PHÂN BÓN

BIẾN ĐỘNG BẤT NGỜ TRONG NGẮN HẠN

Lê Ngọc Hiển – hien.ln@vdsc.com.vn

NGÀNH PHÂN BÓN– BIẾN ĐỘNG BẤT NGỜ TRONG NGẮN HẠN

TỔNG QUAN

Năm 2025, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (LNST CTM) ngành phân bón trong danh mục theo dõi (DCM, DPM, DDV, BFC) tăng trưởng vượt trội tại 61%. Trong đó, LNST CTM các doanh nghiệp DCM/DPM/DDV/BFC tăng trưởng lần lượt 35%/104%/276%/-13% nhờ giá bán phân bón nội địa Urea/NPK/DAP trung bình năm 2025 tăng lần lượt 17%/3%/25% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ Urea/NPK/DAP tăng lần lượt 1,3%/16%/10% YoY.

***Năm 2026,** theo kịch bản cơ sở, LNST CTM của danh mục theo dõi ngành phân bón dự kiến tăng trưởng chậm lại tại 6%. Trong đó, LNST CTM các doanh nghiệp DCM/DPM/DDV/BFC tăng trưởng lần lượt 9%/8%/-6%/10% YoY với giá bán* Ure/DAP/NPK nội địa (sau 5% thuế VAT) tăng lần lượt 2%/4%/2% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ Urea/NPK/DAP ước tăng 2%/9%/0% YoY. *Trong các doanh nghiệp theo dõi, doanh nghiệp kinh doanh NPK là BFC kỳ vọng có LNST CTM tăng mạnh hơn doanh nghiệp phân DAP và Urea nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm nhiều hơn giá bán so với các loại phân Urea và DAP.*

Khuyến nghị: Sự leo thang căng thẳng địa chính trị giữa Mỹ - Israel và Iran đã tạo ra cú hích ngắn hạn giúp nhóm cổ phiếu phân bón bứt phá mạnh mẽ. Tuy nhiên, dựa trên kịch bản cơ sở với giả định xung đột sớm được kiểm soát, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng với các mức giá mục tiêu (GMT) như sau: **DCM** (GMT: 43.100 đồng), **DPM** (GMT: 24.600 đồng), **DDV** (GMT: 30.100 đồng) và không đánh giá đối với BFC.

ĐIỂM NHẤN 2026

1) Giá bán phân bón nội địa năm 2026 dự kiến biến động mạnh trong ngắn hạn bởi bất ổn địa chính trị theo giá phân bón thế giới. Trong kịch bản cơ sở, giá bán trước thuế VAT của Ure/DAP/NPK **giảm nhẹ 3%/1%/3%** do mức độ ảnh hưởng bởi bất ổn chính trị chưa xác định bên cạnh các kỳ vọng sau:

a) Giá bán nội địa thường có độ trễ nhất định so với giá bán thế giới. Bên cạnh đó, nguồn cung phân bón nội địa tập trung vào một số doanh nghiệp lớn. Vì vậy, giá bán sẽ được kiểm soát ổn định hơn giá thế giới.

b) Giá bán phân bón kỳ vọng duy trì sự tăng trưởng trong Q1/2026 dưới bất ổn địa chính trị giữa Mỹ-Israel và Iran, giảm nhẹ svck trong Q2/2026 và Q3/2026 khi căng thẳng hạ nhiệt trước khi tăng trưởng trở lại trong Q4/2026 như giai đoạn 2019-2025.

c) Nhu cầu nhập khẩu phân bón Ấn Độ năm 2026 ước đạt 22,3 triệu tấn (+41% YoY) theo Hiệp hội phân bón Ấn Độ nhờ thời tiết thuận lợi (xác suất pha Trung tính ENSO cao trong năm 2026).

d) Giá các loại nông sản chính thế giới (ngô, lúa mì, gạo) dự báo tăng nhẹ trong khoảng 2-5% trong năm 2026 trong khi giá cá phê và bã đậu tương giảm lần lượt 5%/8% YoY. Tuy nhiên, giá cà phê vẫn duy trì ở mức cao hơn 52% so với giá trung bình 2020-2025.

e) Dự báo giá phân bón của một số tổ chức thế giới có thể không chính xác trong ngắn hạn. Cụ thể, Fitch Rating và World Bank đã điều chỉnh tăng mạnh giá bán Urê, DAP và Kali dự phóng cho năm 2025 (tăng lần lượt 33%, 45% và 17%), cho thấy tính khó lường của thị trường và khả năng giá thực tế có thể cao hơn dự báo hiện tại.

2) Biên gộp các mảng phân NPK và Urea ổn định lần lượt tại khoảng 12%-15% và 22% trong khi biên gộp mảng DAP dự kiến sụt giảm nhẹ 20 bps, đạt 16,7%.

- Biên gộp mảng Urea kỳ vọng ổn định trong khoảng 22% nhờ giá vốn giảm theo giá bán. Giá vốn giảm nhờ khoản VAT đầu vào được loại khỏi giá vốn cho cả năm 2026 thay vì nửa năm như 2025 trong khi chi phí khí đầu vào tăng nhẹ. Chi phí khí theo VND tăng do tỷ giá USD/VND ước tăng 3% YoY và giá cước vận chuyển (Tariff) dự kiến tăng dần do trữ lượng khí từ bể khí giá rẻ giảm dần trong khi đó, giá dầu Brent ước tính giảm 3% YoY, đạt 65 USD/thùng.
- Biên gộp mảng NPK ổn định trong khoảng 12% khi giá bán sụt giảm dần trong 1H2025 và tăng trở lại trong Q3/2026. Biên gộp mảng NPK sẽ cải thiện mạnh từ Q3/2026 sau khi giá bán các loại phân tăng trở lại và các doanh nghiệp đã trữ được phân bón đầu vào giá thấp trong Q1 và Q2/2026.
- Biên gộp mảng DAP dự kiến sụt giảm nhẹ do giá bán DAP tăng chậm hơn chi phí đầu vào.

NGÀNH PHÂN BÓN– BIẾN ĐỘNG BẤT NGỜ TRONG NGẮN HẠN

ĐIỂM NHẤN 2026

3) Sản lượng tiêu thụ Urea/NPK/DAP năm 2026 ước tăng 2%/9%/0% YoY nhờ thời tiết thuận lợi tại nội địa và xuất khẩu với mảng NPK kỳ vọng tăng cao hơn Urea.

- Đối với thị trường nội địa, thời tiết thuận lợi (ENSO pha trung tính) sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng phân bón. Nhu cầu tiêu thụ Urea sẽ được cải thiện nhờ giá lúa, gạo hồi phục. Trong khi đó, sản lượng NPK của các doanh nghiệp cũng tăng nhẹ nhờ diện tích đất cây công nghiệp cà phê, hồ tiêu tăng dần. Giá bán café duy trì mức cao sẽ giúp các doanh nghiệp có thương hiệu tăng sản lượng khi người tiêu dung kỳ vọng sản phẩm phân chất lượng cao sẽ có năng suất cao hơn các loại phân khác (phân NPK trộn ba hạt).
- Đối với thị trường xuất khẩu, thị trường Lào, Campuchia, Myanmar, Nhật Bản sẽ tiếp tục dẫn dắt giá trị xuất khẩu quay trở lại giai đoạn năm 2022**.**

4) Chi phí bán hàng dự kiến ổn định do chi phí vận chuyển giảm bù đắp cho chi phí quảng cáo tăng cao khi các doanh nghiệp cố gắng mở rộng thị phần.

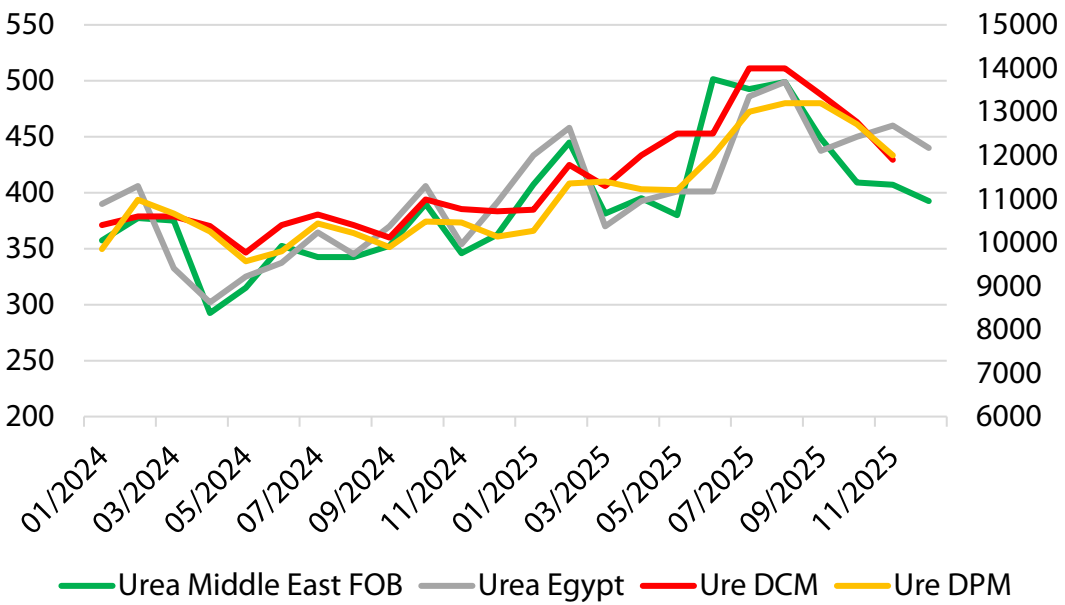
RỦI RO 2026

- **Rủi ro tăng giá:** Giá bán tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi do giá khí tăng bởi biến động địa chính trị leo thang, các nước hạn chế xuất khẩu và công suất chậm mở rộng. Tỷ lệ chia cổ tức cao hơn kỳ vọng.
- **Rủi ro giảm giá:** Giá bán giảm hơn kỳ vọng do Trung Quốc mở cửa trở lại, các nước mở rộng công suất sản xuất phân bón nhanh hơn dự kiến. Giá khí và giá nguyên vật liệu đầu vào tăng nhanh hơn dự kiến.

NHÌN LẠI DIỄN BIẾN NĂM 2025
MỘT NĂM THUẬN LỢI

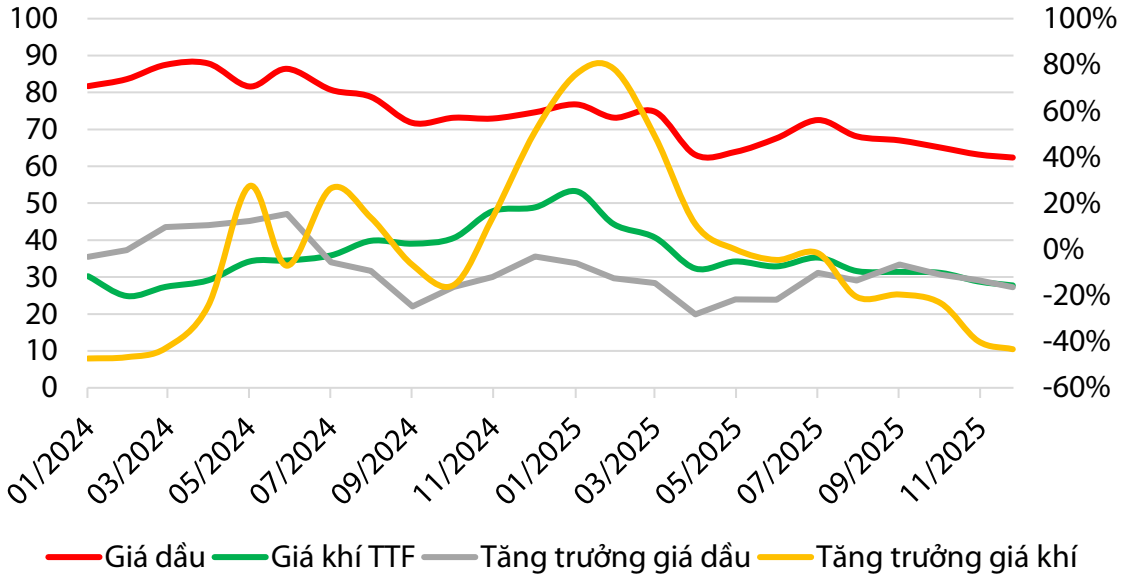
GIÁ BÁN UREA NĂM 2025 TĂNG TRƯỞNG VƯỢT KỲ VỌNG

Giá phân bón thế giới (USD/tấn, trái) và giá phân bón nội địa (nghìn đồng/kg, phải)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá dầu Brent (USD/thùng, trái) và giá khí TTF(EU/MWH, trái) và tăng trưởng (%, phải)



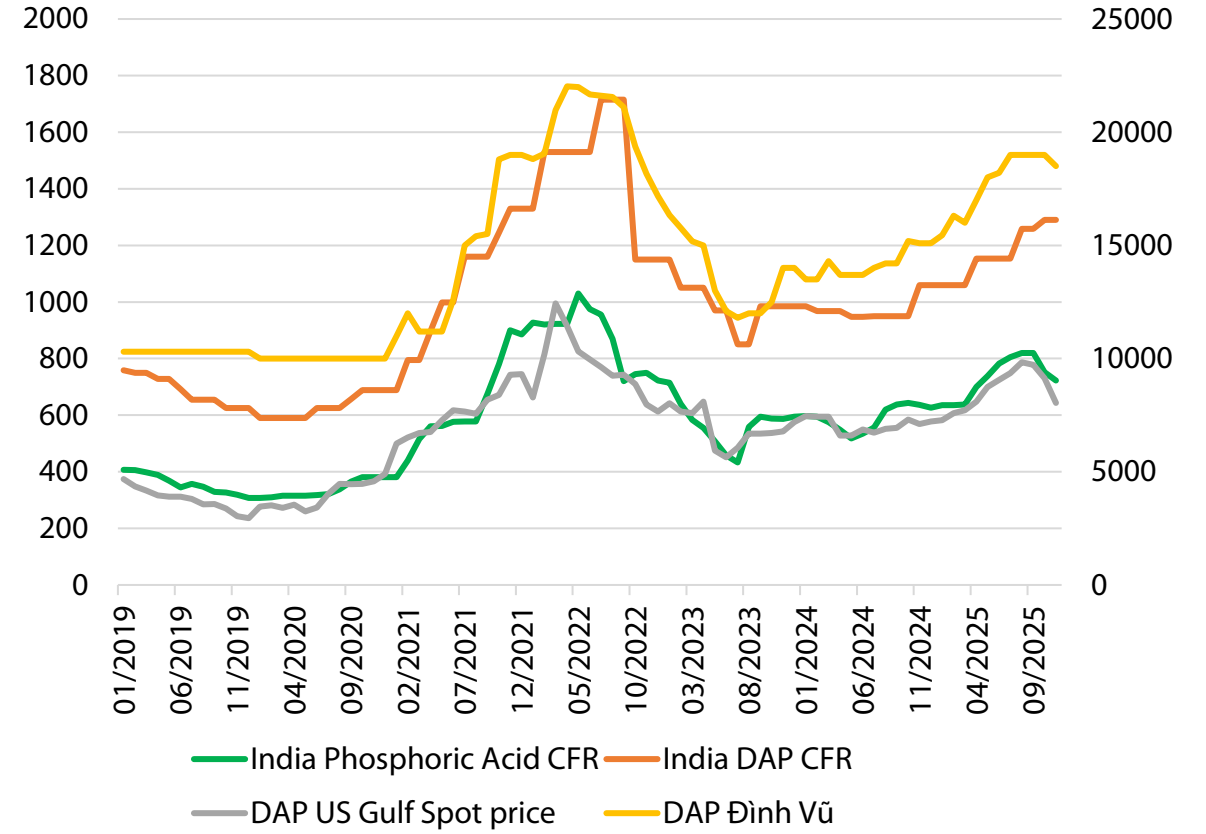
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Năm 2025, giá bán trung bình Urea năm 2025 tăng 17% YoY do biến động thuế quan, địa chính trị, kèm nhu cầu cao từ Ấn Độ

- Tháng 1/2025, giá khí TTF tăng cao do EU thiếu khí đốt bởi chiến sự Nga.
- Tháng 6/2025, Chiến tranh Iran-Israel làm thiếu hụt nguồn cung khí cho Ai Cập sản xuất Urea.
- Tháng 7/2025, EU áp thuế lên Nga, Belarus dẫn đến sụt giảm nguồn cung trong ngắn hạn từ khu vực Nga và làm giá Urea duy trì mức cao.
- Trong tháng 7/2025, giá bán Urea nội địa tăng thêm 5% thuế VAT do thuế VAT có hiệu lực 1/7/2025. Từ đó, giá các loại phân tăng thêm 5%.
- Tháng 8/2025, nhu cầu tại Ấn Độ tăng mạnh trong do trữ lượng hàng tồn kho xuống thấp. Điều này do Ấn Độ đã hạn chế tích trữ cho giai đoạn trước T8/2025 khi kỳ vọng giá Urea sẽ giảm dần. Tuy nhiên, giá bán tiếp tục tăng và khi mùa vụ chính đến kèm theo yếu tố thời tiết thuận lợi (mưa đều) đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng. Từ đó, Ấn Độ phải chấp nhận nhập khẩu giá cao trong tháng 8/2025.
- Sau tháng 9/2025, giá bán giảm dần do Ấn Độ qua mùa chính kèm theo trữ lượng tồn kho Urea tại Ấn Độ đã đủ trên 7 triệu tấn. Bên cạnh đó, giá khí TTF và giá dầu Brent giảm dần giúp chi phí sản xuất sụt giảm và giá bán giảm theo.

GIÁ BÁN PHÂN BÓN DAP BỨT PHÁ TRONG NĂM 2025…

Giá phân bón DAP thế giới (USD/tấn, trái) và giá phân bón DAP Đình Vũ (nghìn đồng/kg, phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá bán DAP Đình Vũ trung bình tăng 15% trong năm 2025 theo đà tăng giá phân DAP thế giới (Ấn Độ và US) do giá Sulfur tăng cao.

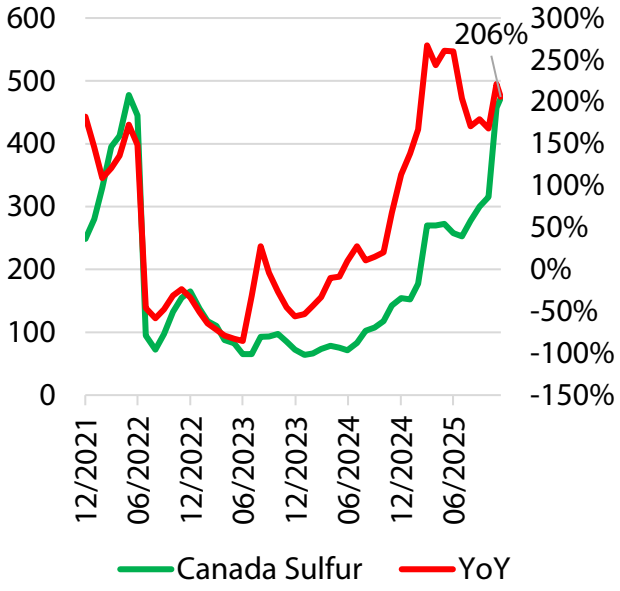
Giá Sulfur tăng dẫn đến chi phí sản xuất Acid Phosphoric (chiếm 73% chi phí sản xuất DAP) tăng theo.

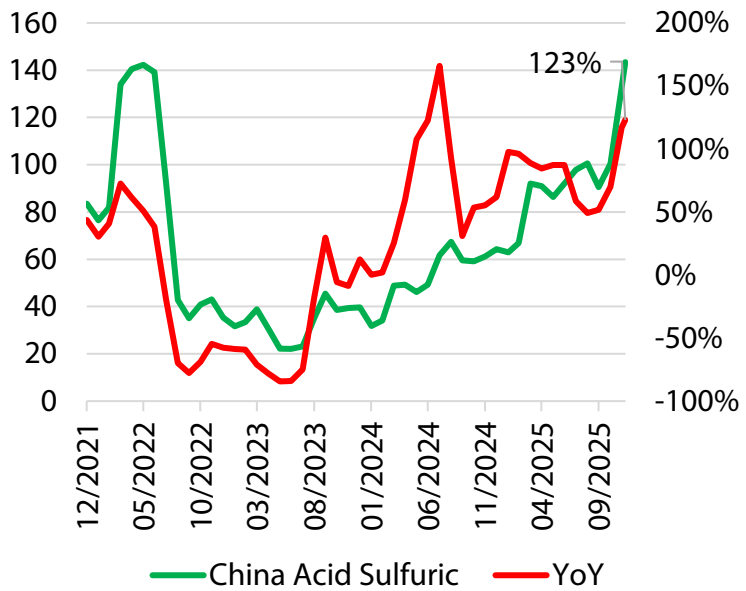
Giá bán trung bình 11T2025 DAP Đình Vũ tăng 25% YoY so với mức tăng trung bình 21% của giá DAP India và 25% của giá Acid Phosphoric.

- Giá bán DAP Đình Vũ có tỷ lệ tương quan (correlation) với DAP India và DAP US Gulf giai đoạn 1/2019-11/2025 lần lượt là 96%/92%. Trong khi đó, giá bán DAP India có tỷ lệ correlation với giá Acid Phosphoric là 94% do chi phí Acid Phosphoric chiếm 73% chi phí nguyên vật liệu.
- Trong giai đoạn T1-T10/2025, giá bán Acid Phosphoric tăng dần do chi phí nguyên vật liệu Acid Sulfuric (chiếm 40% chi phí nguyên vật liệu) tăng mạnh do nhu cầu nhiều hơn cung *(Slide 7)*.
- Từ tháng 10/2025, Giá bán bắt đầu giảm do Ấn Độ giảm cung và Mosaic bán khuyến mãi 20% tại giá 650 USD/ tấn ngắn vào tháng 12/2025.
- Sau khi Ấn Độ qua mùa vụ chính T8-T11/2025 kèm theo nhu cầu nhập khẩu cao dẫn đến lượng hàng tồn kho dồi dào trên 2 triệu tấn.

…DO GIÁ BÁN NGUYÊN LIỆU DAP TĂNG CAO TRONG NĂM 2025

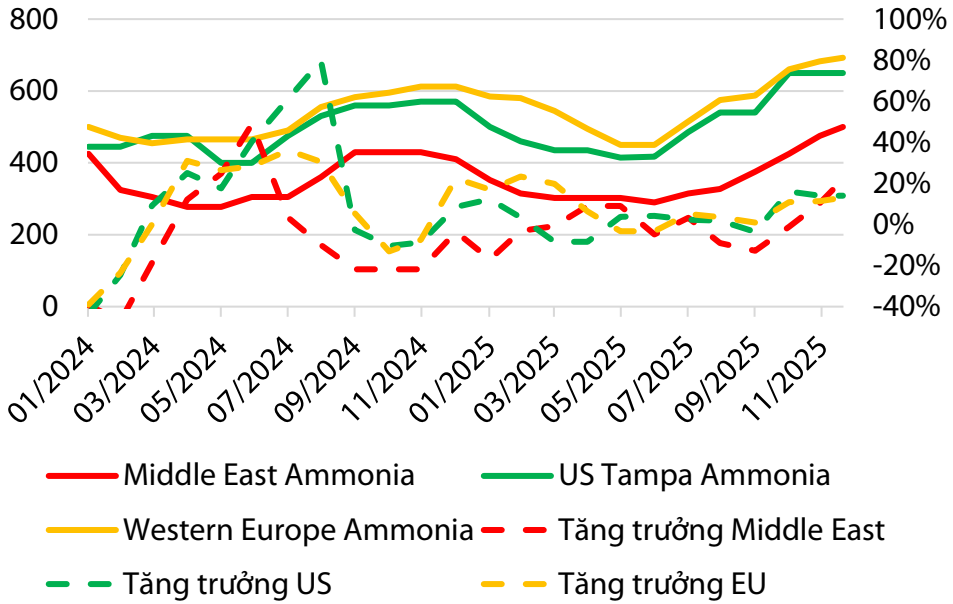
Giá Acid Sulfuric (USD/tấn) tăng theo giá bán nguyên vật liệu Sulur (USD/tấn)





Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Trong khi giá Ammonia (USD/tấn) ít biến động hơn



Giá sản xuất Acid Phosphoric tăng theo giá Acid Sulfuric khi cầu đẩy và cung giảm:

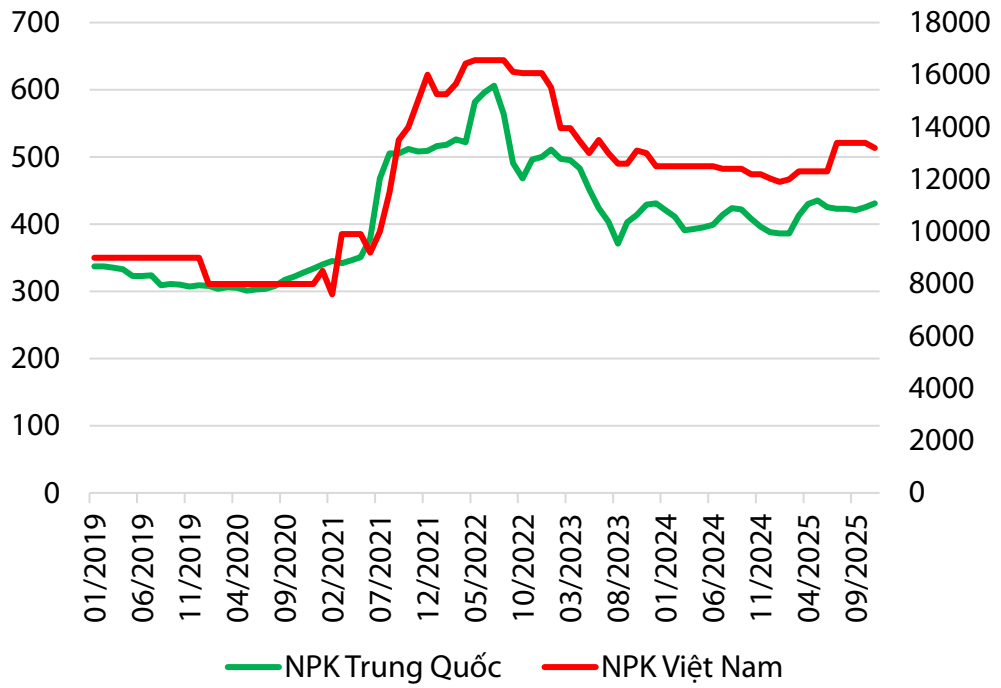
Giá Acid Sulfuric tăng do chi phí Sulfur tăng cao khi cầu nhiều hơn cung.

Phía cầu: Morocco (Top 1 nước xuất khẩu DAP) tăng nhập Sulfur để sản xuất phân bón DAP và Indonesia (Top 1 xuất khẩu Niken) tăng nhập Sulfur để tinh luyện Niken để sản xuất Pin xe điện.

Phía cung cũng trở nên khan hiếm do phần lớn sản lượng Lưu huỳnh của Nga phải ngừng hoạt động vì những thiệt hại liên quan đến xung đột đối với các địa điểm chế biến dầu khí.

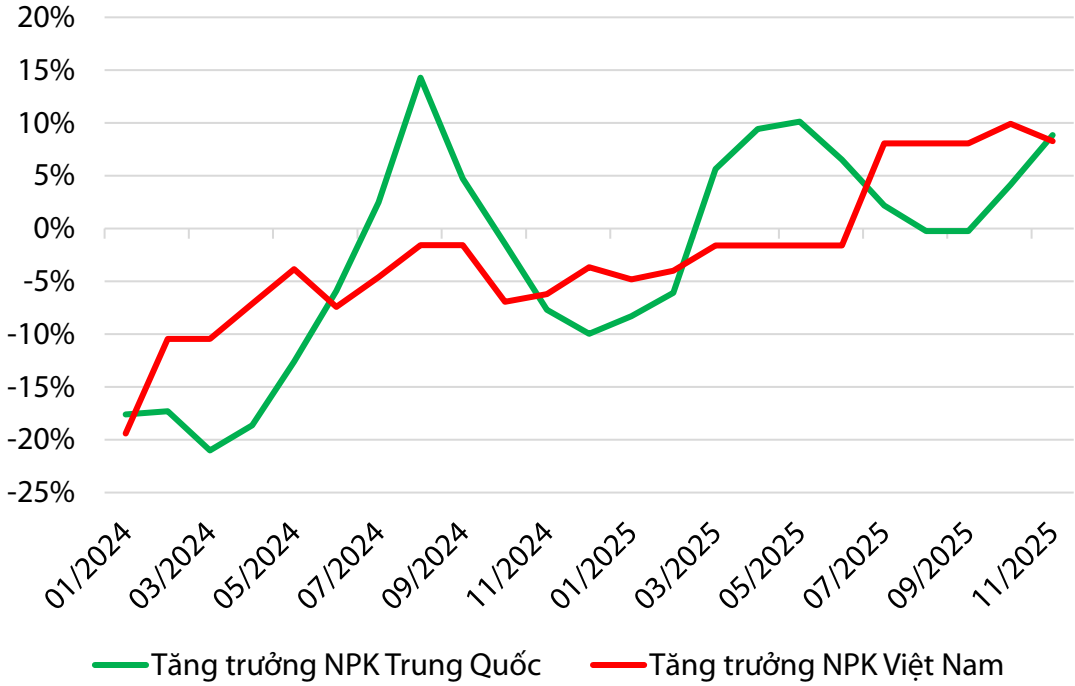
GIÁ BÁN PHÂN BÓN NPK NĂM 2025 TĂNG TRƯỞNG…

Giá bán NPK Trung Quốc (USD/tấn, trái) và giá bán NPK Việt Nam (nghìn đồng/kg, phải)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng giá bán NPK Trung Quốc và giá bán NPK Việt Nam (%, trái)

