



PHÂN BÓN

ĐẢO CHIỀU NGẮN HẠN



Lê Ngọc Hiển – hien.ln@vdsc.com.vn

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 +60%/+79%/-3%/+8% YoY với giá bán Ure/DAP/NPK nội địa (sau 5% thuế VAT) tăng lần lượt 25%/20%/20% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ Urea/NPK/DAP ước tăng 0%/30%/0% YoY.

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: 48.500 đồng), **DPM** (GMT: 26.800 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 tăng lần lượt 25%/20%/20% do mức độ ảnh hưởng bởi bất ổn chính trị chưa xác định bên cạnh các kỳ vọng sau:

- 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.
- 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).
- 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 cà 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.
- 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 tăng mạnh trong khi biên gộp mảng DAP dự kiến sụt giảm nhẹ 20 bps, đạt 16,7%.

- Biên gộp mảng Urea kỳ vọng tăng mạnh trong khoảng 30-35% nhờ giá bán neo ở mức cao và doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu giá cao trong khi giá vốn đầu vào tang chậm hơn do giá dầu Brent ước tính đạt 80 USD/thùng (+19% YoY).
- Biên gộp mảng DAP dự kiến sụt giảm nhẹ do giá bán DAP tăng chậm hơn chi phí đầu vào.

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.

	Lượng trúng thầu (nghìn tấn)	Giá thầu thấp nhất bờ Tây Ấn Độ (USD/tấn)	Giá thầu thấp nhất bờ Đông Ấn Độ (USD/tấn)	Giá trung bình (USD/kg)	Giá trị nhập khẩu (nghìn USD)
Năm 2025					
23-Jan	559	422	427	424	237,296
26-Mar	885	395	398	396	351,009
12-Jun	290	399	401	400	116,000
07-Jul	1.464	494	495	494	724
04-Aug	2,075	530	532	531	1,101,825
02-Sep	2,523	465	462	463	1,169,600
15-Oct	431	402	395	398	171,754
20-Nov	1,560	420	418	419	653,874
Tổng cộng	8,324		457		3,802,080
Năm 2026					
02-Jan	972	425	427	426	413,878
18-Feb	1,308	508	512	510	667,080
15-Apr	2,500	935	959	947	2,367,500
8/6	1,700	449	445	447	760,070
Tổng cộng	6,480		649		4,208,528
Tỷ lệ nhập khẩu so với cùng kỳ	78%		42%		

Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

1) Giá Ure Trung Đông future đang giảm dần từ 750\$/tấn về 447\$/tấn sau thông tin Ấn Độ trúng thầu tại giá 445\$/tấn với khoảng 1,7 triệu tấn sau khi Trung Quốc mở cửa xuất khẩu với khoảng 1,5-1,6 triệu tấn với giá sàn \$500 FOB cho thị trường Ấn Độ và cao hơn giá nội địa là \$330/ tấn. Tổng giá trị xuất khẩu Ure của Trung Quốc của là 4,89 triệu tấn năm 2025.

2) Thỏa thuận giữa Mỹ - Iran gần đến giai đoạn kết thúc. Giá dầu Brent cũng giảm xuống dưới 80\$/ thùng.

Tháng	Lượng Năm 2025 (nghìn tấn)	Lượng Năm 2026 (nghìn tấn)	Kim ngạch Năm 2025 (triệu USD)	Kim ngạch Năm 2026 (triệu USD)
Tháng 1	140	227	57	97
Tháng 2	178	192	70	84
Tháng 3	259	337	88	161
Tháng 4	139	363	57	221
Tháng 5	170	230	61	157
Tháng 6	149	-	66	-
Tháng 7	169	-	78	-
Tháng 8	188	-	88	-
Tháng 9	151	-	74	-
Tháng 10	89	-	39	-
Tháng 11	82	-	42	-
Tháng 12	98	-	46	-
Tổng	1,812	1,348	776	719

Tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 719 triệu USD (+115% YoY) với sản lượng phân bón xuất khẩu 5 tháng đầu đạt 1,3 triệu tấn (+52% YoY) và giá bán trung bình tăng 42% YoY, đạt 534 USD/tấn

Nguồn: Agromonitor, CTCK Rông Việt

Tồn kho Ure cuối tháng 5 dự báo sẽ giảm xuống mức gần 150 nghìn tấn- mức tồn kho rất thấp kể từ tháng 6/2021 đến nay

14:44 22/05



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ NGÀNH PHÂN BÓN

MỨC ĐỘ ƯU TIÊN KHI ĐẦU TƯ HIỆN TẠI: DCM>DPM>DDV>BFC

NGÀNH PHÂN BÓN LÀ NGÀNH MANG TÍNH CHU KỲ

PHÙ HỢP CHIẾN LƯỢC: Event-driven Investing, Value Investing thay vì Growth Investing và Activist Investing.

Giá cổ phiếu thường tăng dựa trên luận điểm chính:

1. **Giá bán phân bón tăng vượt giá khi đầu vào** – Đây là động lực quan trọng nhất, giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt nhờ bán được hàng tồn kho giá rẻ từ các tháng trước. Giá cổ phiếu phân bón có hệ số tương quan khoảng 70% với giá phân bón thế giới.
2. **Chặn dưới cho đà giảm giá cổ phiếu - Tỷ suất cổ tức tiền mặt**
3. **Chặn trên cho đà tăng giá cổ phiếu - Đỉnh giá phân bón trong ngắn hạn**

Chiến lược hành động (overweight):

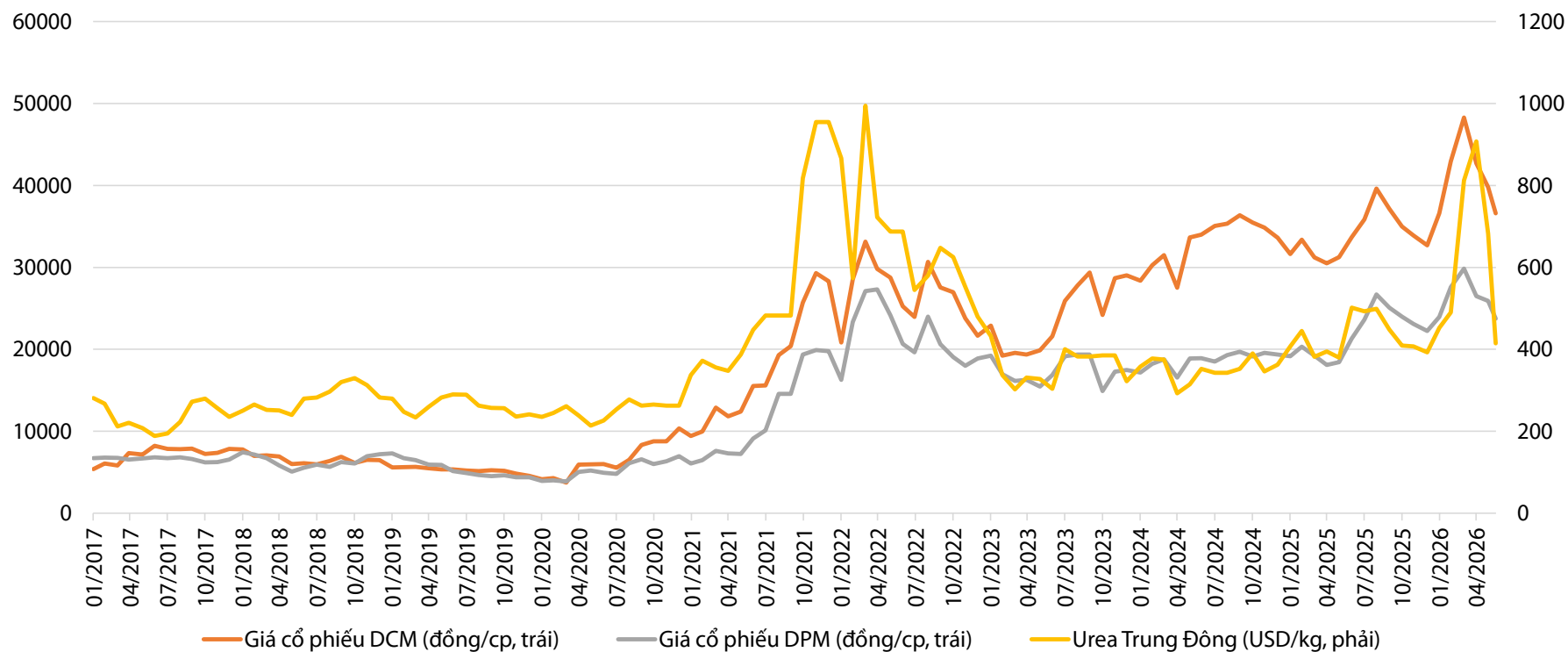
1. Mua dài hạn khi

1. tỷ suất cổ tức hấp dẫn (tỷ suất cổ tức vượt tỷ suất tiền gửi hoặc tỷ suất sinh lợi (expected return) hoặc WACC.
2. P/B đang ở mức thấp (có margin of safety hoặc thấp hơn mức trung bình 5 năm – 1 standard hoặc tự ước tính P/B giữa ROE, growth và Ke (chi phí vốn chủ). KQKD của ngành phân bón phụ thuộc nhiều vào biến động giá bán trong khi sản lượng ổn định và khó tăng cao. Vì vậy, phương pháp P/E không phù hợp khi EPS biến động mạnh theo giá bán.

2. Đầu cơ ngắn hạn theo event-driven như

1. Mua theo đà tăng của giá phân bón thế giới, đặc biệt khi kỳ vọng căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông kéo dài và leo thang hơn. Tuy nhiên, phương pháp này cần theo dõi giá phân bón liên tục.
2. Giá phân bón ổn định hoặc phục hồi. **KQKD của Quý có giá bán thấp nhất đã có báo cáo hay không còn downside risk**
3. Tăng vốn, thoái vốn, sáp nhập

Diễn biến giá cổ phiếu DCM/DPM theo giá phân bón (đồng/kg, phải)

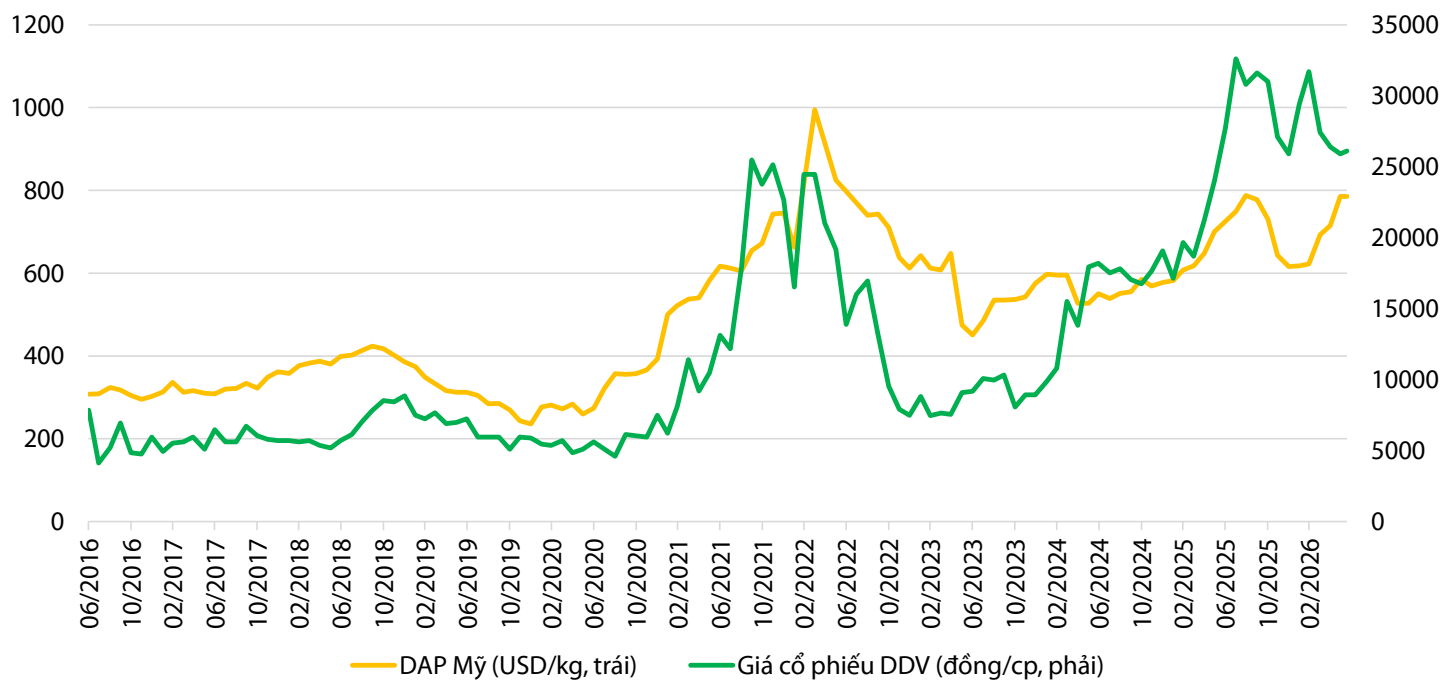


Tỷ lệ correlation giữa giá cổ phiếu DCM/DPM và giá phân bón Trung Đông trong giai đoạn tháng 1/2017 đến tháng 5/2026 lần lượt là 63%/71%.

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU DDV CÓ XU HƯỚNG THEO GIÁ BÁN

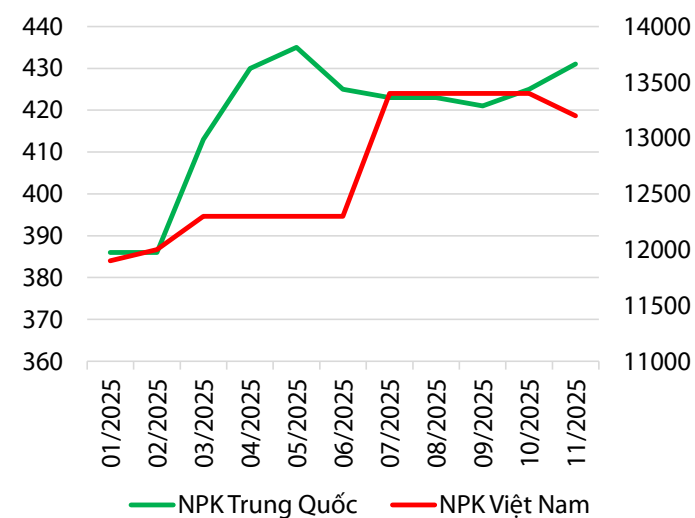
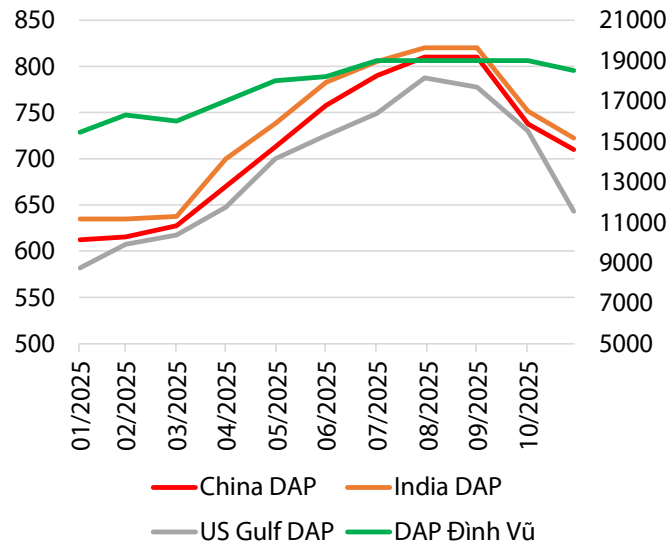
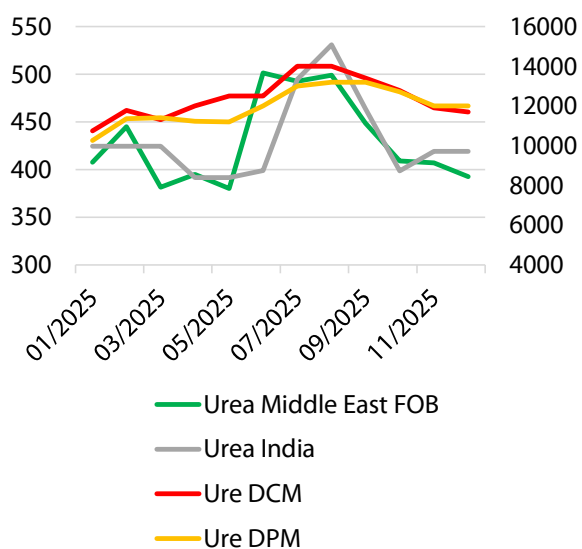
| NGÀNH PHÂN BÓN



- 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 06/2016-2/2026 là 80%.

Nguồn: DDV, CTCK Rồng Việt

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 Rống Việt

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

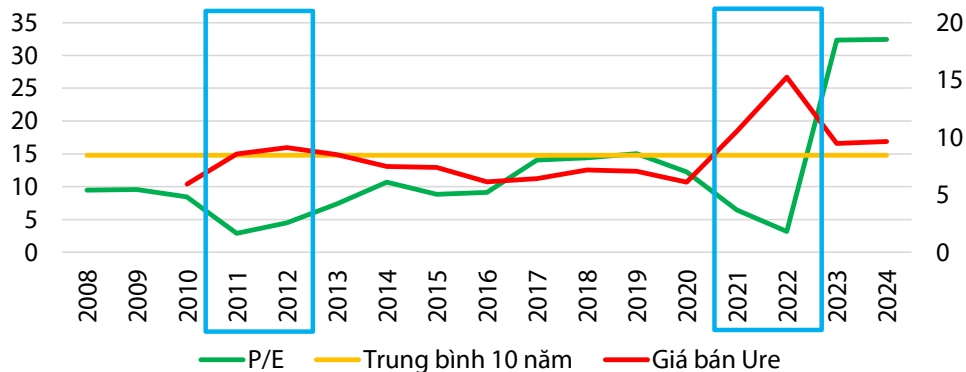
	Urea Middle East FOB	Urea Egypt	Urea India	Ure DCM	Ure DPM	China DAP	India DAP	US Gulf DAP	DAP Đình Vũ	NPK Trung Quốc	NPK Việt Nam
Jan-25	12%	11%	17%	0%	1%	-1%	1%	1%	2%	-1%	-1%
Feb-25	9%	6%	0%	10%	11%	0%	0%	4%	6%	0%	1%
Mar-25	-14%	-19%	0%	-4%	0%	2%	0%	2%	-2%	7%	2%
Apr-25	4%	6%	-8%	6%	-2%	7%	10%	5%	6%	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

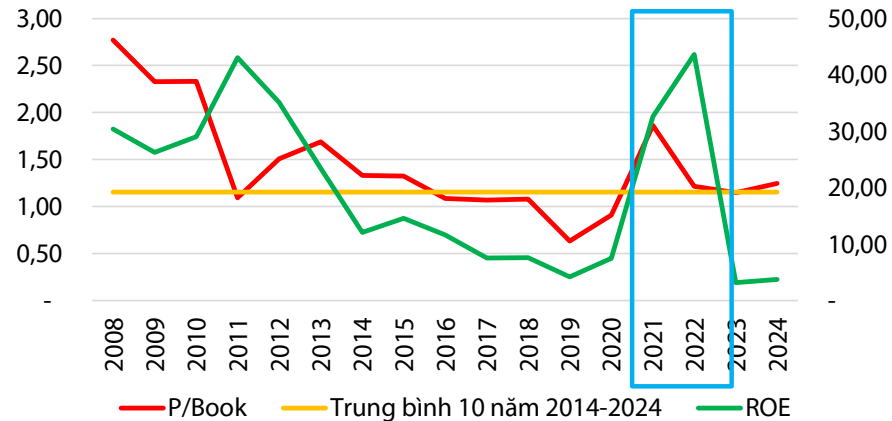
Giá bán nội địa có xu hướng biến động trễ hơn 1 đến 2 tháng so với giá thế giới trong năm 2025 do ảnh hưởng bởi thời gian nhập khẩu và cơ cấu chi phí khi các doanh nghiệp tham chiếu theo giá nhập khẩu.

- 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

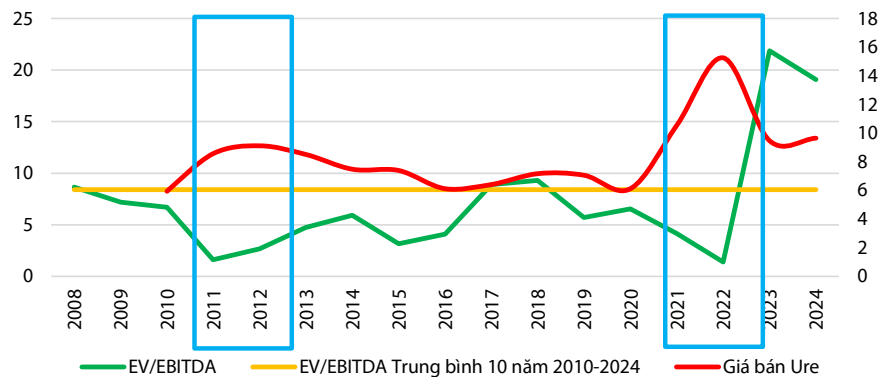
P/E KHÔNG PHÙ HỢP ĐỐI ĐẦU TƯ DOANH NGHIỆP PHÂN BÓN



P/B KẾT HỢP ROE TỐI ƯU HƠN



TƯƠNG TỰ EV/EBITDA KHÔNG PHÙ HỢP ĐỐI ĐẦU TƯ DOANH NGHIỆP PHÂN BÓN



Nguồn: Bloomberg, DPM, CTCK Rông Việt

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 Morocco	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 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 ngoài	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.

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

Năm/Đơn vị	Middle East Granular Urea	China Granular Urea	Middle East Ammonia	India DAP CFR	China DAP	Gulf Coast NOLA Potash Granular	YoY					
	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 (Middle East)/DAP Ấn Độ/Kali dự báo giảm lần lượt -17%/-17%/-4% YoY

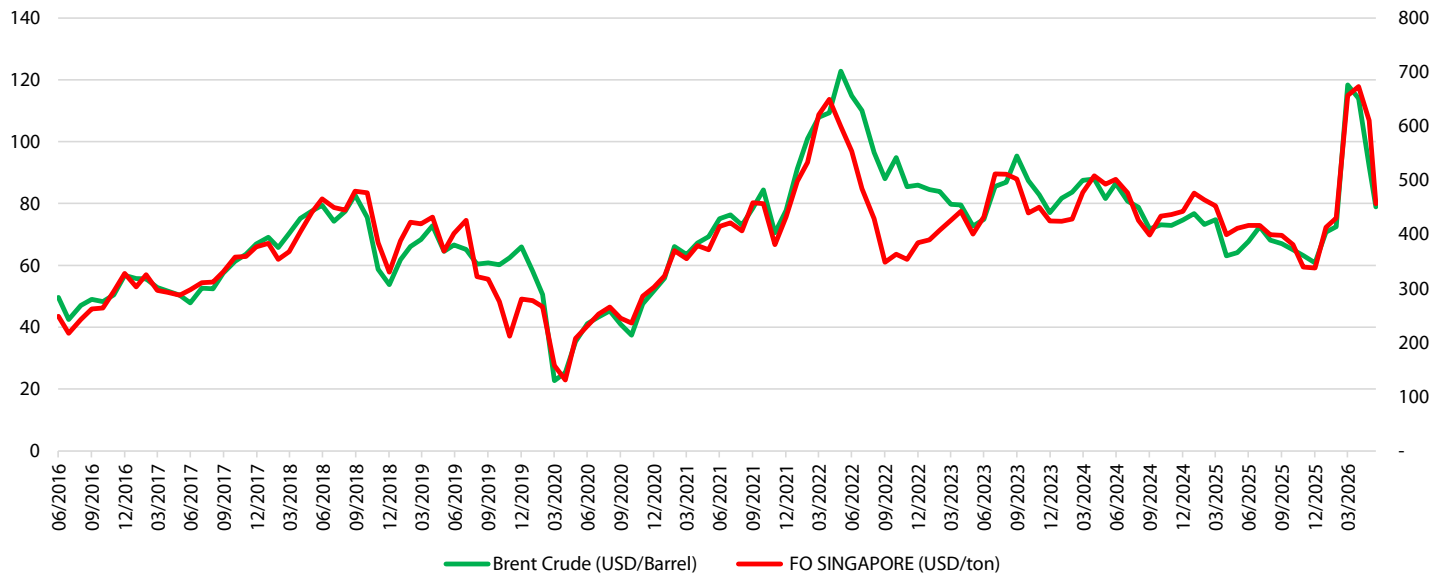
Tổ chức	Dự báo cũ cho năm 2025		Dự báo mới cho năm 2026				Chênh lệch dự báo 2025/2024	Tổng số lần dự báo 2020-2025	Số lần dự báo lệch dưới 5%
	2025F	Dự báo vào ngày	2025E	2026F	2025 YoY	Dự báo ngày			
EIA	74	10/12/2024	69	55	-20%	09/12/2025	-7%		
JP Morgan	73	19/12/2024	68	58	-15%	15/12/2025	-7%	2	1
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**).

	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



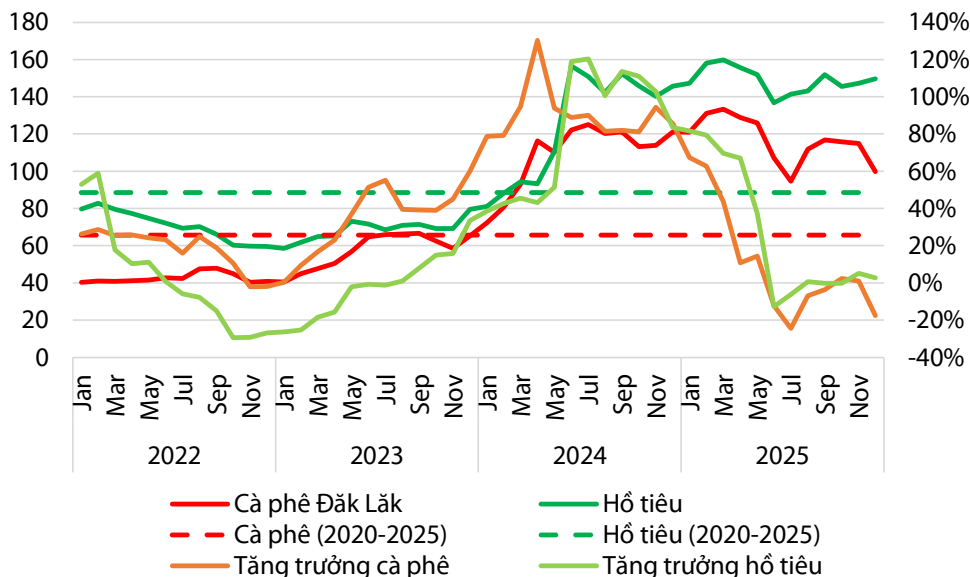
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tên nông sản gốc	Tên nông sản	Đơn vị	Giá bán					YoY			Giá trung bình 2021-2025	Chênh lệch giá 2026/giá trung bình 2021-2025
			2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2024	2025	2026		
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

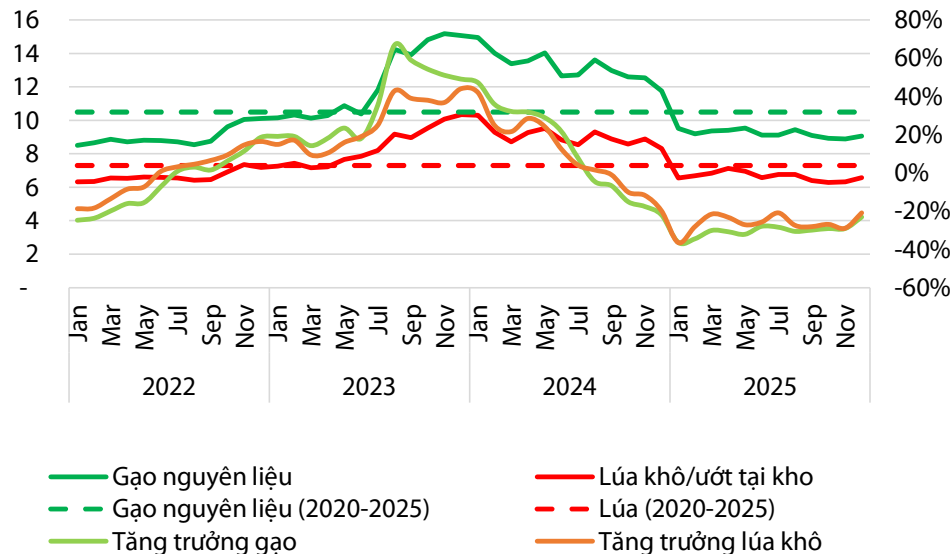
- Giá các loại nông sản chính thế giới dự báo tăng nhẹ trong năm 2026 ngoại trừ giá cà phê và đậu tương. Giá cà phê Arabica và Robusta dự báo giảm mạnh do nguồn cung từ Brazil và Colombia quay trở lại. Tuy giá cà phê dự báo giảm nhưng vẫn duy trì ở mức nền cao so với 2021-2025.

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

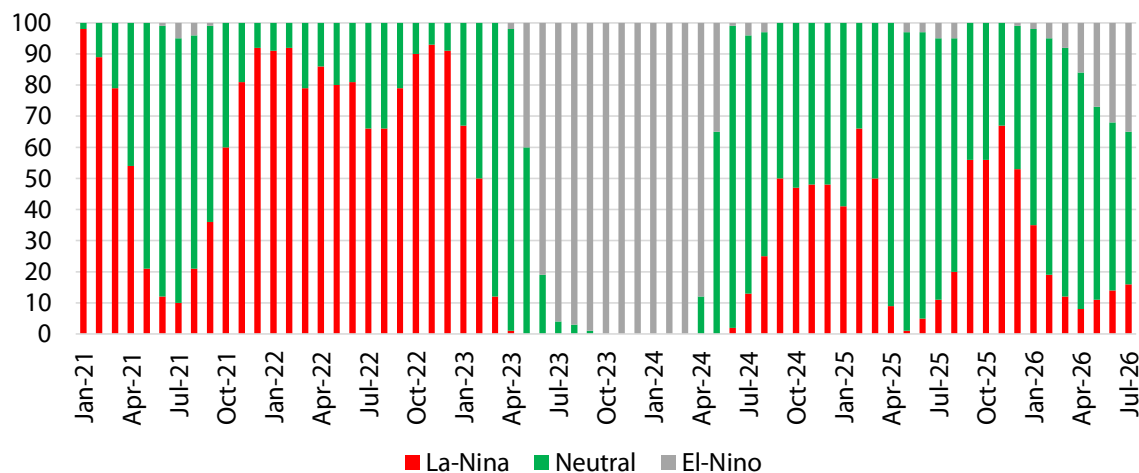


Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

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.

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.

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

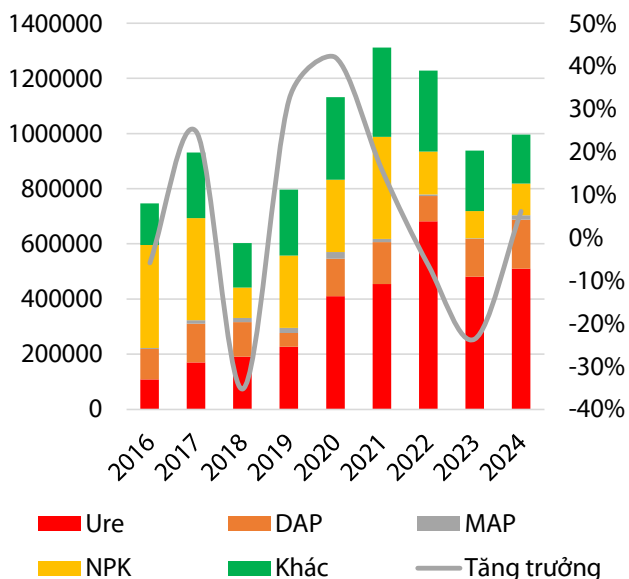
Diện tích (Nghìn ha)	Lúa	Ngô	Mía	Điều	Cao su	Cà phê	Chè	Hồ tiêu	Tổng diện tích cây trồng
2015	7.828	1.179	284	280	604	594	118	68	14.945
2016	7.737	1.153	268	281	621	598	119	82	15.112
2017	7.705	1.100	281	284	653	617	109	94	14.902
2018	7.571	1.033	269	284	686	619	108	108	14.769
2019	7.470	987	238	276	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 Rông 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.

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 mức năm 2022

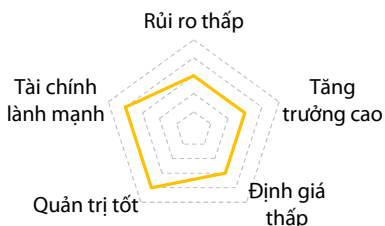
ĐỊNH GIÁ ĐÃ VỀ VÙNG HỢP LÝ TRONG NGẮN HẠN

HSX: DCM

MUA

GHT: 36.300

GMT: 48.500



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.470
SLCPĐLH (triệu CP)	529
KLBO 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	22.428	22.224
LNST (tỷ đồng)	1.915	3.059	2.689
ROA (%)	9,0	10,9	15,2
ROE (%)	14,1	18,4	22,1
EPS (đồng)	2.682	3.618	5.779
GTSS (đồng)	19.162	20.228	26.177
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	12,9	7,5	7,5
P/B (x)	2,1	1,7	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu năm 2026 tăng 32% nhờ mảng Ure tăng trưởng 26% và mảng NPK tăng mạnh 35%

- Doanh thu mảng Ure tăng mạnh nhờ giá bán tăng 24% YoY, đạt 13,3 nghìn đồng/kg nhờ xung đột Trung Đông. Tương tự, doanh thu mảng NPK tăng nhờ giá bán đạt 14 nghìn đồng (+20% YoY) và sản lượng tăng nhẹ 18% thông qua chiếm thị phần phân trộn NPK ba màu.

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

- Biên gộp Urea tăng mạnh theo đà tăng giá bán trong khi giá khí tăng chậm hơn do giá dầu Brent dự kiến đạt 80 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 tỷ lệ 12,5% dầu Brent lên 13,5% dầu Brent 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

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026	+/-YoY	+/-QoQ	Tóm tắt giả định
Doanh thu	8.298	33%	53%	
- Ure	3.713	53%	27%	
+ Sản lượng (nghìn tấn)	255	14%	-6%	Sản lượng tăng trưởng nhờ sản lượng xuất khẩu ước đạt 133 nghìn tấn (+50% YoY) trong khi nhu cầu nội địa sụt giảm 5% YoY do giá bán neo cao
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	14,6	35%	35%	Giá bán tăng theo xu hướng giá phân bón thế giới
- NPK	2.139	22%	162%	
+ Sản lượng (nghìn tấn)	144	0%	119%	Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ giảm nhẹ so với quý trước khi giá bán tăng cao
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	15	22%	20%	Giá bán tăng dần theo giá phân đơn đầu vào kèm theo thuế VAT 5% đầu ra thông qua
- Trading	1.935	24%	30%	Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ giá bán các loại phân Kali, DAP tăng 20%
- Khác	511	0%	152%	Ước tính duy trì ổn định so với quý trước
Doanh thu thuần	8.120	35%	54%	
Lợi nhuận gộp	1.999	61%	48%	
- Ure	1.581	95%	39%	
- NPK	272	6%	159%	
- Khác	(8)	-191%	-131%	
Biên gộp	25%	+477 bps	-86 bps	
- Ure	43%	+926 bps	+375 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá khí ước tăng 31% YoY trong khi giá bán tăng 35% YoY
- NPK	15%	+17 bps	+200 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá bán tăng 22% YoY
- Trading	2%	+116 bps	0 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá bán tăng dần
- Khác	32%	0 bps	-795 bps	Kỳ vọng tương đương quý trước
Chi phí quản lý và bán hàng	575	30%	8%	Chi phí bán hàng kỳ vọng tăng 40% YoY do chi phí vận chuyển tăng khi sản lượng xuất khẩu tăng 50% YoY trong khi nội địa sụt giảm 5% YoY. Trong khi đó, chi phí quản lý ước tính tăng 20% YoY
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	7%	-26 bps	-295 bps	Kỳ vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu sụt giảm nhẹ do doanh thu tăng nhanh nhờ giá bán tăng cao.
EBIT	1.407	79%	75%	
Thu nhập tài chính	141	16%	51%	Kỳ vọng giảm nhẹ so với cùng kỳ do khoản tiền gửi ngắn hạn giảm 50% YoY
Chi phí tài chính	29	62%	6%	Kỳ vọng tương đương quý trước
LNTT	1.528	72%	74%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0%	94%	
LNST CDM	1.310	67%	74%	
Biên LNST CDM	16%	+311 bps	+189 bps	

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR 2025-2030F
Giá bán phân Ure nội địa (VND/kg)	11.379	14.223	13.512	13.674	13.838	14.005	4,2%
YoY	13,1%	25%	-5,0%	1,2%	1,2%	1,2%	
Giá bán phân Ure xuất khẩu (VND/kg)	10.105	12.631	11.999	12.143	12.289	12.437	4,2%
YoY	16,3%	25,0%	-5,0%	1,2%	1,2%	1,2%	
Giá bán phân NPK (VND/kg)	11.705	14.046	13.343	13.503	13.666	13.830	3,4%
YoY	5%	20%	-5%	1%	1%	1%	
Giá bán phân mangan Trading (VND/kg)	12.922	15.507	14.731	15.026	15.327	15.633	3,9%
YoY	35%	20%	-5%	2%	2%	2%	
Sản lượng phân Ure tiêu thụ (nghìn tấn)	805	863	885	917	949	979	4,0%
YoY	0,0%	7,2%	2,6%	3,6%	3,4%	3,2%	
Sản lượng phân Ure nội địa (nghìn tấn)	404	381	404	428	451	473	3,2%
YoY	-21,5%	-5,7%	6,0%	5,9%	5,5%	5,0%	
<i>Thị phần Ure nội địa</i>	<i>21,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,2%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,8%</i>	
Sản lượng phân Ure xuất khẩu (nghìn tấn)	401	482	482	490	498	506	4,8%
YoY	38,3%	20,1%	0,0%	1,7%	1,6%	1,6%	
Tổng sản lượng phân NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	331	391	440	491	560	631	13,8%
YoY	31,9%	18,0%	12,6%	11,6%	14,0%	12,8%	
Sản lượng phân NPK nội địa (nghìn tấn)	247	376	422	470	534	601	19,5%
YoY	52,7%	52,3%	12,3%	11,2%	13,7%	12,5%	
<i>Thị phần NPK nội địa</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,4%</i>	
Sản lượng phân NPK xuất khẩu (nghìn tấn)	14	15	18	21	25	31	16,8%
YoY	0,0%	5,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
<i>Thị phần NPK xuất khẩu</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,6%</i>	<i>22,4%</i>	
Sản lượng phân trading (nghìn tấn)	310	388	388	388	388	388	4,6%
YoY	22%	25%	0%	0%	0%	0%	
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	8,4	9,8	9,3	9,9	9,9	9,9	3,5%
YoY	62%	16%	-5%	7%	0%	0%	
Giá dầu Brent (USD/Thùng)	67	80	76	76	76	76	2,6%
YoY	-16%	19%	-5%	0%	0%	0%	

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026F	YoY	2027F	YoY
Doanh thu	17.548	23.205	32%	22.995	-1%
Ure	8.648	10.928	26%	10.673	-2%
- Trong nước	4.597	5.418	18%	5.454	1%
- Xuất khẩu	4.052	6.085	50%	5.781	-5%
+ Sản lượng (nghìn tấn)	804	862	7%	885	3%
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	10.747	13.334	24%	12.689	-5%
NPK	3.878	5.217	35%	5.578	7%
+ Sản lượng (nghìn tấn)	331	390	18%	440	13%
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	11.705	14.046	20%	13.343	-5%
Trading	4.008	5.711	43%	5.426	-5%
Khác	1.014	1.349	33%	1.317	-2%
Doanh thu thuần	16.961	22.428	32%	22.224	-1%
Lợi nhuận gộp	4.035	5.684	41%	5.207	-8%
+ Ure	2.862	4.010	40%	3.795	-5%
+ NPK	597	905	52%	673	-26%
+ Trading	191	409	114%	389	-5%
Biên gộp	23%	24%	+150 bps	23%	-185 bps
+ Ure	33%	37%	+361 bps	36%	-114 bps
+ NPK	15%	17%	+196 bps	12%	-530 bps
+ Trading	7%	7%	0 bps	7%	0 bps
Chi phí bán hàng và quản lý	2.189	2.653	21%	2.664	0%
EBITDA	2.195	3.782	72%	3.312	-12%
EBIT	1.820	2.998	65%	2.508	-16%
Doanh thu tài chính	402	480	19%	541	13%
Chi phí tài chính	70	37	-47%	35	-7%
Lợi nhuận trước thuế	2.157	3.444	60%	3.018	-12%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1.915	3.059	+59%	2.680	-12%

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Tóm tắt định giá DCM

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,4x)	44.501	50%	22.300
-5Y DCF (WACC: 12,3%; EV/EBITDA: 5,3x)	52.411	50%	26.200
Giá mục tiêu			48.500
Cổ tức tiền mặt trong 1 năm tới			2.000
Giá mục tiêu tương đương P/E mục tiêu			8,4

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,28%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,00%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	21.170
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,20%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	8.015
Lãi suất phi rủi ro	5,00%	- Nợ	(1.439)
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	27.746
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	529
Exit EV/EBITDA	5,25	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	52.411

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DCM trên mỗi Cổ phiếu theo P/B (đồng/cổ phiếu)

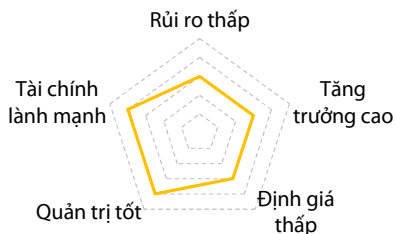
	P/B						
		0,7	1,2	1,7	2,2	2,7	
Giá trị sổ sách	2026F	26.177	18.324	31.412	44.501	57.589	70.677
	2027F	29.183	20.428	35.019	49.610	64.202	78.793

Nguồn: DCM, CTCK Rông Việt

TÍCH LŨY

GHT: 23.650

GMT: 26.800



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	21.363	18.538
LNST (tỷ đồng)	1.073	1.918	1.256
ROA (%)	6,0	10,4	9,5
ROE (%)	9,5	14,7	12,2
EPS (đồng)	1.579	2.822	2.420
GTSS (đồng)	16.966	19.174	19.914
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	32,36	8,40	9,79
P/B (x)	1,15	1,24	1,19

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng 29% nhờ doanh thu mảng NPK tăng trưởng 37%

- Doanh thu tăng trưởng 29% nhờ mảng NPK tăng 63% YoY và mảng Urea tăng 23% YoY. Mảng NPK tăng nhờ sản lượng NPK tăng trưởng 36% 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 tăng vượt trội nhờ giá bán tăng theo giá khí

Giá bán sau thuế VAT Ure/NPK kỳ vọng tăng lần lượt 25%/20% YoY do xung đột Trung Đông trong khi giá khí tăng chậm hơn với ước tính giá dầu Brent đạt trung bình 80\$/thùng (+19%).

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.

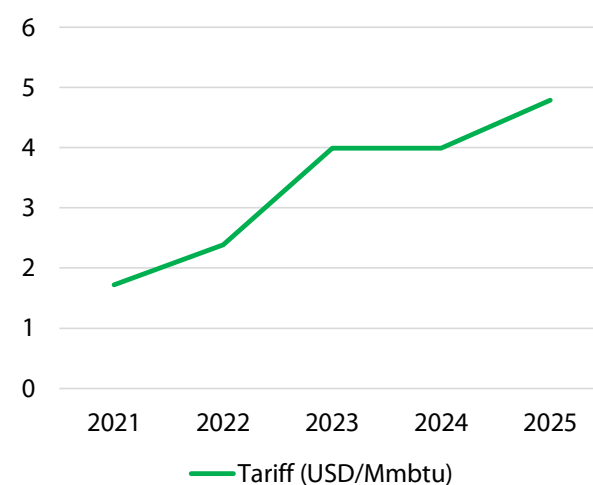
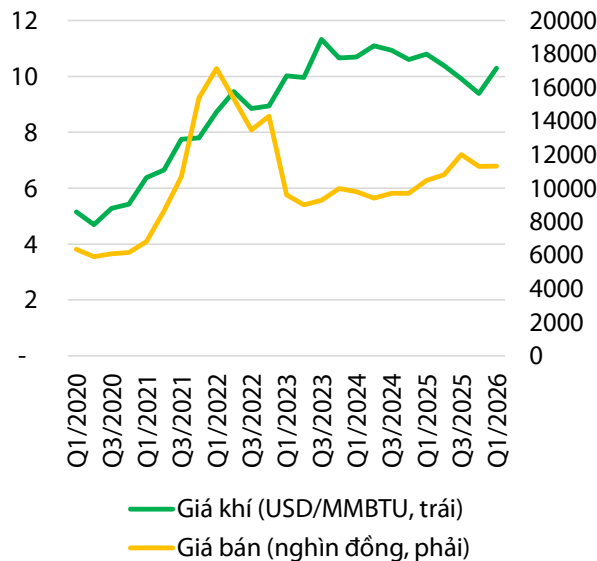
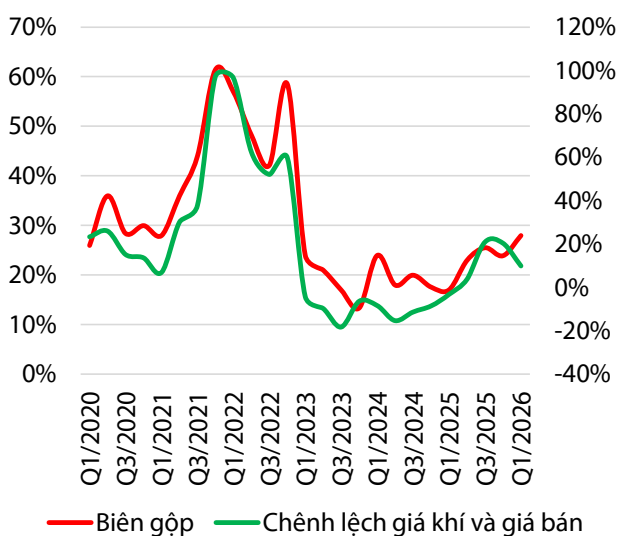
Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026F	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu	7.194	36%	28%	
- Urea	4.030	42%	52%	
+ Sản lượng	264	0%	13%	Kỳ vọng tương đương cùng kỳ với sản lượng xuất khẩu bù đắp sự sụt giảm của thị trường trong nước khi mức giá cao ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ.
+ Giá bán	15.289	42%	35%	Giá bán tăng theo giá phân Urea Trung Đông nhưng giá trung bình chưa tăng cao do giá bán chỉ tăng mạnh trong giai đoạn tháng 3 và giá bán xuất khẩu đã thỏa thuận trước đó 2-4 tuần và nên giá trung bình chưa tăng cao.
- NPK	1.328	31%	83%	
+ Sản lượng	90	5%	53%	Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu tiêu thụ cao khi doanh nghiệp thay đổi chiến lược bán hàng kèm theo giá phân Urea tăng nhanh hơn phân NPK nên nhu cầu tiêu thụ chuyển dịch 1 phần qua NPK trong ngắn hạn
+ Giá bán	14.730	25%	20%	Giá bán kỳ vọng tăng trưởng theo giá thế giới khi giá phân đầu vào tăng cao. Tuy nhiên, mảng NPK cạnh tranh mạnh mẽ nên tốc độ tăng giá thấp hơn Ure.
- Khác	1.836	28%	-18%	Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mảng Trading tăng khi giá bán các loại phân DAP, Kali ước tăng 20% YoY.
Lợi nhuận gộp	1.640	83%	74%	
- Urea	1.327	103%	79%	
- NPK	226	39%	212%	
- Khác	88	10%	-31%	
Biên gộp	23%	+588 bps	+607 bps	
- Ure	33%	+992 bps	+492 bps	Tăng mạnh mẽ nhờ giá bán tăng 44% YoY theo diễn biến giá Ure thế giới trong khi giá khí đầu vào tăng chậm hơn ở 13% YoY.
- NPK	17%	+100 bps	+700 bps	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ doanh nghiệp trữ trước giá nguyên vật liệu đầu vào trong khi giá bán NPK tăng dần
- Khác	1%	-29 bps	-103 bps	
Chi phí quản lý và bán hàng	(578)	-227%	-225%	Tăng do chi phí bán hàng tăng 50% YoY so với mức tăng 40% YoY khi doanh nghiệp đang đẩy mạnh chiến lược bán hàng mới để đẩy mạnh mảng NPK và giá vận tải trong nước tăng nhẹ theo giá xăng
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	8%	-54 bps	-21 bps	
EBIT	1.062	140%	123%	
Thu nhập tài chính	69	-30%	-17%	Thu nhập tiền gửi dự kiến giảm so với cùng kỳ do lãi suất tăng cao dẫn đến doanh nghiệp chủ động giảm khoản tiền gửi để bổ sung nguồn vốn lưu động thay vì vay ngoài với khoản tiền gửi doanh nghiệp giảm mạnh 42% YoY.
Chi phí tài chính	(32)	-196%	-173%	Kỳ vọng doanh nghiệp giảm khoản vay khi lãi suất không còn thấp. Từ đó, chi phí tài chính sụt giảm theo.
LNTT	1.093	118%	112%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	-13%	0%	
LNST CDM	866	115%	116%	
Biên LNST CDM	12%	+444 bps	+490 bps	

ĐIỀU CHỈNH TĂNG DỰ PHÓNG KQKD 2026-2027

HSX: DPM

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026	+/-YoY	2027	+/-YoY
Doanh thu	16.820	21.618	29%	20.635	-5%
- Urea	9.439	11.563	23%	11.299	-2%
+ Sản lượng	824	847	3%	872	3%
+ Giá bán	11.462	14.327	25%	13.611	-5%
- NPK	2.301	3.757	63%	3.569	-5%
+ Sản lượng	184	250	36%	250	0%
+ Giá bán	12.524	15.029	20%	14.277	-5%
- Khác	5.081	6.297	24%	5.766	-8%
Doanh thu thuần	16.564	21.363	29%	20.391	-5%
Lợi nhuận gộp	2.939	4.389	49%	3.921	-11%
- Urea	1.733	2.866	65%	2.473	-14%
- NPK	162	606	275%	550	-9%
- Khác	331	364	10%	345	-5%
Biên gộp	18%	20%	+256 bps	19%	-130 bps
- Ure	18%	25%	+642 bps	22%	-290 bps
- NPK	7%	16%	+911 bps	15%	-73 bps
- Khác	7%	6%	-72 bps	6%	+20 bps
Chi phí quản lý và bán hàng	1.929	2.315	20%	2.210	-5%
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	12%	0%	-1165 bps	0%	0 bps
EBIT	987	2.045	107%	1.685	-18%
Thu nhập tài chính	487	401	-18%	374	-7%
Chi phí tài chính	142	122	-14%	58	-53%
LNTT	1.350	2.340	73%	2.014	-14%
Lợi ích cổ đông thiểu số	22	24	10%	26	10%
LNST CDM	1.073	1.918	79%	1.645	-14%
Biên LNST CDM	6%	9%	+250 bps	8%	-91 bps

Biên gộp khó quay lại mức đỉnh 2022 do giá khí tăng dần theo đà tăng của giá cước vận chuyển



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR 2025-2030F
Giá bán phân Ure nội địa (VND/kg)	11.462	14.327	13.611	13.774	13.939	14.105	4,2%
YoY	12,5%	25%	-5,0%	1,2%	1,2%	1,2%	
Giá bán phân NPK (VND/kg)	12.524	15.029	14.277	14.449	14.621	14.795	3,4%
YoY	9%	20%	-5%	1%	1%	1%	
Tổng sản lượng phân Ure tiêu thụ (nghìn tấn)	824	847	872	892	909	909	2,0%
YoY	-8,4%	2,9%	2,9%	2,3%	1,9%	0,0%	
Sản lượng phân Ure xuất khẩu (nghìn tấn)	142	200	170	180	190	190	6,0%
YoY	-13,4%	40,8%	-15,0%	5,9%	5,6%	0,0%	
Sản lượng phân NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	184	250	250	250	250	250	6,4%
YoY	25,0%	36,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Sản lượng phân Trading (nghìn tấn)	364	437	446	454	464	473	5,4%
YoY	58%	20%	2%	2%	2%	2%	
Sản lượng phân NH3 (nghìn tấn)	61	62	63	63	63	63	0,8%
YoY	-7%	2%	2%	0%	0%	0%	
Sản lượng UFC 85	9	9	10	10	10	10	0,8%
YoY	1%	2%	2%	0%	0%	0%	
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	9,1	10,0	9,8	9,8	9,9	10,0	1,8%
YoY	-1%	9%	-2%	1%	1%	1%	
Giá dầu Brent (USD/Thùng)	67	80	76	76	76	76	2,6%
YoY	-16%	19%	-5%	0%	0%	0%	

Nguồn: Agromonitor, CTCK Rông Việt

Tóm tắt định giá DPM

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,4x)	27.227	50%	13.613
-5Y DCF (WACC: 12,3%; EV/EBITDA: 5,4x)	26.068	50%	13.034
Giá mục tiêu			26.600
Cổ tức tiền mặt trong 1 năm tới			1.500
P/E 2026 mục tiêu			9,4

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,37%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,00%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	12.410
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,30%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	8.832
Lãi suất phi rủi ro	5,00%	- Nợ	(3.521)
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	17.720
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	680
Exit EV/EBITDA	5,42	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	26.068

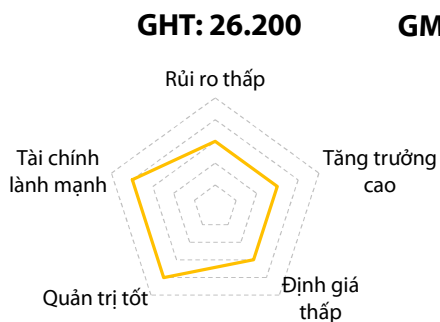
Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DPM trên mỗi Cổ phiếu theo P/B (đồng/cổ phiếu)

Giá trị sổ sách	P/B					
		0,42	0,92	1,42	1,92	2,42
2026F	19.174	8.053	17.640	27.227	36.813	46.400
2027F	19.914	8.364	18.321	28.278	38.236	48.193

Nguồn: DCM, CTCK Rông Việt

KỶ VỌNG HƯỞNG LỢI NHỜ GIÁ BÁN HỒI PHỤC SỚM NHẤT

HSX: DDV



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.828
SLCPĐLH (triệu CP)	146
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	357
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	9,4
SH NĐTNN còn lại (%)	45,5
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	21 – 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	6,3	6,3
P/B (x)	1,7	1.61	1,54

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 20% YoY nhưng chi phí nguyên vật liệu đầu vào như giá Sulfur vẫn duy trì ở mức tăng trưởng 50% 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.

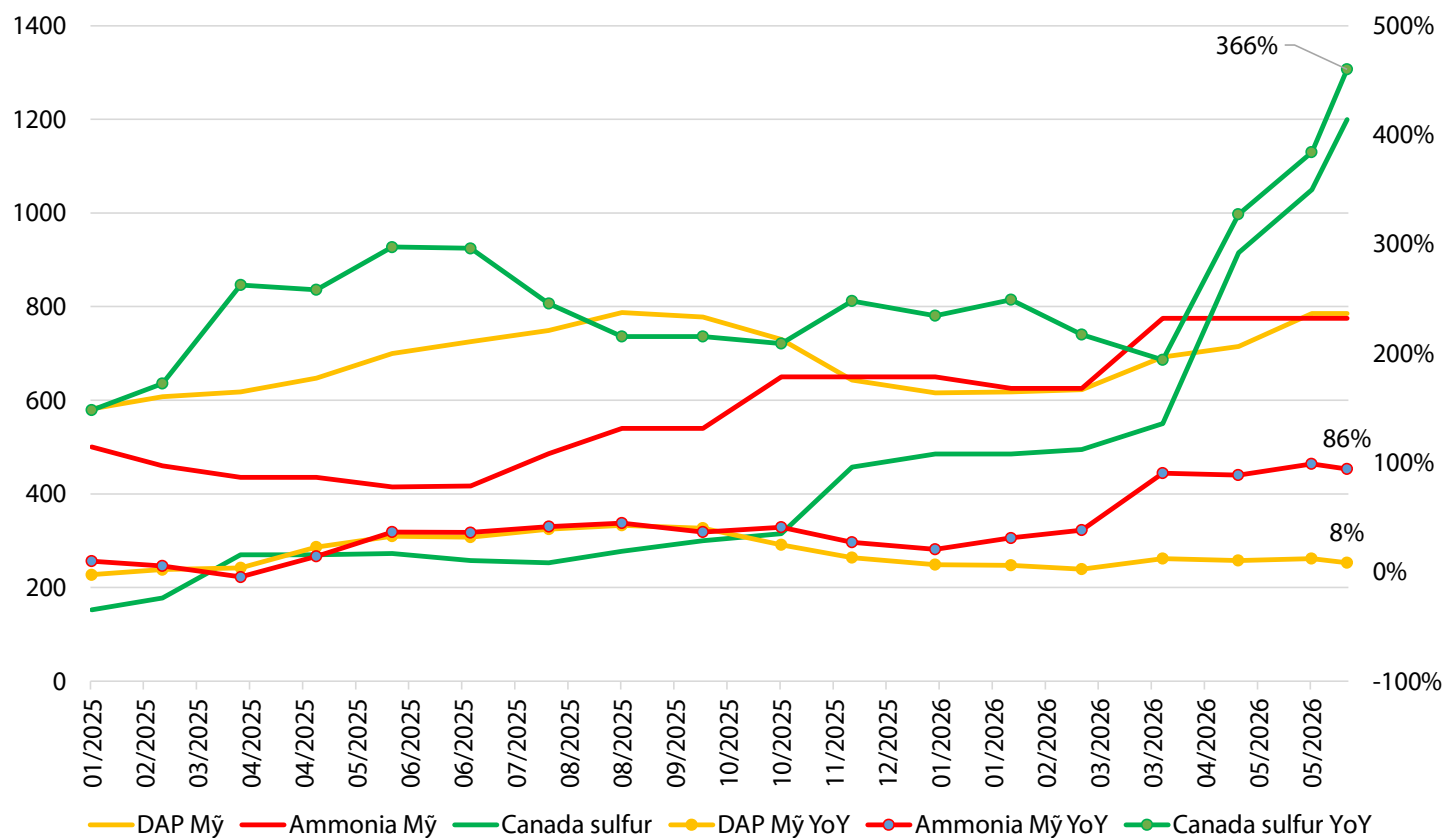
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,6x)	25.872	50%	12.936
DCF (EV/EBITDA: 5,4x; WACC: 13%)	34.503	50%	17.252
Giá mục tiêu			30.100

								YoY				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	3.365	5.624	6.699	6.803	6.909	7.017	7.128	19,13%	1,55%	1,56%	1,57%	1,57%
LNST	168,35	633,54	614,03	615,59	623,87	658,35	692,24	-3,08%	0,25%	1,35%	5,53%	5,15%
Biên gộp	10,80%	16,76%	14,64%	15,62%	16,10%	16,55%	16,98%	-2%	1%	0%	0%	0%
Biên ròng	5,00%	11,27%	9,17%	9,05%	9,03%	9,38%	9,71%	-2%	0%	0%	0%	0%
Sản lượng DAP	244	261	261	261	261	261	261	8,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá bán DAP (trước thuế VAT)	13,6	16,6	19,9	20,3	20,7	21,1	21,6	20,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Giá sulfur đầu vào	95	225	561	561	550	539	528	150,00%	0,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%
Giá ammonia đầu vào	492	507	507	507	517	527	538	0,00%	0,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Nguồn: DDV, CTCK Rồng Việt

GIÁ ĐẦU VÀO VÀ ĐẦU RA CỦA DAP

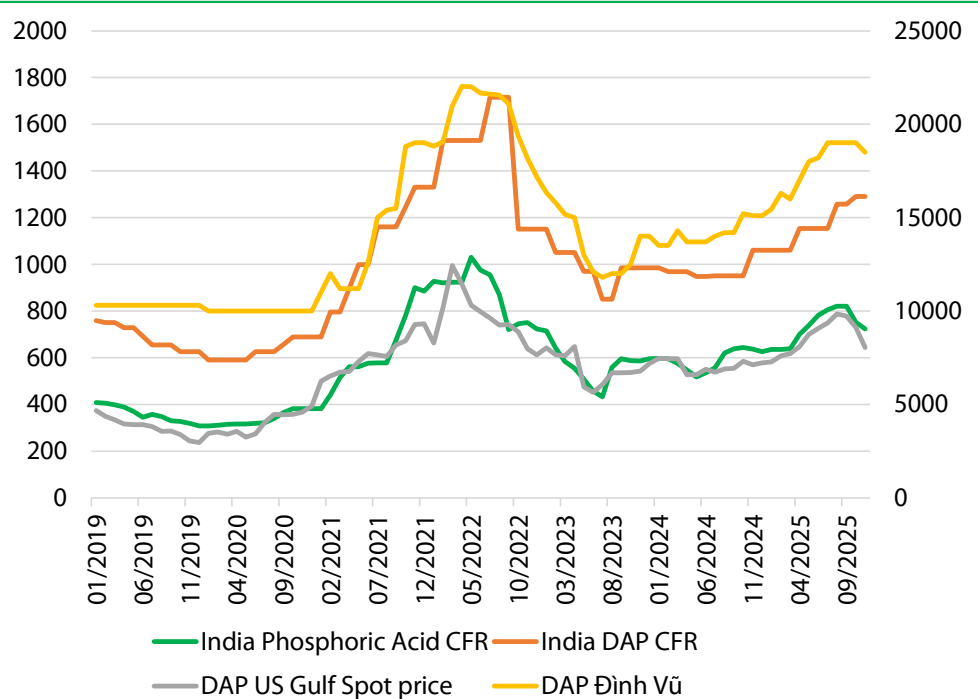
| NGÀNH PHÂN BÓN



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Để sản xuất phân DAP (hóa chất là $(NH_4)_2HPO_4$) cần Sulfur chiếm 10% tổng chi phí nguyên vật liệu và chi phí Ammonia chiếm 30%

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

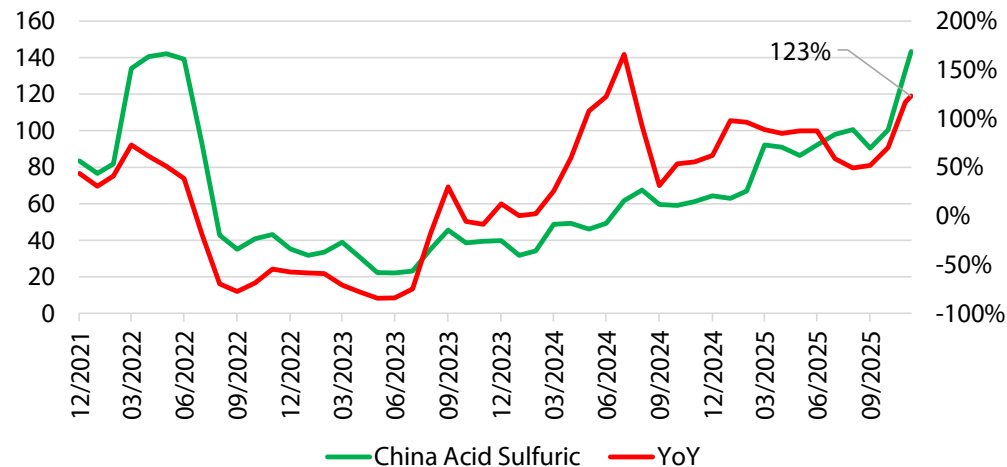
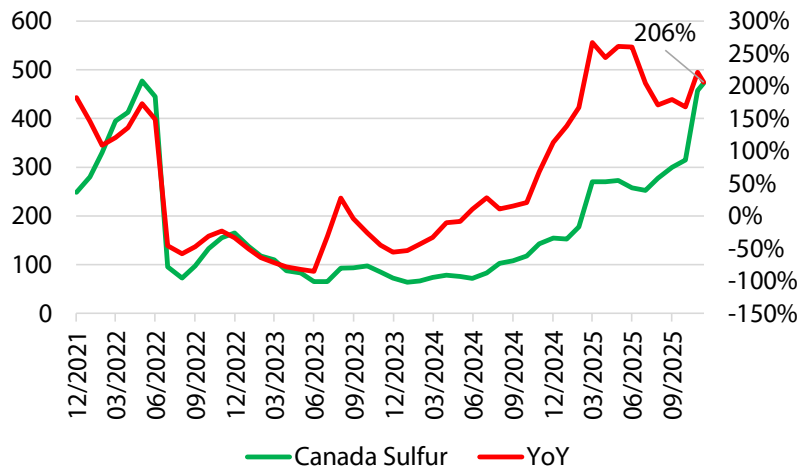
Giá bán DAP Đình Vũ trung bình tăng 15% trong năm 2025 theo đà tăng giá phân DAP thế giới (Ấn Độ và US) do giá Sulfur tăng cao.

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.

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



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

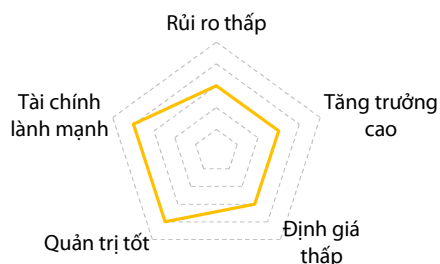
Giá sản xuất Acid Phosphoric tăng theo giá Acid Sulfuric khi cầu đẩy và cung giảm:

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.

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
GTGD BQ 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	12.680	14.031
LNST (tỷ đồng)	310	334	390
ROA (%)	8,6	6,6	6,6
ROE (%)	23,5	20,9	20,9
EPS (đồng)	5.421	5.421	5.850
GTSS (đồng)	24.160	24.160	28.024
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	2.000	2.000
P/E (x)	7,9	12,1	11,2
P/B (x)	1,8	2,7	2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng 19% nhờ giá bán tăng 15% và 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.

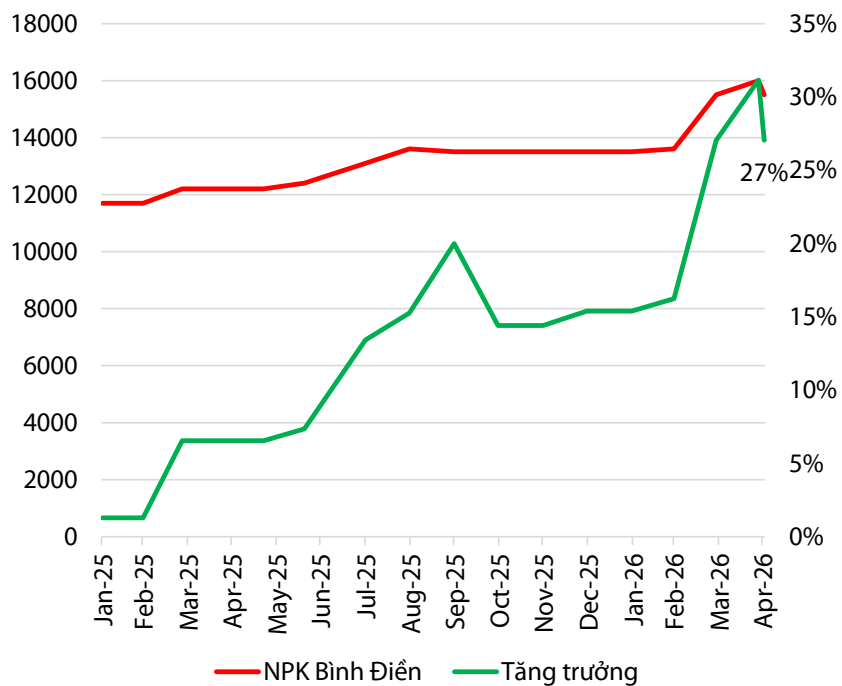
Biên gộp sụt giảm nhẹ do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng nhanh hơn giá bán sau thuế

- Biên gộp giảm nhẹ do chi phí đầu vào như Ure ước tính tăng cao hơn giá bán NPK và doanh nghiệp gặp khó khăn trong 2H2026 khi giá bán giảm dần.

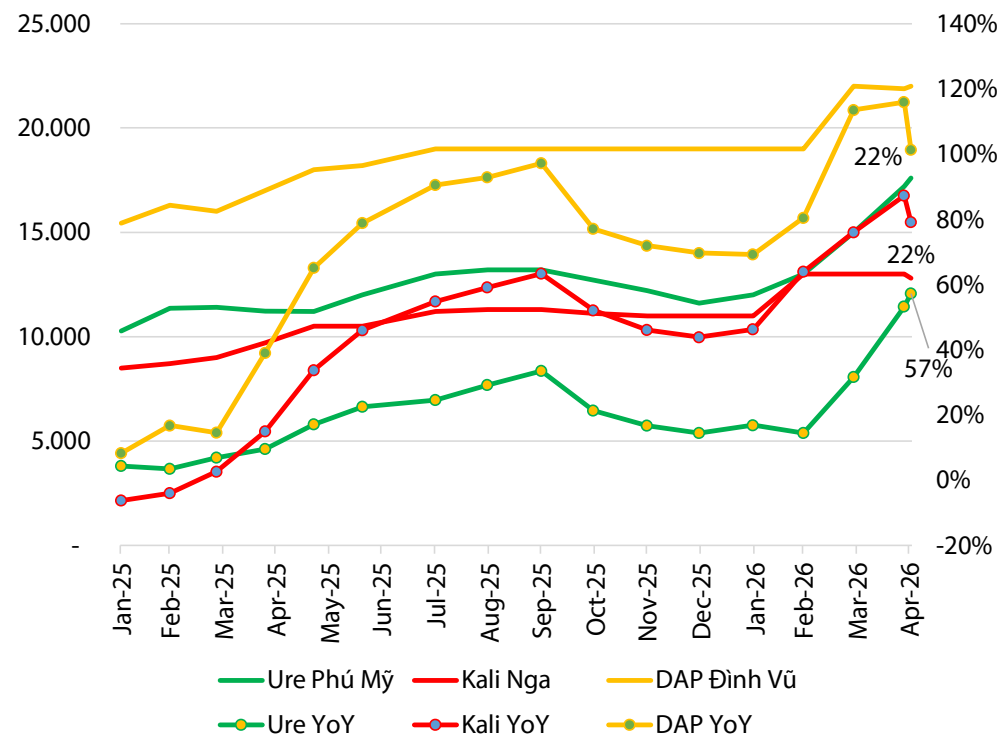
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- 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.

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng									
						2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu thuần	7.743	8.581	8.588	9.358	10.615	12.680	14.031	14.594	15.118	15.522	19%	11%	4%	4%	3%
- Sản lượng NPK (nghìn tấn)	729	510	580	729	790	817	886	904	918	924	3%	8%	2%	2%	1%
- Giá bán NPK (đồng/kg)	10.614	16.809	14.706	12.992	13.610	15.652	15.965	16.284	16.610	16.942	15%	2%	2%	2%	2%
Giá vốn hàng bán	6.838	7.693	7.680	7.965	9.289	11.300	12.567	13.071	13.540	13.903	22%	11%	4%	4%	3%
Lãi gộp	905	888	908	1.394	1.326	1.380	1.464	1.522	1.577	1.619	4%	6%	4%	4%	3%
Biên gộp	12%	10%	11%	15%	12%	11%	10%	10%	10%	10%	-2%	0%	0%	0%	0%
Chi phí bán hàng và QLDN	456	510	589	801	783	826	870	913	959	1.010	6%	5%	5%	5%	5%
Tỷ lệ SG&A	6%	6%	7%	9%	7%	7%	6%	6%	6%	7%	-1%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	514	426	440	656	613	586	628	636	655	642	-4%	7%	1%	3%	-2%
Doanh thu tài chính	7	14	21	28	23	23	53	57	57	59	0%	128%	6%	0%	4%
Chi phí tài chính	58	98	117	57	50	62	60	57	53	45	24%	-3%	-5%	-8%	-15%
Lợi nhuận trước thuế	371	246	196	531	495	476	548	560	581	576	-4%	15%	2%	4%	-1%
Chi phí thuế TNDN	74	52	61	103	95	95	110	112	116	115	0%	15%	2%	4%	-1%
Lợi nhuận ròng	220	150	148	358	310	334	390	397	411	405	8%	17%	2%	4%	-2%
Biên lợi nhuận ròng	2,8%	1,7%	1,7%	3,8%	2,9%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	-10%	5%	-2%	0%	-4%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	3.841	2.620	2.593	6.267	5.421	5.850	6.819	6.948	7.196	7.084	8%	17%	2%	4%	-2%



Nguồn: Agromonitor, CLICK Rong Viet



Để sản xuất 1 tấn phân NPK Binh Điện thì cần 430 kg Ure, 250 kg Kali, 200 Kg DAP. Nếu sử dụng phân SA để sản xuất thì chỉ cần 300kg Ure và 130 kg phân SA.



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



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE