

Báo cáo Ngành Sản xuất Phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất
Ngày Báo cáo 25/05/2026

Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Động lực tăng trưởng LNST dự phóng năm 2026 nhờ giá bán trung bình urê tăng cao vẫn được duy trì

Trong 5 tháng đầu năm 2026 (5T 2026), giá urê tại Trung Đông đạt mức trung bình 652 USD/tấn (+64% YoY), tương đương khoảng 130% so với giả định kịch bản cơ sở trước đây của chúng tôi là 500 USD/tấn. Giá urê đã đạt đỉnh ở mức 908 USD/tấn vào nửa cuối tháng 4, mức cao nhất kể từ năm 2023 (thấp hơn khoảng 10% so với mức đỉnh trong giai đoạn xung đột Nga-Ukraine), với giá trúng thầu tại Ấn Độ cũng đạt mức tương tự. Giá urê kể từ đó đã hạ nhiệt xuống còn khoảng 755 USD/tấn (vẫn cao hơn 54% so với mức trước xung đột) do (1) kỳ vọng gia tăng về việc giải quyết xung đột, (2) mùa cao điểm nhu cầu tháng 4 của Ấn Độ đã qua, và (3) nhu cầu yếu từ Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc và một số quốc gia EU; tuy nhiên, nguồn cung thực tế từ Trung Đông vẫn trong tình trạng thắt chặt.

Trong Báo cáo Cập nhật Ngành này, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2026-2030 lần lượt là 1% và 2% đối với kịch bản cơ sở và kịch bản cao (trang 5). Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng dự báo ASP năm 2026 thêm 10% lên mức 550 USD/tấn nhờ (1) giá 5T 2026 cao hơn dự kiến, (2) chi phí khí và than đầu vào cao hơn dự kiến, (3) quan điểm của ban lãnh đạo DCM rằng Nga có thể cần từ 6-8 tháng để khôi phục hoàn toàn sản lượng urê sau các lệnh hạn chế xuất khẩu hồi tháng 4, trong khi một số nhà máy tại Trung Đông chỉ có thể phục hồi vào cuối năm 2026, và (4) kỳ vọng từ DPM và DCM về triển vọng ASP năm 2026 tích cực, với mức giá tối thiểu đạt 500 USD/tấn vào cuối năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi hạ dự báo ASP giai đoạn 2027-2030 trung bình 4% do tác động tích cực từ các lệnh áp thuế của EU đối với phân bón nhập khẩu từ Nga/Belarus thấp hơn dự kiến, theo ghi nhận từ DPM và DCM. Ngược lại, giá trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2027-2030 của chúng tôi là 430 USD/tấn, vẫn cao hơn 20% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2025, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tác động tích cực từ cơ chế CBAM kể từ năm 2027 và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

Theo đó, đối với kịch bản cơ sở và kịch bản cao, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo ASP urê trung bình giai đoạn 2026-2030 lần lượt là (1) 2% và 2% đối với DCM, và (2) 0% và 2% đối với DPM.

Chúng tôi áp dụng các dự báo giá dầu Brent và dầu FO từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng ngày 5/5/2026 cho DCM/DPM. Theo đó, giá khí trung bình giai đoạn 2026-2030 của DPM tăng 3%/4% trong kịch bản cơ sở/kịch bản cao. Tuy nhiên, đối với DCM, chúng tôi giảm giá khí trung bình giai đoạn 2026-2030 1%/1% do chúng tôi loại bỏ phần chi phí giá khí bổ sung 1 USD/MMBTU trong giai đoạn 2028-2030, theo giải trình từ phía ban lãnh đạo công ty về vấn đề này.

Trong phân tích kịch bản cơ sở, chúng tôi giảm 11,5% giá mục tiêu của DCM xuống 51.000 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA, do giá cổ phiếu đã giảm 15% trong hai tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2,8% và (2) chúng tôi bổ sung khoản chi phí vốn đầu tư XDDB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030 vào mô hình so với mức 2.500 tỷ đồng trước đây (trong đó 330 tỷ đồng đã được giải ngân vào năm 2025). Các yếu tố này bù đắp cho (3) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027. Trong kịch bản cao, chúng tôi giảm giá mục tiêu 12,5%, xuống 55.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 8% so với kịch bản cơ sở.

Trong kịch bản cơ sở, định giá của DCM ở mức hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 là 7,7 lần, thấp hơn 34% so với mức P/E trung bình 5 năm.

Trong phân tích kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm 10,3% giá mục tiêu của DPM xuống 28.000 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, do giá cổ phiếu đã giảm 14% trong hai tháng gần đây. Giá mục tiêu thấp hơn do chúng tôi hạ 12% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/ -22%/ -23%/ -15%/ -6% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30). Yếu tố này đã bù đắp cho tác động tích cực từ việc

cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027. Trong phân tích kịch bản cao, chúng tôi giảm 12,3% giá mục tiêu của DPM xuống 31.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 13% so với kịch bản cơ sở.

Trong kịch bản cơ sở, định giá của DPM đã phản ánh đầy đủ, với mức P/E dự phóng 2026/27 lần lượt là 11,3/15,4 lần so với mức trung bình 5 năm là 14,8 lần.

Rủi ro: ASP urê thấp hơn kỳ vọng, chi phí khí cao hơn dự kiến.

Chúng tôi ưu tiên cổ phiếu DCM hơn DPM do P/E dự phóng năm 2026 của DCM là 7,7 lần, thấp hơn so với mức 11,3 lần của DPM. DCM cũng có tỷ trọng xuất khẩu cao hơn, giúp tận dụng đà tăng mạnh của giá urê quốc tế.

Hình 1: Các công ty phân bón – Dữ liệu chính (Kịch bản cơ sở)

Mã	Khuyến nghị	GTVH triệu USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB30N, tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DCM	MUA	854	75,6	49,0	333	6,3	42.250	51.000	5/22/26	20,7	5,9	26,6
DPM	PHTT	695	59,6	50,0	313	4,5	26.850	28.000	5/22/26	4,3	5,6	9,9

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 20/5/2026)

Hình 2: Định giá tóm tắt (dựa trên lợi nhuận báo cáo, kịch bản cơ sở)

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt x	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất %
DCM	42.250	38,0	61,3	-16,6	9,8	12,4	7,7	9,2	4,0	26,7	1,9	-53,3
DPM	26.850	99,6	81,8	-26,9	14,4	20,5	11,3	15,4	4,6	16,2	1,5	-42,0

Nguồn: FiinPro, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 20/5/2026)

Tóm tắt các thay đổi dự báo (kịch bản cơ sở)

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

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	10.889	13.166	11.841	11.899	12.249	12.599	12.351
- Dự báo trước đây		12.368	11.965	12.331	12.575	12.697	12.387
- Thay đổi		6%	-1%	-3%	-3%	-1%	0%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	1.074	1.952	1.426	1.592	2.075	2.381	9.426
- Dự báo trước đây		1.820	1.830	2.063	2.440	2.523	10.676
- Thay đổi		7%	-22%	-23%	-15%	-6%	-12%

Nguồn: DPM, Vietcap

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

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	10.747	12.995	11.294	11.611	11.810	12.014	11.945
- Dự báo trước đây		12.331	11.828	12.140	12.353	12.572	12.245
- Thay đổi		5%	-5%	-4%	-4%	-4%	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	1.960	3.160	2.637	2.764	3.039	3.358	14.958
- Dự báo trước đây		3.033	2.989	2.851	3.123	3.394	15.389
- Thay đổi		4%	-12%	-3%	-3%	-1%	-3%

Nguồn: DCM, Vietcap

Tóm tắt các thay đổi dự báo (kịch bản cao)

Hình 5: Dự báo giá bán urê trung bình và lợi nhuận ròng của DPM

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	10.889	15.560	13.769	11.899	12.249	12.599	13.215
- Dự báo trước đây		14.842	13.826	12.605	12.854	12.979	13.421
- Thay đổi		5%	0%	-6%	-5%	-3%	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	1.074	2.712	2.296	1.620	2.153	2.461	11.242
- Dự báo trước đây		2.577	2.632	2.236	2.676	2.774	12.895
- Thay đổi		5%	-13%	-28%	-20%	-11%	-13%

Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 6: Dự báo giá bán urê trung bình và lợi nhuận ròng của DCM

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá bán urê trung bình (đồng/kg)							Trung bình
- Dự báo mới	10.747	16.045	12.338	11.784	11.987	12.197	12.870
- Dự báo trước đây		14.819	13.584	12.393	12.536	12.608	13.188
- Thay đổi		8%	-9%	-5%	-4%	-3%	-2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng cộng
- Dự báo mới	1.960	3.785	2.931	3.105	3.408	3.758	16.987
- Dự báo trước đây		3.435	3.542	3.217	3.497	3.727	17.418
- Thay đổi		10%	-17%	-3%	-3%	1%	-2%

Nguồn: DCM, Vietcap

Cập nhật ngành

Thị trường urê toàn cầu

Điều chỉnh tăng dự báo giá urê Trung Đông năm 2026

Trong 5T 2026, giá urê tại Trung Đông đạt mức trung bình 652 USD/tấn (+64% YoY), tương đương khoảng 130% so với giá định kịch bản cơ sở trước đây của chúng tôi là 500 USD/tấn. Giá urê đạt đỉnh ở mức 908 USD/tấn vào nửa cuối tháng 4, mức cao nhất kể từ năm 2023 (thấp hơn khoảng 10% so với mức đỉnh trong giai đoạn xung đột Nga-Ukraine), với giá trúng thầu tại Ấn Độ cũng đạt mức tương tự. Hiện tại, giá urê đã hạ nhiệt xuống còn khoảng 755 USD/tấn (vẫn cao hơn +54% so với mức trước xung đột) do (1) gia tăng sự đồng thuận về khả năng xung đột hạ nhiệt, (2) mùa cao điểm nhu cầu tháng 4 của Ấn Độ đã qua, và (3) nhu cầu yếu từ Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc và một số quốc gia EU; tuy nhiên, nguồn cung thực tế từ Trung Đông vẫn trong tình trạng thắt chặt.

Trong Báo cáo Cập nhật này, đối với phân tích kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng dự báo ASP năm 2026 thêm 10% lên mức 550 USD/tấn nhờ (1) giá 5T 2026 cao hơn dự kiến, (2) chi phí khí và than đầu vào cao hơn dự kiến, (3) quan điểm của ban lãnh đạo DCM rằng Nga có thể cần từ 6-8 tháng để khôi phục hoàn toàn sản lượng urê sau các lệnh hạn chế xuất khẩu hồi tháng 4, trong khi một số nhà máy tại Trung Đông chỉ có thể phục hồi vào cuối năm 2026, và (4) kỳ vọng từ DPM và DCM về triển vọng ASP năm 2026 tích cực, với mức giá tối thiểu đạt 500 USD/tấn vào cuối năm 2026.

+ Trong 5T 2026: Giá dầu FO đạt trung bình 557 USD/tấn (+24% YoY), giá than Úc đạt trung bình 119 USD/tấn (+12% YoY), và giá khí LNG đạt trung bình 15 USD/MMBTU (+13% YoY). Trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5/2026, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo giá dầu FO/than/LNG cho năm 2026 tương ứng.

+ Giá gạo tăng cùng với hoạt động gia tăng tích trữ kho chiến lược trong giai đoạn gần đây (tại Việt Nam và trên toàn cầu) đang cải thiện khả năng chi trả của nông dân, qua đó hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ phân bón.

+ Ngược lại, các nguồn tin trong ngành kỳ vọng Trung Quốc có thể khôi phục hoạt động xuất khẩu trong quý 3 với các hạn ngạch chính thức có thể được ban hành vào cuối tháng 5. Lượng urê xuất khẩu năm 2025 của Trung Quốc đã quay trở lại mức bình thường.

Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo triển vọng giai đoạn 2027-2030

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo ASP giai đoạn 2027-2030 trung bình 4% do tác động tích cực từ các lệnh áp thuế của EU đối với phân bón nhập khẩu từ Nga/Belarus thấp hơn dự kiến, theo ghi nhận từ DPM và DCM.

+ Ban lãnh đạo của DPM và DCM đều kỳ vọng tác động từ việc áp thuế theo lộ trình đối với phân bón Nga trong vài năm tới là không đáng kể, bao gồm biện pháp áp thuế riêng biệt dựa trên xuất xứ có hiệu lực từ ngày 1/7/2025, theo đó thuế của EU đối với phân bón Nga sẽ tăng từ 6,5% lên gần 100% vào năm 2028. Diễn biến này đã tạo ra cú sốc nguồn cung tại EU vào giữa năm 2025 và đẩy giá urê quốc tế tăng mạnh. Tuy nhiên, gần đây, trong khi EU đã chuyển sang các nhà cung cấp có chi phí cao hơn, khiến giá urê tại khu vực này duy trì ở mức cao, thì giá tại các khu vực khác lại chịu áp lực giảm, do Nga chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường ngoài EU, làm gia tăng nguồn cung tại các khu vực này. Nhìn chung, tác động lên giá urê toàn cầu là khá hạn chế, trái với kỳ vọng về tác động tích cực trước đó của chúng tôi.

+ Dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2027-2030 của chúng tôi ở mức 430 USD/tấn, vẫn cao hơn 20% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2025, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về CAGR của nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tác động tích cực từ cơ chế CBAM kể từ năm 2027 và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

+ Ban lãnh đạo DCM cho biết Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) – khoản phí áp lên các nhà nhập khẩu phân bón của EU nhằm đảm bảo urê sản xuất ngoài EU chịu cơ chế tương đương

với urê sản xuất tại EU (vốn trước đó dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2026) đã được lùi sang năm 2027. Một phần nguyên nhân là do giá urê hiện đang ở mức cao. Cụ thể, theo DPM, chi phí nhập khẩu dựa trên phát thải có thể làm tăng chi phí phân bón nhập khẩu cập cảng tại EU lên thêm 20-120 USD/tấn.

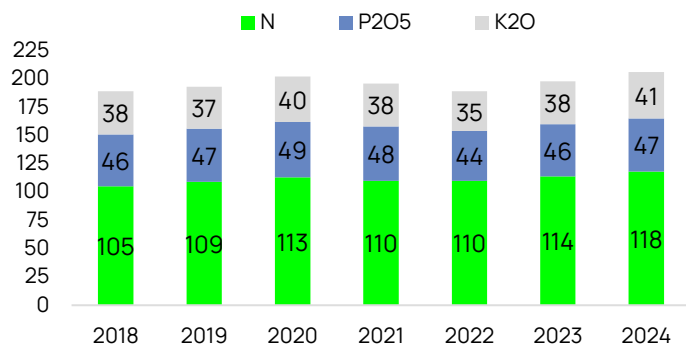
Hình 7: Chi phí CBAM

Năm	Chi phí CBAM (USD/tấn hàng hóa)
2027	69
2028	80
2029	101
2030	137

Nguồn: Các doanh nghiệp trong ngành

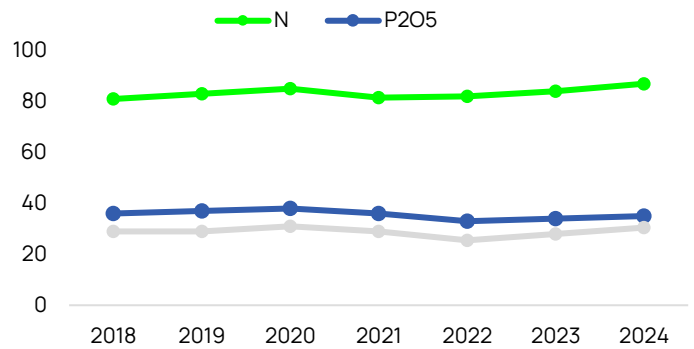
Bloomberg dự báo CAGR của nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 đạt 2,4%, tăng từ 188 triệu tấn/năm (MTPA) năm 2024 lên 217 MTPA vào năm 2030. Xu hướng này sẽ được hỗ trợ bởi tốc độ mở rộng công suất urê toàn cầu ở mức biên với CAGR đạt 0,8%, cùng với hiệu suất hoạt động cao hơn, tăng từ 77% năm 2024 lên 84% vào năm 2030.

Hình 8: Nhu cầu sử dụng nitơ toàn cầu đạt mức cao kỷ lục vào năm 2024 (triệu tấn dinh dưỡng)



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

Hình 9: Tỷ lệ bón nitơ trung bình trên toàn cầu đạt mức kỷ lục vào năm 2024 (kg/ha diện tích thu hoạch)



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

Chúng tôi điều chỉnh các giả định giá urê Trung Đông giai đoạn 2026-30 và đưa ra kịch bản cơ sở và kịch bản cao.

Hình 10: Dự báo giá urê Trung Đông của Vietcap (USD/tấn)

	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Kịch bản cơ sở							Trung bình
- Dự báo mới	422	550	430	430	430	430	454
- Dự báo trước đây	422	500	450	450	450	450	460
- Thay đổi		10%	-4%	-4%	-4%	-4%	-1%
Kịch bản cao							Trung bình
- Dự báo mới	422	650	500	430	430	430	488
- Dự báo trước đây	422	600	520	460	460	460	500
- Thay đổi		8%	-4%	-7%	-7%	-7%	-2%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi áp dụng các dự báo mới nhất về giá dầu Brent, giá dầu FO và triển vọng giá khí LNG quốc tế từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5 của chúng tôi.

Tính đến ngày 29/4/2026, dự báo đồng thuận từ CME đối với giá khí LNG tại châu Á lần lượt được điều chỉnh ở mức 0%/+23%/+20%/+13%/+17% cho các năm 2026/27/28/29/30 so với mức đồng thuận ngày 5/3/2026.

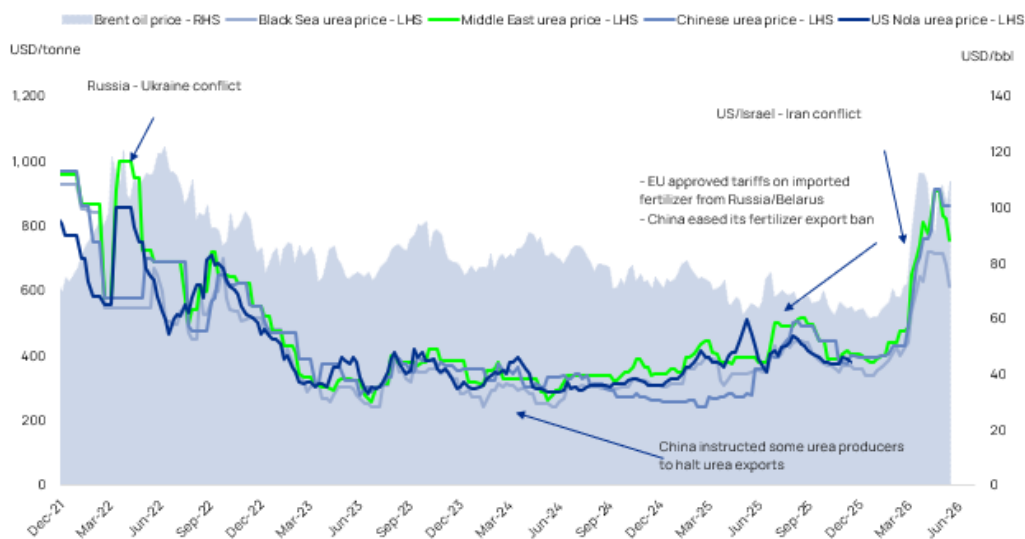
Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh tăng dự báo giá giai đoạn 2027-2030 phản ánh sự dịch chuyển từ cú sốc giá do địa chính trị trong ngắn hạn sang tình trạng gián đoạn nguồn cung trong trung hạn. Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) ước tính tổng lượng nguồn cung LNG bị thiếu hụt lũy kế đạt khoảng 120 tỷ mét khối (bcm) trong giai đoạn 2026-2030, tương đương khoảng 24 bcm/năm (khoảng 4% sản lượng thương mại LNG toàn cầu năm 2025), do thiệt hại vật chất đối với hạ tầng LNG hiện hữu tại Qatar cũng như sự chậm trễ của các dự án hóa lỏng khí mới.

Hình 11: Dự báo giá trung bình dầu FO (USD/tấn) và dầu Brent (USD/thùng)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi trung bình 2026-30F
Dự báo giá dầu FO trước đây của Vietcap (USD/tấn) - kịch bản cơ sở	432	400	392	380	371	
Dự báo giá dầu Brent trước đây của Vietcap (USD/thùng) - kịch bản cơ sở	70	70	70	70	70	
Kịch bản cơ sở mới						
Giá FO dự phóng mới	491	445	419	396	378	
Giá mới so với giá cũ	14%	11%	7%	4%	2%	8%
Giá dầu Brent dự phóng mới	75	70	70	70	70	
Giá mới so với giá cũ	7%	0%	0%	0%	0%	1%
Kịch bản cao mới						
Giá FO dự phóng mới	622	508	419	396	378	
Giá mới so với giá cũ	12%	11%	7%	4%	2%	8%
Giá dầu Brent dự phóng mới	95	80	70	70	70	
Giá mới so với giá cũ	6%	0%	0%	0%	0%	1%

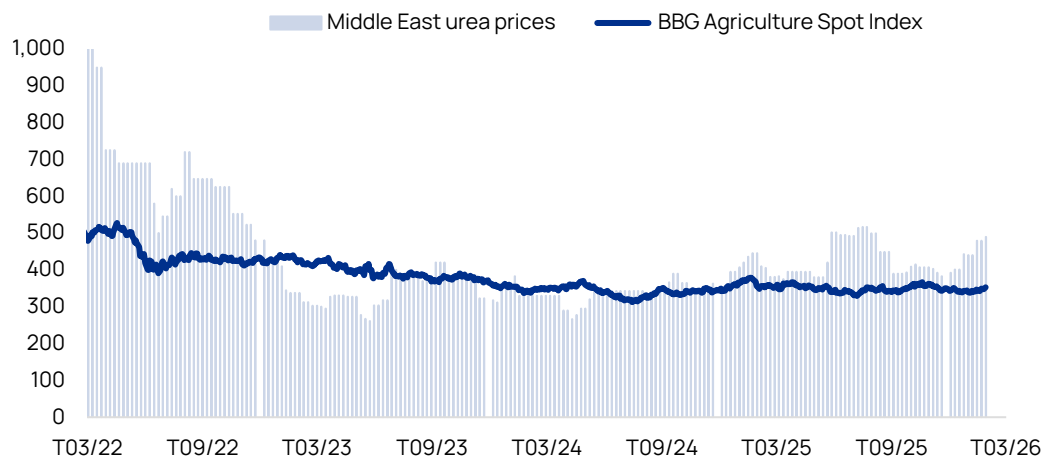
Nguồn: Vietcap

Hình 12: Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá urê là dữ liệu hàng tuần và tính đến ngày 21/5/2026)

Hình 13: Giá urê Trung Đông (USD/tấn) so với chỉ số giá Nông sản BBG (điểm)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số giá Nông sản BBG bao gồm các chỉ số tương lai của đậu tương, ngô, lúa mì, cà phê, đường và bông, dữ liệu tính đến ngày 21/5/2026)

Thị trường urê trong nước: Điều chỉnh tăng dự báo ASP urê năm 2026, đồng thời hạ triển vọng giai đoạn 2027-2030

Theo DPM, trong năm 2025, nhu cầu phân bón trong nước giảm 3,6% YoY, chủ yếu do giá gạo thấp hơn và giá phân bón cao hơn.

Vào tháng 2/2026, DPM kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ phục hồi đáng kể trong năm 2026. Tổng nhu cầu urê trong nước dự kiến tăng 8-9% YoY, nhờ (1) nhu cầu ngành nông nghiệp tăng 9-16% YoY, phản ánh một phần nhu cầu urê tăng mạnh bất thường cho hoạt động sản xuất NPK, đặc biệt là cho thị trường Campuchia, (2) nhu cầu ngành công nghiệp tăng 3-6% YoY, và (3) mức nền thấp của năm 2025.

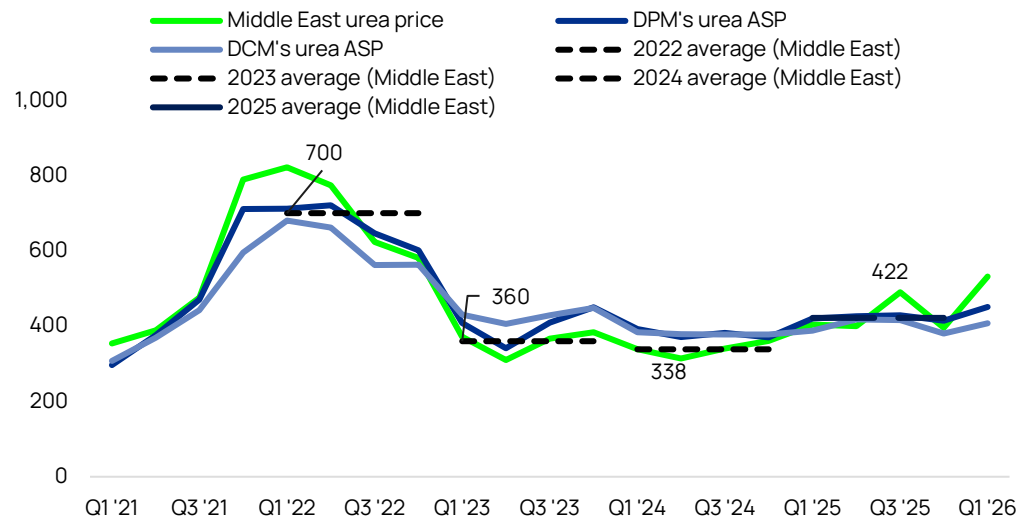
Theo các doanh nghiệp trong ngành, các cập nhật gần đây cho thấy nhu cầu urê trong nước năm 2026 có thể sẽ đi ngang YoY trong kịch bản cơ sở và giảm nhẹ YoY trong kịch bản cao, do giá urê ở mức cao và khả năng xuất hiện hiện tượng El Nino vào cuối năm 2026.

Trong Báo cáo Cập nhật Ngành này, đối với cả kịch bản cơ sở và kịch bản cao, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo ASP urê trung bình giai đoạn 2026-2030 như sau:

- Đối với DCM: Lần lượt giảm 2%/2%. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo ASP urê năm 2026 của DCM thêm 5%/8% trong kịch bản cơ sở/kịch bản cao nhờ ASP ước tính trong 5 tháng đầu năm từ cả thị trường trong nước và xuất khẩu đều cao hơn kỳ vọng.
- Đối với DPM: Lần lượt giảm 0%/2%.

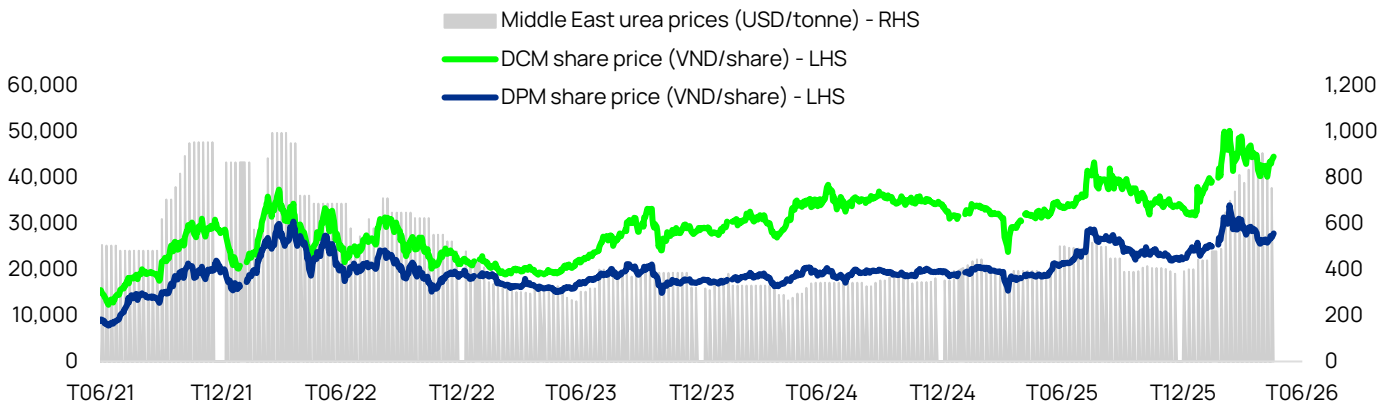
Việc điều chỉnh này tương ứng với các mức giảm lần lượt 2%/2% trong dự báo ASP urê tại Trung Đông đối với kịch bản cơ sở/kịch bản cao của chúng tôi.

Hình 14: Giá urê Trung Đông và giá urê trong nước (USD/tấn)



Nguồn: Vietcap, Các doanh nghiệp trong ngành

Hình 15: Giá cổ phiếu DPM và DCM so với giá urê Trung Đông trung bình



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 21/5/2026)

Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)

PHTT +9,9%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	25/05/2026
Giá hiện tại	26.850 VND
Giá mục tiêu	28.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	31.200 VND
TL tăng	4,3%
Lợi suất cổ tức	5,6%
Tổng mức sinh lời	+9,9%
GT vốn hóa	18,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	118,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	59,6%
SL cổ phiếu lưu hành	680 tr
Pha loãng	680 tr

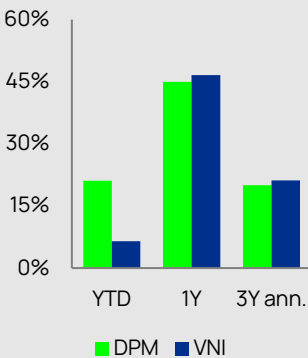
	DPM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	14,4x	16,7x	15,6x
P/B	1,5x	1,9x	2,2x
ROE	10,8%	18,5%	15,1%
ROA	7,0%	8,1%	2,2%

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

Tổng quan Công ty

DPM là nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy urê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên cao cấp

Đình Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.488	20.097	20.467
% YoY	22,7%	23,7%	-1,9%	1,8%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.074	1.952	1.426	1.592
% YoY	99,6%	81,8%	-26,9%	11,6%
EPS	99,6%	81,8%	-26,9%	11,6%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	1.500	1.500	1.500	1.500
Lợi suất cổ tức	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Biên LN gộp	17,7%	22,2%	18,4%	18,9%
ROE	9,5%	16,2%	11,2%	12,0%
Nợ vay ròng/VCSH	-42,0%	-52,7%	-54,0%	-56,0%
P/E	20,5x	11,3x	15,4x	13,8x
P/B	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x
EV/EBITDA	9,6x	4,6x	6,2x	5,4x

