

CTCP DAP – Vinachem (DDV)

KHẢ QUAN

Hóa chất

Giá hiện tại	VND25.300
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND25.100/VND14.100
Giá mục tiêu	VND30.000
Cập nhật gần nhất	NA
Consensus	NA
Tiềm năng tăng giá	18,5%
Tỷ suất cổ tức	3,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	22%

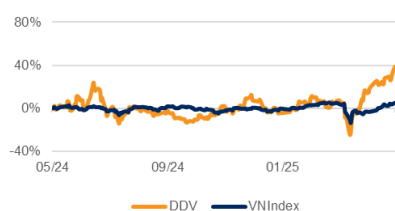
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	142,5
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,0
Sở hữu NN (tr USD)	69,7
Số CP lưu hành (tr)	146,1
Số CP sau pha loãng (tr)	146,1

	DDV	Ngành	VNI
P/E Trượt	14,2x	19,0x	13,2x
P/B Hiện tại	1,9x	1,9x	1,7x
ROA	10,3%	9,5%	2,1%
ROE	13,9%	16,7%	13,0%

*dữ liệu ngày 28/05/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DDV	20,0	23,5	34,7
VNINDEX	9,4	2,8	4,7

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn hóa chất Việt Nam	64%
Korea Investment Holdings Co Ltd	4,1%
Khác	31,9%

Tổng quan doanh nghiệp

DDV - thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam, với công suất thiết kế 330.000 tấn/năm và chiếm 28% thị phần tiêu thụ DAP trong nước. Tập đoàn đang tích cực mở rộng vào các hoạt động xuất khẩu và kinh doanh hóa chất.

Chuyên viên Phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

hue.duongthu@vndirect.com.vn

Nhiều yếu tố tích cực thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 18,5% và tỷ lệ cổ tức 3,5%.
- DDV là nhà sản xuất và phân phối phân bón DAP hàng đầu Việt Nam với 28% thị phần tiêu thụ toàn quốc, tập trung tại khu vực miền Nam.
- P/E trượt ở mức 14,2 lần thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm là 32,2 lần, và đang định giá thấp triển vọng tăng trưởng LN của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng Q1/25 tăng mạnh 362,7% svck lên 121,7 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu DAP tăng mạnh và biên LN gộp mở rộng.
- Tình hình tài chính vững mạnh, không nợ vay và tổng tài sản thanh khoản cuối Q1/25 chiếm 55,5% tổng tài sản giúp DDV đáp ứng tốt nhu cầu vốn lưu động.
- Chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng mạnh 151,9% svck lên 424 tỷ đồng trong 2025 nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi (DAP) tăng trưởng mạnh mẽ.

Luận điểm đầu tư

Nhà sản xuất và phân phối DAP lớn nhất tại Việt Nam

DDV vận hành nhà máy DAP với công suất thiết kế 330.000 tấn/năm (chiếm 40%/28% tổng công suất sản xuất DAP/thị phần tiêu thụ DAP toàn quốc). Sản phẩm DDV phân phối tập trung tại thị trường miền Nam. Trong bối cảnh nguồn cung nội địa mới chỉ đáp ứng 70% nhu cầu tiêu thụ, DDV đóng vai trò then chốt trong đảm bảo nguồn cung phân bón DAP nội địa. Ngoài ra, việc đẩy mạnh xuất khẩu khi mùa vụ trong nước đi qua cũng giúp DDV ổn định và tăng trưởng sản lượng tiêu thụ.

Xử lý bãi thạch cao giúp giải phóng công suất tiềm năng của nhà máy DAP

Tồn dư thạch cao (phụ phẩm từ sản xuất DAP) là nút thắt môi trường khiến nhà máy DAP của DDV hoạt động dưới công suất thiết kế trong nhiều năm. Từ đầu 2025, tín hiệu từ việc xử lý bãi thạch cao đã tích cực hơn, cùng với việc Chính phủ phê duyệt chủ trương mở rộng cảng xuất bãi thạch cao mở ra địa để DDV nâng dần công suất sản xuất lên 100% từ 2028. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ DAP tăng 10% trong 2025 và tiếp tục duy trì đà tăng 5% trong 2025-28.

Biên LNG DAP mở rộng trong 2025 nhờ giá bán tăng và luật thuế GTGT mới

Chúng tôi dự báo giá bán DAP trung bình của DDV tăng 7,9% YoY trong 2025, theo đà tăng của giá DAP thế giới. Ngược lại, chúng tôi dự báo giá vốn sản xuất DAP sẽ giảm nhẹ trong 2025 nhờ giá ammonia hạ nhiệt, hết khấu hao phần lớn nhà máy DAP và tác động của thuế GTGT mới sẽ lần át hoàn toàn áp lực tăng giá lưu huỳnh và quặng Apatit. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng biên LNG DAP trong 2025 tăng 7,2 đ % svck lên 17,3%, kéo theo biên LN gộp tổng hợp tăng 6,3 đ % svck lên 17,1%.

Mở rộng sang MAP và trading hóa chất mở ra dự địa tăng trưởng dài hạn

DDV đang triển khai nhà máy sản xuất MAP với công suất 60.000 tấn/năm, dự kiến vận hành từ Q3/26. MAP là phân bón có hàm lượng P2O5 cao (61%) với biên LNG cao hơn DAP. Nhu cầu MAP trong nước vẫn phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu. Ngoài ra, từ Q2/24, DDV tham gia thêm mảng tự doanh Ammonia giúp DDV ghi nhận doanh thu và LN gộp tăng trưởng mạnh trong Q1/25. Với vị thế tài chính vững mạnh cùng với lượng tiền mặt dồi dào và không có nợ vay, hỗ trợ vững chắc cho việc mở rộng này, mang lại động lực tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ cho công ty.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	-2,7%	5,8%	24,6%	-3,7%
Tăng trưởng EPS	-80,7%	144,1%	151,9%	-6,4%
Biên lợi nhuận gộp	8,2%	10,8%	17,1%	16,5%
Biên lợi nhuận ròng	2,1%	5,0%	10,0%	9,7%
P/E (x)	48,5	19,9	7,9	8,4
Rolling P/B (x)	1,7			
ROAE	3,9%	9,7%	22,0%	18,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng thị trường DAP: Giá DAP tăng hỗ trợ triển vọng ngắn hạn của ngành

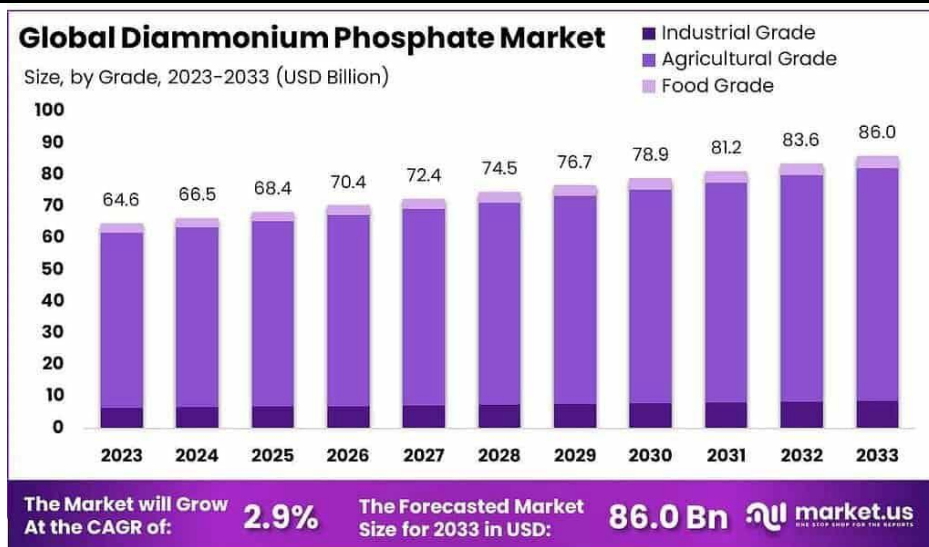
Thị trường thế giới: Giá DAP tăng do nguồn cung toàn cầu hạn chế

Nhu cầu DAP tăng do sự chuyển dịch nhu cầu tiêu thụ phân bón

tổng tiêu thụ phân bón toàn cầu năm 2024 đạt khoảng 203,7 triệu tấn chất dinh dưỡng (N-P-K), với phân đạm (ure, amoniac, nitrate) chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp theo là phân lân (DAP, MAP, super lân) và cuối cùng là phân kali. Tuy nhiên, bức tranh tiêu thụ phân bón toàn cầu đang ghi nhận sự dịch chuyển rõ rệt từ phân bón đơn truyền thống như ure, super lân đơn, kali đơn, sang các loại phân bón phức hợp giàu dinh dưỡng hơn như NPK, DAP, MAP. Xu hướng chuyển dịch này được thúc đẩy bởi nhu cầu tăng cường hiệu quả sử dụng phân bón, giảm chi phí lao động, và phù hợp với yêu cầu canh tác thâm canh, hiện đại hóa nông nghiệp tại nhiều quốc gia đang phát triển.

Theo CRU Group, nhu cầu đối với phân bón phức hợp dự kiến tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng kép 2,3% trong giai đoạn 2024-26, cao hơn so với mức tăng trưởng 1,5%/năm của phân đơn. DAP (Diamon Phosphate) là một trong các sản phẩm phân phức hợp chủ lực, không chỉ cung cấp đồng thời nitơ (N) và lân (P_2O_5) - hai dưỡng chất thiết yếu cho cây trồng - mà còn có dạng lân dễ tiêu, giúp cây trồng hấp thụ nhanh hơn so với các loại lân dạng khó tan trong phân đơn. Theo Market.Us, quy mô thị trường phân DAP sẽ có thể ghi nhận mức tăng với CAGR 2,9% trong 2024-33.

Hình 1: Dự báo quy mô thị trường DAP toàn cầu



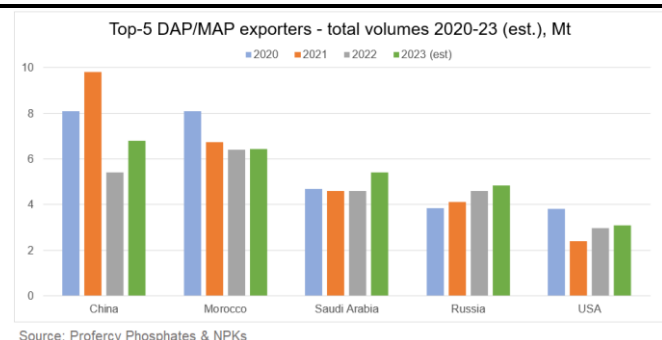
Nguồn: MARKET.US

Trung Quốc và Ấn Độ thống trị thị trường DAP toàn cầu

Trong khi Trung Quốc là nhà sản xuất DAP lớn nhất...

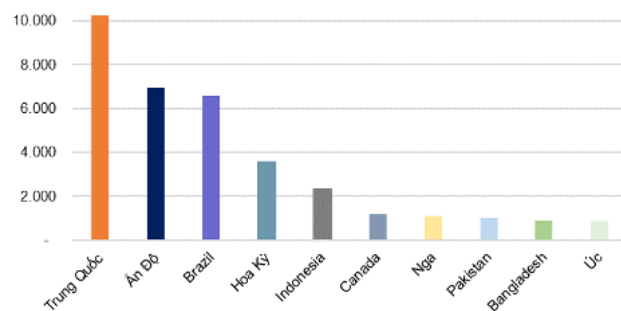
Nguồn cung phân bón photphat và các sản phẩm dựa trên photphat như DAP chủ yếu tập trung ở các khu vực có trữ lượng quặng photphat lớn. Theo IFA, sản lượng DAP toàn cầu đạt khoảng 32 triệu tấn, chủ yếu tập trung tại Trung Quốc, Ma-rốc, Mỹ và Nga, chiếm 80% sản lượng toàn cầu. Về thương mại, hơn một nửa sản lượng DAP toàn cầu được xuất khẩu. Trung Quốc, Ma-rốc, Nga và Ả Rập Xê-út chiếm khoảng 80% tổng lượng xuất khẩu DAP và MAP toàn cầu. Trung Quốc vẫn là nhà xuất khẩu DAP lớn nhất thế giới, chiếm khoảng 23% tổng lượng xuất khẩu DAP toàn cầu, mặc dù có các hạn chế xuất khẩu đang diễn ra. Sau Trung Quốc là Ma-rốc, Mỹ, Ả Rập Xê-út và Nga.

Hình 2: Các nhà xuất khẩu DAP lớn nhất thế giới



Nguồn: PROFERCY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: 10 quốc gia tiêu thụ phân bón photphat lớn nhất toàn cầu (chiếm 76% tổng nhu cầu, 'nghìn tấn/năm)



Nguồn: PROFERCY, VNDIRECT RESEARCH

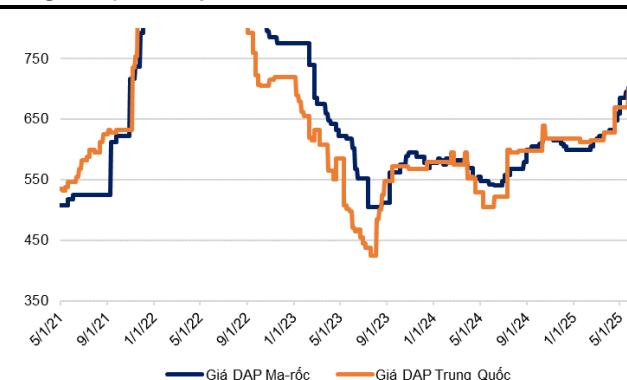
...Ấn Độ là quốc gia nhập khẩu phân bón DAP lớn nhất thế giới

Về phía nhu cầu, tiêu thụ DAP toàn cầu đạt khoảng 30,8 triệu tấn, sau Trung Quốc, Ấn Độ là thị trường tiêu thụ lớn nhất, chiếm hơn 30% tổng nhu cầu toàn cầu (10 triệu tấn mỗi năm). Ấn Độ cũng là quốc gia nhập khẩu DAP lớn nhất thế giới, với 5,57 triệu tấn nhập khẩu trong năm 2024, nhờ vào nhu cầu nông nghiệp mạnh mẽ và chính sách trợ cấp phân bón hiệu quả từ chính phủ. Bên cạnh đó, Brazil cũng là quốc gia nhập khẩu DAP lớn trên thế giới, được hỗ trợ bởi diện tích trồng đậu tương và ngô ngày càng mở rộng. Nhìn chung, Trung Quốc, Ấn Độ là những quốc gia chi phối thị trường DAP toàn cầu, ngoài ra những biến động về cung, cầu tại các quốc gia khác như Ma-rốc, Ả Rập Saudi, Nga, Brazil cũng ảnh hưởng đến thị trường DAP thế giới.

Giá phân bón DAP thế giới duy trì xu hướng tăng do nguồn cung hạn chế

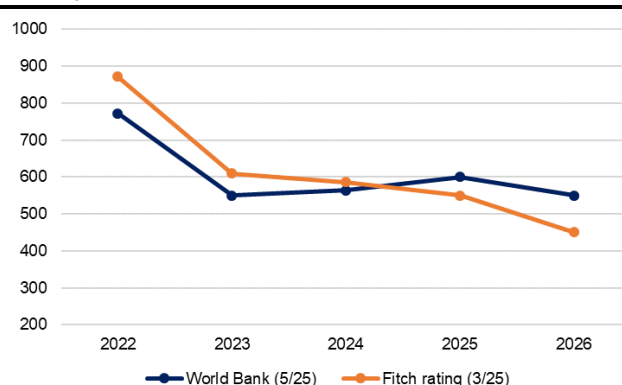
Giá DAP toàn cầu bị tác động bởi nhiều yếu tố kinh tế và chính sách. Trong đó các nhân tố chính tác động đến giá DAP toàn cầu bao gồm: 1) yếu tố cung-cầu tại các quốc gia chi phối thị trường DAP thế giới như Trung Quốc, Ấn Độ, Brazil, Mỹ, Nga; 2) giá nguyên liệu đầu vào như Ammonia (NH₃), Axit photphoric (H₃PO₄), Lưu Huỳnh (S); 3) giá các dòng phân bón khác có khả năng thay thế DAP trên thị trường như urea, phân lân, NPK, MAP; và 4) các yếu tố khác như tỷ giá, cước phí vận chuyển, thuế suất và các chính sách thương mại giữa các quốc gia xuất-nhập khẩu DAP.

Hình 4: Giá phân bón DAP toàn cầu đã chạm đáy và phục hồi từ tháng 6/24 (USD/tấn)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Dự báo giá DAP trung bình thế giới từ một số tổ chức lớn (USD/tấn)

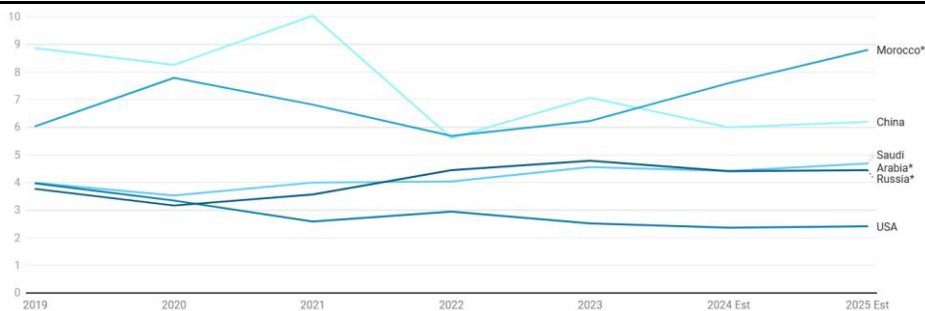


Nguồn: WORLD BANK, FITCH RATING, VNDIRECT RESEARCH

Giá phân bón DAP từ Trung Quốc và Ma-rốc trong 5 tháng đầu năm 2025 lần lượt tăng 12,6%/10,3% svck, và tăng nhẹ 2,3%/5% sv đầu năm. Xu hướng tăng

này chủ yếu do các hạn chế nguồn cung toàn cầu tiếp diễn, đặc biệt là do các biện pháp hạn chế xuất khẩu photphat kéo dài của Trung Quốc. Chính sách này đã tạo ra khoảng trống lớn về nguồn cung toàn cầu, góp phần đẩy giá DAP quốc tế duy trì ở mức cao. Trong bối cảnh đó, các quốc gia xuất khẩu lớn còn lại như Nga và Saudi Arabia vẫn duy trì sản lượng ổn định và khả năng gia tăng công suất trong ngắn hạn bị hạn chế. Theo FAO, nguồn cung từ hai quốc gia này dự kiến sẽ không có thêm tăng trưởng cho đến ít nhất giai đoạn 2027-28, khi các dự án mở rộng công suất đi vào vận hành. Do đó, trong 1-2 năm tới, thị trường DAP toàn cầu tiếp tục thiếu vắng nguồn cung có thể thay thế hoàn toàn cho Trung Quốc.

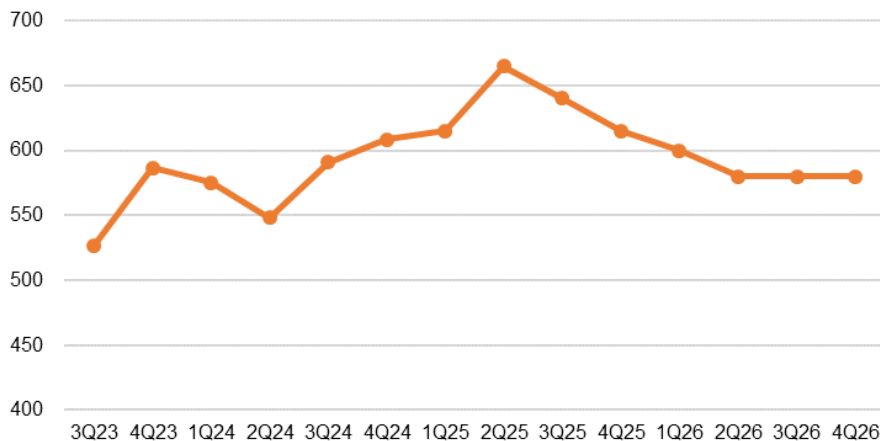
Hình 6: Dự báo xuất khẩu DAP và MAP toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: IFPRI

Ngân hàng Thế giới (báo cáo tháng 4/2025) dự báo giá phân bón DAP toàn cầu sẽ tăng 6,4% svck trong năm 2025, trước khi giảm 8,3% svck trong năm 2026. Dự báo này dựa trên kỳ vọng rằng Trung Quốc sẽ duy trì các biện pháp hạn chế xuất khẩu photphat trong 2025 để kiểm soát giá trong nước và đảm bảo nguồn cung cho sản xuất pin LFP. Theo IFPRI (Viện Nghiên cứu Chính sách Thực phẩm Quốc tế), sự thiếu hụt từ Trung Quốc sẽ buộc người mua ở Châu Âu phải chuyển sang các nhà cung cấp có chi phí cao hơn như Ma-rốc, Ả Rập Xê-út và Mỹ, tiếp tục hỗ trợ mức giá cao. Ngoài ra, các rủi ro địa chính trị hoặc sự tăng mạnh của giá nguyên liệu đầu vào như amoniac, lưu huỳnh và khí tự nhiên có thể tạo thêm áp lực tăng giá cho phân bón DAP. Theo quan điểm của chúng tôi, chúng tôi ước tính giá phân bón DAP toàn cầu sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2025, sau đó dần dần giảm nhiệt trong nửa cuối năm 2025 khi Trung Quốc có thể nối lại xuất khẩu sau khi kết thúc vụ mùa trong nước.

Hình 7: Dự báo giá phân bón DAP Ma-rốc (cơ sở dự báo giá DAP thế giới của chúng tôi) trong giai đoạn 2025-2026 (USD/tấn)

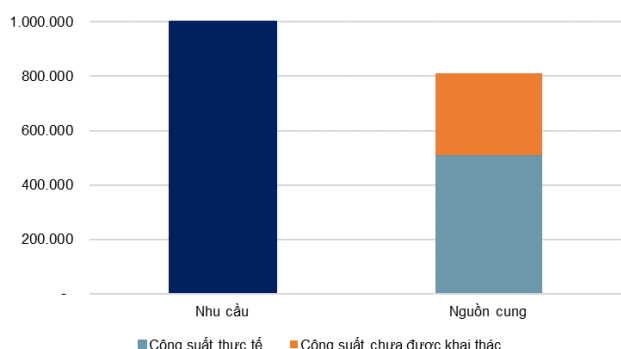


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

2025 – Một năm thuận lợi cho các nhà sản xuất DAP trong nước

Nhập khẩu chiếm gần một nửa nguồn cung phân bón DAP của Việt Nam

Hình 8: Chênh lệch cung - cầu phân bón DAP tại Việt Nam (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Gần một nửa nhu cầu phân bón DAP của Việt Nam được đáp ứng thông qua nhập khẩu

Nguồn cung	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Sản lượng tiêu thụ (tấn/năm)	Thị phần
DAP – Vinachem (DDV)	330.000	200.000 - 250.000	25 - 28%
DAP Lào Cai – Vinachem	330.000	200.000 - 220.000	20 - 21%
Công ty cổ phần tập đoàn hóa chất Đức Giang (DGC)	150.000	20.000 - 40.000	5 - 6%
Các nhà nhập khẩu		390.000 - 480.000	46 - 51%

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Nhu cầu phân bón tại Việt Nam dao động khoảng 10-11 triệu tấn/năm, với tỷ lệ cao của các loại phân bón đơn chất như urea, superphosphate đơn (SSP), photphat magiê nung chảy và kali, trong khi phần còn lại là các loại phân bón hỗn hợp như DAP, MAP và NPK. Nhu cầu phân bón DAP chiếm khoảng 8-9% tổng mức tiêu thụ phân bón tại Việt Nam, tương đương với 900.000-1.000.000 tấn mỗi năm, đóng vai trò là nguồn cung cấp photphat để hấp thụ cho các cây trồng chính như lúa, ngô, mía, cà phê, hồ tiêu và cây ăn quả. Trước khi các nhà máy DAP trong nước được thành lập, Việt Nam hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu trong nước. Hiện nay, công suất sản xuất phân bón DAP trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu thực tế, vì cả nước chỉ có ba nhà sản xuất DAP: DAP Đình Vũ tại Hải Phòng, DAP số 2 tại Lào Cai và Tập đoàn Hóa chất Đức Giang, với tổng công suất thiết kế khoảng 810.000 tấn/năm, tương đương khoảng 80% nhu cầu trong nước. Do đó, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu DAP, chủ yếu từ Trung Quốc, Nga và Ma-rốc. Mặc dù cung đang thấp hơn cầu, tuy nhiên các nhà sản xuất DAP Việt Nam đa phần vẫn chỉ hoạt động ở mức 70 – 80% công suất do sự cạnh tranh với các dòng phân bón DAP nhập khẩu với đa dạng mẫu mã và phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng.

2025 – Một năm thuận lợi cho các nhà sản xuất phân bón DAP trong nước

Trung Quốc - quốc gia chiếm hơn 30% tổng kim ngạch xuất khẩu DAP toàn cầu đã ngừng nhận đơn đăng ký CIQ mới cho xuất khẩu DAP/MAP từ tháng 12/2024 nhằm ưu tiên nhu cầu nội địa. Đáng chú ý, trong 4T25, Trung Quốc vẫn chưa quay lại thị trường xuất khẩu, khiến nguồn cung DAP trên thế giới tiếp tục bị siết chặt và đẩy giá DAP toàn cầu lên mức cao. Tình trạng thiếu hụt nguồn cung từ các quốc gia xuất khẩu lớn không chỉ tạo ra áp lực giá đối với các doanh nghiệp nhập khẩu mà còn mở ra dư địa tăng trưởng cho các nhà sản xuất nội địa. Trong ngắn hạn, các doanh nghiệp trong nước có thể tận dụng khoảng trống cung cầu để đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ, giành lại thị phần từ phân bón nhập khẩu và cải thiện biên lợi nhuận nhờ giá bán duy trì ở mức cao. Ngoài ra, mức giá DAP nhập khẩu tiếp tục cao hơn so với DAP sản xuất nội địa sẽ là động lực thúc đẩy khách hàng nội địa ưu tiên sử dụng sản phẩm trong nước. Bên cạnh việc phục vụ thị trường nội địa, các doanh nghiệp sản xuất DAP trong nước cũng có thể tận dụng mùa vụ thấp điểm trong nước để đẩy mạnh xuất khẩu DAP, nhằm hưởng lợi từ xu hướng tăng giá DAP thế giới.

Luật thuế GTGT sửa đổi cải thiện hiệu quả hoạt động của các nhà sản xuất DAP

Vào ngày 26 tháng 11 năm 2024, Luật thuế GTGT sửa đổi đã được thông qua, chuyển phân bón từ đối tượng không chịu thuế sang đối tượng chịu thuế với thuế suất 5%. Luật này sẽ có hiệu lực từ tháng 7 năm 2025. Chúng tôi dự báo rằng các doanh nghiệp phân bón trong nước sẽ chia sẻ lợi ích từ việc hoàn thuế GTGT đầu vào với người tiêu dùng cuối, do đó giá bán của phân bón sản xuất trong nước (ngoại trừ các biến động thị trường) sẽ không biến động mạnh so với giá hiện tại. Chúng tôi ước tính rằng luật thuế GTGT sửa đổi sẽ:

- Giảm chi phí sản xuất urea của các doanh nghiệp trong nước 9,3%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm 5%. Do đó, giá bán urea (bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm nhẹ 0,3%.
- Giảm chi phí sản xuất NPK 6,4% và giá bán (không bao gồm thuế GTGT) có thể giảm 5%. Do đó, giá bán NPK (bao gồm thuế GTGT) sẽ không thay đổi.
- Giảm chi phí sản xuất DAP 8,1%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm 5,3%. Do đó, giá bán DAP (bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm nhẹ 0,5%.
- Giảm chi phí sản xuất photphat 9,3%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm 5%. Do đó, giá bán photphat (bao gồm thuế GTGT) sẽ giảm nhẹ 0,3%.
- Tăng giá bán các sản phẩm phân bón nhập khẩu 5%

Với các giả định trên, chúng tôi tin rằng tác động của luật thuế GTGT sửa đổi đối với biên lợi nhuận (LN) gộp của các nhà sản xuất phân bón trong nước là vừa phải. Đối với DDV, chúng tôi tin rằng công ty sẽ hưởng lợi đáng kể nhờ vào tỷ trọng xuất khẩu cao, đồng nghĩa với việc công ty sẽ ít bị áp lực phải giảm giá bán để hỗ trợ nông dân trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng luật thuế GTGT sửa đổi sẽ tạo ra một sân chơi công bằng hơn cho các doanh nghiệp trong nước bằng cách giảm giá bán phân bón trong nước và tăng giá bán phân bón nhập khẩu. Đối với nông dân, giá bán các sản phẩm phân bón trong nước sẽ giảm nhẹ, giúp giảm chi phí vật tư nông nghiệp, từ đó khuyến khích sản xuất nông nghiệp.

Hình 10: Tác động của luật thuế GTGT sửa đổi đối với các doanh nghiệp phân bón trong nước

	Luật thuế GTGT số. 71/2014/QH13	Luật thuế GTGT sửa đổi	Ảnh hưởng tới các doanh nghiệp phân bón		
Thuế suất	Không chịu thuế	5%	Doanh nghiệp sản xuất phân đơn (ure, lân) và DAP, MAP	Doanh nghiệp sản xuất phân phức hợp (NPK)	Doanh nghiệp nhập khẩu phân bón
Ảnh hưởng	Doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón tại Việt Nam không được kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào của hàng hóa, dịch vụ (bao gồm cả hoạt động đầu tư, mua bán tài sản cố định phục vụ cho hoạt động sản xuất phân bón) mà phải tính trong giá thành sản phẩm.	Doanh nghiệp sản xuất phân bón tại Việt Nam được phép kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào của hàng hóa, dịch vụ (bao gồm cả hoạt động đầu tư, mua bán tài sản cố định phục vụ hoạt động sản xuất phân bón).	Giảm chi phí sản xuất từ 2 - 3% do đầu vào chủ yếu là đối tượng chịu thuế GTGT (10%) như khí, than, máy móc, thiết bị, nhà xưởng..v.	Làm tăng giá bán do nguyên liệu đầu vào chủ yếu là phân bón mua ngoài hoặc nhập khẩu (urê, kali, DAP, SA), không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào hoặc tỷ lệ khấu trừ rất thấp. Trong khi giá bán ra vẫn phải tính thêm thuế GTGT 5%.	Làm tăng giá bán do không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào (đã được khấu trừ tại nước xuất khẩu), trong khi đó giá bán ra vẫn phải tính thêm thuế GTGT 5%.

Nguồn: BÁO CHÍNH PHỦ, VNDIRECT RESEARCH

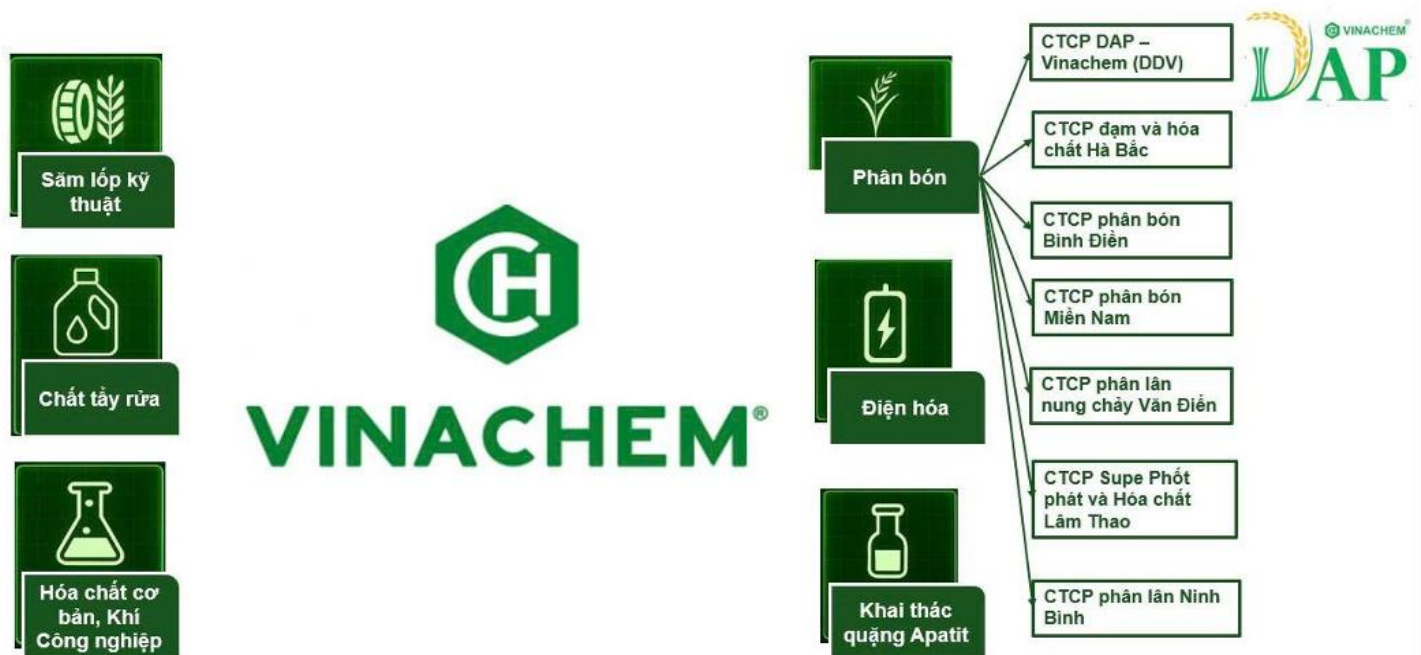
Tổng quan doanh nghiệp: Nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam

Tổng quan doanh nghiệp

DDV là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam

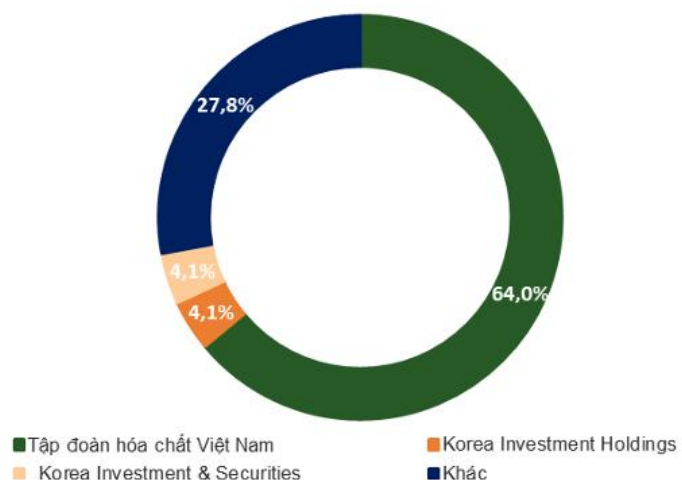
Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (DDV), thành lập năm 2008, là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất phân bón Diammonium Phosphate (DAP) và hiện chiếm khoảng 30% thị phần trong nước. Cùng với Công ty Cổ phần DAP số 2 – VINACHEM, DDV là một trong hai doanh nghiệp duy nhất sản xuất phân bón DAP tại Việt Nam. Nhà máy của DDV đặt tại Khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng, với công suất thiết kế 330.000 tấn DAP/năm, góp phần đáp ứng nhu cầu phân bón trong nước và giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu.

Hình 11: Hệ sinh thái của Vinachem



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Cơ cấu sở hữu của DDV

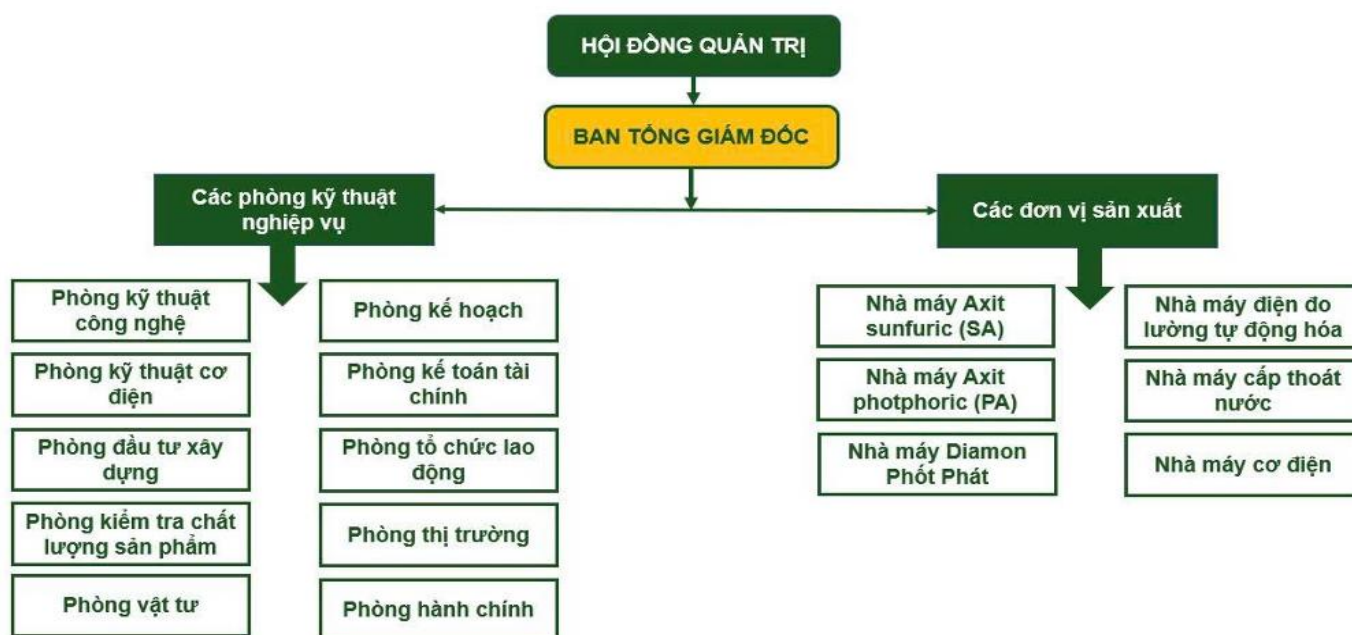


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu tổ chức của DDV

Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (DDV) vận hành 6 nhà máy, trong đó Nhà máy Diamon Phốt Phát đóng vai trò cốt lõi, chuyên sản xuất phân bón DAP. Nhà máy này được hỗ trợ bởi 5 nhà máy phụ trợ, đảm bảo cung ứng nguyên liệu và vận hành ổn định toàn bộ chuỗi sản xuất. Bao gồm: Nhà máy Axit Sunfuric (SA) có chức năng sản xuất axit sunfuric – thành phần thiết yếu trong quá trình điều chế axit photphoric. Nhà máy Axit Photphoric (PA) tiếp tục chuyển hóa quặng Apatit và axit sunfuric thành axit photphoric, nguyên liệu chính để tổng hợp DAP. Nhà máy Điện - Đo lường - Tự động hóa đảm bảo vận hành hệ thống điện và điều khiển tự động trong toàn bộ nhà máy. Nhà máy cấp thoát nước có chức năng cung cấp nước cho sản xuất và xử lý nước thải. Nhà máy cơ điện chịu trách nhiệm sản xuất điện năng để phục vụ nội bộ và bán điện dư lên lưới.

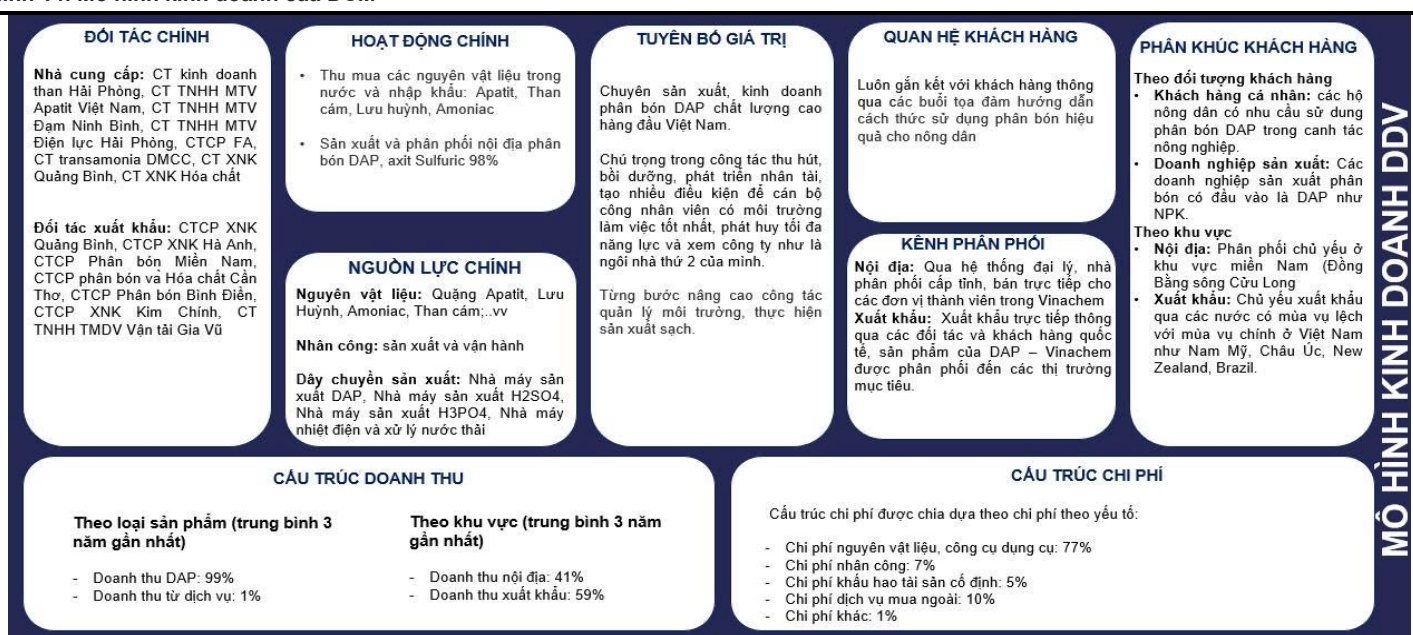
Hình 13: Tổ chức của DDV



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình kinh doanh của DDV

Hình 14: Mô hình kinh doanh của DCM



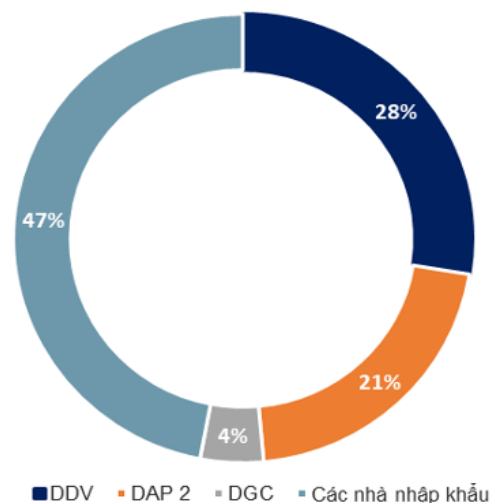
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DDV - Nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam

DDV là nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên và lớn nhất tại Việt Nam

Trước năm 2009, nhu cầu phân bón Diammonium Phosphate (DAP) tại Việt Nam chủ yếu được đáp ứng thông qua nhập khẩu, dẫn đến sự phụ thuộc lớn vào thị trường quốc tế và giá cả biến động. Nhận thức được tầm quan trọng của việc tự chủ trong sản xuất phân bón để đảm bảo an ninh nông nghiệp và giảm thiểu sự lệ thuộc vào nguồn cung bên ngoài, Chính phủ Việt Nam đã quyết định thành lập nhà máy sản xuất DAP trong nước. Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM theo đó đã được thành lập vào ngày 29/7/2008, thuộc sở hữu của Tập đoàn Công nghiệp Hóa chất Việt Nam (Vinachem). Nhà máy DAP Đình Vũ chính thức đi vào vận hành thương mại từ tháng 4/2009, với công suất thiết kế 330.000 tấn DAP/năm và trở thành nhà sản xuất phân bón DAP đầu tiên tại Việt Nam. Hiện nay, DDV chiếm khoảng 28% thị phần tiêu thụ phân bón DAP tại Việt Nam, trở thành nhà sản xuất và tiêu thụ DAP lớn nhất cả nước.

Hình 15: Thị phần tiêu thụ phân bón DAP tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sản phẩm phân bón DAP của DDV hoàn toàn cạnh tranh được với sản phẩm nhập khẩu

Phân bón DAP của DDV (DAP Đình Vũ) được sản xuất tại Nhà máy Đình Vũ, Hải Phòng, áp dụng công nghệ hiện đại với bản quyền chủ yếu từ Mỹ và châu Âu. Quy trình sản xuất tiên tiến này cho phép sản xuất DAP đạt hàm lượng P₂O₅ cao, đồng thời loại bỏ hoàn toàn các tạp chất khó tiêu và bã thạch cao có khả năng làm chai cứng đất, giúp sản phẩm đạt chất lượng cao và thân thiện với môi trường đất trồng. Sản phẩm DAP Đình Vũ có hàm lượng dinh dưỡng tổng số đạt trên 61%, trong đó chứa 16% nitơ (N) và 45% P₂O₅ là lân nguyên chất. Đặc biệt, lân trong DAP Đình Vũ tồn tại ở dạng dễ tiêu, giúp cây trồng hấp thụ hiệu quả hơn so với các loại phân lân đơn truyền thống. Điều này không chỉ nâng cao hiệu suất sử dụng phân bón mà còn giảm thiểu lượng phân bón cần thiết, tiết kiệm chi phí cho nông dân. Nhờ đó, chất lượng sản phẩm DAP Đình Vũ hoàn toàn tương đương với các dòng DAP nhập khẩu.

Bên cạnh chất lượng sản phẩm tương đồng thì giá thành phân DAP Đình Vũ cũng cạnh tranh hơn. Sản phẩm DAP Đình Vũ thường có mức giá thấp hơn khoảng 15-20% so với DAP nhập khẩu cùng loại. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc sản xuất trong nước giúp tiết giảm đáng kể các chi phí logistics như vận

chuyển quốc tế, lưu kho ngoại quan và thuế nhập khẩu. Ngoài ra, việc chủ động được một phần nguồn nguyên liệu trong nước như quặng Apatit từ Lào Cai cũng giúp DDV ổn định được giá quặng Apatit đầu vào. Tóm lại, với chất lượng sản phẩm tương đương và giá thành thấp hơn, sản phẩm DAP Đình Vũ hoàn toàn có thể cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu.

Hình 16: Trình độ công nghệ sản xuất DAP của DDV

Tên dây chuyền	Xuất xứ	Trình độ công nghệ	Công suất
Nhà máy sản xuất Diamon Phốt phát (DAP)	Tây Ba Nha	Tiền tiến	330.000 tấn/năm
Nhà máy sản xuất Axit Sunfuric (H ₂ SO ₄)	Hoa Kỳ	Tiền tiến	414.000 tấn/năm
Nhà máy sản xuất Axit Photphoric (H ₃ PO ₄)	Vương Quốc Bỉ	Tiền tiến	161.700 tấn/năm
Nhà máy nhiệt điện	Trung Quốc	Khá	12 MW
Nhà máy xử lý nước thải	Trung Quốc	Khá	40m ³ /h

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh sản phẩm DAP Đình Vũ và DAP nhập khẩu

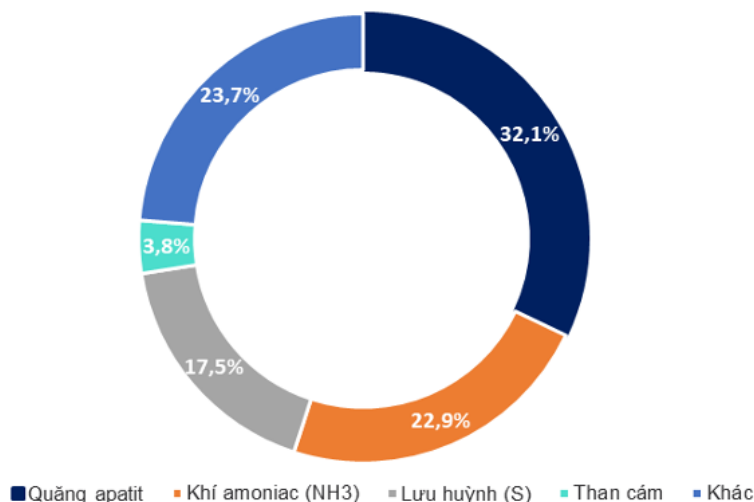
Tiêu chí	DAP - Vinachem	DAP nhập khẩu
Hàm lượng	16% N + 45% P ₂ O ₅ , tổng dinh dưỡng ≥ 61%	Hàm lượng tương đương (tùy lô nhập khẩu)
Đặc tính	Hạt đồng đều, độ tan nhanh, ổn định	Tương đương
Màu sắc	Đa dạng màu sắc	Đa dạng màu sắc
Giá thành	Thấp hơn khoảng 5-8% do sản xuất trong nước, tiết giảm chi phí logistics, chủ động một phần nguyên liệu đầu vào, không chịu thuế nhập khẩu.	Cao hơn do phát sinh chi phí vận chuyển, thuế, chi phí ngoại quan và biến động giá nguyên liệu thế giới.

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Thiếu hụt nguồn quặng Apatite chất lượng cao và phụ thuộc một phần vào nguyên liệu nhập khẩu

Đầu vào sản xuất DAP của DDV chủ yếu dựa vào bốn nguồn nguyên liệu chính: quặng Apatit, lưu huỳnh (S), amoniac (NH₃) và than cám. Trong đó nguồn nguyên liệu Apatit, than cám có sẵn trong nước, nguồn nguyên liệu lưu huỳnh phải nhập khẩu hoàn toàn, nguồn nguyên liệu ammonia cũng được nhập khẩu một phần.

Hình 18: Tỷ lệ các nguyên liệu chính để sản xuất DAP theo giá trị



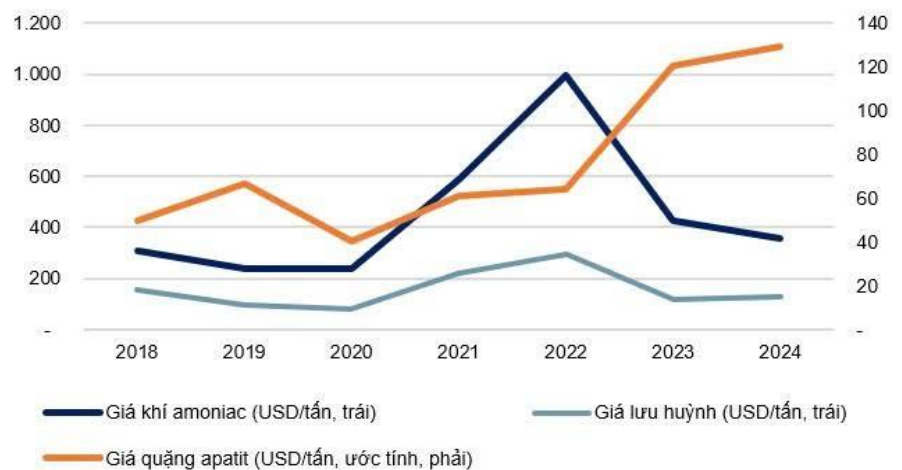
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DDV chủ yếu sử dụng quặng Apatit nội địa, được tuyển chọn từ các mỏ tại Lào Cai, đạt mức hàm lượng P₂O₅ lên tới 28-32%. Việc tự chủ được nguồn nguyên liệu Apatit trong nước giúp DDV ổn định được một phần giá cả nguyên liệu đầu vào và duy trì hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, trữ lượng quặng Apatit loại I, II tại Việt Nam đang dần cạn kiệt, dẫn đến việc khai thác chuyển hướng sang quặng loại và III. Tuy nhiên, các loại quặng này có hàm lượng P₂O₅ thấp hơn và chứa nhiều tạp chất (10%), đòi hỏi quá trình tuyển chọn phức tạp và tốn kém hơn để đạt tiêu chuẩn sản xuất phân bón. Điều này

đã và đang gây áp lực cho quặng Apatit đầu vào của DDV trong những năm qua và sẽ tiếp tục gây áp lực cho hoạt động sản xuất của DDV trong những năm tới. Để giải quyết bài toán thiếu hụt quặng Apatit đầu vào, DDV đã kết hợp nhập khẩu quặng Apatit chất lượng cao (chủ yếu từ Ai Cập) với hàm lượng tạp chất thấp hơn đáng kể (2%) để phục vụ sản xuất phân bón DAP. Ưu điểm của việc nhập khẩu quặng Apatit là chất lượng quặng tốt dẫn đến hiệu quả sản xuất phân bón được nâng cao, tuy nhiên nguồn quặng nhập khẩu thường có chi phí cao hơn cũng làm nâng chi phí sản xuất DAP. Tuy nhiên theo đánh giá từ ban lãnh đạo DDV, việc nhập khẩu một phần quặng Apatit chất lượng cao sẽ có lợi hơn cho doanh nghiệp về mặt tổng thể trong bối cảnh nguồn cung quặng trong nước ngày càng cạn kiệt dẫn đến thu hẹp khoảng cách về giá giữa quặng trong nước và quặng nhập khẩu.

Bên cạnh nguồn nguyên liệu có sẵn trong nước, DDV phải nhập khẩu hoàn toàn lưu huỳnh và nhập khẩu một phần ammonia. Việc phụ thuộc vào nhập khẩu lưu huỳnh, ammonia khiến kết quả kinh doanh của DDV dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố bên ngoài như biến động giá cả trên thị trường quốc tế và sự thiếu hụt nguồn cung do các chính sách thương mại hoặc biến động kinh tế toàn cầu.

Hình 19: Xu hướng giá các nguyên liệu đầu vào chính của DDV (ước tính)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

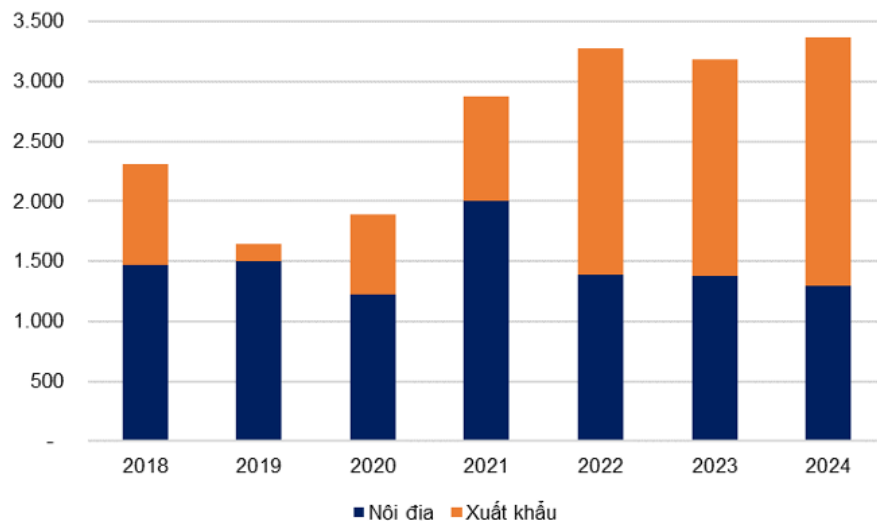
Tập trung vào khu vực Đồng bằng sông Cửu Long và mở rộng xuất khẩu

DDV hiện đang phân phối sản phẩm phân bón DAP Đình Vũ tại cả thị trường nội địa và quốc tế. Tại thị trường trong nước, DDV tập trung vào khu vực miền Nam và Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL), nơi có nhu cầu phân bón cao do hoạt động nông nghiệp phát triển mạnh mẽ. Hiện tại DDV chiếm khoảng 30% thị phần tiêu thụ DAP toàn quốc. Kênh phân phối chính trong nước bao gồm phân phối thông qua hệ thống đại lý cấp I (chịu trách nhiệm từng vùng), và phân phối trực tiếp tại các nhà máy sản xuất NPK.

Mặc dù tổng công suất thiết kế DAP trong nước đạt khoảng 810.000 nghìn tấn/năm, vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ từ 900.000 – 1.000.000 tấn/năm, tuy nhiên sự thiếu hụt này được bù đắp bởi lượng DAP nhập khẩu từ các quốc gia như Trung Quốc, Saudi Arabia, Morocco, Russia, do đó vẫn tạo ra sự cạnh tranh đáng kể cho các nhà sản xuất nội địa như DDV. Để giảm thiểu rủi ro và đa dạng hóa nguồn thu, DDV đã mở rộng kênh xuất khẩu sang các quốc gia trong khu vực. Trong giai đoạn 2019-24, doanh thu xuất khẩu của DDV đã tăng trưởng với tốc độ CAGR 70,4%, nâng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu trên tổng

doanh thu từ 8,8% năm 2019 lên 61,5% năm 2024. Các thị trường xuất khẩu chính của DDV thường là các quốc gia có vụ mùa không trùng với mùa vụ chính tại Việt Nam như Nam Mỹ, Châu Úc, New Zealand, Brazil. Việc tiếp tục mở rộng thị trường xuất khẩu không những giúp DDV đa dạng hóa nguồn doanh thu, mà còn giúp doanh nghiệp tận dụng những giai đoạn nguồn cung DAP trên thị trường quốc tế bị thắt chặt, giá cả tăng cao để mở rộng biên LN gộp.

Hình 20: Doanh thu của DDV theo thị trường (tỷ đồng)



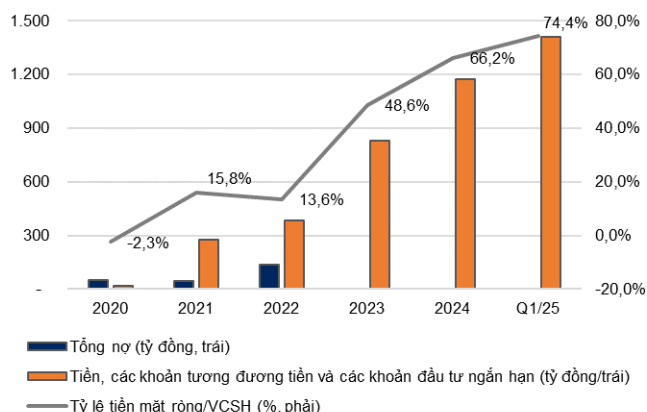
Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Phân tích tài chính: Sức khỏe tài chính lành mạnh

Cơ cấu vốn không sử dụng đòn bẩy tạo nền tảng tài chính an toàn

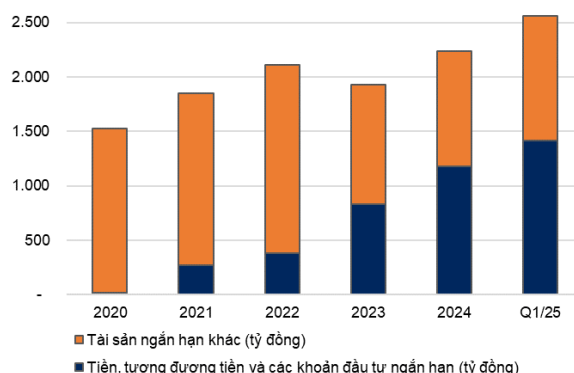
Tính đến cuối năm 2022, DDV đã hoàn trả toàn bộ các khoản vay ngắn hạn, đưa mức nợ của công ty xuống còn 0%. Việc không có đòn bẩy tài chính giúp loại bỏ chi phí lãi vay, từ đó cải thiện biên LN ròng và tăng cường tính tự chủ tài chính. Cấu trúc vốn không nợ cũng củng cố khả năng của DDV trong việc chống chịu với biến động thị trường và đảm bảo sự ổn định hoạt động lâu dài.

Hình 21: DDV đã hoàn tất thanh toán tất cả nợ vay trong 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Lượng tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn dồi dào hỗ trợ vốn lưu động



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Tiền mặt dồi dào và các khoản đầu tư ngắn hạn hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động...

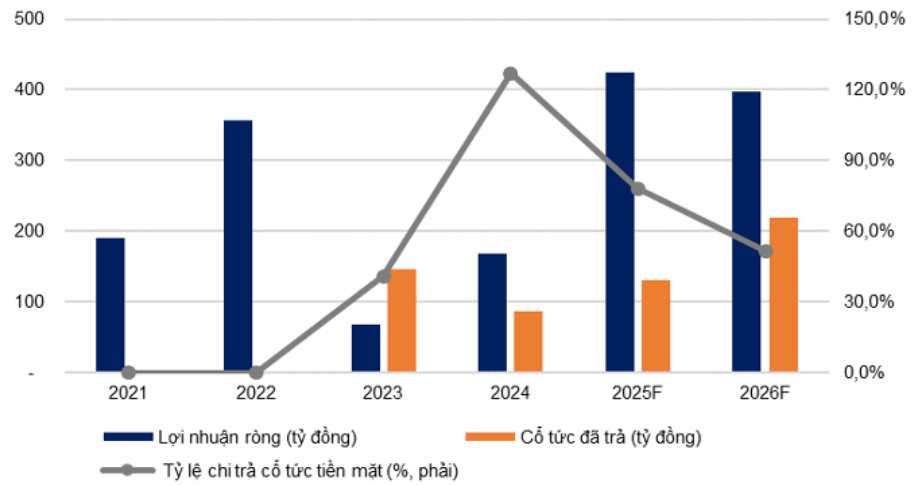
Tính đến cuối Q1/25, DDV ghi nhận tổng số dư tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 54,7% tổng tài sản và phản ánh thanh khoản vững mạnh. Nguồn lực tài chính dồi dào này không chỉ đảm bảo nhu cầu vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh mà còn tạo điều kiện thuận lợi để DDV triển khai các kế hoạch mở rộng sản xuất, đầu tư vào các dự án mới như dây chuyền sản xuất phân bón MAP, dự án đầu tư mở rộng năng lực cảng, dự án đầu tư mở rộng mảng kinh doanh hóa chất. Khả năng tự tài trợ từ nguồn tiền mặt lớn giúp công ty giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay, từ đó giảm thiểu rủi ro tài chính và tăng tính linh hoạt trong quản lý tài chính.

... và hỗ trợ việc chi trả cổ tức tiền mặt

Sau nhiều năm không chi trả cổ tức do lỗ lũy kế, DDV đã bắt đầu chi trả cổ tức tiền mặt vào năm 2023, sau khi có số dư lợi nhuận giữ lại dương kể từ cuối năm 2022. Trong bối cảnh lợi nhuận ròng năm 2022 tăng mạnh, công ty đã chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ chi trả cổ tức/LN ròng đạt 40,9% trong năm 2023, và tiếp tục tăng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt từ lợi nhuận năm 2023 lên 127,1% trong năm 2024, được hỗ trợ bởi lượng tiền mặt dồi dào và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn vững mạnh như chúng tôi đã đề cập trước đó. Với triển vọng lợi nhuận tích cực và dòng tiền mạnh mẽ, chúng tôi kỳ vọng DDV sẽ duy trì chính sách cổ tức cân đối, với tỷ lệ chi trả dự kiến lần lượt đạt 78,1%/51,7% trong các năm 2025/26, tương ứng với lợi suất cổ tức tiền mặt dự kiến là 3,9%/6,6%. Theo quan điểm của chúng tôi, DDV đang bước vào một giai đoạn ổn định hơn về hoạt động kinh doanh và sức khỏe tài chính, cho phép

công ty duy trì việc chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn đồng thời đáp ứng đủ nguồn lực tài chính để tái đầu tư cho tăng trưởng dài hạn.

Hình 23: Chính sách cổ tức tiền mặt của DDV bắt đầu từ năm 2023

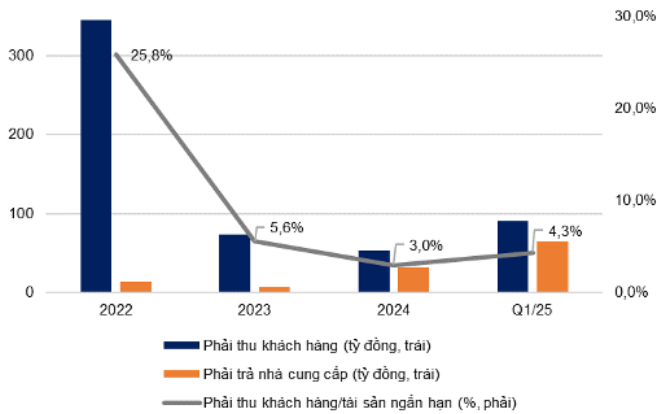


Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Quản lý công nợ hiệu quả thông qua việc tăng cường sức mạnh đàm phán

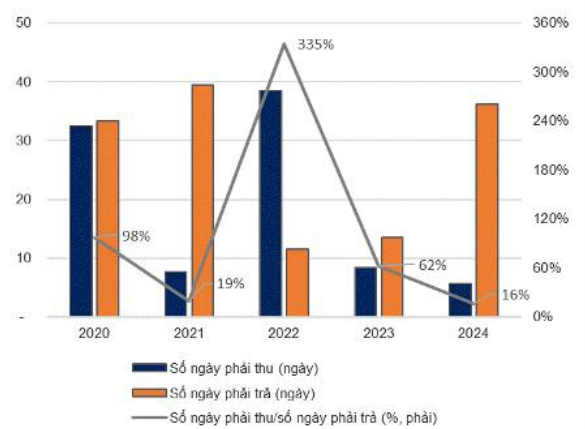
Trong bối cảnh nguồn cung DAP toàn cầu tiếp tục thắt chặt, DDV đã tận dụng vị thế là một trong ba nhà sản xuất DAP nội địa để nâng cao khả năng thương lượng với khách hàng. Với chất lượng sản phẩm đã được kiểm chứng và năng lực cung ứng ổn định, DDV ngày càng chủ động hơn trong chính sách bán hàng, đặc biệt là điều kiện thanh toán. Đồng thời, tỷ trọng kênh xuất khẩu gia tăng cũng giúp cải thiện đáng kể điều khoản thanh toán. Nhờ đó, khoản phải thu khách hàng tại cuối năm 2024 giảm mạnh xuống còn 52,9 tỷ đồng, chỉ chiếm 3% tài sản ngắn hạn, so với 345,1 tỷ đồng – chiếm 25,8% tài sản ngắn hạn tại cuối năm 2022. Song song, khoản người mua trả tiền trước tăng gấp 4.6 lần trong hai năm, từ 14 tỷ đồng tại cuối 2022 lên 64,8 tỷ đồng tại cuối Q1/25, cho thấy nhiều khách hàng sẵn sàng đặt cọc trước tiền để được phân bổ hàng. Tỷ lệ số ngày phải thu/số ngày phải trả cũng giảm mạnh từ 335% tại cuối 2022 về chỉ còn 16% tại cuối Q2/24, phản ánh năng lực quản trị vốn lưu động đã được cải thiện đáng kể. Những thay đổi này cho thấy DDV đã chuyển từ trạng thái bị chiếm dụng vốn sang chủ động hơn về tài chính, qua đó cải thiện dòng tiền hoạt động và xây dựng nền tảng vốn vững chắc để triển khai các kế hoạch mở rộng sản xuất trong 2025.

Hình 24: DDV ngày càng kiểm soát tốt hơn trong việc đàm phán công nợ phải thu và công nợ phải trả với khách hàng và nhà cung cấp (tỷ đồng)



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: DDV đã chuyển từ tình trạng thiếu vốn sang chủ động quản lý vốn lưu động

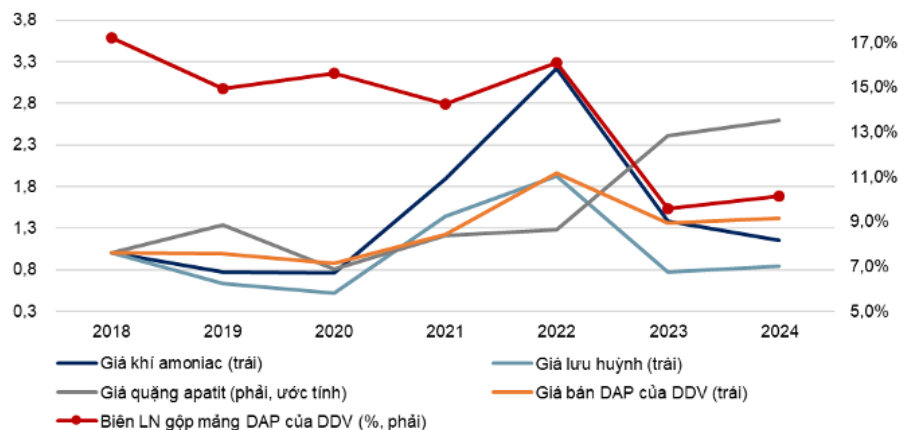


Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp chịu tác động bởi nhiều yếu tố thế giới

Biên LN gộp của DDV bị ảnh hưởng đáng kể bởi các yếu tố toàn cầu, đặc biệt là xu hướng giá DAP quốc tế và sự biến động của chi phí nguyên liệu nhập khẩu. Giá bán trung bình phân bón DAP của công ty thường bám sát diễn biến thị trường toàn cầu, chủ yếu do các quốc gia xuất khẩu và nhập khẩu lớn như Trung Quốc và Ấn Độ chi phối. Biên LN gộp cũng chịu tác động từ giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là các nguyên liệu thô như lưu huỳnh, amoniac và quặng Apatite, những yếu tố này cũng theo chu kỳ hàng hóa toàn cầu và bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại từ các quốc gia/khu vực lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Năm 2022, trong bối cảnh giá DAP toàn cầu tăng, giá trung bình DAP của DDV tăng mạnh, mặc dù chi phí đầu vào tăng, biên LN gộp DAP của DDV vẫn cải thiện 1,9 điểm % svck lên 16,1%. Năm 2023, khi giá DAP giảm từ 871 USD/tấn xuống còn 556 USD/tấn, giá trung bình DAP của DDV giảm gần 30% svck. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào cũng giảm, nhưng biên LN gộp DAP của DDV vẫn giảm 6,5 điểm % svck xuống còn 9,6%, mức thấp nhất kể từ khi hoạt động nhà máy ổn định trở lại. Tóm lại, biên LN gộp của DDV vẫn biến động và dễ bị thu hẹp nếu giá DAP toàn cầu yếu đi trong khi chi phí đầu vào vẫn ở mức cao.

Hình 26: Biên LN gộp phụ thuộc vào nhiều yếu tố toàn cầu



Nguồn: DDV, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q1/25: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ các yếu tố thuận lợi trên thị trường DAP

Hình 27: Tóm tắt KQKD Q1/25

Tỷ đồng	Q1/25	% svck	Kế hoạch 2025	Q1/25 so với kế hoạch cả năm
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	70800	22,8%	240.000	29,5%
Doanh thu thuần	1.156	48,7%	3.323	34,8%
- DAP	1.056	35,2%		
- NH3 tự doanh	105			
LN gộp	188	176,8%		
Chi phí bán hàng & QLDN	45	4,0%		
Doanh thu tài chính thuần	9	14,9%		
EBIT	152	366,0%		
LN trước thuế	152	366,9%	215,2	70,7%
LN ròng	122	362,7%		
Biên LN gộp	16,3%	7,5 điểm %		
Biên LN ròng	10,5%	7,1 điểm %		

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

DT Q1/25 tăng mạnh nhờ sản lượng bán hàng và giá bán cao hơn

DT ròng Q1/25 tăng 48,7% svck lên 1,1 nghìn tỷ đồng, nhờ doanh thu mảng DAP tăng trưởng mạnh mẽ và đóng góp từ mảng tự doanh amoniac (NH3) mới. Cụ thể, DT phân bón DAP tăng 35,2% svck lên 1 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi sản lượng tiêu thụ tăng 22,8% svck trong và giá bán trung bình tăng 10% svck lên 14,7 triệu đồng/tấn. Ngoài ra, DDV ghi nhận DT từ giao dịch NH3 đạt 105 tỷ đồng, một mảng không có đóng góp trong Q1/24, được thúc đẩy bởi việc công ty mẹ cung cấp các bể chứa hóa chất, hỗ trợ cho hoạt động giao dịch.

Biên LN gộp mở rộng nhờ giá bán cao hơn

Biên LN gộp Q1/25 cải thiện 7,5 điểm % svck lên 16,3%, tương đương với LN gộp tăng 176,8% svck, đạt 188,2 tỷ đồng. Sự mở rộng biên LN chủ yếu được thúc đẩy bởi việc giá bán DAP tăng trong bối cảnh nguồn cung DAP toàn cầu tiếp tục thắt chặt, đặc biệt là khi Trung Quốc duy trì các hạn chế xuất khẩu trong bốn tháng đầu năm 2025. Giá bán tăng đã hoàn toàn bù đắp sự gia tăng chi phí nguyên liệu đầu vào như lưu huỳnh, vốn đã tăng mạnh kể từ đầu năm 2025.

LN ròng tăng vọt nhờ vào tăng trưởng DT và biên LN gộp mở rộng

LN ròng Q1/25 tăng 362,7% svck lên 121,7 tỷ đồng, phản ánh sự tăng trưởng mạnh mẽ về DT và cải thiện biên LN gộp. Chi phí BH&QLDN tăng nhẹ 4% svck, phù hợp với sự tăng trưởng quy mô kinh doanh. Doanh thu tài chính tăng 46,8% svck lên 11,6 tỷ đồng, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng gấp bốn lần svck, bù đắp cho chi phí tài chính tăng do doanh nghiệp ghi nhận lỗ tỷ giá trong quý.

Triển vọng 2025-26: Giá DAP tăng thúc đẩy lợi nhuận

Hình 28: Dự phóng KQKD FY25-26

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo 2025	2026	% svck 2025	2026	Nhận xét
Giá bán trung bình DAP của DDV (vnd/kg, bao gồm tác động của luật thuế GTGT sửa đổi)	13.542	14.613	13.308	7,9%	-8,9%	Chúng tôi dự báo giá bán DAP của DDV sẽ tăng 7,9% svck trong 2025 trước khi giảm 8,9% svck trong 2026, dựa trên dự báo của Workd Bank và tác động của luật thuế GTGT sửa đổi.
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	243.820	268.202	281.612	10,0%	5,0%	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3.365	4.194	4.039	24,6%	-3,7%	
DAP	3.302	3.919	3.748	18,7%	-4,4%	
NH3 tự doanh	38	280	294	646,7%	5,0%	Chúng tôi dự báo doanh thu NH3 tự doanh sẽ tăng vọt 646,7% svck trong 2025, chủ yếu nhờ KQKD tích cực trong 1Q/25 và kế hoạch mở rộng mạnh mẽ của công ty trong mảng này.
LN gộp	363	717	665	97,2%	-7,2%	
Biên LN gộp	10,8%	17,1%	16,5%	6,3 điểm %	-3,6 điểm %	
- Biên LN gộp DAP	10,1%	17,3%	16,9%	7,2 điểm %	-0,4 điểm %	
- Biên LN gộp NH3 tự doanh	6,9%	15,0%	12,0%	8,1 điểm %	-3,0 điểm %	Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng NH3 tự doanh của DDV sẽ tăng 8,1 điểm % svck trong 2025, chủ yếu nhờ vào điều kiện thị trường thuận lợi. Điều này được củng cố bởi kỳ vọng của chúng tôi rằng giá amoniac nhập khẩu sẽ giảm trong 2025 theo xu hướng giá dầu thế giới, qua đó hỗ trợ biên LN gộp mảng dự doanh NH3 mở rộng.
Chi phí bán hàng & QLDN	196	234	225	19,5%	-3,8%	Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & QLDN sẽ tăng 19,5% svck trong 2025, chủ yếu do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và công ty mở rộng hoạt động kinh doanh mới như tự doanh NH3.
Doanh thu tài chính thuần	43	50	59	16,1%	17,0%	Chúng tôi dự báo doanh thu tài chính ròng sẽ tăng 16,1% svck trong 2025, chủ yếu do lãi tiền gửi dự kiến sẽ tăng với kỳ vọng số dư tiền gửi tiếp tục tăng.
LN trước thuế	212	533	499	152,0%	-6,4%	
LN ròng	168	424	397	151,9%	-6,4%	
EPS (VND)	1.152	2.902	2.718	151,9%	-6,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng trong 2025-26 nhờ nguồn cung toàn cầu hạn chế

Nguồn cung DAP toàn cầu hạn chế thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ DAP của DDV trong 2025...

Trong bối cảnh nguồn cung DAP toàn cầu tiếp tục bị siết chặt do chính sách kiểm soát xuất khẩu từ Trung Quốc (quốc gia chiếm hơn 30% sản lượng xuất khẩu DAP thế giới), các nhà sản xuất DAP nội địa như DDV đang đứng trước cơ hội gia tăng thị phần cả trong nước và xuất khẩu. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ DAP của DDV trong năm 2025 sẽ tăng 10% YoY đạt 268.200 tấn. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi hai động lực chính: 1) khả năng DDV giành lại một phần thị phần trong nước nhờ cạnh tranh giá tốt hơn với nguồn DAP nhập khẩu đang có xu hướng tăng giá; và 2) nguồn cung DAP thế giới vẫn đang ở trạng thái thắt chặt, tạo cơ hội xuất khẩu lớn cho các nhà sản xuất nội

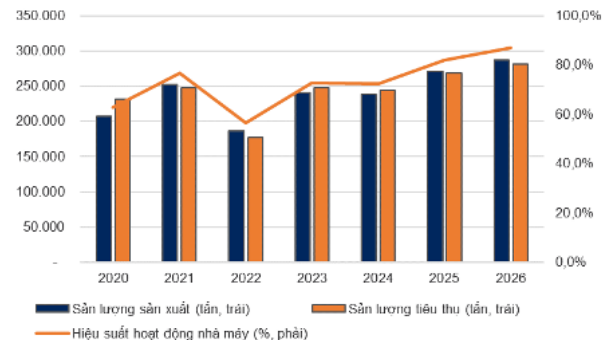
địa như DDV, đặc biệt khi mùa vụ nội địa đã đi qua. Việc mở rộng thị trường sang các quốc gia có mùa vụ lệch pha với Việt Nam như Nam Mỹ, Úc và New Zealand cũng là yếu tố thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong năm 2025.

Hình 29: Bãi rác thải thạch cao lớn đã giới hạn việc tăng công suất của DDV



Nguồn: THANHTRA.COM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Dự phóng sản lượng tiêu thụ phân bón DAP của DDV giai đoạn 2025-26



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

... trong khi tín hiệu từ việc xử lý bã thải thạch cao tích cực sẽ thúc đẩy DDV mở rộng công suất từ năm 2026

Trong nhiều năm qua, nhà máy DAP của DDV chỉ vận hành ở mức 60-75% công suất thiết kế (330.000 tấn/năm), chủ yếu do hai nguyên nhân chính: 1) nút thắt liên quan đến xử lý bã thải thạch cao - phụ phẩm từ quá trình xử lý quặng apatit; và 2) thiếu hụt nguồn cung quặng Apatit trong nước.

Đối với vấn đề bã thải thạch cao, dù sản phẩm này được tiêu thụ tốt nhờ Việt Nam không có mỏ thạch cao, tuy nhiên năng lực tiêu thụ bị hạn chế do hạ tầng vận chuyển tại khu vực cảng chưa được đầu tư đồng bộ, khiến lượng bã thải thạch cao bị tồn đọng, chiếm diện tích lớn và ảnh hưởng đến hoạt động vận hành của nhà máy. Chúng tôi đã nhận thấy những tín hiệu tích cực trong vấn đề này khi: 1) DDV đã tích cực trong việc tìm kiếm đối tác xử lý bã thải thạch cao nhằm phục vụ cho các nhà máy sản xuất xi măng, vật liệu xây dựng trong nước, từ đó giúp sản lượng xử lý bã thải thạch cao trong thời gian gần đây tương đối tích cực; và 2) đầu năm 2025, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt chủ trương nâng cấp cảng phục vụ hoạt động xử lý bã thải thạch cao của DDV, với thời gian dự kiến gồm 5 - 6 tháng quy hoạch và 12 tháng thi công. Chúng tôi cho rằng khi cảng được hoàn thiện vào 2026-27 sẽ giúp doanh nghiệp tăng tốc xử lý lượng bã tồn đọng, từ đó từng bước mở rộng công suất vận hành.

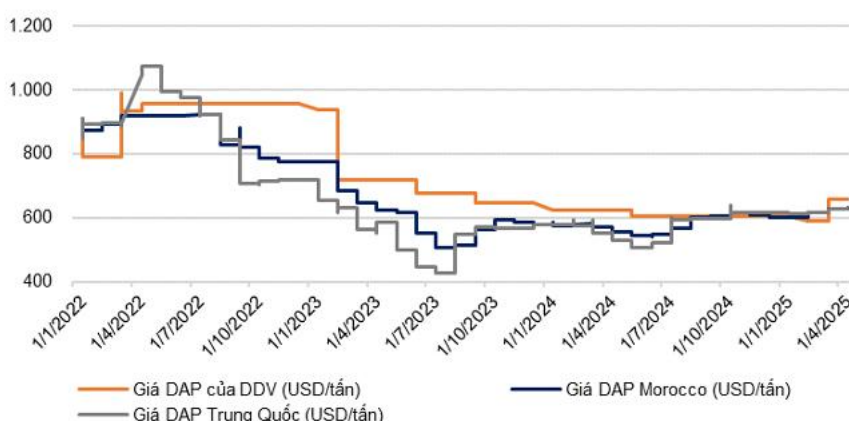
Song song với đó, DDV cũng chủ động khắc phục tình trạng thiếu nguyên liệu đầu vào bằng cách nhập khẩu quặng Apatit từ nước ngoài để thay thế phần thiếu hụt trong nước (ước tính chỉ cung ứng ~310.000 tấn/năm so với nhu cầu ~700.000 tấn/năm). Quặng nhập khẩu có hàm lượng tạp chất thấp hơn đáng kể (2% so với mức 10% trong nước), không chỉ giúp cải thiện chất lượng DAP thành phẩm, mà còn mở ra cơ hội tăng giá bán sản phẩm nhờ đáp ứng tốt hơn tiêu chuẩn kỹ thuật từ thị trường xuất khẩu. Với hai yếu tố hỗ trợ này, chúng tôi kỳ vọng DDV sẽ từng bước nâng công suất vận hành thêm khoảng 8%/năm, hướng tới đạt công suất thiết kế vào năm 2028. Nhìn chung chúng tôi kỳ vọng sản lượng sản lượng tiêu thụ DAP của DDV sẽ tiếp tục cải thiện 5% YoY trong 2026 nhờ tiếp tục khai thác tốt thị trường xuất khẩu và từng bước mở rộng công suất sản xuất khi các nút thắt về nguyên liệu và hạ tầng được tháo gỡ.

Giá bán DAP tăng giúp mở rộng biên LN góp mạnh mẽ trong 2025

Giá phân bón DAP trong nước bám sát xu hướng thị trường DAP toàn cầu

Giá phân bón DAP tại thị trường Việt Nam (DAP Đình Vũ) có xu hướng biến động cùng chiều với giá thế giới và có độ trễ nhất định do tác động của tồn kho, chi phí logistics và tỷ giá. Trong đợt tăng giá năm 2021-22, giá trong nước đã tăng mạnh lên tới 22-23 triệu đồng/tấn, do giá DAP thế giới tăng vọt và các hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc. Tuy nhiên, giá DAP nội địa đã giảm xuống còn 15-17 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2023-24 khi các thị trường DAP thế giới điều chỉnh. Trong 4 tháng đầu năm 2025, giá phân bón DAP trong nước tăng khoảng 4% so đầu năm, phản ánh xu hướng điều chỉnh chung của thị trường quốc tế. Giá DAP Việt Nam (DAP Đình Vũ) trung bình trong 4M25 đã tăng khoảng 4% kể từ đầu năm phản ứng xu hướng tăng của giá DAP thế giới khi nguồn cung DAP thế giới tiếp tục bị thắt chặt và nhu cầu tăng cao từ các thị trường chính như Ấn Độ, Pakistan. Chúng tôi dự báo giá DAP trong nước trong 2025 sẽ theo xu hướng tăng giá DAP thế giới, hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất DAP trong nước tăng doanh thu và mở rộng biên LN gộp.

Hình 31: Giá phân bón DAP trong nước bám sát xu hướng giá DAP thế giới



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán DAP của DDV cải thiện nhờ giá DAP thế giới tăng

Chúng tôi kỳ vọng giá bán DAP bình quân của DDV trong năm 2025 sẽ tăng theo xu hướng giá DAP thế giới. Được hỗ trợ bởi tổng thể của các yếu tố sau:

- Thứ nhất, giá bán DAP nội địa nhiều khả năng sẽ bám sát đà tăng của giá thế giới, từ đó thúc đẩy giá bán bình quân của DDV tăng lên cả ở kênh nội địa lẫn xuất khẩu. Đặc biệt, việc đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường có vụ mùa lệch pha với mùa vụ Việt Nam như Nam Mỹ, Châu Úc và New Zealand không chỉ hỗ trợ tiêu thụ sản lượng mà còn giúp DDV tận dụng mặt bằng giá bán xuất khẩu cao hơn đáng kể so với nội địa.
- Thứ hai, luật Thuế GTGT sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 sẽ chuyển phân bón từ nhóm không chịu thuế sang nhóm chịu thuế với thuế suất 5%. Sự thay đổi này giúp các doanh nghiệp sản xuất như DDV được khấu trừ thuế đầu vào (đặc biệt là từ các nguyên liệu đầu vào như quặng apatit, ammonia, than cám), từ đó làm giảm chi phí sản xuất tính theo đơn vị sản phẩm. Dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng DDV có kế hoạch chia sẻ một phần lợi ích từ chính sách thuế mới nhằm hỗ trợ người nông dân trong nước, thông qua việc điều chỉnh giảm giá bán tại thị trường nội địa. Tuy nhiên, với khoảng 60-70% sản lượng tiêu thụ đến từ xuất khẩu, vốn không bị ảnh hưởng bởi chính sách giảm giá nên tác động tổng thể đến giá bán bình quân toàn công ty là không lớn.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo giá bán DAP bình quân của DDV trong năm 2025 sẽ tăng 7,9% YoY, đạt 566,3 USD/tấn. Nếu không xét đến tác động chia sẻ lợi ích từ chính sách thuế mới, giá bán bình quân có thể tăng khoảng 9% svck. Sang năm 2026, chúng tôi dự báo giá bán DAP của DDV sẽ quay đầu giảm khoảng 8,9% svck xuống 510,7 USD/tấn chủ yếu do nguồn cung thế giới kỳ vọng sẽ quay trở lại khi Trung Quốc gia nhập lại thị trường xuất khẩu DAP.

Chi phí khấu hao giảm mạnh và lợi ích từ luật thuế GTGT mới sẽ bù đắp hoàn toàn chi phí đầu vào tăng

Giá các nguyên liệu đầu vào chính biến động trái chiều làm tăng chi phí sản xuất...

Quặng apatit, lưu huỳnh (S) và khí ammonia (NH₃) là ba nguyên liệu đầu vào chính, chiếm khoảng 80% giá vốn sản xuất DAP. Chúng tôi dự báo các yếu tố đầu vào này sẽ có diễn biến giá trái chiều trong năm 2025, qua đó tạo ra tác động bù trừ lên chi phí sản xuất. Cụ thể:

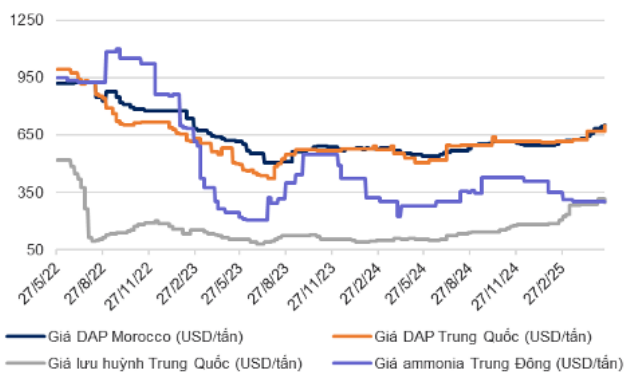
- Chúng tôi dự báo giá lưu huỳnh (chiếm 15 – 20% giá vốn DAP) nhập khẩu sẽ tăng mạnh khoảng 80% svck trong năm 2025. Nguyên nhân chủ yếu đến từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu do tồn kho tại Trung Quốc và Mỹ giảm mạnh, trong khi nhu cầu từ ngành phân bón, đặc biệt là sản xuất MAP, tăng cao. Tại Trung Quốc, giá lưu huỳnh đã tăng gần 140% chỉ trong 5T25, bất chấp giá dầu thô giảm, do các nhà sản xuất như Sinopec tăng giá bán tại cảng để phản ánh tình trạng khan hiếm nguồn cung.
- Chúng tôi dự phóng giá quặng Apatite đầu vào của DDV sẽ tiếp tục tăng 5% svck trong năm 2025, chủ yếu do nguồn cung trong nước dần cạn kiệt khiến giá quặng trong nước tiếp tục tăng, cùng với tỷ trọng quặng nhập khẩu ngày càng gia tăng, thường có giá cao hơn so với nguồn cung trong nước.
- Ngược lại, giá ammonia (chiếm khoảng 20–30% giá vốn DAP) được dự báo sẽ giảm khoảng 8 - 10% YoY, theo dự báo của Fitch Ratings, nhờ giá khí đốt đầu vào hạ nhiệt.

...nhưng được bù đắp hoàn toàn bởi chi phí khấu hao giảm mạnh và tác động tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi

Từ nửa cuối năm 2025, luật Thuế GTGT sửa đổi chính thức có hiệu lực sẽ cho phép doanh nghiệp được khấu trừ thuế đầu vào đối với các nguyên liệu như quặng apatit, ammonia, than cám, từ đó giúp DDV tiết giảm đáng kể chi phí sản xuất, bù đắp phần lớn áp lực tăng từ giá nguyên liệu. Ngoài ra, việc DDV đã hết khấu hao phần máy móc thiết bị của nhà máy sản xuất DAP tại cuối năm 2024 sẽ giúp chi phí khấu hao giảm mạnh. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao cho sản xuất DAP sẽ giảm 59% svck xuống còn 64 tỷ đồng. Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi dự báo giá vốn DAP trung bình của DDV trên mỗi đơn vị sản phẩm trong cả năm 2025 sẽ giảm nhẹ 0,7% svck, dù giá một số nguyên liệu đầu vào tăng mạnh. Điều này tạo ra cơ hội mở rộng biên LN gộp mảng DAP trong bối cảnh giá bán dự kiến tăng.

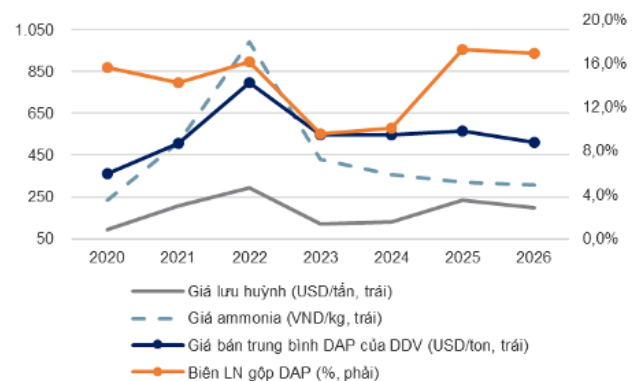
Tóm lại, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của DAP của DDV sẽ mở rộng mạnh mẽ 7,2 điểm % svck lên 17,3% trong năm 2025, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán trung bình. Năm 2026, chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng DAP sẽ thu hẹp lại 0.5% pts YoY chủ yếu do giá bán kỳ vọng sẽ hạ nhiệt.

Hình 32: Diễn biến giá bán và giá một số nguyên liệu đầu vào của DDV



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Dự phóng biên LN gộp của DDV trong giai đoạn 2025-26

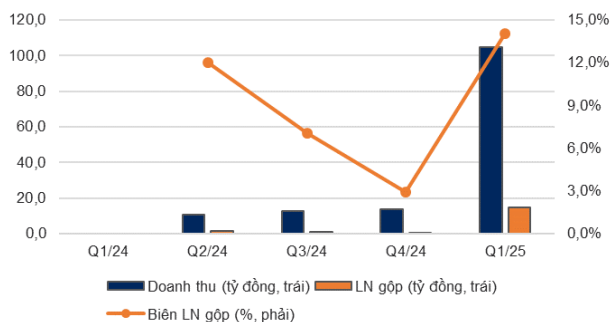


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Gia nhập mǎng tự doanh ammonia giúp đa dạng hóa doanh thu

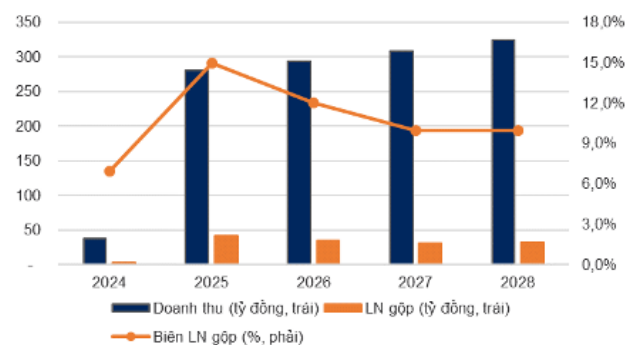
Việc DDV mở rộng hoạt động sang mǎng kinh doanh hóa chất, cụ thể nhập khẩu và phân phối sản phẩm NH₃, đang mở ra hướng đi tiềm năng nhằm đa dạng hóa nguồn thu và tận dụng lợi thế về hạ tầng logistics hiện có. NH₃ là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất các dòng phân bón gốc Nito như urê, amoni sulfat và NPK, với nhu cầu lớn từ các nhà máy phân bón trong nước. Nhờ sở hữu hệ thống bồn chứa hóa chất cạnh cảng Hải Phòng và mạng lưới logistics hỗ trợ, DDV có lợi thế nhất định trong việc nhập khẩu và phân phối NH₃ cho các đối tác trong ngành.

Hình 34: DT và LN gộp của mǎng NH₃ tăng mạnh trong Q1/25



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Dự phóng doanh thu NH₃ của DDV



Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Trong Q1/25, mǎng tự doanh NH₃ đã mang lại doanh thu 104 tỷ đồng và LN gộp khoảng 10 tỷ đồng, tương đương 4% tổng lợi nhuận gộp toàn công ty trong quý trong khi Q1/24 chưa ghi nhận doanh thu mǎng này và doanh thu mǎng này trong các quý còn lại của 2024 là không đáng kể. Dù chỉ mới triển khai trong 1 năm, hiệu quả ban đầu cho thấy tiềm năng nhất định của mǎng kinh doanh này. Với điều kiện thị trường thuận lợi cho tự doanh NH₃ nhờ vào xu hướng giá NH₃ nhập khẩu giảm theo xu hướng giá dầu thế giới, chúng tôi dự báo biên LN gộp của mǎng NH₃ sẽ mở rộng đáng kể 8,1 điểm % svck lên 15% trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo biên LN gộp sẽ thu hẹp xuống còn 12% trong năm 2026, phản ánh sự thu hẹp dần khoảng cách giữa giá nhập khẩu và giá bán trong nước. Chúng tôi dự phóng DT/LN gộp của mǎng NH₃ sẽ tăng gấp 7,5 lần/16 lần svck, đạt 280 tỷ đồng/42 tỷ đồng trong năm 2025, đóng góp lần lượt 6,6%/5,4% vào cơ cấu DT/LN gộp của DDV. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo

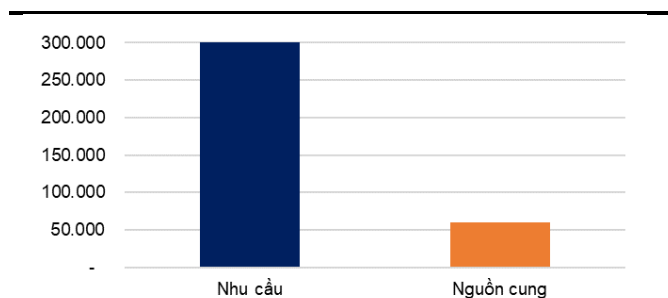
DT/LN gộp từ tự doanh NH₃ sẽ đạt 294 tỷ đồng/35,3 tỷ đồng. Mạng trading NH₃ cũng cho phép DDV cải thiện hiệu suất sử dụng cơ sở hạ tầng và tận dụng tốt hơn năng lực logistics hiện hữu, qua đó gia tăng hiệu quả kinh doanh tổng thể.

Dự án sản xuất MAP là động lực tăng trưởng dài hạn

MAP (Monoammonium Phosphate) là loại phân bón có hàm lượng lân (P₂O₅) cao, thường đạt khoảng 61%, so với DAP (~46% P₂O₅). Sản phẩm này phù hợp với các loại cây trồng cần bổ sung lân ở mức độ cao và thường được sử dụng trong sản xuất phân bón NPK chất lượng cao hoặc phân bón dạng lỏng. Hiện nay, nhu cầu tiêu thụ MAP tại Việt Nam vào khoảng 300,000 tấn/năm, tuy nhiên tổng công suất sản xuất trong nước còn hạn chế, mới chỉ đạt khoảng 60.000 tấn/năm được cung cấp bởi Tập đoàn Hóa chất Đức Giang Lào Cai. Hiện nay DDV đang triển khai dự án xây dựng nhà máy sản xuất phân bón MAP với công suất thiết kế 60.000 tấn/năm. Tính đến cuối Q1/25, công ty đang trong giai đoạn tổ chức đấu thầu lựa chọn đơn vị thi công. Nếu quá trình này diễn ra thuận lợi, nhà máy dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào vận hành trong vòng 15 tháng.

Việc đầu tư vào sản xuất không chỉ giúp DDV đa dạng hóa danh mục sản phẩm mà còn mở ra cơ hội gia tăng tỷ suất lợi nhuận. Trước hết, MAP là loại phân bón có hàm lượng lân (P₂O₅) cao hơn so với DAP, phù hợp với nhu cầu ngày càng tăng của thị trường trong và ngoài nước, đặc biệt là các khu vực canh tác cây trồng cần bổ sung lân ở mức độ cao. Thứ hai, MAP và DAP sử dụng chung nhiều nguyên liệu đầu vào như quặng apatit, ammonia và axit sulfuric, cho phép DDV tận dụng hiệu quả năng lực sản xuất hiện hữu và tối ưu hóa chuỗi cung ứng. Hơn nữa, do MAP có giá bán cao hơn DAP nhờ hàm lượng dinh dưỡng vượt trội, việc mở rộng sang sản xuất MAP được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong trung và dài hạn, đặc biệt là từ năm 2027. Do dự án MAP hiện đang ở giai đoạn đấu thầu xây dựng, chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự phóng và sẽ xem xét bổ sung khi dự án có tiến triển cụ thể hơn.

Hình 36: Chênh lệch cung - cầu phân bón MAP tại Việt Nam (ton)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Tóm tắt thông tin về dự án đầu tư sản xuất phân bón MAP của DDV

Doanh mục	Chi tiết
Công suất	60.000 tấn/năm
Tổng vốn đầu tư ước tính	456,9 tỷ đồng
Công nghệ	Tương tự dây chuyền sản xuất DAP, sử dụng chung nguyên liệu (apatit, NH ₃ , H ₂ SO ₄)
Tình trạng dự án	Đang trong giai đoạn đấu thầu lựa chọn nhà thầu EPC
Dự kiến thời gian xây dựng và lắp đặt	15 tháng sau khi ký hợp đồng EPC
Thời điểm vận hành thương mại	Quý 3/2026 nếu quá trình đấu thầu diễn ra đúng tiến độ
Lợi thế cạnh tranh	Hàm lượng P ₂ O ₅ cao hơn DAP (61% so với 46%), biên lợi nhuận gộp tốt hơn

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng mạnh trong 2025

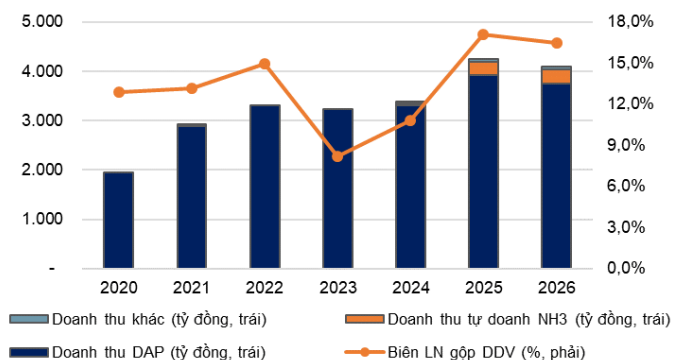
Tóm lại, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của DDV sẽ tăng 24,6% svck, đạt 4,2 nghìn tỷ đồng năm 2025, chủ yếu do giá bán và sản lượng tiêu thụ DAP tăng, cùng với đóng góp từ mảng kinh doanh hóa chất. Năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của DDV sẽ giảm nhẹ 3,7% svck, chủ yếu do giá DAP dự báo hạ nhiệt.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DDV sẽ mở rộng mạnh mẽ 6,3 điểm % svck lên 17,1% trong năm 2025, nhờ sự kết hợp của các yếu tố như: giá bán DAP tăng, tác động của luật thuế VAT sửa đổi và việc nhà máy DAP hết khấu hao

phần máy móc thiết bị và sắp hết khấu hao phần nhà xưởng (dự kiến cuối Q2/25). Năm 2026, chúng tôi dự báo biên LH gộp sẽ thu hẹp nhẹ 0,6 điểm % svck xuống còn 16,5%, chủ yếu do giá bán giảm.

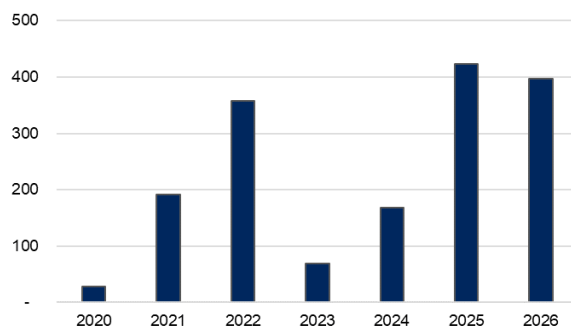
Chúng tôi dự báo LN ròng của PLC sẽ tăng vọt 151,9% svck lên 424 tỷ đồng trong năm 2025, nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi (DAP) tích cực và đóng góp từ mảng kinh doanh mới (trading hóa chất). Chúng tôi dự báo LN ròng của PLC sẽ điều chỉnh giảm 6,4% svck xuống còn 397 tỷ đồng, chủ yếu do giá bán DAP kỳ vọng giảm như chúng tôi đề cập phía trên.

Hình 38: Dự phóng DT và biên LN gộp của DDV giai đoạn 2025-26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Dự phóng LN ròng của DDV giai đoạn 2025-26 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.000 đồng

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá so sánh P/B với trọng số bằng nhau để đưa ra giá mục tiêu 30,000 đồng/cổ phiếu cho DDV, dựa trên các giả định sau: 1) Chúng tôi sử dụng mức lãi suất phi rủi ro là 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm tại ngày 31/12/2024); 2) Chúng tôi áp dụng mức phần bù rủi ro thị trường là 8,35% (dựa trên báo cáo cập nhật của [Damodaran](#) vào cuối năm 2024); và 3) Hệ số P/B mục tiêu cho DDV trong năm 2025 là 2,1x, tương đương với mức +1 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình bốn năm của DDV trong giai đoạn từ tháng 5/2021 đến tháng 5/2025.

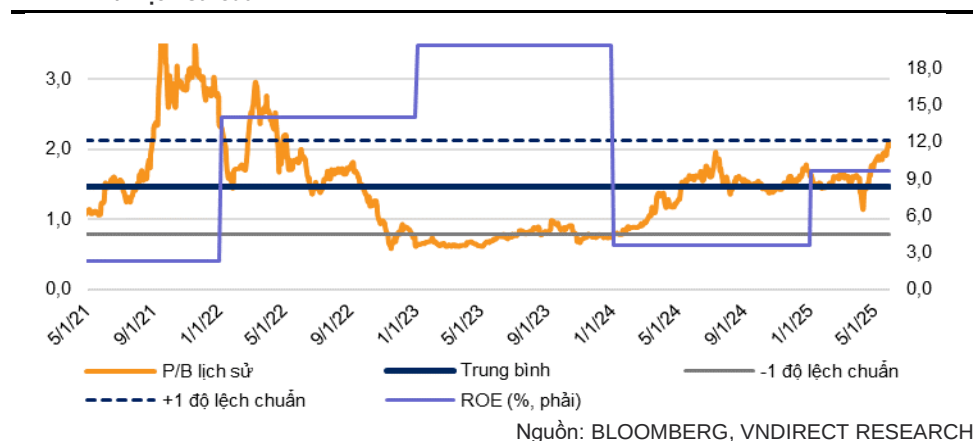
Hình 40: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	29.787	50%	14.894
P/B	30.180	50%	15.090
Giá trị hợp lý (đồng)			29.983
Giá mục tiêu (đồng)			30.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi áp dụng +1 độ lệch chuẩn đối với hệ số P/B tham chiếu do kỳ vọng rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của DDV sẽ tích cực hơn so với các năm trước, với ROE dự kiến đạt trung bình 20,2% trong hai năm tới (so với mức trung bình 5 năm gần nhất trong lịch sử là 10,4%), được hỗ trợ bởi giá DAP tăng, nút thắt tăng công suất có tín hiệu tích cực, triển vọng mở rộng hoạt động kinh doanh thêm mảng thương mại hóa chất. Điều này có thể giúp DDV được thị trường định giá cao hơn so với giai đoạn trước.

Hình 41: P/B lịch sử của DDV



Hình 42: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	13,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 43: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	1.899
Nợ	-
Chi phí nợ	1,5%
Mức thuế	20,4%
WACC	13,7%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do

Tỷ đồng	2025	2.026	2027	2.028	2029
LN ròng	424	397	377	354	318
Thuế khả dụng	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Chi phí lãi vay	0	-	-	-	-
+ Thay đổi vốn lưu động	77	1	(2)	(3)	(2)
- Capex	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
+ Chi phí khấu hao	67	67	66	58	58
Dòng tiền tự do FCFF	528	425	402	369	334
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	480	339	249	228	181
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					1.477
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					1.463
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					2.940

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: Phân tích độ nhạy cho định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
		12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%
		0,5%	30.339	29.603	28.937	28.289
		1,0%	30.835	30.052	29.345	28.660
		1,5%	31.375	30.539	29.787	28.404
		2,0%	31.966	31.069	30.267	29.494
		2,5%	32.614	31.650	30.790	29.964

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Động lực tăng giá gồm sản lượng bán hàng cao hơn, giá DAP toàn cầu tăng và tác động của luật thuế GTGT sửa đổi tích cực hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến (quặng Apatit, amoniac, lưu huỳnh...), và giá DAP giảm theo xu hướng giá DAP thế giới

Hình 46: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	10.600	19	18,1	0,8	4,3%	2,0%	97,5
CTCP supe photphat và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	21.400	93	13,6	1,7	11,7%	6,7%	49,0
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	34.000	511	27,7	1,2	12,7%	8,5%	0,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	47.800	105	7,9	2,0	28,0%	10,8%	51,5
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	33.900	689	13,5	1,7	12,8%	9,1%	13,3
Trung bình				19,0	1,9	16,7%	9,5%	42,2
CTCP DAP - Vinachem	DDV VN	25.300	143	14,2	1,9	13,9%	10,3%	0,0

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (data tại ngày 28/5/2025)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Doanh thu thuần	1.886	2.878	3.270	3.181	3.365	4.194	4.039
Giá vốn hàng bán	1.643	2.499	2.780	2.921	3.002	3.478	3.375
Lợi nhuận gộp	243	378	490	260	363	717	665
Chi phí QLDN	89	121	75	104	108	128	123
Chi phí bán hàng	98	76	59	118	88	106	102
LN hoạt động	56	181	356	38	168	483	440
EBITDA thuần	223	333	509	194	326	549	506
Chi phí khấu hao	166	152	154	156	158	67	67
LN HĐ trước thuế và lãi vay	56	181	356	38	168	483	440
Thu nhập tài chính	0	6	15	34	32	41	51
Chi phí tài chính	31	8	9	8	6	9	9
Thu nhập ròng khác	(0)	2	(0)	(2)	1	0	0
Thu nhập từ công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	28	191	380	81	212	533	499
Chi phí thuế	0	0	22	12	43	109	102
Lợi nhuận ròng	28	191	357	69	168	424	397
LN ròng sau điều chỉnh	28	191	357	69	168	424	397

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Tiền & Tương đương tiền	18	202	170	219	31	316	349
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2	2	72	212	609	1.145	1.263
Các khoản phải thu ngắn hạn	168	60	345	73	53	80	77
Hàng tồn kho	218	511	558	351	414	438	425
Tài sản ngắn hạn khác	31	65	53	61	124	144	139
Tổng tài sản ngắn hạn	438	911	1.338	1.313	1.767	2.242	2.438
Tài sản cố định	983	863	720	576	452	414	376
Tổng đầu tư	6	11	8	9	15	19	21
Tài sản dài hạn khác	98	67	45	28	4	4	4
Tổng tài sản	1.525	1.852	2.112	1.926	2.237	2.679	2.839
Nợ vay ngắn hạn	50	44	138	-	-	-	-
Phải trả người bán	150	270	88	108	297	381	370
Phải trả ngắn hạn khác	62	81	82	113	161	225	218
Tổng nợ ngắn hạn	261	395	308	221	458	606	588
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	2	2	2	2	2	2	2
Vốn điều lệ	1.466	1.466	1.466	1.573	1.587	1.587	1.587
Lợi nhuận giữ lại	(205)	(11)	337	129	190	483	661
Vốn chủ sở hữu	1.261	1.455	1.802	1.702	1.777	2.070	2.249
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	1.525	1.852	2.112	1.926	2.237	2.679	2.839

Báo cáo LCTT							
(Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
Lợi nhuận trước thuế	28	191	380	81	212	533	499
Khấu hao	166	152	154	156	158	67	67
Thuế đã nộp	0	0	(21)	(4)	(37)	(109)	(102)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	107	(82)	(473)	501	144	77	1
LC tiền thuần từ HĐKD	334	270	7	704	438	618	524
Đầu tư TSCĐ	(0)	(15)	(8)	(9)	(34)	(40)	(40)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	1	0	0
Các khoản khác	(0)	(65)	(125)	(362)	(504)	(161)	(232)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(1)	(81)	(133)	(372)	(538)	(201)	(272)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(387)	(5)	94	(138)	0	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0	(146)	(88)	(131)	(219)
LC tiền thuần từ HĐTC	(387)	(5)	94	(284)	(88)	(131)	(219)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	71	18	202	170	219	31	316
LC tiền thuần trong kỳ	(53)	184	(32)	48	(188)	285	33
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	18	202	170	219	31	316	349

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F	2026F
EPS (VND)	194	1.307	2.445	472	1.152	2.902	2.718
P/E	118,3	17,5	9,4	48,5	19,9	7,9	8,4
PEG 1 năm	(0,1)	0,0	0,1	(0,6)	0,1	0,1	(1,3)
EV/EBIT	59,2	18,5	9,4	89,1	20,0	6,9	7,6
EV/EBITDA	15,0	10,0	6,6	17,3	10,3	6,1	6,6
P/S	11,8	7,8	6,9	7,1	6,8	5,4	5,6
P/B	2,7	2,3	1,9	2,0	1,9	1,6	1,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	2,6%	3,9%	6,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	-40,9%	-127,1%	-78,1%	-51,7%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng DT	14,6%	52,6%	13,6%	-2,7%	5,8%	24,6%	-3,7%
Tăng trưởng LN gộp	20,4%	55,6%	29,4%	-47,0%	39,8%	97,2%	-7,2%
Tăng trưởng LN ròng	-982,3%	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	151,9%	-6,4%
Tăng trưởng EPS	-982,3%	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	151,9%	-6,4%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	12,9%	13,2%	15,0%	8,2%	10,8%	17,1%	16,5%
Biên EBITDA	11,8%	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	13,1%	12,5%
Biên LN hoạt động	11,8%	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	13,1%	12,5%
Biên LN ròng	1,5%	6,5%	10,8%	2,1%	5,0%	10,0%	9,7%
ROAA	1,7%	11,3%	18,0%	3,4%	8,1%	17,3%	14,4%
ROAE	2,2%	14,1%	21,9%	3,9%	9,7%	22,0%	18,4%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,6	515,6	200,3	35,8	395,7	-	-
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	10,7	-22,0	-80,4	-24,2	-9,6	-13,7	-12,7
Nợ vay / Vốn	3,3%	2,4%	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ vay / VCSH	3,9%	3,0%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ vay ròng / VCSH	2,3%	-15,8%	-13,6%	-48,6%	-66,2%	-76,3%	-79,9%

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5
Vòng quay khoản phải thu	10,4	25,7	16,3	15,5	53,8	63,8	51,9
Số ngày phải thu	33	8	39	8	6	7	7
Vòng quay khoản phải trả	10,6	11,9	15,6	29,8	14,8	10,2	9,0
Số ngày phải trả	33	39	11	14	36	40	40
Vòng quay hàng tồn kho	5,9	6,9	5,2	6,4	7,8	8,2	7,8
Số ngày tồn kho	49	75	73	44	50	46	46
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	2,3	4,4	5,9	3,9	3,7	4,1
Hệ số thanh toán nhanh	0,8	1,0	2,5	4,3	3,0	3,0	3,4

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>