

CTCP DAP – Vinachem (DDV)

Khả quan (Duy trì)

Chemicals

Giá hiện tại	VND34.900
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND34.900/VND13.650
Giá mục tiêu	VND39.700
Cập nhật gần nhất	30.000
Consensus	NA
Tiềm năng tăng giá	13,8%
Tỷ suất cổ tức	3,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	16,8%

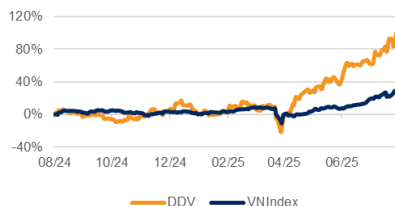
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	192
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,5
Sở hữu NN (tr USD)	84,5
Số CP lưu hành (tr)	146,1
Số CP sau pha loãng (tr)	146,1

	DDV	Ngành	VNI
P/E Trượt	14,2x	22,5x	14,3x
P/B Hiện tại	2,6x	2,2x	2,0x
ROA	13,1%	10,2%	2,2%
ROE	18,5%	18,4%	13,8%

*dữ liệu ngày 10/08/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
DDV	15,8	45,2	106,0
VNINDEX	13,5	26,7	30,0

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. Tận dụng cơ sở hạ tầng cảng biển và logistics, DDV 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

Lợi nhuận bùng nổ nhờ giá DAP tăng mạnh

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với tiềm năng tăng giá 13,8% và tỷ suất cổ tức 3%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 32,3%, trong khi giá cổ phiếu đã tăng 33,9% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn được thúc đẩy bởi dự báo EPS tăng và hệ số P/B mục tiêu cao hơn.
- P/E hiện tại là 14,2 lần, thấp hơn mức P/E TB 5 năm (31,4 lần), và định giá thấp so với tiềm năng tăng trưởng LN năm 2025 và vị thế dẫn đầu của công ty trên thị trường phân bón DAP tại Việt Nam.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng Q2/25 tăng 139,4% svck lên 153,2 tỷ đồng, nhờ doanh thu DAP, NH3 tăng trưởng mạnh và biên LN gộp cải thiện.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025 sẽ tăng 265,3% svck lên 615 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi kết quả kinh doanh vượt trội từ mảng kinh doanh cốt lõi.

Luận điểm đầu tư

Giá DAP thế giới tăng mạnh hỗ trợ giá bán bình quân của DDV

Giá DAP thế giới (DAP Ma-rốc) tăng 33% kể từ đầu năm và tăng trung bình 17,6% svck trong 7T25, chủ yếu do nguồn cung toàn cầu bị thắt chặt dù Trung Quốc đã nổi lại xuất khẩu từ tháng 5 nhưng hạn ngạch thấp, đồng thời Trung Quốc vẫn ưu tiên dự trữ chiến lược và đảm bảo nguồn cung nội địa. Với nhu cầu DAP ổn định tại các thị trường lớn và chi phí đầu vào như lưu huỳnh tăng, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố này sẽ giữ giá DAP ở mức cao trong nửa cuối năm 2025, qua đó giúp giá DAP bình quân cả năm 2025 tăng 22% svck. Theo đà tăng của giá DAP thế giới, chúng tôi dự báo giá bán bình quân DAP của DDV tăng 20,8% svck trong 2025, trước khi điều chỉnh giảm trở lại vào năm 2026, phù hợp với dự báo giá DAP thế giới.

Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng tiêu thụ DAP tăng trong 2025

Sản lượng tiêu thụ DAP của DDV trong nửa đầu năm 2025 tăng 12,2% svck lên 146.016 tấn, cho thấy nhu cầu vẫn tích cực tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu thắt chặt. Dù nhu cầu từ các nhà máy NPK và hoạt động xuất khẩu được kỳ vọng duy trì cao trong nửa cuối 2025, chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ DAP sẽ tăng 10% trong 2025 lên 268.202 tấn và tăng tiếp 5% trong 2026, phản ánh giới hạn công suất hiện tại như đã phân tích trong báo cáo trước.

Biên LN gộp mở rộng nhờ giá bán tăng mạnh, dù giá nguyên liệu đầu vào tăng

Chúng tôi dự báo chi phí sản xuất DAP trong 2025 tăng 7,2% svck do giá lưu huỳnh/quặng apatit tăng mạnh, phần nào được bù đắp bởi giá than hạ nhiệt. Dù vậy, biên LN gộp DAP vẫn kỳ vọng mở rộng 9,6 đ % svck lên 19,7% trong 2025 nhờ giá bán tăng mạnh hơn chi phí. Biên LN gộp NH3 cũng dự kiến tăng 7,3 đ % svck từ nền thấp 2024, góp phần kéo biên LN gộp tổng hợp tăng 7,3 đ % svck lên 18,1% trong 2025. Năm 2026, biên LNG dự báo giảm nhẹ còn 17,9% khi giá bán hạ nhiệt.

Mảng trading NH3 kỳ vọng đóng góp lớn hơn vào kết quả kinh doanh 2025

Doanh thu mảng trading NH₃ tăng gần 20 lần svck trong 6T25, phản ánh tiềm năng rõ nét của mảng mới triển khai từ 2024. DDV đang xúc tiến đầu tư bồn chứa NH₃ nhằm hoàn thiện chuỗi cung ứng. Chúng tôi nâng mạnh dự phóng doanh thu/LN gộp NH₃ năm 2025, tăng lần lượt 28/57,3 lần svck, nhờ nhu cầu trong nước tích cực, khả năng kết nối đầu mối nhập khẩu thuận lợi và định hướng đầu tư bài bản.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-2,7%	5,8%	60,6%	-6,1%
Tăng trưởng EPS	-80,7%	144,1%	265,3%	-21,4%
Biên LN gộp	8,2%	10,8%	18,1%	16,1%
Biên LN ròng	2,1%	5,0%	11,2%	9,4%
P/E (x)	69,9	28,6	7,8	10,0
P/B (x)	2,4			
ROAE	3,9%	9,7%	30,5%	19,9%

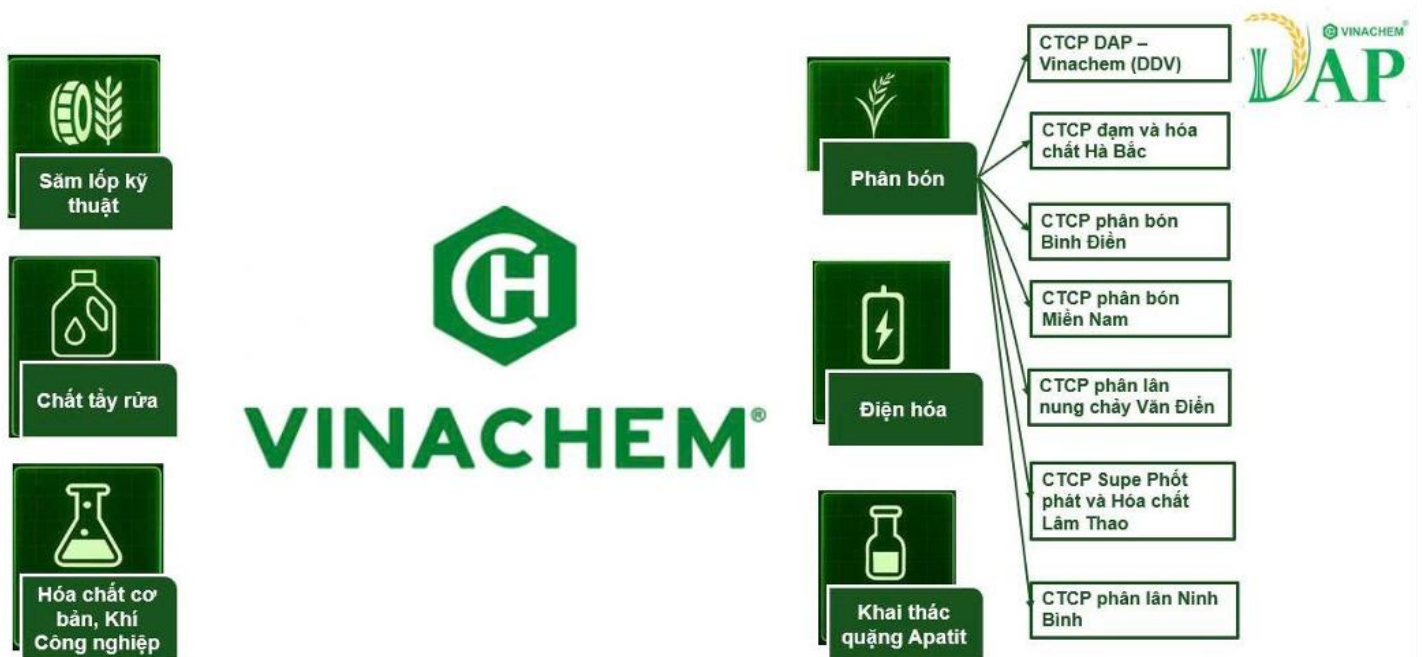
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp:

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

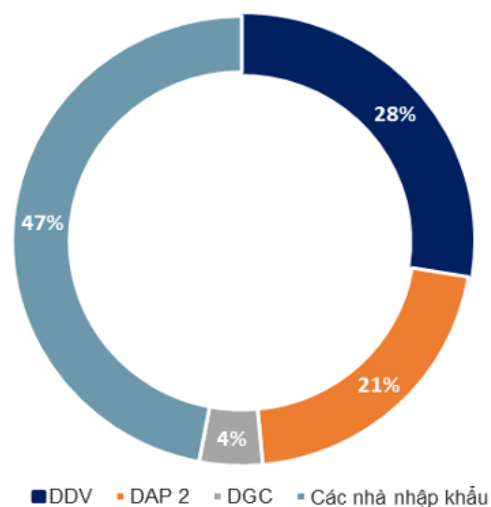
Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (DDV), thành lập năm 2008, là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất phân bón Diammonium Phosphate (DAP) và hiện chiếm khoảng 30% thị phần trong nước. Cùng với Công ty Cổ phần DAP số 2 – VINACHEM, DDV là một trong hai doanh nghiệp duy nhất sản xuất phân bón DAP tại 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: Thị phần tiêu thụ phân bón DAP tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q2/25: Lợi nhuận bùng nổ nhờ giá DAP tăng mạnh

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q3/25

Tỷ đồng	Q2/25	% svck	6T25	% svck	6T25 so với kế hoạch cả năm
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	75.216	3,7%	146.016	12,2%	54,4%
Doanh thu thuần	1.601	71,0%	2.757	60,9%	65,7%
- DAP	1.222	33,0%	2.277	147,3%	58,1%
- NH3 tự doanh	373,2	1885,1%	477,9	2442,0%	170,7%
LN gộp	238,2	116,0%	426,5	139,2%	59,5%
Chi phí bán hàng & QLDN	69,5	49,8%	114,2	28,0%	48,8%
Doanh thu tài chính thuần	23,3	42,1%	31,8	33,6%	63,6%
EBIT	168,7	164,0%	312,3	250,5%	64,7%
LN trước thuế	191,8	138,9%	344,1	204,8%	64,6%
LN ròng	153,2	139,4%	275,0	204,5%	64,9%
Biên LN gộp	14,9%	3,1 điểm %	3,1%	5,1 điểm %	
Biên LN ròng	9,6%	2,7 điểm %	2,7%	4,7 điểm %	