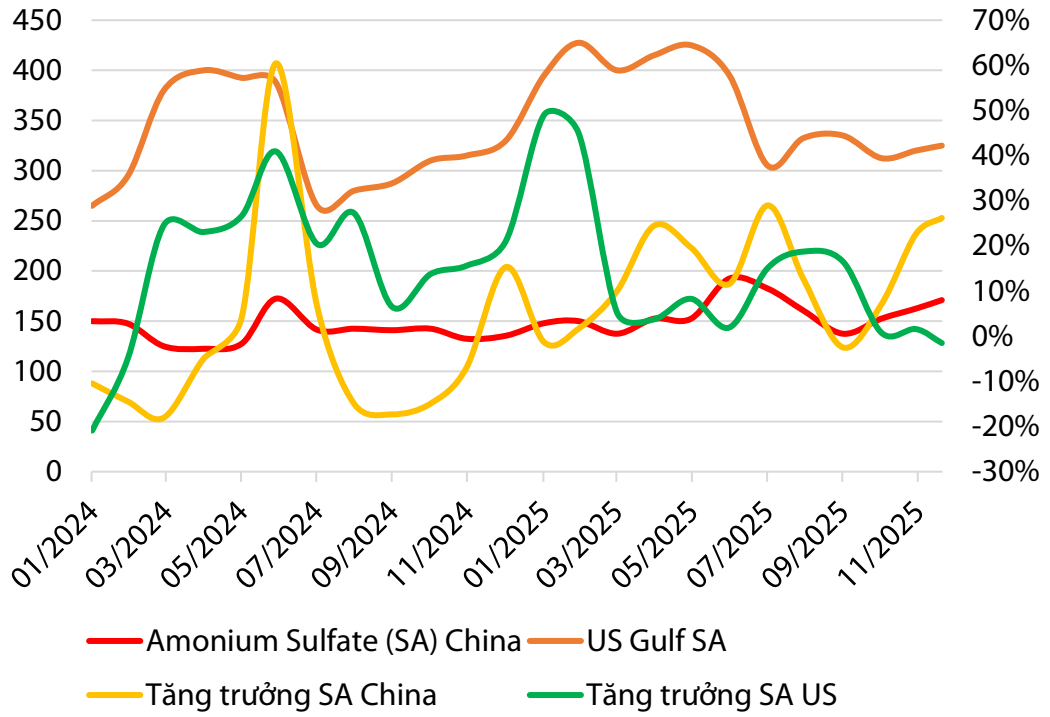


Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

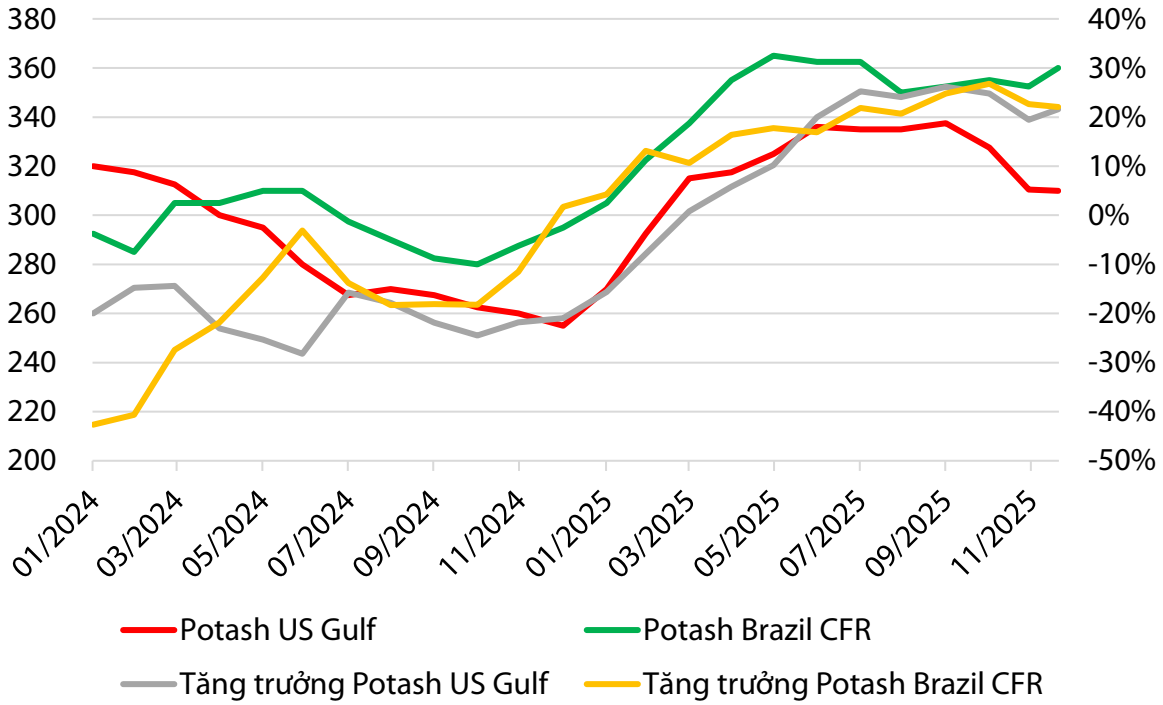
Giá bán NPK trung bình năm 2025 tăng 3% YoY do giá bán nội địa ổn định trong 1H2025 và bắt đầu tăng kể từ tháng 7/2025.

Giá bán NPK tăng dần do chi phí nguyên vật liệu đầu vào (phân đơn, phân kép) tăng dần và ảnh hưởng của 5% thuế VAT.

Giá bán Ammonium Sulfate (SA) của Trung Quốc (USD/tấn, trái) và giá bán phân SA US Gulf(USD/tấn, trái) và tăng trưởng (%, phải)



Giá bán Potash (Kali) US Gulf (USD/tấn, trái) và giá bán phân SA Brazil (USD/tấn, trái) và tăng trưởng (%, phải)



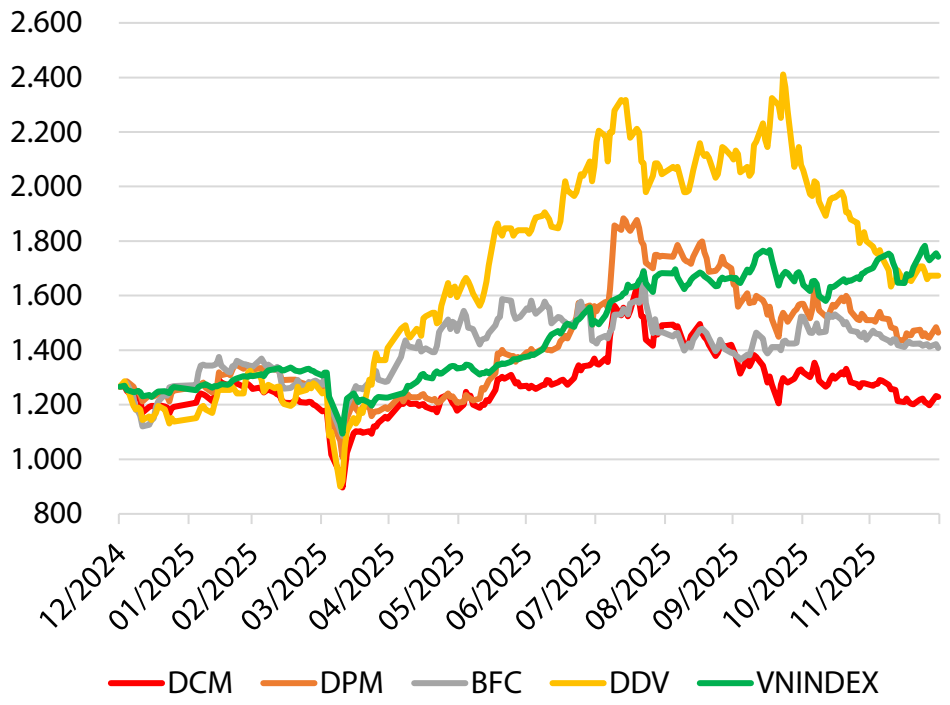
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá các loại phân nguyên vật liệu đầu vào của NPK đều tăng trong 2025

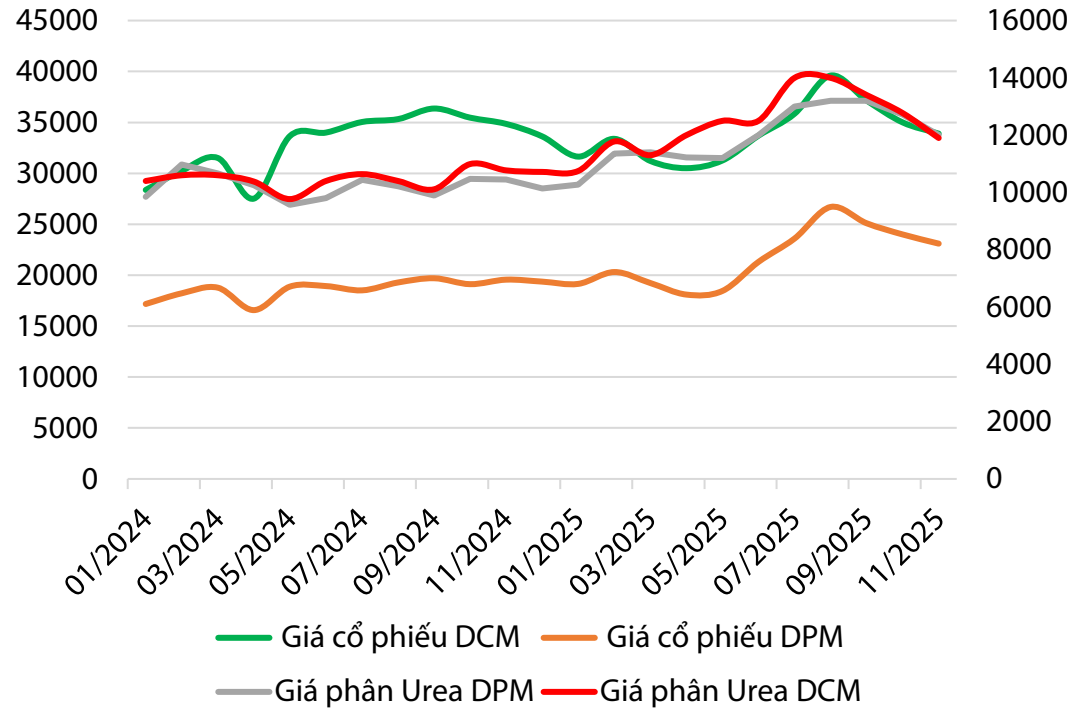
Giá phân bón nguyên vật liệu đầu vào như giá phân Urea Cà Mau/DAP Đình Vũ/Kali (Potash) nhập khẩu/ Amonium Sulfate (SA) Trung Quốc trung bình 2025 tăng trưởng lần lượt 17%/15%/16%/12%.

GIÁ CỔ PHIẾU PHÂN BÓN 2025 BIẾN ĐỘNG THEO GIÁ PHÂN

Diễn biến giá cổ phiếu phân bón (đã điều chỉnh theo VNINDEX) và VNINDEX



Diễn biến giá cổ phiếu phân bón Urea (đồng/cp, trái) theo giá phân bón (đồng/kg, phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giá cổ phiếu ngành phân bón đều thấp hơn VINDEX trong năm 2025 do biến động theo diễn biến giá phân bón

Giá cổ phiếu phân bón DPM/BFC/DDV tăng 16%/11%/32% YTD và DCM giảm 2% YTD. Diễn biến giá cổ phiếu đều thấp hơn mức tăng của Vnindex là 38% YTD.

Trong các doanh nghiệp kinh doanh phân bón, các doanh nghiệp phân bón Urea có phần biến động theo giá bán Urea mặc dù KQKD ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025. Điển hình là doanh nghiệp DCM khi LNST-CTM DCM năm 2025 ước tăng trưởng 50% nhưng giá cổ phiếu DCM lại giảm 2% YTD do giá cổ phiếu giảm dần từ tháng 8/2025 theo giá phân bón.

Các doanh nghiệp DDV và BFC tương đối phù hợp với biến động giá bán khi giá DAP tăng 19% YTD và giá NPK tăng 11% YTD.

NĂM 2026 – TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI

Giá phân bón ước tính năm 2026 của 2 tổ chức tiêu biểu đều giảm

Loại phân	Tổ chức dự báo	Giá các loại phân	Thời gian dự phóng gần nhất	Giá phân bón				YoY	
				2024	2025f	2026F	2027F	2026 YoY	2027 YoY
Ure	World Bank	Urea, Đông Âu	29/10/2025	338	440	410	375	-7%	-9%
	Fitch Ratings	Ure- FOB Trung Đông	Tháng 12/2025	323	390	340	300	-13%	-12%
		Trung bình							
DAP	World Bank	DAP	29/10/2025	586	710	600	450	-15%	-25%
	Fitch Ratings	DAP- FOB Morrocco	Tháng 12/2025	586	710	600	450	-15%	-25%
		Trung bình							
Kali	World Bank	Potassium chloride	29/10/2025	265	300	260	230	-13%	-12%
	Fitch Ratings	Potash-FOB Vancouver	Tháng 12/2025	265	300	260	230	-13%	-12%
		Trung bình							

Nguồn: Worldbank, Fitch Ratings, CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi nhận thấy các tổ chức đều có xu hướng giảm giá bán trong năm 2026 và trung hạn khi cho rằng công suất sản xuất vẫn còn vượt nhu cầu. Giá bán các loại phân Urea/DAP/Kali trung bình của 2 tổ chức ước giảm lần lượt -10%/-12%/-13% YoY.

Giá phân bón trung bình theo ước tính tổng hợp từ các tổ chức của Bloomberg tại ngày 17/12/2025 đều giảm

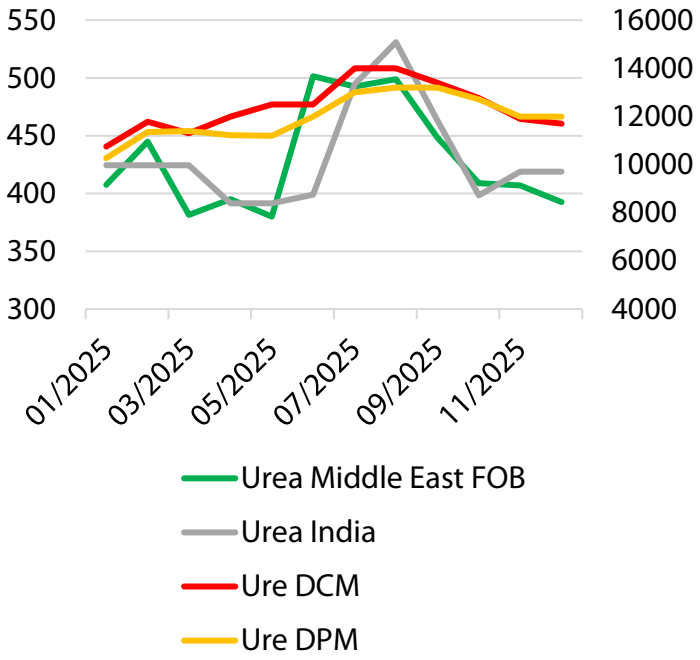
	Middle East Granular Urea	China Granular Urea	Middle East Ammonia	India DAP CFR	China DAP	Gulf Coast NOLA Potash Granular	YoY					
Năm/Đơn vị	USD/metric ton	USD/metric ton	USD/metric ton	USD/metric ton	USD/metric ton	USD/short ton	Middle East Granular Urea	China Granular Urea	Middle East Ammonia	India DAP CFR	China DAP	Gulf Coast NOLA Potash Granular
2020	249	253	235	334	323	205	-5%	-7%	-2%	-8%	-7%	-20%
2021	509	485	545	588	597	462	104%	92%	132%	76%	85%	125%
2022	699	623	1009	877	872	669	37%	28%	85%	49%	46%	45%
2023	356	378	433	575	556	361	-49%	-39%	-57%	-34%	-36%	-46%
2024	345	326	348	590	577	287	-3%	-14%	-20%	3%	4%	-20%
2025	424	362	345	725	709	318	23%	11%	-1%	23%	23%	11%
2026	352	377	296	599	569	304	-17%	4%	-14%	-17%	-20%	-4%
2027	310	363	330	503	490	280	-12%	-4%	11%	-16%	-14%	-8%
2028	305	297	330	487	474	295	-2%	-18%	0%	-3%	-3%	5%
2029	300	292	330	467	454	315	-2%	-2%	0%	-4%	-4%	7%
2030	295	287	330	467	454	325	-2%	-2%	0%	0%	0%	3%
2030/2025	-30%	-21%	-4%	-36%	-36%	2%						

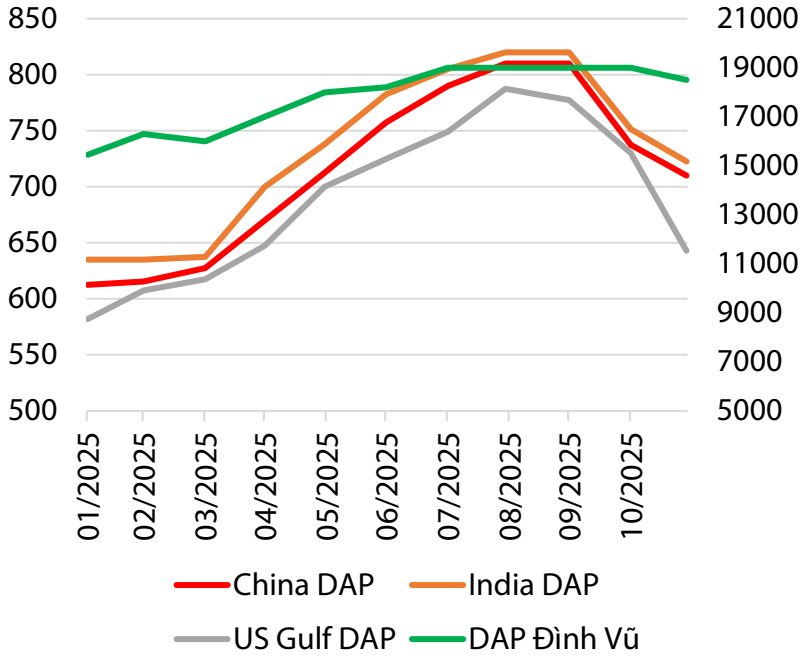
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

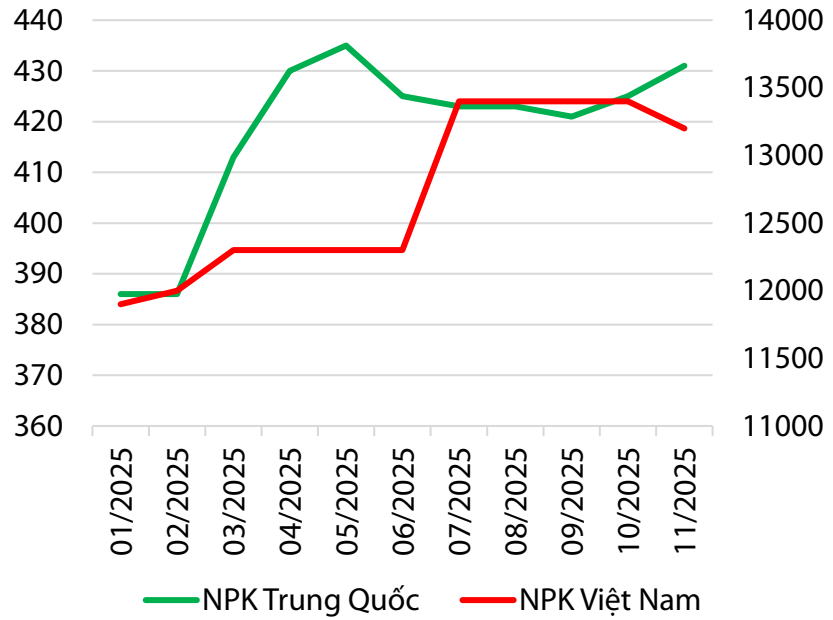
- Giá bán tổng hợp trung bình các doanh nghiệp thu thập theo dữ liệu Bloomberg cũng ước giảm. Giá bán Urea Trung Đông (Midle East)/DAP Ấn Độ/Kali dự báo giảm lần lượt -17%/-17%/-4% YoY

1.A) MẶC DÙ GIÁ BÁN CÓ BIẾN ĐỘNG CÙNG CHIỀU VỚI THẾ GIỚI…

Giá phân bón Urea/DAP/NPK thế giới (USD/tấn, trái) và giá phân bón Urea/NPK/Dap nội địa (nghìn đồng/kg, phải)







Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng giá bán các loại phân theo tháng có độ trễ giữa giá thế giới và nội địa (đoạn highlight màu xám)

	Urea Middle East FOB	Urea Egypt	Urea India	Ure DCM	Ure DPM	China DAP	India DAP	US Gulf DAP	DAP Đình Vũ	NPK Trung Quốc	NPK Việt Nam
Jan-25	12%	11%	17%	0%	1%	-1%	1%	1%	2%	-1%	-1%
Feb-25	9%	6%	0%	10%	11%	0%	0%	4%	6%	0%	1%
Mar-25	-14%	-19%	0%	-4%	0%	2%	0%	2%	-2%	7%	2%
Apr-25	4%	6%	-8%	6%	-2%	7%	10%	5%	6%	4%	0%
May-25	-4%	2%	0%	4%	0%	6%	5%	8%	6%	1%	0%
Jun-25	32%	0%	2%	0%	7%	6%	6%	4%	1%	-2%	0%
Jul-25	-2%	21%	24%	12%	8%	4%	3%	3%	4%	0%	9%
Aug-25	1%	3%	7%	0%	2%	3%	2%	5%	0%	0%	0%
Sep-25	-10%	-12%	-13%	-4%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%
Oct-25	-9%	3%	-14%	-5%	-4%	-9%	-8%	-6%	0%	1%	0%
Nov-25	0%	2%	5%	-7%	-6%	-4%	-4%	-12%	-3%	1%	-1%

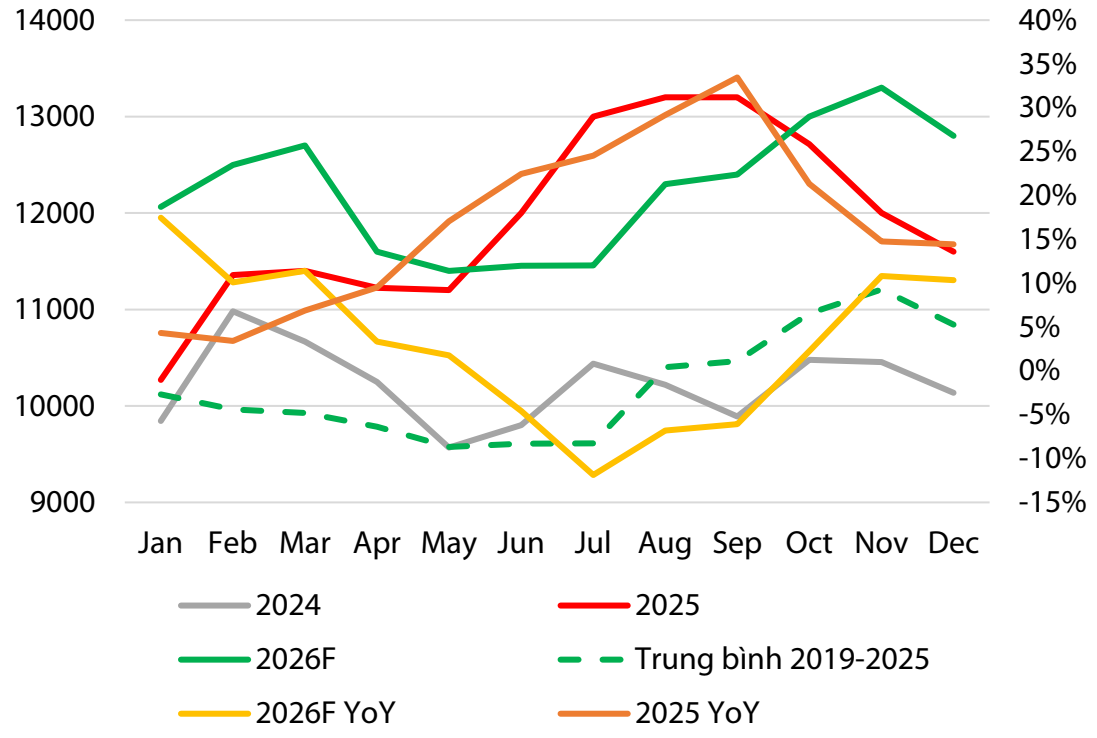
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán nội địa có xu hướng biến động trễ hơn 1 đến 2 tháng so với giá thế giới trong năm 2025 do ảnh hưởng bởi thời gian nhập khẩu và cơ cấu chi phí khi các doanh nghiệp tham chiếu theo giá nhập khẩu.

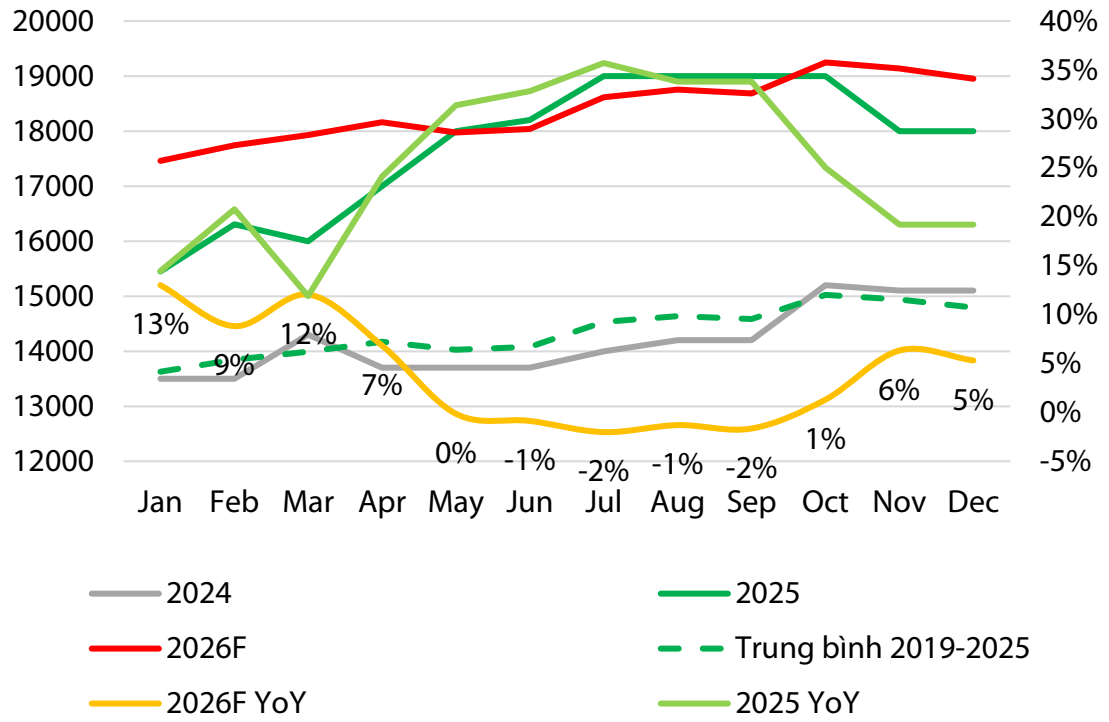
- Giá bán Urea thế giới tăng mạnh trong tháng 1 nhưng đến tháng 2/2025, giá nội địa mới tăng. Tương tự, giá Urea thế giới giảm nhanh trong tháng 9 và tháng 10/2025 nhưng giá nội địa giảm chậm hơn.
- Giá bán Dap cũng giảm chậm hơn thế giới trong tháng 10 và tháng 11/2025
- Giá bán NPK Việt Nam tăng trễ hơn NPK Trung Quốc khoảng 2 tháng

1.B) MỨC NỀN GIÁ BÁN PHÂN BÓN UREA/DAP NĂM 2025 Ở MỨC CAO

Ước tính giá phân bón Urea trung bình sau thuế năm 2026 (nghìn đồng, trái)



Ước tính giá phân bón DAP trung bình sau thuế năm 2026 (nghìn đồng, trái)



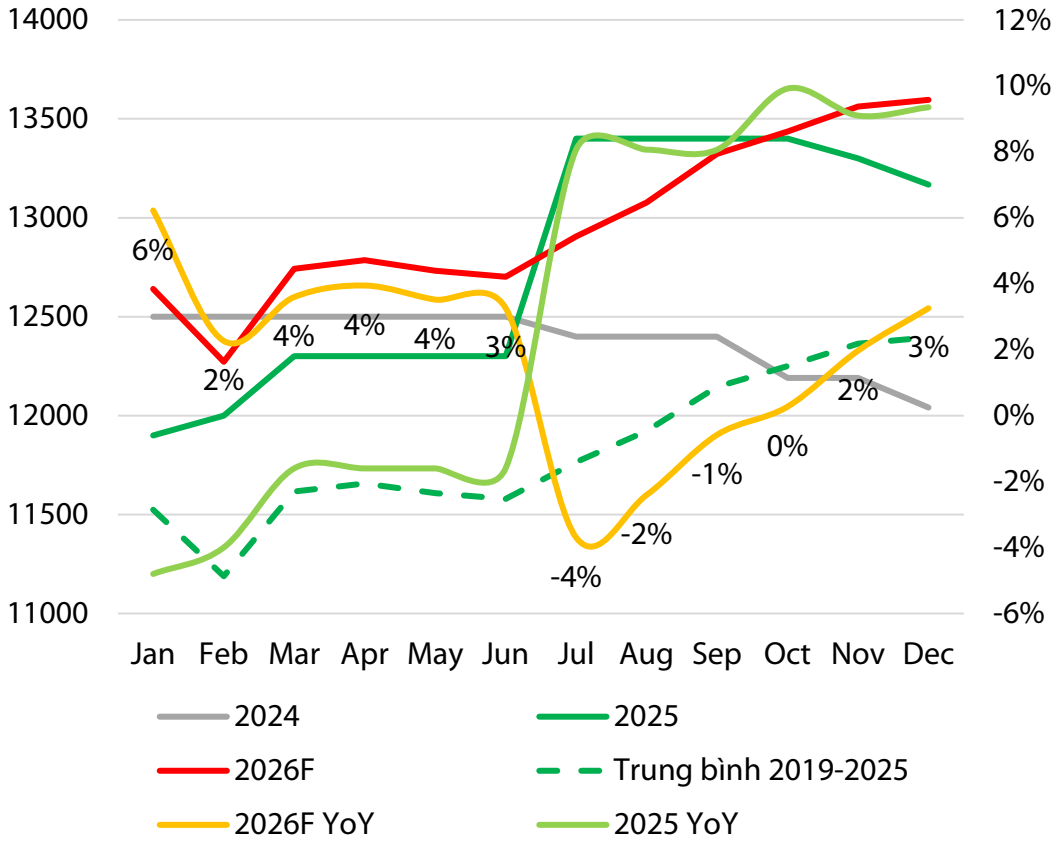
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá bán Urea trung bình sau thuế VAT năm 2026 ổn định trong khi giá bán DAP tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ

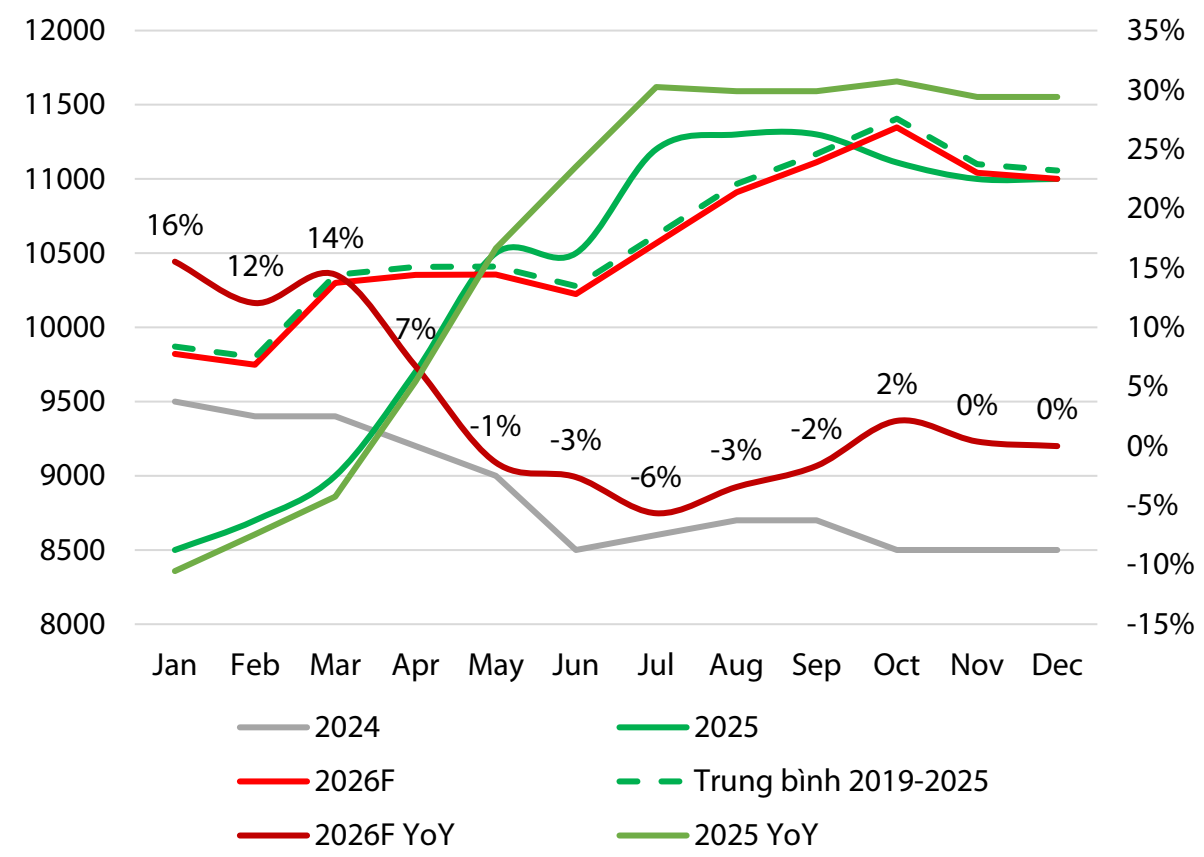
Dựa trên biến động giá bán trung bình giai đoạn 2019-2025, chúng tôi kỳ vọng giá bán giảm dần đến Q1/2026 và tăng dần từ Q2/2026 theo yếu tố mùa vụ khi nhu cầu nhập khẩu Ấn Độ cao ở Q3/2026. Tuy nhiên, giá bán 2026 chỉ giảm nhẹ svck do mức nền thấp trong 1H2025 và ảnh hưởng của 5% thuế VAT giúp giá bán duy trì sự tăng trưởng trong Q1/2026, giảm nhẹ svck trong Q2/2026 và Q3/2026 trước khi tăng trưởng trở lại trong Q4/2026.

1.B) MỨC NỀN GIÁ BÁN PHÂN BÓN NPK/KALI Ở MỨC CAO

Ước tính giá phân bón NPK 2026F (nghìn đồng/kg, trái)



Ước tính giá phân bón Kali 2026 (nghìn đồng/kg, trái)



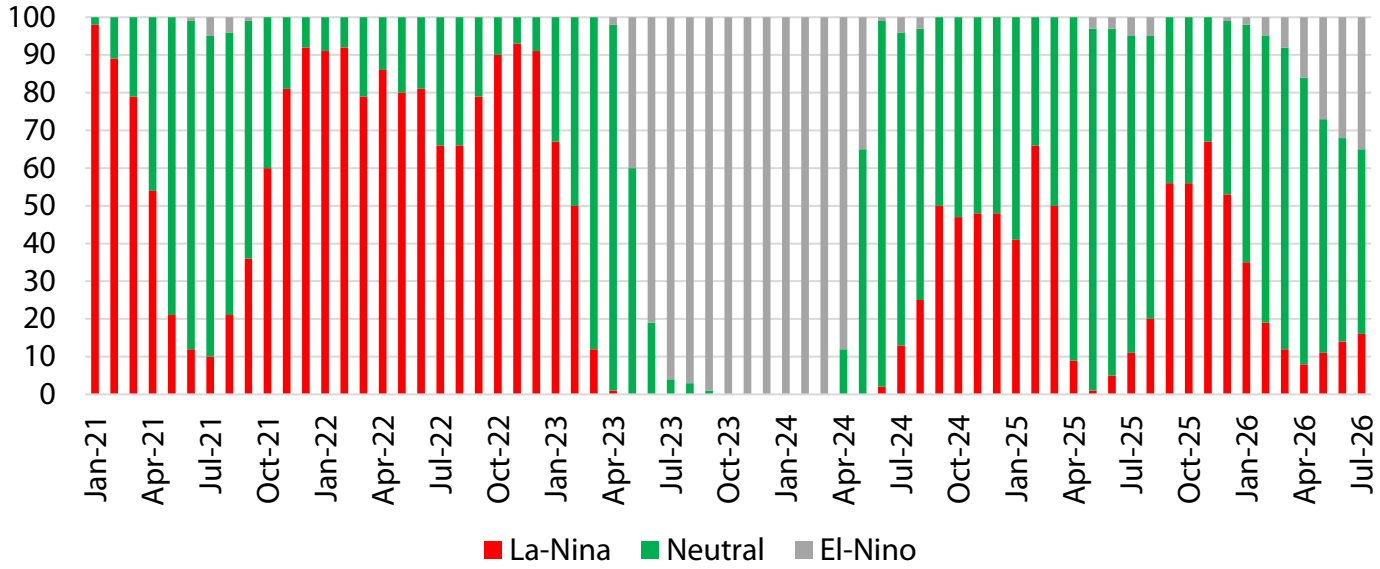
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Giá phân NPK/Kali nội địa trung bình sau thuế năm 2026 kỳ vọng tăng nhẹ 2%/2% YoY

Dựa trên biến động giá bán trung bình giai đoạn 2019-2025, chúng tôi kỳ vọng giá bán tăng dần kể từ đầu năm 2026. Tuy nhiên, giá bán sau thuế vẫn duy trì đà tăng trưởng 2% nhờ mức nền thấp trong 1H2025 và ảnh hưởng của 5% thuế VAT giúp giá bán sau thuế VAT duy trì sự tăng trưởng trong 1H2026 và giảm nhẹ svck từ 2H2026.

1.C) THỜI TIẾT KỲ VỌNG TÍCH CỰC HƠN TRONG NĂM 2026

Dự báo xác suất hiện tượng ENSO qua các tháng

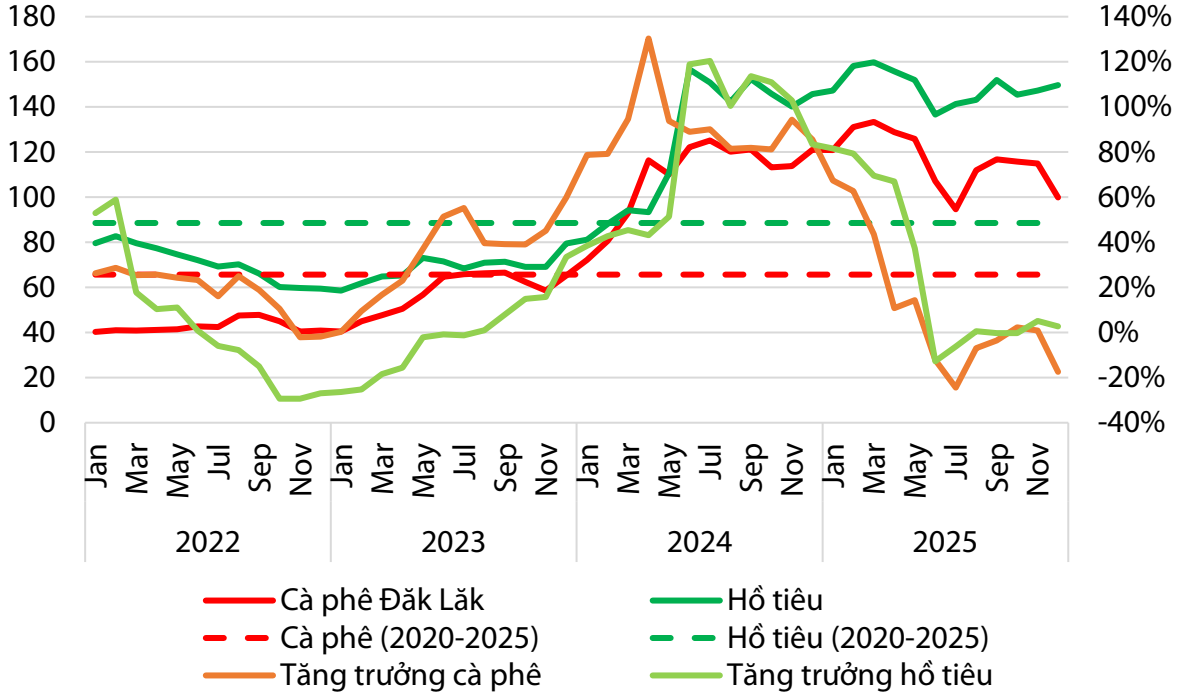


Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu tiêu thụ tại Brazil và Ấn Độ dự kiến tăng cao nhờ thời tiết thuận lợi (xác suất pha Trung tính ENSO cao trong năm 2026).
Năm 2025 mưa nhiều kèm bão lũ đã ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón.
Năm 2026, xác suất pha trung tính (Neutral) xảy ra nhiều sẽ giúp doanh nghiệp tiêu thụ phân bón nhiều hơn.

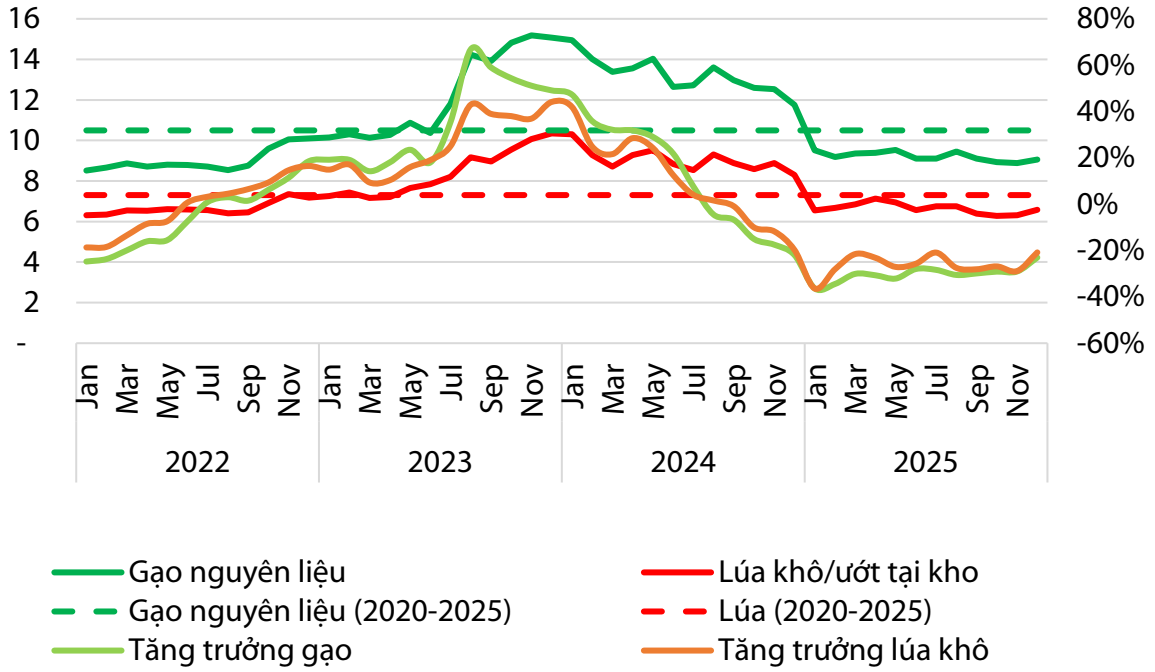
1.D) GIÁ NÔNG SẢN VIỆT NAM KỲ VỌNG BIẾN ĐỘNG THEO THẾ GIỚI…

Giá cà phê và hồ tiêu Việt Nam (nghìn đồng/kg) tuy giảm dần nhưng vẫn ở mức cao so với giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Widata, CTCK Rồng Việt

Giá lúa gạo (nghìn đồng/kg) giảm mạnh nhưng được kỳ vọng quay trở lại giai đoạn 2020-2025



Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

Giá nông sản Việt Nam có sự phân hóa trong năm 2025

Giá một số loại nông sản của Việt Nam hiện tại có sự phân hóa giữa giá nông sản cà phê, hồ tiêu so với giá lúa gạo khi giá cà phê và hồ tiêu đang duy trì ở mức cao hơn 52%/69% so với giá trung bình cà phê/hồ tiêu giai đoạn 2020-2025. Giá lúa/gạo năm 2025 duy trì ổn định ở ngưỡng 7 nghìn đồng/kg và 10 nghìn đồng/kg. Chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá nông sản chính tại Việt Nam sẽ theo xu hướng thế giới như *Slide kế tiếp*.

1.D) …KHI GIÁ NÔNG SẢN THẾ GIỚI ĐA SỐ ƯỚC TÍNH TĂNG NHẸ

			Giá bán					YoY				
Tên nông sản gốc	Tên nông sản	Đơn vị	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2024	2025	2026	Giá trung bình 2021-2025	Chênh lệch giá 2026/giá trung bình 2021-2025
Corn cents/bu.	Bắp/Ngô	(Cents/bu)	421	440	458	462	480	4%	1%	4%	542	-16%
Wheat cents/bu.	Lúa mì	(Cents/bu)	558	535	565	580	593	6%	3%	2%	666	-15%
Rice $/cwt	Gạo	(USD/cwt)	17	13	14	14	15	10%	3%	4%	15	-10%
Coffee Arabica (KC) c/lb	Cà phê Arabica	Cents/lb	250	370	338	380	360	-9%	12%	-5%	238	42%
Coffee Robusta (DF) $/MT	Cà phê Robusta	USD/MT	4.482	4.696	3.305	3.850	3.650	-30%	16%	-5%	3.139	5%
Soybeans c/bsh	Đậu tương	(Cents/bu)	1.084	1.040	1.100	1.100	1.100	6%	0%	0%	1.305	-16%
Soybean meal $/ST	Bã đậu tương	USD/MT	330	290	285	274	252	-2%	-4%	-8%	382	-25%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Giá các loại nông sản chính thế giới dự báo tăng nhẹ trong năm 2026 ngoại trừ giá cá phê và đậu tương. Giá cà phê Arabica và Robusta dự báo giảm mạnh do nguồn cung từ Brazil và Comlumbia quay trở lại. Tuy giá cà phê dự báo giảm nhưng vẫn duy trì ở mức nền cao so với 2021-2025.

Giá phân bón ước tính của các tổ chức đều tăng sau 1 năm

Loại phân	Tổ chức dự báo	Giá các loại phân	Thời gian dự phóng gần nhất	2025F	Dự phóng giá 2025 của đợt 2024		Chênh lệch giá dự phóng trong kỳ 2025/2024
					Giá phân bón dự phóng năm ngoái	Thời gian dự phóng năm trước	
Ure	World Bank	Urea, Đông Âu	29/10/2025	440	335	29/10/2024	31%
	Fitch Ratings	Ure- FOB Trung Đông	Tháng 12/2025	390	290	Tháng 12/2024	34%
		Trung bình			**313**		
DAP	World Bank	DAP	29/10/2025	710	510	29/10/2024	39%
	Fitch Ratings	DAP- FOB Morrocco	Tháng 12/2025	710	470	Tháng 12/2024	51%
		Trung bình			**490**		
Kali	World Bank	Potassium chloride	29/10/2025	300	290	29/10/2024	3%
	Fitch Ratings	Potash-FOB Vancouver	Tháng 12/2025	300	230	Tháng 12/2024	30%
		Trung bình			**260**		

Nguồn: Worldbank, Fitch Ratings, CTCK Rồng Việt

- So với dự phóng của World Bank và Fitch Ratings năm trước, giá phân Urea/Dap/Kali đều được điều chỉnh tăng mạnh cho thấy dự báo của các tổ chức không phản ánh sự kiện đột biến trong tương lai và mang yếu tố tham khảo nhiều hơn.
- Sang năm 2026, 2027 các tổ chức trên ước tính giá bán các loại phân bón đều giảm dần khi nguồn cung Trung Quốc và Nga tăng trong khi nhu cầu Indonesia và Ấn Độ giảm trở lại.

ƯỚC TÍNH GIÁ DẦU TRONG NĂM 2026

	Dự báo cũ cho năm 2025		Dự báo mới cho năm 2026						
Tổ chức	2025F	Dự báo vào ngày	2025E	2026F	2025 YoY	Dự báo ngày	Chênh lệch dự báo 2025/2024	Tổng số lần dự báo 2020-2025	Số lần dự báo lệch dưới 5%
EIA	74	10/12/2024	69	55	-20%	09/12/2025	-7%		
JP Morgan	73	19/12/2024	68	58	-15%	15/12/2025	-7%	2	1
HSBC	70	02/12/2024	69	65	-5%	01/12/2025	-2%	2	1
Goldman Sachs	76	21/11/2024	68	56	-18%	15/12/2025	-11%	3	1
Morgan Stanley	70	05/12/2024	69	60	-14%	15/10/2025	-1%	2	1
Citi Group	70	17/12/2024	69	67	-2%	15/12/2025	-2%	2	-
BNP Paribas SA	74	13/12/2024	68	59	-13%	01/12/2025	-8%	4	1
Rabobank	68.1	22/11/2024	68	58	-14%	15/12/2025	-1%	3	2
Trung vị của các tổ chức theo dữ liệu Bloomberg	**73**		68	62	-9%		-6%	4	1
VDSC dự báo giá trung bình	73.4		68	65	-4%		-7%		
VDSC dự báo so với trung vị	0%			4%					

Nguồn: EIA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Giá dầu Brent trung bình cả năm kỳ vọng đạt khoảng 65$/thùng với mức dao động quanh ngưỡng 62-68$/thùng.
- Mức này cao hơn trung vị của các tổ chức nhưng tương đương dự báo của HSBC và thấp hơn của Citigroup do chúng tôi kỳ vọng giá dầu giảm dần sẽ hạn chế nguồn cung so với ước tính của các tổ chức khác và (2) chỉ có ¼ lần mức độ dự phóng của trung vị tổ chức theo dữ liệu Bloomberg có dự báo lệch dưới 5% **(Slide kế tiếp).**

ƯỚC TÍNH GIÁ DẦU TẠI CUỐI NĂM CÁC NĂM

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dự báo giá dầu của các tổ chức theo Bloomberg qua các năm – Số tại tháng 12 các năm	61	48	72.3	101	84.9	73.1
Giá dầu thực tế các năm	42.6	71.8	101	82.1	80	68
Chênh lệch	-30%	50%	40%	-19%	-6%	-7%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

3) DIỆN TÍCH NÔNG SẢN CÓ SỰ CHUYỂN DỊCH GIỮA CÁC LOẠI CÂY

Diện tích các loại nông sản theo năm với mức biến động từ mức cao nhất (màu xanh) đến mức thấp nhất (màu đỏ)

Diện tích (Nghìn ha)	Lúa	Ngô	Mía	Điều	Cao su	Cà phê	Chè	Hồ tiêu	Tổng diện tích cây trồng
2015	7.828	1.179	284	280	604	594	118	68	14.945
2016	7.737	1.153	268	281	621	598	119	82	15.112
2017	7.705	1.100	281	284	653	617	109	94	14.902
2018	7.571	1.033	269	284	686	619	108	108	14.769
2019	7.470	987	238	276	711	623	108	111	14.703
2020	7.279	943	186	281	729	638	110	113	14.487
2021	7.239	903	166	295	752	649	111	112	14.434
2022	7.109	887	170	292	728	656	112	108	14.370
2023	7.119	885	175	289	723	667	112	102	14.416
Sơ bộ 2024	7.127	872	186	284	735	679	113	99	14.462
2024/2015	-9%	-26%	-35%	1%	22%	14%	-4%	46%	-3%

Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

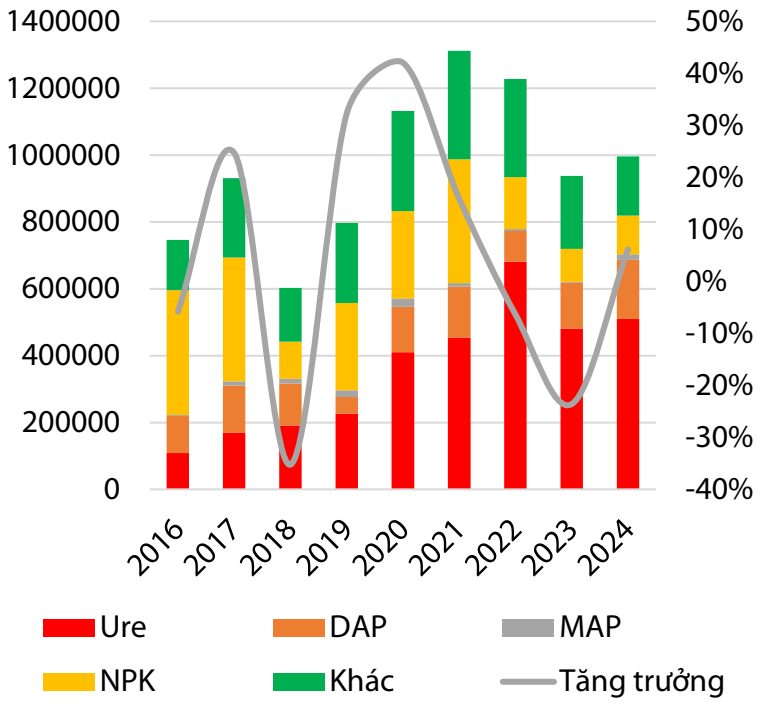
Nông hộ cần sử dụng các loại phân chất lượng cao để tăng năng suất khi diện tích trồng cây thu hẹp dần

Tổng diện tích cây trồng năm 2024 đã sụt giảm 3% so với năm 2015, Trong đó, diện tích nông sản đang có sự chuyển dịch dần từ cây lúa sang cây cà phê, điều, cao su, chè.

Trong các loại cây thì các loại cây công nghiệp có nhu cầu sử dụng NPK chất lượng cao nhiều hơn các cây khác. Đặc biệt nhất là cây cao su và cà phê sẽ giúp các doanh nghiệp NPK đẩy mạnh sản lượng nhờ chiếm thị phần các loại phân NPK chất lượng thấp như phân NPK trộn 3 màu.

3) KỲ VỌNG SẢN LƯỢNG XUẤT KHẨU QUAY TRỞ LẠI MỨC 2021-2022

Sản lượng xuất khẩu phân bón của Việt Nam (tấn)



Nguồn: IFA, CTCK Rồng Việt

Thị trường xuất khẩu theo loại phân bón của Việt Nam (Triệu USD)

Năm	2020	2021	2022	2023	2024	11T2025	2024 YoY	11T2025 YoY
Phân bón các loại	340,56	559,35	1.094,81	648,68	709,79	792	9%	22,86%
Nhật Bản	1,06	8,52	16,08	4,12	14,05	15	241%	18,97%
Hàn Quốc	3,37	70,83	65,45	35,03	89,14	46	154%	-39,83%
Laos	14,61	24,74	32,46	17,75	25,88	27	46%	8,48%
Malaysia	18,3	36,16	65,32	33,78	43,79	44	30%	15,09%
Philippines	5,19	26,03	64,19	25,91	46,35	35	79%	-14,88%
Thái Lan	8,54	9,49	21,35	9,47	9,81	8	4%	-7,24%
Đài Loan	3,65	8,57	4,55	2,8	17,29	14	518%	-13,74%
Angola	0,36	0,16	0,67	0,78	0,14	0	-82%	0,00%
Campuchia	131,46	209,19	254,81	246,69	240,82	266	-2%	21,03%
Myanmar	16,74	8,49	38,07	26,18	24,14	29	-8%	22,90%
Mozambique	3,47	25,73	8,8	9,77	6,04	5	-38%	-25,00%

Nguồn: Finpro, CTCK Rồng Việt

- Sau giai đoạn 2021-2022, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh nhờ xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ và năm 2024 hồi phục nhờ thị trường Hàn Quốc. Năm 2025, sản lượng xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng với sản lượng xuất khẩu phân bón lũy kế 11T2025 tăng 18% đạt 1.855 nghìn tấn và giá trị xuất khẩu đạt 792 triệu USD (+22,9% YoY). Sản lượng 11T2025 tăng mạnh tại Campuchia/Singapore/Myanmar lần lượt 21,2%/31,5%/24,1%, tương đương lần lượt 650/265/59 nghìn tấn.
- Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng thị trường Lào, Campuchia, Myanmar, Nhật Bản, Singapore sẽ tiếp tục dẫn dắt sản lượng xuất khẩu quay trở lại mốc năm 2022

SO SÁNH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (TTM)

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2025A	2026F	2027F	2025A	2026F	2027F	Doanh thu % (*)	LNST-CĐCTM % (*)
DCM	26.470	130.901	43.100	50.000	1.600	-13,8	43,4	12,7	11,7	1,9	1,8	16,2	3.618	3.953	3.374	20.228	22.301	24.116	7,6	9,3
DPM	20.806	151.463	24.600	30.600	2.000	-19,6	44,5	16,0	17,7	1,5	1,4	7,6	1.221	1.852	1.723	16.744	17.169	17.625	7,6	8,2
DDV	4.734	46.787	30.100	32.400	900	-7,0	47,9	7,7	21,7	2,0	1,4	16,8	4.336	4.103	4.102	15.479	16.170	17.008	5,3	-5,5
BFC	4.350	13.770	n.a	76.100	1.500	n.a	49,1	11,0	8,9	2,9	1,5	25,2	5.421	6.148	6.690	24.160	25.181	26.027	6,2	13,3
LAS(*)	2.223	9.337	n.a	19.700	n.a	n.a	48,7	n.a	17,7	1,5	1,3	11,1	1.345	n.a	n.a	12.950	n.a	n.a	n.a	n.a

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 04/03/2026.

** Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2026*

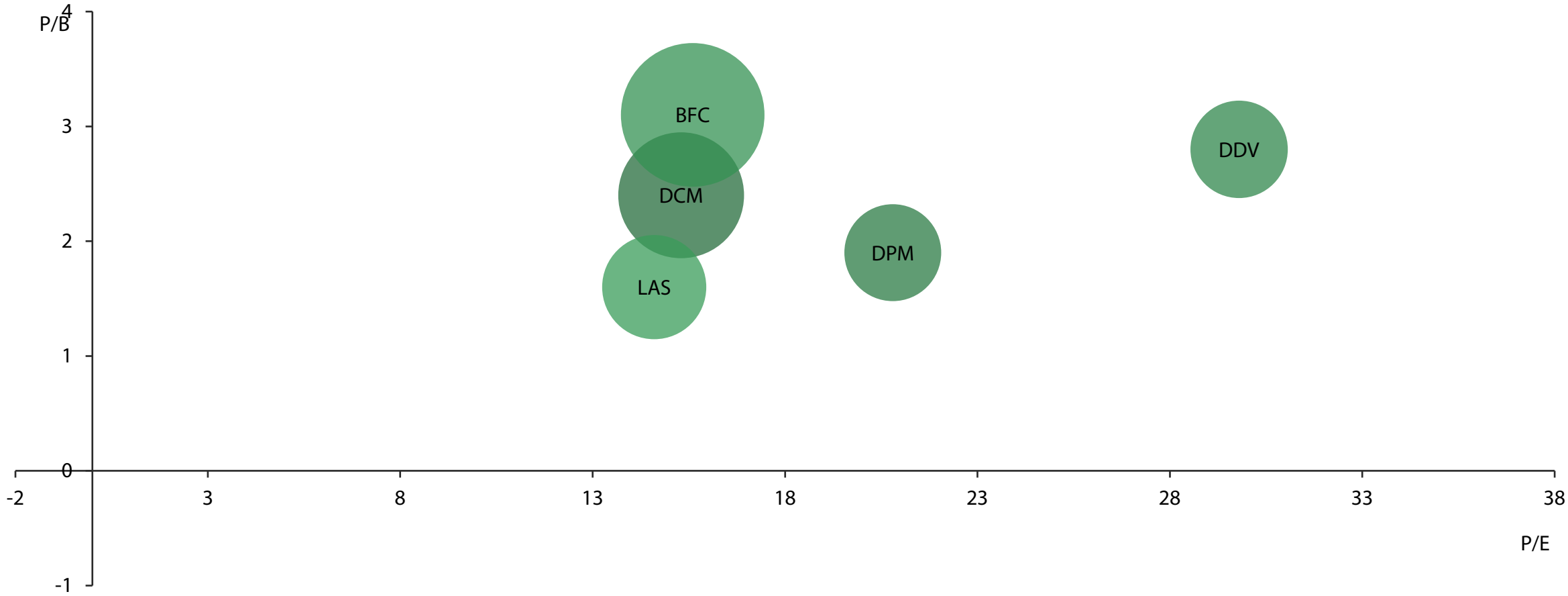
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dưa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ

PE, PB VÀ ROE (TTM)

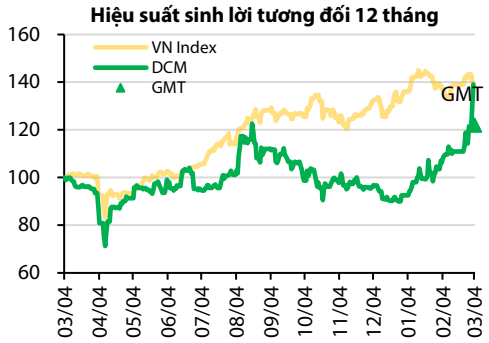


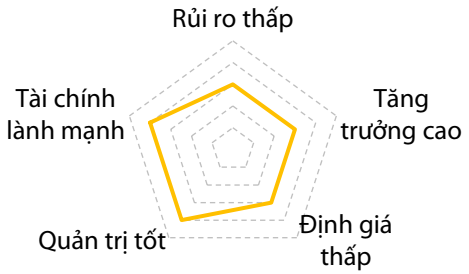
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 04/03/2026.

ĐỊNH GIÁ ĐÃ VỀ VÙNG HỢP LÝ TRONG NGẮN HẠN

HSX: DCM

TRUNG LẬP **GHT: 50.000** **GMT: 43.100**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.470
SLCPĐLH (triệu CP)	529
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	3.437
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	131
SH NĐTNN còn lại (%)	43,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	24.75 - 50.7

TÀI CHÍNH

	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.961	18.244	19.341
LNST (tỷ đồng)	1.915	2.093	1.786
ROA (%)	11,5	14,0	13,1
ROE (%)	18,4	19,4	16,3
EPS (đồng)	3.618	3.953	3.374
GTSS (đồng)	20.228	22.301	24.116
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	2.200	2.000
P/E (x)	9,0	12,6	14,8
P/B (x)	1,6	2,2	2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu năm 2026 tăng 8% nhờ mảng bán buôn tăng trưởng 16% và mảng NPK tăng nhẹ 2%

- Doanh thu mảng bán buôn (Kali, DAP, SA) tăng 16% YoY, đạt 386 nghìn tấn (+20% YoY) và thấp hơn kế hoạch doanh nghiệp là 395 nghìn tấn nhờ nhu cầu tiêu thụ Kali, DAP cho sản xuất NPK. Doanh thu mảng NPK tăng nhẹ 2% nhờ sản lượng đạt 379 nghìn tấn (+7% YoY) thông qua chiếm thị phần phân trộn NPK ba màu trong khi giá bán NPK trước thuế giảm 5% YoY. Trong khi đó, doanh thu mảng Urea giảm nhẹ 1% YoY do giá bán trước thuế giảm 3% YoY và sản lượng cải thiện nhẹ 2% YoY.

Biên gộp ổn định tại 20,7% nhờ giá vốn đầu vào giảm theo giá bán trước thuế

- Biên gộp Urea ổn định nhờ chi phí đầu vào giảm tương đương mức giảm 3% của giá bán Urea trước thuế. Giá vốn giảm nhẹ 3% do thuế VAT bù trừ cho đà tăng giá khí. Giá khí tăng 2% do tỷ giá tăng 3% YoY và giá cước tăng nhẹ 2% do chi phí khai thác trong khi giá dầu Brent dự kiến giảm 3% đạt 65 USD/thùng.

Định giá đã về vùng hợp lý khi giá cổ phiếu tăng mạnh giai đoạn gần đây

- Định giá ngắn hạn đã về vùng hợp lý nhờ chiến tranh Mỹ - Iran và Israel trong giai đoạn gần đây.
- Bên cạnh đó, kể từ 2027, DCM sẽ điều chỉnh giá khí theo giá FO + 1USD thay vì phương pháp 50/50 cho tỷ lệ Brent/FO sẽ làm tăng giá khí đầu vào. Từ đó, LNST CTM bị ảnh hưởng mạnh mẽ khi giá khí tăng 15% và giá bán chỉ tăng 2% YoY.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sản lượng và giá bán NPK/Urea tiêu thụ không được như kỳ vọng.
- Doanh nghiệp chi trả cổ tức nhiều hơn kỳ vọng

ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ KINH DOANH DCM

Ước tính kết quả kinh doanh của DCM qua các năm

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng doanh thu	13.943	17.548	18.876	20.011	21.207	22.411	25,9%	7,6%	6,0%	6,0%	5,7%
-Urea	7.701	8.648	8.741	9.112	9.497	9.871	12,3%	1,1%	4,2%	4,2%	3,9%
+ Sản lượng Urea	*805*	*805*	*839*	*857*	*875*	*892*	*0,0%*	*4,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*1,9%*
+ Giá bán Urea sau thuế	*9.570*	*10.743*	*10.972*	*11.193*	*11.419*	*11.647*	*12,3%*	*2,1%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
NPK	2.796	3.878	4.396	5.020	5.689	6.377	38,7%	13,4%	14,2%	13,3%	12,1%
+ Sản lượng NPK	*268*	*353*	*412*	*462*	*513*	*564*	*31,5%*	*17,0%*	*12,0%*	*11,1%*	*9,9%*
Sản lượng/Công suất NPK	*25%*	*53%*	*63%*	*70%*	*78%*	*86%*	*+2904 bps*	*+389 bps*	*+400 bps*	*+411 bps*	*+391 bps*
+ Giá bán NPK sau thuế	*10.418*	*10.985*	*11.205*	*11.429*	*11.658*	*11.891*	*5,4%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Trading	2.440	4.008	4.906	5.004	5.104	5.206	64,3%	22,4%	2,0%	2,0%	2,0%
Lợi nhuận gộp	**2.513**	**4.035**	**4.280**	**4.164**	**4.402**	**4.760**	**60,5%**	**6,1%**	-2,7%	**5,7%**	**8,1%**
- Urea	1.716	2.862	2.948	2.715	2.801	3.000	66,8%	3,0%	-7,9%	3,2%	7,1%
- NPK	402	597	780	881	1.016	1.160	48,5%	30,7%	12,9%	15,4%	14,1%
Biên gộp	18,7%	23,8%	23,5%	21,5%	21,5%	22,0%	+511 bps	-33 bps	-193 bps	-5 bps	+50 bps
- Urea	22,3%	33,1%	33,7%	29,8%	29,5%	30,4%	+1081 bps	+64 bps	-393 bps	-30 bps	+89 bps
- NPK	14,4%	15,4%	17,8%	17,5%	17,9%	18,2%	+101 bps	+235 bps	-21 bps	+32 bps	+32 bps
Chi phí BH&QLDN	1.495	2.189	2.268	2.384	2.505	2.628	46%	4%	5%	5%	5%
LNST	1.420	1.915	2.093	1.786	1.913	2.134	35%	9%	-15%	7%	12%
Biên ròng	10,2%	10,9%	11,1%	8,9%	9,0%	9,5%	+73 bps	+17 bps	-216 bps	+9 bps	+50 bps
Giá khí	9,69	9,08	8,87	10,23	10,48	10,48	-6,3%	-2,3%	15,4%	2,4%	0,0%
Tỷ giá YoY							3,0%	3,0%	0,5%	0,5%	0,5%
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	67	65	65	65	65	-16,3%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ CỦA DCM ĐÃ VỀ VÙNG HỢP LÝ

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,7x)	39.532	50%	19.800
DCF (EV/EBITDA: 5,6x; WACC: 13%)	48.419	50%	24.200
Giá mục tiêu			43.100

Kịch bản giá mục tiêu ngắn hạn theo P/B của DCM qua mức thay đổi giá bán Urea

	Tăng trưởng giá bán Urea trung bình 2026	LNST 2026 (tỷ đồng)	EPS 2026 (đồng/cp)	BVS 2026	Giá mục tiêu ngắn hạn theo P/B
Kịch bản tích cực	10%	2.677	5.056	24.745	42.066
	5%	2.294	4.332	23.813	40.482
Kịch bản cơ sở	2%	2.093	3.898	23.254	39.532
Kịch bản tiêu cực	-5	1.522	2.876	21.940	37.298
	-10%	1.126	2.128	20.984	35.673

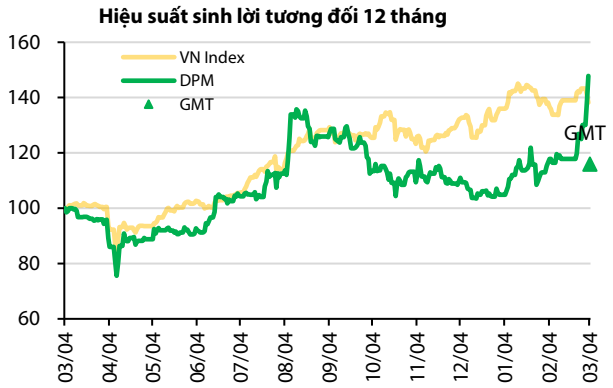
Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

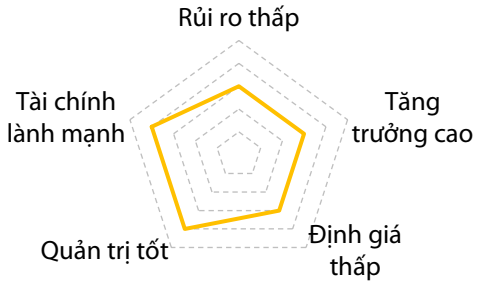
- Việc dự báo giá bán Urea trong ngắn hạn gặp nhiều khó khăn do các sự kiện bất ổn chính trị khó lường. Vì vậy, chúng tôi xây dựng 3 kịch bản theo biến động giá bán như bảng trên. Do diễn biến ngắn hạn bất ngờ bởi chiến tranh Mỹ -Israel vs Iran nên giá cổ phiếu đã về vùng hợp lý trong ngắn hạn

DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG NHỜ ĐẨY MẠNH MẢNG NPK

HSX: DPM

TRUNG LẬP **GHT: 30.600** **GMT: 24.600**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	20.806
SLCPĐLH (triệu CP)	680
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	5.987
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	151
SH NĐTNN còn lại (%)	44,5
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	15.8 - 32.5

TÀI CHÍNH

	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.564	17.816	18.538
LNST (tỷ đồng)	1.073	1.161	1.256
ROA (%)	6,0	6,9	7,0
ROE (%)	9,3	10,2	10,7
EPS (đồng)	1.580	1.852	1.723
GTSS (đồng)	16.966	17.900	17.625
Cổ tức tiền mặt (đồng)	7.000	2.000	2.000
P/E (x)	18,2	16,5	17,8
P/B (x)	1,3	1,7	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng 7% nhờ doanh thu mảng NPK tăng trưởng 37%

- Doanh thu tăng trưởng 7% nhờ mảng NPK tăng 37% YoY trong khi mảng Urea tăng nhẹ 4% YoY. Mảng NPK tăng nhờ sản lượng NPK tăng trưởng 34% khi doanh nghiệp bắt đầu đẩy mạnh tiếp thị và thay đổi chính sách bán hàng kể từ 2025 để chiếm thị phần các doanh nghiệp buôn bán NPK chất lượng thấp (NPK trộn 3 hạt). Nhu cầu sử dụng phân bón NPK chất lượng cao tăng khi tổng diện tích cây trồng năm 2024 đã sụt giảm 3% so với năm 2015 trong khi giá bán cà phê/hồ tiêu/cao su (dựa trên theo giá cao su Nhật bản) duy trì mức cao hơn giá trung bình 2020-2025 lần lượt 52%/69%/30%.

Biên gộp tương đương cùng kỳ nhờ giá bán tăng nhẹ theo giá khí

Giá bán sau thuế VAT kỳ vọng tăng 2% YoY dựa trên mức thấp trong 1H2025 trong khi đó, giá khí tăng nhẹ do tỷ giá USD/VND tăng 3% YoY và giá cước vận chuyển tăng nhẹ 1% YoY do bể khí giá rẻ giảm dần và giá dầu Brent dự giảm 3% YoY.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá: Sản lượng tiêu thụ NPK và bán buôn sụt giảm hơn ước tính.
- Rủi ro tăng giá: Doanh nghiệp chi trả cổ tức cao hơn kỳ vọng nếu doanh nghiệp trả cổ tức theo Nghị quyết 167/2024/NQ-CP của Chính phủ sẽ giúp lợi suất cổ tức hấp dẫn.

ƯỚC TÍNH KQKD CỦA DPM QUA CÁC NĂM

							Tăng trưởng				
	2024A	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng doanh thu	13.657	16.820	18.028	18.759	19.494	20.216	23,2%	7,2%	4,1%	3,9%	3,7%
Urea	9.159	9.565	9.828	10.260	10.707	11.128	4,4%	2,8%	4,4%	4,4%	3,9%
+ Sản lượng Urea (nghìn tấn)	*899*	*824*	*871*	*891*	*912*	*929*	*-8,4%*	*5,8%*	*2,3%*	*2,3%*	*1,9%*
+ Giá bán sau thuế Urea	*10.188*	*11.615*	*11.847*	*12.084*	*12.325*	*12.572*	*14,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
NPK	1.689	2.328	3.194	3.257	3.323	3.389	37,9%	37,2%	2,0%	2,0%	2,0%
+ Sản lượng NPK	*147*	*186*	*250*	*250*	*250*	*250*	*26,5%*	*34,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
+ Giá bán sau thuế NPK	*11.490*	*12.524*	*12.774*	*13.030*	*13.290*	*13.556*	*9,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
Lợi nhuận gộp	1.898	2.939	3.274	3.575	3.805	4.033	54,8%	11,4%	9,2%	6,4%	6,0%
Urea	1.680	2.183	1.949	2.086	2.230	2.373	29,9%	-10,7%	7,0%	6,9%	6,4%
NPK	187	177	253	340	350	361	-5,1%	42,5%	34,4%	3,0%	3,0%
Biên gộp	13,9%	17,5%	18,2%	19,1%	19,5%	20,0%	+355 bps	+71 bps	+90 bps	+46 bps	+43 bps
Urea	18,3%	22,8%	19,8%	20,3%	20,8%	21,3%	+587 bps	+12 bps	+6 bps	+7 bps	+7 bps
NPK	11,1%	7,6%	7,9%	10,4%	10,5%	10,6%	+179 bps	-85 bps	+7 bps	+3 bps	+4 bps
Chi phí BH&QLDN	1.540	1.929	2.164	2.251	2.301	2.386	25,3%	12,2%	4,1%	2,2%	3,7%
LNST	538	1.074	1.161	1.256	1.400	1.531	99,7%	8,2%	8,2%	11,4%	9,4%
Biên ròng	4%	6%	7%	7%	7%	8%	+250 bps	+4 bps	+26 bps	+49 bps	+40 bps
Giá khí (USD/MMBtu)	9,5	9,2	9,1	9,2	9,3	9,5	-3,6%	-1,2%	1,5%	1,5%	1,5%
Tỷ giá YoY							3,0%	3,0%	0,5%	0,5%	0,5%
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	67	65	65	65	65	-16,3%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ CỦA DPM CHƯA THẬT SỰ HẤP DẪN

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,4x)	24.380	50%	12.200
DCF (EV/ETBIDA: 6,1x, WACC: 13%)	24.700	50%	12.400
Giá mục tiêu			24.600

Kịch bản giá mục tiêu ngắn hạn theo P/B của DPM qua mức thay đổi giá bán Urea

	Tăng trưởng giá bán Urea trung bình 2026	LNST 2026 (tỷ đồng)	EPS 2026 (đồng/cp)	BVS 2026 (đồng/cp)	Giá mục tiêu ngắn hạn theo P/B
Kịch bản tích cực	10%	1.614	2.373	17.834	25.324
	5%	1.331	1.957	17.418	24.734
Kịch bản cơ sở	2%	1.161	1.708	17.169	24.380
Kịch bản tiêu cực	-5	766	1.126	16.587	23.553
	-10%	483	710	16.171	22.963

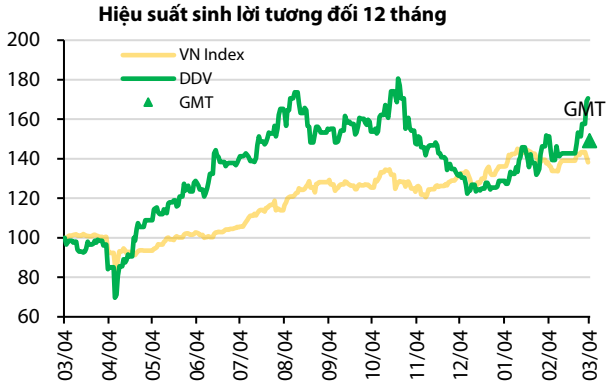
- Việc dự báo giá bán Urea trong ngắn hạn gặp nhiều khó khăn do các sự kiện biến động khó lường. Vì vậy, chúng tôi xây dựng 3 kịch bản theo biến động giá bán như bảng trên với giả định chỉ thay đổi mỗi giá bán Urea.

