

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Thông tin tích cực đã phần nào phản ánh vào giá

Trương Hồng Kim
 Trưởng phòng
 kim.thong@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
 Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
 my.th@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 362

- Giá phân bón toàn cầu được kỳ vọng duy trì ổn định bất chấp khả năng Trung Quốc nổi lại xuất khẩu trong Q3/2025, nhờ nhu cầu toàn cầu vững chắc và giá khí đầu vào tại châu Âu dự kiến tiếp tục ở mức cao.
- HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027 sau khi các doanh nghiệp công bố KQKD Q1/2025 nhìn chung sát với dự báo. Cả DCM và DPM được kỳ vọng sẽ ghi nhận lợi nhuận mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2025 nhờ chi phí sản xuất giảm (do hoàn thuế GTGT đầu vào) và triển vọng giá bán trong nước vững chắc mặc dù tăng trưởng được dự báo sẽ chậm lại từ năm 2026.
- Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu của DCM và DPM lên lần lượt 38.200đ và 37.000đ, chủ yếu do chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DCM - lựa chọn hàng đầu - xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới; đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với tiềm năng tăng giá 10%.

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Phân tích KQKD Q1/2025

DCM và DPM ghi nhận KQKD Q1/2025 trái chiều nhưng nhìn chung sát với dự báo. Cả hai doanh nghiệp đều ghi nhận doanh thu tăng mạnh với DCM tăng 24,1% so với cùng kỳ và DPM tăng 24,6% so với cùng kỳ, dẫn đến doanh thu cộng gộp tăng 24,4%, được thúc đẩy bởi giá bán bình quân urê cao hơn (tăng khoảng 15% so với cùng kỳ) bất chấp sản lượng tiêu thụ giảm lần lượt 10,8% và 3,5%. Dù vậy, lợi nhuận thuần cộng gộp chỉ tăng 1% so với cùng kỳ do lợi nhuận thuần của DPM giảm 22,4% đã bù trừ phần lớn mức tăng 18,9% của DCM.

Lợi nhuận của DCM trong kỳ được hỗ trợ bởi giá urê ổn định và sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu cao hơn, giúp lợi nhuận thuần đạt 411 tỷ đồng, tương đương 27,9% dự báo cả năm 2025 của HSC. Trong khi đó, doanh thu của DPM tăng tương đương DCM, nhờ giá urê và doanh thu phân bón nhập khẩu tăng mạnh, nhưng lợi nhuận thuần lại giảm 22% xuống 205 tỷ đồng, đạt 21,8% dự báo năm 2025 của HSC do áp lực biên lợi nhuận từ mảng phân bón nhập khẩu.

Triển vọng vẫn tích cực, dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2025

Sau khi xem xét KQKD Q1/2025 và toàn ngành, HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 cho cả DCM và DPM. Đối với DCM, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.474 tỷ đồng, tăng trưởng 24,7% so với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024 (không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên liên quan đến thương vụ M&A). Dù tăng trưởng được dự báo sẽ chậm lại từ năm 2026 nhưng lợi nhuận thuần dự báo vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6% (so với mức nền là lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024).

Đối với DPM, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 74,8% đạt 940 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng nhẹ 2% trong năm 2026 đạt 959 tỷ đồng và giảm nhẹ 4,4% trong năm 2027 xuống 917 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19,5%.

Khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm. HSC hạ khuyến nghị đối với DCM xuống Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 38.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15% và P/E dự phóng năm 2026 là 13,7 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, sát với bình quân quá khứ. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DPM xuống Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 37.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 10% và P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 15,4 lần và 15,1 lần.

Với triển vọng tích cực, đặc biệt trong ngắn hạn, HSC tin rằng cả DCM và DPM đều xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DCM	33,250	Tăng tỷ trọng	Mua vào	38,200	2.96	14.9	11.9	11.9	5.68	4.86	4.51	3.01
DPM	33,600	Tăng tỷ trọng	-	37,000	3.06	10.1	14.0	13.7	5.09	4.57	5.95	5.95

Giá cổ phiếu tại ngày 19/5/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng vẫn tích cực; còn giá trị đầu tư	3
Phân tích KQKD Q1/2025: Kết quả trái chiều	3
Triển vọng tương lai: Cho nửa cuối năm 2025 và những năm tiếp theo	3
Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027	4
Định giá và khuyến nghị	5
Báo cáo thành phần	
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)	6
Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)	10

Triển vọng vẫn tích cực; còn giá trị đầu tư

KQKD Q1/2025 trái chiều nhưng nhìn chung sát với dự báo của HSC, với lợi nhuận thuần của DCM tăng 18,9% so với cùng kỳ và của DPM giảm 22,4% so với cùng kỳ (chủ yếu do thay đổi trong cơ cấu sản phẩm). Do đó, HSC duy trì dự báo cho cả DCM và DPM với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt đạt 24,7% và 74,8%. Chủ yếu nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026, chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu cho cả hai cổ phiếu lên 38.200đ cho DCM và 37.000đ cho DPM. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DCM - lựa chọn hàng đầu - xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới; đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với tiềm năng tăng giá 10%.

Phân tích KQKD Q1/2025: Kết quả trái chiều

DCM và DPM, hai doanh nghiệp sản xuất urê trong danh sách khuyến nghị của HSC, ghi nhận KQKD Q1/2025 trái chiều. Cả hai doanh nghiệp đều ghi nhận doanh thu tăng mạnh với DCM tăng 24,1% so với cùng kỳ và DPM tăng 24,6% so với cùng kỳ, dẫn đến doanh thu cộng gộp tăng 24,4%, được thúc đẩy bởi giá bán bình quân urê cao hơn (tăng 12-15% so với cùng kỳ) bất chấp sản lượng tiêu thụ giảm lần lượt 10,8% so với cùng kỳ đối với DCM và 3,5% so với cùng kỳ đối với DPM.

Tuy vậy, lợi nhuận thuần cộng gộp chỉ tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ lợi nhuận thuần của DCM tăng 18,9% lợi nhuận thuần, bù đắp cho mức giảm 22,4% của DPM.

DCM ghi nhận KQKD Q1/2025 tích cực với doanh thu tăng 24,1% so với cùng kỳ nhờ giá bán bình quân urê tăng và sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu cải thiện. Lợi nhuận thuần cũng tăng mạnh 18,9% so với cùng kỳ đạt 411 tỷ đồng. KQKD Q1/2025 của DCM đạt 23,9% dự báo doanh thu và 27,9% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2025 của HSC, sát với dự báo.

DPM cũng ghi nhận doanh thu tăng mạnh 24,6% so với cùng kỳ đạt 4.120 tỷ đồng, chủ yếu nhờ giá bán bình quân urê và doanh thu phân bón nhập khẩu tăng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 22,4% so với cùng kỳ xuống 205 tỷ đồng chủ yếu do tỷ trọng phân bón nhập khẩu tăng, đây là mảng vốn có biên lợi nhuận thấp hơn. KQKD Q1/2025 của DPM đạt 31,8% dự báo doanh thu và 21,8% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm của HSC. Doanh thu cao hơn dự báo 12% trong khi lợi nhuận thuần nhìn chung sát với dự báo.

Bảng 1: KQKD Q2/2025, DCM và DPM

DCM và DPM ghi nhận lợi nhuận thuần Q1 trái chiều

Tỷ đồng	Q1/2024	Q/2025	% so với cùng kỳ	% dự báo 2025 của HSC
Doanh thu				
DCM	2,744	3,407	24.1%	23.9%
DPM	3,307	4,120	24.6%	31.8%
Tổng	6,051	7,527	24.4%	27.1%
Lợi nhuận thuần				
DCM	346	411	18.9%	27.9%
DPM	264	205	-22.4%	21.8%
Tổng	610	616	1.0%	25.5%

Nguồn: HSC

Triển vọng tương lai: Cho nửa cuối năm 2025 và những năm tiếp theo

Triển vọng giá bán thuận lợi

Phân bón là đầu vào thiết yếu cho các loại cây lương thực như lúa gạo, ngô, đậu tương, rau củ và trái cây – đóng vai trò quan trọng trong cả tiêu dùng của con người lẫn sản xuất thức ăn chăn nuôi. Do đó, nhu cầu phân bón được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định bất chấp biến động kinh tế.

Trong Q1/2025, giá urê bình quân tại khu vực Trung Đông đạt 387 USD/tấn, tăng 8,5% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước. Mức tăng này chủ yếu đến từ chi phí đầu vào tăng, đặc biệt là giá khí tự nhiên tại châu Âu tăng mạnh 64,3% so với cùng

kỳ do tình trạng gián đoạn nguồn cung từ Nga vẫn tiếp diễn. Ngoài ra, nhu cầu theo mùa vụ trước thời điểm gieo trồng cũng góp phần hỗ trợ giá.

Trong thời gian tới, nguồn cung khí đốt tiếp tục bị thắt chặt tại châu Âu cùng với nhu cầu LNG toàn cầu tăng mạnh, đặc biệt từ khu vực châu Á, được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ giá urê. Các nhà sản xuất có biên lợi nhuận thấp tại EU có thể tiếp tục đóng vai trò đẩy giá lên cao hơn hoặc giúp duy trì mặt bằng giá hiện tại. Về phía cầu, hoạt động nhập khẩu vẫn diễn ra sôi động. Ấn Độ dự kiến sẽ nhập khẩu 6–7 triệu tấn urê trong năm 2025 (tăng 15–30%) do sản lượng cần nhập khẩu từ năm trước chuyển sang. Trong khi đó, lượng nhập khẩu của Brazil dự kiến sẽ duy trì ổn định quanh mức 8–8,5 triệu tấn.

...bắt chấp việc Trung Quốc nổi lại xuất khẩu trong Q3/2025

Trung Quốc nhiều khả năng sẽ nổi lại hoạt động xuất khẩu urê hàng xá trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 9. Dù chưa có con số chính thức được xác nhận, thị trường đang lan truyền kỳ vọng rằng lượng xuất khẩu của Trung Quốc sẽ bị giới hạn ở mức không quá 2 triệu tấn trong các tháng tới. Nếu điều này xảy ra, giá urê quốc tế và trong nước có thể chịu áp lực trong ngắn hạn. Tuy nhiên, điều này phù hợp với dự báo của HSC rằng giá urê trong nước sẽ bước vào mùa thấp điểm trong Q3.

Hoàn thuế GTGT đầu vào sẽ hỗ trợ lợi nhuận từ nửa cuối năm 2025

Bắt đầu từ tháng 7, cả DCM và DPM sẽ được hưởng lợi từ chính sách hoàn thuế GTGT đối với nguyên vật liệu đầu vào. Cụ thể, khoản hoàn thuế 10% đối với khí tự nhiên – nguyên liệu chính trong sản xuất – ước tính sẽ vào khoảng 245 tỷ đồng cho DPM và 235 tỷ đồng cho DCM trong nửa cuối năm 2025. Ngoài ra, các khoản hoàn thuế GTGT còn bao gồm 10% đối với chi phí điện và dịch vụ thuê ngoài (ví dụ tiếp thị, bán hàng), 5% đối với quặng sử dụng trong sản xuất phân bón và chi phí nước. Những khoản hoàn thuế này được kỳ vọng sẽ giúp giảm nhẹ chi phí đầu vào, phần nào bù đắp tác động từ việc giá dầu nhiên liệu tăng.

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi xem xét KQKD Q1/2025 và triển vọng cơ bản của ngành, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 cho cả DCM và DPM.

Đối với DCM, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.474 tỷ đồng, tăng trưởng 3,9% với lợi nhuận thuần công bố năm 2024, nhưng nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên trị giá 189 tỷ đồng từ định giá lại khoản đầu tư mua lại Công ty Phân bón Hàn-Việt (KVF), thì mức tăng thực chất đạt 24,7%. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 1.481 tỷ đồng, gần như đi ngang so với năm trước, do điều chỉnh lại giả định về giá dầu nhiên liệu và giá bán bình quân. Cho năm 2027, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm nhẹ 1,4% xuống 1.460 tỷ đồng.

Đối với DPM, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 74,8% đạt 940 tỷ đồng, tiếp đó tăng trưởng nhẹ 2% trong năm 2026 đạt 959 tỷ đồng, chủ yếu phản ánh thay đổi trong giả định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận dự báo giảm nhẹ 4,4% xuống 917 tỷ đồng.

Doanh thu cộng gộp dự báo tăng trưởng 3,2% trong năm 2025, giảm 3,8% trong năm 2026 và tăng trưởng 1,3% trong năm 2027. Trong khi đó, lợi nhuận thuần cộng gộp dự báo tăng trưởng 23,3% trong năm 2025, 1% trong năm 2026 và giảm 2,6% trong năm 2027.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, DCM và DPM

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần cốt lõi của DCM và DPM sẽ tăng trưởng lần lượt 24,7% và 74,8%

Tỷ đồng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
Doanh thu							
DCM	14,273	6.1%	13,873	-2.8%	14,212	2.4%	2.1%
DPM	13,541	0.3%	12,896	-4.8%	12,896	0.0%	33.5%
Tổng	27,814	3.2%	26,769	-3.8%	27,108	1.3%	0.2%
Lợi nhuận thuần							
DCM	1,474	3.9%	1,481	0.4%	1,460	-1.4%	0.9%
DPM	940	74.8%	959	2.0%	917	-4.4%	19.5%
Tổng	2,414	23.3%	2,440	1.0%	2,377	-2.6%	6.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 3% và 3,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF đối với DCM và DPM chủ yếu nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% cũng như giữ nguyên các hệ số beta.

Bảng 3: Lý giải những điều chỉnh về giá mục tiêu, các doanh nghiệp ngành Phân bón trong danh sách khuyến nghị của HSC

Định giá thay đổi sau khi chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026

	Giá mục tiêu			Khuyến nghị			Do thay đổi:		
	Mới	Cũ	Điều chỉnh	Mới	Cũ	WACC cập nhật	Điều chỉnh dự báo lợi nhuận	Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026	
DCM	38,200	37,100	3.0%	Tăng tỷ trọng	Mua vào	0.0%	0.0%	3.0%	
DPM	37,000	35,900	3.1%	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	0.0%	0.0%	3.1%	

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng đối với DCM nhưng đây vẫn là lựa chọn hàng đầu trong nhóm cổ phiếu ngành phân bón của chúng tôi. Giá mục tiêu mới là 38.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15% và P/E dự phóng năm 2026 là 13,7 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, sát với bình quân quá khứ. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu mới là 37.000đ (tiềm năng tăng giá 10%). Tại giá mục tiêu này, DPM giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 15,4 lần và 15,1 lần.

Với triển vọng tích cực, đặc biệt trong ngắn hạn, HSC tin rằng cả DCM và DPM đều xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

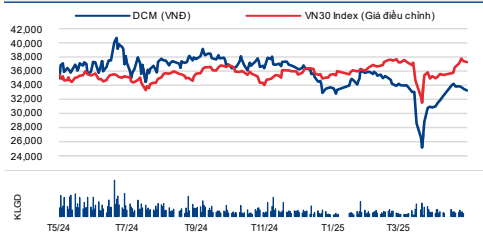
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ38,200 (từ VNĐ37,100)
Tiềm năng tăng/giảm: 14.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/5/2025)	33,250
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,200-40,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,517
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,603
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	678
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	233
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.97%
Tỷ lệ freefloat	24.4%
Cổ đông lớn	PVN (75.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.78	(7.25)	(6.07)
So với chỉ số	2.04	(9.61)	(10.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,785	2,868	(2.9)
2026F	2,797	2,910	(3.9)
2027F	2,758	2,827	(2.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt đục duy nhất tại Việt Nam. DCM hiện đang chiếm 30% thị phần trên thị trường urea nội địa.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim
Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Tăng giá mục tiêu với tiềm năng tăng giá 15%; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 38.200đ do chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.
- Chúng tôi duy trì dự báo cho giai đoạn 2025–2027; theo đó, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6%, nhờ mức tăng trưởng 24,7% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng chậm lại trong năm 2026-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. HSC cho rằng triển vọng đang cải thiện rõ rệt sẽ giúp DCM được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025

DCM ghi nhận KQKD Q1/2025 mạnh mẽ, sát với dự báo. Lợi nhuận thuần đạt 411 tỷ đồng, tăng 18,9% so với cùng kỳ, trên doanh thu thuần 3.407 tỷ đồng (tăng 24,1% so với cùng kỳ), lần lượt đạt 27,9% và 23,9% dự báo cả năm của HSC. Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ chủ yếu đến từ mảng NPK; doanh thu mảng này tăng mạnh 751% so với cùng kỳ đạt 521 tỷ đồng, nhiều khả năng nhờ sản lượng và giá bán bình quân cùng tăng mạnh. Doanh thu mảng ure tăng nhẹ 2,2% so với cùng kỳ đạt 2.438 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi giá bán bình quân tăng 14,6% so với cùng kỳ. Doanh thu mảng phân bón nhập khẩu cũng tăng 220% so với cùng kỳ đạt 415 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng tăng 140% so với cùng kỳ.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Ở giai đoạn này, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho DCM. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.474 tỷ đồng, tăng trưởng 3,9% so với lợi nhuận báo cáo năm 2024 là 1.200 tỷ đồng (bao gồm khoản lợi nhuận không thường xuyên 189 tỷ đồng từ thương vụ mua lại công ty con KVF với mức giá thuận lợi), nhưng nếu xét trên lợi nhuận HĐKD cốt lõi, mức tăng trưởng sẽ cao hơn, đạt 24,7%. Tăng trưởng này được hỗ trợ bởi chính sách hoàn thuế GTGT có hiệu lực từ nửa cuối năm 2025 và giá ure trong nước duy trì ở mức cao.

Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần của DCM sẽ đi ngang, đạt 1.481 tỷ đồng, do giá ure trong nước giảm được bù đắp bởi tác động của chính sách hoàn thuế GTGT trong cả năm và chi phí khí đầu vào giảm. Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm nhẹ 1,4% xuống 1.460 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí sản xuất tăng nhẹ do ảnh hưởng từ việc mất giá của VND (vì chi phí khí đầu vào được thanh toán bằng USD) và chi phí quản lý tăng, trong khi giá định giá khí đầu vào và giá bán giữ nguyên.

Định giá và khuyến nghị

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. HSC điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 38.200đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 16% và tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DCM xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới. Dù DCM hiện đang giao dịch với mức P/E trượt dự phóng tương đối cao so với bình quân lịch sử nhưng HSC cho rằng cổ phiếu vẫn xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,788	1,287	1,759	1,783	1,762
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,109	1,222	1,474	1,481	1,460
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758
DPS (đồng)	2,000	2,000	1,500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,768	19,162	20,169	21,686	23,168
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.45	7.80	5.68	4.86	4.28
P/E ĐC (lần)	15.9	14.4	11.9	11.9	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	6.02	6.02	4.51	3.01	3.01
P/B (lần)	1.77	1.74	1.65	1.53	1.44
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
ROAE (%)	10.8	12.2	14.2	13.4	12.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá

Giá cổ phiếu DCM đã tăng 8% trong 1 tháng qua sau khi công bố KQKD Q1/2025 tích cực (nhưng sát dự báo). HSC dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi của DCM năm 2025 sẽ đạt 1.474 tỷ đồng, tăng trưởng 24,7%, được hỗ trợ bởi giá phân bón ở mức cao và chi phí đầu vào giảm nhờ hoàn thuế GTGT từ nửa cuối năm 2025. Dù tăng trưởng được dự báo sẽ chậm lại trong năm 2026–2027, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt mức tích cực 6%. Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 38.200đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Tuy nhiên, do giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 5% tại giá mục tiêu mới.

Duy trì dự báo lợi nhuận

Sau khi xem xét KQKD Q1/2025 và các xu hướng cơ bản của DCM, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.474 tỷ đồng, tăng trưởng 3,9%, nhưng nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên 189 tỷ đồng trong năm 2024 (liên quan đến thương vụ mua lại Công ty Phân bón Hàn–Việt), lợi nhuận thuần HĐKD sẽ tăng trưởng mạnh hơn ở mức 24,7%. Tuy nhiên, dự báo năm 2026 và 2027 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm lại.

Theo đó, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6%.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, DCM

HSC dự báo lợi nhuận thuần 'cốt lõi' sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6%

Tỷ đồng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu	14,273	6.1%	13,873	-2.8%	14,212	2.4%
Lợi nhuận thuần	1,474	3.9%	1,481	0.4%	1,460	-1.4%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	1,474	24.7%	1,481	0.4%	1,460	-1.4%
Chi phí khí (USD/mmbtu)						
Dầu Brent (USD/thùng)	74.5	-7.4%	74.5	0.0%	74.5	0.0%
MFO (USD/tấn)	472.5	0.2%	472.5	0.0%	472.5	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	8.9	-7.1%	8.5	-4.8%	8.5	0.0%
Sản lượng tiêu thụ						
Urê	880,000	-1.7%	880,000	0.0%	880,000	0.0%
NPK	300,000	11.8%	330,000	10.0%	360,000	9.1%
Phân bón nhập khẩu	250,000	-1.7%	250,000	0.0%	250,000	0.0%
Giá bán bình quân (đồng/kg)						
Urê	9.7	5.8%	9.2	-5.7%	9.2	0.0%
NPK	11.5	-0.1%	11.3	-1.7%	11.3	0.0%
Phân bón nhập khẩu	9.0	-10.6%	8.3	-8.6%	8.3	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,350	1,366	1,335	1,355	1,288	1,303
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,194	1,208	1,181	1,199	1,139	1,153
Cộng: Khấu hao	409	417	427	435	444	453
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(253)	(256)	(260)	(264)	(268)	(272)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(105)	366	164	(448)	180	409
UFCF	1,245	1,734	1,512	922	1,496	1,743

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 38.200đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất

phi rủi ro nội bộ 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1,4 (theo cập nhật từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 16%. Chúng tôi cũng giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 6. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 7.

Bảng 6: Giả định và tính toán định giá, DCM

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025F)	Giá trị (cuối 2026F)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	5,462	5,135
Beta (lần)	1.4	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	6,536	6,698
Chi phí vốn CSH	16.6%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	11,998	11,832
Lãi suất bình quân	4.5%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	8,589	9,927
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%	Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(971)	(980)
Chi phí nợ sau thuế	4.0%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	19,616	20,779
Tỷ trọng nợ	95.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	529	529
WACC	16.0%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cổ phiếu	37,100	39,300
		Giá trị vốn CSH (giữa năm 2026)	Đồng	38,200	

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), DCM

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
3.0%	3.0%	38,100	38,300	38,600	38,900	39,600	
	3.5%	37,900	38,100	38,400	38,700	39,300	
	4.0%	37,700	37,900	38,200	38,400	39,000	
	4.5%	37,500	37,700	38,000	38,200	38,700	
	5.0%	37,400	37,600	37,800	38,000	38,500	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F		12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	12,571	13,456	14,273	13,873	14,212	EBIT	705	1,019	1,350	1,366	1,335
Lợi nhuận gộp	2,032	2,513	2,931	2,898	2,900	Khấu hao	(1,083)	(268)	(409)	(417)	(427)
Chi phí BH&QL	(1,349)	(1,495)	(1,581)	(1,532)	(1,565)	Lãi vay thuần	550	305	307	299	306
Thu nhập khác	22.5	1.12	0	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(145)	(94.1)	(174)	(175)	(172)
Chi phí khác	-	-	-	-	-	Thay đổi vốn lưu động	963	(912)	(105)	366	164
EBIT	705	1,019	1,350	1,366	1,335	Khác	(844)	(509)	(461)	(411)	(388)
Lãi vay thuần	550	305	307	299	306	LCT thuần từ HKKD	2,313	77.5	1,326	1,861	1,671
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0	Đầu tư TS dài hạn	(544)	(791)	(253)	(256)	(260)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	Góp vốn & đầu tư	(13,920)	(14,041)	(704)	(774)	(852)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thanh lý	0	4.09	0	0	0
LNTT	1,255	1,324	1,657	1,665	1,641	Khác	11,021	14,786	389	378	387
Chi phí thuế TNDN	(145)	(94.1)	(174)	(175)	(172)	LCT thuần từ HĐĐT	(3,443)	(41.6)	(568)	(653)	(725)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.25)	(8.35)	(8.90)	(8.94)	(8.81)	Cổ tức trả cho CSH	(1,590)	(1,059)	(794)	(529)	(529)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,109	1,222	1,474	1,481	1,460	Tăng/giảm nợ	836	437	(1,021)	(115)	(145)
Lợi nhuận thuần ĐC	1,109	1,222	1,474	1,481	1,460	Khác	0	(2.91)	0	0	0
EBITDA ĐC	1,788	1,287	1,759	1,783	1,762	LCT thuần từ HĐTC	(754)	(625)	(1,815)	(644)	(674)
EPS (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,126	2,284	1,903	846	1,410
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758	LCT thuần trong kỳ	(1,884)	(589)	(1,057)	564	272
DPS (đồng)	2,000	2,000	1,500	1,000	1,000	Ảnh hưởng của tỷ giá	2,043	208	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	529	529	529	529	529	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,284	1,903	846	1,410	1,682
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529	Dòng tiền tự do	1,769	(714)	1,073	1,605	1,411
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529						
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F		12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,284	1,903	846	1,410	1,682	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,039	7,743	8,517	9,369	Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	18.7	20.5	20.9	20.4
Phải thu khách hàng	366	529	423	489	530	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.2	9.57	12.3	12.9	12.4
Hàng tồn kho	2,161	2,950	2,754	2,476	2,216	Tỷ suất LNT (%)	8.82	9.08	10.3	10.7	10.3
Các tài sản ngắn hạn khác	452	500	414	457	467	Thuế TNDN hiện hành (%)	11.5	7.10	10.5	10.5	10.5
Tổng tài sản ngắn hạn	13,504	12,921	12,180	13,349	14,263	Tăng trưởng doanh thu (%)	(21.1)	7.04	6.08	(2.81)	2.44
TSCĐ hữu hình	1,338	2,172	2,018	1,860	1,698	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.9)	(28.0)	36.6	1.36	(1.16)
TSCĐ vô hình	350	364	362	360	356	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	Tăng trưởng EPS (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0	Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)	0
Tài sản dài hạn khác	45.1	272	184	132	169	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	95.5	86.6	53.9	35.7	36.3
Tổng tài sản dài hạn	1,733	2,808	2,564	2,352	2,223						
Tổng cộng tài sản	15,238	15,729	14,744	15,701	16,486	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	846	1,229	929	929	929	ROAE (%)	10.8	12.2	14.2	13.4	12.3
Phả trả người bán	1,989	1,612	1,295	1,435	1,375	ROACE (%)	6.41	9.36	12.0	11.5	10.5
Nợ ngắn hạn khác	1,585	1,556	873	831	852	Vòng quay tài sản (lần)	0.85	0.87	0.94	0.91	0.88
Tổng nợ ngắn hạn	4,517	4,681	3,280	3,395	3,385	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.28	0.08	0.98	1.36	1.25
Nợ dài hạn	2.96	120	0	0	0	Số ngày tồn kho	74.8	98.4	88.6	82.4	71.5
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0	Số ngày phải thu	12.7	17.6	13.6	16.2	17.1
Nợ dài hạn khác	754	751	746	775	776	Số ngày phải trả	68.9	53.8	41.7	47.7	44.4
Tổng nợ dài hạn	757	871	746	775	776	Cơ cấu vốn					
Tổng nợ phải trả	5,275	5,552	4,025	4,170	4,161	Nợ thuần*/VCSH (%)	(14.2)	(3.17)	1.93	(3.07)	(4.78)
Vốn chủ sở hữu	9,936	10,144	10,677	11,481	12,265	Nợ/tài sản (%)	5.72	10.1	7.14	6.74	6.65
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.6	32.8	41.7	50.6	59.4	EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Tổng vốn chủ sở hữu	9,963	10,177	10,719	11,531	12,325	Nợ/EBITDA (lần)	0.49	1.23	0.60	0.59	0.62
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,238	15,729	14,744	15,701	16,486	Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.99	2.76	3.71	3.93	4.21
BVPS (đ)	18,768	19,162	20,169	21,686	23,168	Định giá					
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,436)	(554)	83.5	(481)	(753)	EV/doanh thu (lần)	0.63	0.75	0.70	0.62	0.53
						EV/EBITDA ĐC (lần)	4.45	7.80	5.68	4.86	4.28
						P/E (lần)	15.9	14.4	11.9	11.9	12.1
						P/E ĐC (lần)	15.9	14.4	11.9	11.9	12.1
						P/B (lần)	1.77	1.74	1.65	1.53	1.44
						Lợi suất cổ tức (%)	6.02	6.02	4.51	3.01	3.01

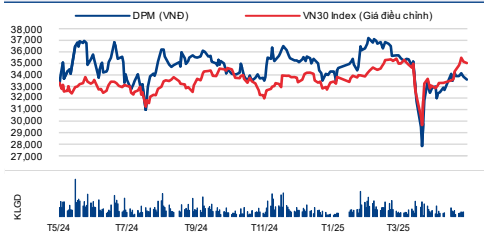
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ37,000 (từ VNĐ35,900)
 Tiềm năng tăng/giảm: 10.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/5/2025)	33,600
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	27,850-37,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,149
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	507
Slg CP lưu hành (tr.đv)	391
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	192
Slg CP NN được mua (tr.đv)	156
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.07%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	PVN (59.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.13	(8.45)	1.02
So với chỉ số	(3.31)	(10.8)	(4.08)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,402	2,686	(10.6)
2026F	2,450	2,894	(15.3)
2027F	2,343	3,059	(23.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Nhà sản xuất và phân phối phân bón hàng đầu Việt Nam, chiếm 40% thị phần thị trường urea.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim
 Trưởng phòng
 kim.thong@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
 Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
 my.th@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 362

Tiềm năng tăng giá 10% tại giá mục tiêu mới; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC nâng nhẹ 3,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 37.000đ (từ 35.900đ) do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 10% tại giá mục tiêu mới.
- Dự báo cho giai đoạn 2025–2027 không thay đổi với lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19,5%, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng mạnh 74,8% trong năm 2025, được hỗ trợ bởi chính sách hoàn thuế GTGT từ nửa cuối năm 2025 và giá urê trong nước ở mức cao.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 13,9 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,5 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025

Doanh thu thuần đạt 4.120 tỷ đồng, tăng 24,6% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần giảm 22,4% so với cùng kỳ xuống 205 tỷ đồng, đạt lần lượt 32% và 22% dự báo cả năm của HSC (nhìn chung sát với dự báo) và hoàn thành lần lượt 32% và 64% kế hoạch HKKD mà BLĐ đề ra (theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch lợi nhuận đặt ra rất thấp).

Sự sụt giảm lợi nhuận thuần, trái ngược với tăng trưởng doanh thu, chủ yếu là do ảnh hưởng từ hàng tồn kho giá vốn cao được chuyển sang từ năm 2024 cùng với tỷ trọng đóng góp cao hơn của mảng phân bón nhập khẩu vốn có biên lợi nhuận rất thấp (đóng góp 24% doanh thu trong Q1/2025, so với chỉ 9% trong Q1/2024).

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Ở giai đoạn này, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho DPM. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 74,8% đạt 940 tỷ đồng nhờ vào chính sách hoàn thuế GTGT có hiệu lực từ nửa cuối năm 2025 và giá urê trong nước ở mức cao.

Trong năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng nhẹ 2% đạt 959 tỷ đồng do giá urê trong nước dự kiến giảm đã bù trừ cho tác động tích cực từ hoàn thuế GTGT cả năm và chi phí khí đầu vào thấp hơn. Cho năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo giảm 4,4% xuống 917 tỷ đồng chủ yếu do tăng nhẹ giá định chi phí sản xuất từ việc mất giá của VND (vì chi phí khí đầu vào được thanh toán bằng USD) và chi phí chung trong khi giá khí đầu vào và giá bán được giữ định đi ngang.

Dự báo cho giai đoạn 2025-2027 này – thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 19,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 13,9 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,5 lần. HSC điều chỉnh tăng 3,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 37.000đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 (trong khi giữ nguyên giá định WACC và các giả định định giá khác). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 10% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	705	756	1,323	1,398	1,360
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	519	538	940	959	917
EPS ĐC (đồng)	1,327	1,374	2,402	2,450	2,343
DPS (đồng)	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	29,502	28,569	28,855	29,199	29,434
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.50	8.30	5.09	4.57	4.71
P/E ĐC (lần)	25.3	24.5	14.0	13.7	14.3
Lợi suất cổ tức (%)	5.95	4.46	5.95	5.95	5.95
P/B (lần)	1.14	1.18	1.16	1.15	1.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	74.8	2.01	(4.37)
ROAE (%)	4.06	4.73	8.36	8.44	7.99

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng ngắn hạn vẫn tích cực; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Được hỗ trợ bởi giá phân bón ở mức cao và chi phí đầu vào giảm nhờ chính sách hoàn thuế GTGT từ nửa cuối năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần của DPM trong năm nay sẽ tăng trưởng 75% đạt 940 tỷ đồng. Dù tăng trưởng dự kiến sẽ chậm lại còn 2% trong năm 2026, dự báo giai đoạn 2025–2027 của HSC cho thấy lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt mức cao 19,5% (dù xuất phát từ mức nền thấp trong năm 2024). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM, với giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 37.000đ (tiềm năng tăng giá 10%). Đáng chú ý, DPM dự kiến trả cổ tức tiền mặt 1.500đ/cp cho năm nay và 1.200đ/cp cho năm tới sau khi phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 73,7% (tương đương 2.000đ/cp trước khi phát hành cổ phiếu thưởng).

Duy trì dự báo lợi nhuận

Sau khi xem xét KQKD Q1/2025 và các xu hướng cơ bản của DPM, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 74,8% đạt 940 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng nhẹ 2% trong năm 2026 đạt 959 tỷ đồng và giảm nhẹ 4,4% trong năm 2027 xuống 917 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức cao là 19,5 % (so với mức nền thấp của năm 2024).

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, DPM

Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 19,5%

Tỷ đồng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu	13,541	0.3%	12,896	-4.8%	12,896	0.0%
Lợi nhuận thuần	940	74.8%	959	2.0%	917	-4.4%
Chi phí khí (USD/mmbtu)						
Dầu Brent (USD/thùng)	74.5	-7.4%	74.5	0.0%	74.5	0.0%
MFO (USD/tấn)	472.3	0.4%	472.3	0.0%	472.3	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	10.5	-3.3%	10.0	-4.8%	10.0	0.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)						
Urê	880,000	-2.1%	880,000	0.0%	880,000	0.0%
Ammonia	65,000	-0.6%	65,000	0.0%	65,000	0.0%
NPK	150,000	1.9%	180,000	20.0%	180,000	0.0%
Thương mại	220,000	-4.3%	220,000	0.0%	220,000	0.0%
Giá bán bình quân (đồng/kg)						
Urê	9.8	1.7%	9.3	-4.8%	9.3	0.0%
Ammonia	10.0	1.6%	10.0	0.0%	10.0	0.0%
NPK	11.7	-0.7%	11.6	-0.9%	11.6	0.0%
Thương mại	8.4	4.5%	8.4	-0.1%	8.4	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	886	947	895	888	881	874
Thu nhập thuần trừ nợ vay	680	726	686	681	676	670
Cộng: Khấu hao	436	451	465	479	494	510
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(503)	(470)	(511)	(518)	(545)	(567)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	38	450	152	140	224	472
UFCF	651	1,157	792	781	849	1,085

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC điều chỉnh tăng 3,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 37.000đ do lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Giả định WACC giữ nguyên ở mức 16% do chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro nội bộ 4%, phần bù rủi ro

vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1,3 (theo Bloomberg) và các giả định về cơ cấu nguồn vốn. Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 12. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 13.

Bảng 12: Giả định và tính toán định giá, DPM

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025F)	Giá trị (cuối 2026F)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%	2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	3,382	3,333
Beta (lần)	1.3	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	4,255	4,796
Chi phí vốn CSH	15.3%	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	7,637	8,129
Lãi suất bình quân	4.5%	Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	8,034	8,412
Thuế thu nhập doanh nghiệp	23.3%	Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(1,624)	(1,648)
Chi phí nợ sau thuế	3.5%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	14,048	14,893
Tỷ trọng nợ	95.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	391	391
WACC	14.7%	Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cổ phiếu	35,900	38,100
		Giá trị vốn CSH (giữa năm 2026)	Đồng		37,000

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), DPM

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	36,900	37,200	37,500	37,800	38,400
	3.5%	36,800	37,000	37,200	37,500	38,100
	4.0%	36,600	36,800	37,000	37,300	37,800
	4.5%	36,400	36,600	36,800	37,100	37,600
	5.0%	36,300	36,400	36,600	36,900	37,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 13,9 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,5 lần.

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phòng 1 năm, DPM

DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phòng 1 năm là 13,9 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DPM

...sát với giá trị bình quân quá khứ là 13,5 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	13,569	13,496	13,541	12,896	12,896
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	2,246	2,237	2,188
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,540)	(1,360)	(1,290)	(1,293)
Thu nhập khác	0.94	4.46	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	302	363	886	947	895
Lãi vay thuần	386	304	275	237	237
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.65	3.11	3.27	3.43
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	691	669	1,164	1,187	1,136
Chi phí thuế TNDN	(161)	(115)	(200)	(204)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10.4)	(16.5)	(24.1)	(24.6)	(23.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	519	538	940	959	917
Lợi nhuận thuần ĐC	519	538	940	959	917
EBITDA ĐC	705	756	1,323	1,398	1,360
EPS (đồng)	1,327	1,374	2,402	2,450	2,343
EPS ĐC (đồng)	1,327	1,374	2,402	2,450	2,343
DPS (đồng)	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,242	1,005	463	841	850
Đầu tư ngắn hạn	5,385	9,464	7,571	7,571	7,571
Phải thu khách hàng	642	653	399	422	475
Hàng tồn kho	1,911	1,731	2,111	1,773	1,794
Các tài sản ngắn hạn khác	385	367	339	335	332
Tổng tài sản ngắn hạn	9,565	13,220	10,883	10,941	11,022
TSCĐ hữu hình	2,416	1,942	2,044	2,151	2,263
TSCĐ vô hình	834	859	857	793	728
Bất động sản đầu tư	190	181	171	161	152
Đầu tư dài hạn	3.60	3.60	20.5	20.5	20.5
Đầu tư vào Cty LD,LK	29.8	30.6	30.6	30.6	30.6
Tài sản dài hạn khác	271	317	293	279	287
Tổng tài sản dài hạn	3,744	3,333	3,415	3,435	3,481
Tổng cộng tài sản	13,309	16,552	14,298	14,376	14,504
Nợ ngắn hạn	0	3,422	1,422	1,422	1,422
Phả trả người bán	768	691	770	683	685
Nợ ngắn hạn khác	586	811	460	443	452
Tổng nợ ngắn hạn	1,484	5,199	2,838	2,754	2,789
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	44.8	41.2	35.9	62.7	63.9
Tổng nợ dài hạn	177	174	168	195	196
Tổng nợ phải trả	1,764	5,372	3,007	2,950	2,985
Vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,292	11,427	11,518
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,292	11,427	11,518
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,309	16,552	14,298	14,376	14,504
BVPS (đ)	29,502	28,569	28,855	29,199	29,434
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,242)	2,417	959	581	572

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	302	363	886	947	895
Khấu hao	(403)	(394)	(436)	(451)	(465)
Lãi vay thuần	386	304	275	237	237
Thuế TNDN đã nộp	(161)	(115)	(200)	(204)	(195)
Thay đổi vốn lưu động	1,269	188	(142)	263	(36.0)
Khác	(1,255)	(186)	(156)	(98.6)	(176)
LCT thuần từ HĐKD	945	948	1,099	1,595	1,190
Đầu tư TS dài hạn	(241)	(85.5)	(503)	(470)	(511)
Góp vốn & đầu tư	(9,615)	(17,258)	1,876	0	0
Thanh lý	0.91	0.52	0	0	0
Khác	11,531	13,535	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,676	(3,808)	1,372	(470)	(511)
Cổ tức trả cho CSH	(2,755)	(801)	(783)	(783)	(783)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(707)	3,422	(2,231)	36.1	113
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(3,463)	2,621	(3,014)	(747)	(669)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,084	1,242	1,005	463	841
LCT thuần trong kỳ	(842)	(240)	(542)	378	9.58
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.64)	3.18	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,242	1,005	463	841	850
Dòng tiền tự do	704	862	596	1,125	679

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	12.2	14.1	16.6	17.3	17.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.20	5.60	9.77	10.8	10.5
Tỷ suất LNT (%)	3.83	3.98	6.94	7.43	7.11
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	17.2	17.2	17.2	17.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(27.2)	(0.54)	0.33	(4.76)	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(89.7)	7.26	74.9	5.67	(2.71)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(90.7)	3.52	74.8	2.01	(4.37)
Tăng trưởng EPS (%)	(90.7)	3.52	74.8	2.01	(4.37)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	74.8	2.01	(4.37)
Tăng trưởng DPS (%)	(71.4)	(25.0)	33.3	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	151	109	83.3	81.6	85.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.06	4.73	8.36	8.44	7.99
ROACE (%)	2.28	3.13	7.77	8.21	7.67
Vòng quay tài sản (lần)	0.88	0.90	0.88	0.90	0.89
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.13	2.61	1.24	1.68	1.33
Số ngày tồn kho	58.5	54.5	68.2	60.7	61.1
Số ngày phải thu	19.7	20.6	12.9	14.4	16.2
Số ngày phải trả	23.5	21.7	24.9	23.4	23.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.68)	23.6	9.66	6.40	6.36
Nợ/tài sản (%)	0.93	22.0	10.9	10.9	10.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.18	4.81	1.17	1.12	1.16
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.44	2.54	3.83	3.97	3.95
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.49	0.47	0.50	0.50	0.50
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.50	8.30	5.09	4.57	4.71
P/E (lần)	25.3	24.5	14.0	13.7	14.3
P/E ĐC (lần)	25.3	24.5	14.0	13.7	14.3
P/B (lần)	1.14	1.18	1.16	1.15	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	5.95	4.46	5.95	5.95	5.95

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn