

TỔNG CÔNG TY HÓA CHẤT DẦU KHÍ (HSX: DPM)

VỮNG BƯỚC ĐI LÊN

Chúng tôi định giá cổ phiếu DPM dựa trên hai phương pháp: **chiết khấu dòng tiền (DCF)** và **phương pháp so sánh P/B**, với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu 12 tháng tới của DPM là **24.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với **P/B dự phóng năm 2025/2026 ở mức 1,43x/1,4x**.

DPM hiện là doanh nghiệp đầu ngành phân bón Urea tại Việt Nam, nắm giữ thị phần Urea trung bình từ 38% trên toàn quốc. Chúng tôi kỳ vọng **LNST năm 2025 của DPM tăng trưởng mạnh mẽ 132% YoY** và duy trì mức tăng ổn định 5%/năm trong giai đoạn 2026-2029 theo đà tăng của giá bán Urea.

- Triển vọng tăng trưởng và rủi ro của DPM chủ yếu xoay quanh biến động giá bán Urea, trong khi sản lượng duy trì sự ổn định tương đối. Trong các giai đoạn giá Urea leo thang, không chỉ mảng Urea ghi nhận đà tăng mạnh mà các mảng hóa chất và thương mại cũng hưởng lợi lan tỏa, nhờ giá bán các sản phẩm liên quan như NH3 (amoniac) và phân bón thương mại (Kali, DAP) thường đồng pha với xu hướng Urea.
- Sản lượng cải thiện chủ yếu nhờ mảng NPK thông qua đẩy mạnh các chiến dịch marketing quảng bá thương hiệu và sản phẩm.
- Việc dự báo giá phân bón trong trung và dài hạn nói chung kém hiệu quả bởi những biến động, bất ổn kinh tế chính trị thế giới. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá phân bón Urea vẫn duy trì đà tăng kép 1,5%/năm giai đoạn 2025-2029.
- Ngoài ra, DPM được đánh giá cao nhờ chính sách chi trả cổ tức đều đặn hàng năm và tỷ lệ chi trả cao, kết hợp với lượng tiền mặt dồi dào tích lũy qua nhiều năm và lợi nhuận tài chính từ chênh lệch lãi suất vay thấp hơn lãi suất tiền gửi. Nguồn lợi nhuận giữ lại và các quỹ đang chiếm 42% vốn chủ sở hữu, là nguồn cổ tức tiềm năng nếu DPM quyết định trả cổ tức tỷ lệ cao theo tinh thần của Nghị quyết 167/2024/NQ-CP của Chính phủ về trả cổ tức của doanh nghiệp nhà nước.

Rủi ro đối với khuyến nghị

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu Urea từ Trung Quốc và Ấn Độ có thể sẽ giảm trở lại trong năm 2026. Đồng thời, giá bán Urea có thể đã tạo đỉnh và sẽ giảm dần sau Q1/2026 khi mùa đông qua đi, giá dầu duy trì trung bình ở mức 65 USD/thùng trong năm 2026. Một sự biến động mạnh ngoài kịch bản cơ sở từ phía nhu cầu, hoặc từ chi phí có thể ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp và qua đó là định giá ngắn hạn của cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Doanh thu thuần	13.569	13.496	16.665	17.398	18.068	18.743
Tăng trưởng (%)	-27%	-1%	23%	4%	4%	4%
EBITDA	695	749	1.505	1.620	1.722	1.821
LNST CTM	519	538	1.098	1.172	1.261	1.343
Tăng trưởng (%)	-91%	4%	104%	7%	8%	7%
Biên ròng (%)	4%	4%	7%	7%	7%	7%
ROA (%)	4%	3%	6%	6%	6%	6%
ROE (%)	4,5%	4,8%	9,4%	9,8%	10,2%	10,6%
EPS cơ bản (VND)	1.328	1.375	1.615	1.723	1.855	1.976
GTSS (VND)	29.515	28.580	17.193	17.625	18.101	18.592
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.000	7.000	1.500	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	32,47	32,36	14,34	13,43	12,48	11,72
P/B (x)	1,24	1,15	1,35	1,31	1,28	1,25

Nguồn: DPM, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 08/12/2025.

TÍCH LŨY

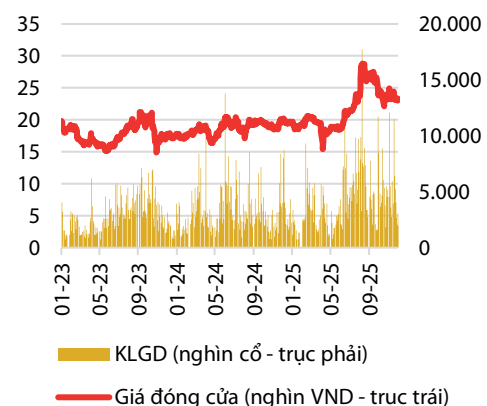
+6%

Giá thị trường (VND)	23.150
Giá mục tiêu (VND)	24.600

Cổ tức 12 tháng tới dự kiến (VND) 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa Chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.740
SLCPDLH (triệu cp)	680
Beta	0,98
Free Float (%)	40,41
Giá cao nhất 52 tuần	28.800
Giá thấp nhất 52 tuần	15.411
Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	100



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DPM	-15,5	15,3	31,4
VN30 Index	5,7	48,3	80,3
VN-Index	4,1	38,4	57,1

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Công Nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN)	59,59
Khác	40,41
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	46,36

Hiến Lê

(084) 028 - 6299 2006 – Ext: 1524

hien.ln@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	13,00%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,00%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	9.799
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,00%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	10.674
Lãi suất phi rủi ro	5,00%	- Nợ	(4.026)
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	16.447
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	680
Exit EV/EBITDA	5,32	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	24.187

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DPM trên mỗi Cổ phiếu (VND)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3,32	4,32	5,32	6,32	7,32
	9%	22.250	24.223	26.196	28.169	30.141
	11%	21.488	23.318	25.148	26.978	28.808
	13%	20.788	22.487	24.187	25.887	27.587
	15%	20.144	21.725	23.306	24.887	26.468
	17%	19.551	21.023	22.495	23.968	25.440

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của DPM

	EV/EBITDA mục tiêu	Tỷ trọng mảng/tổng lợi nhuận	EV/EBITDA mục tiêu
Mảng phân Urea	5	74%	3,7
Mảng phân NPK	7,1	15%	1,1
Mảng khác	5	11%	0,5
Tổng EV/EBITDA mục tiêu			5,32

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chúng tôi xác định EV/EBITDA mục tiêu dựa trên trung bình 5 năm chỉ số EV/EBITDA của các doanh nghiệp đang kinh doanh cùng ngành trên thế giới và chỉ số EV/EBITDA của các thương vụ mua bán sáp nhập của các doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới đối với các doanh nghiệp bị thôn tóm từ 20% cổ phần trở lên như đề cập [tại phụ lục 05](#).

Chúng tôi nhận thấy chỉ số EV/EBITDA trung bình 5 năm 2020-2024 của các doanh nghiệp so sánh chưa phản ánh đầy đủ giá trị hợp lý của DPM, do đó, chúng tôi tham chiếu thêm chỉ số EV/EBITDA của các thương vụ sáp nhập.

Bảng 3: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của mảng phân Urea

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
CF Industries Holdings	9,0	7,3	3,2	5,8	6,7	6,4
DPM Việt Nam	3,6	1,3	9,5	4,2	8,4	5,4
DCM Việt Nam	4,8	0,9	4,2	3,1	8,8	4,4
China XLX Fertiliser	7,6	4,8	4,3	4,3	4,6	5,1
Trung bình						5,3
Trung bình theo thương vụ M&A						4,6
EV/EBITDA mục tiêu						5,0

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của mảng phân NPK

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
Nutrien Ltd	13,1	7,8	3,7	7,9	7,5	8,0
ICL Group	13,2	8,9	3,0	5,3	6,2	7,3
Yara International ASA	6,7	8,2	3,0	8,8	6,1	6,5
BFC VN Equity	5,2	6,1	5,8	5,7	4,0	5,4
Trung bình						6,8
Trung bình theo thương vụ M&A						7,5
EV/EBITDA mục tiêu (trung bình)						7,1

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Sau khi đánh giá các chỉ số định giá ngắn hạn bao gồm P/E, P/B và EV/EBITDA, chúng tôi nhận định rằng mức P/B ở ngưỡng 1,42x là lựa chọn hợp lý, đặc biệt trong bối cảnh giá bán Urea đang ghi nhận đà tăng trưởng mạnh mẽ, tương tự các giai đoạn bùng nổ 2011-2012 và 2021-2022.

Về hai phương pháp P/E và EV/EBITDA, chúng tôi nhận thấy các chu kỳ giá Urea tăng vọt như 2011-2012 hay 2021-2022 đã thúc đẩy lợi nhuận sau thuế của DPM bút phá, từ đó kéo chỉ số P/E và EV/EBITDA mục tiêu xuống mức thấp hơn đáng kể so với trung bình dài hạn. Cụ thể, mức trung bình P/E và EV/EBITDA trong hai giai đoạn trên lần lượt chỉ ở 4,25x và 2,46x – thấp hơn nhiều so với mức trung bình 10 năm từ 2014-2024 là 14,8x và 8,4x. Sự chênh lệch này có thể xuất phát từ tâm lý nhà đầu tư, khi họ yêu cầu mức lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro tiềm ẩn từ khả năng giá Urea điều chỉnh mạnh sau đà tăng nóng.

Bảng 5: P/B và ROE của các doanh nghiệp cùng ngành

Quốc Gia	Doanh nghiệp	Chỉ số	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 5 năm
Việt Nam	DPM	P/B	0,91	1,86	1,22	1,15	1,24	1,28
		ROE	7%	33%	44%	3%	4%	18%
Việt Nam	DCM	P/B	0,87	2,01	1,08	1,55	1,75	1,45
		ROE	9%	24%	45%	9%	13%	20%
Việt Nam	LAS	P/B	0,60	1,49	0,54	1,01	1,56	1,04
		ROE	2%	5%	6%	10%	11%	7%
Việt Nam	BFC	P/B	0,70	1,24	0,68	1,16	1,73	1,10
		ROE	13%	19%	12%	11%	28%	16%
Trung Quốc	China BlueChemical	P/B	0,22	0,37	0,35	0,38	0,47	0,36
		ROE	5%	10%	10%	14%	6%	9%
Trung Quốc	China XLX Fertiliser	P/B	0,43	0,72	0,53	0,45	0,51	0,53

		ROE	8%	25%	21%	16%	18%	18%
Canada	Nutrien Ltd	P/B	1,29	1,03	0,87	-	-	1,06
		ROE	31%	5%	3%	0%	0%	13%
Mỹ	Yara International ASA	P/B	0,95	1,41	1,10	1,17	0,95	1,12
		ROE	8%	6%	35%	1%	0%	10%
Mỹ	CF Industries Holdings	P/B	2,56	4,23	3,10	2,51	2,86	3,05
		ROE	11%	30%	81%	28%	23%	35%

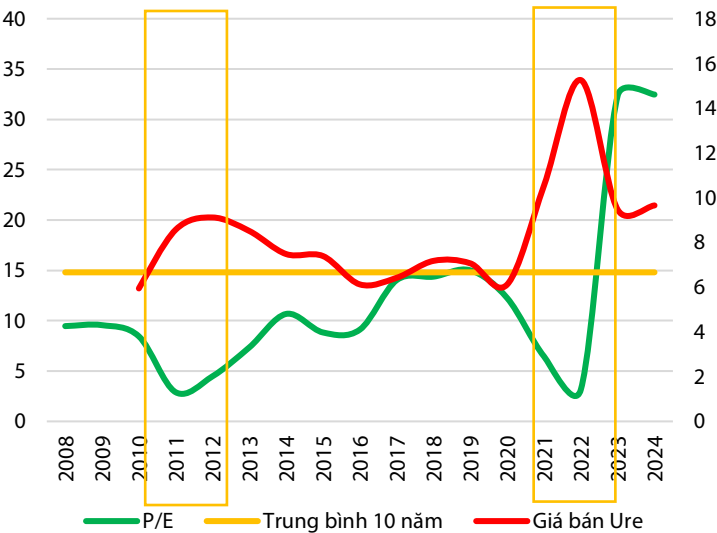
Nguồn: DPM, CTCK Rông Việt

Bảng 6: Bảng so sánh các chỉ số chính của doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Doanh nghiệp	Đơn vị	Vốn hóa 2024	Doanh thu 2024	Biên gộp 2024	Biên LNST CTM 2024	ROE 2024	ROA 2024	EV/EBITDA 2024
Đạm Hà Bắc	Tỷ VND	2.450	4.439	6%	0%	1%	0%	7,1x
Đạm Phú Mỹ	Tỷ VND	13.697	13.496	14%	4%	4%	4%	9,2x
Đạm Cà Mau	Tỷ VND	18.847	13.456	19%	11%	13%	9%	8,8x
China XLX Fertiliser	Triệu HKD	4.780	23.128	17%	6%	18%	5%	4,5x
China BlueChemical	Triệu HKD	9.314	11.946	14%	9%	6%	4%	0,0x
CF Industries Holdings	Nghìn USD	14.494	5.936	35%	21%	23%	9%	6,9x
Nutrien Ltd	Nghìn USD	21.948	25.972	29%	3%	3%	1%	7,5x

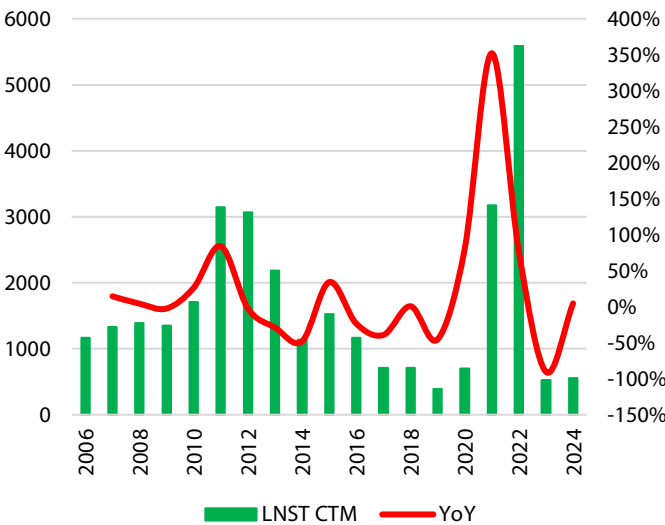
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 1: So sánh mức tương quan P/E (lần, trái) và giá bán (VND/kg, phải)



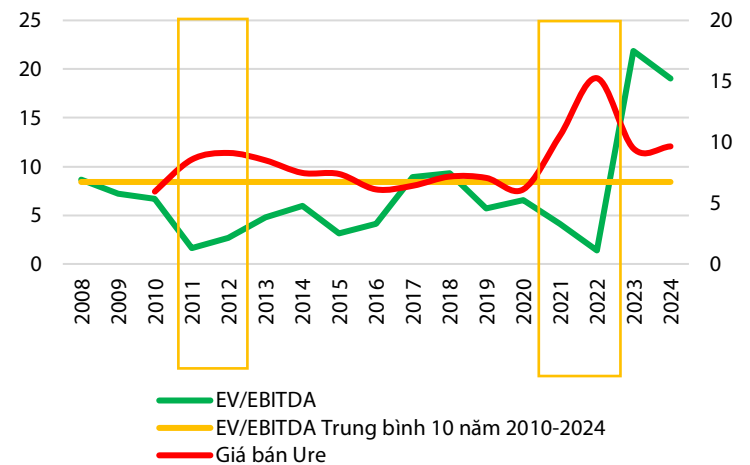
Nguồn: DPM, CTCK Rông Việt

Hình 2: LNST CTM (tỷ đồng, trái) và tăng trưởng hàng năm (YoY, phải)



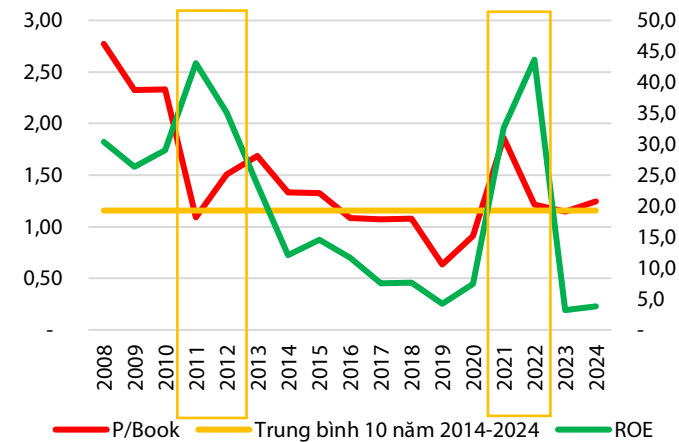
Nguồn: DPM, CTCK Rông Việt

Hình 3: So sánh mức tương quan giữa EV/EBITDA (lần, trái) và giá bán (VND/kg, phải)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: So sánh mức tương quan giữa P/B (lần, trái) và ROE (%) (phải)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Giá mục tiêu ước tính của DPM theo phương pháp P/B qua các năm

Tăng trưởng BVS 2026 tại	BVS (VND)	P/B				
		1,02	1,22	1,42	1,62	1,82
3%	17.625	17.977	21.502	25.027	28.552	32.077
6%	17.817	18.173	21.736	25.299	28.863	32.426
9%	18.321	18.687	22.351	26.016	29.680	33.344
12%	18.825	19.202	22.967	26.732	30.497	34.262
15%	19.329	19.716	23.582	27.448	31.313	35.179

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng hợp 2 phương pháp với tỷ lệ 50:50, giá cổ phiếu cho mục tiêu trong 1 năm tới ở mức 24.600 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E dự phóng năm 2025/2026 ở mức 12,7x và 13,2x và P/B dự phóng năm 2025/2026 ở mức 1,43x/1,4x. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

MỤC LỤC

A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029

[Tham khảo trang 6](#)

B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

[Tham khảo trang 19](#)

1. Tổng quan doanh nghiệp

[Tham khảo trang 19](#)

2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi

[Tham khảo trang 19](#)

2. Chuỗi giá trị doanh nghiệp

[Tham khảo trang 20](#)

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029

[Tham khảo trang 23](#)

PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI DPM

[Tham khảo trang 25](#)

PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN

[Tham khảo trang 29](#)

PHỤ LỤC 4 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ PHÂN TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU DPM

[Tham khảo trang 31](#)

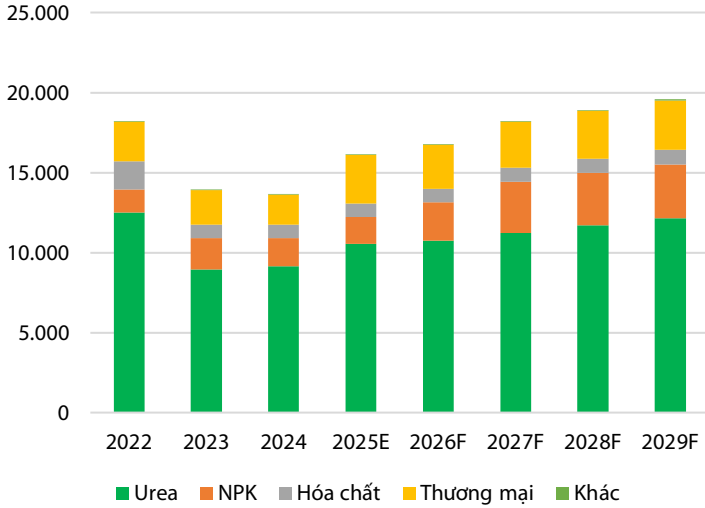
PHỤ LỤC 5 – ĐỊNH GIÁ CỦA CÁC THƯƠNG VỤ SÁP NHẬP NGÀNH PHÂN BÓN

[Tham khảo trang 31](#)

A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029 (quay về trang 5)

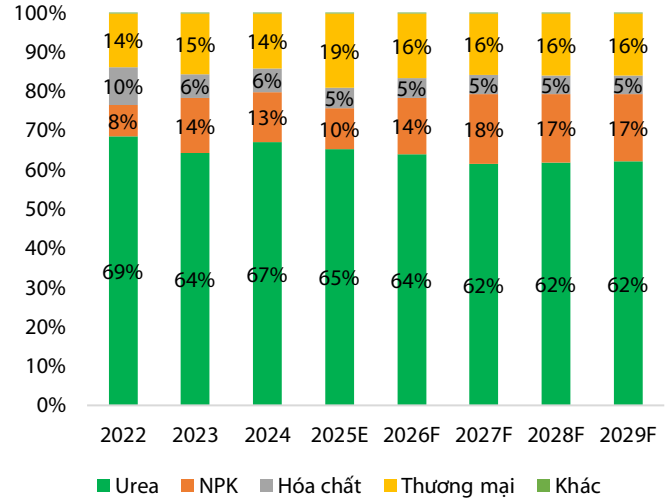
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của DPM tăng từ 13.496 tỷ đồng năm 2024 lên 19.396 tỷ đồng năm 2029 (tương đương tăng trưởng 9,5%/năm trong giai đoạn 2025-2029 với động lực chính từ đóng góp của mảng phân bón).

Hình 5: Doanh thu thuần của DPM (Tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tỷ trọng doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

1/ Mảng phân Urea

Diễn biến giai đoạn 2016-2024

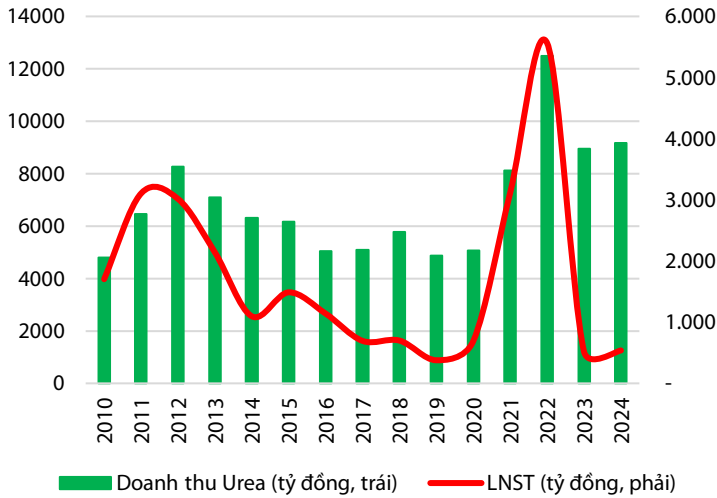
Trong giai đoạn 2016-2024, doanh thu từ mảng Urea ghi nhận nhiều biến động theo diễn biến giá bán, trong khi sản lượng tiêu thụ dao động trong khoảng 750 đến 900 nghìn tấn/năm và tương đương công suất của mảng này tại 800 nghìn tấn.

Trong cùng giai đoạn, sản lượng tiêu thụ chỉ thấp đột biến trong năm 2019, ghi nhận dưới 700 nghìn tấn/năm, do diễn biến thời tiết bất thường và giá các mặt hàng nông sản chủ lực giảm sâu. Đây cũng là năm đầu tiên DPM bảo dưỡng nhà máy trong 3 tháng khiến sản lượng sản xuất suy giảm.

Trong khi đó, giá bán tăng dần từ mức từ thấp nhất tại 5.900 đồng/kg vào năm 2010 lên mức trung bình 9.000 đồng/kg trong giai đoạn 2023-2024. Trong đó, giá bán có 2 lần biến động mạnh là giai đoạn 2011-2013 và 2021-2022. Giá bán Urea trong các giai đoạn này tăng theo mức tăng đột biến của giá dầu và giá khí thế giới.

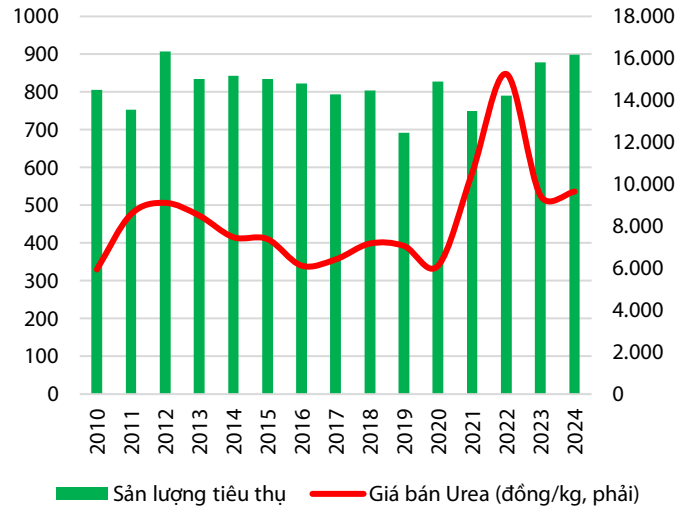
Đặc biệt, trong 2 năm 2021-2022, giá bán tăng dần lên mức cao nhất tại tháng 4/2022 với mức 17.300 đồng/kg do giá phân bón toàn cầu tăng mạnh trong bối cảnh giá khí đốt leo thang vì căng thẳng Nga - Ukraine (hình 8). Cụ thể, giá bán Urea trong năm 2021 tăng mạnh 77% YoY lên 10.800 đồng/kg và tiếp tục tăng vọt 45% YoY trong năm 2022, đạt mức giá bán trung bình tại 15.700 đồng/kg. Từ đó, doanh thu giai đoạn này cũng đạt đỉnh.

Hình 7: Doanh thu mảng Urea của DPM và LNST biến động mạnh theo giá bán (hình 8)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Sản lượng tiêu thụ (tấn, trái) và giá bán Urea (đồng/kg, phải) của DPM



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Triển vọng giai đoạn 2025 - 2029

Sản lượng phân Urea tăng trưởng nhờ xuất khẩu

Sản lượng tiêu thụ giai đoạn này ước tính duy trì ổn định trong khoảng 900 nghìn tấn với mức tăng kép 1%/năm trong giai đoạn 2025-2029 chủ yếu đến từ xuất khẩu khi nhu cầu trong nước ổn định.

- Sản lượng xuất khẩu tăng nhờ mở rộng thị trường xuất khẩu sang Úc, Singapore trong khi sản lượng tại thị trường Campuchia duy trì ổn định.
- Đối với thị trường nội địa, sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước được kỳ vọng tăng trưởng kép 1,47%/năm theo dự báo của Hiệp hội Phân bón Thế giới (IFA) ([xem trang 29](#)). Trong khi đó, thị phần nội địa duy trì ổn định tại trong khoảng 38-39% cho giai đoạn 2024-2029;

Giá bán phân Urea tăng mạnh trong năm 2025

Chúng tôi ước tính giá trung bình năm 2025 ước đạt 11.700 đồng/kg, trong đó, đạt đỉnh vào tháng 9/2025 ở mức 13.200 đồng/kg (+30% YoY) và duy trì ở mức này cho đến Q1/2026. Bình quân cả năm 2025, giá bán ước tính ở mức 11.200 đồng/kg (+16% YoY). Giá bán của DPM có mức tăng tốt trong năm 2025 chủ yếu neo theo đà tăng giá của giá phân Urea thế giới.

Giá bán Urea thế giới thường được tham chiếu thông qua giá bán Urea nhập khẩu đến từ các nước như Indonesia và Malaysia. Giá phân Urea của Indonesia và Malaysia biến động theo giá phân Urea tại bờ Đông Ai Cập. Giá phân Urea bờ Đông Ai Cập thường biến động theo giá khí TTF khu vực EU kèm theo nhu cầu chính tại Ấn Độ.

Giá bán thế giới tăng mạnh trong năm 2025 do căng thẳng địa chính trị trong 1H2025 và nhu cầu đột biến từ Ấn Độ trong Q3/2025. Cụ thể như sau:

- EU thiếu khí đốt do chiến sự Nga trong giai đoạn tháng 1/2025.
- Chiến tranh Iran-Israel vào tháng 6/2025 đẩy giá khí TTF lên cao.
- EU áp thuế lên Nga, Belarus vào tháng 7/2025 dẫn đến hụt giảm nguồn cung trong ngắn hạn từ khu vực Nga.
- Sau khi luật thuế VAT có hiệu lực 1/7/2025 thì giá bán bị áp thuế VAT 5%. Từ đó, giá các loại phân tăng thêm 5%.
- Nhu cầu tại Ấn Độ tăng mạnh trong tháng 8/2025 do trữ lượng hàng tồn kho xuống thấp. Điều này do Ấn Độ đã hạn chế tích trữ cho giai đoạn trước T8/2025 khi kỳ vọng giá Urea sẽ giảm dần. Tuy

nhien, giá bán tiếp tục tăng và khi mùa vụ chính đến kèm theo yếu tố thời tiết thuận lợi (mưa đều) đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng. Từ đó, Ấn Độ phải chấp nhận nhập khẩu giá cao trong tháng 8/2025.

Giai đoạn 2026-2029, giá bán Urea năm 2026 kỳ vọng tương đương năm 2025 do giá bán Urea kỳ vọng ổn định đến hết Q1/2026 và giảm dần khi giá khí TTF (EU) giảm từ Q2/2026 kèm theo mùa vụ cao điểm đi qua. Tuy giá kỳ vọng giảm dần nhưng vẫn duy trì ở trên mức 11.000 đồng/kg. Từ đó, giá trung bình năm 2026 kỳ vọng tương đương giá trung bình năm 2025 tại 11.700 đồng/kg.

Giá bán giai đoạn 2027-2029 kỳ vọng tăng kép 2%/năm theo mức tăng của lạm phát thế giới.

2/ Mảng phân NPK

Trong giai đoạn 2018-2024

DPM bắt đầu sản xuất NPK từ Q1/2018 với sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh từ 35 nghìn tấn (2018) lên 133 nghìn tấn (2024). Hiện DPM chiếm 14% thị phần NPK hàm lượng trung/cao cấp và khoảng 4% tổng thị phần NPK. Trong sản xuất phân NPK, DPM chủ động được phân Urea còn phân DAP, Kali chủ yếu nhập khẩu.

Giá bán NPK tăng từ 9.100 đồng/kg vào tháng 1/2019 lên đỉnh 16.500 đồng/kg vào tháng 6/2022 trước khi giảm về 12.000 đồng/kg vào tháng 12/2024 với xu hướng biến động theo giá phân Urea (hình 9).

Mức độ tăng trưởng giá bán của các loại phân thường khác nhau tại các thời điểm. Tuy nhiên, các loại phân Kali, DAP, NPK có biến động cùng xu hướng với Urea và phân NPK có mức biến động thấp nhất trong các loại phân.

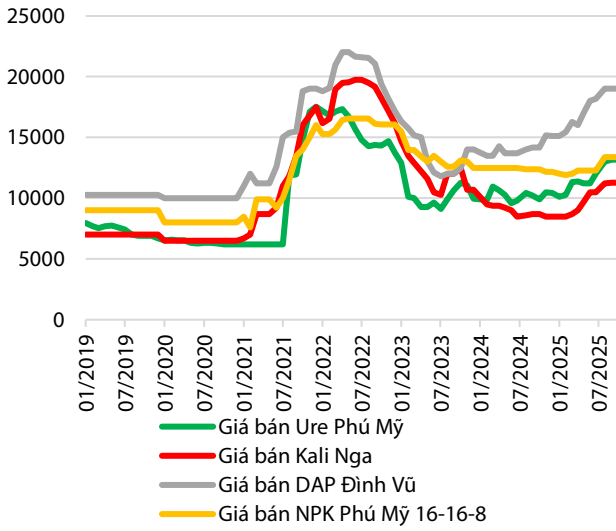
Giai đoạn 2025-2029

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ NPK đạt 190 nghìn tấn vào năm 2025 và dự kiến đạt tối đa công suất tại 250 nghìn tấn kể từ năm 2026 và duy trì tại mức này đến năm 2029 nhờ chiếm thị phần NPK từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ khác trong nội địa, tăng cường xuất khẩu và nhu cầu tổng tăng.

- Tổng sản lượng tiêu thụ phân bón NPK nội địa sẽ tăng kép 1,47%/năm theo mức tăng của phân bón Urea như dự báo của IFA ([xem trang 22](#)).
- Thị phần NPK nội địa của DPM dự kiến tăng từ 4% (2024) lên 5% (2029) nhờ sản phẩm NPK công nghệ hóa chất kèm theo dư địa công suất vẫn còn và thay đổi chính sách bán hàng. So sánh sản phẩm NPK của DPM với các doanh nghiệp khác thì DPM là doanh nghiệp duy nhất chế tạo NPK theo công nghệ hóa học trong khi các doanh nghiệp khác chủ yếu sử dụng công nghệ phối trộn các loại phân đơn.
- Mảng xuất khẩu NPK cải thiện chủ yếu nhờ các thị trường có sẵn từ mảng Urea như Úc, Singapore và Campuchia.

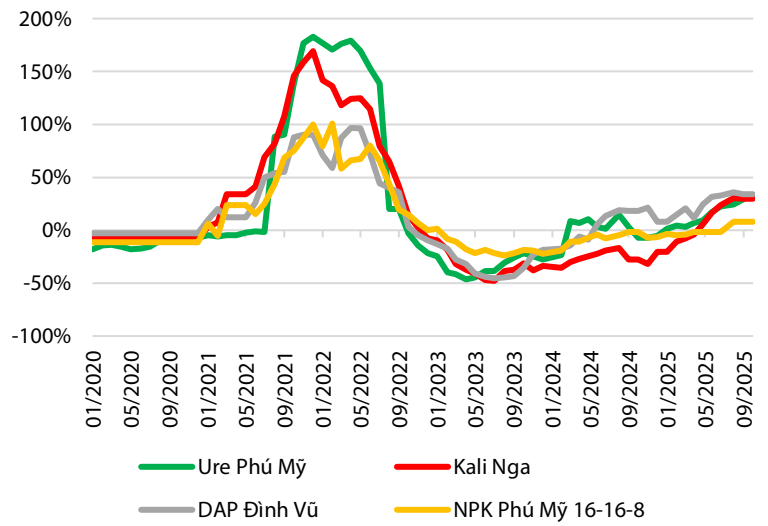
Giá bán NPK được kỳ vọng tăng 10% năm 2025 và tăng đều 2%/năm cho giai đoạn 2026-2029. Trong đó, năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá bán NPK tăng 2% so với mức đi ngang của giá phân Urea chủ yếu do giá bán NPK tăng chậm so với giá Urea trong năm 2025. Giai đoạn 2027-2029, giá bán NPK kỳ vọng biến động cùng xu hướng với giá Urea theo mức tăng của lạm phát.

Hình 9: Giá bán các loại phân bón (nghìn đồng/kg)



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tăng trưởng giá bán các loại phân bón



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Các chỉ số dự phóng chính

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	CAGR 2025-2029F
Giá bán phân Ure nội địa (VND/kg)	10.859	15.789	10.174	10.188	11.716	11.716	11.951	12.190	12.434	4,1%
YoY		45,4%	-35,6%	0,1%	15,0%	0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Giá bán phân NPK (VND/kg)	9.528	15.186	12.700	11.490	12.639	12.892	13.149	13.412	13.681	3,6%
YoY		59%	-16%	-10%	10%	2%	2%	2%	2%	
Giá bán phân mangle Trading (VND/kg)	8.977	11.909	8.061	8.306	8.306	8.306	8.472	8.642	8.815	1,2%
YoY		33%	-32%	3%	0%	0%	2%	2%	2%	
Tổng sản lượng phân Ure tiêu thụ (nghìn tấn)	749	791	879	899	899	917	938	959	977	1,7%
YoY		6%	11,1%	2,3%	0,0%	2,0%	2,3%	2,3%	1,9%	
Sản lượng phân Ure xuất khẩu (nghìn tấn)	60	192	110	164	160	160	170	180	190	3,0%
YoY		220,0%	-42,7%	49,1%	-2,4%	0,0%	6,3%	5,9%	5,6%	
Sản lượng phân NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	151	129	138	147	190	250	250	250	250	11,2%
YoY		-14,8%	7,0%	6,5%	29,3%	31,6%	0,0%	0,0%	0,0%	
Sản lượng phân trading (nghìn tấn)	244	209	266	230	368	331	337	344	351	8,9%
YoY		-14%	27%	-14%	60%	-10%	2%	2%	2%	
Sản lượng phân NH3 (nghìn tấn)	70.343	71.488	64	65	65	67	68	68	68	0,8%
YoY		2%	-10%	2%	0%	2%	2%	0%	0%	
Sản lượng UFC 85	9	9	9	9	9	9	9	9	9	-0,7%
YoY		-10%	7%	1%	-7%	2%	2%	0%	0%	
Thị phần Ure nội địa	28,5%	29,7%	42,7%	38,7%	38,3%	38,7%	38,7%	38,7%	38,7%	
Thị phần NPK nội địa	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	4,8%	6,2%	6,2%	6,1%	6,0%	
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	7,2	9,7	10,5	10,5	10,4	10,2	10,2	10,3	10,4	0%
YoY		35%	8%	0%	0%	-2%	1%	1%	1%	
Giá dầu Brent (USD/Thùng)	69	99	83	80	70	65	65	65	65	-4,1%
YoY					-13%	-7%	0%	0%	0%	
Giá cước vận chuyển	1,7	2,4	4,0	4,0	4,6	4,8	4,8	4,9	5,0	4,4%
YoY					16%	3%	1%	1%	1%	

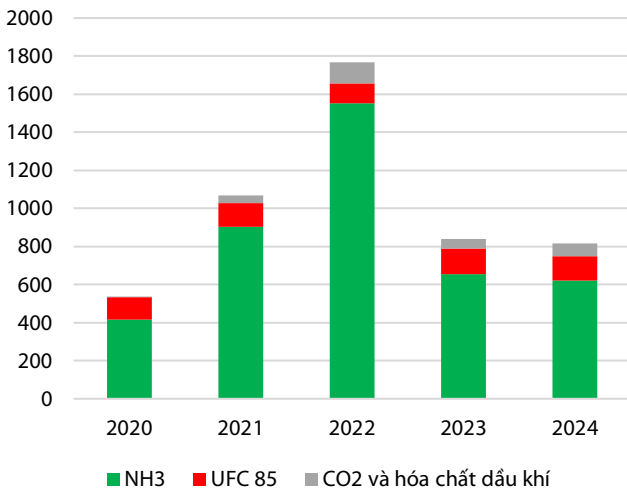
Nguồn: DPM, Bloomberg, CTCK Rồng Việt ước tính

3/ Mảng thương mại: Biến động doanh thu mảng thương mại tùy thuộc vào sự thay đổi giá bán các loại phân nhập khẩu và mua ngoài như loại phân Kali và DAP. Những năm giá tăng dẫn thì sản lượng và biên gộp của mảng này tăng cao do đại lý và Công ty tích trữ trước. Doanh thu mảng dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2025 nhờ giá bán các loại phân mua ngoài tăng dần theo tháng và luật thuế VAT thúc đẩy người tiêu dùng tích trữ sớm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá bán năm 2026 ổn định dẫn đến việc sản lượng giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ổn định ở khoảng 300-350 nghìn tấn/năm.

4/ Mảng hóa chất: Mảng này gồm các sản phẩm NH₃, UFC85 (Urea Formaldehyde Concentrate 85%), CO₂ và hóa chất dầu khí. Trong đó, doanh thu mảng NH₃ chiếm tỷ trọng cao nhất từ 70% trở lên. Trong các loại sản phẩm hóa chất thì chỉ có NH₃ biến động theo giá Urea do NH₃ là nguyên liệu đầu vào của Urea (hình 10,11). Giá Ammonia tại Tampa và giá Urea Phú Mỹ có cùng tỷ lệ correlation với giá Urea tại Trung Đông là 0,86 cho giai đoạn T1/2019-T9/2025.

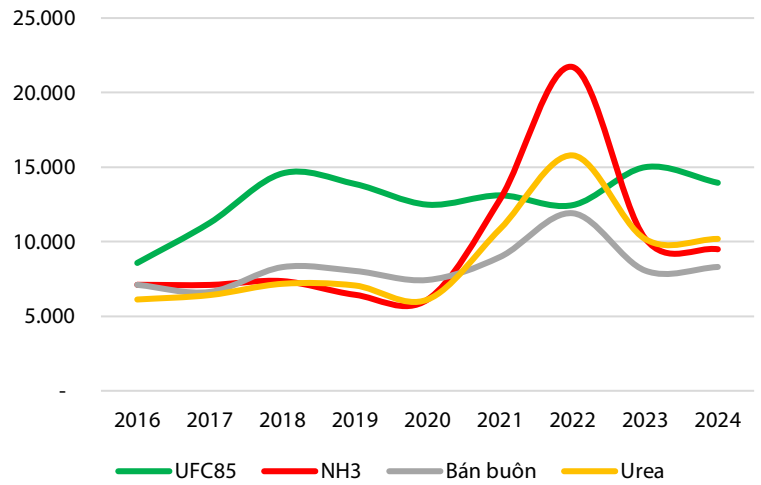
Do thông tin giá các sản phẩm mảng hóa chất chưa được công bố đầy đủ, kết hợp với tỷ trọng đóng góp khiêm tốn, chúng tôi đánh giá mảng hóa chất tổng thể sẽ đồng pha với xu hướng tăng/giảm của giá urea, trong bối cảnh sản lượng duy trì ở mức ổn định cao – gần với công suất tối ưu.

Hình 11: Doanh thu các sản phẩm hóa chất (Tỷ đồng)



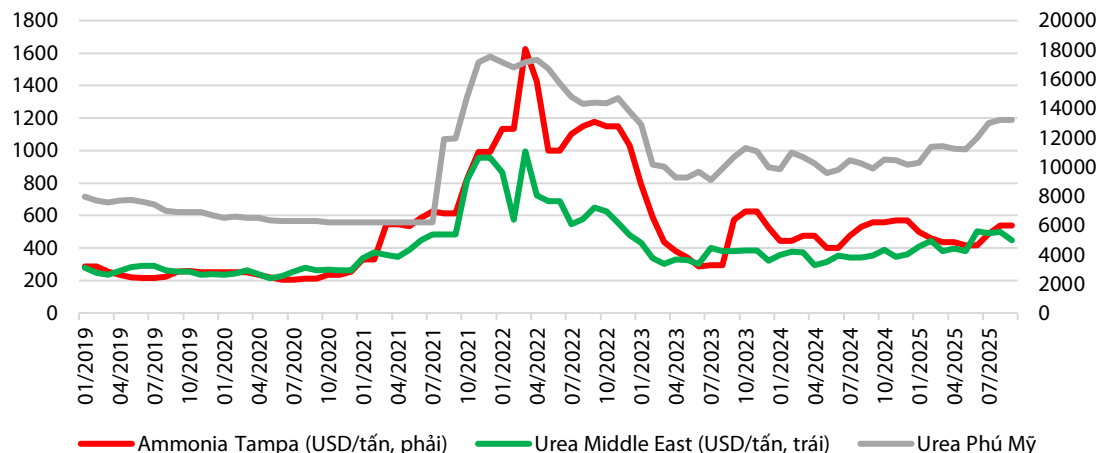
Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Các thông tin hóa chất là số ước của chúng tôi

Hình 12: Giá bán các hóa chất và Urea (VND/kg)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Giá bán NH₃ (Ammonia) và Urea Phú Mỹ (VND/kg, trái) có cùng xu hướng với giá Urea Trung Đông



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Sản phẩm NH3: Mảng này chủ yếu sử dụng để sản xuất Urea của doanh nghiệp và được mang bán khi sản lượng dư thừa. Sản lượng bán thường ổn định ở mức 65-68 nghìn tấn/năm.

Sản phẩm UFC 85: Sản lượng thường dao động quanh sản lượng tối đa của doanh nghiệp tại 15 nghìn tấn/năm. Sau khi sử dụng 1 phần cho sản xuất, lượng còn lại doanh nghiệp để bán với khoảng 9 nghìn tấn/năm.

Sản phẩm CO2: Sản lượng tiêu thụ mảng CO2 dao động quanh ngưỡng tối đa của doanh nghiệp kể từ năm 2019 vào khoảng 50.000 tấn/năm.

Sản phẩm hóa chất dầu khí: Mảng này ổn định và phụ thuộc hoạt động khai thác dầu với sản lượng hàng năm duy trì khoảng 1.300 tấn.

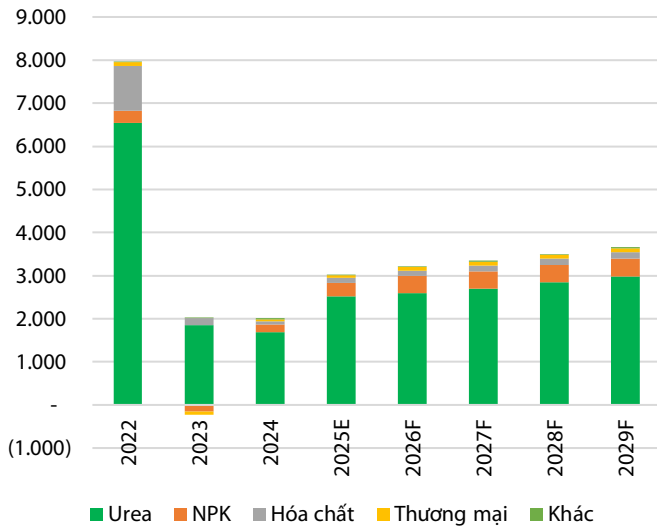
5/ Mảng kinh doanh khác: Doanh thu từ sản phẩm hóa chất khác dầu khí, điện cũng như mảng bán phế liệu sắt thép cho BSR kỳ vọng duy trì ổn định khoảng 0,2% doanh thu hàng năm.

Biên lợi nhuận gộp: dự kiến tăng từ 14,1% (2024) lên 18,6% tại năm 2029 nhờ biên gộp mảng Urea cải thiện dần trong khi biên gộp các mảng khác ổn định. Đối với từng mảng, chúng tôi kỳ vọng có mức biến động như sau:

- **Mảng phân Urea:** biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tăng lên 24% (2025) và tăng dần lên mức 24,5% trong năm 2029 do giá bán Urea tăng nhanh hơn giá khí. Giá bán Urea kỳ vọng tăng 1,5%/năm trong giai đoạn 2025-2029 (như đề cập ở phần doanh thu) trong khi giá khí quy đổi VND tăng 1,3%/năm do giá cước vận chuyển tăng trong khi giá dầu Brent kỳ vọng duy trì ổn định ở mức 65 USD/thùng cho giai đoạn 2027-2029. Giá cước vận chuyển tăng do doanh nghiệp phải sử dụng nguồn khí giá cao để đảm bảo duy trì nguồn khí trong sản xuất.
- **Mảng phân NPK:** Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 12% (2025) và ổn định ở mức 12% trong giai đoạn 2026-2029. Biên gộp mảng NPK chịu sự ảnh hưởng mạnh mẽ của chênh lệch biến động giá phân đầu vào như Kali và DAP và giá phân đầu ra NPK.
 - Giai đoạn giá phân đầu vào tăng nhanh hơn giá bán sẽ khiến doanh nghiệp bị thiệt hại khi biên gộp NPK giảm mạnh. Trong trường hợp giá bán NPK tăng nhanh hơn giá đầu vào thì doanh nghiệp sẽ hưởng lợi nhờ biên gộp NPK tăng dần nhờ bán hàng tồn kho giá rẻ trước đó.
 - Giá đầu ra thường có độ trễ khoảng 2-3 tháng so với giá bán phân NPK do mức độ cạnh tranh ở mảng NPK cao hơn. Giá bán NPK thường tăng sau khi giá phân đầu vào tăng, vì vậy, biên gộp mảng NPK thường hưởng lợi sau khi giá phân đầu vào bắt đầu giảm dần hoặc giá phân đầu vào chững lại và tăng chậm hơn giá bán NPK.
 - Việc dự báo biến động các loại phân Kali và DAP trong dài hạn gặp nhiều khó khăn do phụ thuộc vào quá nhiều biến số bất định, do đó, chúng tôi kỳ vọng biên gộp duy trì ổn định trong giai đoạn 2027-2029 với kỳ vọng giá các loại phân đầu vào biến động cùng xu hướng phân NPK tại 2%/năm.
- **Mảng hóa chất:** Biên gộp mảng này biến động mạnh theo giá bán của các loại hóa chất NH3, UFC 85 và CO2. Do NH3 đóng góp chính của mảng hóa chất và giá bán NH3 có xu hướng biến động theo giá Urea, nên giai đoạn giá Urea tăng thì mảng hóa chất cũng được hưởng lợi. Chúng tôi kỳ vọng biên gộp mảng này sẽ biến động theo biên gộp mảng phân Urea và dao động trong khoảng 14-15%.
- **Mảng thương mại:** Biên lợi nhuận gộp thay đổi theo chênh lệch giá mua vào và giá bán bán ra các sản phẩm mua bán như phân DAP, Kali. Trong giai đoạn giá bán tăng liên tục, biên gộp sẽ cải thiện nhẹ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng, biên gộp trung bình giai đoạn 2025-2029 duy trì ở mức 3%.
 - Trong giai đoạn 2014-2024, doanh nghiệp có năm 2023 ghi nhận lỗ do giá bán giảm mạnh trong Q4/2023. Trong khi đó, những năm giá bán các loại phân tăng dần theo tháng thì biên gộp cao nhờ bán tồn kho giá rẻ đã nhập trước đó.

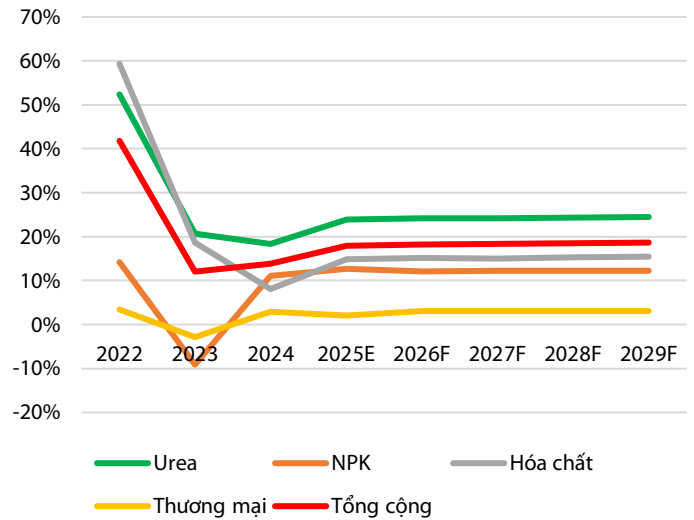
- Bên cạnh đó, những lúc giá bán tăng dần cũng thúc đẩy nhu cầu tích trữ của các khách hàng là đại lý, công ty khi lo sợ giá tiếp tục tăng. Vì vậy, biên gộp mảng này biến động mạnh theo đà tăng giá bán.

Hình 14: Lợi nhuận gộp của DPM (Tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Tất cả lợi nhuận gộp lịch sử/dự phóng của từng mảng kinh doanh là ước tính/giả định của chúng tôi, không phải từ nguồn của DPM.

