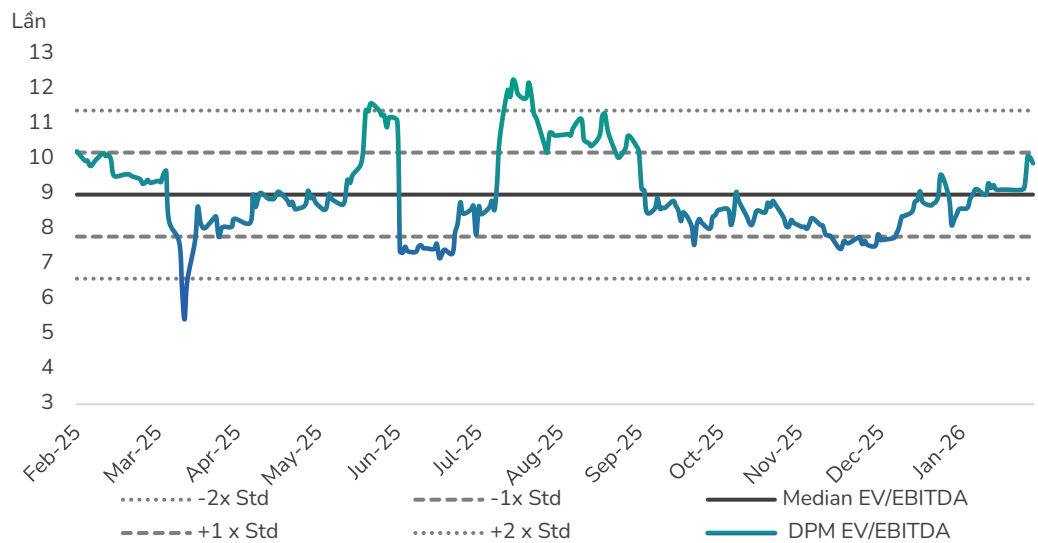
IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC nâng khuyến nghị lên **MUA** đối với cổ phiếu DPM với giá mục tiêu **35,000 VND/cp**, tương ứng upside +19% so với giá đóng cửa 02/04/2026. Giá mục tiêu mới tăng +25% so với báo cáo gần nhất do **điều chỉnh tăng LNST-CĐTS năm 2026 +61% so với báo cáo gần nhất** sau khi chúng tôi nâng đáng kể giả định về giá bán bình quân.

Giá mục tiêu được xác định dựa trên phương pháp **EV/EBITDA**, với EV/EBITDA mục tiêu 2026F 5.7x tương đương mức trung vị 10 năm giai đoạn 2016 – 2025.

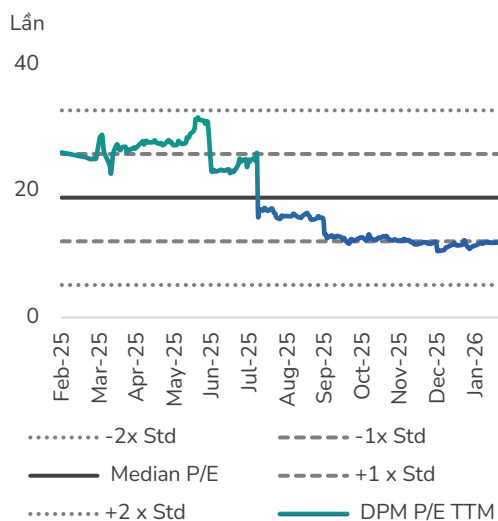
Giá cổ phiếu DPM đã tăng 16% kể từ **báo cáo gần nhất**. Dù đã phản ánh phần nào kỳ vọng ngắn hạn, BSC đánh giá **địa tăng trưởng giá vẫn còn** nhờ nền tảng cơ bản thay đổi tích cực. Vì vậy, các nhịp điều chỉnh kỹ thuật là cơ hội để tích lũy cổ phiếu.

Hình: Định giá EV/EBITDA



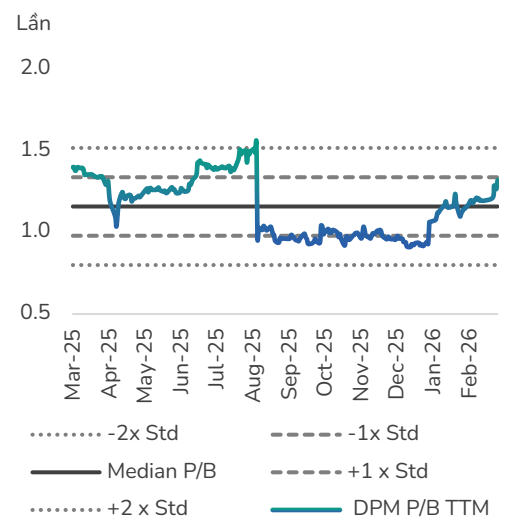
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/E



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

KQKD (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	13,569	13,496	16,564	19,065
Giá vốn hàng bán	(11,917)	(11,598)	(13,626)	(15,325)
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	2,939	3,740
Chi phí bán hàng	(848)	(837)	(1,017)	(1,035)
Chi phí QLDN	(502)	(703)	(912)	(922)
Lãi/lỗ HĐKD	690	665	1,335	1,783
Doanh thu tài chính	458	369	487	325
Chi phí tài chính	(71)	(65)	(164)	(212)
Lợi nhuận từ LDLK	3	3	3	3
Lãi/lỗ khác	(10)	(8)	(6)	(6)
Lợi nhuận trước thuế	691	669	1,353	1,894
Thuế thu nhập DN	(128)	38	43	(355)
LNST công ty mẹ	519	538	1,074	1,509
CĐTS	10	17	22	30
EBITDA	704	752	1,361	2,173
EPS	1,029	1,078	1,419	2,433

CĐKT (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Tiền & TĐT	1,242	1,005	1,168	1,227
Đầu tư ngắn hạn	5,385	9,464	7,835	8,370
Phải thu ngắn hạn	642	653	1,390	1,320
Tồn kho	1,911	1,731	3,434	3,009
TS ngắn hạn khác	385	367	683	478
TS ngắn hạn	9,565	13,220	14,510	14,404
TS hữu hình	2,988	2,711	2,463	2,883
Khấu hao	403	394	351	390
TS dở dang dài hạn	261	89	249	-
ĐT dài hạn	190	181	171	161
TS dài hạn khác	270	316	347	311
TS dài hạn	3,744	3,333	3,267	3,391
Tổng Tài sản	13,309	16,552	17,777	19,572
Nợ phải trả	768	691	671	2,222
Vay ngắn hạn	-	3,422	4,164	4,793
Nợ ngắn hạn khác	716	1,086	1,193	873
Tổng Nợ ngắn hạn	1,484	5,199	6,028	7,888
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	280	174	215	214
Tổng Nợ dài hạn	280	174	215	214
Tổng Nợ	1,764	5,372	6,244	8,102
Vốn góp	3,935	3,935	6,821	6,800
LN chưa phân phối	2,838	2,470	2,813	7,843
Vốn chủ khác	4,599	4,599	1,713	(3,378)
Cổ đông thiểu số	175	177	180	208
Tổng Vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,533	11,470
Tổng nguồn vốn	13,309	16,552	17,777	19,572
SLCP lưu hành (Triệu)	391	391	678	678

LCTT (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
(Lỗ)/LNNT	691	669	1,353	1,894
Khấu hao và phân bổ	(403)	(394)	(351)	(390)
Thay đổi VLĐ	(2,097)	46	419	(1,964)
Điều chỉnh khác	(690)	(193)	(397)	(427)
LCTT từ HĐKD	945	948	-2,072	2,705
Tiền chi mua TSCĐ	(241)	(85)	(129)	(152)
Đầu tư khác	1,917	(3,723)	2,210	2,087
LCTT từ HĐ đầu tư	1,676	(3,808)	2,081	1,935
Tiền chi trả cổ tức	(2,755)	(801)	(587)	(590)
Tiền thu khác	(707)	3,422	742	(2,061)
LCTT từ HĐTC	(3,463)	2,621	155	(2,652)
Dòng tiền đầu kỳ	2,084	1,242	1,005	1,168
Dòng tiền cuối kỳ	1,242	1,005	1,168	1,227

Chỉ số	2023	2024	2025	2026F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	6.4	2.6	2.4	2.0
Hố TT nhanh	5.2	2.2	1.8	1.6
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	13%	32%	35%	41%
Hệ số Nợ/VCSH	13%	48%	54%	71%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	88.5	57.3	69.2	76.7
Số ngày phải thu	14.8	17.5	22.5	25.9
Số ngày phải trả	62.6	48.6	47.5	58.4
CCC	40.7	26.2	44.2	44.2
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	12%	14%	18%	20%
Lợi nhuận LNST	4%	4%	6%	8%
ROE	5%	5%	9%	13%
ROA	3%	4%	6%	8%
Định Giá				
PE	29.5	33.9	15.6	12.7
PB	1.0	1.2	1.3	1.8
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-27%	-1%	23%	15%
Tăng trưởng EBIT	-95%	119%	282%	177%
Tăng trưởng LNNT	-90%	-3%	102%	40%
Tăng trưởng EPS	-91%	5%	98%	40%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhl2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn