

**Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP (HOSE: DPM)****Khuyến nghị****Không mua mới**

|                     |               |
|---------------------|---------------|
| Giá hiện tại        | 29,950        |
| <b>Giá mục tiêu</b> | <b>22,400</b> |
| % Tăng giá          | -25.1%        |
| Ngày báo cáo        | 09/03/2026    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)   | 20,364        |
| KLTB 10 ngày        | 16,658,810    |
| % sở hữu NĐTNN      | 6.12%         |
| SLCP lưu hành       | 679,925,021   |
| SLCP niêm yết       | 679,925,021   |
| P/E trailing        | 19.0          |
| P/B (gần nhất)      | 1.8           |
| ROA                 | 6.3%          |
| ROE                 | 9.4%          |
| EPS (pha loãng)     | 1,579 VND     |
| Book value          | 16,658 VND    |

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tổng Công ty Cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE: DPM) là đơn vị thành viên của Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam, hiện giữ vị thế dẫn đầu trong ngành phân bón nội địa. Sản phẩm chủ lực của doanh nghiệp bao gồm các dòng phân bón như urê, NPK cùng nhiều loại hóa chất công nghiệp. DPM trực tiếp quản lý và vận hành Nhà máy Đạm Phú Mỹ với công suất thiết kế 800,000 tấn urê mỗi năm, đóng vai trò quan trọng trong việc bảo đảm nguồn cung ổn định cho thị trường trong nước, qua đó góp phần củng cố an ninh lương thực quốc gia.

Báo cáo được thực hiện bởi:  
**Trung tâm Phân tích Haseco**

**Hưởng lợi kép từ chiến sự tại Trung Đông**

- Khoảng 30-35% lượng urê xuất khẩu toàn cầu đang chịu ảnh hưởng từ xung đột tại Trung Đông. Việc eo biển Hormuz đóng cửa, cùng với phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh tăng cao, qua đó làm nguồn cung phân đạm bị thắt chặt đáng kể trong ngắn hạn.
- DPM hưởng lợi khi khí đầu vào chủ yếu khai thác từ mỏ ngoài khơi trong nước, không chịu tác động trực tiếp từ gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông. Trong khi giá bán vận hành theo cơ chế thị trường, bám sát diễn biến quốc tế.
- Trước đó, DPM công bố KQKD Q4/2025 tích cực với lợi nhuận sau thuế đạt 233 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 16 tỷ svck nhờ (1) Giá bán đầu ra tăng trong khi giá khí đầu vào giảm, và (2) Chính sách hoàn thuế VAT cho phân bón.
- Biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn phụ thuộc chủ yếu vào chiến sự Trung Đông. Trong khi giá cổ phiếu đã vượt định giá cả năm của chúng tôi.

| Chỉ tiêu                        | 2024          | 2025          | Tăng trưởng (% svck) |
|---------------------------------|---------------|---------------|----------------------|
| Doanh thu thuần                 | 13,496        | 16,564        | 23%                  |
| Giá vốn hàng bán                | 11,598        | 13,626        | 17%                  |
| Lợi nhuận gộp                   | 1,898         | 2,939         | 55%                  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>       | <i>14.10%</i> | <i>17.70%</i> | +3.6 ppts            |
| <i>Lãi ròng từ HĐTC</i>         | <i>304</i>    | <i>322</i>    | 6%                   |
| Chi phí bán hàng và QLDN (SG&A) | 1,540         | 1,929         | 25%                  |
| <i>SG&amp;A/Doanh thu</i>       | <i>11.40%</i> | <i>11.60%</i> | +0,2 ppts            |
| Lợi nhuận thuần HĐKD            | 665           | 1,335         | 101%                 |
| Lợi nhuận sau thuế              | 554           | 1,096         | 98%                  |
| <i>Biên lợi nhuận ròng</i>      | <i>4.10%</i>  | <i>6.60%</i>  | +2.5 ppts            |
| Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ   | 538           | 1,074         | 100%                 |

Nguồn: DPM

**Quan điểm đầu tư**

Trong ngắn hạn, giá cổ phiếu DPM phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến của tình hình xung đột tại Trung Đông. Haseco ước tính, định giá năm 2026 của cổ phiếu DPM có thể đạt 22,400 đồng/cổ phiếu, giảm 25.1% so với giá đóng cửa ngày 09/03/2026. Định giá trên được ước tính với kịch bản tình hình chiến sự kéo dài từ 4-6 tháng khiến giá urê bình quân năm 2026 tăng khoảng 20% so với năm 2025. Chúng tôi khuyến nghị chốt lời 1/2 với các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu và **KHÔNG KHUYẾN NGHỊ MUA MỚI** với DPM.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG**