Đà tăng giá bán trung bình urê thúc đẩy tăng trưởng LNST dự phóng năm 2026

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm 10,3% giá mục tiêu đối với DPM xuống 28.000 đồng/cổ phiếu, nhưng duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu đã giảm 14% trong hai tháng gần đây. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do chúng tôi hạ 12% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/-22%/-23%/-15%/-6% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30). Yếu tố này đã bù đắp cho tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027. Trong kịch bản cao, chúng tôi điều chỉnh giảm 12,3% giá mục tiêu cho DPM xuống 31.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 13% so với kịch bản cơ sở.
- Trong kịch bản cơ sở, các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 chủ yếu do giá khí đầu vào tăng trung bình 3% trong giai đoạn này, qua đó phản ánh mức tăng trung bình 8% của giá dầu FO, trong khi giá bán trung bình (ASP) của urê không thay đổi (0%).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tiếp tục tăng lên mức 2 nghìn tỷ đồng (+82% YoY), nhờ (1) lợi nhuận mảng urê tăng 82% YoY (giá ASP tăng 21% YoY và sản lượng tăng 3% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 78% YoY (ASP tăng 1% YoY và hiệu suất hoạt động cao hơn), (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm, và (4) lượng hàng tồn kho chi phí thấp. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 8% YoY của giá khí đầu vào.
- DPM sở hữu lượng tiền mặt ròng đạt 5,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 50% tính đến cuối quý 1/2026, qua đó hỗ trợ cho mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt 1.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức khoảng 5,6%) cho giai đoạn 2026-2028.
- Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, định giá của DPM đã phản ánh đầy đủ, với mức P/E dự phóng 2026/27 lần lượt là 11,3/15,4 lần so với mức trung bình 5 năm là 14,8 lần.
- Rủi ro:** ASP thấp hơn kỳ vọng, giá dầu FO/giá khí trong nước cao hơn, hoặc tỷ trọng đóng góp từ các mỏ khí có chi phí cao lớn hơn so với dự báo.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/+5%/+3%/+1%/+1% cho các năm 2026/27/28/29/30), sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng 8% dự báo giá dầu FO trung bình giai đoạn 2026-2030 trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5. Giá khí đầu vào của DPM được xây dựng trên cơ sở 50% giá dầu FO và 50% giá cước phí.

Triển vọng quý 2 tích cực: Ban lãnh đạo đặc biệt mục tiêu sản lượng tiêu thụ urê trong quý 2 đạt 260 nghìn tấn (-1% YoY), trong đó xuất khẩu chiếm 38% tổng sản lượng tiêu thụ urê, tăng mạnh so với mức 21% trong quý 1. Kết hợp với ASP của urê trong quý 2 dự kiến đạt mức 700-900 USD/tấn, điều này cho thấy triển vọng lợi nhuận quý 2 rất tích cực. Hàng tồn kho cuối quý 1/2026 ở mức cao, đạt 3,1 nghìn tỷ đồng (-11% QoQ, +45% YoY), qua đó cho thấy một phần hàng tồn kho chi phí thấp từ cuối năm 2025 đã được tiêu thụ trong quý 1/2026.

Trong phân tích kịch bản cao, chúng tôi điều chỉnh giảm 12,3% giá mục tiêu của DPM xuống còn 31.500 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +5%/-13%/-28%/-20%/-11% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30). Diễn biến này chủ yếu đến từ (1) giá khí đầu vào giai đoạn 2026-2030 tăng trung bình 4%, qua đó phản ánh mức tăng trung bình 8% của giá dầu FO, và (2) ASP urê trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2% (sau khi điều chỉnh giảm giả định ASP tại Trung Đông 2%). Kịch bản này phản ánh khả năng xung đột tiếp tục leo thang, đẩy giá dầu Brent trung bình năm 2026 lên mức 95 USD/thùng (+40% YoY) và giá urê Trung Đông lên mức 650 USD/tấn (+54% YoY). Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (gấp 2,5 lần YoY), thấp hơn khoảng 51% so với mức đỉnh năm 2022 do giá khí tăng khoảng 34% trong khi ASP urê ở mức tương đương.

Triển vọng năm 2026: Động lực từ ASP urê thúc đẩy LNST tăng trưởng tích cực

Hình 16: Dự báo năm 2026

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	75	10%	7%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	491	18%	14%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT	10,4	11,3	8%	7%	(b) Giá cước phí và giá dầu FO lần lượt chiếm 50%/50% trong chi phí khí đầu vào.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.889	13.166	21%	6%	(b) Được thúc đẩy bởi dự báo giá urê tại Trung Đông cao hơn 10% của chúng tôi, cùng với ghi nhận về đà tăng của ASP trong nước.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	11.615	1%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	824	850	3%	0%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	184	200	9%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng thị phần tiếp tục được cải thiện nhờ thay thế các sản phẩm hàng giả/hàng nhái.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	61	50	-18%	0%	
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	16.564	20.488	24%	4%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu mảng urê/NPK/thương mại tăng lần lượt +25%/+10%/+35% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng ASP urê thêm 6%. Quý 1: Doanh thu đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (+36% YoY, hoàn thành khoảng 29% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-13.626	-15.946	17%	3%	
Lợi nhuận gộp	2.939	4.542	55%	7%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.017	-1.225	21%	8%	
Chi phí G&A	-912	-1.149	26%	3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.010	2.167	115%	8%	
Thu nhập tài chính	487	390	-20%	-1%	
Chi phí tài chính	-165	-160	-3%	1%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18	0	N.M.	N.M.	
LNTT	1.353	2.400	77%	7%	
LNST	1.096	1.992	82%	7%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.074	1.952	82%	7%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) LNST mảng urê tăng 82% YoY (ASP tăng 21% YoY và sản lượng tăng 3% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 78% YoY (ASP tăng 1% YoY và hiệu suất hoạt động cao hơn), (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm, và (4) lượng hàng tồn kho chi phí thấp. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 8% YoY của giá khí đầu vào. (b) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST mảng urê cao hơn 6% của chúng tôi. Quý 1: LNST sau lợi ích CĐTS đạt 402 tỷ đồng (+96% YoY, hoàn thành khoảng 22% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	1.409	2.566	82%	7%	
Biên lợi nhuận			Δ điểm %	Δ điểm %	
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	22,2%	4,4 điểm %	0,7 điểm %	(b) ASP urê cao hơn 6% phần nào bù đắp cho giá khí đầu vào cao hơn 7%.

Nguồn: DPM, Vietcap

Định giá

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

Kịch bản cơ sở:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 10,3% giá mục tiêu đối với DPM xuống 28.000 đồng/cổ phiếu, nhưng duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** do giá cổ phiếu đã giảm 14% trong hai tháng gần đây. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do chúng tôi hạ 12% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/-22%/-23%/-15%/-6% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30). Yếu tố này đã bù đắp cho tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027.
- Các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/-22%/-23%/-15%/-6% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do giá khí đầu vào tăng trung bình 3% trong giai đoạn 2026-2030, qua đó phản ánh mức tăng trung bình 8% của giá dầu FO, trong khi ASP của urê không thay đổi (0%).

Kịch bản cao:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12,3% giá mục tiêu của DPM xuống còn 31.500 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +5%/-13%/-28%/-20%/-11% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30).
- Các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030F chủ yếu do (1) giá khí đầu vào giai đoạn 2026-2030 tăng trung bình 4%, qua đó phản ánh mức tăng trung bình 8% của giá dầu FO, và (2) ASP urê trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2% (sau khi giảm giả định ASP tại Trung Đông 2%).

Hình 17: Tóm tắt định giá đối với kịch bản cơ sở

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	28.000
P/E năm 2025 theo giá mục tiêu (x)	21,4
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (x)	11,8
EV/EBITDA năm 2025 theo giá mục tiêu (x)	10,2
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (x)	4,9

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 18: Giả định và định giá CKDT trong kịch bản cơ sở

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	2.167	1.450	1.633	2.193	2.516
- Thuế	-368	-246	-278	-373	-428
+ Chiết khấu	400	400	400	400	400
- Vốn XDCB	-200	-200	-200	-200	-900
- Tăng vốn lưu động	576	-239	-197	-168	-146
Dòng tiền tự do (DTTD)	2.574	1.164	1.357	1.851	1.442
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	2.425	973	1.006	1.218	842
Tổng GTHT của DTTD	2.425	3.397	4.403	5.621	6.463

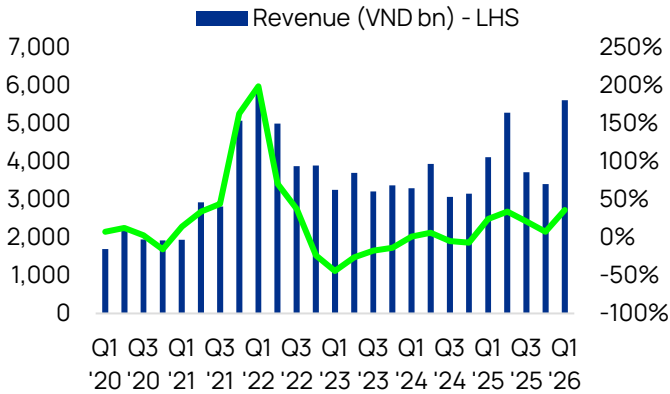
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,7	12,7

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	6.463
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2%)	8.014
GTHT của DTTD và GTC	14.477
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	9.003
Trừ: Nợ vay	4.164
Trừ: Lợi ích CĐTS	180
Giá trị vốn sở hữu	19.015
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	680
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	28.000

Nguồn: Vietcap

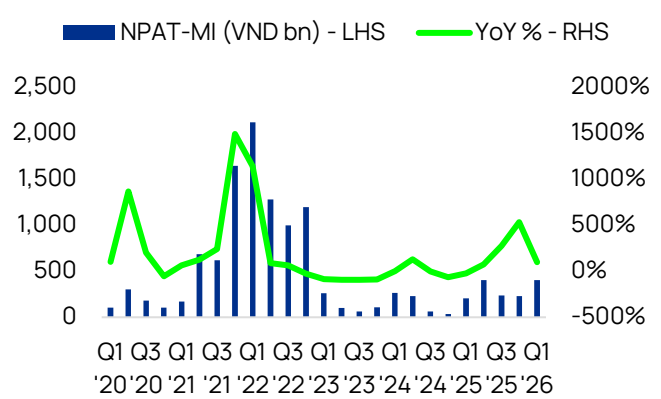
KQKD theo quý

Hình 19: Doanh thu hàng quý của DPM



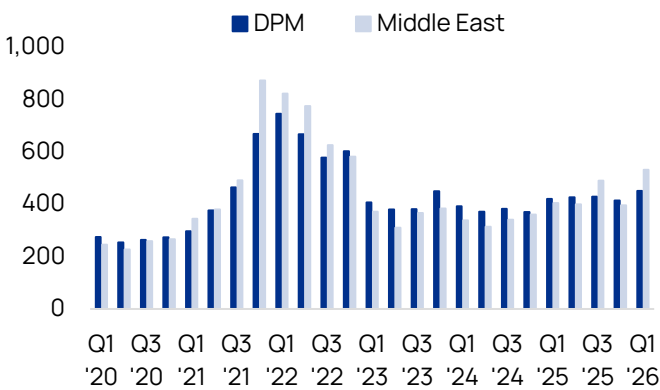
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 20: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý của DPM



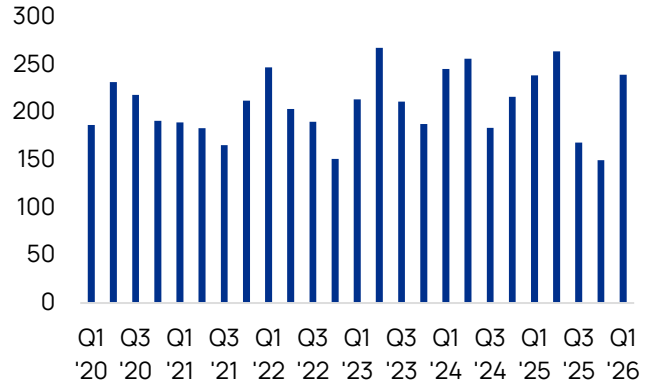
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 21: Giá bán urê trung bình của DPM so với Trung Đông (USD/tấn)



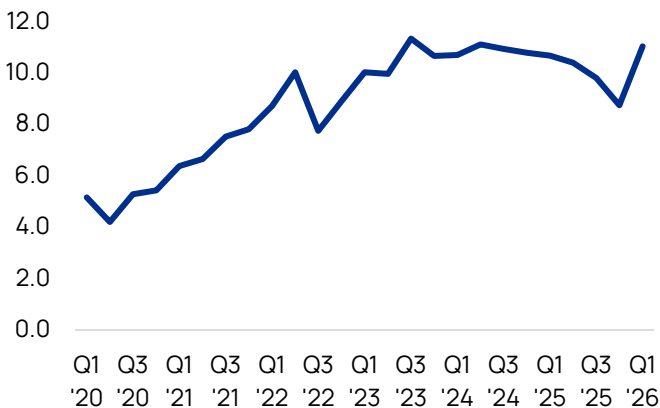
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 22: Sản lượng bán urê của DPM (nghìn tấn)



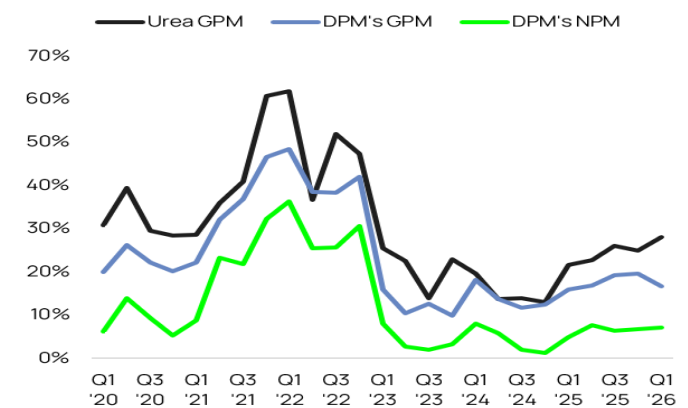
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 23: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 24: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp của DPM, và biên lợi nhuận ròng (%)



Nguồn: DPM, Vietcap

DPM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.488	20.097	20.467
Giá vốn hàng bán	-13.626	-15.946	-16.405	-16.594
Lợi nhuận gộp	2.939	4.542	3.693	3.873
Chi phí bán hàng	-1.017	-1.225	-1.133	-1.113
Chi phí quản lí DN	-912	-1.149	-1.110	-1.128
LN từ HĐKD	1.010	2.167	1.450	1.633
Thu nhập tài chính	487	390	460	481
Chi phí tài chính	-165	-160	-159	-160
- trong đó, chi phí lãi vay	-142	-129	-129	-129
Lợi nhuận từ công ty LDLC	3	3	3	3
Lợi nhuận/(chi phí) khác	18	0	0	0
LNTT	1.353	2.400	1.753	1.957
Thuế TNDN	-258	-408	-298	-333
LNST trước CĐTS	1.096	1.992	1.455	1.624
Lợi ích CĐ thiểu số	-22	-40	-29	-32
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.074	1.952	1.426	1.592
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.074	1.952	1.426	1.592
EBITDA	1.409	2.566	1.849	2.032
EPS báo cáo, VND	1.310	2.383	1.741	1.943
EPS cốt lõi, VND	1.310	2.383	1.741	1.943
EPS pha loãng, VND	1.310	2.383	1.741	1.943
DPS, VND	1.500	1.500	1.500	1.500
DPS/EPS (%)	114%	63%	86%	77%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	22,7%	23,7%	-1,9%	1,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	182,0%	114,6%	-33,1%	12,6%
Tăng trưởng LNTT	102,2%	77,4%	-26,9%	11,6%
Tăng trưởng EPS	99,6%	81,8%	-26,9%	11,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	17,7%	22,2%	18,4%	18,9%
Biên LN từ HĐ %	6,1%	10,6%	7,2%	8,0%
Biên EBITDA %	8,5%	12,5%	9,2%	9,9%
Biên LNST sau CĐTS %	6,5%	9,5%	7,1%	7,8%
ROE	9,5%	16,2%	11,2%	12,0%
ROA	6,3%	10,7%	7,5%	8,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	69,2	69,2	68,0	66,0
Số ngày phải thu	32,5	32,5	32,5	32,5
Số ngày phải trả	18,2	18,2	18,2	18,2
TG luân chuyển tiền	83,4	83,4	82,2	80,2
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,6	2,8	3,0
CS thanh toán nhanh	1,8	2,1	2,2	2,4
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,5	0,6	0,7
Nợ/Tài sản	23,4%	22,1%	21,9%	21,5%
Nợ/Vốn	26,5%	25,0%	24,3%	23,5%
Nợ/Vốn CSH	-42,0%	-52,7%	-54,0%	-56,0%
Khả năng thanh toán lãi	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.168	2.916	3.312	3.918
Đầu tư TC ngắn hạn	7.835	7.835	7.835	7.835
Các khoản phải thu	1.390	1.301	1.267	1.299
Hàng tồn kho	3.434	3.022	3.056	3.001
TS ngắn hạn khác	683	683	683	683
Tổng TS ngắn hạn	14.510	15.758	16.152	16.736
TS dài hạn (gộp)	13.233	13.433	13.633	13.833
- Khấu hao lũy kế	-10.599	-10.998	-11.398	-11.798
TS dài hạn (ròng)	2.634	2.434	2.235	2.035
Đầu tư TC dài hạn	285	285	285	285
TS dài hạn khác	348	348	348	348
Tổng TS dài hạn	3.267	3.067	2.868	2.668
Tổng Tài sản	17.778	18.826	19.021	19.405
Phải trả ngắn hạn	671	797	820	829
Nợ ngắn hạn	4.164	4.164	4.164	4.164
Nợ ngắn hạn khác	1.193	1.143	880	651
Tổng nợ ngắn hạn	6.028	6.104	5.864	5.644
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	215	215	215	215
Tổng nợ	6.244	6.320	6.080	5.860
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	6.800	6.800	6.800	6.800
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.532	5.464	5.870	6.442
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	180	220	249	282
Vốn chủ sở hữu	11.533	12.505	12.940	13.544
Tổng cộng nguồn vốn	17.778	18.826	19.021	19.405
CP lưu hành cuối năm (tr)	680	680	680	680

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.005	1.168	2.916	3.312
Thu nhập ròng	1.074	1.952	1.426	1.592
Khấu hao	351	400	400	400
Thay đổi vốn lưu động	-2.668	576	-239	-197
Điều chỉnh khác	-828	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-2.072	2.928	1.587	1.794
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-127	-200	-200	-200
Đầu tư, ròng	2.208	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	2.081	-200	-200	-200
Cổ tức đã trả	-587	-1.020	-1.020	-1.020
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	742	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	3	40	29	32
Tiền từ hoạt động TC	155	-980	-991	-988
Tổng lưu chuyển tiền tệ	164	1.748	396	606
Tiền cuối năm	1.168	2.916	3.312	3.918

Nguồn: DPM, Vietcap

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)
MUA +26,6%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	25/05/2026
Giá hiện tại	42.250 VND
Giá mục tiêu	51.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	57.600 VND
TL tăng	+20,7%
Lợi suất cổ tức	5,9%
Tổng mức sinh lời	+26,6%

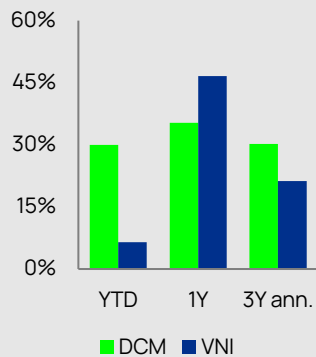
GT vốn hóa	22,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	8,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	165,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	75,6%
SL cổ phiếu lưu hành	530 tr
Pha loãng	530 tr

	DCM	Peers*	VNI
P/E (trượt)	9,8x	16,7x	15,6x
P/B	1,9x	1,9x	2,2x
ROE	19,9%	18,5%	15,1%
ROA	12,2%	8,1%	2,2%

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

Tổng quan Công ty

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

Diễn biến giá cổ phiếu


Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	19.550	19.428	20.820
% YoY	23,6%	17,6%	-0,6%	7,2%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.960	3.160	2.637	2.764
% YoY	38,0%	61,3%	-16,6%	4,8%
EPS	38,0%	61,3%	-16,6%	4,8%
Cổ tức (đồng)	2.000	2.500	2.500	2.500
Lợi suất cổ tức	4,7%	5,9%	5,9%	5,9%
Biên LN gộp	24,3%	27,2%	22,8%	22,0%
ROE	18,7%	26,7%	19,4%	18,5%
Nợ vay ròng/VCSH	-49,9%	-60,9%	-65,5%	-60,0%
P/E	12,4x	7,7x	9,2x	8,8x
P/B	2,1x	1,7x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	7,6x	4,0x	4,4x	4,3x

LNST dự phóng năm 2026 tăng mạnh nhờ diễn biến ASP urê tích cực

- Trong phân tích kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm 11,5% giá mục tiêu cho DCM xuống 51.000 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA, do giá cổ phiếu đã giảm 15% trong hai tháng gần đây. Giá mục tiêu thấp hơn do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS (NPAT-MI) giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2,8% và (2) chúng tôi đưa khoản chi phí vốn đầu tư XDCB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030 vào mô hình so với mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây. Các yếu tố này bù đắp cho (3) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027. Trong kịch bản cao, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 12,5% 55.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 8% so với kịch bản cơ sở.
- Trong kịch bản cơ sở, các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +4%/ -12%/ -3%/ -3%/ -1% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do ASP urê trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2% (sau khi giảm giá định ASP tại Trung Đông 2%). Yếu tố này đã bù đắp cho mức chi phí khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 1%.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 tăng 61% YoY, nhờ (1) LNST mảng urê tăng 56% YoY (ASP tăng 21% YoY bù đắp cho mức tăng 12% YoY của giá khí), (2) LNST mảng NPK tăng gấp 2,5 lần YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm, và (4) lượng hàng tồn kho chi phí thấp.
- Định giá của DCM ở mức tương đối hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 là 7,7 lần, thấp hơn 34% so với mức P/E trung bình 5 năm.
- Rủi ro:** ASP urê thấp hơn kỳ vọng, chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến, và tỷ trọng đóng góp từ các nguồn khí chi phí cao của Petronas tăng.

Hàng tồn kho vẫn duy trì ở mức cao vào cuối quý 1/2026, đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (-3% QoQ, +45% YoY), trong đó DCM cho biết công ty đã ghi nhận khoảng 1/3 lượng hàng tồn kho chi phí thấp từ cuối năm 2025 vào quý 1/2026, qua đó cho thấy phần hàng tồn kho chi phí thấp còn lại sẽ được chuyển tiếp sang quý 2.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo ASP cấp urê trung bình giai đoạn 2026-2030 2% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +5%/ -5%/ -4%/ -4%/ -4%), theo sau việc giảm giá định ASP tại Trung Đông 2%. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-2030 1% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +8%/ +3%/ -4%/ -5%/ -5% cho các năm 2026/27/28/29/30), do chúng tôi loại bỏ phần chi phí giá khí bổ sung 1 USD/MMBTU trong giai đoạn 2028-2030, theo giải trình từ phía ban lãnh đạo công ty về vấn đề này. Yếu tố này đã bù đắp cho mức tăng trung bình của giá dầu FO và dầu Brent lần lượt là 8% và 1% theo dự báo trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5 của chúng tôi.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2025-2030 từ mức 2,5 nghìn tỷ đồng lên mức 4,3 nghìn tỷ đồng, qua đó phản ánh danh mục dự án trọng

điểm được ban lãnh đạo công bố. Danh mục này bao gồm: (1) nhà máy và cảng Nhơn Trạch trị giá 3,4 nghìn tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2028 và giúp giảm chi phí thuê ngoài, (2) mảng hóa chất và khí công nghiệp trị giá 500 tỷ đồng, và (3) trung tâm R&D công nghệ sinh học trị giá 440 tỷ đồng. Khoản chi phí vốn đầu tư XDCB này nhằm hỗ trợ cho mục tiêu doanh thu năm 2030 của ban lãnh đạo đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025), bao gồm mảng phân bón (24 nghìn tỷ đồng), mảng công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (10 nghìn tỷ đồng), cùng mảng hóa chất và khí công nghiệp (khoảng 2 nghìn tỷ đồng).

Trong kịch bản cao, giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 2,5% và (2) chúng tôi đưa khoản chi phí vốn đầu tư XDCB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030 vào mô hình so với mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây. Các yếu tố này bù đắp cho (3) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027 (trang 22).

Triển vọng năm 2026: LNST dự phóng năm 2026 tăng mạnh nhờ diễn biến ASP urê tích cực

Hình 25: Dự báo năm 2026

	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	75	10%	7%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	491	18%	14%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi từ Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 5/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm thuế GTGT*	8,7	9,7	12%	8%	(b) Theo giá định giá dầu Brent và dầu FO cao hơn của chúng tôi.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)*	10.747	12.995	21%	5%	(b) Được thúc đẩy bởi dự báo giá urê tại Trung Đông cao hơn 10% của chúng tôi, cùng với ghi nhận về đà tăng của ASP trong nước.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)*	11.672	12.022	3%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)*	805	796	-1%	0%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)**	333	414	24%	0%	
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	16.631	19.550	18%	3%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng doanh thu từ các mảng urê/NPK/thương mại lần lượt là +20%/+25%/+10% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng ASP urê dự phóng. Quý 1: Doanh thu đạt 5,3 nghìn tỷ đồng (+55% YoY, hoàn thành khoảng 28% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-12.582	-14.230	13%	2%	
Lợi nhuận gộp	4.049	5.320	31%	4%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.176	-1.310	11%	3%	
Chi phí G&A	-968	-723	-25%	3%	(a) Do chúng tôi kỳ vọng chi phí G&A giảm YoY từ mức nền cao năm 2025, tức thời điểm chi phí này tăng gấp đôi (khoảng 500 tỷ đồng) so với năm 2024, trong đó công ty đã trích khoảng 300 tỷ đồng cho quỹ phát triển khoa học công nghệ và một quỹ liên quan khác.
Lợi nhuận từ HĐKD	1.905	3.287	73%	5%	
Thu nhập tài chính	395	392	-1%	0%	
Chi phí tài chính	-97	-115	18%	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5	5	N.M.	N.M.	
LNTT	2.207	3.569	62%	4%	
LNST	1.962	3.163	61%	4%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.960	3.160	61%	4%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 56% YoY (ASP tăng 21% YoY bù đắp cho mức tăng 12% YoY của giá khí), (2) LNST mảng NPK tăng gấp 2,5 lần YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT áp dụng trọn năm, và (4) lượng hàng tồn kho chi phí thấp. (b) Chủ yếu do dự báo LNST mảng urê của chúng tôi cao hơn 4% nhờ ASP tăng, qua đó bù đắp cho giá khí cao hơn. Quý 1: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 788 tỷ đồng (+91% YoY, hoàn thành khoảng 26% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	2.247	3.628	61%	4%	
Biên lợi nhuận					
			Δ điểm %		
Biên lợi nhuận gộp	24,3%	27,2%	2,9 điểm %	0,3 điểm %	(b) tăng nhẹ do ASP urê tăng 5% bù đắp cho mức tăng 8% của giá khí đầu vào.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,1%	6,7%	-0,4 điểm %	0,0 điểm %	
Chi phí G&A/doanh thu	5,8%	3,7%	-2,1 điểm %	0,0 điểm %	

Nguồn: DCM, Vietcap (* Ước tính của Vietcap; **Vietcap ước tính tổng sản lượng bao gồm cả KVF)

Định giá

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

Kịch bản cơ sở:

- **Chúng tôi điều chỉnh giảm 11,5% giá mục tiêu của DCM xuống còn 51.000 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA, do giá cổ phiếu đã giảm 15% trong hai tháng gần đây.** Giá mục tiêu thấp hơn do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 2,8% và (2) chúng tôi đưa khoản chi phí vốn đầu tư XDCB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2030 vào mô hình so với mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây. Các yếu tố này bù đắp cho (3) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027.
- **Các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030** (với các mức điều chỉnh lần lượt là +4%/-12%/-3%/-3%/-1% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do ASP urê trung bình giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 2% (sau khi điều chỉnh giảm giá định ASP tại Trung Đông 2%). Yếu tố này đã bù đắp cho mức chi phí khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 1% (việc loại bỏ phần chi phí giá khí bổ sung 1 USD/MMBTU trong giai đoạn 2028–2030 bù đắp cho mức tăng trung bình của giá dầu FO và dầu Brent lần lượt là 8% và 1%), dựa trên giải trình từ phía ban lãnh đạo của DCM.

Kịch bản cao:

- **Tương tự như kịch bản cơ sở, chúng tôi điều chỉnh giảm 12,5% giá mục tiêu của DCM xuống 55.200 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA** do giá cổ phiếu đã giảm 15% trong hai tháng gần đây. Giá mục tiêu thấp hơn do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 2,5% và (2) chúng tôi đưa khoản chi phí vốn đầu tư XDCB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2030 vào mô hình so với mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây. Các yếu tố này bù đắp cho (3) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027.
- **Các điều chỉnh trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030** (với các mức điều chỉnh lần lượt là +10%/-17%/-3%/-3%/+1% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do ASP urê trung bình giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 2% (sau khi điều chỉnh giảm giá định ASP tại Trung Đông 2%). Yếu tố này đã bù đắp cho mức chi phí khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026–2030 thấp hơn 1% (việc loại bỏ phần chi phí giá khí bổ sung 1 USD/MMBTU trong giai đoạn 2028–2030 bù đắp cho mức tăng trung bình của giá dầu FO và dầu Brent lần lượt là 8% và 1%), dựa trên giải trình từ phía ban lãnh đạo của DCM về vấn đề này.

Hình 26: Tóm tắt định giá đối với kịch bản cơ sở

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	51.000
P/E năm 2025 theo giá mục tiêu (x)	15,0
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (x)	9,3
EV/EBITDA năm 2025 theo giá mục tiêu (x)	9,6
EV/EBITDA dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (x)	5,3

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa khoản chi phí vốn đầu tư XDCB trị giá 4,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2030 vào mô hình so với mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây, dựa trên công bố của ban lãnh đạo về danh mục các dự án đang phát triển (trong đó 330 tỷ đồng đã được giải ngân trong năm 2025). Các dự án này được liệt kê dưới đây gồm (1), (2) và (3). Khoản đầu tư này tương đương 43% tổng kế hoạch vốn đầu tư XDCB trị giá 10 nghìn tỷ đồng của DCM, trong khi chúng tôi các hạng mục (4) và (5) do lộ trình triển khai kéo dài và thiếu thông tin chi tiết.

(1) Hệ thống kho bãi & logistics Nhơn Trạch: 3,4 nghìn tỷ đồng, nhằm giảm chi phí thuê ngoài.

(2) Hóa chất và khí công nghiệp: 500 tỷ đồng.

(3) Trung tâm R&D công nghệ sinh học: 440 tỷ đồng).

(4) DCM lên kế hoạch nâng công suất thiết kế của nhà máy urê lên 125%, với chi phí vốn đầu tư XDCB ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo kỳ vọng báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) sẽ được phê duyệt vào tháng 6/2026, qua đó có thể mang lại triển vọng tăng giá nhẹ trong dài hạn.

(5) Các sản phẩm hóa chất, khí công nghiệp khác cùng các sản phẩm công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch: khoảng 5 nghìn tỷ đồng.

Kế hoạch vốn đầu tư XDCB quy mô lớn này nhằm hỗ trợ cho các mục tiêu của ban lãnh đạo về doanh thu năm 2030 đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025):

+ Kế hoạch mục tiêu đến năm 2030: Ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025, cao hơn 50% so với dự báo năm 2030 của chúng tôi), bao gồm 24 nghìn tỷ đồng từ mảng phân bón (khoảng 67% tổng doanh thu), 10 nghìn tỷ đồng từ mảng công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (khoảng 28% tổng doanh thu), và khoảng 2 nghìn tỷ đồng từ mảng hóa chất/khí công nghiệp (khoảng 5% tổng doanh thu).

+ Kế hoạch mục tiêu giai đoạn 2026–2030 đạt tổng doanh thu 126 nghìn tỷ đồng: Bao gồm 98 nghìn tỷ đồng từ phân bón (khoảng 78% tổng doanh thu), 19 nghìn tỷ đồng từ công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (khoảng 15% tổng doanh thu), và 843 tỷ đồng từ hóa chất/khí công nghiệp (khoảng 1% tổng doanh thu).

+ Mở rộng sang các sản phẩm công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (ví dụ: sấu riêng cấp đông), với biên LNTT mục tiêu đạt 25–30%, qua đó mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho dự báo của chúng tôi.

Hình 27: Giả định và định giá CKDT trong kịch bản cơ sở

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	3.287	2.604	2.703	3.024	3.329
- Thuế	-366	-290	-301	-337	-370
+ Chiết khấu	342	342	342	342	342
- Vốn XDCB	-750	-1.539	-1.720	-300	-300
- Tăng vốn lưu động	774	1.333	14	0	27
Dòng tiền tự do (DTTD)	3.287	2.451	1.038	2.730	3.028
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	3.095	2.046	769	1.792	1.763
Tổng GTHT của DTTD	3.095	5.141	5.910	7.703	9.466

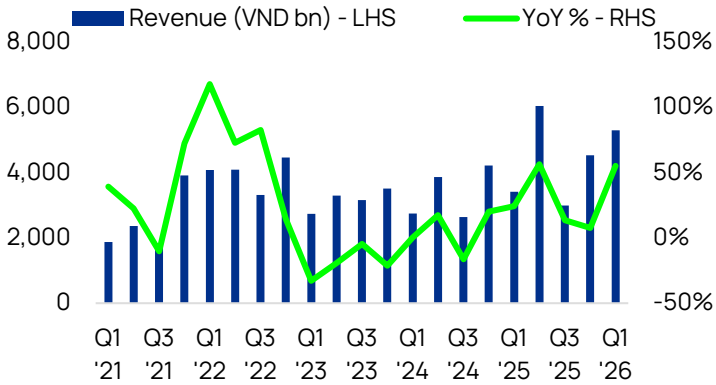
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	11,4	11,4
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	12,8	12,8

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	9.466
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2%)	12.215
GTHT của DTTD và GTC	21.681
Thêm: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	7.672
Trừ: Nợ vay	2.282
Trừ: Lợi ích CĐTS	31
Giá trị vốn sở hữu	26.992
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	530
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	51.000

Nguồn: Vietcap

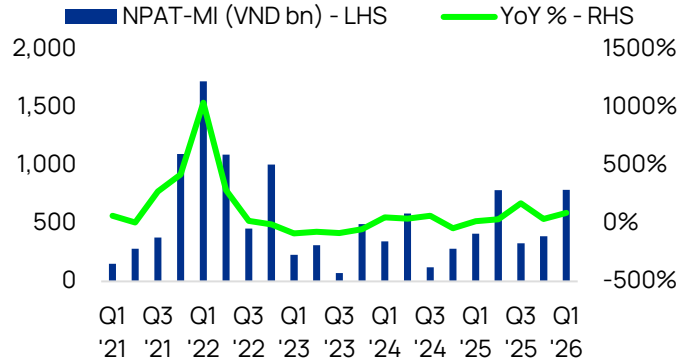
KQKD theo quý

Hình 28: Doanh thu hàng quý của DCM



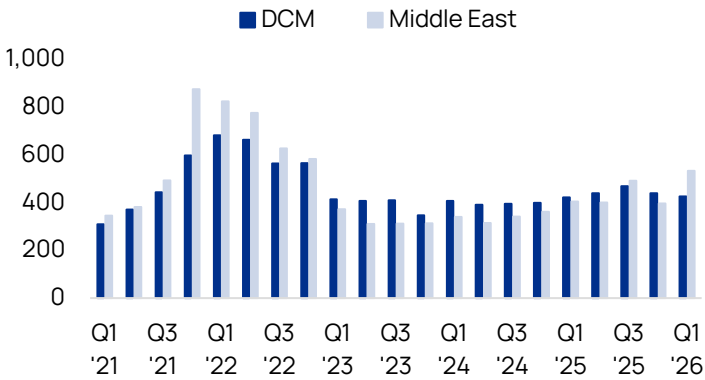
Nguồn: DCM, Vietcap

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



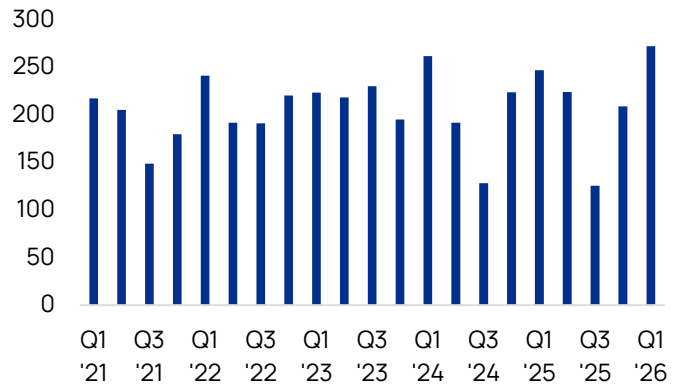
Nguồn: DCM, Vietcap

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



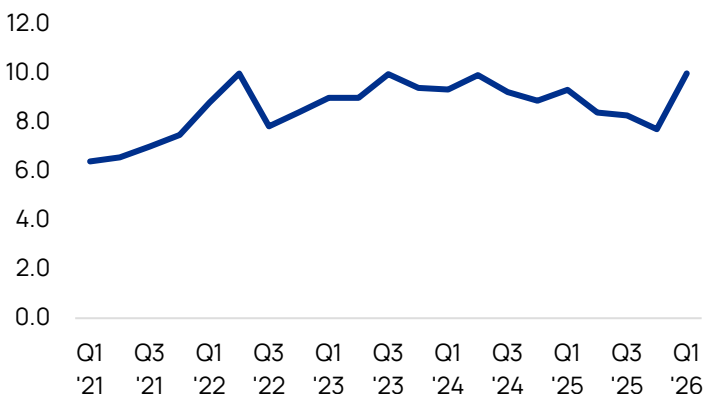
Nguồn: DCM, Vietcap

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



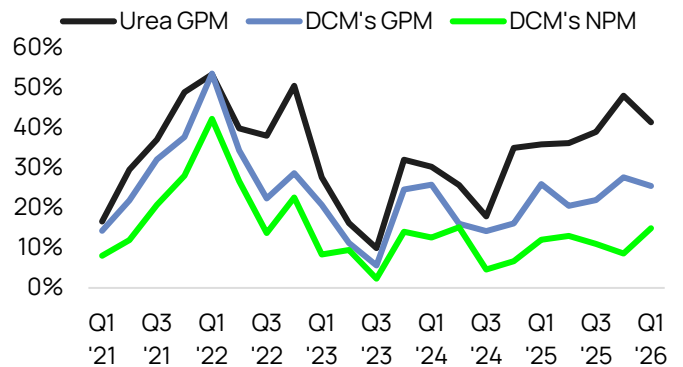
Nguồn: DCM, Vietcap

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



Nguồn: DCM, Vietcap

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



Nguồn: DCM, Vietcap

DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	19.550	19.428	20.820
Giá vốn hàng bán	-12.582	-14.230	-14.998	-16.243
Lợi nhuận gộp	4.049	5.320	4.431	4.577
Chi phí bán hàng	-1.176	-1.310	-1.127	-1.145
Chi phí quản lí DN	-968	-723	-699	-729
LN từ HĐKD	1.905	3.287	2.604	2.703
Thu nhập tài chính	395	392	504	562
Chi phí tài chính	-97	-115	-119	-119
- trong đó, chi phí lãi vay	-70	-88	-92	-92
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	5	5	5	5
LNTT	2.207	3.569	2.995	3.152
Thuế TNDN	-246	-405	-356	-385
LNST trước CĐTS	1.962	3.163	2.639	2.767
Lợi ích CĐ thiếu số	-2	-3	-3	-3
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.960	3.160	2.637	2.764
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.955	3.155	2.632	2.759
EBITDA	2.247	3.628	2.946	3.045
EPS báo cáo, VND	3.404	5.489	4.580	4.801
EPS cốt lõi, VND	3.394	5.479	4.570	4.791
EPS pha loãng, VND	3.394	5.479	4.570	4.791
DPS, VND	2.000	2.500	2.500	2.500
DPS/EPS (%)	59%	46%	55%	52%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	23,6%	17,6%	-0,6%	7,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	87,1%	72,6%	-20,8%	3,8%
Tăng trưởng EPS báo cáo	38,0%	61,3%	-16,6%	4,8%
Tăng trưởng EPS cốt lõi	62,3%	61,4%	-16,6%	4,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	24,3%	27,2%	22,8%	22,0%
Biên LN từ HĐ %	11,5%	16,8%	13,4%	13,0%
Biên EBITDA %	13,5%	18,6%	15,2%	14,6%
Biên LNST sau CĐTS %	11,8%	16,2%	13,6%	13,3%
ROE	18,7%	26,7%	19,4%	18,5%
ROA	11,7%	16,9%	12,9%	12,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	113	113	78	76
Số ngày phải thu	20	20	20	20
Số ngày phải trả	49	54	59	64
TG luân chuyển tiền	83	78	39	32
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,7	2,7	2,6
CS thanh toán nhanh	1,6	2,0	2,1	2,1
CS thanh toán tiến mặt	0,6	0,4	0,6	0,6
Nợ/Tài sản	12,9%	10,9%	10,2%	9,4%
Nợ/Vốn	17,5%	14,3%	13,2%	12,1%
Nợ/Vốn CSH	-49,9%	-60,9%	-65,5%	-60,0%
Khả năng thanh toán lãi	27,1	37,3	28,4	29,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	3.590	2.517	3.968	4.047
Đầu tư TC ngắn hạn	4.082	7.500	7.500	7.500
Các khoản phải thu	1.259	1.051	1.044	1.119
Hàng tồn kho	4.809	4.388	3.205	3.382
TS ngắn hạn khác	707	707	707	707
Tổng TS ngắn hạn	14.447	16.163	16.425	16.755
TS dài hạn (gộp)	17.610	18.360	19.899	21.620
- Khấu hao lũy kế	-15.435	-15.776	-16.118	-16.460
TS dài hạn (ròng)	2.175	2.584	3.781	5.160
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	1.021	1.021	1.021	1.021
Tổng TS dài hạn	3.197	3.605	4.802	6.181
Tổng Tài sản	17.645	19.767	21.227	22.936
Phải trả ngắn hạn	1.766	2.105	2.424	2.848
Nợ ngắn hạn	2.226	2.158	2.158	2.158
Nợ ngắn hạn khác	1.944	1.749	1.574	1.417
Tổng nợ ngắn hạn	5.935	6.012	6.157	6.423
Nợ dài hạn	57	0	0	0
Nợ dài hạn khác	857	857	857	857
Tổng nợ	6.849	6.869	7.013	7.280
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.294	5.294	5.294	5.294
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	5.469	7.570	8.882	10.322
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	31	35	37	40
Vốn chủ sở hữu	10.794	12.898	14.214	15.656
Tổng cộng nguồn vốn	17.645	19.767	21.227	22.936
CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.903	3.590	2.517	3.968
Thu nhập ròng	1.960	3.160	2.637	2.764
Khấu hao	342	342	342	342
Thay đổi vốn lưu động	-2.538	774	1.333	14
Điều chỉnh khác	-540	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-776	4.276	4.311	3.120
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-693	-750	-1.539	-1.720
Đầu tư, ròng	3.283	-3.418	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	2.590	-4.168	-1.539	-1.720
Cổ tức đã trả	-1.059	-1.059	-1.324	-1.324
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	996	-67	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-63	-57	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	-2	3	3	3
Tiền từ hoạt động TC	-127	-1.181	-1.321	-1.321
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.687	-1.073	1.451	78
Tiền cuối năm	3.590	2.517	3.968	4.047

Nguồn: DCM, Vietcap

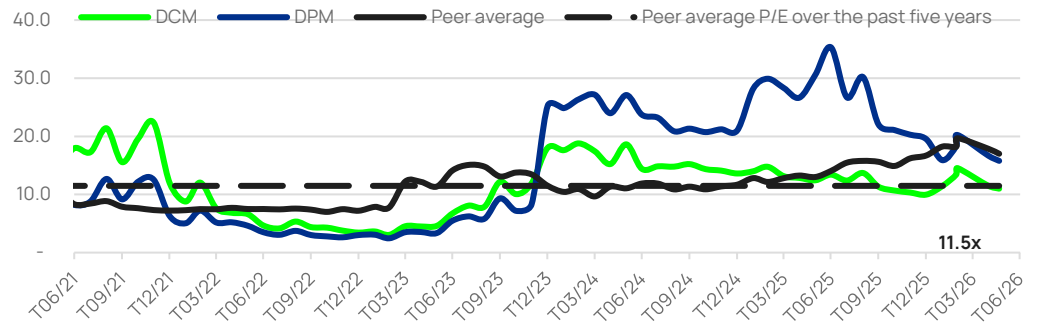
Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 34: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty (Triệu USD)	Quốc gia	Giá trị vốn hóa TT	DT thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/vốn CSH%	ROE %	Lợi suất cổ tức	P/E trượt	P/E dự phóng 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/EBITDA trượt 12 tháng
Shandong Hualu Hengsheng Chemical Co Ltd	Trung Quốc	10.532	4.442	-7,3	525	5,1	26,2	11,3	1,6	19,4	14,8	2,1	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	4.190	4.079	-4,4	131	-50,3	63,5	4,8	2,3	30,6	14,2	1,5	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.489	1.675	0,7	136	-9,0	-59,6	5,2	5,2	10,4	7,6	0,5	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	1.817	3.529	9,6	130	-36,1	116,5	10,0	2,6	12,5	8,3	1,3	7,4
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	5.734	3.565	30,7	222	-5,3	-6,3	16,6	1,1	27,2	23,3	4,4	17,4
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	1.878	2.355	24,9	221	18,4	0,1	20,4	2,2	9,2	8,7	1,7	6,4
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	N/A	1.458	25,9	78	1,5	42,8	14,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	1.006	961	11,3	131	0,8	-30,6	29,8	4,5	7,7	6,0	1,8	N/A
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	N/A	864	4,2	101	674,7	-52,9	53,5	N/A	N/A	N/A	N/A	0,9
Trung vị		1.878	2.355	9,6	131	0,8	0,1	14,7	2,3	12,5	8,7	1,7	6,9
Trung bình		3.807	2.548	10,6	186	66,6	11,1	18,5	2,8	16,7	11,9	1,9	8,0
DPM	Việt Nam	695	690	26,3	48	165,4	-42,0	10,8	5,6	14,4	11,3	1,5	9,0
DCM	Việt Nam	854	707	31,1	89	57,3	-53,3	19,9	4,7	9,8	7,7	1,9	7,2

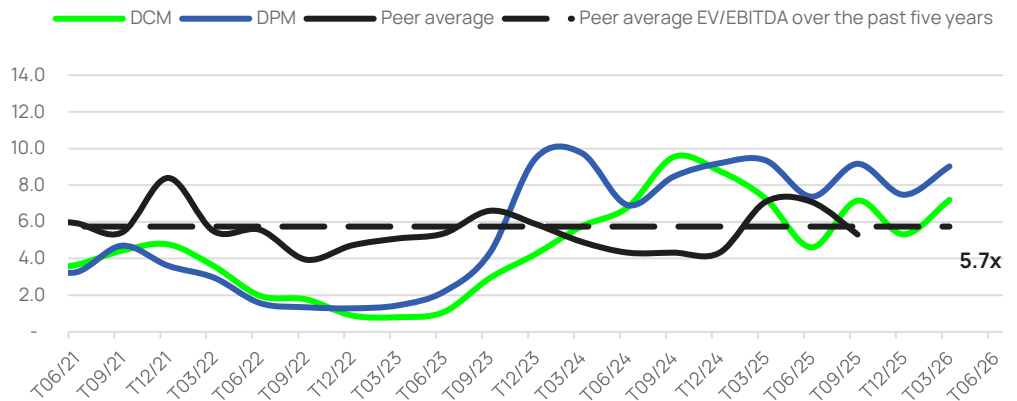
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 21/5/2026)

Hình 35: Diễn biến P/E trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 21/5/2026)

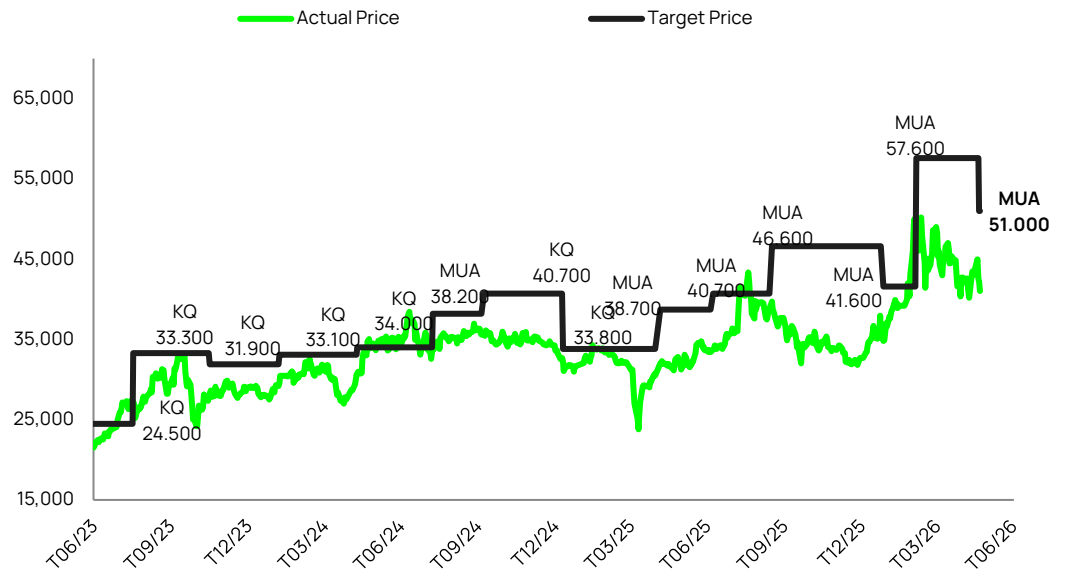
Hình 36: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (hệ số EV/EBITDA trượt 12T là dữ liệu hàng quý tính đến ngày 21/5/2026)

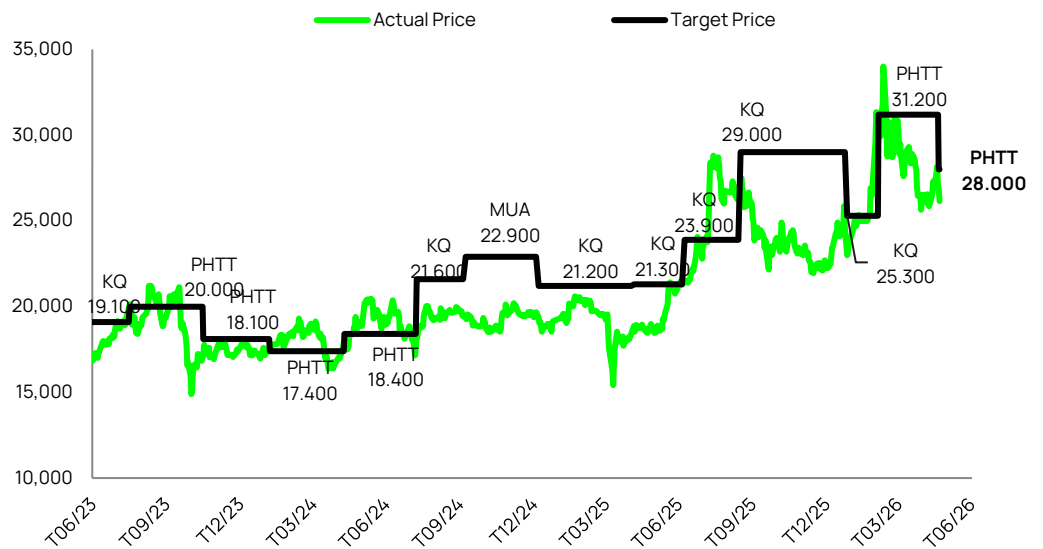
Diễn biến khuyến nghị

Hình 37: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DCM (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cơ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 38: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DPM (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cơ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Khuyến cáo

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

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

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn