

TCT Phân bón & Hóa chất Dầu khí (HSX: DPM)

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Giá mục tiêu: 28,000

Upside: 10%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4/2025: DTT = **3,414 tỷ VND** (+8% YoY, -8% QoQ), LNST-CĐTS = **230 tỷ VND** (+535% YoY, -3% QoQ). Lợi nhuận tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh và doanh thu tài chính tăng.

- **Biên lợi nhuận gộp** đạt **19.6%** (+7.2 đpt YoY, +0.3 đpt QoQ) chủ yếu nhờ: **(i)** giá ure tăng +15% YoY và **(ii)** giá khí đầu vào giảm -10% YoY.
- **Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp** đạt 623 tỷ VND (+47% YoY, +42% QoQ), tương đương 18.3% doanh thu (+4.8 đpt YoY). Trong đó:
 - (i) Chi phí quản lý doanh nghiệp** tăng đột biến (+75% YoY, +70% QoQ) lên mức 356 tỷ VND do chi phí nhân viên quản lý tăng +152% YoY lên 66 tỷ VND và chi phí khác tăng gấp đôi lên 241 tỷ VND ;
 - (ii) Chi phí bán hàng** đạt 267 tỷ VND (+21% YoY) do chi phí nhân viên và chi phí vận chuyển tăng nhẹ.
- **Doanh thu tài chính ròng** đạt 188 tỷ VND (+90% YoY) giúp bù đắp phần chi phí SG&A tăng cao.

Lũy kế cả năm 2025: Doanh thu thuần đạt 16,564 tỷ VND (+23% YoY), LNST-CĐTS đạt 1,074 tỷ VND (+81% YoY).

ĐÁNH GIÁ CỦA BSC & TRIỂN VỌNG 2026

KQKD Q4.2025 phù hợp với dự phóng của BSC trong đó:

(i) Dù lợi nhuận gộp thực tế tích cực hơn kỳ vọng nhờ giá bán cải thiện và giá khí đầu vào giảm;

(ii) Chi phí quản lý doanh nghiệp (nhân viên quản lý & chi phí quản lý khác) phát sinh cao làm bào mòn lợi nhuận;

Tổng kết lại LNST-CĐTS quý 4/2025 xấp xỉ dự phóng của BSC. Lũy kế 2025 DTT và LNST-CĐTS thực hiện đã lần lượt đạt 98%/100% dự phóng của BSC;

Thông tin chú ý: **(i)** Cập nhật về **nghĩa vụ bảo lãnh (trang 2)** và **(ii)** Cập nhật **Giá phân bón trong nước: Ure đảo chiều tăng nhẹ +4 – 5%** so với cuối năm 2025, trong khi giá NPK duy trì xu hướng đi ngang ổn định (**trang 3**)

KQKD	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	13,569	13,496	16,564	16,666
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	2,939	2,614
LNST-CĐTS	519	594	1,074	935
EPS	1,030	1,221	1,419	1,423

BÁO CÁO CẬP NHẬT

23/02/2026 - HOSE: DPM

Trung tâm phân tích BSC

Lưu Thùy Linh

(Chuyên viên phân tích)

Linhlt2@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

Mở tài khoản



Cập nhật trọng yếu – Nghĩa vụ bảo lãnh đối với VNPOLY

Tình hình thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh

- Trong Q4/2025, DPM tiếp tục ghi nhận **38.8 tỷ VND** vào chi phí QLDN cho khoản dự phòng phải trả PVN. Đây là nghĩa vụ phát sinh từ thỏa thuận năm 2015, theo đó DPM cam kết hoàn trả cho PVN **25.99%** số tiền mà Tập đoàn đã trả thay cho khoản vay gốc 221.3 triệu USD của VNPOLY.
- Trạng thái nợ (tại ngày 30/06/2025):** Dư nợ gốc của dự án bao gồm **63.4 triệu USD** nợ quá hạn và **123.8 triệu USD** nợ chưa đến hạn.

Cập nhật dòng tiền & Tiến độ thanh toán (Giai đoạn 2024 - 30/06/2025):

- Tổng nghĩa vụ đã được xác định:** PVN đã thông báo lộ trình thu hồi nợ kéo dài qua **20 kỳ** (đáo hạn ngày 21/09/2028) với tổng giá trị nghĩa vụ của DPM là **25.3 triệu USD** (đối với phần nợ gốc quá hạn 97.5 triệu USD).
- Nghĩa vụ đã ghi nhận:** DPM đã hạch toán khoản phải trả **8.87 triệu USD** (~224.5 tỷ VND), tương ứng với phần trách nhiệm trong **7 kỳ** thanh toán đầu tiên mà PVN đã thực hiện.
- Dòng tiền thực chi:** DPM đã thanh toán tiền mặt **2.53 triệu USD** (~62.6 tỷ VND) cho PVN. Số dư còn phải trả trên Bảng cân đối kế toán ghi nhận **161.9 tỷ VND**.

Biến động khoản Phải thu VNPOLY

Song song với việc trích lập chi phí, khoản mục "*Phải thu khác - VNPOLY*" trên Bảng cân đối kế toán 2025 ghi nhận mức tăng đột biến lên **411 tỷ VND** (+260% YoY so với 114.2 tỷ VND cuối năm 2024). Con số này phản ánh giá trị lũy kế các nghĩa vụ nợ mà DPM đã nhận trả thay tính đến thời điểm hiện tại.

Quan điểm của BSC:

- Lộ trình rõ ràng:** Rủi ro từ VNPOLY đã chuyển từ trạng thái "tiềm tàng" sang "nghĩa vụ xác định" với lộ trình cụ thể kéo dài đến **21/09/2028**. Tổng nghĩa vụ đã xác định ước tính cho giai đoạn này là **~25.3 triệu USD** (~640 tỷ VND).
- Tác động tài chính:** Chúng tôi cho rằng DPM bắt đầu ghi nhận các khoản chi phí dự phòng liên quan đến VNPOLY từ năm 2024 là một trong những nguyên nhân đóng góp vào đà tăng của tỷ lệ SG&A/DTT (từ mức 9.95% năm 2023 lên 10.87% năm 2024 và 11.64% năm 2025; tương ứng tổng quy mô SG&A tăng từ 1,351 tỷ lên 1,466 tỷ và 1,929 tỷ VND). Với giả định nghĩa vụ được phân bổ đều cho 20 kỳ (tương ứng 20 quý), chúng tôi ước tính chi phí dự phòng bình quân sẽ dao động khoảng **30 – 35 tỷ VND/quý**. Mức trích lập này tương đương ảnh hưởng khoảng **4 – 5%** Lợi nhuận gộp và khoảng **10 – 12%** Lợi nhuận trước thuế hàng quý của DPM, là mức độ ảnh hưởng có thể kiểm soát được đối với dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp

BÁO CÁO CẬP NHẬT
23/02/2026 - HOSE: DPM

KHUYẾN NGHỊ:	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu:	28,000
Upside:	10%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

TRIỂN VỌNG 2026

Triển vọng ngắn hạn (quý 1/2026): Giá ure có xu hướng neo cao và phục hồi nhẹ với hai động lực chính từ phía cung và cầu:

- (i) Về phía Cầu: Nhu cầu mùa vụ Đông Xuân + Áp lực tái tạo tồn kho cấp thiết từ Ấn Độ (đấu thầu tháng 1 chưa đạt kỳ vọng);
- (ii) Về phía Cung: Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu hết quý 1/2026.

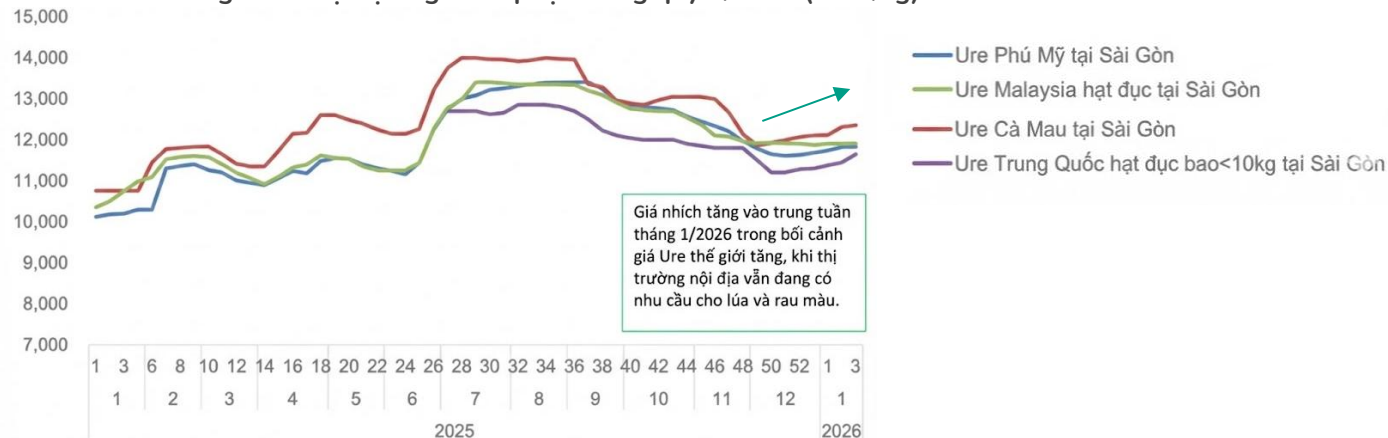
Triển vọng cả năm 2026: Chuyển dịch từ tăng trưởng giá bán sang bảo toàn biên lợi nhuận. Trong đó:

- **Xu hướng:** Giá Urê bình quân dự kiến **giảm -3% đến -4%** từ nền cao 2025.
- **Rủi ro:** Nguồn cung Trung Quốc quay lại từ quý 2/2026 (hạn ngạch nới lỏng ~6 triệu tấn) gây áp lực cạnh tranh.
- **Điểm tựa:** Chuyển dịch từ tăng trưởng giá bán sang **bảo toàn biên lợi nhuận** nhờ:
 - (i) **Luật thuế VAT 5% áp dụng cả năm 2026:** Giúp tiết giảm chi phí sản xuất 5-7%.
 - (ii) **Chi phí đầu vào giảm:** Giá dầu và tỷ giá hạ nhiệt bù đắp cho giá bán giảm.
- **Dự phóng 2026:** BSC dự phóng doanh thu đạt **16,666 tỷ VND** (tương đương mức thực hiện 2025), LNST-CDTS đạt **1,708 tỷ VND (-13%YoY)**. Dự phóng này **đã phản ánh ước tính chi phí** liên quan đến nghĩa vụ bảo lãnh dự án VNPOLY. Do đó, BSC dự kiến **GIỮ NGUYÊN** dự phóng trong thời gian tới.

RỦI RO

Chúng tôi nhận thấy hai nhóm rủi ro chính có thể gây áp lực điều chỉnh giảm dự báo: **(1)** Sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân thấp hơn kỳ vọng và **(2) Giá khí đầu vào tăng**, do biến động tỷ giá và xu hướng tăng của giá dầu.

Hình: Diễn biến giá Ure nội địa – giá hồi phục trong quý 1/2026 (VND/kg)



Nguồn: Viettrader, BSC Research tổng hợp

BÁO CÁO CẬP NHẬT

23/02/2026 - HOSE: DPM

KHUYẾN NGHỊ:	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu:	28,000
Upside:	10%

Thông tin doanh nghiệp

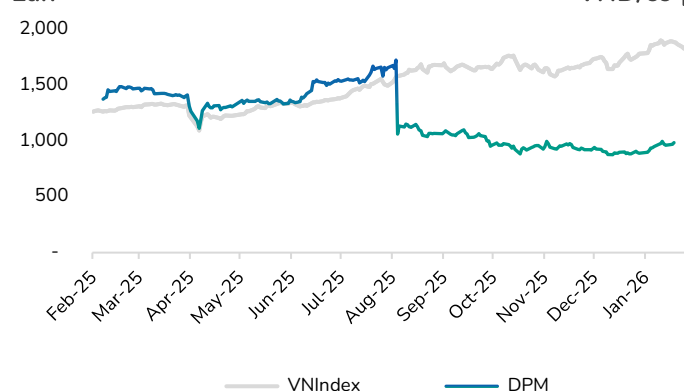
Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

BSC khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu **DPM** với giá mục tiêu **28,000 VND/cp**, tương đương với **upside +10%** so với giá đóng cửa ngày 23/02/2026. Giá mục tiêu mới giảm ~8% so với báo cáo cập nhật Q2/2025 (30,500 VND/cp), phản ánh việc hạ dự phóng lợi nhuận cốt lõi khi mặt bằng giá Ure thấp hơn kỳ vọng.

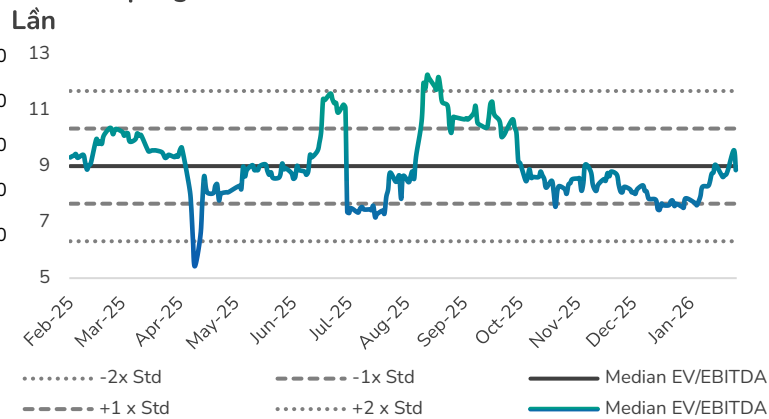
Hiện cổ phiếu DPM đang được giao dịch quanh mức **P/B fw 2026 = 1.1x**, chiết khấu **-18%** so với trung vị 5 năm. Tham khảo báo cáo DPM gần nhất của BSC [tại đây](#).

Hình 1: Giá cổ phiếu DPM và VnIndex



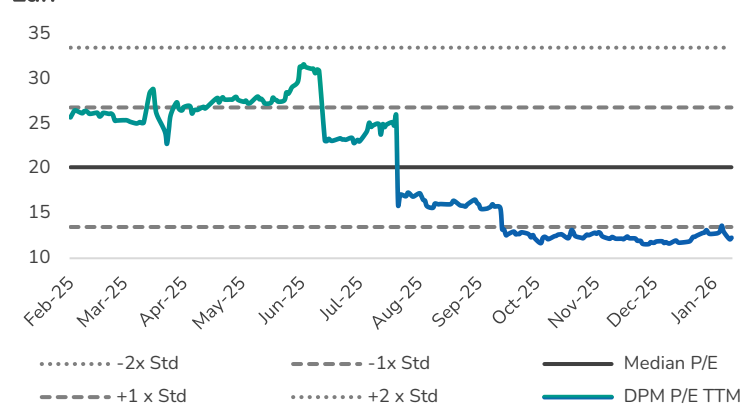
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá EV/EBITDA của DPM



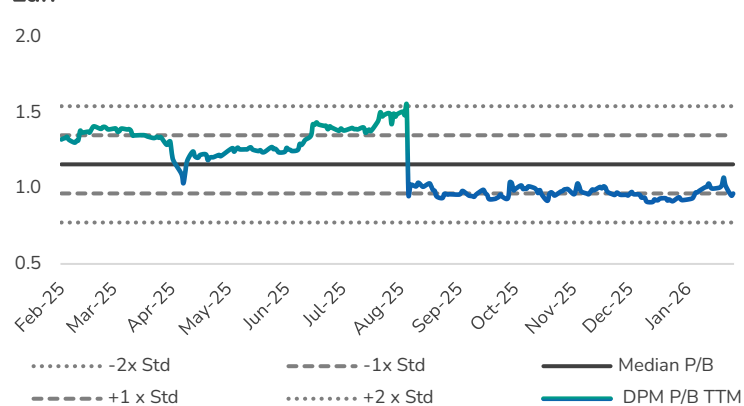
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 3: Định giá P/E của DPM



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 4: Định giá P/B của DPM



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

23/02/2026 - HOSE: DPM

KHUYẾN NGHỊ:	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu:	28,000
Upside:	10%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

BẢNG TÓM TẮT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q4/2025

Tỷ đồng	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
Doanh thu	3,414	-8%	8%	16,564	13,496	23%
Doanh thu phân bón	2,286	-17%	-9%	12,304	11,588	6%
Doanh thu tự doanh phân bón	1,128	15%	71%	4,260	1,908	123%
Lợi nhuận gộp	668	-7%	70%	2,939	1,898	55%
LNG phân bón	628	-7%	69%	2,734	1,842	48%
LNG tự doanh phân bón	40	-14%	87%	205	56	266%
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.6%	+0.3 đpt	+7.2 đpt	17.7%	14.1%	+3.7 đpt
Biên LNG phân bón	27.5%	+3.0 đpt	+12.6 đpt	22.2%	15.9%	+6.3 đpt
Biên LNG tự doanh phân bón	1.8%	+0.1 đpt	+0.9 đpt	1.7%	0.5%	+1.2 đpt

Nguồn: DPM, BSC Research

Tình hình kinh doanh - Doanh thu tăng trưởng nhờ mảng tự doanh, biên lợi nhuận cải thiện mạnh

Doanh thu thuần đạt 3,414 tỷ VND (+8% YoY, -8% QoQ), tăng trưởng so với cùng kỳ chủ yếu nhờ đóng góp từ mảng thương mại, trong đó:

- Doanh thu phân bón** (sản xuất) đạt 2,286 tỷ VND (-9% YoY, -17% QoQ) do bảo dưỡng tổng thể khiến sản lượng giảm;
- Doanh thu tự doanh phân bón** tăng mạnh lên 1,128 tỷ VND (+71% YoY, +15% QoQ).

Lợi nhuận gộp đạt 668 tỷ VND (+70% YoY, -7% QoQ), **biên lợi nhuận gộp** cải thiện ấn tượng lên 19.6% (+7.2 đpt YoY, +0.3 đpt QoQ) nhờ:

- Biên gộp mảng phân bón (sản xuất) mở rộng mạnh mẽ lên 27.5% (+12.6 đpt YoY, +3.0 đpt QoQ) nhờ giá bán ure tăng +15% YoY đồng thời giá khí bình quân giảm -10% YoY.
- Biên gộp mảng tự doanh phân bón đạt 1.8% (+0.9 đpt YoY, +0.1 đpt QoQ).

Kết quả quý ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận gộp ấn tượng so với cùng kỳ, được dẫn dắt bởi sự cải thiện vượt trội về hiệu quả biên lợi nhuận mảng sản xuất cốt lõi.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

23/02/2026 - HOSE: DPM

KHUYẾN NGHỊ:	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu:	28,000
Upside:	10%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

BẢNG TÓM TẮT KQKD QUÝ 4/2025

Triệu đồng	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
DT thuần	3,414	-8%	8%	16,564	13,496	23%
Giá vốn	(2,746)	-9%	-1%	(13,626)	(11,598)	17%
Lãi gộp	668	-7%	70%	2,939	1,898	55%
DT tài chính	240	105%	85%	487	369	32%
CP tài chính	(52)	16%	69%	(164)	(65)	153%
Lãi vay	(49)	44%	94%	(142)	(48)	197%
Lãi từ CTLK	2			3	3	
CP BH	(267)	16%	21%	(1,017)	(872)	17%
CP QLDN	(356)	70%	75%	(912)	(594)	54%
Lãi từ HĐKD	234	-33%	244%	1,335	738	81%
TN khác, ròng	(3)	168%	-45%	(6)	(8)	
LNTT	245	-31%	252%	1,353	743	82%
Thuế	13	-89%	-56%	258	132	95%
LNST	233	-3%	473%	1,096	610	79%
CĐTS	3	35%	-29%	22	17	
LNST-CĐTS	230	-3%	535%	1,074	594	81%

Chỉ số

Biên LNG	20%	+0.3 đpt	+7.2 đpt	18%	14%	+3.7 đpt
Biên LNR	7%	+0.4 đpt	+5.5 đpt	7%	5%	+2.1 đpt
SG&A/DT	18%	+6.4 đpt	+4.8 đpt	12%	11%	+0.8 đpt

Nguồn: DPM, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

23/02/2026 - HOSE: DPM

KHUYẾN NGHỊ:	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu:	28,000
Upside:	10%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	25,400
Cổ phiếu LH (Triệu):	679.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	17,066
Thanh khoản 30n (Triệu):	4.3
Sở hữu nước ngoài:	3.9%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