Nguồn: DDV, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q2/25 tăng vọt nhờ mảng DAP và kinh doanh NH3

Doanh thu thuần Q2/25 tăng mạnh 71,0% svck, đạt 1.601 tỷ đồng, nhờ tăng trưởng vượt trội ở cả hai mảng DAP và kinh doanh NH₃. Doanh thu DAP tăng 33% svck lên 1.222 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi sản lượng tiêu thụ tăng 3,7% svck và giá bán bình quân tăng mạnh 28,1% svck. Trong khi đó, doanh thu từ mảng kinh doanh NH₃ tăng gần 20 lần svck lên 373 tỷ đồng, nhờ DDV đẩy mạnh hoạt động kinh doanh NH₃ khi cơ sở hạ tầng mảng hóa chất được nâng cấp.

Biên LN gộp mở rộng mạnh mẽ nhờ giá DAP tăng mạnh

Biên lợi nhuận gộp tổng hợp trong Q2/25 cải thiện 3,1 điểm % svck lên 14,9%, giúp lợi nhuận gộp tăng 116% svck lên 238,2 tỷ đồng. Mức cải thiện này chủ yếu nhờ biên LN gộp của mảng DAP - hoạt động cốt lõi của DDV tăng 2,5 điểm % svck lên 14,2%, bù đắp hoàn toàn cho mức giảm 6,8 điểm % svck của biên LN gộp mảng kinh doanh NH₃, xuống còn 16,1%. Biên LN gộp mảng DAP cải thiện nhờ giá DAP tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung DAP trên thế giới khan hiếm, lần át hoàn toàn đà tăng của một số chi phí đầu vào như lưu huỳnh. Trong khi đó, biên LN gộp mảng kinh doanh NH₃ giảm có thể do giá nhập khẩu tăng trong khi giá bán trong nước không được điều chỉnh tương ứng.

Lợi nhuận ròng Q2/25 tăng vọt bất chấp chi phí tăng mạnh

Chi phí bán hàng và QLDN trong Q2/25 tăng 49,8% svck lên 69,5 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí nhân viên và chi phí quản lý tăng theo quy mô hoạt động. Trong khi đó, doanh thu tài chính thuần tăng 42,1% svck lên 23,3 tỷ đồng nhờ lãi tiền gửi và chênh lệch tỷ giá tăng. Tóm lại, lợi nhuận ròng Q2/25 tăng vọt 139,4% svck lên 153,2 tỷ đồng, chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tích cực.

Lợi nhuận ròng nửa đầu năm 2025 vượt kỳ vọng của chúng tôi

Tóm lại, doanh thu thuần nửa đầu năm 2025 tăng mạnh 60,9% svck lên 2,7 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 65,7% dự báo cả năm của chúng tôi. Lợi nhuận ròng cùng kỳ tăng vọt 204,5% svck lên 275 tỷ đồng. Kết quả này vượt kỳ vọng của chúng tôi, đạt 64,9% dự báo cả năm 2025.

Phân tích bảng cân đối kế toán: Duy trì nền tảng tài chính vững chắc

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
Tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn	1.050	1.103	1.176	1.412	1.456
Tổng nợ vay	36	-	-	-	-
Lãi tiền gửi	11,6	4,4	14,1	7,8	14,4
Chi phí lãi vay	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Thu nhập lãi thuần	11,5	4,3	14,0	7,5	14,3
Số ngày phải thu	27,0	24,8	17,1	15,3	19,4
Số ngày hàng tồn kho	28,9	31,0	47,8	39,6	23,5
Số ngày phải trả	15,6	24,9	34,4	36,3	27,4
Capex	13,2	7,2	2,9	9,7	52,1
Tài sản cố định	520	486	452	441	473
Nợ vay ròng/VCSH	-59,7%	-64,2%	-66,2%	-74,4%	-76,5%

Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối Q2/25, tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn của DDV tăng 3,1% sv quý trước lên 1.412 tỷ đồng, trong khi công ty duy trì dư nợ vay bằng 0, cho thấy vị thế thanh khoản mạnh, đủ khả năng tự tài trợ vốn lưu động mà không phụ thuộc vào vốn vay. Tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu tăng 2,1 điểm % sv quý trước lên 76,5%.

Về đầu tư, capex tăng 5,4 lần sv quý trước lên 52,1 tỷ đồng, chủ yếu dành cho nâng cấp cơ sở vật chất, phù hợp với kỳ vọng sản xuất và hoạt động kinh doanh sôi động hơn trong năm 2025.

Về các chỉ số hoạt động, số ngày tồn kho giảm 16 ngày sv quý trước xuống 23,5 ngày, phản ánh tốc độ bán hàng cải thiện nhờ nhu cầu DAP trong nước và xuất khẩu tăng. Ngược lại, số ngày phải thu tăng 4,1 ngày sv quý trước, trong khi số ngày phải trả giảm 8,9 ngày sv quý trước, phần nào ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý vốn lưu động. Dù vậy, nền tảng tài chính của DDV vẫn vững chắc.

Triển vọng 2025-26: LN tăng mạnh nhờ giá DAP cao và đóng góp từ mảng trading NH3

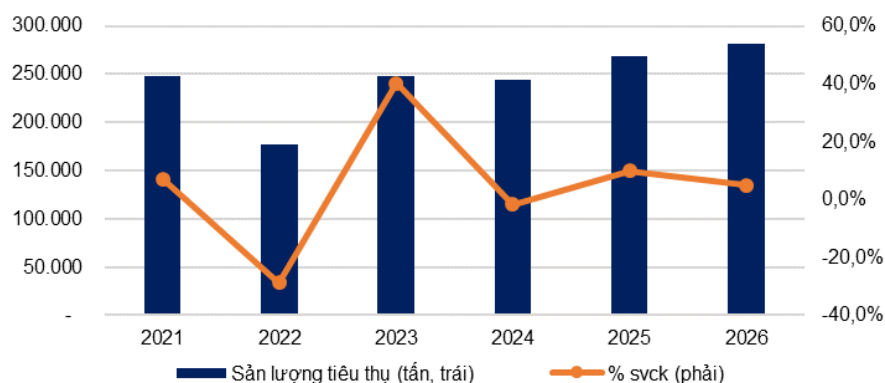
Hình 5: Dự báo lợi nhuận năm 2025-26

tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ 2025	2026	Mới 2025	2026	% svck 2025	2026	% thay đổi 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	16.356	14.086	20,8%	-13,9%	11,9%	5,8%	Chúng tôi nâng dự báo giá DAP bình quân năm 2025 thêm 11,9%, phù hợp với xu hướng giá DAP toàn cầu.
Sản lượng tiêu thụ DAP (tấn)	243.820	268.202	281.612	268.202	281.612	10,0%	5,0%	0,0%	0,0%	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3.365	4.194	4.039	5.404	5.073	60,6%	-6,1%	28,9%	25,6%	
DAP	3.302	3.919	3.748	4.387	3.967	32,9%	-9,6%	11,9%	5,8%	Chúng tôi dự báo doanh thu DAP năm 2025 cao hơn, được thúc đẩy bởi việc điều chỉnh tăng giá bán DAP bình quân.
NH3 tự doanh	38	280	294	1.050	1.134	2700,0%	8,0%	275,0%	285,7%	Chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự báo doanh thu NH3 năm 2025, khi kết quả kinh doanh 1H25 cao hơn đáng kể so với kỳ vọng.
LN gộp	363	717	665	977	816	168,9%	-16,5%	36,3%	22,7%	
Biên LN gộp	10,8%	17,1%	16,5%	18,1%	16,1%	7,3 điểm %	-2,0 điểm %	1,0 điểm %	-0,4 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo biên LN gộp DAP năm 2025 thêm 2,4 điểm % nhờ giá bán bình quân DAP dự kiến cao hơn.
- Biên LN gộp DAP	10,1%	17,3%	16,9%	19,7%	17,9%	9,6 điểm %	-1,8 điểm %	2,4 điểm %	1,0 điểm %	
- Biên LN gộp NH3 tự doanh	6,9%	15,0%	12,0%	14,2%	12,2%	7,3 điểm %	-2,0 điểm %	-0,8 điểm %	0,2 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên LN gộp năm 2025 của mảng trading NH3 xuống 0,8 điểm %, do kỳ vọng giá NH3 nhập khẩu sẽ phục hồi nhẹ trong 2H25, gây áp lực tăng chi phí nhập khẩu và thu hẹp biên LN gộp.
Chi phí bán hàng & QLDN	196	234	225	263	283	34,4%	7,6%	12,4%	25,8%	Chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo chi phí bán hàng & QLDN năm 2025 thêm 12,4%, phù hợp với việc nâng dự báo doanh thu.
Doanh thu tài chính thuần	43	50	59	59	74	36,4%	25,4%	17,5%	26,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu tài chính thuần năm 2025 thêm 17,5%, phản ánh kỳ vọng thu nhập lãi tiền gửi cao hơn nhờ số dư tiền gửi có kỳ hạn tăng.
LN trước thuế	212	533	499	773	607	265,4%	-21,5%	45,0%	21,6%	
LN ròng	168	424	397	615	483	265,3%	-21,5%	45,0%	21,7%	
EPS (VND)	1.152	2.902	2.718	4.209	3.307	265,3%	-21,4%	45,0%	21,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng tiêu thụ DAP tăng trong 2025

Hình 6: Dự báo sản lượng tiêu thụ DAP của DDV



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng tiêu thụ DAP của DDV trong 6T25 tăng 12,2% svck lên 146.016 tấn, phản ánh nhu cầu mạnh ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu khan hiếm. Dù kỳ vọng nhu cầu tiếp tục cao trong nửa cuối năm 2025, đặc biệt từ các nhà sản xuất NPK và thị trường xuất khẩu, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ DAP của DDV tăng 10% trong

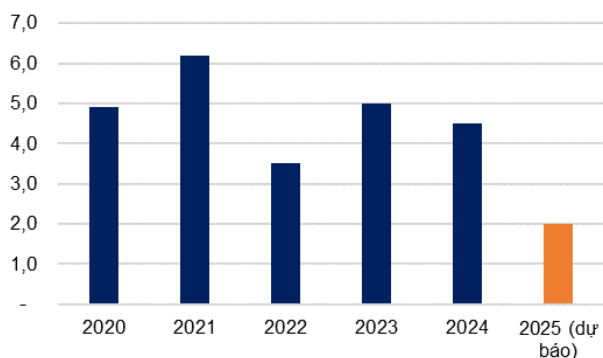
năm 2025 lên 268.202 tấn và tăng thêm 5% trong năm 2026 lên 281.612 tấn, do giới hạn công suất như đã đề cập trong báo cáo cập nhật trước.

Giá DAP thế giới tăng do nguồn cung thắt chặt, giúp nâng giá bán DAP trung bình của DDV

Giá DAP thế giới kỳ vọng duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2025

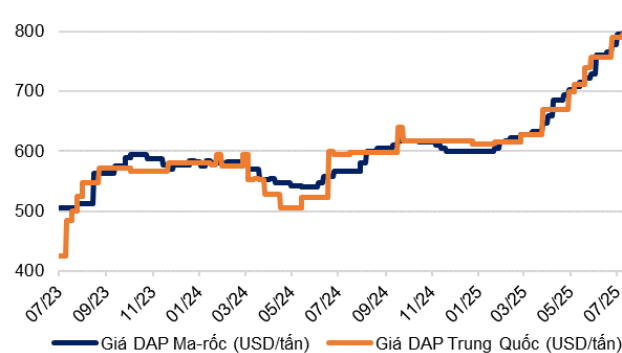
Giá DAP tại Trung Quốc/Morocco bình quân trong 7T25 đạt lần lượt 665/663 USD/tấn, tăng 20,3%/17,6% svck, chủ yếu do nguồn cung toàn cầu tiếp tục thắt chặt khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu. Tổng sản lượng xuất khẩu DAP của Trung Quốc trong 5T25 giảm hơn 90% svck xuống 92.000 tấn. Dù Trung Quốc đã nối lại xuất khẩu DAP vào cuối tháng 5 với sản lượng đạt 500.000 tấn trong tháng 6, nhưng chưa ghi nhận lô hàng nào xuất sang Ấn Độ (nhà nhập khẩu DAP lớn nhất thế giới). Do đó, thị trường DAP toàn cầu phản ứng hạn chế trước sự trở lại của Trung Quốc, khi giá DAP Trung Quốc/Morocco vẫn tăng thêm 12% từ cuối tháng 5 đến cuối tháng 7.

Hình 7: Sản lượng xuất khẩu DAP của Trung Quốc năm 2025 dự kiến khoảng 2 triệu tấn, thấp hơn nhiều so với các năm trước



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Giá DAP thế giới tiếp tục tăng mạnh trong 7T25



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

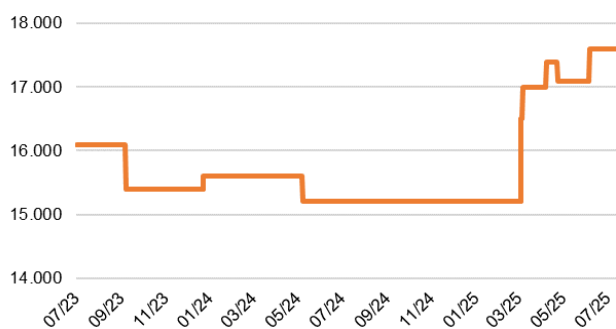
Theo nhiều nguồn tin trong ngành, hạn ngạch xuất khẩu DAP năm 2025 của Trung Quốc chỉ khoảng 2 triệu tấn (thấp hơn đáng kể so với các năm trước từ 4-6 triệu tấn) sẽ không tạo áp lực lớn tới giá DAP thế giới trong 5 tháng cuối năm 2025. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách dự trữ chiến lược để đảm bảo an ninh nguồn cung phân bón trong nước, bao gồm DAP. Bên cạnh mục tiêu ổn định thị trường nội địa, một nguyên nhân quan trọng khác là nhu cầu tăng mạnh đối với pin lithium iron phosphate (LFP) sử dụng cho ngành công nghiệp xe điện. Việc sản xuất loại pin này đòi hỏi vật liệu gốc phốt pho như axit phosphoric, vốn cạnh tranh trực tiếp với đầu vào sản xuất DAP. Do đó, Trung Quốc có khả năng sẽ ưu tiên nguồn phốt pho cho ngành công nghiệp năng lượng mới, qua đó tiếp tục hạn chế xuất khẩu DAP trong thời gian tới. Bên cạnh đó, nhu cầu tại các thị trường tiêu thụ lớn như Ấn Độ vẫn cao cùng với giá một số nguyên liệu đầu vào chủ chốt như lưu huỳnh tăng mạnh trong 7T25 (+150% YoY), tạo thêm áp lực lên chi phí sản xuất phân DAP.

Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố này sẽ tiếp tục hỗ trợ mặt bằng giá DAP duy trì ở mức cao trong nửa cuối 2025. Tóm lại, chúng tôi dự báo giá DAP Ma-rốc (cơ sở dự báo giá DAP thế giới của chúng tôi) sẽ tăng 22% svck trong năm 2025 trước khi giảm 13% svck trong năm 2026 với giả định nguồn cung DAP thế giới phục hồi.

Chúng tôi kỳ vọng giá bán DAP trung bình của DDV tiếp tục tăng mạnh trong 2025, vượt dự báo trước đây của chúng tôi

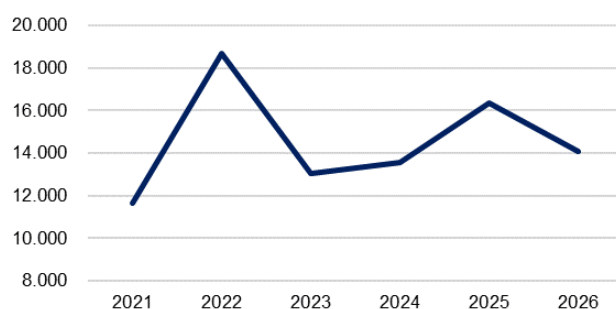
Giá bán DAP Đình Vũ trung bình trong 7T25 tăng khoảng 19,6% svck đạt 15,5 triệu đồng/tấn theo xu hướng giá DAP thế giới. Chúng tôi kỳ vọng giá DAP của DDV sẽ bám sát xu hướng thế giới trong 5 tháng cuối 2025, với kỳ vọng giá bán trung bình sẽ tăng mạnh 20,8% svck lên 16,3 triệu đồng/tấn trong 2025 (bao gồm cả tác động của luật thuế GTGT sửa đổi). Năm 2026, chúng tôi dự báo giá bán trung bình sẽ giảm 13,9% svck xuống 14,1 triệu đồng/tấn.