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

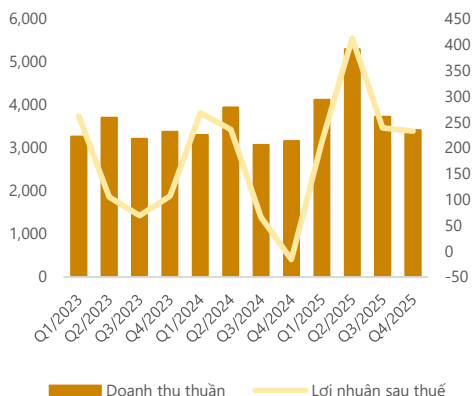
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

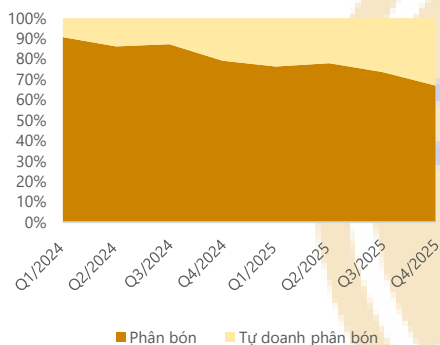
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**Kết quả kinh doanh DPM**



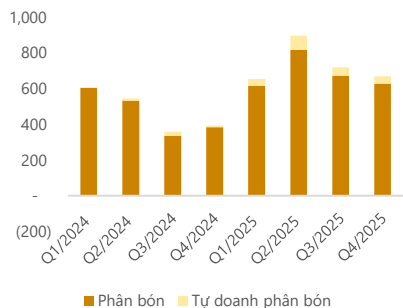
Nguồn: DPM

**Cơ cấu doanh thu DPM**



Nguồn: DPM

**Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh**



Nguồn: DPM

## I. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 4/2025

DPM công bố KQKD Q4/2025 với doanh thu thuần đạt 3,414 tỷ đồng (+8% svck). Lợi nhuận sau thuế đạt 233 tỷ đồng, tăng đột biến so với mức lỗ 16 tỷ của Q4/2024. Lợi nhuận tăng vọt so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi: (1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể và (2) Doanh thu tài chính tăng mạnh. Cụ thể như sau:

- Doanh thu mảng phân bón (sản xuất) đạt 2,286 tỷ VND (-9% svck) do sản lượng giảm trong thời gian bảo dưỡng nhà máy. Ngược lại, doanh thu tự doanh phân bón tăng mạnh lên 1,128 tỷ VND (+71% svck).
- Lợi nhuận gộp đạt 668 tỷ đồng (+70% svck). Trong đó, mảng sản xuất đóng góp 94%, đạt 628 tỷ đồng (+64% svck), mảng tự doanh mặc dù tăng mạnh (+321% svck) nhưng chỉ đóng góp rất nhỏ vào lợi nhuận gộp (6%).
- Biên lợi nhuận gộp đạt 19.6% (+7.2 điểm % svck) nhờ biên lợi nhuận mảng sản xuất phân bón cốt lõi tăng mạnh khi: (1) Giá urê tăng 13% svck, và (2) Giá khí đầu vào giảm 10% svck. Chúng tôi lưu ý mảng tự doanh phân bón có biên lợi nhuận gộp thấp (1-2%), đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận gộp.
- Lợi nhuận tài chính ròng đạt 188 tỷ đồng (+90% svck), qua đó bù đắp phần gia tăng đáng kể của chi phí SG&A.

Chúng tôi lưu ý rằng DPM tiếp tục hạch toán 38.8 tỷ vào chi phí QLDN trong Q4/2025 liên quan đến khoản dự phòng phải trả PVN. Nghĩa vụ này xuất phát từ thỏa thuận ký năm 2015, theo đó DPM cam kết hoàn trả cho PVN 25.99% phần nghĩa vụ tài chính mà Tập đoàn đã ứng trả thay cho khoản vay gốc 221.3 triệu USD của VNPOLY.

Tính chung cả năm 2025, doanh thu thuần của DPM đạt 16,564 tỷ đồng, tăng 23% svck. Lợi nhuận tăng mạnh 98% svck, đạt 1,096 tỷ đồng chủ yếu nhờ biên lợi nhuận mở rộng khi (1) Giá urê trung bình cả năm cao hơn 5% so với năm 2024, (2) Giá khí đầu vào giảm khi giá dầu thế giới ở mức thấp trong suốt 2025, và (3) Việc chuyển đổi chính sách thuế VAT từ tháng 7/2025 giúp tiết giảm chi phí giá vốn thông qua hoàn thuế đầu vào.

**Cơ cấu lợi nhuận gộp**

| Mảng kinh doanh   | Q4/25      | Tỷ trọng    | Tăng trưởng | 2025         | Tỷ trọng    | Tăng trưởng |
|-------------------|------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Phân bón          | 628        | 94%         | 64%         | 2,734        | 93%         | 47%         |
| Tự doanh phân bón | 40         | 6%          | 321%        | 205          | 7%          | 364%        |
| <b>Tổng</b>       | <b>668</b> | <b>100%</b> | <b>70%</b>  | <b>2,939</b> | <b>100%</b> | <b>55%</b>  |

Nguồn: DPM, Haseco tổng hợp và ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

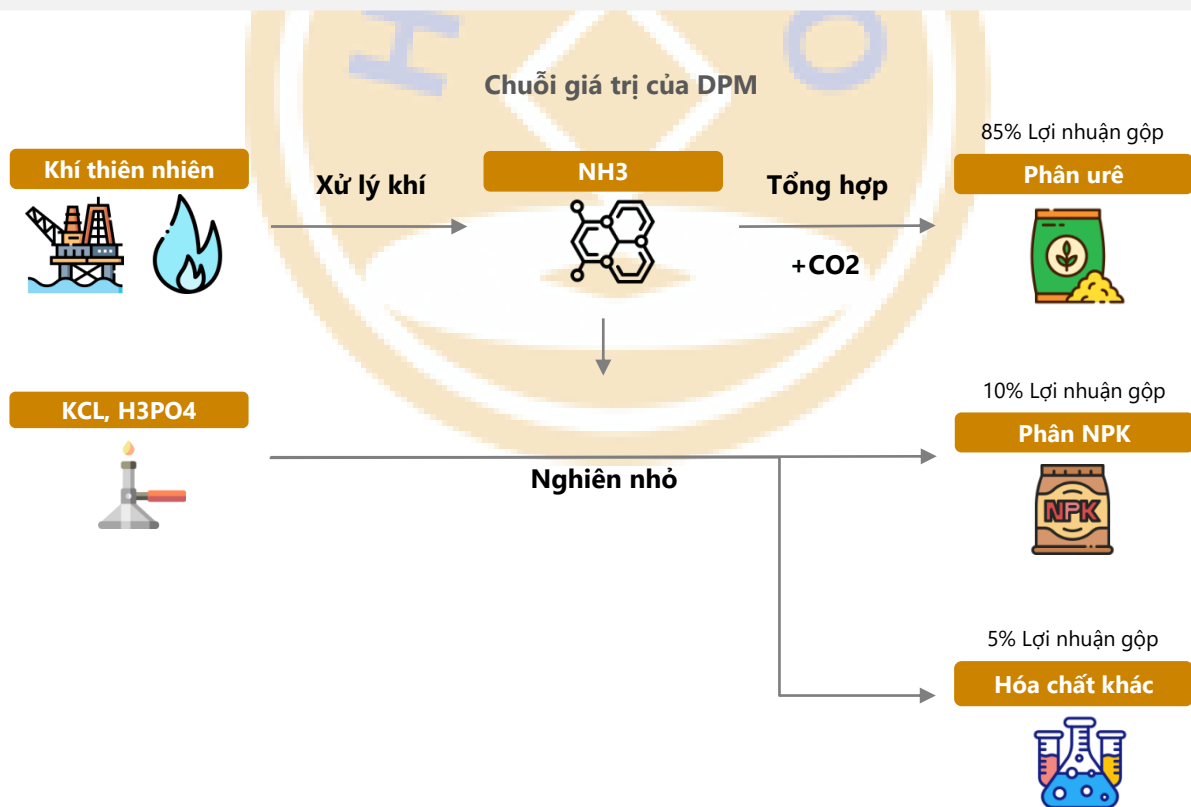
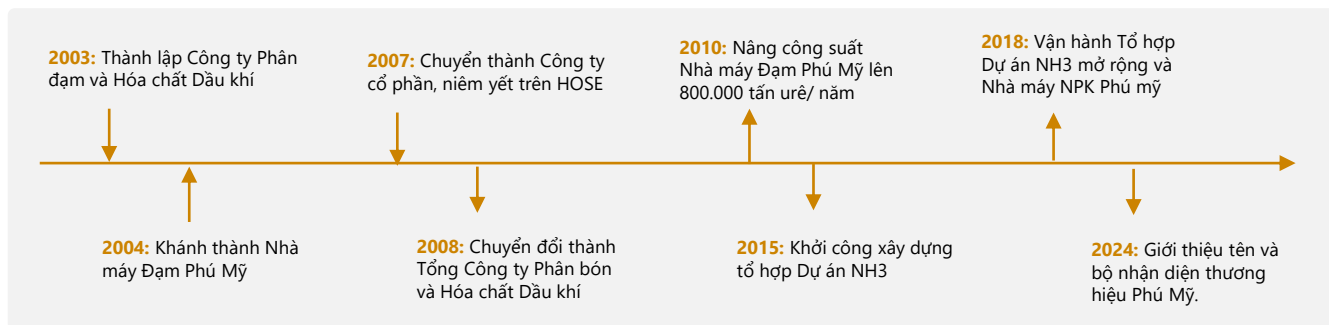
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



## II. Tổng quan doanh nghiệp

Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE: DPM) được thành lập năm 2003, là đơn vị thành viên của Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Việt Nam (PVN), và nằm trong nhóm các nhà sản xuất phân urê và NPK chất lượng cao hàng đầu tại Việt Nam. Danh mục sản phẩm chủ lực của DPM gồm urê (đóng góp khoảng 85% lợi nhuận gộp), cùng NPK và các dòng phân bón thương mại như DAP, SA và kali. Doanh nghiệp hiện dẫn đầu thị trường urê trong nước, chiếm khoảng 38% thị phần.

### Lịch sử hình thành



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

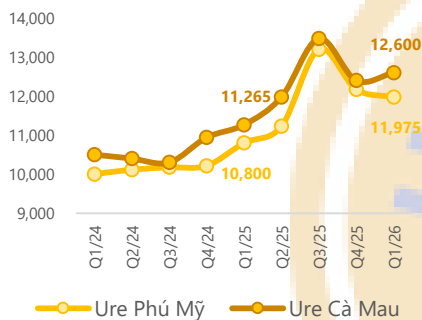
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## Tàu thuyền tránh đi qua eo biển Hormuz



Nguồn: LSEG, Reuters

## Giá ure nội địa (VND/kg)



Nguồn: Agromonitor

## III. Triển vọng cổ phiếu năm 2026

Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật cổ phiếu DCM, giá ure sẽ chịu áp lực tăng giá mạnh do 30-35% nguồn cung ure xuất khẩu toàn cầu bị đứt đoạn do xung đột giữa Mỹ-Israel với Iran tại Trung Đông. Chúng tôi đưa ra 3 kịch bản với giá ure, tương ứng với thời gian kéo dài của cuộc chiến. Cụ thể, giá ure bình quân năm 2026 có thể tăng lần lượt 0%, 20% và 30% so với giá bình quân năm 2025 khi thời gian để eo biển Hormuz mở cửa trở lại lần lượt từ 2-3 tháng, 4-6 tháng, và trên 9 tháng.

Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của DPM sẽ cải thiện nhờ: (1) Giá ure đầu ra tăng mạnh theo giá ure thế giới có thể bù đắp cho mức tăng của giá khí đầu vào, và (2) Chính sách hoàn thuế VAT 5% áp dụng cho cả năm 2026.

Lưu ý, khí nguyên liệu đầu vào sử dụng bởi DPM được nhập từ các mỏ ngoài khơi trong nước. Tuy không chịu tác động trực tiếp từ căng thẳng ở Trung Đông trong ngắn hạn, chi phí đầu vào của doanh nghiệp sẽ tăng mạnh trong trung-dài hạn nếu chiến sự kéo dài. Nguyên nhân đến từ giá khí đầu vào của DPM được xác định theo công thức:

46% MFO + phí vận chuyển (MFO – giá dầu nhiên liệu bình quân tháng và thường đi theo xu hướng giá dầu thế giới)

PVN đã ban hành lộ trình thu hồi công nợ gồm 20 kỳ, với thời hạn cuối cùng vào ngày 21/09/2028; tổng nghĩa vụ tài chính của DPM theo phương án này vào khoảng 25.3 triệu USD. Trên cơ sở giả định khoản nghĩa vụ được phân bổ đồng đều cho toàn bộ 20 kỳ (tương ứng 20 quý), chúng tôi ước tính chi phí dự phòng liên quan đến VNPOLY mà DPM sẽ phải ghi nhận vào khoảng 32-35 tỷ đồng mỗi quý. Mức này là không đáng kể (ước tính khoảng 4%-5% lợi nhuận gộp) và DPM có thể kiểm soát được.

## IV. Quan điểm đầu tư & định giá cổ phiếu

Chúng tôi nghiêng về kịch bản cơ sở khi Israel – Mỹ và Iran có thể dần hạ nhiệt và chuyển sang trạng thái đối đầu cường độ thấp kéo dài. Với kịch bản này, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2026 của DPM sẽ đạt 1,524 tỷ đồng, tăng trưởng 41.93% so với năm 2025.

Về bản chất, DPM là doanh nghiệp hàng hóa, với đặc thù lợi nhuận biến động cao, phụ thuộc vào giá bán đầu ra. Vì vậy, chúng tôi lựa chọn mức định giá thận trọng với P/E 10 lần - thấp hơn mức trung bình 5 năm là 13.7 lần. Chúng tôi xác định giá mục tiêu của DPM đạt 22,400 đồng/cổ phiếu trong năm nay, giảm 25.1% so với giá đóng cửa ngày 09/03/2026 của cổ phiếu.

Chúng tôi lưu ý, tính biến động của cổ phiếu phụ thuộc vào tình hình chiến sự tại Iran. Haseco khuyến nghị nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu chốt lời 1/2 và nắm giữ phần còn lại đến khi tình hình chiến sự hạ nhiệt hoặc giá ure kết thúc xu hướng tăng. Với các nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu DPM, chúng tôi không khuyến nghị mua với cổ phiếu với vùng giá hiện tại.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

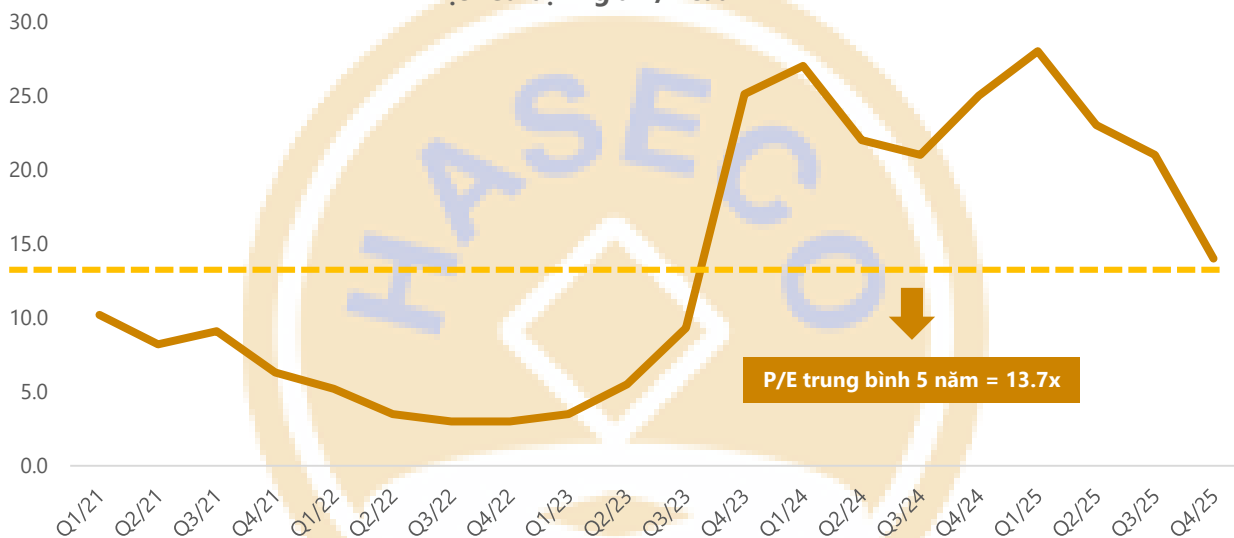
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

## Kịch bản giá urê của DPM

| Kịch bản                                               | Tiêu cực | Cơ sở   | Khả quan |
|--------------------------------------------------------|----------|---------|----------|
| Mức tăng giá urê bình quân 2026 so với năm 2025        | 0%       | 20%     | 30%      |
| Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ dự phóng 2026F (tỷ đồng) | 1,335    | 1,524   | 1,619    |
| Tăng trưởng LNST năm 2026 so với năm 2025              | 24.33%   | 41.93%  | 50.78%   |
| P/E mục tiêu                                           | 10       | 10      | 10       |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)                           | 19,650   | 22,400  | 23,800   |
| Upside                                                 | -34.46%  | -25.14% | -20.48%  |

Nguồn: Haseco tổng hợp và ước tính

## Lịch sử định giá P/E của DPM



Nguồn: Haseco tổng hợp và ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

### TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng  
T: (0225) 3842.335  
F: (0225) 3746.266  
Email: dvkh@haseco.vn  
Website: www.haseco.vn

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội  
T: (024) 3574.7020  
F: (024) 3574.7019

### CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh  
T: (028) 3920.7800  
Fax: (028) 3920.7825