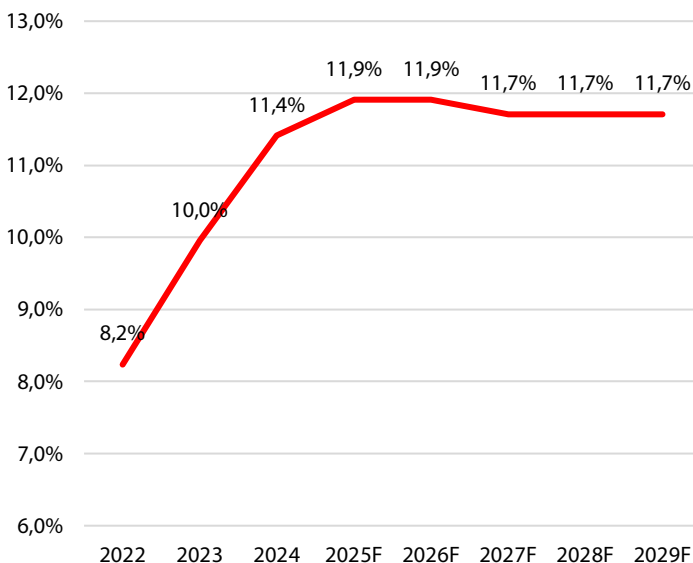
Hình 15: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của DPM (%)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

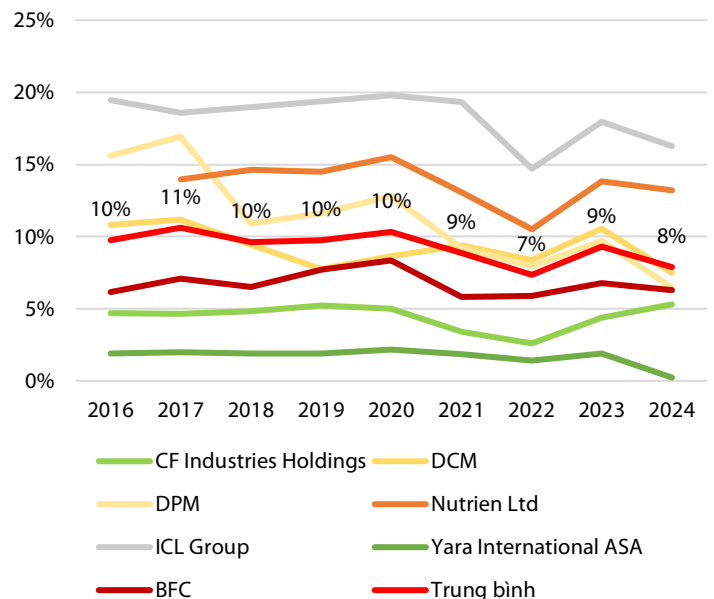
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp (chi phí BH&QLDN): chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu tăng dần từ 11,4% năm 2024 lên 11,9% năm 2026 do doanh nghiệp cần đẩy mạnh quảng cáo để tăng tiêu thụ NPK lên đỉnh 250 nghìn tấn. Sau khi sản lượng tiêu thụ NPK đạt đỉnh tại 250 nghìn tấn, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ giảm nhẹ chi phí bán hàng để duy trì tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu ở mức 11,7%. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ này hợp lý khi đang duy trì ở mức cao hơn một số doanh nghiệp kinh doanh mảng phân bón thế giới.

Hình 16: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của DPM (%)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

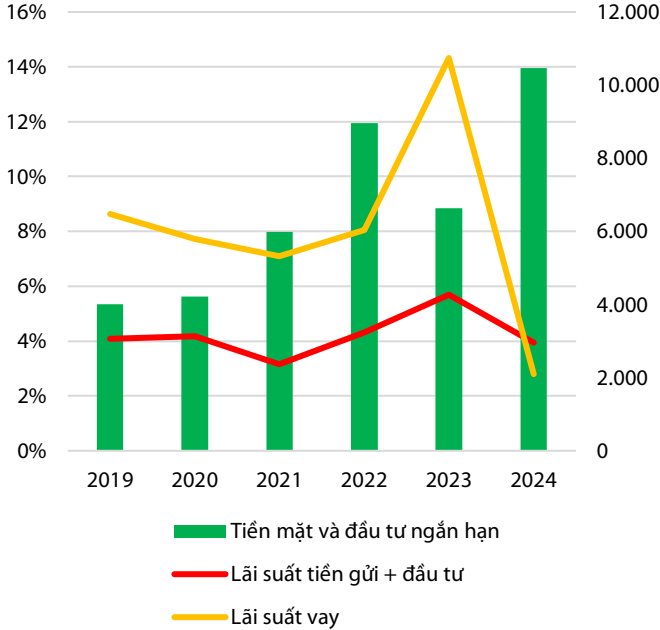
Hình 17: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

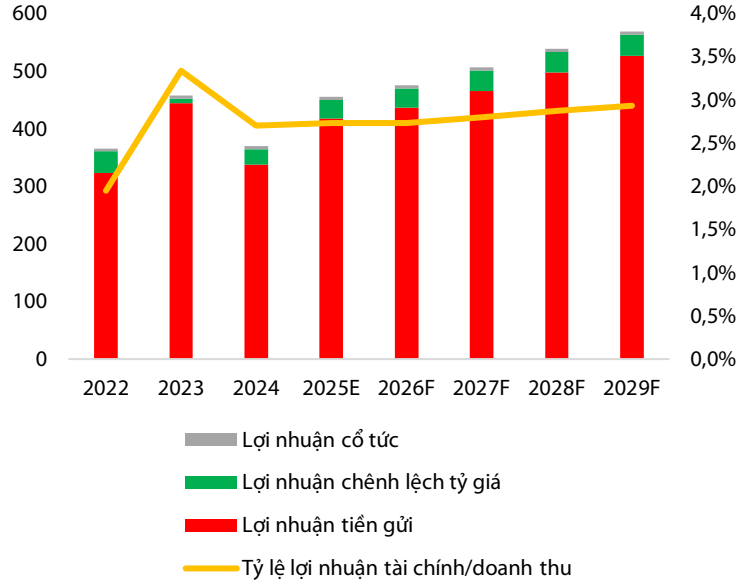
Doanh thu và chi phí tài chính: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tài chính của doanh nghiệp sẽ ổn định nhờ khoản doanh thu từ tiền gửi có kỳ hạn. Mặc dù công ty không có nhiều lợi thế chênh lệch lãi suất giữa vay và tiết kiệm trong giai đoạn 2019-2023, khoản tiền gửi có kỳ hạn của doanh nghiệp vẫn tăng dần liên tiếp qua các năm.

Hình 18: Lợi suất đầu tư và lãi vay của DPM (% , trái) và khoản tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng, phải)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

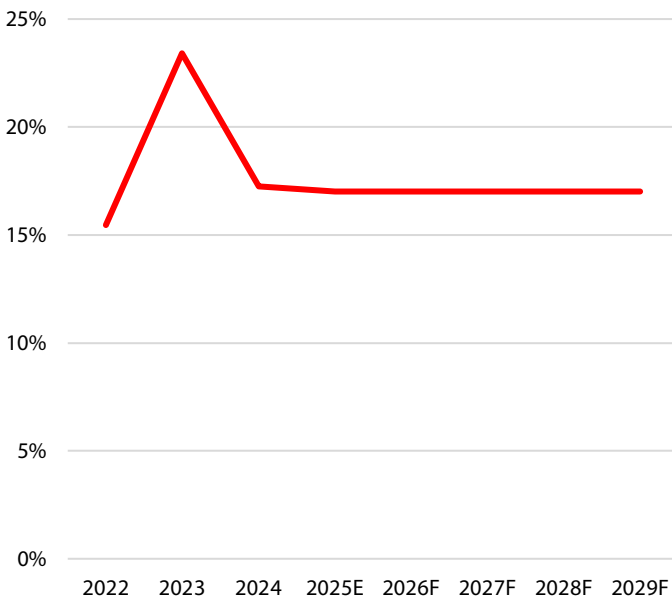
Hình 19: Lợi nhuận tài chính (trái) và tỷ lệ lợi nhuận tài chính/doanh thu (phải) của DPM



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

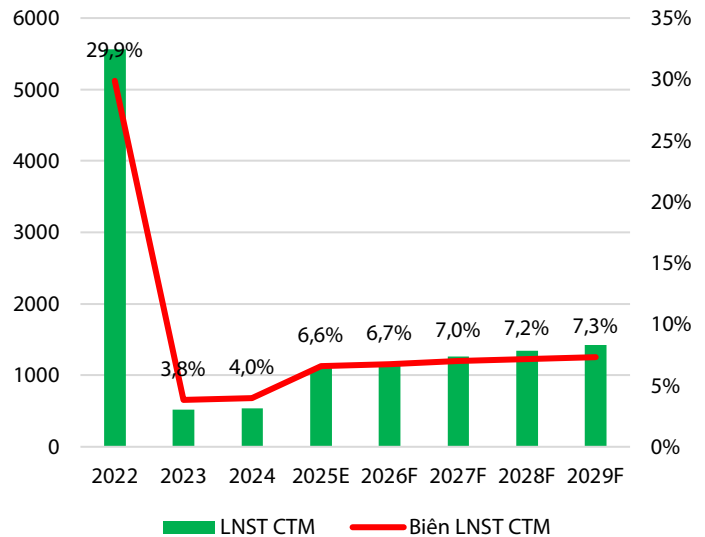
Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận ròng tuyệt đối tăng trưởng mạnh năm 2025 và kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng kép 7%/năm lên mức 1.422 tỷ đồng năm 2029 nhờ giá bán tăng kép 1,5%/năm trong khi giá khí quy đổi VND tăng 1,3%/năm giúp biên lợi nhuận ròng tăng dần lên mức 7,3% trong năm 2029.

Hình 20: Mức thuế TNDN (%) hàng năm



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Thu nhập ròng (tỷ đồng, trái) & biên LNST CTM (% , phải) của DPM



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động:

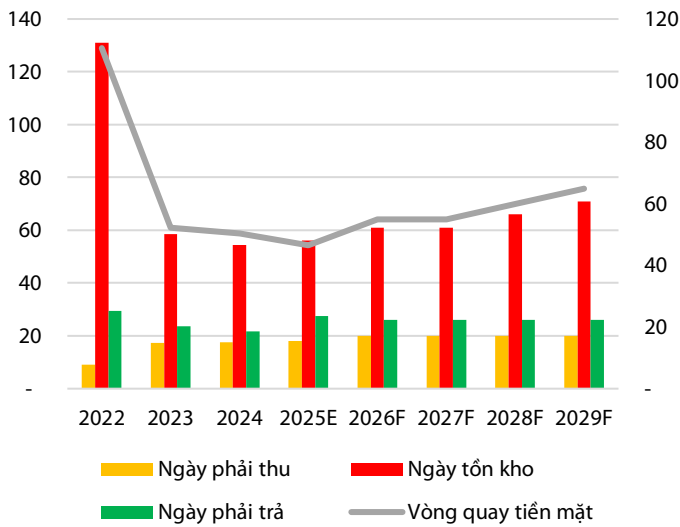
Đối với vòng quay hàng tồn kho trong giai đoạn 2025-2029, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng dần từ 54 ngày trong năm 2024 lên mức 76 ngày trong năm 2028 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng nhẹ dẫn các năm sẽ giúp vòng quay hàng tồn kho tăng dần lên mức trung bình ngành tại 79 ngày (tương đương trung bình của mảng phân NPK là 157 ngày và mảng phân Urea là 79 ngày).

Đối với vòng quay khoản phải thu, chúng tôi kỳ vọng tăng dần từ mức 17 ngày lên 20 ngày trong giai đoạn 2025-2026 và duy trì ổn định tại năm 2029. Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp chưa có chính sách giãn thời gian thu hồi công nợ như giai đoạn 2015-2019.

Đối với vòng quay khoản phải trả, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng dần từ mức 27 ngày năm 2024 về 26 ngày năm 2029 theo xu hướng của trung bình ngành.

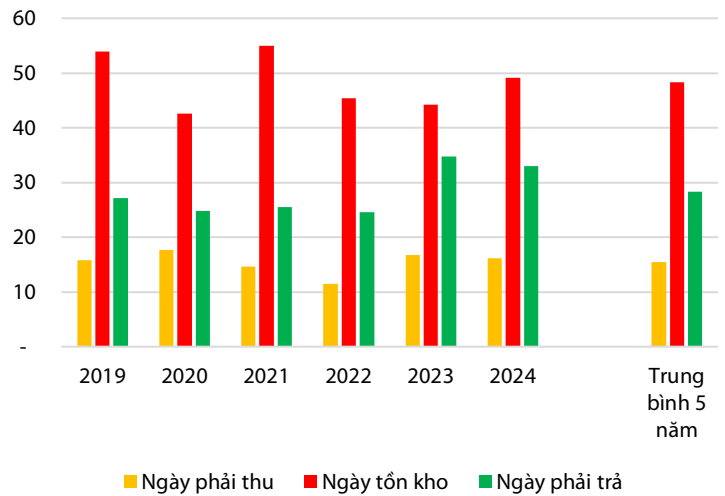
Chi tiết về chỉ số vốn lưu động trung bình ngành tại đây. ([xem trang 22](#))

Hình 22: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả (ngày, trái)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Tỷ lệ vốn lưu động trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành (ngày)

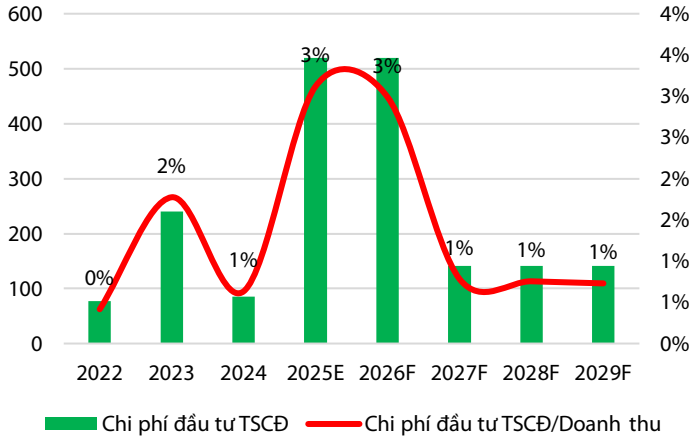


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Đầu tư TSCĐ: Mức đầu tư dự kiến của DPM trong năm 2025 là 1.040 tỷ với nguồn vốn từ vốn chủ sở hữu. Các khoản đầu tư mới của doanh nghiệp chủ yếu tập trung vào cải thiện năng suất mảng NPK và các sản phẩm như Melamine, Oxy Già và DEF/Adblue.

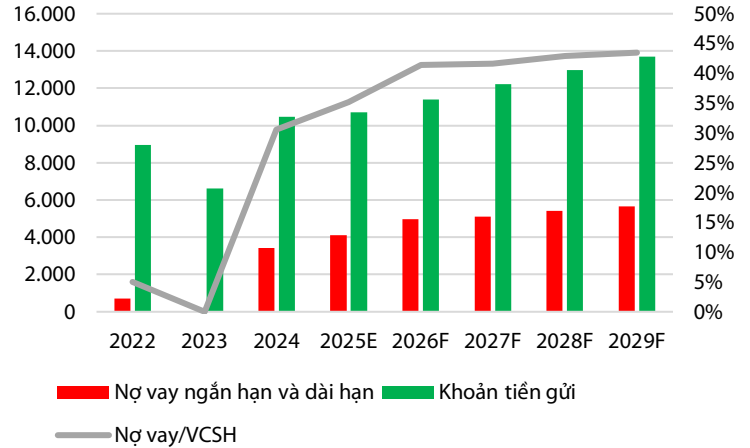
Đối với khoản đầu tư tài sản cố định do doanh nghiệp thường lập kế hoạch đầu tư TSCĐ cao và tỷ lệ giải ngân thấp. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giải ngân khoảng 50% so với kế hoạch trong năm 2025 và 50% còn lại cho năm 2026 và sau đó quay về mức trung bình tương đương giai đoạn 2020-2024 kể từ 2027-2029. Mức đầu tư chi phí TSCĐ giai đoạn 2027-2029 sẽ tương đương 0,7% doanh thu do chúng tôi kỳ vọng ngành phân bón đã rơi vào trạng thái bão hòa khi sản lượng sản xuất luôn ít hơn sản lượng tiêu thụ.

Hình 24: Dự phóng chi phí tài sản cố định (tỷ đồng, trái)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Tổng nợ và tỷ lệ nợ vay (Tỷ đồng, %)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Nợ vay: chúng tôi kỳ vọng Công ty duy trì nợ vay ngắn hạn chủ yếu tài trợ vốn lưu động và một phần để dành cho khoản tiền gửi có kỳ hạn trong khi không có khoản vay dài hạn nào từ năm 2023.

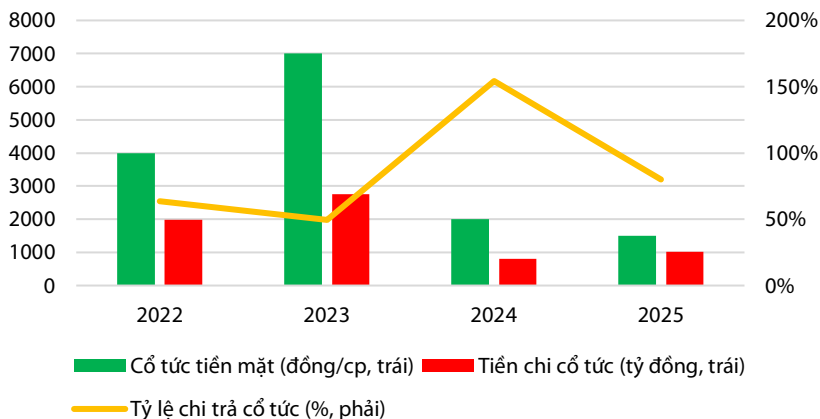
Khoản nợ vay ngắn hạn kỳ vọng sẽ tăng dần theo khoản gửi tiết kiệm với mức nợ vay/VCSH duy trì khoảng 45%. Điều này đến từ xu hướng tăng dần khoản tiền gửi có kỳ hạn của Công ty mặc dù Công ty không hưởng lợi quá nhiều từ chênh lệch lãi suất cho vay và tiền gửi như giai đoạn 2019-2023 và chỉ có lợi thế về chênh lệch lãi suất trong năm 2024.

Chính sách cổ tức tiền mặt: DPM thường có tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình trên 80% trong giai đoạn 2018-2023. Chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức là 80% năm cho giai đoạn 2025-2029. Tuy nhiên, khả năng chi trả cổ tức kỳ vọng sẽ tăng cao hơn nếu doanh nghiệp thực hiện theo Nghị định số 167/2024/NĐ-CP.

Theo nghị định số 167/2024/NĐ-CP, doanh nghiệp vốn Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ phải trích toàn bộ lợi nhuận để chia cổ tức (bằng tiền hoặc cổ phiếu) sau khi trích tối đa 30% lợi nhuận vào Quỹ đầu tư phát triển, 10% cho Quỹ khen thưởng phúc lợi (thường là 10%).

Theo trao đổi với doanh nghiệp, DPM không chịu ảnh hưởng bởi Nghị định trên do DPM không phải là doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy DPM vẫn là doanh nghiệp có yếu tố nhà nước khi tập đoàn mẹ (PVN) nắm quyền kiểm soát là doanh nghiệp nhà nước. Vì vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức trong tương lai của DPM hoàn toàn phụ thuộc vào chủ trương và quan điểm quản trị, quán triệt tinh thần nghị định số 167/2024/NĐ-CP.

Hình 26: Cổ tức tiền mặt của DPM (VND)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Báo cáo thu nhập hàng năm của DPM

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	12.786	18.627	13.569	13.496	16.665	17.398	18.068	18.743	19.396
Giá vốn hàng bán	8.001	10.789	11.917	11.598	13.636	14.180	14.723	15.239	15.740
Lãi gộp	4.786	7.838	1.652	1.898	3.030	3.218	3.345	3.504	3.656
Chi phí bán hàng và QLDN	1.243	1.534	1.351	1.540	1.985	2.072	2.116	2.195	2.271
Chi phí hoạt động khác	5	20	21	17	21	23	23	24	25
EBITDA	4.088	6.813	695	749	1.505	1.620	1.722	1.821	1.915
Chi phí không thuộc HĐKD	2	2	10	8	10	11	11	12	12
Thu nhập không thuộc HĐKD	155	21	11	13	13	12	13	13	12
Doanh thu tài chính	176	365	458	369	455	475	506	538	569
Chi phí tài chính	69	65	51	48	136	162	167	176	183
Lợi nhuận trước thuế	3.797	6.603	688	667	1.345	1.436	1.546	1.648	1.745
Chi phí thuế TNDN	628	1.021	161	115	229	244	263	280	297
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	54	20	10	17	18	20	22	24	27
Lợi nhuận ròng	3.117	5.565	519	538	1.098	1.172	1.261	1.343	1.422
Biên lợi nhuận ròng	24,4%	29,9%	3,8%	4,0%	6,6%	6,7%	7,0%	7,2%	7,3%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	7.969	14.226	1.328	1.375	1.615	1.723	1.855	1.976	2.091

Nguồn: DPM, CTCK Rong Việt

Bảng 10: Bảng cân đối kế toán hàng năm của DPM

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	2.524	2.084	1.242	1.005	1.241	1.295	1.345	1.396	1.444
Đầu tư ngắn hạn	3.455	6.880	5.385	9.464	9.464	10.102	10.872	11.580	12.255
Khoản phải thu	489	458	642	653	822	953	990	1.027	1.063
Hàng tồn kho	2.776	3.871	1.911	1.731	2.092	2.370	2.461	2.756	3.062
Tài sản ngắn hạn khác	276	285	385	367	453	473	491	509	527
Tài sản ngắn hạn	9.520	13.579	9.565	13.220	14.072	15.194	16.159	17.268	18.351
TSCĐ hữu hình	4.101	3.674	3.440	2.981	3.141	3.191	2.846	2.481	2.097
Đầu tư dài hạn	45	42	33	34	34	34	34	34	34
TSCĐ vô hình	833	821	834	859	848	837	827	817	806
TS dài hạn khác	253	404	271	317	392	409	425	440	456
Tài sản dài hạn	4.398	4.120	3.744	3.333	4.415	4.471	4.131	3.772	3.393
Tổng tài sản	13.918	17.699	13.309	16.552	18.487	19.665	20.290	21.040	21.745
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	200	202	-	3.422	4.117	4.968	5.120	5.428	5.647
Phải trả người bán	771	869	768	691	1.026	1.010	1.049	1.086	1.121
Các khoản phải trả khác	1.180	1.924	716	1.086	1.341	1.400	1.454	1.508	1.560
Phải trả ngắn hạn	2.152	2.996	1.484	5.199	6.483	7.378	7.622	8.021	8.329
Vay nợ dài hạn	700	505	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	353	181	280	174	295	265	300	292	316
Phải trả dài hạn	1.053	686	280	174	295	265	300	292	316
Tổng nợ phải trả	3.205	3.681	1.764	5.372	6.778	7.642	7.922	8.313	8.644
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									

Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	18	38	60	84	111
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	3.912	3.912	3.912	3.912	6.800	6.800	6.800	6.800	6.800
LNST chưa phân phối	3.086	6.401	2.838	2.470	2.981	3.275	3.599	3.933	4.280
Các nguồn quỹ khác	3.716	3.705	4.795	4.798	1.910	1.910	1.910	1.910	1.910
Vốn chủ sở hữu	10.713	14.017	11.545	11.180	11.691	11.985	12.308	12.643	12.990
Tổng Nguồn vốn	13.918	17.699	13.309	16.552	18.487	19.665	20.290	21.040	21.745

Nguồn: DPM, CTCK Rống Việt

Bảng 11: Bảng lưu chuyển tiền tệ hàng năm của DPM

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận ròng	3.117	5.565	519	538	1.098	1.172	1.261	1.343	1.422
Cộng:									
Khấu hao TSCĐ	537	515	403	394	470	487	506	526	545
Phân bổ TSCĐ vô hình	13	14	12	14	11	11	11	10	10
(Lãi)/Lỗ thanh lý tài sản	155	21	11	13	13	12	13	13	12
Lãi lỗ từ cty LDLK	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Lợi ích cổ đông thiểu số	54	20	10	17	18	20	22	24	27
Dòng tiền từ HĐKD	3.880	6.137	958	977	1.613	1.704	1.815	1.919	2.019
(tăng)/giảm tiền hoạt động	(495)	440	842	237	(236)	(55)	(50)	(50)	(49)
(tăng)/giảm khoản phải thu	(148)	31	(184)	(11)	(169)	(131)	(37)	(37)	(36)
(tăng)/giảm hàng tồn kho	(1.307)	(1.096)	1.961	180	(361)	(278)	(91)	(295)	(306)
(tăng)/giảm các tài sản ngắn hạn khác	15	(9)	(100)	19	(86)	(20)	(18)	(18)	(18)
Tăng/(giảm) khoản phải trả người bán	319	98	(101)	(77)	335	(16)	39	37	36
Tăng/(giảm) các khoản phải trả khác	(202)	744	(1.208)	370	255	59	54	54	53
(tăng)/giảm vốn lưu động	(1.819)	208	1.210	717	(262)	(440)	(103)	(309)	(320)
(tăng)/giảm tài sản dài hạn khác	33	(151)	134	(47)	(74)	(17)	(16)	(16)	(15)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả dài hạn khác	185	(172)	99	(106)	121	(30)	35	(8)	23
Dòng tiền thuần từ HĐKD	2.278	6.022	2.401	1.542	1.397	1.217	1.731	1.586	1.707
Chi đầu tư TSCĐ	(222)	(77)	(241)	(85)	(520)	(520)	(141)	(141)	(141)
Lãi/lỗ thanh lý tài sản	155	21	11	13	13	12	13	13	12
(tăng)/giảm các khoản đầu tư ngắn hạn	(1.270)	(3.425)	1.495	(4.079)	-	(638)	(770)	(709)	(675)
(tăng)/giảm đầu tư dài hạn	(0)	3	8	(1)	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(1.337)	(3.478)	1.274	(4.153)	(507)	(1.146)	(899)	(838)	(804)
Tăng/(giảm) các khoản vay nợ ngắn hạn	9	2	(202)	3.422	694	851	152	308	219
Tăng/(giảm) khoản nợ vay dài hạn	(158)	(195)	(505)	-	-	-	-	-	-
Tăng/(giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	18	20	22	24	27
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ tức trả cho chủ sở hữu	(558)	(1.977)	(2.755)	(801)	(587)	(878)	(938)	(1.009)	(1.075)
Tăng/(giảm) vốn chủ sở hữu khác	35	(11)	1.091	3	(2.888)	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(9)	(340)	(413)	(213)	(1.376)	(1.866)	(1.918)	(1.586)	(1.496)
Lưu chuyển tiền thuần	269	361	1.302	12	1.015	64	69	72	74

Nguồn: DPM, CTCK Rống Việt

Bảng 12: Chỉ số tài chính hàng năm của DPM

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Khả năng sinh lời									
Biên gộp	37,4%	42,1%	12,2%	14,1%	18,2%	18,5%	18,5%	18,7%	18,8%
Biên ròng	24,4%	29,9%	3,8%	4,0%	6,6%	6,7%	7,0%	7,2%	7,3%
ROE	29,1%	39,7%	4,5%	4,8%	9,4%	9,8%	10,2%	10,6%	10,9%
ROA	22,4%	31,4%	3,9%	3,2%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%
Hiệu quả hoạt động									
Ngày phải thu	14	9	17	18	18	20	20	20	20
Ngày tồn kho	127	131	59	54	56	61	61	66	71
Ngày phải trả	35	29	24	22	27	26	26	26	26
Khả năng thanh toán									
Hiện hành	4,4	4,5	6,4	2,5	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2
Cấu trúc tài chính									
Tổng nợ/ VCSH	8%	5%	0%	31%	35%	41%	42%	43%	43%

Nguồn: DPM, CTCK Rong Viet

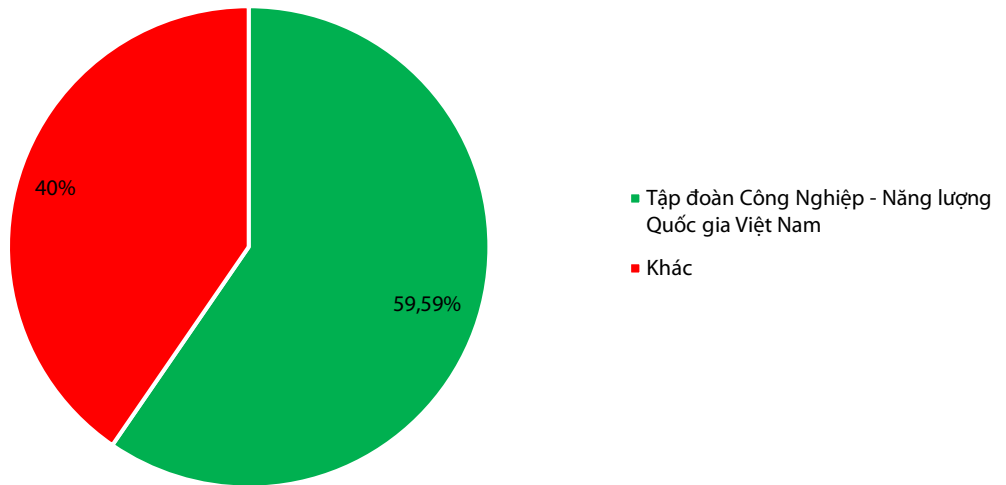
B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP [\(quay về trang 5\)](#)

I. Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) được thành lập vào năm 2003 và trực thuộc Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Ngành nghề kinh doanh chính của Tổng công ty là sản xuất, kinh doanh phân bón và hóa chất. Hiện nay sản phẩm chủ lực của Tổng công ty là phân đạm (urê) hạt trong, phân NPK, Kali, SA, DAP, phân bón hữu cơ phục vụ cho nền nông nghiệp của đất nước, khí Amoniac lỏng, hóa chất UFC85/Formaldehyde, CO₂, hóa chất sử dụng trong hoạt động khai thác dầu khí.

Tổ chức có ảnh hưởng lớn tại DPM là Tập đoàn Công Nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN, Công ty mẹ). Hiện tại, Tập đoàn Công Nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam nắm 59,59% số cổ phiếu đang lưu hành.

Hình 27: Cơ cấu cổ đông của DPM



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

II. Hoạt động kinh doanh cốt lõi [\(quay về trang 5\)](#)

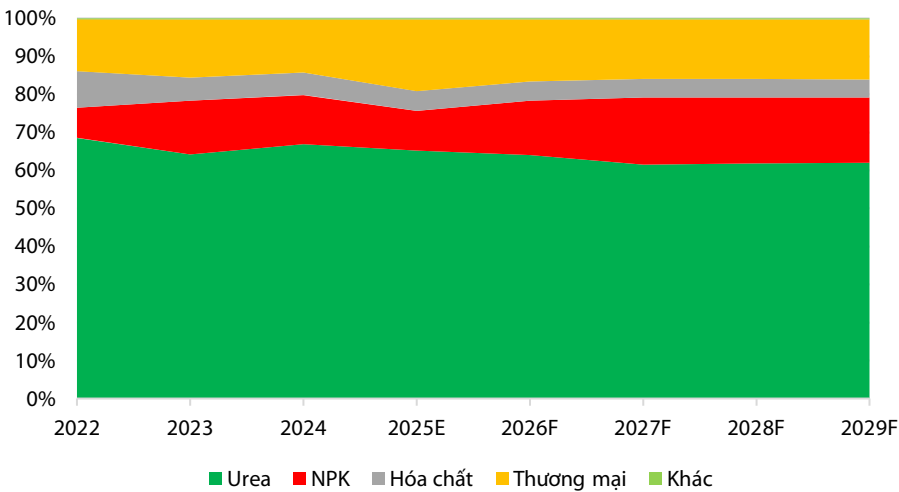
Mảng phân bón Urea đây là mảng chính và lâu đời nhất của Công ty, đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu duy trì quanh mức 62% giai đoạn 2015-2024. Công suất đạt khoảng 800 tấn/năm. Thị phần Urea nội địa đạt 38%.

Mảng phân bón NPK: Mảng NPK được sản xuất trên công nghệ hóa học của Tây Ban Nha với nguyên liệu đầu vào là NH₃, H₃PO₄, H₂SO₄ và KCL. Tổng công suất mảng NPK đạt 250 nghìn tấn/năm. Thị phần NPK nội địa của công ty đạt 5%.

Mảng hàng hóa nhập khẩu và tự doanh: chủ yếu gồm nhập khẩu và mua ngoài các sản phẩm phân bón và hóa chất. Trong đó, đóng góp chủ yếu là các sản phẩm phân bón như phân Kali, phân SA, phân DAP. Mảng này đóng góp 19% tổng doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2024. Chiếm 17% thị phần Kali nội địa.

Mảng hóa chất: bao gồm các loại hóa chất như NH₃, UFC 85, CO₂ và các loại hóa chất khác. Trong đó mảng NH₃ chiếm 25% thị phần cả nước và 90% thị phần miền Nam.

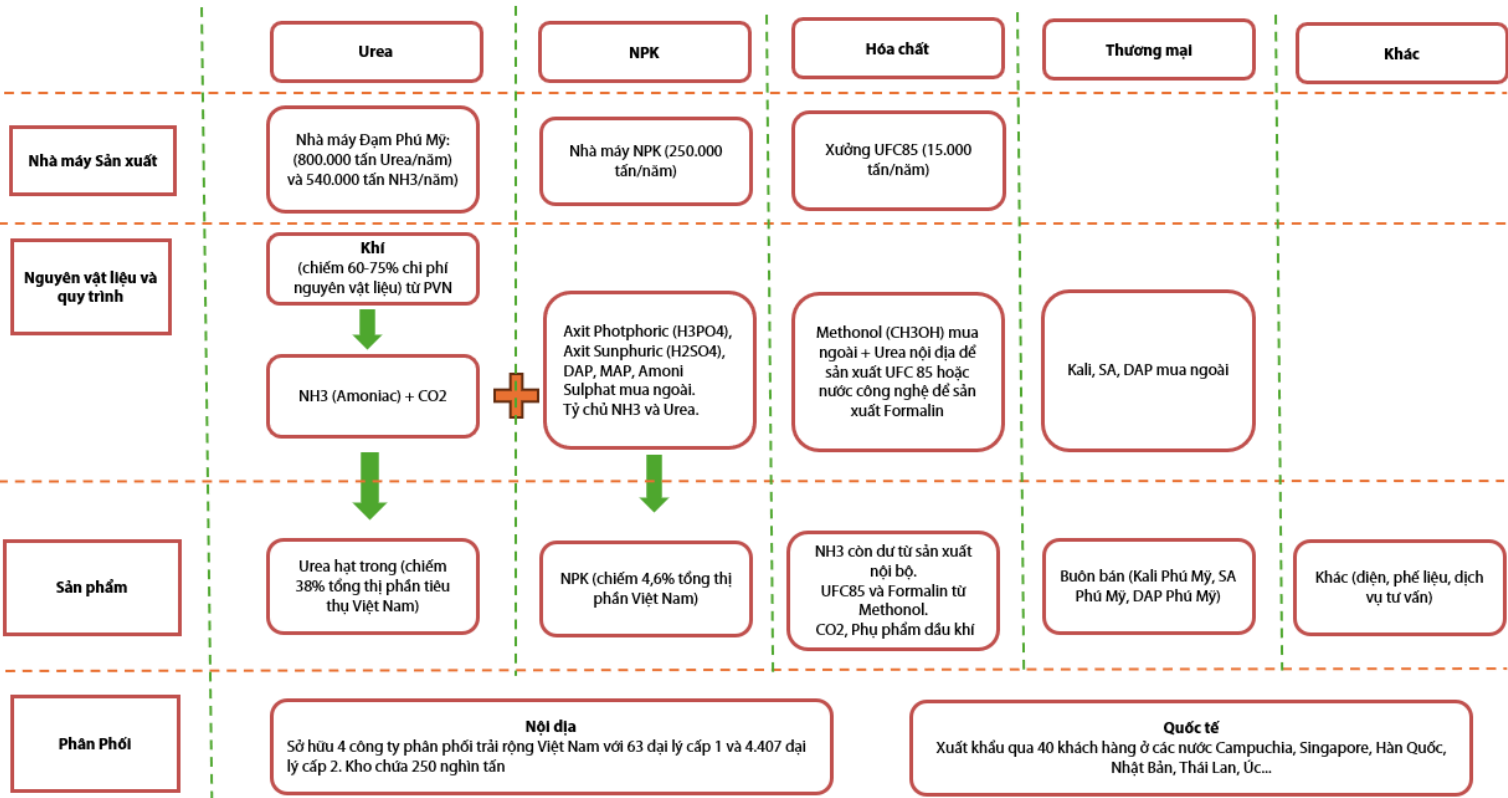
Hình 28: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

III. Chuỗi giá trị doanh nghiệp (quay về trang 5)

Hình 29: Chuỗi giá trị trong hoạt động của DPM



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Doanh nghiệp đã tham gia sâu vào chuỗi giá trị ngành phân nhờ tận dụng các nguyên liệu tự chủ như Urea để sản xuất phân NPK cũng như các hóa chất khác như UFC 85 và Formalin, CO2, Adblue.

1. Nguyên liệu đầu vào:

Khí: Khí thiên nhiên được mua từ PVN dựa trên hợp đồng khí gia hạn hàng năm và được chốt giá cuối năm sau khi xem xét tỷ giá. Khí của DPM chủ yếu được lấy từ nhiều nguồn khí khác nhau, trong đó chủ yếu từ bể Bạch Hổ - Rồng Đỏ Mỗi hoặc bể Cửu Long. Giá khí của DPM được tính như sau:

$$\text{Giá khí} = 46\% * \text{MFO} + \text{Giá cước vận chuyển (Tariff)} \text{ (USD/mmBtu)}.$$

Công thức tính giá khí đầu vào neo theo giá dầu FO Singapore và giá cước vận chuyển. Trong đó, giá MFO là giá dầu FO tại Singapore, được tính dựa trên giá trung bình hàng tháng. Giá cước vận chuyển (Tariff) của DPM thay đổi theo tỷ lệ khí lấy từ các bể khí. Trong đó, giá cước vận chuyển từ bể Cửu Long cao hơn bể Bạch Hổ - Rồng Đỏ Mỗi do khoảng cách vận chuyển và chi phí khai thác khác nhau.

Xét về giá khí thì ảnh hưởng của giá dầu FO Singapore nhiều hơn giá cước vận chuyển do mức biến giá cước hàng năm ít hơn giá dầu FO Singapore. Giá dầu FO Singapore có xu hướng biến động theo giá dầu Brent nhưng có độ trễ tùy thời điểm. Từ đó, giá khí đầu vào của DPM có xu hướng biến động mạnh theo giá dầu Brent.

Giá khí của DPM có sự khác biệt so với doanh nghiệp như DCM (giá khí dựa vào cả giá dầu MFO và giá dầu Brent) cũng như khác với các doanh nghiệp kinh doanh phân Urea sử dụng than như DHB nên kết quả kinh doanh có sự khác biệt khi biến động giá dầu FO Singapore có độ trễ hơn giá dầu Brent.

Nguyên vật liệu khác: chủ yếu nhập khẩu các loại phân đơn như Kali và phân kép như DAP để sản xuất phân NPK hoặc buôn bán.

2. Sản xuất:

Mảng phân Urea do nhà máy Đạm Phú Mỹ sản xuất với tổng công suất thiết kế 800.000 tấn Urea/năm và 540.000 tấn NH₃/năm. Nhà máy sử dụng công nghệ hiện đại Haldor Topsoe của Đan Mạch để sản xuất NH₃ và công nghệ Snamprogetti của Ý để sản xuất Urea. Công nghệ sẽ chuyển đổi khí tự nhiên (CH₄) thành amoniac (NH₃), sau đó tổng hợp thành Urea (CO(NH₂)₂). Các máy móc của nhà máy Phú Mỹ đã hết khấu hao và cần bảo dưỡng định kỳ 2 năm 1 lần trong khoảng 30-45 ngày sẽ ảnh hưởng lên sản lượng sản xuất hàng năm.

So với công nghệ sản xuất Urea của các đối thủ trong nước như DCM thì DPM vượt trội hơn nhờ tháp tạo hạt Snam Progetti – Italy giúp hạt Urea trong và đồng đều và chi phí thấp hơn DCM. Trong khi đó, DCM sử dụng công nghệ vo viên tạo hạt của Toyo Engineering Corp giúp tạo ra các độ hạt to nhỏ theo yêu cầu của khách hàng sử dụng phù hợp nhất cho từng loại cây trồng và xuất khẩu.

Mảng phân NPK do 2 nhà máy sản xuất vận hành từ năm 2018 với tổng công suất 250.000 tấn/năm. Nhà máy NPK Phú Mỹ sử dụng công nghệ hóa học của INCRO SA (Tây Ban Nha) để sản xuất NPK dựa trên công thức hóa học phối trộn NH₃, H₃PO₄ và H₂SO₄. Công nghệ này có chi phí cao hơn công nghệ phối trộn phân 3 màu (N, P, K) nhưng chất lượng tốt hơn nhờ khả năng hấp thụ nhanh và giảm lãng phí.

Xưởng UFC85: vận hành từ 2015 với công suất 15.000 tấn/năm, tương đương với 25.000 tấn Formalin/năm. Xưởng sử dụng công nghệ oxy hóa methanol xúc tác oxit kim loại (là công nghệ phổ biến và hiện đại hiện nay) của nhà cung cấp bản quyền công nghệ Haldor Topsoe – đơn vị hàng đầu thế giới về phát minh, sáng chế và chuyển giao các công nghệ hóa chất, lọc dầu và cũng là nhà bản quyền công nghệ của Xưởng NH₃ – Nhà máy Đạm Phú Mỹ.

Xưởng hóa phẩm dầu khí: Công suất 4.000 tấn/năm sử dụng công nghệ và tiêu chuẩn chất lượng Baker Hudguts toàn cầu.

3. Sản phẩm chủ yếu

DPM có 40 dòng sản phẩm phân bón từ Đạm Phú Mỹ, NPK Phú Mỹ, Kali Phú Mỹ, DAP Phú Mỹ, SA Phú Mỹ và Phân bón sinh học. Bên cạnh đó, công ty còn có các sản phẩm hóa chất như NH₃, UFC 85, CO₂ và ADBLue như sau:

- Năm 2018, sau khi hoàn thành dự án nâng công suất phân xưởng ammonia (NH₃), PVFCCo đã trở thành đơn vị sản xuất – kinh doanh ammonia lớn nhất Việt Nam theo công nghệ bản quyền của Hãng Haldor Topsoe A/S (Đan Mạch). Với năng lực sản xuất 540.000 tấn/năm, ngoài phần sử dụng làm

nguyên liệu sản xuất Urê/NPK, sản lượng ammonia do PVFCCo cung cấp cho các khách hàng đạt 80.000 tấn/năm, chiếm khoảng 90% thị phần ammonia khu vực phía Nam.

- UFC 85 là sản phẩm chuyên dùng trong sản xuất phân đạm như một phụ gia chống kết khối, tăng độ cứng cho hạt urê, ngoài ra còn được sử dụng làm keo dán gỗ, chất bảo quản trong y tế, thực phẩm.
- DEF Phú Mỹ xanh (Adblue). DEF Phú Mỹ Xanh là dung dịch Urea khử ion có độ tinh khiết cao để xử lý khí thải cho động cơ Diesel thông qua hệ thống SCR (Giảm xúc tác chọn lọc) nhằm giảm lượng khí thải ô nhiễm ra môi trường. Dung dịch DEF Phú Mỹ Xanh giúp giảm khí thải Oxit Nitơ (NOx). Sản phẩm Adblue kỳ vọng ghi nhận nhu cầu cao khi các nước tăng cường giảm phát khí thải.
- Với lợi thế lớn từ quá trình sản xuất Amoniac và thu hồi khí thải CO₂, hàng năm PVFCCo cung cấp lượng lớn sản phẩm CO₂ nguyên liệu thô, CO₂ thực phẩm cho các nhà sản xuất công nghiệp (cấp đông, hàn...), thực phẩm, nước giải khát..., đồng thời góp phần thiết thực trong việc giảm phát thải, bảo vệ môi trường. Sản lượng CO₂ nguyên liệu thô của PVFCCo đạt khoảng 300 ngàn tấn/năm.
- Dung dịch xử lý khí thải DEF Phú Mỹ Xanh là chất lỏng không màu, không độc hại, không gây kích ứng da, có thành phần chủ yếu là 32,5% Urea, 67,5% còn lại là nước cất tinh khiết.

4. Phân Phối: DPM có hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với 4 công ty phân phối, 63 nhà đại lý phân phối cấp 1 và 4.407 nhà phân phối cấp 2 kèm theo 97 kho trung chuyển với sức chứa 250 nghìn tấn.

Giá bán phân bón của DPM theo giá bán thế giới và chủ yếu là giá bán sỉ cho các cửa hàng, vì vậy giá bán thấp hơn giá bán lẻ 500-1000 đồng/kg tùy vào quy mô và doanh số của các cửa hàng địa phương.

Bảng 13: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng doanh thu	18.745	13.720	13.657	16.864	17.606	18.283	18.967	19.627
Phân bón	14.448	10.696	10.891	12.934	13.964	14.495	15.044	15.566
Urea	12.489	8.943	9.159	10.533	10.741	11.208	11.691	12.146
- Sản lượng (nghìn tấn)	791	879	899	899	917	938	959	977
- Giá bán (VND/kg)	15.789	10.174	10.188	11.716	11.716	11.951	12.190	12.434
NPK	1.959	1.753	1.689	2.401	3.223	3.287	3.353	3.420
- Sản lượng (nghìn tấn)	129	138	147	190	250	250	250	250
- Giá bán (VND/kg)	15.186	12.700	11.490	12.639	12.892	13.149	13.412	13.681
Hóa chất	1.766	841	816	833	850	884	902	920
NH3	1.552	653	620	664	677	705	719	733
- Sản lượng (nghìn tấn)	71	64	65	65	67	68	68	68
- Giá bán (VND/kg)	21.715	10.206	9.492	10.156	10.156	10.359	10.566	10.778
UFC 85	106	136	128	119	121	126	128	131
- Sản lượng (nghìn tấn)	9	9	9	9	9	9	9	9
- Giá bán (VND/kg)	12.452	15.000	13.950	13.950	13.950	14.229	14.514	14.804
Hóa chất khác	108	51	67	51	52	54	55	56
Bán buôn	2.489	2.144	1.908	3.053	2.747	2.858	2.974	3.094
- Sản lượng (nghìn tấn)	209	266	230	368	331	337	344	351
- Giá bán (VND/kg)	11.909	8.061	8.306	8.306	8.306	8.472	8.642	8.815
Khác	42	39	43	44	45	46	46	47
Giảm trừ doanh thu	(118)	(150)	(161)	(199)	(207)	(215)	(223)	(231)
Doanh thu thuần	18.627	13.569	13.496	16.665	17.398	18.068	18.743	19.396
% TĂNG TRƯỞNG SO VỚI CÙNG KỲ								
Tổng doanh thu		-27%	0%	23%	4%	4%	4%	3%
Phân bón		-26%	2%	19%	8%	4%	4%	3%
Urea		-28%	2%	15%	2%	4%	4%	4%
- Sản lượng (nghìn tấn)		11%	2%	0%	2%	2%	2%	2%
- Giá bán (VND/kg)		-36%	0%	15%	0%	2%	2%	2%
NPK		-11%	-4%	42%	34%	2%	2%	2%
- Sản lượng (nghìn tấn)		7%	7%	29%	32%	0%	0%	0%
- Giá bán (VND/kg)		-16%	-10%	10%	2%	2%	2%	2%
Hóa chất		-52%	-3%	2%	2%	4%	2%	2%
NH3		-58%	-5%	7%	2%	4%	2%	2%
- Sản lượng (nghìn tấn)		-10%	2%	0%	2%	2%	0%	0%
- Giá bán (VND/kg)		-53%	-7%	7%	0%	2%	2%	2%
UFC 85		28%	-6%	-7%	2%	4%	2%	2%
- Sản lượng (nghìn tấn)		7%	1%	-7%	2%	2%	0%	0%
- Giá bán (VND/kg)		20%	-7%	0%	0%	2%	2%	2%
Hóa chất khác		-52%	31%	-25%	2%	4%	2%	2%
Bán buôn		-14%	-11%	60%	-10%	4%	4%	4%
- Sản lượng (nghìn tấn)		27%	-14%	60%	-10%	2%	2%	2%
- Giá bán (VND/kg)		-32%	3%	0%	0%	2%	2%	2%

Khác	-6%	10%	2%	2%	2%	2%	2%
Giảm trừ doanh thu	28%	7%	23%	4%	4%	4%	3%
Doanh thu thuần	-27%	-1%	23%	4%	4%	4%	3%

Nguồn: DPM, CTCK Rống Việt

Bảng 14: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng	7.838	1.652	1.898	3.030	3.218	3.345	3.504	3.656
Phân bón	6.820	1.693	1.910	2.827	3.196	3.319	3.477	3.629
Phú Mỹ Ure	6.542	1.853	1.680	2.523	2.598	2.703	2.844	2.978
NPK	278	(160)	187	304	391	400	410	420
Hóa chất	1.048	157	66	124	129	133	138	142
NH3	984	118	50	90	94	97	100	104
UFC 85	27	27	13	19	19	20	21	21
Hóa chất khác	37	12	3	15	16	16	17	17
Bán buôn	85	(61)	56	61	82	86	89	93
Khác	2	14	27	18	18	22	24	23

Nguồn: DPM, CTCK Rống Việt

Bảng 14: Biên lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (%)

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng cộng	41,82	12,04	13,90	17,97	18,28	18,29	18,48	18,63
Phân bón	47,20	15,83	17,53	21,85	22,89	22,90	23,11	23,32
Phú Mỹ Ure	52,38	20,72	18,34	23,95	24,19	24,12	24,32	24,52
NPK	14,19	-9,13	11,07	12,66	12,12	12,17	12,23	12,28
Hóa chất	59,35	18,69	8,08	14,89	15,13	15,06	15,26	15,46
NH3	63,40	18,00	8,00	13,61	13,85	13,78	13,98	14,18
UFC 85	25,70	20,00	10,00	15,61	15,85	15,78	15,98	16,18
Hóa chất khác	34,05	24,00	5,15	30,05	30,24	30,19	30,35	30,51
Bán buôn	3,42	-2,87	2,94	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Khác	5,90	35,14	63,69	41,29	40,72	48,87	51,00	48,18

Nguồn: DPM, CTCK Rống Việt ước tính, Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn DPM.

PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI DPM (quay về trang 5)

Đối với từng mảng kinh doanh, chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp như sau để làm tham chiếu phục vụ cho mục đích báo cáo. Đối với từng mảng phân bón, có một vài công ty hàng đầu, tuy nhiên, chúng tôi chỉ chọn các công ty có tỷ lệ doanh thu Ure/NPK tương đương với DPM.

Mảng phân bón Ure (quay về trang 5)

CF Industries Holdings, Inc (Mỹ), là một trong những nhà sản xuất phân bón nitơ lớn nhất thế giới, có trụ sở chính tại Deerfield, Illinois, Hoa Kỳ. Công ty tập trung vào sản xuất và phân phối phân bón chứa nitơ cho ngành nông nghiệp và công nghiệp. Thị trường chính tại Mỹ, Canada, Châu Âu, Châu Mỹ Latin. Cạnh tranh với: Nutrien (Canada), Yara (Na Uy), Mosaic (Mỹ). Tỷ lệ doanh thu Ure chiếm 30-35% tổng doanh thu.

Công ty cổ phần - Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (PVCFC, DCM, Việt Nam) là doanh nghiệp có chức năng, ngành nghề kinh doanh chính về: Sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu phân bón, hóa chất dầu khí, chủ yếu phục vụ trong lĩnh vực nông nghiệp với sứ mệnh phục vụ hàng triệu nông dân bằng những dòng phân bón dinh dưỡng cao phù hợp với nhiều loại cây trồng và vùng đất.

China BlueChemical Ltd. (Trung Quốc), là một trong những nhà sản xuất phân bón hóa học và hóa chất công nghiệp lớn nhất tại Trung Quốc thành lập từ năm 2000. Công ty là công ty con của China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), một trong ba tập đoàn dầu khí quốc doanh lớn nhất Trung Quốc. China BlueChemical tập trung vào sản xuất phân bón nitơ, phân lân, methanol và một số sản phẩm hóa chất khác. Công ty tận dụng khí tự nhiên làm nguyên liệu chính cho sản xuất, giúp giảm chi phí và nâng cao hiệu quả cạnh tranh. Tỷ trọng doanh thu Ure chiếm 50-55% tổng doanh thu.

China XLX Fertiliser Ltd. là một trong những nhà sản xuất phân bón nitơ và phân bón hợp chất (NPK) lớn nhất tại Trung Quốc. Công ty có trụ sở chính tại Trung Quốc đại lục và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hồng Kông. Công ty tập trung vào sản xuất phân urê, phân bón hỗn hợp (NPK) và các loại phân bón công nghệ cao như phân bón chậm tan, phân bón kiểm soát giải phóng dinh dưỡng. Tỷ lệ doanh thu Ure chiếm 40-45% tổng doanh thu.

Bảng 15: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mảng phân Urea

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	19	22	21	18	30	28	
DCM VN	21	10	7	4	11	14	
China BlueChemical	9	18	12	8	10	6	
China XLX Fertiliser	15	20	19	16	17	17	
Trung bình	16	18	15	12	17	16	15,31
Trung vị	17	19	15	12	14	16	15,03

Số ngày tồn kho	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	35	35	31	30	35	29	
DCM VN	78	49	113	82	75	98	
China BlueChemical	49	43	39	38	36	38	
China XLX Fertiliser	54	44	37	32	31	32	
Trung bình	54	43	55	45	44	49	48
Trung vị	51	43	38	35	35	35	38

Số ngày phải trả	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	9	9	8	6	8	11	
DCM VN	53	41	41	37	69	54	
China BlueChemical	29	29	35	42	42	39	
China XLX Fertiliser	17	19	17	14	19	28	
Trung bình	27	25	26	25	35	33	29
Trung vị	23	24	26	25	31	33	28

Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	26	19	37	52	38	35	
DCM VN	14	17	28	36	16	19	
China BlueChemical	18	13	22	18	16	14	
China XLX Fertiliser	22	21	24	19	18	17	
Trung bình	20	18	28	31	22	21	24
Trung vị	20	18	26	27	17	18	21

CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	5%	5%	3%	3%	4%	5%	
DCM VN	8%	9%	9%	8%	11%	7%	
China BlueChemical	9%	6%	5%	5%	6%	6%	
China XLX Fertiliser	13%	12%	8%	7%	8%	9%	
Trung bình	9%	8%	7%	6%	7%	7%	7%
Trung vị	8%	7%	7%	6%	7%	7%	7%

Biên LNST CDM	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	11	8	14	30	23	21	
DCM VN	6	9	18	27	9	9	
China BlueChemical	6	7	11	12	18	9	
China XLX Fertiliser	4	3	8	6	5	7	
Trung bình	7	7	13	19	14	11	12
Trung vị	6	7	13	19	14	9	12

Source: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Mảng phân NPK [\(quay về trang 5\)](#)

Nutrien Ltd (Canada) thành lập năm 2018 sau vụ sáp nhập giữa Potash Corp và Agrium. Trụ sở tại Canada. Sản xuất và phân phối phân kali (potash), phân đạm (nitrogen), và phân NPK. Hoạt động chính tại Bắc Mỹ, Nam Mỹ, Châu Á. Phân khúc bán lẻ phân phối các chất dinh dưỡng cho cây trồng, sản phẩm bảo vệ thực vật, hạt giống và hàng hóa nông nghiệp. Là nhà sản xuất Kali lớn nhất thế giới nên tối ưu chi phí NPK. Tỷ lệ doanh thu NPK/Kali/Nitrogen trên doanh thu tổng lần lượt là 30%/35%/35%.

Yara International (Na Uy) thành lập năm 1905 với hoạt động kinh doanh là phân đạm (urê, ammonium nitrate), phân NPK và phân bón đặc biệt. Doanh nghiệp đi đầu về công nghệ phân NPK tiên tiến, ít phát thải. Thị trường hoạt động chính ở Châu Âu, Châu Á, Nam Mỹ. Tỷ lệ doanh thu phân NPK/doanh thu đạt 50%-55%.

ICL Group (Israel) thành lập năm 1968 với hoạt động kinh doanh là sản xuất phân Kali (MOP), phân NPK, phân phosphate. Thị trường chính ở Israel, Châu Âu, Châu Mỹ. Chi phí sản xuất NPK thấp do Khai thác kali từ Biển Chết. Doanh nghiệp đang đẩy mạnh sản xuất NPK cao cấp, phân hữu cơ, và phân bón thông minh. Tỷ lệ doanh thu phân NPK/doanh thu đạt 35%-40%.

Công ty cổ phần Phân bón Bình Điền (BFC Việt Nam) thành lập năm 1973. Công ty Sản xuất, kinh doanh các loại phân bón vô cơ, hữu cơ, vi sinh, vi lượng các chất điều hòa tăng trưởng cho cây trồng, vật nuôi. Kinh doanh xuất nhập khẩu các sản phẩm phân bón, các thiết bị và công nghệ sản xuất phân bón, công cụ máy nông nghiệp, giống, cây trồng và các loại nông sản. Doanh nghiệp chủ yếu kinh doanh phân NPK với tỷ lệ doanh thu NPK/doanh thu đạt khoảng 98-99%.

Bảng 16: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mảng phân NPK

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	53	53	51	50	64	66	
ICL Group	61	60	60	55	72	71	
Yara International ASA	45	48	40	34	46	41	
BFC Việt Nam	35	39	16	15	23	19	
Trung bình	49	50	42	38	51	49	46
Trung vị	49	51	45	42	55	53	49

Số ngày tồn kho	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	124	116	112	113	124	124	
ICL Group	137	132	118	136	144	133	
Yara International ASA	97	106	88	84	118	109	
BFC Việt Nam	110	99	99	115	92	69	
Trung bình	117	113	104	112	119	109	112
Trung vị	117	111	106	114	121	116	115

Số ngày phải trả	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	88	99	89				
ICL Group	75	76	71	68	79	68	
Yara International ASA	55	65	56	53	76	68	
BFC Việt Nam	30	29	22	28	20	16	
Trung bình	62	67	59	50	58	51	57
Trung vị	65	71	63	53	76	68	66

Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	27	25	34	41	29	29	
ICL Group	34	30	38	50	35	33	
Yara International ASA							
BFC Việt Nam	12	14	12	10	11	15	
Trung bình	25	23	28	34	25	26	27
Trung vị	27	25	34	41	29	29	31

CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	14.5	15.5	13.1	10.5	13.8	13.2	
ICL Group	19.4	19.8	19.3	14.7	18.0	16.3	
Yara International ASA	1.9	2.2	1.8	1.4	1.9	0.2	

BFC Việt Nam	7.7	8.3	5.8	5.9	6.8	6.3	
Trung bình	11	11	10	8	10	9	10
Trung vị	11	12	9	8	10	10	10

Biên LNST CDM	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	4.9	2.2	11.4	20.2	4.3	2.6	
ICL Group	9.0	0.2	11.3	21.6	8.6	5.9	
Yara International ASA	4.7	6.0	2.7	11.6	0.3	0.1	
BFC Việt Nam	1.1	2.2	2.6	1.5	1.6	3.4	
Trung bình	5	3	7	14	4	3	6
Trung vị	5	2	7	16	3	3	6

Source: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN (quay về trang 5)

Tiêu thụ phân bón Ure thế giới. Theo IFA, trong năm 2023, tổng sản lượng tiêu thụ phân bón Ure/DAP/MAP/Kali lần lượt đạt 195/34/29/69 triệu tấn. Trong đó, phân Ure có nhu cầu tiêu thụ và tăng trưởng kép cao nhất trong giai đoạn 2014 - 2023.

Cho giai đoạn 2024-2028, theo IFA, sản lượng tiêu thụ phân bón thế giới đối với phân N, P và K dự báo tăng lần lượt là 6%/8%/10%. Mức tăng trong giai đoạn này tương đương mức tiêu thụ kép hàng năm là 1,47%/1,94%/2,41%. Mức tiêu thụ kép này thấp hơn giai đoạn 2014-2023 đối với phân Ure tại 1,6%/năm.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ phân bón Ure và phân bón NPK của Việt Nam sẽ tăng kép 1,47%/năm theo dự báo của IFA.

Bảng 17: Mức tiêu thụ phân Ure giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	9.905	8.877	9.882	9.583	9.361	8.993	8.871	9.009	9.129	8.824	-1,15%
Trung Âu	3.368	3.471	3.956	4.196	3.511	3.957	4.002	3.996	4.062	3.302	-0,20%
Đông Âu & Trung Á	4.723	5.465	5.734	6.478	6.195	6.980	7.121	7.377	5.398	7.697	5,01%
Bắc Mỹ	17.205	17.419	17.913	17.479	19.451	18.895	19.387	19.703	18.308	18.778	0,88%
Mỹ Latinh	11.903	11.930	13.218	13.185	12.748	13.094	15.082	16.938	14.011	14.511	2,00%
Châu Phi	5.160	4.519	5.330	5.545	5.273	5.407	6.298	6.926	6.668	6.400	2,18%
Tây Á	5.200	4.889	6.153	6.854	6.009	7.974	8.111	7.825	7.881	8.823	5,43%
Nam Á	39.000	43.143	40.389	37.729	39.881	43.623	44.568	40.872	45.992	48.059	2,11%
Đông Á	66.760	72.077	67.003	64.923	66.506	64.877	64.546	63.417	68.708	75.212	1,20%
Châu Đại Dương	2.800	2.905	3.239	3.212	2.827	2.886	3.390	3.722	3.588	3.843	3,22%
Khác	28	83	65	88	92	37	13	28	448	51	6,13%
Tổng cộng	166.053	174.780	172.882	169.272	171.855	176.723	181.388	179.813	184.193	195.500	1,65%

Source: IFA, CTCK RongViet

Bảng 18: Mức tiêu thụ phân DAP giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	1.735	1.646	1.665	1.923	1.612	1.794	1.900	1.235	627	989	-5,47%
Trung Âu	462	462	530	660	581	726	551	590	400	441	-0,45%
Đông Âu & Trung Á	218	203	-12	189	132	159	262	291	276	616	10,96%
Bắc Mỹ	2.839	3.056	2.634	2.756	2.823	2.113	2.159	2.277	1.474	2.058	-3,17%
Mỹ Latinh	2.167	1.826	2.195	1.987	1.805	1.964	2.502	2.046	967	1.700	-2,40%
Châu Phi	1.227	1.110	1.072	1.452	1.015	1.277	835	1.061	1.470	808	-4,09%
Tây Á	977	903	1.407	1.351	562	2.178	1.561	1.969	1.850	2.863	11,35%
Nam Á	9.324	12.940	12.116	12.396	12.971	13.225	13.427	12.560	13.623	13.673	3,90%
Đông Á	13.066	12.476	11.828	12.776	11.635	10.918	11.469	10.851	11.349	10.930	-1,77%
Châu Đại Dương	834	869	515	805	692	752	819	725	609	383	-7,50%
Khác	24	118	51	103	20	3	72	73	844	218	24,48%
Tổng cộng	32.873	35.608	34.001	36.398	33.848	35.108	35.557	33.677	33.488	34.679	0,54%

Source: IFA, RongViet Securities

Bảng 19: Mức tiêu thụ phân MAP giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	5.350	4.970	4.791	5.281	5.079	5.241	5.358	5.522	4.201	3.844	-3,25%
Trung Âu	1.261	1.164	1.237	1.404	1.378	1.301	1.365	1.247	590	667	-6,16%

Đông Âu & Trung Á	2.970	3.885	3.041	3.146	4.552	5.955	2.519	5.345	3.257	7.346	9,48%
Bắc Mỹ	9.282	9.458	9.947	11.374	10.699	9.364	10.453	11.828	10.396	9.258	-0,03%
Mỹ Latinh	11.916	11.613	12.035	13.094	13.832	13.268	15.647	16.540	12.741	16.348	3,21%
Châu Phi	983	1.050	1.119	1.401	1.588	1.352	1.626	1.805	1.247	1.278	2,66%
Tây Á	1.184	1.165	1.436	806	1.207	1.246	1.140	1.231	1.194	696	-5,17%
Nam Á	5.516	5.080	4.887	5.947	5.522	5.327	6.307	4.296	3.753	3.721	-3,86%
Đông Á	24.634	24.933	22.541	23.376	23.950	22.307	25.323	24.481	23.262	25.087	0,18%
Châu Đại Dương	650	629	549	710	796	685	689	809	521	612	-0,59%
Khác	212	257	224	424	120	248	337	71	208	428	7,27%
Tổng cộng	63.957	64.204	61.805	66.963	68.721	66.294	70.763	73.175	61.370	69.286	0,80%

Source: IFA, CTCK Rống Việt

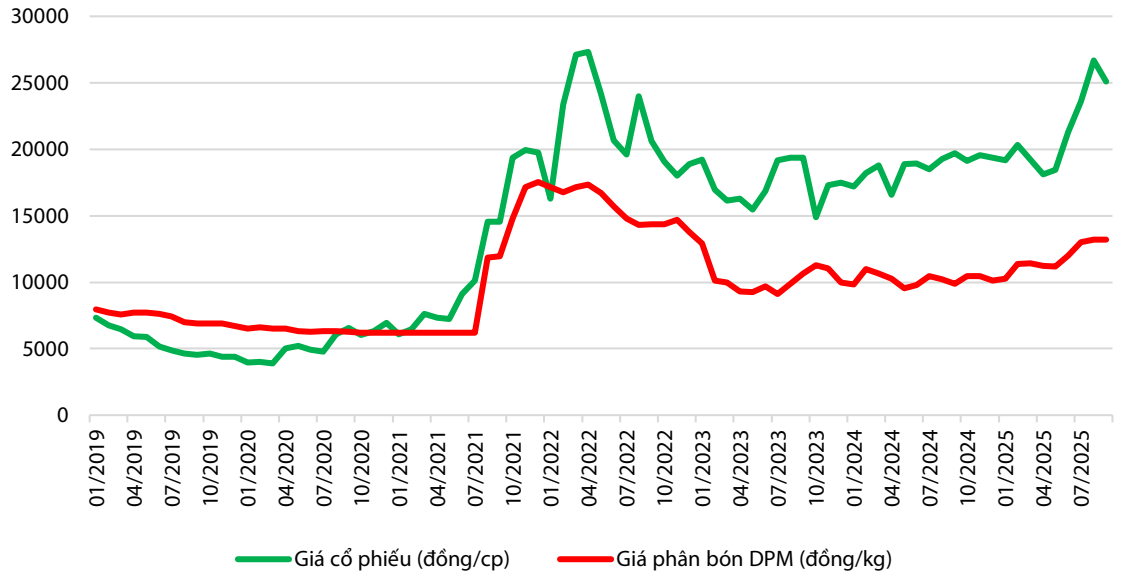
Bảng 20: Mức tiêu thụ phân Kali giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	252	284	323	382	347	357	415	322	308	191	-2,74%
Trung Âu	342	323	504	466	319	443	427	322	278	125	-9,60%
Đông Âu & Trung Á	1.243	1.287	1.623	1.753	1.594	1.780	1.755	1.867	1.560	1.907	4,37%
Bắc Mỹ	4.742	4.598	5.058	5.374	6.034	5.152	5.009	5.727	4.073	4.496	-0,53%
Mỹ Latinh	6.193	5.980	6.723	7.266	6.708	7.242	8.586	9.018	6.800	7.746	2,26%
Châu Phi	618	966	928	1.259	1.328	1.771	1.512	1.802	1.886	503	-2,04%
Tây Á	56	110	180	152	-22	175	301	340	206	289	17,80%
Nam Á	214	114	201	201	230	216	183	275	543	210	-0,20%
Đông Á	10.922	12.204	13.970	12.642	12.984	12.697	12.824	10.719	11.950	12.491	1,35%
Châu Đại Dương	1.003	995	903	1.205	918	1.018	1.289	1.435	1.226	1.344	2,96%
Khác	101	58	46	16	51	4	12	82	337	472	16,67%
Tổng cộng	25.688	26.918	30.459	30.714	30.491	30.854	32.313	31.908	29.167	29.773	1,49%

Source: IFA, CTCK Rống Việt

PHỤ LỤC 4 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ PHÂN BÓN TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU DPM [\(quay về trang 5\)](#)

Hình 30: Diễn biến giá cổ phiếu DPM (nghìn đồng/trái) và giá phân bón (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi xem xét mối tương quan (correlation) giữa giá bán trung bình giá phân bón Urea của DPM và giá cổ phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 01/2019 đến tháng 09/2025. Kết quả cho thấy có mối tương quan cao khi hệ số correlation đạt 0,85. Vì vậy, trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể biến động theo diễn biến giá phân bón do giá phân tăng dần sẽ mang lại mức biên lợi nhuận tăng dần.

PHỤ LỤC 5 – CÁC THƯƠNG VỤ SÁP NHẬP PHỤC VỤ CÁC LỢI ÍCH KHÁC NHAU SẼ CÓ MỨC ĐỊNH GIÁ KHÁC NHAU [\(quay về trang 2\)](#) [\(quay về trang 5\)](#)

Việc mua bán sáp nhập là chiến lược hữu ích cho các doanh nghiệp ngành phân bón mở rộng quy mô, nâng cao hiệu quả sản xuất và khả năng cạnh tranh trên thị trường. Các lợi ích phổ biến của các doanh nghiệp bao gồm mở rộng chuỗi giá trị, mở rộng thị trường, cắt giảm chi phí vận hành, cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Đáng lưu ý, tùy thuộc vào loại phân bón mà doanh nghiệp sản xuất sẽ ảnh hưởng đáng kể đến giá thực hiện thương vụ M&A thông qua chỉ số EV/EBITDA để xác định giá trị thương vụ. Các doanh nghiệp sản xuất **phân Potash (Kali)** thường được định giá với tỷ lệ EV/EBITDA trung bình cao nhất tại **9 lần**, trong khi các doanh nghiệp sản xuất phân **Phosphate** và **NPK** có tỷ lệ EV/EBITDA thấp hơn tại **8,x lần** và **7,x lần** và thấp nhất là các doanh nghiệp sản xuất **phân Ure** tại trung bình **4,x lần**.

Đối với doanh nghiệp Ure, thương vụ thôn tóm **Terra Nitrogen Co LP** của **CF Industries Holdings Inc** được giao dịch với tỷ lệ EV/EBITDA cao nhất tại **8,x** so với các thương vụ khác chủ yếu nhờ biên ròng của doanh nghiệp sản xuất Ure này cao hơn so với các doanh nghiệp sản xuất Ure khác. Biên ròng của Terra Nitrogen đạt trung bình 51% cao hơn so với 8% so với trung bình các doanh nghiệp khác.

Bảng 21: Các vụ sáp nhập đình đám trong ngành phân bón như sau

STT	Ngày thực hiện	Đối tượng bị thôn tóm	Nước	Loại phân kinh doanh chủ yếu	Bên thôn tóm	Giá trị giao dịch (triệu USD)	Giá trị giao dịch/EBITDA
1	09/10/2024	Stanley Agricultural Group Co Ltd	Trung Quốc	NPK	Tổ chức tư nhân	250	8,66
2	16/01/2018	ICL Group Ltd	Isarel	Kali, Phosphat, NPK	Tổ chức ẩn danh	700	4,99
3	12/09/2016	Agrium Inc	Mỹ	NPK	Nutrien Ltd	17.768	8,79
Trung bình							7,48
4	26/02/2024	Anhui Liuguo Chemical Co Ltd	Trung Quốc	Phosphate	Wanhua Chemical Group Co Ltd	16	3,93
5	02/03/2015	Fertilizantes Heringer SA	Brazil		Potash Corp of Saskatchewan Inc	56	5,11
6	17/02/2015	Co-Op Chemical Co Ltd	Japan		Norinchukin Bank	30	8,33
7	06/06/2005	Sinofert Holdings Ltd	Trung Quốc		Potash Corp of Saskatchewan Inc	125	14,5
Trung bình							9,31
8	31/07/2024	Asia - Potash	Trung Quốc	Potash	Inner Mongolia Huineng Coal & Electrical Group Co Ltd	203	8,37
9	20/09/2019	Uralkali PJSC	Nga		Rinsoco Trading Co Ltd	179	3,78
10	09/11/2012	Uralkali PJSC	Nga		China Investment Corp	2.000	7,74
11	08/11/2016	Arab Potash	Arab		Social Security Investment Fund	105	12,09
13	20/12/2010	Silvinit OJSC	Nga		Uralkali PJSC	6.647	11,53
12	16/10/2003	Arab Potash/The	Arab		Potash Corp of Saskatchewan Inc	173	8,61
Trung bình							8,69
14	13/12/2024	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	Ure	Fauji Fertilizer Co Ltd	38	2,42
15	06/12/2024	Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan		Engro Holdings Ltd	826	2,59
16	15/12/2023	Fertiglobe plc	Abu Dhabi		Abu Dhabi National Oil Co	3.687	2,98
17	07/02/2018	Terra Nitrogen Co LP	Mỹ		CF Industries Holdings Inc	388	8,08
18	11/12/2013	China XLX Fertiliser Ltd	Trung Quốc		Pioneer Top Holdings Ltd	5	3,39
19	27/11/2011	China XLX Fertiliser Ltd	Trung Quốc		Primavera Capital Cayman Fund I LP	51	4,56
20	15/01/2009	Terra Industries Inc	Norway		CF Industries Holdings Inc	4.286	4,87
Trung bình							4,13

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Viet

So sánh mối liên quan giữa tỷ lệ % cổ phần thu tóm và tỷ lệ EV/EBITDA, chúng tôi nhận thấy các thương vụ M&A của các doanh nghiệp ngành phân bón (ngoại trừ các doanh nghiệp kinh doanh phân Ure) với % cổ phần thu tóm cao (>10%) đều được chốt giá trị tại tỷ lệ EV/EBITDA cao hơn tỷ lệ EV/EBITDA trượt 12 tháng gần nhất.

Bảng 22: % cổ phần bị thu tóm và tỷ lệ EV/EBITDA của các doanh nghiệp bị thu tóm

Loại phân kinh doanh chủ yếu	Đối tượng bị thu tóm	Nước	Bên thu tóm	Giá trị giao dịch/EBITDA (lần)	EV/EBITDA trượt 12 tháng gần nhất (lần)	% cổ phần thu tóm
NPK	ICL Group Ltd	Israel	Không xác định	4,99	6,38	14%
	Stanley Agricultural Group Co Ltd	Trung Quốc	Private Investor	8,66	8,05	24%
	Agrium Inc	Mỹ	Nutrien Ltd	8,79	2,98	100%
Phosphate	Anhui Liuguo Chemical Co Ltd	Trung Quốc	Wanhua Chemical Group Co Ltd	3,93	11,67	5%
	Fertilizantes Heringer SA	Brazil	Potash Corp of Saskatchewan Inc	5,11	9,98	10%
	Sinofert Holdings Ltd	Trung Quốc	Potash Corp of Saskatchewan Inc	14,5	8,56	10%
	Co-Op Chemical Co Ltd	Japan	Norinchukin Bank	8,33	2,98	37%
Kali (Potash)	Asia – Potash	Trung Quốc	Inner Mongolia Huineng Coal & Electrical Group Co Ltd	8,37	N.A	N.A
	Uralkali PJSC	Nga	Rinsoco Trading Co Ltd	3,78	5,53	3%
	Arab Potash/The	Arab	Social Security Investment Fund	12,09	1,34	5%
	Uralkali PJSC	Nga	China Investment Corp	7,74	2,98	13%
	Arab Potash/The	Arab	Potash Corp of Saskatchewan Inc	8,61	7,67	26%
	Silvinit OJSC	Nga	Uralkali PJSC	11,53	2,98	80%
Urea	Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	Engro Holdings Ltd	2,59	N.A	N.A
	China XLX Fertiliser Ltd	Trung Quốc	Pioneer Top Holdings Ltd	3,39	7,18	1%
	China XLX Fertiliser Ltd	Trung Quốc	Primavera Capital Cayman Fund I LP	4,56	4,58	15%
	Terra Nitrogen Co LP	Mỹ	CF Industries Holdings Inc	8,08	11,39	25%
	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	Fauji Fertilizer Co Ltd	2,42	5,53	50%
	Fertiglobe plc	Abu Dhabi	Abu Dhabi National Oil Co	2,98	8,08	50%
	Terra Industries Inc	Norway	CF Industries Holdings Inc	4,87	2,89	100%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Viet

So sánh chỉ số hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sáp nhập cho thấy sự khác biệt giữa các loại phân

So sánh chỉ số biên gộp và biên ròng của các doanh nghiệp sáp nhập, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp kinh doanh phân NPK có tỷ lệ biên gộp tương đương nhau (ngoại trừ Terra Nitrogen) trong khi doanh nghiệp kinh doanh phân Kali có phần vượt trội hơn hẳn. Uralkali PJSC của Nga và Arab Potash/The của Arab đã có biên gộp trung bình là 27,x lần.

Sắp xếp theo hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp sáp nhập trên thế giới, chúng tôi nhận thấy biên ròng và biên gộp của doanh nghiệp kinh doanh phân Kali cao nhất, kế tiếp là phân NPK và Ure và cuối cùng doanh nghiệp kinh doanh phân Photpho.

Bảng 23: Chỉ số EV/EBITDA trượt 12 tháng (lần) của các doanh nghiệp thực hiện M&A

Loại Phân bón	Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Trung bình 10 năm
NPK	Stanley Agricultural Group Co Ltd	N/A	13,4	13,3	14,9	18,0	25,5	20,7	17,7	13,8	12,4	16,6
	ICL Group Ltd	3,9	15,7	14,6	6,8	9,0	8,7	10,2	7,3	21,3	8,1	10,5
	Agrium Inc	3,3	11,2	11,3	4,3	7,0	8,0	10,4	8,1	11,1	12,8	8,7
	Trung bình											12,0
Photpho	Anhui Liuguo Chemical Co Ltd	11,9	25,0	19,8	17,9	31,9	18,9	29,0	16,9	32,7	11,0	21,5
	Fertilizantes Heringer SA	6,4		5,0	0,9	5,0	3,4	3,8	8,4	4,4	14,2	5,7
	Co-Op Chemical Co Ltd	12,8	4,6	21,7	32,5	12,5	17,1	13,7	17,0			16,5
	Sinofert Holdings Ltd	17,1	44,4	13,7	10,1	91,2	19,7	20,1	10,8	5,9	7,2	24,0
	Trung bình											16,9
Kali	Asia - Potash	12,1	23,4	16,7	20,7	27,5		47,8	32,2	55,4	42,3	30,9
	Uralkali PJSC	17,7	20,9	12,6	11,0	12,1	8,3	8,0	11,4	9,0	6,4	11,7
	Arab Potash/The	7,3	16,3	15,1	8,9	12,8	10,8	9,0	6,7	19,2	9,0	11,5
	Trung bình											18,1
Ure	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	3,6	2,6	2,7	2,1	4,4	4,0	5,7	26,9	26,9	42,2	12,1
	Fertiglobe plc											
	Terra Nitrogen Co LP	3,7	11,8	8,6	5,6	6,6	4,9	4,6	5,2	7,5	7,3	6,6
	China XLX Fertiliser Ltd	#N/A	11,9	10,0	5,7	5,2	7,8	6,8	6,7	8,3	6,1	7,6
	Terra Industries Inc	5,0	46,7	44,1	3,5	4,1	7,7	4,8	8,2	9,3	6,7	14,0
	Trung bình											10,1

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 24: Chỉ số biên gộp (%) của các doanh nghiệp bị thôn tóm qua các năm

Loại Phân bón	Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Trung bình 10 năm
NPK	Stanley Agricultural Group Co Ltd	11,9	12,4	16,8	13,0	14,2	19,4	20,7	21,7	23,0	20,2	17,3
	ICL Group Ltd	50,0	40,3	42,7	44,6	41,9	38,4	35,9	33,4	31,0	30,9	38,9
	Agrium Inc	33,0	21,3	24,6	28,0	26,9	24,0	22,1	26,3	25,1	24,9	25,6
	Trung bình											27,3
Photpho	Anhui Liuguo Chemical Co Ltd	5,5	5,1	8,3	9,9	6,1	6,2	4,9	11,3	6,3	11,4	7,5
	Fertilizantes Heringer SA	8,0	6,8	11,8	12,9	9,8	12,0	12,3	8,7	12,3	9,6	10,4
	Co-Op Chemical Co Ltd	18,8	23,5	14,4	14,3	17,9	16,2	16,7	14,0			17,0
	Sinofert Holdings Ltd	7,5	(2,1)	5,1	5,7	5,8	3,7	5,0	6,4	1,6	7,8	4,6
	Trung bình											9,9
Kali	Asia - Potash	6,1	6,6	7,5	(0,9)	1,6	2,5	(1,5)	0,3	4,7	5,0	3,2
	Uralkali PJSC	69,0	71,4	79,9	77,9	73,0	75,6	82,3	74,7	70,2	72,8	74,7
	Arab Potash/The	67,4	57,3	46,6	55,8	51,3	35,2	26,2	40,6	17,8	24,7	42,3
	Trung bình											40,1
Ure	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	30,7	26,3	31,1	36,0	23,9	26,7	22,4	13,7	2,1	14,9	22,8
	Fertiglobe plc											
	Terra Nitrogen Co LP	47,9	31,7	41,7	68,2	76,9	74,0	59,6	56,0	54,2	39,5	55,0
	China XLX Fertiliser Ltd	23,1	13,5	12,8	13,7	18,2	18,8	17,7	22,9	17,9	21,0	18,0
	Terra Industries Inc	21,5	10,6	17,8	24,3	26,1	24,1	23,6	22,2	22,8	22,8	21,6
	Trung bình											29,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Bảng 25: Chỉ số biên ròng (%) của các doanh nghiệp bị thâm tóm qua các năm

Loại Phân bón	Công ty	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Trung bình 10 năm
NPK	Stanley Agricultural Group Co Ltd	3,8	4,1	6,1	5,4	5,8	7,4	8,8	8,8	8,2	5,1	6,3
	ICL Group Ltd	29,0	16,9	18,0	21,4	20,1	13,1	7,6	9,4	(2,3)	6,7	14,0
	Agrium Inc	12,1	4,0	6,6	8,9	9,3	6,8	4,5	6,7	4,4	2,3	6,5
	Trung bình											9,0
Photpho	Anhui Liuguo Chemical Co Ltd	2,2	1,9	3,0	4,0	1,2	0,2	(3,9)	2,7	(2,8)	1,6	1,0
	Fertilizantes Heringer SA	(7,2)	1,9	1,8	1,4	(0,0)	(0,6)	0,1	(5,3)	0,8	(2,6)	(1,0)
	Co-Op Chemical Co Ltd	1,5	5,2	0,4	(1,8)	(0,2)	0,6	0,6	0,4			0,8
	Sinofert Holdings Ltd	4,2	(5,3)	1,8	1,8	2,1	(1,4)	0,8	0,8	(31,0)	(12,5)	(3,9)
	Trung bình											(0,1)
Kali	Asia - Potash	0,1	0,9	3,4	(2,8)	0,4	1,4	(3,7)	0,4	0,8	(44,8)	(4,4)
	Uralkali PJSC	4,1	33,5	42,6	44,6	32,5	2,9	17,7	50,5	27,8	(3,1)	25,3
	Arab Potash/The	46,6	35,3	29,1	41,6	33,9	25,1	18,6	24,9	16,8	21,2	29,3
	Trung bình											16,7
Ure	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	10,8	10,3	15,1	19,3	9,1	10,3	8,9	9,8	1,9	2,9	9,8
	Fertiglobe plc											
	Terra Nitrogen Co LP	46,8	28,4	35,7	63,6	71,9	68,2	57,1	52,8	50,0	38,7	51,3
	China XLX Fertiliser Ltd	15,9	5,1	5,1	4,9	7,9	6,7	4,7	7,1	0,5	5,3	6,8
	Terra Industries Inc	(9,2)	4,5	12,6	(1,9)	3,6	6,4	7,7	4,2	4,8	6,4	7,3
	Trung bình											18,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam

Phó phòng

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng

Trưởng bộ phận

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**