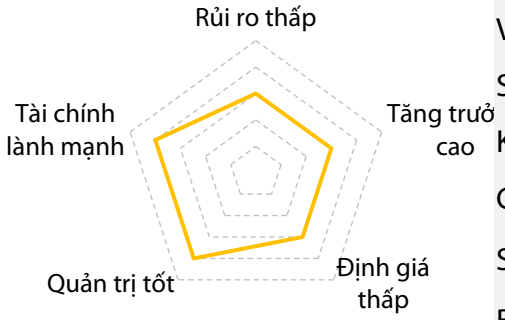
Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

KỲ VỌNG HƯỞNG LỢI NHỜ GIÁ BÁN HỒI PHỤC SỚM NHẤT

HSX: DDV

TRUNG LẬP **GHT: 32.400** **GMT: 30.100**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.734
SLCPĐLH (triệu CP)	146
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.628
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	47
SH NĐTNN còn lại (%)	47,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	12.6 - 37

TÀI CHÍNH

	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.624	5.919	6.008
LNST (tỷ đồng)	634	599	599
ROA (%)	24,0	20,9	14,3
ROE (%)	31,4	28,0	25,2
EPS (đồng)	4.336	4.103	4.102
GTSS (đồng)	15.479	16.170	17.008
Cổ tức tiền mặt (đồng)	600	900	900
P/E (x)	6,0	7,9	7,9
P/B (x)	1,7	2,0	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận 2026 giảm nhẹ 6% YoY nhưng giá bán kỳ vọng sớm hồi phục

Doanh thu tăng trưởng 3% YoY theo đà tăng 4% giá bán trong khi sản lượng 2026 ổn định trong khoảng 268 nghìn tấn. Sản lượng ổn định do mức nền tiêu thụ cao năm 2025 kèm theo trữ lượng hàng tồn kho có hạn khi công suất sản xuất phân khó vượt 75% (tổng công suất là 350 nghìn tấn/năm) khi bã thạch cao chưa được xử lý triệt để.

Hàng năm, DDV đã thải ra khoảng 750 nghìn tấn bã thạch cao và trữ lượng bã thạch cao chưa được xử lý hiện nay đạt khoảng 3,5-4 triệu tấn. Hiện DDV đang cố gắng tăng công suất xử lý khoảng 1,5 triệu tấn/năm bã thạch cao. Tuy nhiên, tiêu thụ sản phẩm thạch cao của DAP gặp khó khăn do chịu sự cạnh tranh của thạch cao tự nhiên nhập khẩu.

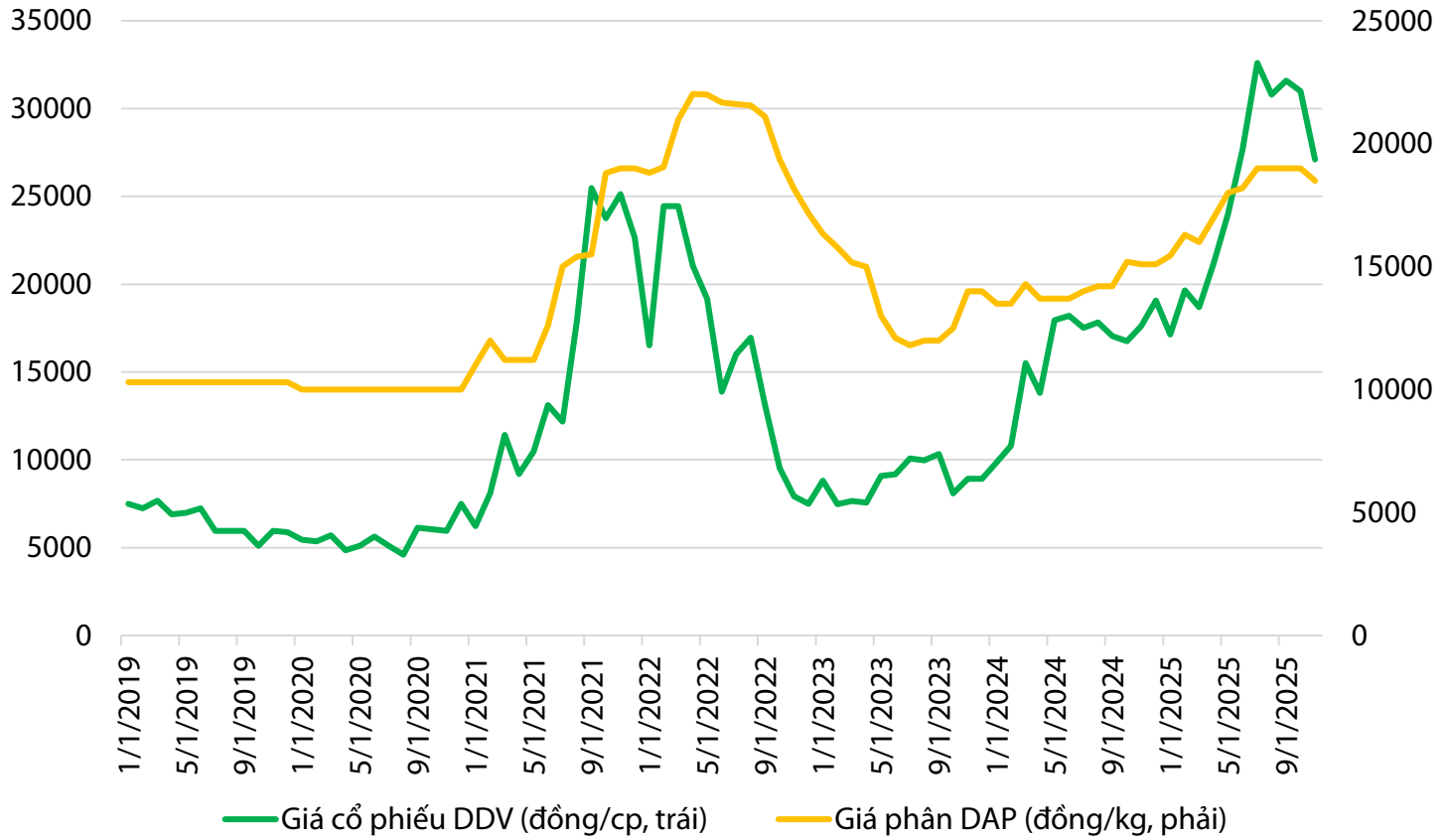
Biên gộp đạt 15,8% (-100 bps) trong năm 2026 do chi phí nguyên vật liệu khó giảm

Biên gộp sụt giảm do giá bán tăng chậm hơn chi phí nguyên vật liệu. Giá bán kỳ vọng tăng 4% YoY nhưng chi phí nguyên vật liệu đầu vào như giá Sulfur vẫn duy trì ở mức tăng trưởng 10% YoY. Giá Sulfur khó giảm do nhu cầu ổn định từ Indonesia (nhập khẩu Sulfur để sản xuất Nickel) khi giá Nickel đang tăng cao.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sản lượng tiêu thụ DAP/NH3 tăng thấp hơn ước tính. Giá bán DAP giảm nhiều hơn ước tính
- Giá nguyên vật liệu tăng nhanh hơn ước tính.

DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU DDV CÓ XU HƯỚNG THEO GIÁ BÁN



- Giá cổ phiếu DDV có xu hướng biến động theo giá phân DAP khi tỷ lệ tương quan (Correlation) giữa giá bán phân DAP và giá cổ phiếu DDV trong giai đoạn 01/2019-11/2025 là 74%.

Nguồn: DDV, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ CỦA DDV VẪN CÒN HẤP DẪN

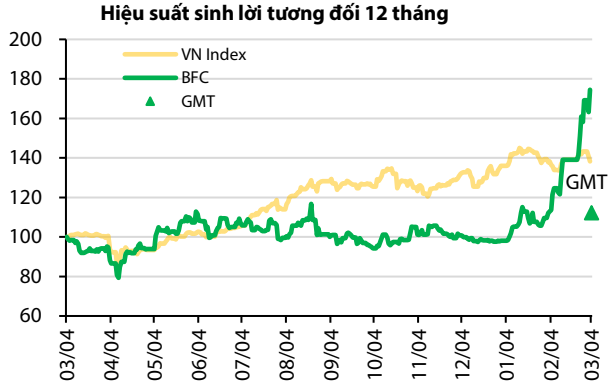
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,6x)	25.872	50%	12.936
DCF (EV/EBITDA: 5,4x; WACC: 13%)	34.503	50%	17.252
Giá mục tiêu			30.100

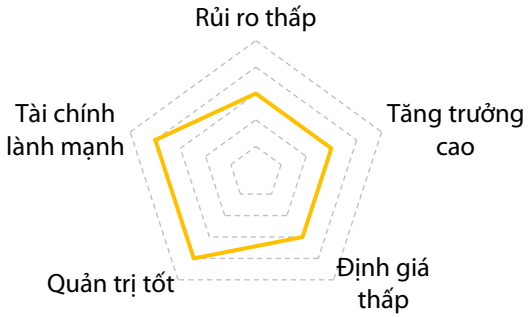
							YoY			
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	3.365	5.624	5.919	6.008	6.098	6.190	67,1%	5,3%	1,5%	1,5%	1,5%
LNST	168	634	599	599	592	605	276,3%	-5,4%	0,0%	-1,3%	2,3%
Biên gộp	10,8%	16,8%	15,8%	16,7%	16,8%	16,9%	+596 bps	-100 bps	+93 bps	+10 bps	+9 bps
Biên ròng	5,0%	11,3%	10,1%	10,0%	9,7%	9,8%	+626 bps	-114 bps	-15 bps	-27 bps	+7 bps
Sản lượng DAP	244	263	263	263	263	263	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá bán DAP (trước thuế VAT)	13,63	16,47	16,79	17,13	17,47	17,82	20,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Giá sulfur đầu vào	94,75	224,56	247,01	247,01	242,07	237,23	137,0%	10,0%	0,0%	-2,0%	-2,0%
Giá ammonia đầu vào	492,08	506,85	506,85	506,85	516,98	527,32	3,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%

Nguồn: DDV, CTCK Rồng Việt

HƯỞNG LỢI NHỜ GIÁ BÁN GIẢM CHẬM HƠN CHI PHÍ ĐẦU VÀO

KHÔNG ĐÁNH GIÁ





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.350
SLCPĐLH (triệu CP)	57
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	257
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	14
SH NĐTNN còn lại (%)	49,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	32.65 - 77.9

TÀI CHÍNH	2025A	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.615	11.272	11.951
LNST (tỷ đồng)	310	351	382
ROA (%)	8,6	8,2	8,6
ROE (%)	23,5	28,5	30,2
EPS (đồng)	5.421	6.148	6.690
GTSS (đồng)	24.160	25.181	26.027
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	7,9	12,4	11,4
P/B (x)	1,8	3,0	2,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng 6% nhờ sản lượng tăng trưởng 4%

- Sản lượng phân NPK kỳ vọng tăng trưởng 4% nhờ nhu cầu sử dụng phân bón NPK chất lượng cao tăng khi tổng diện cây trồng năm 2024 đã sụt giảm 3% so với năm 2015 trong khi giá bán cà phê/hồ tiêu/cao su (dựa trên theo giá cao su Nhật Bản) duy trì mức cao hơn giá trung bình 2020-2025 lần lượt 52%/69%/30%.
- Thị phần tiêu thụ NPK của BFC kỳ vọng tăng từ 19,7% trong năm 2025 lên 20,2% trong năm 2026.

Biên gộp cải thiện nhẹ nhờ giá bán sau thuế tăng nhẹ 2% YoY trong khi giá phân đơn đầu vào ổn định

- Biên gộp cải thiện nhờ giá bán NPK sau thuế VAT tăng 2% YoY trong khi giá phân đơn Urea/SA sau thuế tương đương cùng kỳ khi doanh nghiệp có xu hướng tích trữ hàng tồn kho nguyên vật liệu khi giá phân đầu vào giảm mạnh nên giá vốn của doanh nghiệp thường thấp hơn giá mua bên ngoài. Bên cạnh đó, biên gộp của BFC kỳ vọng cải thiện dần từ Q3/2026 khi giá bán NPK tăng trở lại trong khi giá vốn rẻ tại Q1/2026 và Q2/2026.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá bán NPK giảm dần và sản lượng tiêu thụ NPK thấp hơn kỳ vọng.
- Giá phân đơn đầu vào tăng nhanh hơn giá bán.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA BFC QUA CÁC NĂM | NGÀNH PHÂN BÓN

							Tăng trưởng				
	2024A	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	9.358	10.615	11.272	11.951	12.663	13.348	13,4%	6,2%	6,0%	6,0%	5,4%
LNST	358	310	351	382	403	429	-13,5%	13,4%	8,8%	5,4%	6,5%
Biên gộp	14,9%	12,5%	12,2%	12,0%	12,0%	12,0%	-240 bps	-32 bps	-20 bps	0 bps	+0 bps
Biên ròng	3,8%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	-91 bps	+20 bps	+8 bps	-2 bps	+3 bps
Sản lượng NPK	729	790	822	854	887	917	8,4%	4,0%	3,9%	3,9%	3,3%
Giá bán NPK	12.992	13.564	13.835	14.112	14.394	14.682	4,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Giá Urea đầu vào	11,10	12,32	12,32	12,57	12,82	13,08	11,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%
DAP	13,90	16,68	17,35	17,69	18,05	18,41	20,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kali	9,00	10,64	10,96	11,18	11,40	11,63	18,2%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

RONG VIET SECURITIES

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh

www.vdsc.com.vn

DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025

GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE