

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Gián đoạn địa chính trị tiếp tục là yếu tố hỗ trợ

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

- Các gián đoạn kéo dài tại Trung Đông đang làm suy giảm đáng kể nguồn cung phân bón toàn cầu, ảnh hưởng đến khoảng 30% sản lượng giao dịch và đẩy giá tăng mạnh. Giá phân bón được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao đến năm 2027 và còn dư địa tăng thêm nếu tình trạng gián đoạn kéo dài.
- Các doanh nghiệp sản xuất urê trong nước đã tăng giá bán bình quân theo xu hướng giá thế giới nhằm bù đắp chi phí đầu vào tăng, đồng thời được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và đã xuất khẩu tích cực. Theo đó, HSC giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028; lợi nhuận thuần của DCM và DPM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,8% và 13,8%.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu DCM và DPM nhưng giảm lần lượt 7,5% và 7,2% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 49.600đ và 32.400đ sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng.

Gián đoạn tại Trung Đông làm thắt chặt nguồn cung, hỗ trợ giá phân bón duy trì ở mức cao với dư địa tăng thêm đến năm 2027

Các gián đoạn tại Trung Đông – đặc biệt là thiệt hại đối với cơ sở hạ tầng năng lượng, và hoạt động vận chuyển qua eo biển Hormuz gần như đình trệ – đã khiến nguồn cung phân bón toàn cầu bị thắt chặt, với khoảng 30% sản lượng giao dịch bị ảnh hưởng và 55–60% công suất urê trong khu vực có thể tạm ngừng hoạt động. Tình trạng này có thể kéo dài ít nhất đến năm 2027. Giá urê đã tăng vượt mức 850 USD/tấn (tăng 80% kể từ sau khi xung đột bùng phát) nhưng vẫn thấp hơn các mức đỉnh trước đây do tồn kho đã được tích lũy trước xung đột, giá khí tăng nhẹ hơn và một phần dòng chảy thương mại được chuyển hướng. Giá phân bón dự báo sẽ tăng khoảng 60% so với cùng kỳ và duy trì trên mức 550 USD/tấn trước khi hạ nhiệt trong năm 2027 khi hoạt động xuất khẩu trở lại bình thường và nguồn cung mới được đưa ra thị trường. Tuy nhiên, rủi ro vẫn nghiêng về chiều tăng nếu các gián đoạn kéo dài sau Q3/2026 trong bối cảnh giá năng lượng duy trì ở mức cao.

HSC giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028 do triển vọng nửa cuối năm 2026 còn nhiều bất định

Sau khi xung đột bùng phát, DCM và DPM đã tăng lần lượt 44% và 38% giá bán bình quân lên 19.000đ/kg và 17.500đ/kg. HSC cho rằng mức tăng này đủ để bù đắp chi phí đầu vào (neo theo giá khí) tăng cao (tăng 37% đối với DCM và 26% đối với DPM). Cả DCM và DPM đều ít chịu tác động trực tiếp từ các gián đoạn tại Trung Đông nhờ nguồn cung khí trong nước được đảm bảo, đồng thời hưởng lợi từ việc đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu trong nước suy yếu. Sản lượng xuất khẩu trong 4 tháng đầu năm 2026 của DCM và DPM tăng lần lượt 40% và 129% so với cùng kỳ.

KQKD Q1/2026 tích cực với tổng doanh thu và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 45% và 93% so với cùng kỳ, được hỗ trợ nhờ sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu tăng mạnh cũng như lợi ích từ tồn kho giá thấp. Dù vậy, HSC vẫn giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028 do Q1 thường là mùa cao điểm của ngành phân bón, trong khi giá phân bón có thể chịu áp lực giảm vào cuối năm khi hoạt động vận chuyển qua eo biển Hormuz trở lại bình thường. Dự báo hiện tại cho thấy lợi nhuận thuần của DCM và DPM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,8% và 13,8%.

Định giá và khuyến nghị

Với dự báo lợi nhuận không đổi và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, HSC giảm lần lượt 7,5% và 7,2% giá mục tiêu đối với DCM và DPM xuống 49.600đ và 32.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 22% và 24%. Tại giá mục tiêu mới, DCM giao dịch với P/E năm 2026-2027 lần lượt là 9,6 lần và 10,5 lần, trong khi DPM ở mức 12 lần và 12,9 lần. DCM hiện giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần và DPM là 9,9 lần, đều thấp hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu. Với bằng ĐKKT lành mạnh, dòng tiền từ HĐKD tích cực và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức cao (trên 50% đối với DCM và trên 70% đối với DPM) sẽ hỗ trợ duy trì mức cổ tức hấp dẫn, đồng thời mở ra khả năng tăng chi trả cổ tức nếu lợi nhuận năm 2026 tăng trưởng tích cực hơn kỳ vọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
DCM	40,650	Mua vào	-	49,600	(7.46)	22.0	7.88	8.64	4.40	4.59	3.69	3.69
DPM	26,150	Mua vào	-	32,400	(7.16)	23.9	9.72	10.4	4.60	4.76	5.74	5.74

*Giá cổ phiếu tại ngày 27/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Tình trạng thắt chặt nguồn cung phân bón toàn cầu có thể kéo dài đến năm 2027 3

Gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông nhiều khả năng sẽ kéo dài đến năm 2027 3

Các doanh nghiệp sản xuất urê của Việt Nam tương đối được hưởng lợi 4

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 5

Định giá và khuyến nghị 6

Báo cáo thành phần

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) 8

Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) 11

Tình trạng thắt chặt nguồn cung phân bón toàn cầu có thể kéo dài đến năm 2027

Các gián đoạn địa chính trị tại Trung Đông nhiều khả năng sẽ tiếp tục khiến nguồn cung phân bón toàn cầu bị thắt chặt đến năm 2027, qua đó hỗ trợ giá urê ở mức cao và triển vọng lợi nhuận tích cực trong ngắn hạn cho DCM và DPM. Dù chi phí đầu vào tăng theo giá khí có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận, việc tăng giá bán bình quân gần đây được kỳ vọng sẽ bù đắp phần lớn tác động này. Cả hai doanh nghiệp nhìn chung vẫn ít chịu tác động trực tiếp nhờ nguồn cung khí trong nước được đảm bảo, đồng thời có thể đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu trong nước suy yếu. Sau KQKD Q1/2026 tích cực – được hỗ trợ nhờ sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu tăng mạnh cùng với lượng hàng tồn kho giá thấp – HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 nhưng giảm lần lượt 7,5% và 7,2% giá mục tiêu đối với DCM và DPM do điều chỉnh các giá định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu nhờ định giá hấp dẫn, bảng CĐKT lành mạnh và tiềm năng tăng giá 22% và 24% tại giá mục tiêu điều chỉnh lần lượt là 49.600đ đối với DCM và 32.400đ đối với DPM.

Gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông nhiều khả năng sẽ kéo dài đến năm 2027

Căng thẳng leo thang tại Trung Đông, bao gồm các cuộc tấn công vào cơ sở hạ tầng năng lượng và hoạt động vận chuyển gần như đình trệ qua eo biển Hormuz, đã gây ra gián đoạn nghiêm trọng đối với thị trường hàng hóa toàn cầu. Diễn biến này đặc biệt đáng chú ý trong bối cảnh khu vực Trung Đông đóng vai trò quan trọng trong nguồn cung phân bón toàn cầu, đặc biệt là urê, bên cạnh các nguyên liệu công nghiệp thiết yếu như heli, lưu huỳnh và nhôm. Đáng chú ý, gần 30% sản lượng phân bón giao dịch toàn cầu (tương đương khoảng 16 triệu tấn mỗi năm) được vận chuyển qua eo biển Hormuz. Việc tuyến vận tải này gần như bị đình trệ đã khiến khoảng một phần ba hoạt động thương mại phân bón toàn cầu bị gián đoạn, tương đương 3-4 triệu tấn mỗi tháng.

Ở thời điểm hiện tại, mức độ ảnh hưởng của tình trạng gián đoạn sẽ phụ thuộc vào mức độ thiệt hại đối với công suất sản xuất trong khu vực và thời điểm hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz có thể trở lại bình thường. Về phía nguồn cung, các nhà sản xuất urê đã giảm công suất hoạt động, với khoảng 55-60% công suất trong khu vực có thể đã tạm dừng. Tổng cộng đã có 31 nhà máy amoniac bị gián đoạn hoặc hư hại, ngoài ra còn có 49 nhà máy tại Ấn Độ và Nam Á phải ngừng hoạt động do thiếu nguồn cung khí đầu vào. Thời gian phục hồi hiện vẫn chưa rõ ràng, khi hoạt động sản xuất phân bón có thể cần 1-4 năm để trở lại bình thường, và một số cơ sở hạ tầng khí có thể mất 3-5 năm để khôi phục hoàn toàn. Điều này cho thấy tình trạng nguồn cung thắt chặt nhiều khả năng sẽ kéo dài ít nhất đến mùa vụ năm 2027.

Giá phân bón tăng mạnh nhưng dự kiến sẽ dần hạ nhiệt từ năm 2027

Các gián đoạn nguồn cung gần đây đã nhanh chóng đẩy giá phân bón tăng mạnh. Giá urê đã tăng vượt mức 850 USD/tấn trong tháng 4, tương ứng tăng 80% so với tháng 2 và đạt mức cao nhất kể từ tháng 4/2022.

Dù giá tăng mạnh nhưng mức tăng hiện tại vẫn thấp hơn các đợt tăng sốc trong năm 2021 và 2022, khi giá phân bón tăng lần lượt hơn 100% và 55% do gián đoạn nguồn cung từ Nga và Belarus, hai nhà cung cấp lớn trên toàn cầu. Diễn biến giá trong giai đoạn hiện tại nhìn chung vẫn ôn hòa hơn nhờ một số yếu tố hỗ trợ. Thứ nhất, nông dân tại Bắc bán cầu đã chủ động đảm bảo phần lớn nhu cầu phân bón trước khi các gián đoạn xảy ra. Thứ hai, giá khí tự nhiên (nguyên liệu đầu vào chính của phân bón ni tơ) tăng với mức độ thấp hơn đáng kể so với giai đoạn sau chiến tranh Nga-Ukraine. Thứ ba, một phần dòng chảy thương mại bị gián đoạn tại Trung Đông đang được chuyển hướng qua các tuyến vận tải đường bộ, qua đó giảm phần nào sự phụ thuộc vào eo biển Hormuz.

Trong ngắn hạn, Ngân hàng Thế giới dự báo giá urê bình quân năm 2026 sẽ tăng gần 60% và duy trì trên mức 550 USD/tấn, được hỗ trợ bởi tình trạng thị trường thắt chặt trong phần lớn thời gian của năm và nhu cầu toàn cầu vẫn vững chắc. Giá phân bón

dự kiến sẽ hạ nhiệt trong năm 2027 khi hoạt động xuất khẩu dần trở lại bình thường và nguồn cung mới được đưa ra thị trường.

Tuy nhiên, rủi ro nghiêng về phía tăng giá. Nếu giá năng lượng tiếp tục neo ở mức cao và các gián đoạn đối với hoạt động vận tải cũng như sản xuất quanh eo biển Hormuz kéo dài – đặc biệt sau Q3/2026 – giá phân bón có thể tiếp tục tăng mạnh hơn dự kiến.

Các doanh nghiệp sản xuất urê của Việt Nam tương đối được hưởng lợi

Giá bán bình quân tăng giúp bù đắp chi phí sản xuất tăng

DCM và DPM đã nhiều lần điều chỉnh tăng giá bán trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 5. Giá bán tại nhà máy hiện đạt 19.000đ/kg đối với DCM và 17.500đ/kg đối với DPM, tương ứng tăng 44% và 38% kể từ sau khi xung đột bùng phát. Theo ước tính sơ bộ của HSC, mức tăng này đủ để bù đắp phần lớn chi phí sản xuất gia tăng, chủ yếu do giá khí đầu vào neo theo giá dầu Brent, với mức tăng khoảng 37% đối với DCM và 26% đối với DPM.

Nguồn cung khí trong nước được đảm bảo

Cả hai doanh nghiệp đều sử dụng khí đầu vào từ nguồn cung trong nước, qua đó phần lớn tránh được tác động trực tiếp từ các gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông. DPM sử dụng khí từ các mỏ ngoài khơi thuộc bể Cửu Long, với nguồn cung hiện tại đủ đáp ứng nhu cầu khoảng 600 triệu m³ mỗi năm. Ngoài ra, nguồn khí bổ sung từ dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (từ năm 2027) được kỳ vọng sẽ đảm bảo hoạt động sản xuất thêm khoảng 17 năm. DCM sử dụng khí từ mỏ PM3-CAA theo hợp đồng được đảm bảo đến năm 2031. Đồng thời, PV Gas đang phát triển thêm các mỏ khí mới (như Nam Du-U Minh và mỏ Khánh Mỹ-Đầm Dơi) nhằm hỗ trợ nguồn cung sau năm 2028.

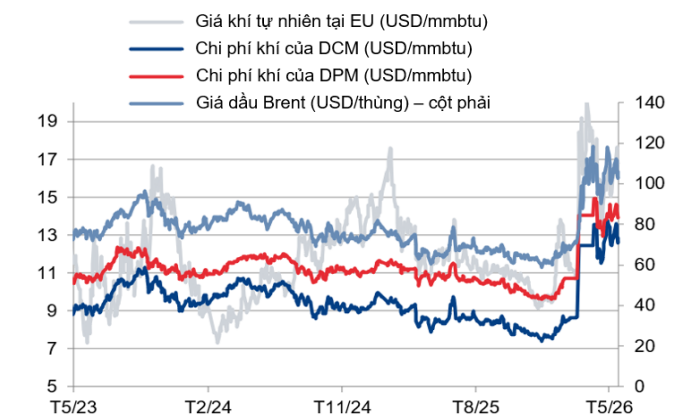
Đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu trong nước suy yếu

Theo các hiệp định thương mại tự do quốc tế, Việt Nam chỉ có thể áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu trong trường hợp khẩn cấp hoặc khủng hoảng được công bố chính thức. Trong bối cảnh nguồn cung trong nước không thiếu hụt và giá tăng chủ yếu do yếu tố chi phí và thị trường quốc tế, rủi ro áp dụng lệnh cấm xuất khẩu là thấp.

Trên thực tế, trong 4 tháng đầu năm 2026, đặc biệt trong tháng 3 và tháng 4, DCM và DPM đã đẩy mạnh xuất khẩu phân bón nhằm tận dụng nhu cầu trong nước suy yếu và mức giá xuất khẩu cao hơn đáng kể so với thị trường trong nước. Theo số liệu sơ bộ từ cơ quan hải quan, sản lượng xuất khẩu urê của DCM trong 4 tháng đầu năm 2026 tăng 40% so với cùng kỳ, trong khi giá trị xuất khẩu tăng 54% đạt 101 triệu USD. Trong khi đó, DPM ghi nhận sản lượng xuất khẩu tăng 129% so với cùng kỳ và giá trị xuất khẩu tăng 166% đạt 62 triệu USD.

Biểu đồ 1: Chi phí nguyên liệu đầu vào, các doanh nghiệp urê Việt Nam so với thế giới

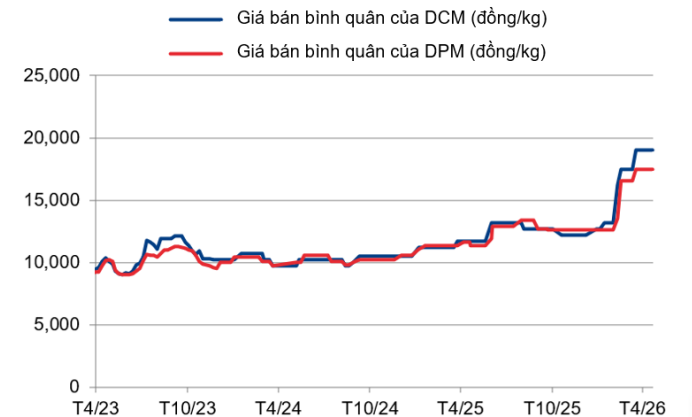
Chi phí khí đầu vào của DCM/DPM tăng lần lượt 46%/31% sau chiến sự, kéo theo chi phí sản xuất tăng tương ứng 37%/26%.



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 2: Giá bán trong nước, các doanh nghiệp urê Việt Nam

DCM/DPM đã tăng giá bán lần lượt 44%/38%, từ đó bù đắp tác động của việc chi phí sản xuất gia tăng



Nguồn: Agromonitor, HSC

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Đánh giá KQKD Q1/2026: Tích cực và sát với sát dự báo

DCM và DPM, hai công ty sản xuất urê trong danh sách khuyến nghị của HSC, đã công bố KQKD Q1/2026 tích cực. Doanh thu của cả hai đều tăng mạnh – DCM tăng 55% so với cùng kỳ, DPM tăng 37% với cùng kỳ – đưa tổng doanh thu tăng 45% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu tăng. Trong khi đó, tổng lợi nhuận thuần cũng tăng mạnh 93% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi mức tăng 92% của DCM và 96% của DPM. Lợi nhuận thuần tăng nhanh hơn doanh thu chủ yếu nhờ hai công ty vẫn còn sử dụng lượng hàng tồn kho được tích lũy khi giá đầu vào ở mức thấp. Tại thời điểm cuối năm 2025, DCM ghi nhận hàng tồn kho khoảng 4,8 nghìn tỷ đồng, tương đương 135 ngày doanh thu, trong khi DPM có hàng tồn kho khoảng 3,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 92 ngày doanh thu.

HSC lưu ý rằng giá phân bón bình quân trong Q1/2026 đã tăng 5-10% so với quý trước, tùy theo từng dòng sản phẩm nhờ nhu cầu cao trong mùa vụ cao điểm và đà tăng mạnh của giá phân bón toàn cầu trong tháng 3/2026 sau xung đột tại Trung Đông. Nhờ đó, lượng hàng tồn kho lớn với giá vốn thấp đã hỗ trợ cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong Q1/2026.

Bảng 3: KQKD Q1/2026, DCM và DPM

Cả hai doanh nghiệp đều ghi nhận KQKD tích cực trong Q1 nhờ doanh thu tăng mạnh và sử dụng nguồn hàng tồn kho giá thấp đã tích lũy từ trước, từ đó hỗ trợ mở rộng tỷ suất lợi nhuận

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	% 2026 HSCF
DCM				
Doanh thu	3,407	5,286	55.2%	23.0%
Lợi nhuận thuần	411	788	91.5%	28.8%
DPM				
Doanh thu	4,120	5,623	36.5%	27.4%
Lợi nhuận thuần	205	402	96.1%	22.0%
Tổng				
Doanh thu	7,527	10,909	44.9%	25.1%
Lợi nhuận thuần	616	1,190	93.0%	26.1%

Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 4: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo các sản phẩm chính

Sản lượng tiêu thụ mảng NPK và phân bón nhập khẩu của DCM và DPM đều tăng mạnh trong Q1/2026

Tấn	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
DCM			
Urê	233,640	271,830	16.3%
NPK	23,120	34,080	47.4%
Phân bón nhập khẩu	34,240	113,860	232.5%
DPM			
Urê	238,645	239,000	0.1%
NPK	39,295	59,000	50.1%
Phân bón nhập khẩu	106,487	140,000	31.5%

Nguồn: Các công ty

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-28, các doanh nghiệp ngành Phân bón trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-28, với tổng lợi nhuận được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 10,7%

Tỷ đồng	2025A	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
DCM								
Doanh thu	16,961	23,003	35.6%	23,766	3.3%	23,766	0.0%	11.9%
Lợi nhuận thuần	1,915	2,732	42.7%	2,491	-8.8%	2,469	-0.9%	8.8%
DPM								
Doanh thu	16,564	20,495	23.7%	20,655	0.8%	20,655	0.0%	7.6%
Lợi nhuận thuần	1,074	1,830	70.4%	1,711	-6.5%	1,581	-7.6%	13.8%
Tổng								
Doanh thu	33,525	43,498	29.7%	44,421	2.1%	44,421	0.0%	9.8%
Lợi nhuận thuần	2,989	4,562	52.6%	4,202	-7.9%	4,050	-3.6%	10.7%

Nguồn: HSC

Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Dù KQKD Q1/2026 tích cực, kết quả nhìn chung vẫn sát dự báo của HSC do Q1 thường là giai đoạn nhu cầu phân bón ở mức cao theo mùa vụ. Ngoài ra, giá năng lượng và giá phân bón có thể hạ nhiệt vào cuối năm nếu hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường, sau giai đoạn tăng mạnh hiện nay. Theo đó, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 đối với cả hai công ty trong danh sách khuyến nghị.

Dự báo của HSC cho thấy lợi nhuận thuần của DCM và DPM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,8% và 13,8%.

Bảng 6: Giá định về giá khí và các chi phí đầu vào quan trọng, các doanh nghiệp ngành Phân bón trong phạm vi phân tích của HSC

HSC dự báo chi phí khí sẽ giảm trong năm 2027 nhờ giá dầu Brent suy yếu nếu tình hình eo biển Hormuz trở lại bình thường

	2025A	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	67.9	82.0	20.8%	72.0	-12.2%	72.0	0.0%
Dầu MFO (USD/tấn)	421.3	523.2	24.2%	469.6	-10.2%	469.6	0.0%
Chi phí khí của DCM (USD/MMBTU)	8.6	10.2	18.6%	9.2	-9.8%	9.2	0.0%
Chi phí khí của DPM (USD/MMBTU)	10.3	12.0	16.3%	11.3	-5.8%	11.3	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 7: So sánh, các doanh nghiệp ngành Phân bón trong phạm vi phân tích của HSC

Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng / giảm	P/E 2026	P/E 2027	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E dự phóng bình quân*	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân*	Lợi suất cổ tức 2026	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần
DCM	818	Mua vào	49,600	21.0%	7.9	8.65	8.1	11.2	-1.3	3.70%	8.80%
DPM	676	Mua vào	32,400	23.0%	9.7	10.4	9.9	16.2	-1.2	5.70%	13.80%
Bình quân (giản đơn)	747			22.0%	8.8	9.5	9.0	13.7	(1.2)	4.70%	11.30%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Với dự báo không đổi và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, HSC giảm 7,5% giá mục tiêu đối với DCM xuống 49.600đ và giảm 7,2% giá mục tiêu đối với DPM xuống 32.400đ. Giá mục tiêu mới đối với DCM tương ứng tiềm năng tăng giá 22% và P/E năm 2026-2027 lần lượt là 9,6 lần và 10,5 lần. Trong khi đó, giá mục tiêu mới đối với DPM tương ứng tiềm năng tăng giá 24% và P/E năm 2026-2027 lần lượt là 12 lần và 12,9 lần.

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá hai doanh nghiệp sản xuất urê này với những giả định chính như sau: (i) lãi suất phi rủi ro 4% áp dụng cho toàn bộ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, (ii) phân bù rủi ro vốn CSH 8,75% và (iii) tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Giả định WACC giữ nguyên ở mức 14% đối với DCM và 13,2% đối với DPM.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,2 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DCM với giá mục tiêu sau điều chỉnh là 49.600đ tương ứng tiềm năng tăng giá 22% và P/E năm 2026-2027 lần lượt là 9,6 lần và 10,5 lần.

Trong khi đó, sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,9 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 16,2 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DPM, với tiềm năng tăng giá 24% tại giá mục tiêu sau điều chỉnh là 32.400đ, tương ứng P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 12 lần và 12,9 lần.

Cả DCM và DPM đều duy trì bằng CĐKT lành mạnh, với vị thế tiền mặt thuần đạt lần lượt 5,4 nghìn tỷ đồng (10.181đ/cp) và 4,8 nghìn tỷ đồng (7.116đ/cp). Nền tảng tài chính vững chắc này đến từ dòng tiền HĐKD tích cực (khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng đối với DCM và 1,5 nghìn tỷ đồng đối với DPM) cùng tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức duy trì ở mức cao trong nhiều năm qua (trên 50% đối với DCM và trên 70% đối với DPM trong 5 năm gần đây). Những yếu tố này tạo nền tảng vững chắc để duy trì và thậm chí tăng mức chi trả cổ tức trong thời gian tới. HSC kỳ vọng cả DCM và DPM sẽ nâng mức chi trả cổ tức tương ứng với mức tăng lợi nhuận năm 2026.

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty ngành Phân bón trong phạm vi phân tích của HSC

Tính bình quân, giá cổ phiếu gần như đi ngang trong 1 tháng/3 tháng qua nhưng tăng 19,2% so với đầu năm

	1 tháng qua	3 tháng qua	So với đầu năm	1 năm qua
DCM	-2.4%	-5.4%	20.5%	25.3%
DPM	-1.1%	-5.3%	14.9%	39.2%
Bình quân (giản đơn)	-1.8%	-5.4%	17.7%	32.3%
VN Index	-0.1%	-0.3%	4.8%	39.7%

Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

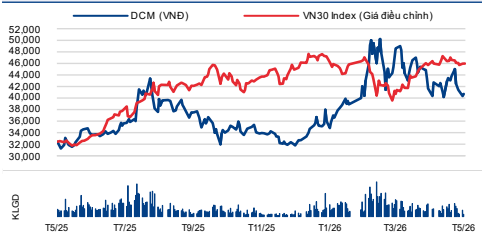
Giá mục tiêu: VNĐ49,600 (từ VNĐ53,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	40,650
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,263-50,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,520
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	817
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	208
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.67%
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	(2.40)	(5.36)	25.3
So với chỉ số	(2.93)	(3.52)	(11.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,161	4,659	10.8
2027F	4,705	4,418	6.5
2028F	4,664	4,899	(4.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt được 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

Hưởng lợi từ căng thẳng tại Trung Đông; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DCM nhưng giảm 7,5% giá mục tiêu xuống 49.600đ (tiềm năng tăng giá 22%) sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.
- KQKD Q1/2026 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 788 tỷ đồng (tăng 91% so với cùng kỳ; bằng 28,8% dự báo cả năm 2026 của HSC), chủ yếu nhờ biên lợi nhuận mảng phân bón nhập khẩu cải thiện khi công ty ghi nhận lợi ích từ lượng hàng tồn kho giá thấp tích lũy trong Q4/2025. Dù vậy, HSC vẫn giữ nguyên dự báo do giá phân bón có thể chịu áp lực giảm nếu hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua và 5% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: KQKD Q1/2026 tích cực hơn kỳ vọng

DCM ghi nhận doanh thu Q1/2026 tích cực đạt 5.286 tỷ đồng (tăng 55% so với cùng kỳ, đạt 23% dự báo cho cả năm 2026 của HSC và hoàn thành 30% kế hoạch năm của Công ty), chủ yếu nhờ doanh thu phân bón nhập khẩu tăng mạnh (gấp 2,5 lần so với cùng kỳ). Cơ cấu doanh thu gồm urê chiếm 61%, phân bón nhập khẩu 25% và NPK 7%. Lợi nhuận thuần Q1/2026 đạt 788 tỷ đồng (tăng 91% so với cùng kỳ, đạt 28,8% dự báo năm 2026 của HSC và hoàn thành 63% kế hoạch năm của Công ty), được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận mảng phân bón nhập khẩu cải thiện nhờ tiêu thụ hàng tồn kho giá thấp từ Q4/2025. Mảng phân bón nhập khẩu đóng góp khoảng 25% doanh thu và 22% lợi nhuận gộp (so với mức 12% và 4% trong Q1/2025).

Duy trì dự báo giai đoạn 2026-2028

Dù KQKD Q1/2026 của DCM tích cực, HSC cho rằng vẫn tồn tại rủi ro đối với lợi nhuận trong nửa cuối năm do giá phân bón có thể hạ nhiệt đáng kể nếu hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường. Theo đó, HSC thận trọng giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 2.732 tỷ đồng (tăng trưởng 42,7%), sau đó đạt 2.491 tỷ đồng trong năm 2027 (giảm 8,8%) và 2.469 tỷ đồng trong năm 2028 (giảm 0,9%).

Dự báo giai đoạn 2026-2028 của HSC – hơi cao hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,8%. Rủi ro kết quả tích cực hơn dự báo lợi nhuận trong trường hợp eo biển Hormuz tiếp tục bị gián đoạn trong thời gian dài, qua đó đẩy giá phân bón tăng cao hơn nữa.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua và 5% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,1 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC giảm 7,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 49.600đ sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, đồng thời giữ nguyên giả định WACC ở mức 14% (dựa trên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%).

Chúng tôi tóm tắt các tính toán và giả định định giá tại trang 2 của báo cáo này. Vui lòng tham khảo báo cáo nhanh về ngành gần nhất với tiêu đề '[Các doanh nghiệp sản xuất urê: Gián đoạn tại Trung Đông nhiều khả năng mang lại tác động tích cực](#)' để biết thêm chi tiết về dự báo lợi nhuận và định giá của HSC.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,287	2,190	3,078	2,803	2,788
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,222	1,915	2,732	2,491	2,469
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,161	4,705	4,664
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	19,162	20,228	23,373	26,107	28,805
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.8	7.38	4.40	4.59	4.35
P/E ĐC (lần)	17.6	11.2	7.88	8.64	8.72
Lợi suất cổ tức (%)	4.92	3.69	3.69	3.69	3.69
P/B (lần)	2.12	2.01	1.74	1.56	1.41
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
ROAE (%)	12.2	18.4	23.7	19.0	17.0

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

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2,657	2,372	2,348	2,266	2,147
Thu nhập thuần trừ nợ vay	2,352	2,099	2,078	2,005	1,900
Cộng: Khấu hao	420	431	440	449	458
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(261)	(265)	(269)	(273)	(277)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	706	(945)	(876)	707	236
UFCF	3,217	1,321	1,373	2,888	2,316

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán WACC, DCM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.7%
Lãi suất bình quân	5.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	14.0%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Định giá DCF, DCM

	Đơn vị	Giá trị (giữa 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	8,011
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,899
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	17,910
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	10,309
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(1,981)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	26,238
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	529
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	49,600

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), DCM

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	50,300	50,900	51,400	52,100	52,800
	3.5%	49,400	49,900	50,500	51,100	51,700
	4.0%	48,600	49,100	49,600	50,100	50,700
	4.5%	47,900	48,300	48,800	49,300	49,800
	5.0%	47,200	47,600	48,000	48,400	48,900

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	13,456	16,961	23,003	23,766	23,766
Lợi nhuận gộp	2,513	4,035	5,626	5,439	5,415
Chi phí BH&QL	(1,495)	(2,189)	(2,968)	(3,067)	(3,067)
Thu nhập khác	1.12	5.58	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,019	1,852	2,657	2,372	2,348
Lãi vay thuần	305	305	414	428	428
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,324	2,157	3,071	2,800	2,776
Chi phí thuế TNDN	(94.1)	(239)	(322)	(294)	(291)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.35)	(2.03)	(16.5)	(15.0)	(14.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,222	1,915	2,732	2,491	2,469
Lợi nhuận thuần ĐC	1,222	1,915	2,732	2,491	2,469
EBITDA ĐC	1,287	2,190	3,078	2,803	2,788
EPS (đồng)	2,308	3,618	5,161	4,705	4,664
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,161	4,705	4,664
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	529	529	529	529	529
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,903	3,590	5,476	5,711	5,956
Đầu tư ngắn hạn	7,039	4,082	4,490	4,939	5,433
Phải thu khách hàng	529	1,263	1,204	1,406	1,484
Hàng tồn kho	2,950	4,804	4,902	5,642	5,882
Các tài sản ngắn hạn khác	500	709	830	905	930
Tổng tài sản ngắn hạn	12,921	14,449	16,903	18,603	19,685
TSCĐ hữu hình	2,172	2,416	2,259	2,098	1,932
TSCĐ vô hình	364	426	424	419	414
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	272	354	227	299	298
Tổng tài sản dài hạn	2,808	3,196	2,910	2,815	2,643
Tổng cộng tài sản	15,729	17,645	19,813	21,419	22,328
Nợ ngắn hạn	1,229	2,226	1,926	1,926	1,926
Phả trả người bán	1,612	1,764	2,213	2,145	2,131
Nợ ngắn hạn khác	1,556	1,220	1,391	1,455	871
Tổng nợ ngắn hạn	4,681	5,982	6,122	6,251	5,725
Nợ dài hạn	120	56.8	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	751	866	1,269	1,284	1,275
Tổng nợ dài hạn	871	923	1,269	1,284	1,275
Tổng nợ phải trả	5,552	6,905	7,391	7,535	7,000
Vốn chủ sở hữu	10,144	10,709	12,374	13,821	15,249
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.8	31.4	47.9	63.0	77.9
Tổng vốn chủ sở hữu	10,177	10,740	12,422	13,884	15,327
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,729	17,645	19,813	21,419	22,328
BVPS (đ)	19,162	20,228	23,373	26,107	28,805
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(554)	(1,308)	(3,551)	(3,786)	(4,030)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,019	1,852	2,657	2,372	2,348
Khấu hao	(268)	(339)	(420)	(431)	(440)
Lãi vay thuần	305	305	414	428	428
Thuế TNDN đã nộp	(94.1)	(239)	(322)	(294)	(291)
Thay đổi vốn lưu động	(912)	(2,424)	706	(945)	(876)
Khác	(509)	(1,043)	(656)	(553)	(559)
LCT thuần từ HĐKD	77.5	(1,211)	3,219	1,439	1,489
Đầu tư TS dài hạn	(791)	(427)	(261)	(265)	(269)
Góp vốn & đầu tư	(14,041)	(11,373)	(408)	(449)	(494)
Thanh lý	4.09	0	0	0	0
Khác	14,786	14,820	545	563	563
LCT thuần từ HĐĐT	(41.6)	3,021	(124)	(150)	(199)
Cổ tức trả cho CSH	(1,059)	(1,055)	(794)	(794)	(794)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	437	934	(416)	(260)	(251)
Khác	(2.91)	(1.60)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(625)	(123)	(1,210)	(1,054)	(1,045)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,284	1,903	3,590	5,476	5,711
LCT thuần trong kỳ	(589)	1,687	1,886	235	244
Ảnh hưởng của tỷ giá	208	0.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,903	3,590	5,476	5,711	5,956
Dòng tiền tự do	(714)	(1,638)	2,959	1,175	1,220

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.7	23.8	24.5	22.9	22.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.57	12.9	13.4	11.8	11.7
Tỷ suất LNT (%)	9.08	11.3	11.9	10.5	10.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.10	11.1	10.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.04	26.0	35.6	3.32	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(28.0)	70.2	40.5	(8.93)	(0.54)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng EPS (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng DPS (%)	0	(25.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	86.6	41.5	29.1	31.9	32.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.2	18.4	23.7	19.0	17.0
ROACE (%)	9.36	16.3	21.0	16.4	14.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.87	1.02	1.23	1.15	1.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.08	(0.65)	1.21	0.61	0.63
Số ngày tồn kho	98.4	136	103	112	117
Số ngày phải thu	17.6	35.7	25.3	28.0	29.5
Số ngày phải trả	53.8	49.8	46.5	42.7	42.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.17)	(5.70)	(25.0)	(22.9)	(21.9)
Nợ/tài sản (%)	10.1	16.9	12.1	11.9	11.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.36	0.78	0.91	0.94
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.76	2.42	2.76	2.98	3.44
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.04	0.95	0.59	0.54	0.51
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.8	7.38	4.40	4.59	4.35
P/E (lần)	17.6	11.2	7.88	8.64	8.72
P/E ĐC (lần)	17.6	11.2	7.88	8.64	8.72
P/B (lần)	2.12	2.01	1.74	1.56	1.41
Lợi suất cổ tức (%)	4.92	3.69	3.69	3.69	3.69

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

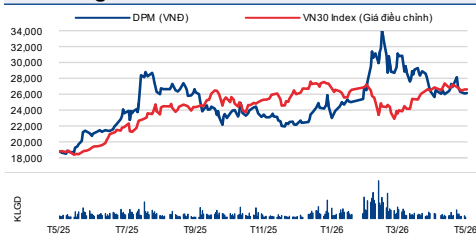
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ32,400 (từ VNĐ34,900)
 Tiềm năng tăng/giảm: 23.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	26,150
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,454-34,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,782
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	675
Slg CP lưu hành (tr.đv)	680
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	340
Slg CP NN được mua (tr.đv)	306
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.93%
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	(1.13)	(5.25)	39.2
So với chỉ số	(1.67)	(3.41)	(1.75)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,691	2,112	27.4
2027F	2,516	2,119	18.7
2028F	2,325	2,422	(4.0)

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 24% tại giá mục tiêu mới/thấp hơn; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DPM nhưng giảm 7,2% giá mục tiêu xuống 32.400đ sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.
- DPM ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng mạnh đạt 402 tỷ đồng (tăng 96% so với cùng kỳ; đạt 22% dự báo cho cả năm 2026 của HSC), chủ yếu nhờ doanh thu NPK và phân bón nhập khẩu tăng mạnh cùng với lượng hàng tồn kho giá thấp chuyển sang từ Q4/2025. Dù vậy, HSC vẫn giữ nguyên dự báo do giá phân bón có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm nếu hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường (dù thời điểm cụ thể hiện vẫn khó dự đoán).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua và 5% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,9 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: KQKD Q1/2026 tích cực hơn kỳ vọng

DPM ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 402 tỷ đồng (tăng 96% so với cùng kỳ; đạt 22% dự báo cho cả năm 2026 của HSC), được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận phân bón nhập khẩu cải thiện nhờ bán ra lượng hàng tồn kho giá thấp từ Q4/2025. Doanh thu thuần đạt 5.623 tỷ đồng (tăng 36,5% so với cùng kỳ; đạt 27,4% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi) chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ NPK và phân bón nhập khẩu tăng lần lượt 50% và 31,5%.

Duy trì dự báo giai đoạn 2026-2028

Dù KQKD Q1/2026 tích cực nhưng HSC cho rằng vẫn tồn tại rủi ro đối với lợi nhuận trong nửa cuối năm do giá phân bón có thể giảm mạnh nếu hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường, dù thời điểm và khả năng xảy ra hiện vẫn khó dự đoán. Theo đó, HSC giữ nguyên dự báo với lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 1.830 tỷ đồng (tăng trưởng 70,4%) sau đó đạt 1.711 tỷ đồng trong năm 2027 (giảm 6,5%) và 1.581 tỷ đồng trong năm 2028 (giảm 3,6%).

Dự báo giai đoạn 2026-2028 của HSC – cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,8%. Trong khi đó, khả năng eo biển Hormuz tiếp tục bị gián đoạn trong thời gian dài vẫn là yếu tố hỗ trợ tích cực đối với giá phân bón.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua và 5% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,9 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC giảm 7,2% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 32.400đ sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, đồng thời giữ nguyên giá định WACC ở mức 13,2% (dựa trên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%).

Chúng tôi tóm tắt các tính toán và giả định định giá tại trang 2 của báo cáo này. Vui lòng tham khảo báo cáo nhanh về ngành gần nhất với tiêu đề ["Các doanh nghiệp sản xuất ure: Gián đoạn tại Trung Đông nhiều khả năng mang lại tác động tích cực"](#) để biết thêm chi tiết về dự báo lợi nhuận và định giá của HSC.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	756	1,379	2,561	2,428	2,294
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	538	1,074	1,830	1,711	1,581
EPS ĐC (đồng)	791	1,579	2,691	2,516	2,325
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	16,441	16,960	18,173	19,207	20,044
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.4	9.52	4.60	4.76	5.01
P/E ĐC (lần)	33.1	16.6	9.72	10.4	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	7.65	5.74	5.74	5.74	5.74
P/B (lần)	1.59	1.54	1.44	1.36	1.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
ROAE (%)	4.73	9.46	15.3	13.5	11.8

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

Bảng 13: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2026F
EBIT	2,115	1,968	1,819	1,590	1,382	1,158
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,712	1,593	1,472	1,287	1,119	937
Cộng: Khấu hao	447	461	475	490	506	522
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(558)	(498)	(494)	(527)	(546)	(565)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,198	(202)	(261)	488	(105)	1,569
UFCF	2,799	1,353	1,193	1,738	974	2,463

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán WACC, DPM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.1
Chi phí vốn CSH	13.6%
Lãi suất bình quân	5.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	17.2%
Chi phí nợ sau thuế	3.7%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	13.2%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, DPM

	Đơn vị	Giá trị (giữa 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	6,329
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,568
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	15,897
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	10,521
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(4,413)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	22,004
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	680
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	32,400

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và 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%	32,900	33,200	33,400	33,600	34,200
	3.5%	32,500	32,700	32,900	33,100	33,600
	4.0%	32,000	32,200	32,400	32,600	33,000
	4.5%	31,600	31,700	31,900	32,100	32,500
	5.0%	31,200	31,300	31,500	31,600	32,000

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	13,496	16,564	20,495	20,655	20,655
Lợi nhuận gộp	1,898	2,939	4,502	4,146	4,004
Chi phí BH&QL	(1,540)	(1,929)	(2,388)	(2,178)	(2,186)
Thu nhập khác	4.46	18.0	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	363	1,028	2,115	1,968	1,819
Lãi vay thuần	304	322	149	148	136
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.65	3.04	3.27	3.43	3.60
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	669	1,353	2,267	2,119	1,958
Chi phí thuế TNDN	(115)	(258)	(390)	(364)	(337)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(16.5)	(21.9)	(46.9)	(43.9)	(40.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	538	1,074	1,830	1,711	1,581
Lợi nhuận thuần ĐC	538	1,074	1,830	1,711	1,581
EBITDA ĐC	756	1,379	2,561	2,428	2,294
EPS (đồng)	791	2,202	2,691	2,516	2,325
EPS ĐC (đồng)	791	1,579	2,691	2,516	2,325
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	680	488	680	680	680
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	680	680	680	680	680
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	680	680	680	680	680
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,005	1,168	2,548	2,823	3,317
Đầu tư ngắn hạn	9,464	7,835	7,835	7,835	7,443
Phải thu khách hàng	653	1,390	1,362	1,494	1,533
Hàng tồn kho	1,731	3,434	3,008	3,244	3,533
Các tài sản ngắn hạn khác	367	683	611	661	712
Tổng tài sản ngắn hạn	13,220	14,510	15,364	16,057	16,539
TSCĐ hữu hình	1,942	1,818	1,910	2,007	2,109
TSCĐ vô hình	859	894	831	767	704
Bất động sản đầu tư	181	171	161	152	142
Đầu tư dài hạn	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
Đầu tư vào Cty LD,LK	30.6	31.8	31.8	31.8	31.8
Tài sản dài hạn khác	317	348	439	453	442
Tổng tài sản dài hạn	3,333	3,267	3,376	3,414	3,433
Tổng cộng tài sản	16,552	17,777	18,741	19,471	19,971
Nợ ngắn hạn	3,422	4,164	4,164	4,164	4,164
Phả trả người bán	691	671	924	917	902
Nợ ngắn hạn khác	811	844	688	615	598
Tổng nợ ngắn hạn	5,199	6,028	6,179	6,156	6,095
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	41.2	82.7	71.6	122	114
Tổng nợ dài hạn	174	215	204	255	247
Tổng nợ phải trả	5,372	6,244	6,383	6,410	6,342
Vốn chủ sở hữu	11,180	11,533	12,358	13,061	13,630
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	11,180	11,533	12,358	13,061	13,630
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,552	17,777	18,741	19,471	19,971
BVPS (đ)	16,441	16,960	18,173	19,207	20,044
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,417	2,996	1,616	1,341	847

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	363	1,028	2,115	1,968	1,819
Khấu hao	(394)	(351)	(447)	(461)	(475)
Lãi vay thuần	304	322	149	148	136
Thuế TNDN đã nộp	(115)	(258)	(390)	(364)	(337)
Thay đổi vốn lưu động	188	(3,061)	1,011	(390)	(449)
Khác	(186)	(454)	(426)	(270)	(215)
LCT thuần từ HĐKD	948	(2,072)	2,905	1,552	1,430
Đầu tư TS dài hạn	(85.5)	(129)	(558)	(498)	(494)
Góp vốn & đầu tư	(17,258)	(19,079)	0	0	392
Thanh lý	0.52	2.82	0	0	0
Khác	13,535	21,286	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,808)	2,081	(558)	(498)	(102)
Cổ tức trả cho CSH	(801)	(587)	(1,020)	(1,020)	(1,020)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	5,068	8,381	52.8	241	186
Khác	(1,646)	(7,638)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,621	155	(967)	(779)	(834)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,242	1,005	1,168	2,548	2,823
LCT thuần trong kỳ	(240)	164	1,380	275	494
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.18	(0.40)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,005	1,168	2,548	2,823	3,317
Dòng tiền tự do	862	(2,202)	2,347	1,054	936
Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.1	17.7	22.0	20.1	19.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.60	8.32	12.5	11.8	11.1
Tỷ suất LNT (%)	3.98	6.48	8.93	8.28	7.65
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.2	19.0	17.2	17.2	17.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(0.54)	22.7	23.7	0.78	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	7.26	82.3	85.8	(5.19)	(5.54)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng EPS (%)	3.52	178	22.2	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	(25.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	253	68.1	55.7	59.6	64.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.73	9.46	15.3	13.5	11.8
ROACE (%)	3.13	8.90	17.4	15.2	13.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.97	1.12	1.08	1.05
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.61	(2.02)	1.37	0.79	0.79
Số ngày tồn kho	54.5	92.0	68.7	71.7	77.5
Số ngày phải thu	20.6	37.2	31.1	33.0	33.6
Số ngày phải trả	21.7	18.0	21.1	20.3	19.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.6	28.2	15.3	12.6	8.44
Nợ/tài sản (%)	22.0	24.9	23.7	23.0	22.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	4.81	3.21	1.73	1.84	1.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.54	2.41	2.49	2.61	2.71
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.81	0.79	0.58	0.56	0.56
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.4	9.52	4.60	4.76	5.01
P/E (lần)	33.1	11.9	9.72	10.4	11.2
P/E ĐC (lần)	33.1	16.6	9.72	10.4	11.2
P/B (lần)	1.59	1.54	1.44	1.36	1.30
Lợi suất cổ tức (%)	7.65	5.74	5.74	5.74	5.74

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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