



Ngành sản xuất phân bón

Ngành Phân bón-Hóa chất
Ngày báo cáo 14/10/2026

Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Giá urê tăng nhẹ nhờ giá dầu cao hơn

Giá urê phục hồi vào cuối quý 3. Giá urê Trung Đông duy trì dưới mức 400 USD/tấn trong tháng 7-8 trước khi phục hồi lên khoảng 440 USD/tấn vào cuối tháng 9 (thấp hơn 13% so với mức trước xung đột Trung Đông). Đà phục hồi chủ yếu được thúc đẩy bởi giá urê hạt đục tăng mạnh do: (1) rủi ro chính trị leo thang sau khi các cuộc tấn công tái diễn từ ngày 11/9, (2) nguồn cung urê hạt đục khan hiếm do hạn chế trong vận chuyển hàng hóa, (3) nhu cầu urê hạt đục mạnh hơn tại Brazil và Mỹ Latinh, và (4) giá khí đầu vào tăng. Giá urê Trung Đông trung bình 9T 2026 đạt 542 USD/tấn (+26% YoY), so với dự báo giá trung bình năm 2026 trước đây của chúng tôi là 500 USD/tấn, trong khi giá urê trung bình quý 3 đạt 399 USD/tấn (-18% YoY, -42% QoQ). Chúng tôi ước tính giá urê trung bình quý 4 đạt 445 USD/tấn (+12% YoY, +11% QoQ).

Trong Báo cáo Cập nhật ngành này, chúng tôi điều chỉnh tăng 4% giả định giá urê Trung Đông năm 2026 lên 518 USD/tấn, do: (1) giá phục hồi từ tháng 9, (2) giá dầu, khí và than tăng sau khi các cuộc tấn công tái diễn, (3) nguồn cung urê hạt đục khan hiếm, và (4) nhu cầu bổ sung hàng tồn kho theo mùa vụ trong quý 4, đặc biệt từ Brazil trong giai đoạn nhập khẩu tháng 9-12 và từ Ấn Độ trước vụ Rabi.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2027-30. Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2027-30 đạt 420 USD/tấn, vẫn cao hơn 17% so với mức trung bình giai đoạn 2016-25, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2026-2030 đạt 2,3%, tác động tích cực từ CBAM bắt đầu từ năm 2027 và môi trường chi phí đầu vào cao hơn.

Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá bán trung bình urê giai đoạn 2026-30 của (1) DCM và (2) DPM, mỗi doanh nghiệp thêm 1%.

Chúng tôi áp dụng dự báo giá dầu Brent và dầu nhiên liệu (FO) trong Báo cáo Cập nhật ngành Năng lượng ngày 22/9 của chúng tôi cho DCM/DPM. Trên thực tế, điều này khiến dự báo giá khí trung bình giai đoạn 2026-30 của DCM và DPM lần lượt tăng 3% và 2%. Giá khí của DCM bao gồm cấu phần liên kết với giá dầu Brent và FO (khoảng 70% tổng chi phí khí), giá cố định từ mỏ khí Nam Du - U Minh và cước phí (lần lượt khoảng 15%/15% tổng chi phí khí), trong khi giá khí đầu vào của DPM được cấu thành từ khoảng 50%/50% giá FO và cước phí.

Yếu tố hỗ trợ: Bãi bỏ thuế xuất khẩu từ 5% về 0%. Việc bãi bỏ thuế xuất khẩu sẽ tác động tích cực đến tổng LNST sau lợi ích CĐTTS của cả DCM và DPM. Theo ước tính của chúng tôi, nếu chính sách được thông qua trong quý 4/2026 và có hiệu lực từ ngày 01/01/2027, chúng tôi kỳ vọng việc cắt giảm thuế xuất khẩu sẽ giúp LNST của DPM tăng thêm trung bình 100 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2027-2030, tương ứng 5% LNST hằng năm, qua đó có thể giúp nâng giá mục tiêu thêm 4% từ 24.500 đồng lên 25.500 đồng/cổ phiếu. Đối với DCM, chúng tôi kỳ vọng tác động từ việc giảm thuế sẽ lớn hơn, giúp LNST của DCM tăng thêm trung bình 228 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2027-2030, tương ứng 8% LNST hằng năm, qua đó có thể giúp nâng giá mục tiêu thêm 9% từ 40.200 đồng lên 44.000 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu đối với DCM lên 40.200 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu nhờ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 10% và tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2027. Định giá của DCM đang ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 là 8,5 lần, thấp hơn 24% so với mức P/E trung bình 5 năm.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu đối với DPM lên 24.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 3% và tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2027. DPM đang giao dịch ở mức tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 là 12,8 lần, so với mức trung bình 5 năm là 14,4 lần.

Chúng tôi đánh giá tiềm năng đối với DCM cao hơn DPM nhờ P/E dự phóng năm 2026 của DCM là 7,7 lần, thấp hơn mức 9,8 lần của DPM, cũng như sản phẩm urê hạt đục của DCM phù hợp xuất khẩu hơn so với urê hạt trong của DPM.

Mã	Khuyến nghị	GTVH triệu USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN triệu USD	GTGD TB30N triệu USD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DCM	MUA	713	75,6	49,0	304	4,2	33.850	40.200	14/10/26	18,8	5,9	24,7
DPM	KQ	576	59,6	50,0	269	2,9	22.000	24.500	14/10/26	11,4	6,8	18,2

Nguồn: FiinPro, Vietcap

Hình 1: Định giá tóm tắt (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026 %	TT EPS 2027 %	P/E trượt x	P/E 2025 x	P/E 2026 x	P/E 2027 x	EV/EBITDA 2026 x	ROE 2026 %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất %
DCM	33.850	38,0	28,9	-9,0	8,0	9,9	7,7	8,5	4,1	21,9	1,6	-40,7
DPM	22.000	99,6	71,9	-23,7	8,7	16,8	9,8	12,8	3,8	15,4	1,3	-42,6

Nguồn: FiinPro, Vietcap

Tóm tắt các thay đổi dự báo

Hình 2: Dự báo giá bán urê trung bình và lợi nhuận ròng của DPM & DCM

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026-30F
Giá urê Trung Đông							Trung bình
- Dự báo mới	422	518	420	420	420	420	439
- Dự báo cũ	422	500	420	420	420	420	436
- Thay đổi dự báo	0,0%	4%	0%	0%	0%	0%	1%
DPM							
Giá bán urê trung bình (VND/kg)							Trung bình
- Dự báo mới		13.430	11.777	11.665	12.013	12.350	12.247
- Dự báo cũ		13.166	11.737	11.623	11.965	12.306	12.159
- Thay đổi dự báo		2%	0%	0%	0%	0%	1%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng
- Dự báo mới		1.846	1.408	1.384	1.837	2.110	8.584
- Dự báo cũ		1.721	1.401	1.344	1.797	2.047	8.309
- Thay đổi dự báo		7%	0%	3%	2%	3%	3%
DCM							
Giá bán urê trung bình (VND/kg)							Trung bình
- Dự báo mới		12.632	11.216	11.486	11.690	11.901	11.785
- Dự báo cũ		12.292	11.182	11.503	11.705	11.913	11.719
- Thay đổi dự báo		3%	0%	0%	0%	0%	1%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)							Tổng
- Dự báo mới		2.526	2.298	2.480	2.623	2.974	12.901
- Dự báo cũ		2.249	2.244	2.253	2.372	2.637	11.755
- Thay đổi dự báo		12%	2%	10%	11%	13%	10%

Nguồn: DPM, DCM, Vietcap

Cập nhật ngành

Thị trường urê toàn cầu

Điều chỉnh tăng dự báo giá urê Trung Đông năm 2026

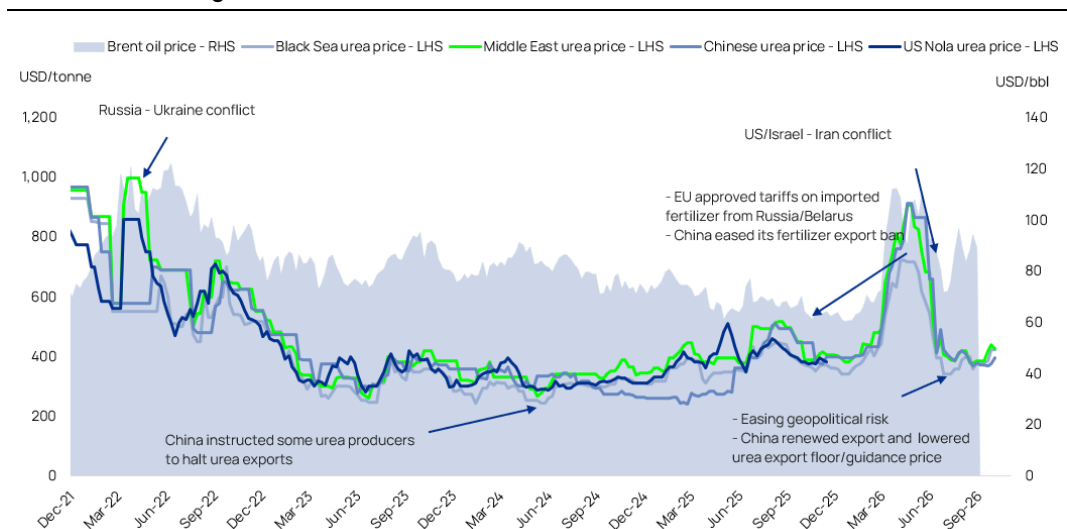
Giá urê phục hồi vào cuối quý 3. Giá urê Trung Đông duy trì dưới mức 400 USD/tấn trong tháng 7 và tháng 8 trước khi phục hồi lên khoảng 440 USD/tấn vào cuối tháng 9 (thấp hơn 13% so với mức trước xung đột Trung Đông). Đà phục hồi chủ yếu được thúc đẩy bởi giá urê hạt đục tăng mạnh do: (1) rủi ro chính trị leo thang sau khi các cuộc tấn công tái diễn từ ngày 11/9, (2) nguồn cung urê hạt đục khan hiếm do hạn chế trong vận chuyển hàng hóa, (3) nhu cầu urê hạt đục cao hơn tại Brazil và Mỹ Latinh, và (4) giá khí dầu vào tăng. Giá urê Trung Đông trung bình 9T 2026 đạt 542 USD/tấn (+26% YoY), so với dự báo giá trung bình năm 2026 trước đây của chúng tôi là 500 USD/tấn, trong khi giá urê trung bình quý 3 đạt 399 USD/tấn (-18% YoY, -42% QoQ). Chúng tôi ước tính giá urê trung bình quý 4 đạt 445 USD/tấn (+12% YoY, +11% QoQ).

Trong Báo cáo Cập nhật ngành này, chúng tôi điều chỉnh tăng 4% giá định giá urê Trung Đông năm 2026 lên 518 USD/tấn, do: (1) giá phục hồi từ tháng 9, (2) giá dầu, khí và than tăng sau khi các cuộc tấn công tái diễn, (3) nguồn cung urê hạt đục khan hiếm, và (4) nhu cầu bổ sung hàng tồn kho theo mùa vụ trong quý 4, đặc biệt từ Brazil trong giai đoạn nhập khẩu tháng 9-12 và từ Ấn Độ trước vụ Rabi.

+ Nguồn cung urê hạt đục nhiều khả năng sẽ tiếp tục khan hiếm dù Trung Quốc quay trở lại thị trường xuất khẩu. Dòng xuất khẩu từ Trung Đông vẫn thấp hơn mức trước xung đột, hạn chế khả năng cung ứng và độ tin cậy của nguồn cung từ một khu vực xuất khẩu chủ chốt. Trong khi đó, lượng urê xuất khẩu bổ sung của Trung Quốc chủ yếu tập trung vào thị trường urê hạt trong, chỉ giúp giảm bớt một phần áp lực nguồn cung urê hạt đục. Khi Brazil bước vào giai đoạn nhập khẩu chính của quý 4 với nhu cầu ưu tiên các sản phẩm hạt đục, cạnh tranh để giành các lô hàng urê hạt đục sẵn có có thể tiếp tục hỗ trợ giá urê hạt đục.

+ Hoạt động thu mua theo mùa vụ từ Brazil và Ấn Độ sẽ hỗ trợ nhu cầu quý 4 khi Brazil bước vào giai đoạn nhập khẩu chính từ tháng 9 đến tháng 12 trước vụ gieo trồng ngô safrinha, trong khi Ấn Độ đang đảm bảo nguồn cung cho vụ Rabi, bao gồm thông qua đợt đấu thầu nhập khẩu 1,7 triệu tấn gần đây. Profercy ước tính Brazil sẽ cần nhập khẩu hơn 4 triệu tấn urê trong quý 4/2026 để đạt mức nhập khẩu 7,7 triệu tấn của năm 2025.

Hình 3: Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2027-30

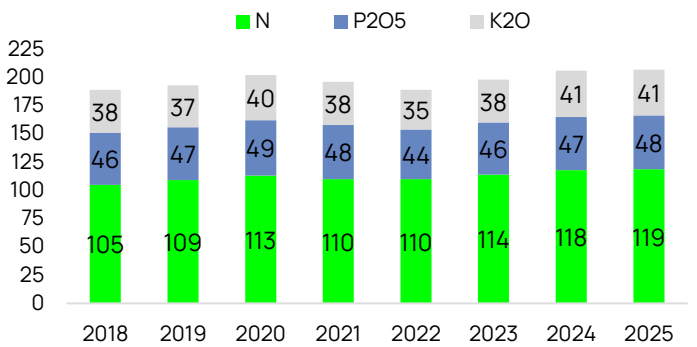
Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2027-30 ở mức 420 USD/tấn và duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng giá urê.

+ Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông đạt 420 USD/tấn, giảm 19% YoY do chúng tôi kỳ vọng nguồn cung phục hồi nhờ (1) hoạt động vận chuyển/sản xuất tại Trung Đông trở lại bình thường và (2) CRU dự báo công suất bổ sung ngoài Trung Quốc đạt 3,8 triệu tấn trong năm 2027 (+80% YoY, từ mức 2,1 triệu tấn trong năm 2026). Trong khi đó, theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), nhu cầu sẽ duy trì ổn định, nhìn chung ở mức +1-2% YoY, và Bloomberg dự báo nhu cầu urê toàn cầu năm 2027 tăng 2,4% YoY.

+ Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2027-30 đạt 420 USD/tấn, vẫn cao hơn 17% so với mức trung bình giai đoạn 2016-25, được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg về CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2026-2030 đạt 2,3%, tác động tích cực từ CBAM bắt đầu từ năm 2027 và mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

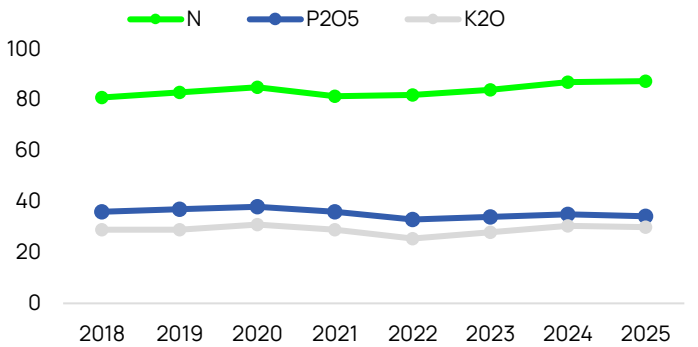
Bloomberg dự báo CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2026-2030 đạt 2,3%, tăng từ 198 triệu tấn/năm (MTPA) năm 2026 lên 217 MTPA vào năm 2030. Xu hướng này sẽ được hỗ trợ bởi tốc độ mở rộng công suất urê toàn cầu ở mức biên với CAGR đạt 0,6% và hiệu suất hoạt động cao hơn, tăng từ 79% năm 2026 lên 84% vào năm 2030.

Hình 4: Lượng tiêu thụ đạm toàn cầu đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025 (triệu tấn theo thành phần)



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

Hình 5: Mức bón đạm trung bình toàn cầu duy trì ở mức cao trong năm 2025 (kg/ha diện tích cây trồng thu hoạch)



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

Trong tháng 5/2026, ban lãnh đạo DCM cho biết CBAM (Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon), 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, đã có hiệu lực từ tháng 1/2026, nhưng các khoản thanh toán thực tế sẽ bắt đầu từ tháng 1/2027 thay vì tháng 1/2026. 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 thêm khoảng 70-140 USD/tấn.

Hình 6: Chi phí CBAM

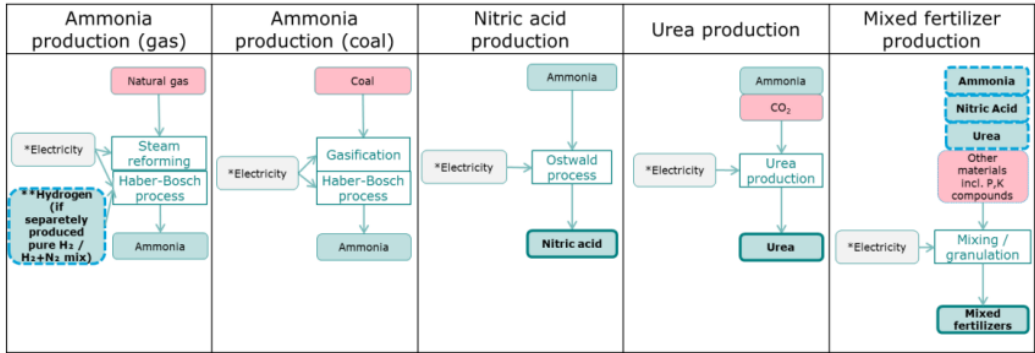
Năm	Chi phí CBAM (USD/tấn hàng hóa)
2027	69
2028	80
2029	101
2030	137

Nguồn: Các doanh nghiệp trong ngành

+ Ngày 14/8, Ủy ban châu Âu đã ban hành Hướng dẫn số 5c – Kế hoạch riêng cho ngành phân bón, đưa ra định hướng chi tiết về việc triển khai CBAM trong giai đoạn chính thức. Chúng tôi lưu ý ba điểm chính như sau:

- 1. **Nghĩa vụ tài chính theo cơ chế CBAM được tính toán dựa trên hàm lượng đạm, thay vì chỉ tính theo khối lượng lô hàng:** Hướng dẫn này bao gồm amoniac, axit nitric, urê và phân bón hỗn hợp, với lượng phát thải tích hợp được tính trên số tấn phát thải carbon trên mỗi đơn vị chức năng của hàng hóa. Đối với phân bón, EU xác định đơn vị chức năng dựa trên **số kilogram đạm chứa trong sản phẩm** theo các mã CN tương ứng. Do đó, mức độ chịu tác động của CBAM thay đổi theo hàm lượng đạm của từng sản phẩm phân bón, thay vì chỉ được xác định trên cơ sở mỗi tấn sản phẩm.
- 2. **Cả phát thải trực tiếp và gián tiếp đều được tính:** Đối với phân bón, lượng phát thải tích hợp bao gồm phát thải trực tiếp từ hoạt động sản xuất và phát thải gián tiếp từ tiêu thụ điện, đồng thời phát thải từ các nguyên liệu tiền chất liên quan cũng phải được tính vào. Điều này khiến hiệu suất sản xuất và hoạt động giám sát phát thải ngày càng trở nên quan trọng trong việc xác định chi phí CBAM.
- 3. **Hướng dẫn này làm rõ ranh giới sản xuất và phát thải từ tiền chất:** EU quy định cụ thể các quy trình sản xuất, ranh giới hệ thống và nguyên liệu tiền chất tương ứng cho từng loại phân bón, qua đó đưa ra quy định rõ ràng hơn về những công đoạn thượng nguồn và lượng phát thải nào cần được đưa vào tính toán CBAM.

Hình 7: Tổng quan về ranh giới hệ thống và chuỗi giá trị sản xuất phân đạm cùng các tiền chất



Nguồn: Ủy ban châu Âu, Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về các tác động của CBAM

- Trung Quốc, quốc gia sản xuất urê lớn nhất thế giới, thường sản xuất amoniac thông qua quá trình khí hóa các nguyên liệu nặng như than - quy trình có cường độ phát thải carbon cao đáng kể, được gọi là sản xuất từ than.
- Ngược lại, các nhà sản xuất lớn bao gồm Trung Đông, Nga và Việt Nam chủ yếu dựa vào sản xuất từ khí (chuyển hóa hơi nước từ khí tự nhiên), vốn có mức phát thải carbon thấp hơn về mặt cấu trúc.
- Khi Trung Quốc có thể phải chịu chi phí CBAM cao hơn đối với sản lượng xuất khẩu sang EU, các nhà sản xuất sử dụng khí có thể có lợi thế tương đối về giá trong hoạt động thương mại với EU - dù tác động lên mặt bằng giá urê toàn cầu vẫn khá hạn chế, do tỷ trọng xuất khẩu sang EU của Trung Quốc tương đối nhỏ so với tổng lượng xuất khẩu.

Chúng tôi áp dụng các dự báo mới nhất về giá dầu Brent và dầu FO từ [Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9](#)

Hình 8: Dự báo giá trung bình dầu Brent (USD/thùng) và dầu FO (USD/tấn)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi trung bình 2026-30F
Giá dầu Brent (USD/thùng)						
Mới	90	75	72	72	72	
Cũ	83	70	70	70	70	
Mới so với cũ	8%	7%	3%	3%	3%	5%
Giá dầu FO (USD/tấn)						
Mới	570	501	454	437	420	
Cũ	531	458	438	428	420	
Mới so với cũ	7%	9%	4%	2%	0%	5%

Nguồn: Vietcap

Thị trường urê trong nước: Điều chỉnh tăng triển vọng giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30

Bộ Tài chính đề xuất bãi bỏ thuế xuất khẩu đối với các sản phẩm urê

Trong dự thảo sửa đổi Nghị định 26/2023/NĐ-CP, Bộ Tài chính đề xuất giảm thuế xuất khẩu urê từ 5% xuống 0%. Tuy nhiên, ngày có hiệu lực vẫn chưa được công bố.

Bộ Tài chính cho rằng năng lực sản xuất urê trong nước đủ để đáp ứng toàn bộ nhu cầu nội địa, tạo ra lượng thặng dư dồi dào dành cho hoạt động xuất khẩu. Việc bãi bỏ thuế xuất khẩu không chỉ cải thiện khả năng cạnh tranh về giá quốc tế của các nhà sản xuất urê Việt Nam mà còn hỗ trợ sản lượng xuất khẩu và lợi nhuận cao hơn. Bộ Tài chính cũng kỳ vọng mức tăng lợi nhuận doanh nghiệp từ đó sẽ bù đắp một phần khoản thu thuế xuất khẩu bị mất thông qua nguồn thu thuế thu nhập doanh nghiệp cao hơn. Hoạt động xuất khẩu phân bón tăng cũng có thể hỗ trợ cán cân thương mại và dòng ngoại tệ vào Việt Nam.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% giá bán urê trung bình trong nước giai đoạn 2026-30

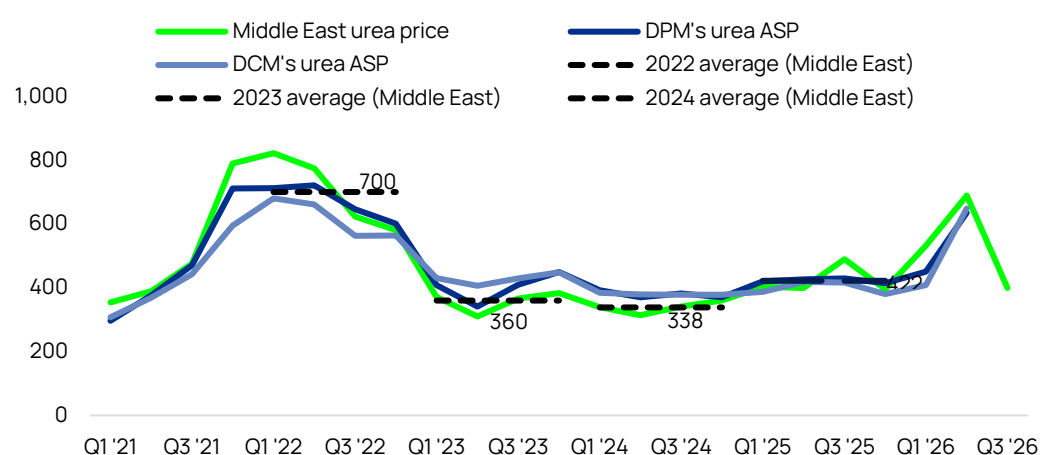
Theo Báo cáo Thường niên năm 2025 của DCM, nhu cầu urê tại Việt Nam được dự báo giảm nhẹ khoảng 1% YoY trong năm 2026, chủ yếu do giá urê ở mức cao trong nửa đầu năm 2026 và điều kiện thời tiết bất lợi. Việt Nam dự kiến chịu ảnh hưởng đáng kể từ hiện tượng thời tiết El Nino, với tình trạng hạn hán tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên trong đầu vụ, tiếp theo là lũ lụt nghiêm trọng tại Đồng bằng sông Cửu Long vào cuối năm. Theo UNDP Việt Nam và DCM, các “thảm họa kép” này có thể làm giảm 4–6% diện tích canh tác.

Đối với năm 2027, các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng nhu cầu urê trong nước sẽ phục hồi sau hai năm ở mức thấp trong giai đoạn 2025–2026 bất chấp hiện tượng El Nino, khi giá urê bình thường hóa giúp cải thiện khả năng chi trả của nông dân và hỗ trợ mức bón phân quay trở lại bình thường trong các vụ mùa chính, đặc biệt là lúa gạo và cà phê.

Trong Báo cáo Cập nhật ngành này, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30 của DPM và DCM sau khi nâng khoảng 1% dự báo giá bán urê trung bình tại Trung Đông giai đoạn 2026-30.

- DPM tăng 1% khi chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo giá bán trung bình năm 2026 do triển vọng giá bán trung bình nửa cuối năm nhìn hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình các năm 2027/28/29/30.
- DCM tăng 1% khi chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo giá bán trung bình năm 2026, qua đó phản ánh triển vọng giá khởi sắc hơn trong nửa cuối năm. Đối với các năm 2027/28/29/30, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình.

Hình 9: Giá urê Trung Đông so với giá urê trong nước (USD/tấn)



Nguồn: Vietcap, Các doanh nghiệp trong ngành

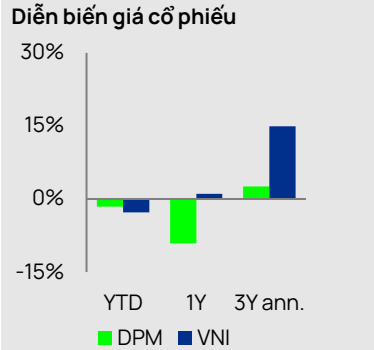
Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) KHẢ QUAN +18,2%

Ngày báo cáo	14/10/2026
Giá hiện tại	22.000 VND
Giá mục tiêu	24.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	23.900 VND
TL tăng	11,4%
Lợi suất cổ tức	6,8%
Tổng mức sinh lời	+18,2%
GT vốn hóa	14,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,0 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	75,2 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)	8,7x	13,0x	13,3x
P/B	1,3x	1,6x	1,9x
ROE	13,8%	17,3%	16,1%
ROA	9,6%	7,9%	2,4%
* Giá trị trung bình của các công ty cùng ngành nước ngoài.			

Tổng quan Công ty

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



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.794	20.335	20.448
% YoY	22,7%	25,5%	-2,2%	0,6%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.074	1.846	1.408	1.384
% YoY	99,6%	71,9%	-23,7%	-1,7%
EPS	99,6%	71,9%	-23,7%	-1,7%
DPS (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500
Lợi suất cổ tức	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Biên LN gộp	17,7%	20,6%	18,0%	17,7%
ROE	9,5%	15,4%	11,2%	10,6%
Nợ ròng/VCSH	-42,0%	-51,1%	-52,2%	-53,3%
P/E	16,8x	9,8x	12,8x	13,0x
P/B	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA	7,3x	3,8x	4,9x	4,8x

Lợi suất cổ tức bền vững và sản lượng bán tăng mạnh

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu của Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) lên 24.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 3% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/0%/+3%/+2%/+3% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá sang cuối năm 2027.
- Những thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 của chúng tôi chủ yếu do giá bán urê trung bình cao hơn 1%, bù đắp cho giá khí đầu vào tăng trung bình 2% trong giai đoạn 2026-30 do mức tăng trung bình 5% của giá dầu FO.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng lên mức 1,8 nghìn tỷ đồng (+72% YoY), nhờ (1) giá bán urê trung bình tăng 23% YoY, (2) khoản tiết kiệm chi phí thuế GTGT cả năm, và (3) lượng hàng tồn kho chi phí thấp trong quý 4/2025. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 18% YoY của giá khí đầu vào.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 giảm 24% YoY, chủ yếu do giá bán urê trung bình giảm 12% YoY sau khi giá urê Trung Đông giảm 19% YoY, một phần được bù đắp bởi giá khí đầu vào giảm 8% YoY và sản lượng cao hơn 4%.
- DPM sở hữu tổng lượng tiền mặt đạt 9,7 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 56% tính đến cuối quý 2/2026, qua đó hỗ trợ mức DPS ổn định 1.500 đồng/cổ phiếu bất chấp kế hoạch vốn đầu tư XDCB có quy mô lớn ở mức 11,7 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2026-2030.
- DPM đang giao dịch ở mức tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 là 12,8 lần so với mức trung bình 5 năm là 14,4 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Bãi bỏ thuế xuất khẩu từ 5% xuống 0%, các dự án mới
- Rủi ro:** giá bán trung bình thấp hơn kỳ vọng, cổ tức thấp hơn kỳ vọng.

DPM đưa ra kế hoạch về sản lượng cho giai đoạn nửa cuối năm. Trong bản tin quý 3/2026, công ty dự kiến sản lượng bán urê đạt 394.000 tấn và sản lượng NPK đạt 81.000 tấn, qua đó đưa sản lượng bán urê và NPK cả năm ước đạt lần lượt 835.000 tấn và 225.000 tấn. Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi dự báo sản lượng bán urê đạt 830.000 tấn và NPK đạt 225.000 tấn, qua đó điều chỉnh tăng lần lượt 1% và 13% sản lượng urê và NPK năm 2026.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% dự báo giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30 nhờ nâng 2% dự báo giá bán trung bình năm 2026, sau khi giá urê Trung Đông được điều chỉnh tăng 4%. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình các năm 2027/28/29/30 do giữ nguyên dự báo giá urê Trung Đông trung bình giai đoạn 2027-30.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-30 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +4%/+4%/+1%/+1%/+0% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), sau khi điều chỉnh tăng 5% dự báo giá dầu FO trung bình giai đoạn 2026-30 trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9. Giá khí đầu vào của DPM được xây dựng trên cơ sở khoảng 50%/50% giá dầu FO và cước phí.

Việc bãi bỏ thuế xuất khẩu sẽ tác động tích cực đến tổng LNST sau lợi ích CĐTS của DPM. Chúng tôi ước tính DPM có thể xuất khẩu trung bình 168.000 tấn trong giai đoạn 2027-2030,

chiếm 20% tổng sản lượng. Theo ước tính của chúng tôi, việc giảm thuế xuất khẩu sẽ giúp LNTT tăng thêm trung bình 100 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2027-2030, tương ứng 5% LNTT hàng năm. Điều này có thể giúp nâng giá mục tiêu thêm 4%, từ 24.500 lên 25.500 đồng/cổ phiếu.

Triển vọng năm 2026: Động lực từ giá bán urê trung bình dự kiến thúc đẩy LNST tăng trưởng mạnh

Hình 10: Dự báo năm 2026 của Vietcap

	2025	2026F	YoY	Dự báo mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	90	32%	8%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	570	37%	7%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT	10,4	12,3	18%	4%	(b) Giá cước phí và giá dầu FO lần lượt chiếm 50%/50% chi phí khí đầu vào.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	10.889	13.430	23%	2%	(b) Chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán trung bình sau khi nâng 4% giá định giá urê Trung Đông.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	11.500	12.334	7%	0%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	824	830	1%	1%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	184	225	22%	13%	(b) Chúng tôi điều chỉnh tăng 13% sản lượng, phản ánh nhu cầu cao trong nửa cuối năm 2026 và phù hợp với kế hoạch của công ty.
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	61	45	-26%	-10%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% sản lượng do nguồn lực được ưu tiên cho sản xuất NPK
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	16.564	20.794	26%	3%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu mảng urê/NPK/thương mại lần lượt tăng +24%/+31%/+35% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giá bán urê trung bình và 1% sản lượng urê. 6T 2026: Doanh thu đạt 12,6 nghìn tỷ đồng (+34% YoY, hoàn thành khoảng 62% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-13.626	-16.506	21%	3%	
Lợi nhuận gộp	2.939	4.289	46%	4%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.017	-1.248	23%	1%	
Chi phí G&A	-912	-1.132	24%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.010	1.909	89%	9%	
Thu nhập tài chính	487	492	1%	0%	
Chi phí tài chính	-165	-160	-3%	1%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18	25	N.M.	N.M.	
LNTT	1.353	2.269	68%	7%	
LNST	1.096	1.884	72%	7%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.074	1.846	72%	7%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) giá bán urê trung bình tăng 23% YoY, (2) khoản tiết kiệm chi phí thuế GTGT cả năm, và (3) lượng hàng tồn kho chi phí thấp. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 18% YoY của giá khí đầu vào. (b) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST mảng urê cao hơn 7% nhờ giá bán urê trung bình cao hơn và sản lượng NPK cao hơn 13%. 6T 2026: LNST sau lợi ích CBTS đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+115% YoY, hoàn thành khoảng 76% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	1.409	2.324	65%	8%	
Biên lợi nhuận			Δ điểm %	Δ điểm %	
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	20,6%	2,9 điểm %	0,2 điểm %	(b) Chủ yếu do giá bán trung bình tăng 2%, bù đắp cho giá khí đầu vào cao hơn 4%.

Nguồn: DPM, Vietcap

Triển vọng năm 2027: Giá bán trung bình thấp hơn gây áp lực lên LNST

Hình 11: Dự báo năm 2027 của Vietcap

	2026F	2027F	YoY	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng				
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	90	75	-17%	(a) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	570	501	-12%	(a) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT	12,3	11,3	-8%	(a) Được thúc đẩy bởi giá dầu FO giảm 12%
Giá bán urê trung bình (VND/kg)	13.430	11.777	-12%	(a) Được thúc đẩy bởi giá urê Trung Đông giảm 19% YoY
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)	12.334	12.580	2%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)	830	860	4%	(a) Được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước phục hồi trong năm 2027 sau hai năm ở mức thấp 2025-2026
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	225	225	0%	
Sản lượng bán NH3 (nghìn tấn)	45	45	0%	
KQKD (tỷ đồng)				
Doanh thu	20.794	20.335	-2%	(a) Được thúc đẩy bởi giá bán urê trung bình giảm 12%, một phần được bù đắp bởi sản lượng urê tăng 4%.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-16.506	-16.683	1%	
Lợi nhuận gộp	4.289	3.651	-15%	(a) Được thúc đẩy bởi giá bán urê trung bình giảm 12%, một phần được bù đắp bởi giá khí đầu vào giảm 8%
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.248	-1.240	-1%	
Chi phí G&A	-1.132	-1.089	-4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.909	1.321	-31%	
Thu nhập tài chính	492	566	15%	
Chi phí tài chính	-160	-160	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	3	3	0%	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	25	0	N.M.	
LNTT	2.269	1.731	-24%	
LNST	1.884	1.436	-24%	
LNST sau lợi ích CBTS	1.846	1.408	-24%	(a) Chủ yếu do giá bán urê trung bình giảm 12% YoY, một phần được bù đắp bởi giá khí đầu vào giảm 8% YoY và sản lượng urê tăng 4%.
EBITDA	2.324	1.751	-25%	
Biên lợi nhuận			Δ điểm %	
Biên lợi nhuận gộp	20,6%	18,0%	-2,7 điểm %	(a) Chủ yếu do giá bán urê trung bình giảm 12%.

Nguồn: DPM, Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu của DPM lên 24.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 3% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/0%/+3%/+2%/+3% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang cuối năm 2027.

DPM lên kế hoạch giải ngân 11,7 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư XDCB trong giai đoạn 2026-30. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu đến từ các sản phẩm mới khi các sản phẩm hóa chất khác được đặt mục tiêu đạt 1,2 triệu tấn (tốc độ tăng trưởng trung bình 400%/năm) trong 5 năm tới. Công ty cũng sẽ nghiên cứu mở rộng công suất urê và giai đoạn 2 của hoạt động sản xuất CO₂ thương mại, đồng thời đặt mục tiêu thực hiện ít nhất hai thương vụ M&A trong lĩnh vực phân bón và hóa chất.

Chúng tôi đưa vào mô hình khoảng 20% kế hoạch vốn đầu tư XDCB của công ty, trong khi chờ thông tin chi tiết về các dự án mới để đưa vào dự báo.

Hình 12: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	24.500
P/E dự phóng năm 2026/2027 tại giá mục tiêu (x)	10,9x/ 14,3x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 13: Giả định và định giá chiết khấu dòng tiền của DPM

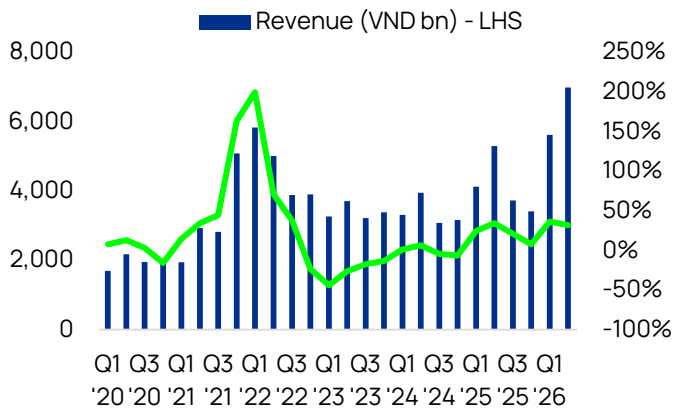
Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
LN từ HĐKD	1.909	1.321	1.274	1.801	2.085	2.073
- Thuế	-325	-225	-217	-306	-355	-352
+ Khấu hao	415	430	445	460	475	495
- Vốn XDCB	-300	-300	-300	-300	-300	-1.000
- Tăng vốn lưu động	519	450	-179	-163	-145	-37
Dòng tiền tự do (DTTD)	2.218	1.677	1.023	1.491	1.760	1.179
Giá trị hiện tại (GHTT) của DTTD		1.476	793	1.017	1.057	623
Tổng GHTT của DTTD		1.476	2.269	3.285	4.342	4.965

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GHTT của DTTD	4.965
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GHTT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%)	5.471
Tỷ lệ phi rủi ro %	7,0	7,0	GHTT của DTTD và GTC	10.436
Chi phí VCSH %	14,2	14,2	Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	9.728
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0	Trừ: Nợ vay	3.232
Mức thuế doanh nghiệp %	17,0	17,0	Trừ: Lợi ích CĐTS	265
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0	Giá trị vốn sở hữu	16.668
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0	SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	680
WACC %	13,6	13,6	Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	24.500

Nguồn: Vietcap

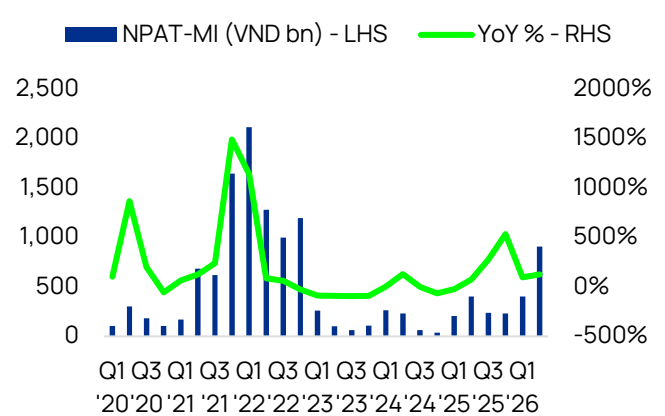
KQKD theo quý

Hình 14: Doanh thu hàng quý của DPM



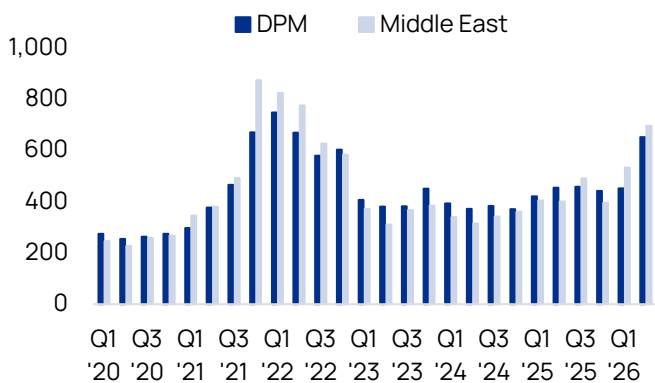
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DPM



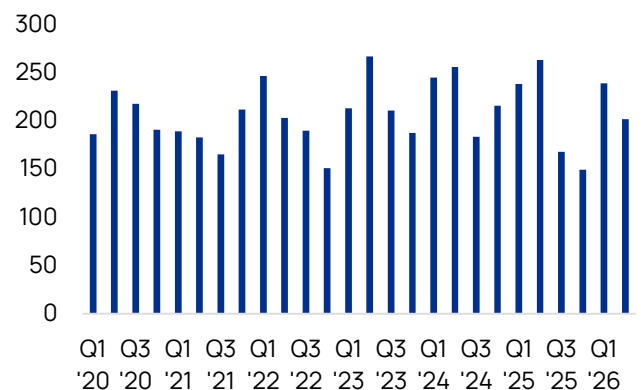
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 16: Giá bán urê trung bình của DPM so với giá urê Trung Đông (USD/tấn)



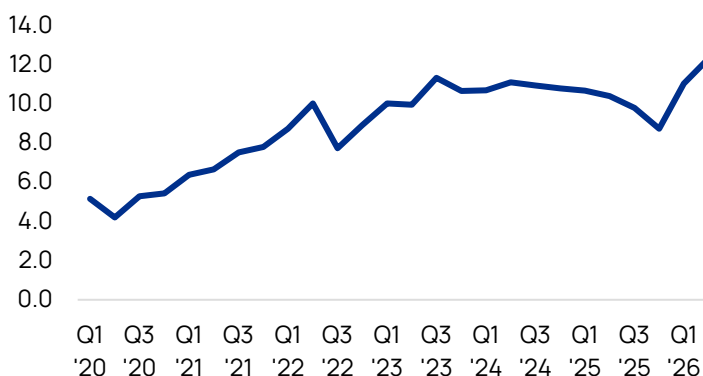
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 17: Sản lượng bán urê của DPM (nghìn tấn)



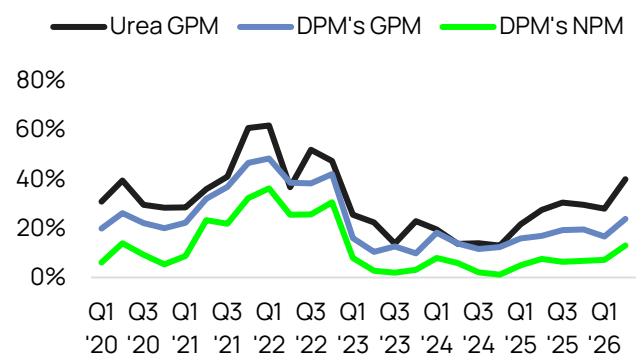
Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 18: Giá khí đầu vào của DPM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DPM, Vietcap

Hình 19: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp và biên LN ròng của DPM (%)



Nguồn: DPM, Vietcap

DPM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.564	20.794	20.335	20.448
Giá vốn hàng bán	-13.626	-16.506	-16.683	-16.832
Lợi nhuận gộp	2.939	4.289	3.651	3.616
Chi phí bán hàng	-1.017	-1.248	-1.240	-1.247
Chi phí quản lí DN	-912	-1.132	-1.089	-1.095
LN từ HĐKD	1.010	1.909	1.321	1.274
Thu nhập tài chính	487	492	566	584
Chi phí tài chính	-165	-160	-160	-160
- trong đó, chi phí lãi vay	-142	-129	-129	-129
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	3	3	3
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18	25	0	0
LNTT	1.353	2.269	1.731	1.701
Thuế TNDN	-258	-386	-294	-289
LNST trước CĐTS	1.096	1.884	1.436	1.412
Lợi ích CĐ thiếu số	-22	-38	-29	-28
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.074	1.846	1.408	1.384
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.074	1.846	1.408	1.384
EBITDA	1.409	2.324	1.751	1.718
EPS báo cáo, VND	1.310	2.253	1.718	1.689
EPS cốt lõi, VND	1.310	2.253	1.718	1.689
EPS pha loãng, VND	1.310	2.253	1.718	1.689
DPS, VND	1.500	1.500	1.500	1.500
DPS/EPS (%)	114%	67%	87%	89%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	22,7%	25,5%	-2,2%	0,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	182,0%	89,1%	-30,8%	-3,6%
Tăng trưởng LNTT	102,2%	67,7%	-23,7%	-1,7%
Tăng trưởng EPS	99,6%	71,9%	-23,7%	-1,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	17,7%	20,6%	18,0%	17,7%
Biên LN từ HĐ %	6,1%	9,2%	6,5%	6,2%
Biên EBITDA %	8,5%	11,2%	8,6%	8,4%
Biên LNST sau CĐTS %	6,5%	8,9%	6,9%	6,8%
ROE	9,5%	15,4%	11,2%	10,6%
ROA	6,3%	10,1%	7,5%	7,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	69,2	69	68	66
Số ngày phải thu	32,5	32	32	32
Số ngày phải trả	18,2	18	18	18
TG luân chuyển tiền	83,4	83	82	80
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,5	2,7	2,9
CS thanh toán nhanh	1,8	2,0	2,2	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4	0,4
Nợ/Tài sản	23,4%	22,2%	22,0%	21,8%
Nợ/Vốn	26,5%	25,1%	24,5%	24,0%
Nợ ròng/Vốn CSH	-42,0%	-51,1%	-52,2%	-53,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M	N.M	N.M	N.M

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.168	1.731	2.077	2.435
Đầu tư TC ngắn hạn	7.835	8.769	8.769	8.769
Các khoản phải thu	1.390	1.262	1.222	1.232
Hàng tồn kho	3.434	3.128	3.108	3.044
TS ngắn hạn khác	683	718	718	718
Tổng TS ngắn hạn	14.510	15.609	15.894	16.198
TS dài hạn (gộp)	13.233	13.533	13.833	14.133
- Khấu hao lũy kế	-10.599	-11.013	-11.443	-11.888
TS dài hạn (ròng)	2.634	2.519	2.390	2.245
Đầu tư TC dài hạn	285	285	285	285
TS dài hạn khác	348	348	348	348
Tổng TS dài hạn	3.267	3.152	3.023	2.878
Tổng Tài sản	17.778	18.762	18.918	19.077
Phải trả ngắn hạn	671	825	834	841
Nợ ngắn hạn	4.164	4.164	4.164	4.164
Nợ ngắn hạn khác	1.193	1.160	890	650
Tổng nợ ngắn hạn	6.028	6.149	5.888	5.655
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	215	215	215	215
Tổng nợ	6.244	6.365	6.104	5.871
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
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.664	3.490	3.877	4.241
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	180	218	247	275
Vốn chủ sở hữu	11.533	12.397	12.813	13.205
Tổng cộng nguồn vốn	17.778	18.762	18.918	19.077
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	680	680	680	680

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.005	1.168	1.731	2.077
Thu nhập ròng	1.074	1.846	1.408	1.384
Khấu hao	351	415	430	445
Thay đổi vốn lưu động	-2.668	519	-200	-179
Điều chỉnh khác	-828	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-2.072	2.779	1.637	1.650
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-127	-300	-300	-300
Đầu tư, ròng	2.208	-934	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	2.081	-1.234	-300	-300
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 hoạt động TC khác	3	38	29	28
Tiền từ hoạt động TC	155	-982	-991	-992
Tổng lưu chuyển tiền tệ	164	563	346	358
Tiền cuối năm	1.168	1.731	2.077	2.435

Nguồn: DPM, Vietcap

Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

MUA +24,7%

Ngành	Hóa nông
Ngày báo cáo	14/10/2026
Giá hiện tại	33.850 VND
Giá mục tiêu	40.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	35.800 VND
TL tăng	+18,8%
Lợi suất cổ tức	5,9%
Tổng mức sinh lời	+24,7%
GT vốn hóa	18,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	108,8 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)	8,0x	13,0x	13,3x
P/B	1,6x	1,6x	1,9x
ROE	21,3%	17,3%	16,1%
ROA	13,2%	7,9%	2,4%

* 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 tại Việt Nam với thị phần khoảng 32%. DCM sở hữu nhà máy urê với công suất thiết kế 800.000 tấn urê hạt đục/năm và nhà máy NPK với công suất 660.000 tấn.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	21.461	21.986	23.449
% YoY	23,6%	29,0%	2,4%	6,7%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.960	2.526	2.298	2.480
% YoY	38,0%	28,9%	-9,0%	7,9%
EPS	38,0%	28,9%	-9,0%	7,9%
DPS (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Biên LN gộp	24,3%	23,5%	21,0%	20,6%
ROE	18,7%	21,9%	17,8%	17,4%
Nợ ròng/VCSH	-49,9%	-49,0%	-62,7%	-58,7%
P/E	9,9x	7,7x	8,5x	7,9x
P/B	1,7x	1,5x	1,3x	1,2x
EV/EBITDA	5,6x	4,1x	3,4x	3,1x

Sản lượng bán cao hơn dự kiến thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu của Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) lên 40.200 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 10% và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang cuối năm 2027.
- Những thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 của chúng tôi (với các mức điều chỉnh lần lượt là +12%/+2%/+10%/+11%/+13% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30) chủ yếu do sản lượng urê giai đoạn 2026-30 cao hơn 7% và giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30 cao hơn 1% (sau khi giá urê Trung Đông được điều chỉnh tăng 1% tương ứng), bù đắp cho chi phí khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-30 cao hơn 3%.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 tăng 29% YoY, nhờ (1) giá bán trung bình tăng 18% và (2) sản lượng bán tăng 14% được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu tăng 24% nhờ giá quốc tế thuận lợi trong nửa đầu năm. Các yếu tố này bù đắp cho mức tăng 29% của giá khí đầu vào.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 giảm 9% YoY, chủ yếu do LNST mảng urê giảm 25% YoY, một phần được bù đắp bởi LNST mảng NPK tăng 180% YoY. Kết quả của mảng NPK được hỗ trợ bởi kỳ vọng sản lượng bán tăng khoảng 22% YoY nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn.
- Định giá của DCM đang ở mức hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2027 là 8,5 lần, thấp hơn 24% so với mức P/E trung bình 5 năm.
- Yếu tố hỗ trợ: Bãi bỏ thuế xuất khẩu từ 5% xuống 0%**
- Rủi ro:** Giá bán urê trung bình và lợi nhuận mảng NPK thấp hơn kỳ vọng

Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% tổng sản lượng bán urê giai đoạn 2026-30. Trong 8T 2026, DCM công bố sản lượng bán đạt 703.000 tấn (+13% YoY), hoàn thành 82% dự báo trước đây của chúng tôi. Chúng tôi ước tính sản lượng bán quý 3 tăng 55% YoY, chủ yếu nhờ sản lượng trong nước phục hồi đáng kể. Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu chiếm khoảng 54% tổng sản lượng năm 2026. Chúng tôi cho rằng nhà máy mới và hiệu suất hoạt động cao của DCM sẽ giúp công ty duy trì ổn định sản lượng sản xuất/bán ở mức cao.

LNTT 8T 2026 hoàn thành khoảng 87% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. Tại ĐHCĐ bất thường tổ chức vào tháng 9, ban lãnh đạo cho biết KQKD 8T 2026 khả quan, với doanh thu tăng 30% YoY và LNTT tăng hơn 50% YoY, vượt LNTT cả năm 2025 là 2,2 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi ước tính LNTT 9T 2026 đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (+38% YoY, tương đương 94% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).

Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng 1% giá bán urê trung bình giai đoạn 2026-30 do giá bán urê năm 2026 được điều chỉnh tăng 3% sau khi giá urê Trung Đông được điều chỉnh tăng 4%, trong khi giữ nguyên dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2027-30.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo giá khí đầu vào trung bình giai đoạn 2026-30 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +7%/+7%/+2%/+1%/+0% cho dự báo các năm 2026/27/28/29/30), được thúc đẩy bởi giá dầu FO/Brent trung bình cao hơn lần lượt 5%/5% theo dự báo trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9 của chúng tôi.

Việc bãi bỏ thuế xuất khẩu sẽ tác động tích cực đến tổng LNST sau lợi ích CĐTS của DCM. Chúng tôi ước tính DCM sẽ xuất khẩu trung bình 394.600 tấn urê hạt đục trong giai đoạn 2027-2030, chiếm 44% tổng sản lượng. Theo ước tính của chúng tôi, việc giảm thuế sẽ giúp LNTT của DCM tăng thêm trung bình 228 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2027-2030, tương đương với 8% LNTT hàng năm. Điều này có thể giúp nâng giá mục tiêu thêm 9%, từ 40.200 lên 44.000 đồng/cổ phiếu.

Triển vọng năm 2026: LNST tăng mạnh nhờ giá bán urê trung bình tích cực

Hình 20: Dự báo năm 2026 của Vietcap

	2025	2026F	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng					
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	90	32%	8%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	417	570	37%	7%	(b) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT*	8,7	11,2	29%	7%	(b) Theo các giả định giá dầu Brent và FO cao hơn của chúng tôi.
Giá bán urê trung bình (VND/kg)*	10.747	12.632	18%	3%	(b) Được thúc đẩy bởi dự báo giá urê Trung Đông cao hơn 4% của chúng tôi.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)*	11.672	12.022	3%	1%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)*	805	921	14%	7%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)**	333	382	15%	0%	
KQKD (tỷ đồng)					
Doanh thu	16.631	21.461	29%	11%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng doanh thu lần lượt +35%/+15%/+40% của mảng urê/NPK/thương mại. (b) Do sản lượng cao hơn 7%, giá bán urê trung bình dự báo cao hơn 3% và giá bán NPK trung bình cao hơn 1% theo dự báo của chúng tôi. 6T 2026: Doanh thu đạt 12 nghìn tỷ đồng (+27% YoY, hoàn thành 62% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Giá vốn hàng bán (COGS)	-12.582	-16.423	31%	11%	
Lợi nhuận gộp	4.049	5.038	24%	10%	
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.176	-1.438	22%	11%	
Chi phí G&A	-968	-1.028	6%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.905	2.572	35%	13%	
Thu nhập tài chính	395	401	2%	2%	
Chi phí tài chính	-97	-126	29%	0%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M.	N.M.	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5	5	0%	0%	
LNTT	2.207	2.852	29%	12%	
LNST	1.962	2.528	29%	12%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.960	2.526	29%	12%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê tăng 26% YoY (giá bán trung bình tăng 18% YoY bù đắp cho giá khí tăng 29% YoY), (2) LNST mảng NPK tăng 81% YoY (hiệu suất hoạt động cao hơn), và (3) khoản tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế GTGT áp dụng trọn năm. (b) Chủ yếu do dự báo LNST mảng urê của chúng tôi tăng 14% nhờ giá bán trung bình cao hơn 3%, bù đắp cho giá khí đầu vào cao hơn 7%. Nửa đầu năm: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 1.856 tỷ đồng (+55% YoY, hoàn thành 83% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
EBITDA	2.247	2.940	31%	13%	
Biên lợi nhuận					
			Δ điểm %		
Biên lợi nhuận gộp	24,3%	23,5%	-0,9 điểm %	-0,3 điểm %	(b) Biên lợi nhuận thu hẹp do giá khí đầu vào cao hơn.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	7,1%	6,7%	-0,4 điểm %	0,0 điểm %	
Chi phí quản lý DN/doanh thu	5,8%	4,8%	-1,0 điểm %	-0,5 điểm %	

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

Triển vọng năm 2027: LNST giảm YoY do giá bán trung bình thấp hơn

Hình 21: Dự báo năm 2027 của Vietcap

	2026F	2027F	YoY	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo
Giá & Sản lượng				
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	90	75	-17%	(a) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá dầu nhiên liệu trung bình (USD/tấn)	570	501	-12%	(a) Áp dụng dự báo mới nhất của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng tháng 9/2026.
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU), bao gồm VAT*	11,2	10,2	-9%	(a) Được thúc đẩy bởi giá dầu Brent thấp hơn 17%/giá dầu FO thấp hơn 12%
Giá bán urê trung bình (VND/kg)*	12.632	11.216	-11%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo giá urê Trung Đông thấp hơn 19% của chúng tôi.
Giá bán NPK trung bình (VND/kg)*	12.022	12.383	3%	
Sản lượng bán urê (nghìn tấn)*	921	921	0%	
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)**	382	465	22%	(a) Được thúc đẩy bởi hiệu suất hoạt động cao hơn.
KQKD (tỷ đồng)				
Doanh thu	21.461	21.986	2%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng doanh thu lần lượt +25%/+10% YoY của mảng NPK và thương mại, bù đắp cho mức giảm 11% YoY của doanh thu mảng urê.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-16.423	-17.374	6%	
Lợi nhuận gộp	5.038	4.612	-8%	(a) Do giá bán urê trung bình giảm 11% YoY, một phần được bù đắp bởi giá khí đầu vào giảm 9%
Chi phí bán hàng & tiếp thị	-1.438	-1.319	-8%	
Chi phí G&A	-1.028	-986	-4%	(a) Do việc ghi nhận chi phí quỹ khoa học trở lại bình thường.
Lợi nhuận từ HĐKD	2.572	2.307	-10%	
Thu nhập tài chính	401	431	7%	
Chi phí tài chính	-126	-129	3%	
Lãi/lỗ từ các CTLK	0	0	N.M	
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5	5	0%	
LNTT	2.852	2.614	-8%	
LNST	2.528	2.300	-9%	
LNST sau lợi ích CBTS	2.526	2.298	-9%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) LNST mảng urê giảm 25% YoY (giá bán trung bình giảm 11% YoY, một phần được bù đắp bởi giá khí giảm 9% YoY), và (2) LNST mảng NPK tăng 180% YoY (nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn).
EBITDA	2.940	2.753	-6%	
Biên lợi nhuận				
Biên lợi nhuận gộp	23,5%	21,0%	-2,5 điểm %	(a) Biên lợi nhuận thu hẹp do giá bán trung bình thấp hơn.
Chi phí bán hàng & tiếp thị/doanh thu	6,7%	6,0%	-0,7 điểm %	
Chi phí quản lý DN/doanh thu	4,8%	4,5%	-0,3 điểm %	

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

Định giá

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

- **Chúng tôi điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu của DCM lên 40.200 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA.** Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-30 cao hơn 10% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +12%/+2%/+10%/+11%/+13% cho các năm 2026/27/28/29/30) và tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang cuối năm 2027.

Hình 22: Tóm tắt định giá đối với kịch bản cơ sở

Phương pháp định giá	Phương pháp CKDT
Giá mục tiêu	40.200
P/E dự phóng năm 2026/2027 tại giá mục tiêu (x)	9,2x/ 10,1x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB đạt 5,3 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-30, dựa trên công bố của ban lãnh đạo về danh mục các dự án đang phát triển. Các dự án này được liệt kê dưới đây gồm (1), (2) và (3). Khoản đầu tư này tương đương khoảng 53% tổng kế hoạch vốn đầu tư XDCB trị giá 10 nghìn tỷ đồng của DCM, trong khi chúng tôi chưa đưa các hạng mục (4) và (5) vào mô hình 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 vốn đầu tư XDCB ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Ban lãnh đạo kỳ vọng hoạt động cải tạo sẽ bắt đầu vào cuối năm 2026/đầu năm 2027 và hoàn thành trong tháng 8-9/2027.
- (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 mục tiêu doanh thu năm 2030 của ban lãnh đạo đạt 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025):

- + **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 36% 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 2,0 nghìn tỷ đồng từ mảng hóa chất/khí công nghiệp (khoảng 5% tổng doanh thu).
- + **Kế hoạch mục tiêu giai đoạn 2026-30 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 8,8 nghìn tỷ đồng từ hóa chất/khí công nghiệp và các mảng khác (khoảng 7% tổng doanh thu).
- + **Mở rộng sang các sản phẩm công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (ví dụ: sầu 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 23: Giả định và định giá chiết khấu dòng tiền trong kịch bản cơ sở

(tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
LN từ HĐKD	2.572	2.307	2.430	2.595	2.938	2.968
- Thuế	-286	-257	-270	-289	-327	-330
+ Khấu hao	369	446	532	554	582	614
- Vốn XDCB	-750	-1.539	-1.720	-600	-700	-1.160
- Tăng vốn lưu động	-466	2.312	57	-32	-49	-75
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.438	3.269	1.027	2.228	2.444	2.017
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		2.876	795	1.517	1.464	1.063
Tổng GTHT của DTTD		2.876	3.671	5.188	6.653	7.716

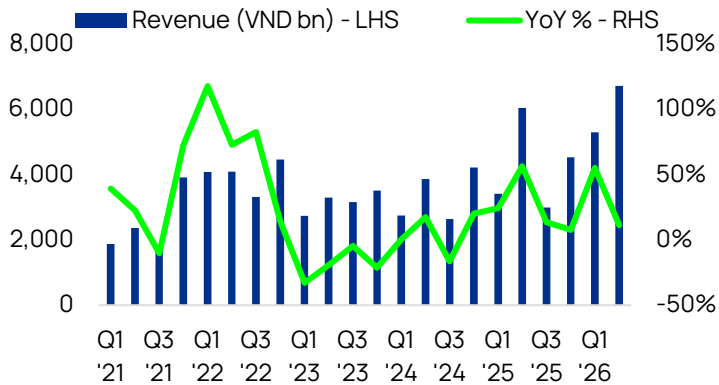
Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	7,0	7,0
Chi phí VCSH %	14,2	14,2
Chi phí nợ vay %	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	11,1	11,1
Tỷ lệ nợ vay %	10,0	10,0
Tỷ lệ vốn CSH %	90,0	90,0
WACC %	13,7	13,7

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	7.716
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%)	9.292
GTHT của DTTD và GTC	17.008
Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	7.916
Trừ: Nợ vay	3.589
Trừ: Lợi ích CĐTS	62
Giá trị vốn sở hữu	21.273
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	530
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	40.200

Nguồn: Vietcap

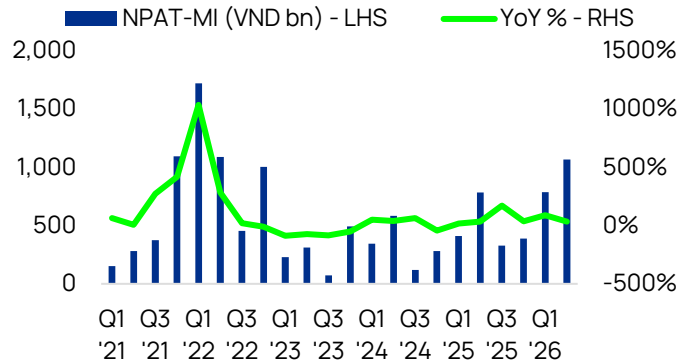
KQKD theo quý

Hình 24: Doanh thu hàng quý của DCM



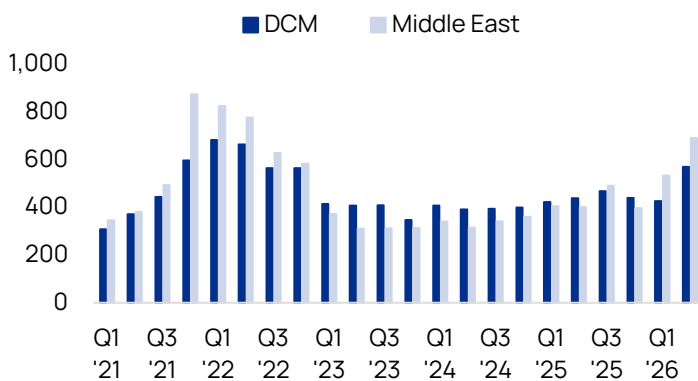
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 25: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của DCM



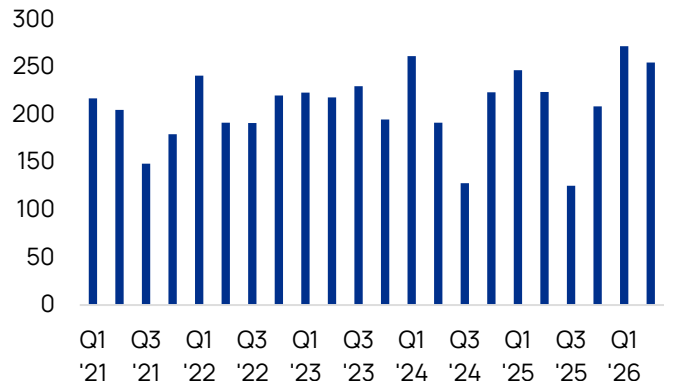
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 26: Giá bán urê trung bình của DCM so với giá urê Trung Đông (USD/tấn)



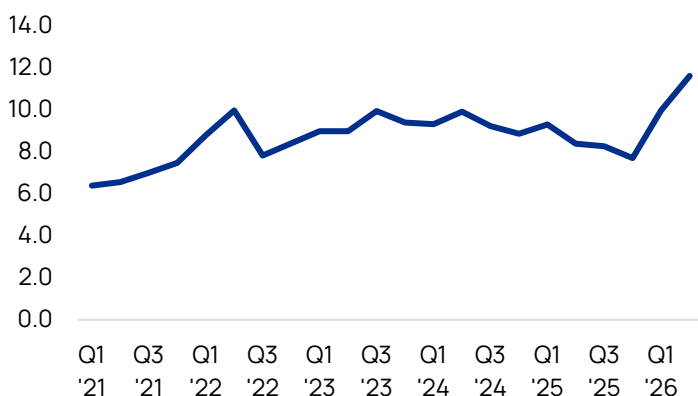
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 27: Sản lượng bán urê của DCM (nghìn tấn)



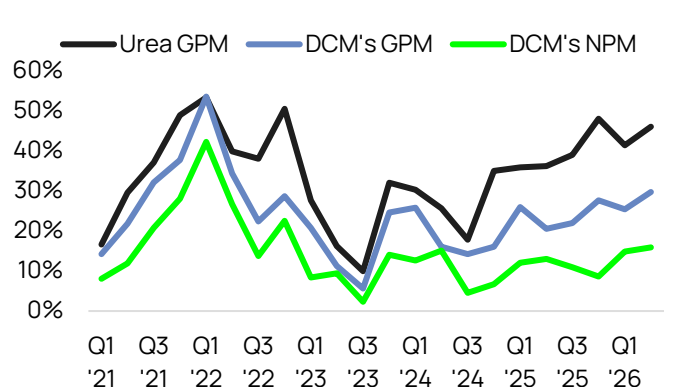
Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 28: Giá khí đầu vào của DCM, bao gồm thuế GTGT (USD/triệu BTU)



Nguồn: DCM, Vietcap

Hình 29: Biên LN gộp mảng urê, biên LN gộp và biên LN ròng của DCM (%)



Nguồn: DCM, Vietcap

DCM: Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	16.631	21.461	21.986	23.449
Giá vốn hàng bán	-12.582	-16.423	-17.374	-18.607
Lợi nhuận gộp	4.049	5.038	4.612	4.842
Chi phí bán hàng	-1.176	-1.438	-1.319	-1.290
Chi phí quản lí DN	-968	-1.028	-986	-1.122
LN từ HĐKD	1.905	2.572	2.307	2.430
Thu nhập tài chính	395	401	431	529
Chi phí tài chính	-97	-126	-129	-129
- trong đó, chi phí lãi vay	-70	-99	-102	-102
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	5	5	5	5
LNTT	2.207	2.852	2.614	2.834
Thuế TNDN	-246	-324	-314	-352
LNST trước CĐTS	1.962	2.528	2.300	2.483
Lợi ích CĐ thiếu số	-2	-3	-2	-2
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.960	2.526	2.298	2.480
LNST sau CĐTS, cốt lõi	1.955	2.521	2.293	2.475
EBITDA	2.247	2.940	2.753	2.962
EPS báo cáo, VND	3.404	4.387	3.991	4.308
EPS cốt lõi, VND	3.394	4.378	3.981	4.298
EPS pha loãng, VND	3.394	4.378	3.981	4.298
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	59%	46%	50%	46%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	23,6%	29,0%	2,4%	6,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	87,1%	35,0%	-10,3%	5,3%
Tăng trưởng EPS báo cáo	38,0%	28,9%	-9,0%	7,9%
Tăng trưởng EPS cốt lõi	62,3%	29,0%	-9,1%	8,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	24,3%	23,5%	21,0%	20,6%
Biên LN từ HĐ %	11,5%	12,0%	10,5%	10,4%
Biên EBITDA %	13,5%	13,7%	12,5%	12,6%
Biên LNST sau CĐTS %	11,8%	11,8%	10,5%	10,6%
ROE	18,7%	21,9%	17,8%	17,4%
ROA	11,7%	13,6%	11,4%	11,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	113	130	78	76
Số ngày phải thu	20	20	20	20
Số ngày phải trả	49	54	59	64
TG luân chuyển tiền	83	96	39	32
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,4	2,5	2,5	2,5
CS thanh toán nhanh	1,6	1,6	1,9	1,9
CS thanh toán tiến mặt	0,6	0,1	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	12,9%	11,1%	10,3%	9,5%
Nợ/Vốn	17,5%	15,0%	13,8%	12,6%
Nợ ròng/Vốn CSH	-49,9%	-49,0%	-62,7%	-58,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	27,1	26,0	22,5	23,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	3.590	669	3.129	3.420
Đầu tư TC ngắn hạn	4.082	7.500	7.500	7.500
Các khoản phải thu	1.259	1.153	1.182	1.260
Hàng tồn kho	4.809	5.849	3.713	3.874
TS ngắn hạn khác	707	707	707	707
Tổng TS ngắn hạn	14.447	15.879	16.230	16.762
TS dài hạn (gộp)	17.610	18.360	19.899	21.620
- Khấu hao lũy kế	-15.435	-15.803	-16.249	-16.781
TS dài hạn (ròng)	2.175	2.557	3.650	4.839
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	3.578	4.671	5.860
Tổng Tài sản	17.645	19.457	20.901	22.622
Phải trả ngắn hạn	1.766	2.429	2.808	3.262
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	6.337	6.541	6.837
Nợ dài hạn	57	0	0	0
Nợ dài hạn khác	857	857	857	857
Tổng nợ	6.849	7.194	7.397	7.694
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	6.936	8.174	9.595
Vốn khác	0	0	0	1
Lợi ích CĐTS	31	34	36	39
Vốn chủ sở hữu	10.794	12.263	13.504	14.927
Tổng cộng nguồn vốn	17.645	19.457	20.901	22.622
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.903	3.590	669	3.129
Thu nhập ròng	1.960	2.526	2.298	2.480
Khấu hao	342	369	446	532
Thay đổi vốn lưu động	-2.538	-466	2.312	57
Điều chỉnh khác	-540	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-776	2.428	5.055	3.068
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	-1.059	-1.059
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 hoạt động TC khác	-2	3	2	2
Tiền từ hoạt động TC	-127	-1.181	-1.057	-1.057
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.687	-2.921	2.459	291
Tiền cuối năm	3.590	669	3.129	3.420

Nguồn: DCM, Vietcap

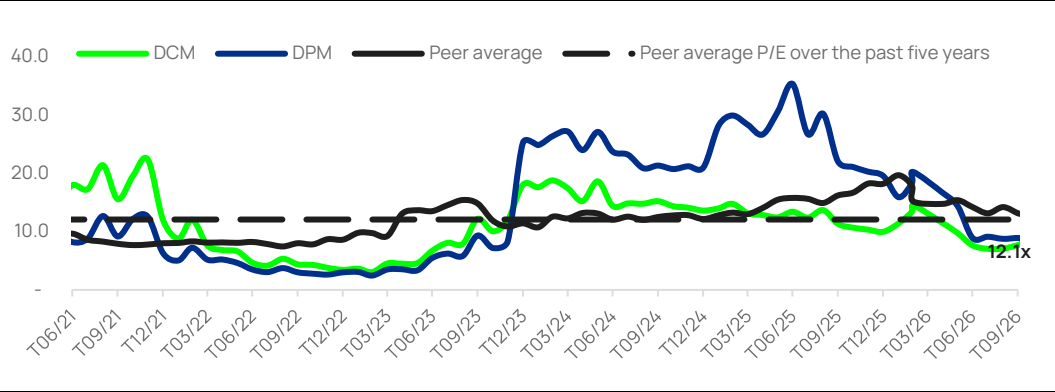
Các công ty cùng ngành trong khu vực

Hình 30: 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	8.267	4.627	-2,0	586	26,3	26,2	12,3	1,9	13,5	11,3	1,6	N/A
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	3.318	4.254	-2,3	160	-31,1	63,5	5,8	1,7	19,9	11,6	1,1	N/A
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	1.119	1.687	0,1	120	-17,9	-59,6	4,5	6,8	8,9	6,2	0,4	N/A
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	1.738	4.064	19,8	179	-8,6	116,5	12,4	3,5	9,1	7,6	1,1	6,6
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	5.197	3.565	30,7	222	-5,3	-6,3	16,6	0,6	25,7	23,3	4,0	16,7
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	1.551	2.355	24,9	221	18,4	0,1	20,4	2,9	7,7	6,9	1,4	6,3
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan		371	-74,3	10	-87,6	7,3	3,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	1.012	1.032	9,7	162	14,0	-11,5	27,0	1,8	6,2	6,0	1,5	4
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan		864	4,2	101	674,7	-52,9	53,5	N/A	N/A	N/A	N/A	0,9
Trung vị		1.738	2.355	4,2	162	-5,3	0,1	12,4	1,9	9,1	7,6	1,4	6,3
Trung bình		3.172	2.536	1,2	196	64,8	9,2	17,3	2,8	13,0	10,4	1,6	7,0
DPM	Việt Nam	576	752	26,1	67	172,4	-42,6	13,8	6,8	8,7	8,4	1,3	4,4
DCM	Việt Nam	713	730	17,7	99	55,0	-40,7	21,3	5,7	8,0	7,3	1,6	4,7

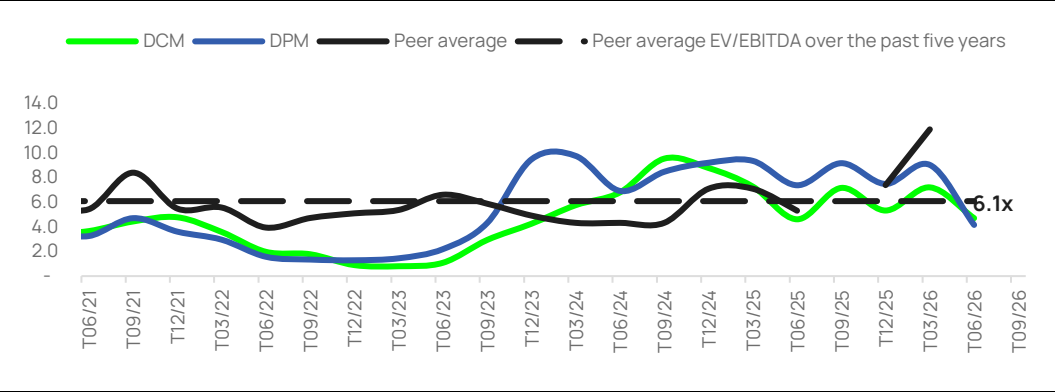
Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 31: 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

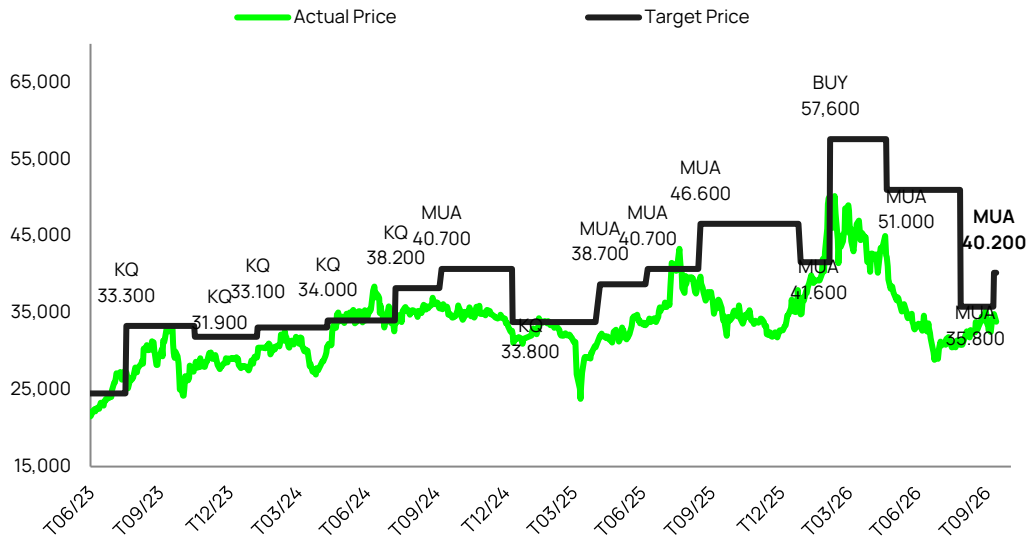
Hình 32: Diễn biến EV/EBITDA trượt của DPM và DCM so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap

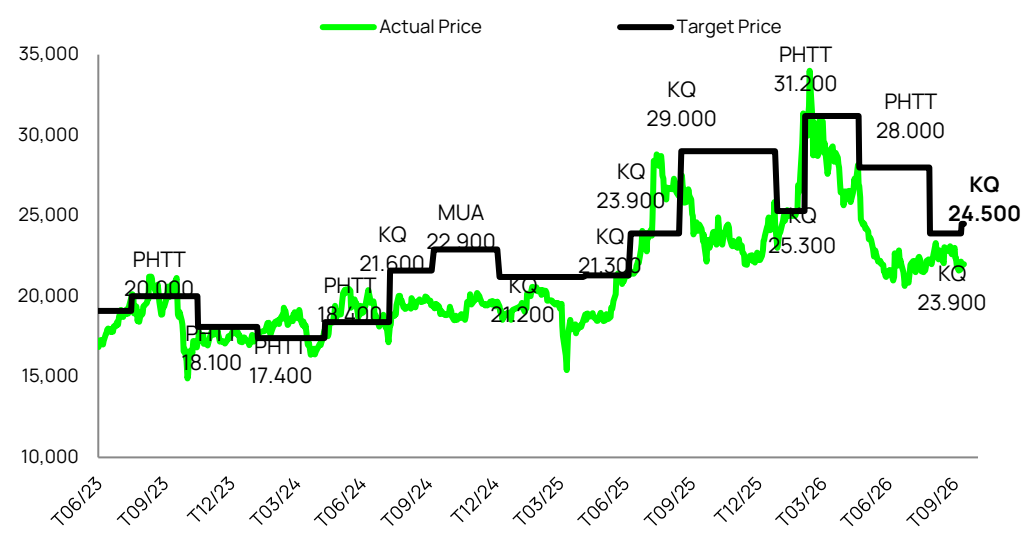
Diễn biến khuyến nghị

Hình 33: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của DCM (đồng/cổ phiếu)



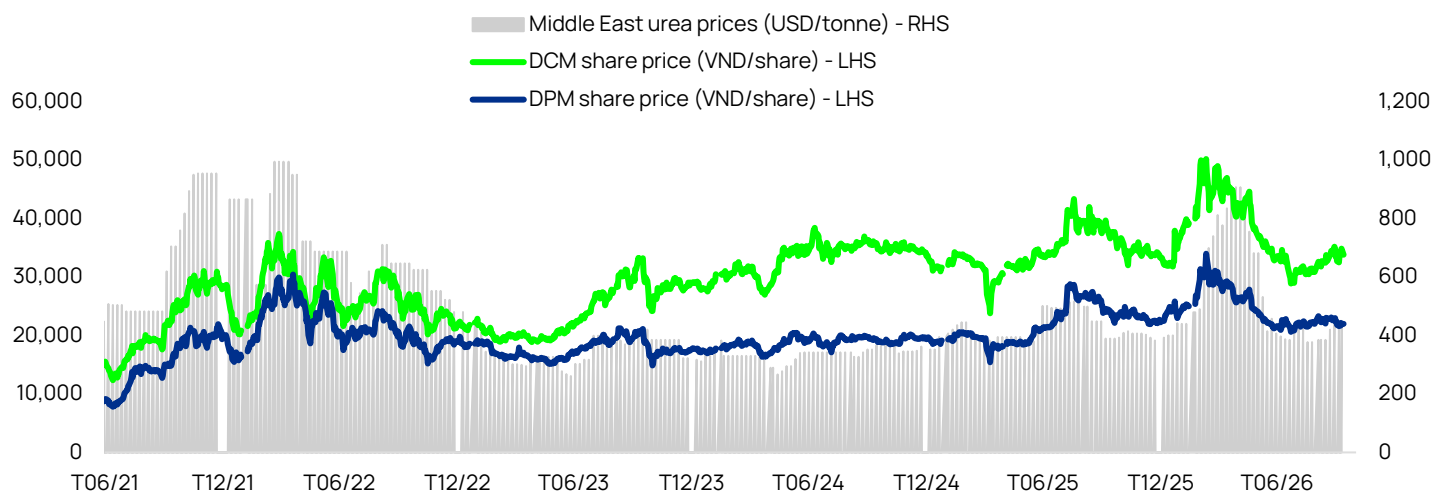
Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá thực tế điều chỉnh theo cổ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 34: 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 cổ tức tiền mặt và cổ phiếu)

Hình 35: Giá cổ phiếu của DPM và DCM so với giá urê trung bình tại Trung Đông



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 12/10/2026)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Nguyễn Thị Thùy Dương, 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, 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

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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