

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU
KHÍ – DPM (HSX)

Ngày cập nhật:

28/08/2025



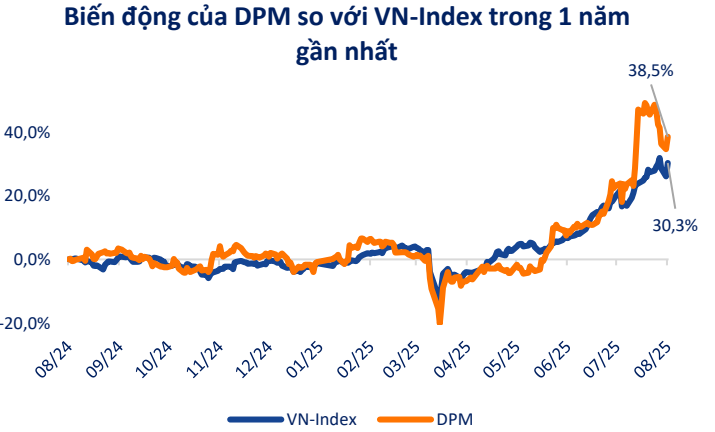
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	MUA MỚI
Giá mục tiêu (đồng)	36.000
Upside tối đa	+33%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Số lượng CP lưu hành	679 triệu
KLGD bình quân 10 ngày	5.259 nghìn
Biến động giá 1 tuần	-2,73%
Biến động giá 1 tháng	+12,55%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	18.187,99

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hoàn thành kế hoạch kinh doanh cả năm chỉ sau 6 tháng, DPM được kỳ vọng sẽ duy trì được tình hình kinh doanh tích cực trong nửa cuối năm khi:
 - **Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ tăng lên mức 16,2% trong năm 2025 nhờ:** Giá dầu FO dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong 2 quý cuối năm 2025 khi nguồn cung quay trở lại và đạt mức giảm 10 – 12% so với cả năm 2024; Giá Ure sẽ tiếp tục tăng trung bình 22% yoy. Nguyên nhân do lo ngại về nguồn cung tại các nước Trung Đông trên thị trường thế giới. Ở thị trường trong nước, giá các nông sản chính là café, tiêu,... hồi phục cũng là động lực giúp lực cầu phân bón ổn định hơn.
 - **Biên lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng lên 7,06% nhờ biên lợi gộp tăng cao trong khi các chi phí khác tăng không đáng kể.** Chi phí BH và QLDN tăng nhẹ 17%, tương ứng với quy mô doanh thu. Ngoài ra, trong Q4, DPM có nâng cấp và sửa chữa nhà máy Đạm Phú Mỹ (3 năm 1 lần) khiến cho chi phí này sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ.
- Nhờ được khấu trừ thuế, **DPM ước tính tiết kiệm đáng kể chi phí, riêng 6 tháng cuối năm 2025 có thể giảm hơn 200 tỷ đồng sau thuế từ tổng gần 320 tỷ đồng thuế GTGT đầu vào.**
- Cơ cấu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt và tiền gửi tiết kiệm dồi dào (tiền và tiền gửi tiết kiệm chiếm tỷ trọng trên 60% tài sản)
- Trả cổ tức đều đặn và hấp dẫn. Duy trì trên 30% bằng tiền mặt trong 4 năm trở lại đây.

RỦI RO

- Sự biến động của giá nguyên liệu và Ure trên thế giới ảnh hưởng đến kỳ vọng biên lợi nhuận

	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	12.786,14	18.627,18	13.569,19	13.496,14	18.921,59
Lợi nhuận gộp	4.785,54	7.838,22	1.651,75	1.898,13	3.065,30
Chi phí bán hàng và QLDN	(1.242,74)	(1.533,99)	(1.350,80)	(1.540,02)	(1.807,21)
Doanh thu tài chính	175,51	365,06	457,58	369,14	397,60
Chi phí tài chính	(74,65)	(85,26)	(71,16)	(65,03)	(72,50)
LNST	3.171,52	5.584,89	529,82	554,27	1.336,21
Biên lợi nhuận ròng	24,80%	29,98%	3,90%	4,11%	7,06%

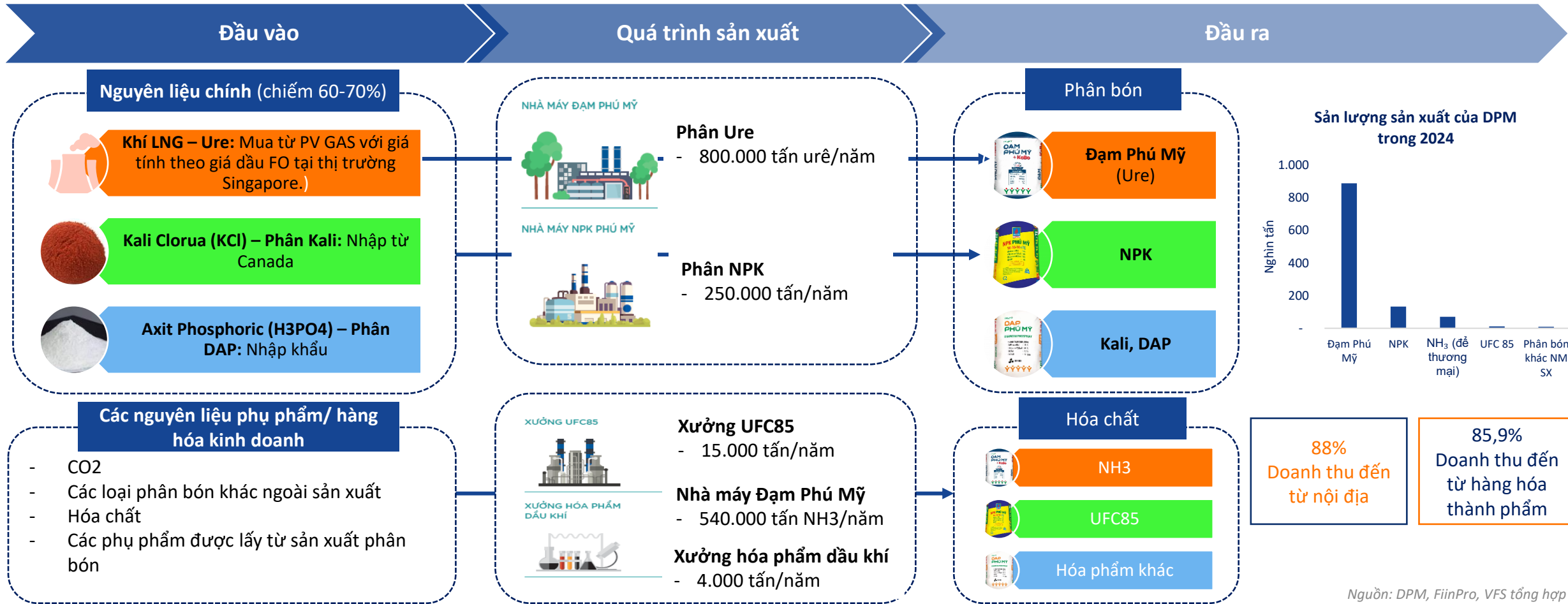
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

Ngành nghề kinh doanh

DPM (Đạm Phú Mỹ) là doanh nghiệp hàng đầu ngành phân bón Việt Nam, trực thuộc PVN, với Nhà máy Đạm Phú Mỹ công suất ~800.000 tấn urê/năm cùng các sản phẩm NPK, NH₃ và hóa chất công nghiệp. Công ty hiện chiếm khoảng **38–40% thị phần urê nội địa**, 11% thị phần NPK và 25% thị phần NH₃, khẳng định vị thế dẫn đầu ngành.

Chuỗi sản xuất của DPM



II. KẾT QUẢ KINH DOANH

KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2025

Hoàn thành kế hoạch kinh doanh chỉ trong 1H2025

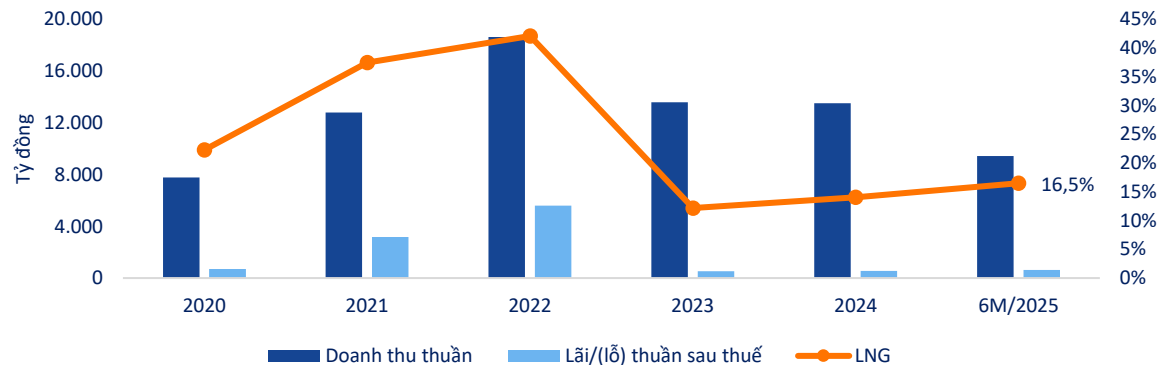
1H2025, DPM ghi nhận **tổng doanh thu đạt 9.421,25 tỷ đồng (+29,86% yoy)** hoàn thành 73,2% kế hoạch kinh doanh, trong đó:

- 1) Doanh thu từ bán thành phẩm đạt 7.273,72 tỷ, tăng nhẹ 8,4% yoy. Trong đó nguyên nhân chủ yếu đến từ giá Đạm Phú Mỹ trung bình tăng 12% so với 1H2024 cùng với sản lượng sản xuất cũng tăng nhẹ 1,6% yoy. Đà tăng giá được thúc đẩy bởi nhu cầu gia tăng trong bối cảnh gián đoạn sản xuất và nguồn cung do bất ổn địa chính trị tại Trung Đông, đặc biệt là xung đột Israel–Iran, cùng với việc Trung Quốc siết chặt kiểm soát xuất khẩu urea. Trong khi đó, sản lượng sản xuất và kinh doanh của các loại hóa chất NH3 và UFC85 lại giảm nhẹ với giá bán chưa thể hồi phục so với cùng kỳ.
- 2) Ngoài ra, doanh thu bán các hàng hóa nhập khẩu tăng mạnh 2,5 lần so với cùng kỳ, lên mức 2.147 tỷ đồng. Trong đó, hầu hết là hàng hóa phân bón các loại nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu tăng cao giữa mùa vụ.

LNST tăng mạnh với số lãi đạt 624,18 tỷ đồng, tăng 24,01% yoy, hoàn thành 189,9% kế hoạch kinh doanh trong đó:

- 1) *Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ 0,67 dpt yoy, đạt 16,5%.* Trong đó, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá dầu FO giảm 7% cùng với giá dầu WTI thế giới. Ngoài ra, việc giá cước vận chuyển 1H2025 giảm nhẹ 1-2% so với 1H2024 – thời điểm giá cước tăng chóng mặt do căng thẳng tại Biển Đỏ cũng có thể là nguyên nhân cộng hưởng giúp biên lợi nhuận tăng.
- 2) Doanh thu tài chính (chủ yếu là tiền gửi tiết kiệm) đạt 130,27 tỷ (+ 61,5% yoy) nhờ quy mô tiền gửi tiết kiệm tăng 21,9% yoy.
- 3) Các chi phí khác tăng nhẹ theo quy mô doanh thu

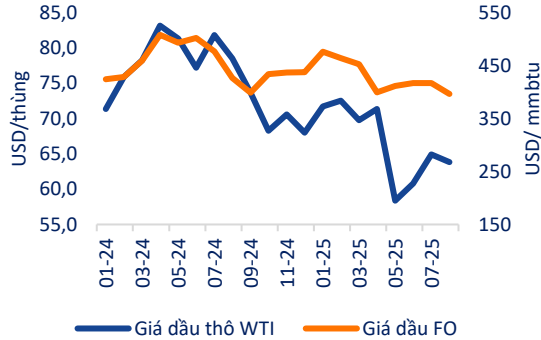
Kết quả kinh doanh của DPM



Chỉ số vận tải container



Giá nguyên liệu đầu vào của DPM



Nguồn: FiinproX, Trading economics

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

BIÊN LỢI NHUẬN CẢI THIỆN

Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện so với các quý trước nhờ giá đầu vào giảm

Giá khí đầu vào dự kiến sẽ tiếp tục giảm

- Khí thiên nhiên là nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao nhất (50-60%) của DPM được nhập trực tiếp từ GAS với giá được tính theo 46% giá dầu FO tại thị trường Singapore (180cst) cộng thêm chi phí vận chuyển từ các mỏ về nhà máy (hiện DPM đang sử dụng khí từ nguồn Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi)
- Giá cước vận chuyển được dự kiến sẽ ít biến động hơn ở nửa cuối so với nửa đầu năm 2025 khi giai đoạn mua hàng tăng tốc của các nhà bán lẻ Hoa Kỳ, vốn dẫn đến mùa cao điểm sớm, đã kết thúc. Ngoài ra nhiều nhà phân tích dự báo thương mại thế giới sẽ có xu hướng suy giảm nhẹ cũng sẽ khiến nhu cầu vận chuyển giảm.
- Từ 2024 đến nay, giá dầu FO có xu hướng giảm cùng với giá dầu thô WTI (dầu FO giảm 7,6%yoy trong khi dầu WTI giảm 15%yoy) nhưng với biên độ có phần nhỏ hơn do nguồn cung bị thắt chặt, nhiều nhà máy đóng cửa hoặc ngừng hoạt động không theo kế hoạch. Chuyển sang đến Quý 3, nhiều nhà máy lọc dầu tại Singapore và Trung Quốc sau khi ngừng hoạt động do bảo trì hay áp lực chi phí thì đã có kế hoạch hoạt động trở lại. Điều này có thể khiến giá dầu FO dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong 2 quý cuối năm 2025 khi nguồn cung quay trở lại và đạt mức giảm 10 – 12% so với cả năm 2024.

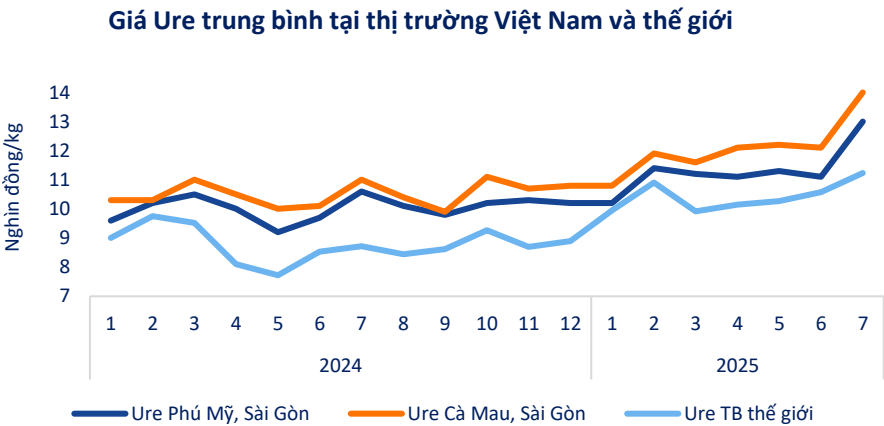
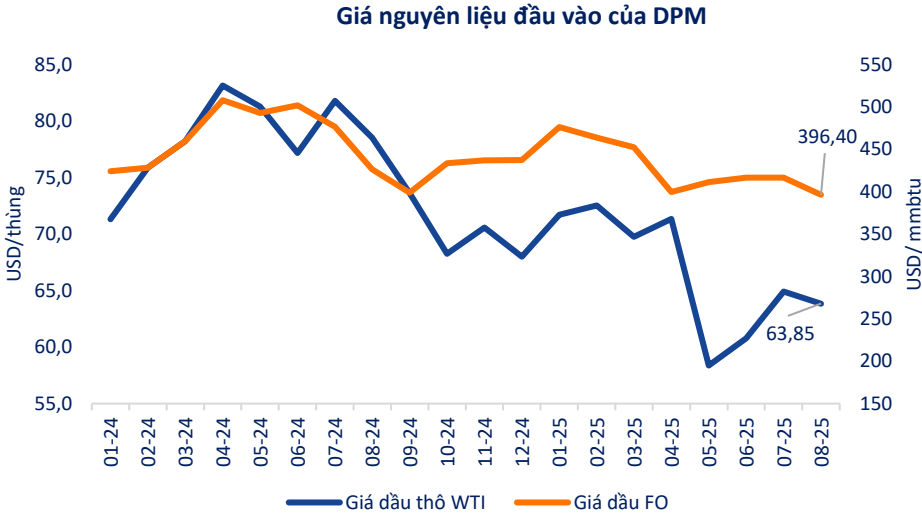
Giá phân bón nội địa tiếp tục ở mức cao do nhu cầu ổn định, nguồn cung thấp

- Giá Ure được dự báo sẽ vẫn biến động cùng với giá Ure thế giới. Trong đó, giá Ure thế giới được CRU dự báo sẽ giảm nhẹ trong tháng 8-10 và quay trở lại với giá cao vào tháng 11, sau khi chu kỳ xuất khẩu của Trung Quốc kết thúc với giá FOB trung bình dao động khoảng 11,5-12 nghìn đồng*. Tại nội địa, áp lực tăng giá có thể rõ nét hơn vào cao điểm vụ Thu Đông và Đông Xuân, đặc biệt tại Tây Nguyên, ĐBSCL và miền Trung. Rủi ro thiếu hàng cục bộ có thể phát sinh nếu các nhà máy trong nước đồng thời bảo trì và ưu tiên xuất khẩu. Tâm lý thị trường thận trọng, đại lý có xu hướng giữ giá và tích trữ sớm khi nguồn cung chưa ổn định.
- Đối với NPK, dự báo giá sẽ duy trì ổn định nhờ cân bằng cung – cầu và việc các nhà sản xuất lớn đã chủ động chốt sớm giá nguyên liệu đầu vào từ Quý 2. Nguồn cung trong nước tiếp tục đáp ứng tốt nhu cầu thị trường, đặc biệt trong bối cảnh mùa vụ cuối năm bắt đầu tăng tốc tại nhiều khu vực trọng điểm.

(*): giá được quy đổi theo tỷ giá 1USD=26.000 đồng

Công thức tính giá khí tính cho nhà máy phân bón DPM

Giá khí = 0,46 × Singapore MFO (Marine Fuel Oil – nhiên liệu dầu tàu) + chi phí vận chuyển (freight)



Nguồn: Investing, Trading economics, VFS tổng hợp

BIÊN LỢI NHUẬN CẢI THIẾN

Luật thuế GTGT vẫn sẽ là key quan trọng

Luật Thuế giá trị gia tăng (GTGT) sửa đổi của Bộ Tài chính đề xuất áp dụng thuế GTGT 5% đối với phân bón, có hiệu lực từ năm 2025. Điều này mang lại một số lợi ích cho các doanh nghiệp phân bón trong nước:

- Hoàn thuế nguyên liệu đầu vào: Giúp giảm chi phí sản xuất, nới rộng biên lợi nhuận gộp, góp phần tăng trưởng lợi nhuận.
- Mức thuế 5% có thể làm giảm sự cạnh tranh về giá thành giữa hàng nội địa và hàng nhập khẩu.

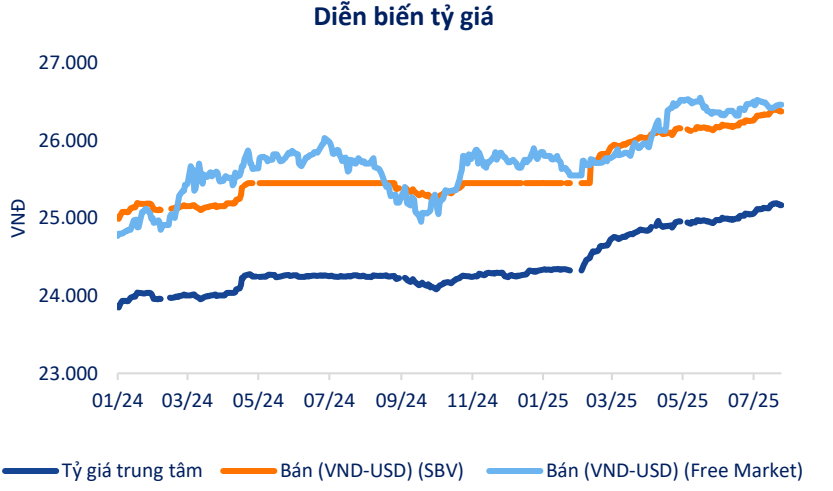
⇒ Nhóm sản xuất Urea, NPK, DAP – trong đó có DPM – được hưởng lợi rõ rệt nhờ đặc thù sử dụng đầu vào là khí, than và quặng phốt phát vốn đã chịu thuế GTGT 5–10%. Nhờ được khấu trừ thuế, **DPM ước tính tiết kiệm đáng kể chi phí, riêng 6 tháng cuối năm 2025 có thể giảm hơn 200 tỷ đồng sau thuế từ tổng gần 320 tỷ đồng thuế GTGT đầu vào, giúp biên ròng tăng mạnh 0,7-1 đpt so với trước đó**. Doanh nghiệp cũng dự kiến chia sẻ khoảng 50% phần lợi ích này thông qua các chương trình hỗ trợ nông dân.

Rủi ro – Chi phí bảo dưỡng, tỷ giá tiếp tục tăng cao

- Chi phí bảo dưỡng:** Nhà máy Đạm Phú Mỹ sẽ thực hiện bảo dưỡng tổng thể trong Q4, thực hiện sửa chữa thay thế nhiều hạng mục quan trọng sẽ là áp lực đối với việc đạt mục tiêu quản trị trong việc gia tăng sản lượng sản xuất, kinh doanh Urea. Dự phóng với thời gian bảo trì tầm 30-40 ngày thì sản lượng có thể sụt giảm 90-110 nghìn tấn. Chi phí bảo dưỡng tổng thể thường ở mức 200–300 tỷ đồng, được hạch toán một lần trong kỳ bảo dưỡng. Ngoài ra, doanh nghiệp có thể phát sinh chi phí nhập khẩu hoặc mua ngoài để duy trì cung ứng cho khách hàng.
- Tỷ giá tăng cao:** Dù khí tự nhiên được mua từ GAS bằng VND, nhưng DPM vẫn nhập khẩu amoniac, lưu huỳnh, than, phụ tùng, xúc tác... bằng USD. Nếu tỷ giá tăng cao, chi phí đầu vào sẽ đội lên, làm giảm biên lợi nhuận. Bên cạnh đó, DPM có xuất khẩu urê nhưng không lớn, nên không đủ để cân bằng rủi ro tỷ giá từ nhập khẩu. Đây vẫn sẽ là áp lực đối với biên lợi nhuận của DPM, tuy nhiên, con số thường khá nhỏ.

Mức thuế của phân bón	Không chịu thuế VAT	Chịu thuế 5%
Mức thuế phải trả/nộp	(Giá nguyên vật liệu + máy móc + vận tải) x (10 → 15%)*	[(Giá nguyên vật liệu + máy móc + vận tải) x (10 → 15%)*] – [Doanh thu bán hàng trong nước x 5%*]
Chi phí	Thuế VAT được tính chung vào chi phí và thành giá vốn hàng bán	Thuế VAT được khấu trừ
Giá phân bón bán ra	Giá giữ nguyên khi đến tay người tiêu dùng	

* Mức thuế VAT của các loại hàng hóa



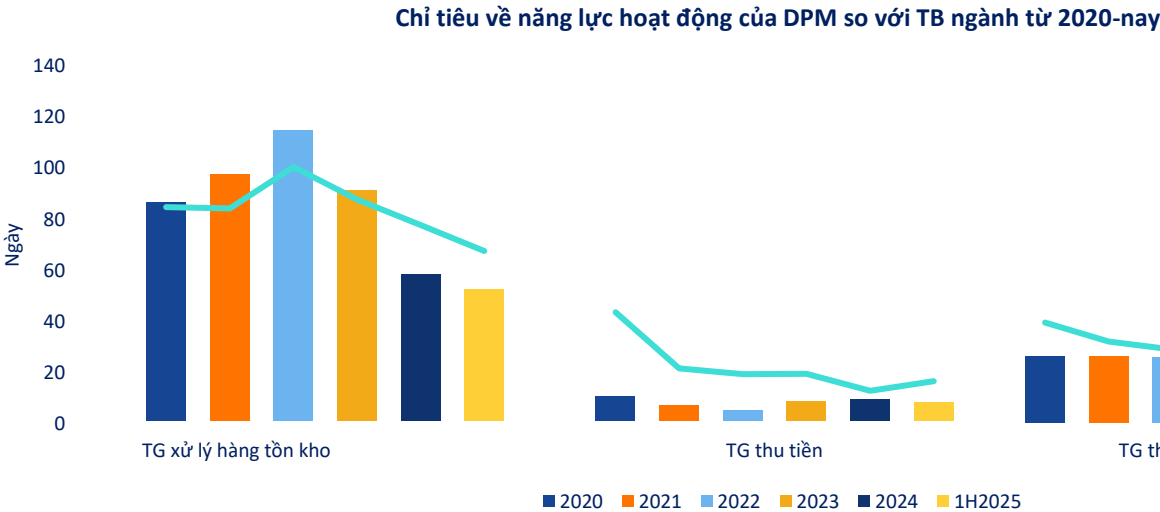
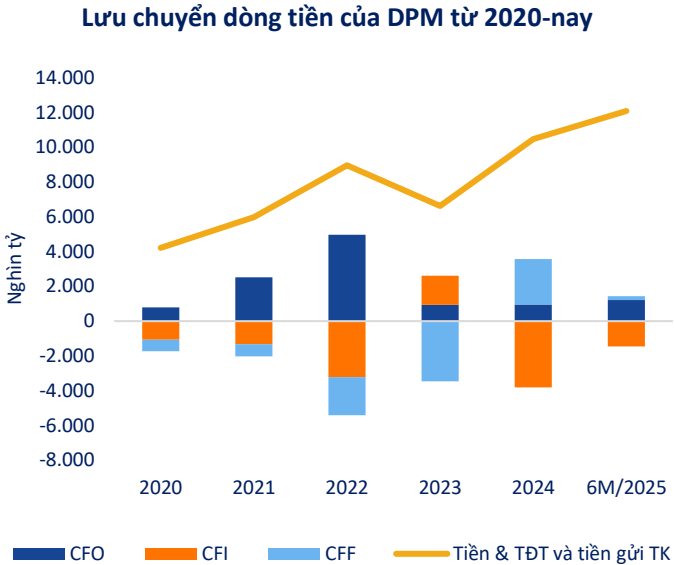
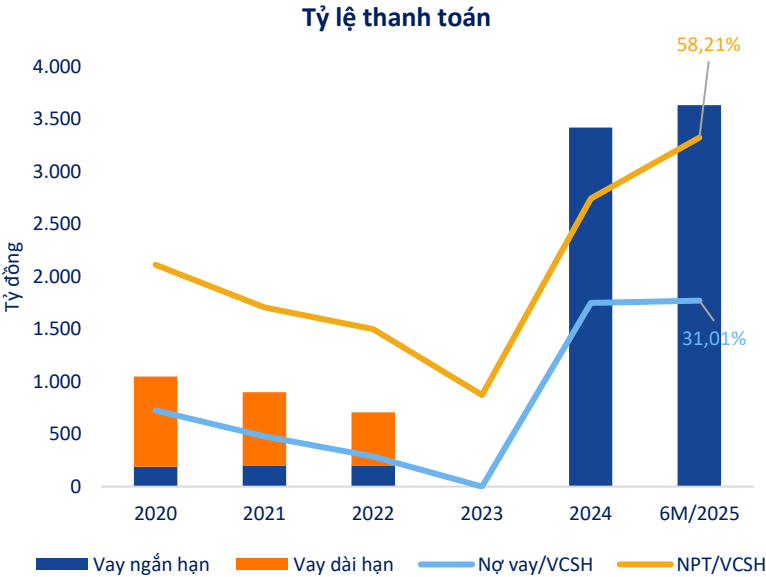
IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tỷ trọng tiền mặt cao

- **Tỷ lệ nợ vay tăng cao nhưng lành mạnh:** Nợ vay của DPM tăng mạnh vào năm 2024 nhưng chỉ chiếm 31% vốn chủ. 100% nợ vay là nợ ngắn hạn cho mục đích bổ sung vốn lưu động
- **Lượng tiền trong tài sản liên tục tăng:** Sau khi CFO đạt đỉnh vào 2022 nhờ giá Ure tăng đột biến, lượng tiền mặt trong tài sản của DPM cũng nhờ đó mà tăng mạnh. Sự khó khăn được duy trì trong 2 năm 2023-2024 khi giá ure giảm, CFO yếu đi, dòng tiền chủ yếu được huy động từ nợ vay cũng như tiền lãi từ khoản gửi tiết kiệm. Sang 1H2025, dòng tiền từ HĐKD đã hồi phục mạnh mẽ khi chỉ mới nửa đầu năm đã cao hơn cả năm 2024, 2023. Tiền và tiền gửi tiết kiệm tiếp tục tăng cao, chiếm 65% tổng tài sản và tăng 15,4% so với đầu năm.

- **Năng lực hoạt động lành mạnh và linh hoạt.** Có thể thấy DPM khá nhạy bén với thị trường khi trong khoảng thời gian từ 2020-2022 khi giá Ure tăng mạnh thì DPM đã dự trữ và trading Ure nhiều khiến cho thời gian lưu kho cao. Nhưng chuyển sang các năm trở lại đây, thời gian này đã giảm đáng kể. Bên cạnh đó, thời gian thu tiền của DPM luôn ở mức rất thấp, chỉ 5–11 ngày, vượt trội so với mức 21–49 ngày của ngành, cho thấy doanh nghiệp có vị thế tốt, ít rủi ro công nợ và quay vòng vốn nhanh.



28/08/2025

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Nguồn: FiinproX

Dự phóng KQKD 2025

	2024	2025F	%yoy	Ghi chú
Doanh thu thuần	13.496	18.922	40,20%	Doanh thu tăng chủ yếu nhờ nhu cầu ổn định và giá Ure tăng mạnh
Lợi nhuận gộp	1.898	3.065	61,49%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ giá Ure tăng cao 22,03% yoy trong khi giá khí đầu vào tính theo giá đầu FO giảm 10%
Doanh thu tài chính	369,14	397,6	7,71%	Doanh thu tài chính tăng ổn định nhờ tiền gửi tiết kiệm tăng cao mặc dù lãi suất trung bình giảm
Chi phí tài chính	-65,03	-72,5	11,49%	Nợ vay dự kiến sẽ không tăng quá nhiều, cùng với lãi suất trung bình cả ở cho vay và huy động giảm thì chi phí tài chính sẽ không phải gánh nặng của DPM
Chi phí BH và QLDN	-1.540,02	-1.807,21	17,35%	Chi phí BH và QLDN tăng nhẹ, tương ứng với quy mô doanh thu. Ngoài ra, trong Q4, DPM có nâng cấp và sửa chữa nhà máy Đạm Phú Mỹ (3 năm 1 lần) khiến cho chi phí này sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ.
Lợi nhuận từ HĐKD	664,88	1.583	138,12%	
Lợi nhuận sau thuế	554,27	1.336	141,08%	
Biên gộp	14,06%	16,20%		Biên gộp tăng do giá bán Ure tăng nhưng sẽ giảm nhẹ trong quý 4 do DPM phải nhập ngoài để đảm bảo sản lượng bán ra.
Biên ròng	4,11%	7,06%		Nhờ biên gộp tăng 2,14dpt trong khi chi phí khác tăng ít hơn
Giá bán ure DPM (VND/kg)	10,03	12,24	22,03%	Giá tăng cùng với thị trường thế giới do lo ngại về nguồn cung tại các nước Trung Đông. Tại thị trường trong nước, giá các nông sản chính là café, tiêu,... hồi phục cũng là động lực giúp lực cầu phân bón ổn định hơn.
Sản lượng bán ure (nghìn tấn)	898,67	916,6434	2,00%	Sản lượng bán/kinh doanh Ure = Sản lượng sản xuất + sản lượng mua ngoài
Giá dầu FO(USD/mmBTU)	452,07	405,84	-10,23%	Giá dầu FO sẽ có xu hướng đi giống giá dầu WTI với biên độ thấp hơn. Việc nguồn cung bớt áp lực hơn so với các quý đầu năm cùng với giá dầu WTI giảm sẽ khiến cho giá dầu FO dự kiến giảm 10%yoy

V. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là chiết khấu theo dòng tiền FCFF và P/E để định giá DPM. Phương pháp P/E với trọng số 50%, còn phương pháp FCFF chiếm 50% thì DPM có mức giá là 36.000 đồng, cao hơn 33% so với giá hiện tại. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị mua cho mục tiêu trung và dài hạn

	Giá trị định giá (VNĐ/cổ phiếu)	Trọng số
Chiết khấu theo FCFF	33.000	50%
Phương pháp P/E	39.500	50%
Bình quân 2 phương pháp	36.000	

Giá định tính WACC			
Phần bù rủi ro	8,0%	Chi phí nợ	1,9%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Thuế	20,1%
Beta	1,06	Tỷ lệ D/E	31,01%
WACC	8,4%		

Giá định phương pháp P/E	
EPS forward (đồng)	1.965
P/E trung bình 5 năm	20
Giá mục tiêu (đồng)	39.000

Tổng quan định giá DCF bằng FCFF	
Tổng giá trị doanh nghiệp hiện tại (EV) (tỷ đồng)	25.070
Nợ vay ròng (-) (tỷ đồng)	2.663
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	679
Giá mục tiêu (đồng)	33.000

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.