Hình 9: Giá DAP nội địa của DDV cũng tăng mạnh trong 7T25 (đồng/kg)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân DAP của DDV tăng 18,8% svck trong 2025 trước khi hạ nhiệt vào năm 2026 (đồng/kg)



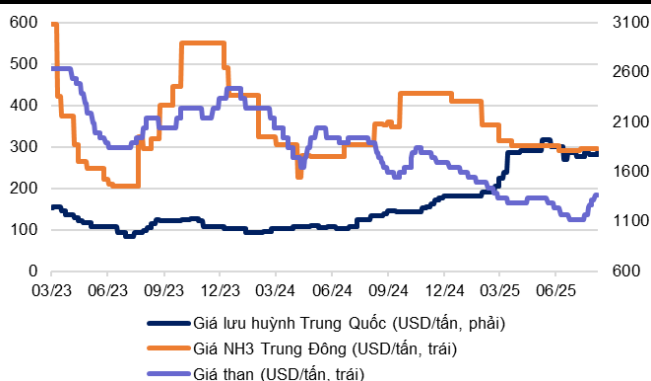
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp DAP kỳ vọng mở rộng mạnh mẽ bất chấp giá nguyên liệu đầu vào tăng

Trong 7T25, giá một số nguyên vật liệu đầu vào chính sản xuất DAP trên thị trường thế giới ghi nhận diễn biến trái chiều. Cụ thể, giá lưu huỳnh/NH3 tăng lần lượt 150%/3% svck, trong khi giá than giảm sâu 34% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giá quặng apatit - nguyên liệu chính sản xuất DAP - tiếp tục xu hướng tăng do nguồn cung nội địa hạn chế, buộc doanh nghiệp phải tăng cường nhập khẩu với mức giá cao hơn, qua đó tạo thêm áp lực lên chi phí đầu vào. Cho cả năm 2025, chúng tôi dự báo giá lưu huỳnh/quặng apatit tăng lần lượt 120%/12% svck, trong khi giá NH3/than có thể giảm 7,8%/32% svck. Diễn biến này dự kiến sẽ tạo ra tác động hỗn hợp lên giá vốn sản xuất DAP, khiến chi phí đầu vào trên mỗi đơn vị sản phẩm (bao gồm cả tác động của luật thuế GTGT sửa đổi) tăng 7,2% svck trong 2025. Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá lưu huỳnh sẽ hạ nhiệt cũng với tác động của luật thuế GTGT sửa đổi sẽ giúp giá vốn sản xuất DAP giảm 11,9% svck.

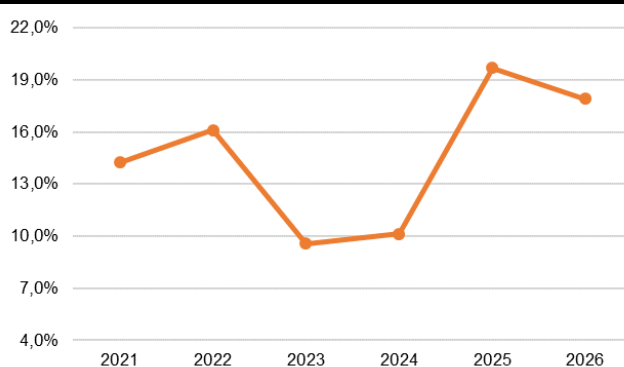
Mặc dù phải đối mặt với áp lực từ chi phí đầu vào tăng, chúng tôi vẫn kỳ vọng biên LN gộp mảng DAP mở rộng mạnh 9,6 điểm % svck lên 19,7% trong 2025, nhờ đà tăng mạnh mẽ của giá bán giúp bù đắp hoàn toàn chi phí nguyên vật liệu tăng. Tuy nhiên, bước sang năm 2026, khi giá DAP được dự báo hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp DAP sẽ thu hẹp nhẹ 1,8 điểm svck xuống 17,9%.

Hình 11: Giá một số nguyên liệu đầu vào sản xuất DAP có diễn biến trái chiều trong 7T25



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp DAP của DDV sẽ mở rộng mạnh mẽ trong 2025

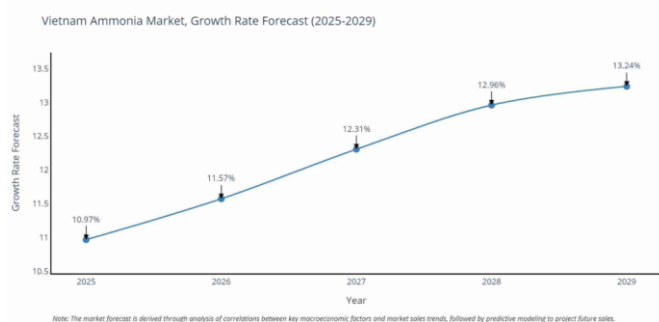


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng trading NH3 thuận lợi đóng góp lớn hơn vào kết quả kinh doanh 2025

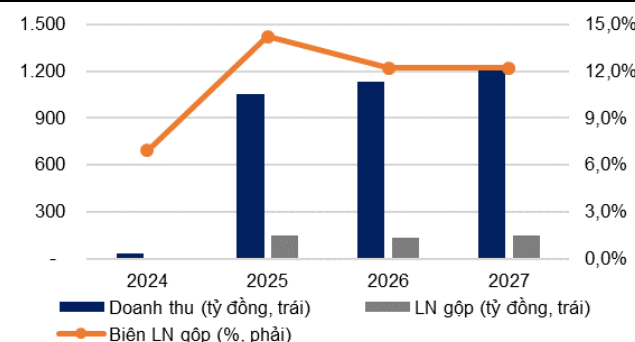
Thị trường NH3 tại Việt Nam được dự báo tăng trưởng ở mức 10,97% trong 2025 và duy trì xu hướng tăng ổn định lên 13,24% trong 2029. Đà tăng này được thúc đẩy bởi sự mở rộng của ngành phân bón nitơ, hóa chất công nghiệp, và ứng dụng trong làm lạnh và làm sạch - nơi NH3 là nguyên liệu đầu vào không thể thiếu. Nắm bắt xu thế này, DDV đã chủ động phát triển mảng trading NH3 từ năm 2024 với tổng doanh thu mảng này đạt 37,5 tỷ đồng trong năm đầu tiên hoạt động. Trong 6T25, doanh thu trading NH3 của DDV tăng vọt gần 20 lần svck. Bên cạnh đó, DDV mới đây cũng công bố thông tin dự án “đầu tư bồn chứa NH3” đang được thực hiện các thủ tục chủ trương đầu tư và chuẩn bị đầu tư cho thấy quyết tâm chiến lược rõ rệt của ban lãnh đạo trong việc biến NH3 trở thành trụ cột tăng trưởng bổ sung bên cạnh mảng DAP.

Hình 13: Dự báo tăng trưởng thị trường NH3 Việt Nam giai đoạn 2025-29



Nguồn: 6WRESEARCH

Hình 14: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng trading NH3 giai đoạn 2025-27



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng mảng này nhờ: 1) đà mở rộng nhu cầu trong nước; 2) năng lực kết nối đầu mối nhập khẩu thông qua hệ thống cơ sở hạ tầng cảng ngày càng cải thiện; và 3) biên LN gộp mảng trading NH3 tương đối (15,6% trong 6T25). Nhờ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự phóng triển vọng kinh doanh mảng trading NH3, với kỳ vọng doanh thu/LN gộp tăng vọt lần lượt 28/57,3 lần trong 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu NH3 sẽ tăng trưởng với CAGR 8% trong 2026-27 nhờ nhu cầu thị trường tích cực và sự mở rộng đầu tư cơ sở hạ tầng cảng và bồn chứa của doanh nghiệp.

Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 39.700 đồng

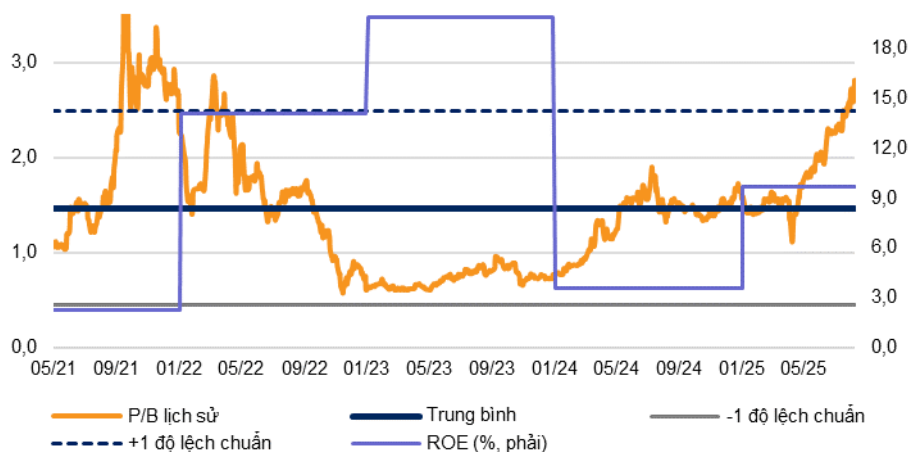
Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 32,3% lên 39.700 đồng, vẫn dựa trên phương pháp định giá hỗn hợp kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp định giá DCF và phương pháp so sánh P/B. P/B mục tiêu năm 2025 của chúng tôi cho DDV là 2,4x, tương đương +1,5 độ lệch chuẩn so với mức P/B bình quân lịch sử của DDV từ tháng 8/2021. Việc điều chỉnh tăng giá mục tiêu chủ yếu phản ánh: 1) tăng dự báo EPS 2025-26; và 2) hệ số P/B mục tiêu tăng từ 2,1x lên 2,4x, phản ánh việc tái định giá cổ phiếu - phù hợp với diễn biến tích cực của giá cổ phiếu trên thị trường hiện tại.

Hình 15: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	39.452	50%	19.726
P/B	39.890	50%	19.945
Giá trị hợp lý (đồng)			39.671
Giá mục tiêu (đồng)			39.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: P/B lịch sử của DDV



Hình 17: 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 18: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	1.903
Nợ	-
Chi phí nợ	1,5%
Mức thuế	20,4%
WACC	13,7%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do

	nửa cuối năm				
Tỷ đồng	2025	2.026	2027	2.028	2029
LN ròng	340	483	426	428	426
Thuế khả dụng	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Chi phí lãi vay	0	-	-	-	-
+ Thay đổi vốn lưu động	34	1	(5)	8	116
- Capex	(80)	(40)	(40)	(40)	(40)
+ Chi phí khấu hao	67	67	66	58	58
Dòng tiền tự do FCFF	361	511	447	454	560
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	339	421	324	290	315
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					1.689
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					2.619
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					4.308

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: 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%	40.213	39.013	37.930	36.877
		1,0%	41.097	39.815	38.661	37.543
		1,5%	42.060	40.685	39.452	38.262
		2,0%	43.113	41.633	40.311	39.039
		2,5%	44.269	42.669	41.247	39.883

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, NH3, lưu huỳnh...), và giá DAP giảm theo xu hướng giá DAP thế giới.

Hình 21: 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	10.900	20	16,2	0,8	5,0%	2,1%	97,5
CTCP supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	20.900	90	14,6	1,6	12,1%	6,7%	49,0
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	28.150	730	44,9	1,7	12,7%	8,6%	0,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	46.200	101	8,8	2,0	28,0%	10,8%	51,5
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	40.700	822	13,9	2,1	15,5%	9,7%	13,3
Trung bình				22,5	2,2	18,4%	10,2%	42,2
CTCP DAP - Vinachem	DDV VN	34.900	192	14,2	2,6	18,5%	13,1%	0,0

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu tại ngày 11/8/2025)

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	5.404	5.073
Giá vốn hàng bán	1.643	2.499	2.780	2.921	3.002	4.427	4.257
Lợi nhuận gộp	243	378	490	260	363	977	816
Chi phí QLDN	89	121	75	104	108	148	154
Chi phí bán hàng	98	76	59	118	88	115	129
LN hoạt động	56	181	356	38	168	714	533
EBITDA thuần	223	333	509	194	326	781	600
Chi phí khấu hao	166	152	154	156	158	67	67
LN HĐ trước thuế và lãi vay	56	181	356	38	168	714	533
Thu nhập tài chính	0	6	15	34	32	50	65
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	773	607
Chi phí thuế	0	0	22	12	43	158	124
Lợi nhuận ròng	28	191	357	69	168	615	483
LN ròng sau điều chỉnh	28	191	357	69	168	615	483

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	18	202	170	219	31	261	263
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2	2	72	212	609	1.145	1.410
Các khoản phải thu ngắn hạn	168	60	345	73	53	148	153
Hàng tồn kho	218	511	558	351	414	485	443
Tài sản ngắn hạn khác	31	65	53	61	124	171	161
Tổng tài sản ngắn hạn	438	911	1.338	1.313	1.767	2.476	2.815
Tài sản cố định	983	863	720	576	452	448	404
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	2.947	3.244
Nợ vay ngắn hạn	50	44	138	-	-	-	-
Phải trả người bán	150	270	88	108	297	424	397
Phải trả ngắn hạn khác	62	81	82	113	161	261	248
Tổng nợ ngắn hạn	261	395	308	221	458	685	644
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	672	1.010
Vốn chủ sở hữu	1.261	1.455	1.802	1.702	1.777	2.259	2.597
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	1.525	1.852	2.112	1.926	2.237	2.947	3.244

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	28	191	380	81	212	773	607
Khấu hao	166	152	154	156	158	67	67
Thuế đã nộp	0	0	(21)	(4)	(37)	(158)	(124)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	107	(82)	(473)	501	144	34	1
LC tiền thuần từ HĐKD	334	270	7	704	438	775	625
Đầu tư TSCĐ	(0)	(15)	(8)	(9)	(34)	(80)	(40)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	1	0	0
Các khoản khác	(0)	(65)	(125)	(362)	(504)	(333)	(437)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(1)	(81)	(133)	(372)	(538)	(413)	(477)
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)	(146)
LC tiền thuần từ HĐTC	(387)	(5)	94	(284)	(88)	(131)	(146)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	71	18	202	170	219	31	261
LC tiền thuần trong kỳ	(53)	184	(32)	48	(188)	231	1
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	18	202	170	219	31	261	263

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	194	1.307	2.445	472	1.152	4.209	3.307
P/E	175,2	25,9	13,9	71,8	29,4	5,4	6,9
PEG 1 năm	(0,2)	0,0	0,2	(0,9)	0,2	0,0	(0,3)
EV/EBIT	87,7	27,3	13,9	132,0	29,6	6,9	9,3
EV/EBITDA	22,2	14,9	9,7	25,6	15,2	6,3	8,3
P/S	17,4	11,5	10,2	10,5	10,0	6,2	6,6
P/B	3,9	3,4	2,7	2,9	2,8	1,5	1,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	1,8%	2,7%	2,9%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	-40,9%	-127,1%	-78,1%	-23,8%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng DT	14,6%	52,6%	13,6%	-2,7%	5,8%	60,6%	-6,1%
Tăng trưởng LN gộp	20,4%	55,6%	29,4%	-47,0%	39,8%	169,0%	-16,5%
Tăng trưởng LN ròng	-982,3%	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	265,3%	-21,4%
Tăng trưởng EPS	-982,3%	575,2%	87,1%	-80,7%	144,1%	265,3%	-21,4%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	12,9%	13,2%	15,0%	8,2%	10,8%	18,1%	16,1%
Biên EBITDA	11,8%	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	14,5%	11,8%
Biên LN hoạt động	11,8%	11,6%	15,6%	6,1%	9,7%	14,5%	11,8%
Biên LN ròng	1,5%	6,5%	10,8%	2,1%	5,0%	11,2%	9,4%
ROAA	1,7%	11,3%	18,0%	3,4%	8,1%	23,7%	15,6%
ROAE	2,2%	14,1%	21,9%	3,9%	9,7%	30,5%	19,9%
					12,4%		25,2%

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	-9,8	-15,0
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%	-74,0%	-79,2%

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,7	1,6	1,6	1,6	2,1	1,7
Vòng quay khoản phải thu	10,4	25,7	16,3	15,5	53,8	54,5	34,2
Số ngày phải thu	33	8	39	8	6	10	11
Vòng quay khoản phải trả	10,6	11,9	15,6	29,8	14,8	12,3	10,4
Số ngày phải trả	33	39	11	14	36	35	34
Vòng quay hàng tồn kho	5,9	6,9	5,2	6,4	7,8	9,8	9,2
Số ngày tồn kho	49	75	73	44	50	40	38
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	2,3	4,4	5,9	3,9	3,6	4,4
Hệ số thanh toán nhanh	0,8	1,0	2,5	4,3	3,0	2,9	3,7

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

Hoàng Việt Phương – Giám đốc khối Phân tích

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

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 – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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