

CÔNG TY CỔ PHẦN DAP - VINACHEM (UPCoM: DDV)
Trịnh Thị Minh Thảo

Chuyên viên tư vấn đầu tư

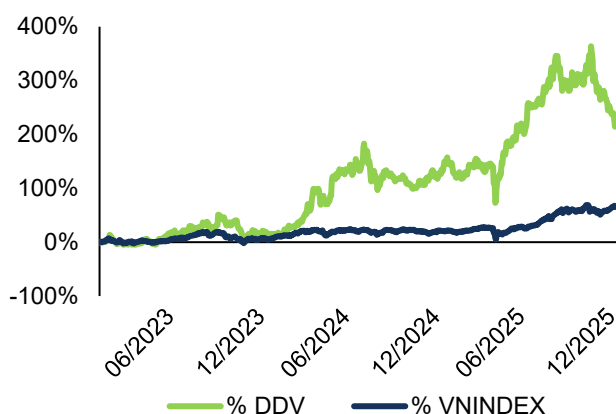
Email: thaottm@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7999

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Hòa

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu DDV và VNIndex


Thông tin giao dịch		10/12/2025
Giá đóng cửa (VND/cp)		24.900
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)		36.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)		13.553
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)		146,110
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)		146,110
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		891.930
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		0,00
Vốn hóa (tỷ VND)		3.636
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)		3.798
P/E Trailing 12 tháng		6,56x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP DAP - Vinachem
Địa chỉ	Lô N5.8 Khu công nghiệp Đình Vũ. Phường Đông Hải. TP Hải Phòng
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh phân bón DAP. axit. Thương mại NH3
Chi phí chính	Chi phí quặng Apatit. chi phí NH3
Rủi ro chính	Rủi ro giá DAP thế giới giảm

Cơ cấu cổ đông		(%)
Cổ đông cá nhân		70,1
Cổ đông tổ chức		29,9

Giá hiện tại:	24.900	Khuyến nghị MUA
Giá mục tiêu:	29.400	
Tăng:	18,1%	

TRIỂN VỌNG TỪ TĂNG TRƯỞNG XUẤT KHẨU DAP VÀ MỞ RỘNG KINH DOANH HOÁ CHẤT

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DDV với giá mục tiêu là **29.400 VND/cp**, cao hơn **18,1%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 10/12/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE VÀ FCFF). Các luận điểm đầu tư chính như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng DAP (78% doanh thu, 81% lợi nhuận gộp)**
 - **Sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 3,7% trong giai đoạn 2025F – 2029F, được dẫn dắt bởi thị trường xuất khẩu.** Trong khi nhu cầu nội địa duy trì ổn định, nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu như Ấn Độ và Sri Lanka dự báo tăng mạnh, với CAGR lần lượt là 5,5% và 7,2%, cộng với nguồn cung toàn cầu thiếu hụt ít nhất đến hết 2027 tạo ra khoảng trống cung cho DDV mở rộng thị trường xuất khẩu. ([chi tiết](#))
 - **Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh, duy trì quanh mức 20% trong giai đoạn 2025F – 2029F.** Chúng tôi kỳ vọng BLNG của mảng DAP năm 2025 là 21,5% (+9 đpt YoY) và sẽ duy trì quanh mức 20% từ 2026F – 2029F do (1) giá DAP thế giới vẫn neo ở mức cao khi nguồn cung toàn cầu thiếu hụt, (2) nhà máy DAP hết khấu hao vào Q2/2025 và (3) hưởng lợi từ luật thuế GTGT mới khi tiết giảm được 1,5 – 2,6% chi phí giá vốn. ([chi tiết](#))
- **Mảng thương mại Amoniac (21% doanh thu, 17% LNG)**
 - **Tăng thêm nguồn thu nhờ phát triển mảng thương mại Amoniac (NH3).** Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng thương mại amoniac trong 9T2025 đạt lần lượt đạt 868 tỷ VND (+3551% YoY) và 129 tỷ VND (+8364% YoY). Chúng tôi kỳ vọng mảng này tiếp tục tăng trưởng với CAGR = 3% trong giai đoạn 2026F – 2029F nhờ (1) lợi thế về hạ tầng cảng và (2) nhu cầu amoniac trong nước ngày càng tăng để sản xuất phân Urê. ([chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Biến động giá nguyên liệu (Apatit, Amoniac, lưu huỳnh).** Ba nguyên liệu chính chiếm 84% chi phí nguyên vật liệu: Giá quặng Apatit tăng cao do nguồn cung hạn hẹp, giá amoniac và lưu huỳnh biến động theo giá khí tự nhiên và giá dầu thô, ảnh hưởng trực tiếp lên giá thành sản xuất của DDV. ([chi tiết](#))

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

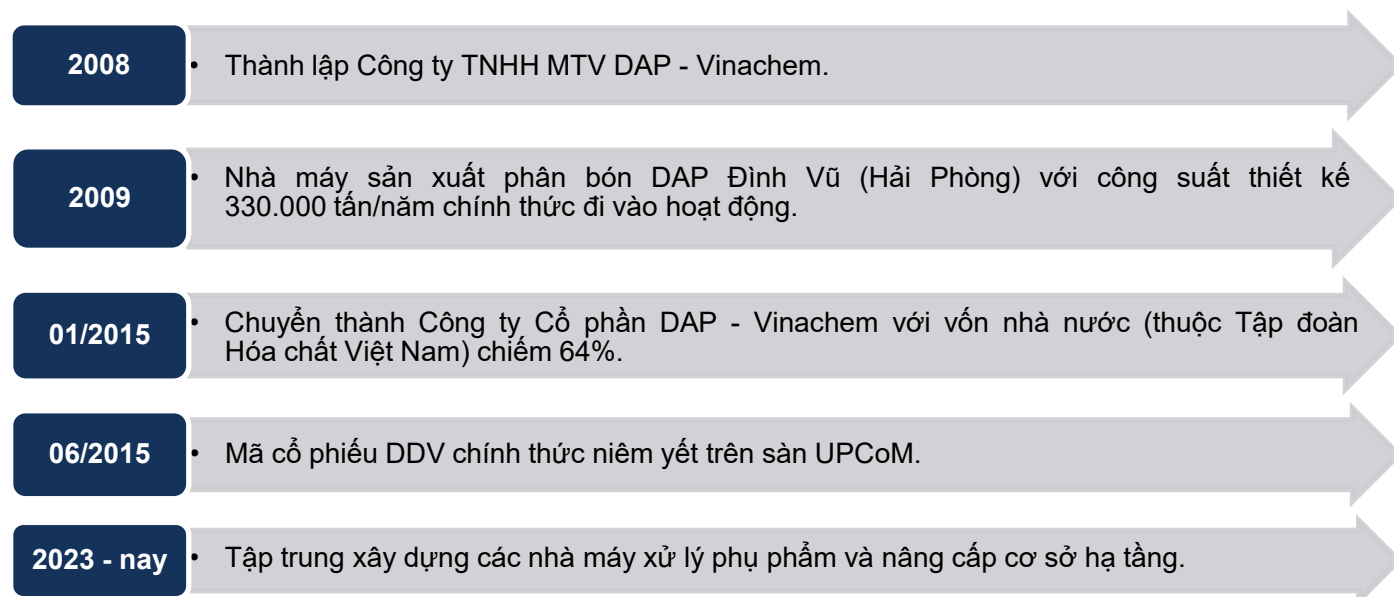
I. Thông tin doanh nghiệp



Công ty Cổ phần DAP – Vinachem (DDV) được thành lập vào năm 2008 tại Khu kinh tế Đình Vũ, Hải Phòng (thường gọi là DAP Đình Vũ), với vốn điều lệ 1.461 tỷ VND.

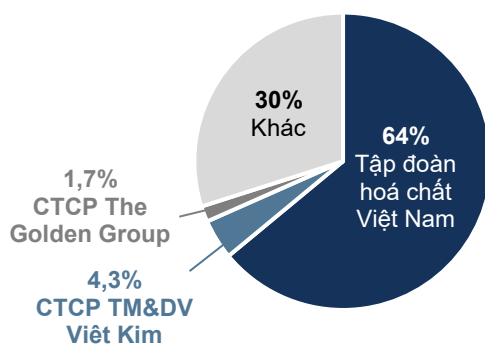
DDV là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất phân bón Diammonium Phosphate (DAP) tại Việt Nam với công suất thiết kế 330.000 tấn/năm, chiếm khoảng 40% công suất DAP trong nước. Cổ phiếu DDV hiện đang giao dịch trên sàn UPCoM.

II. Lịch sử hình thành và phát triển



III. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông của DDV tại ngày 11/12/2025



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

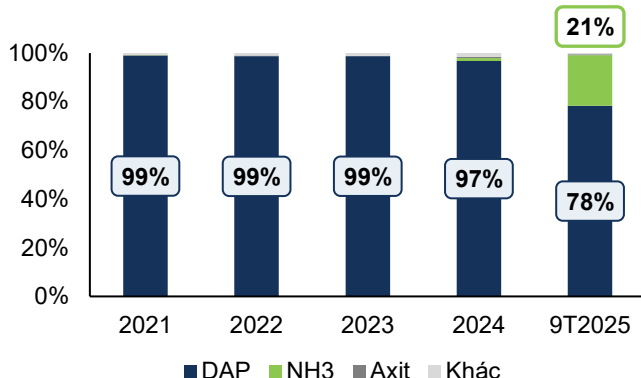
Cơ cấu cổ đông cô đặc: Tính đến ngày 11/12/2025, Tập đoàn hoá chất Việt Nam (Vinachem) là cổ đông lớn nhất nắm giữ 64% cổ phần của DDV. Ngoài ra còn 02 cổ đông tổ chức khác là Công ty cổ phần Thương mại và dịch vụ Việt Kim nắm giữ 4,37% và công ty cổ phần The Golden Group nắm 1,71%.

Trước đây, Vinachem đã từng đề cập kế hoạch thoái vốn tại DDV trong Đề án tái cơ cấu giai đoạn 2021–2025, với phương án giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 51% hoặc thoái toàn bộ vốn sau khi doanh nghiệp hoạt động ổn định. Hiện tại mặc dù DDV đã ra khỏi danh sách 12 dự án yếu kém, quá trình thoái vốn vẫn đang chờ quyết định cuối cùng của Thủ tướng.

IV. Tổng quan hoạt động kinh doanh

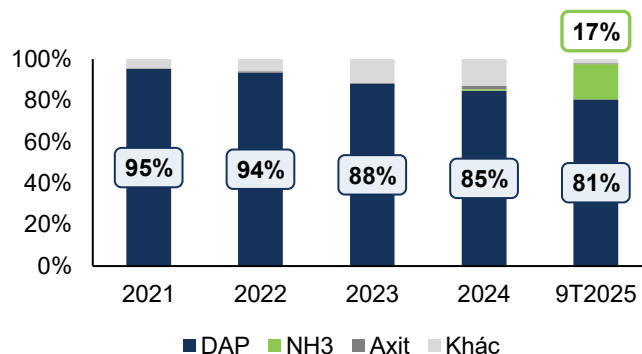
Mảng DAP là mảng kinh doanh chính, chiếm 97% doanh thu và 85% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2021 - 2024. Trong 9T2025, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp có sự thay đổi do sự tăng lên của mảng thương mại Amoniac (NH3).

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu DDV



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

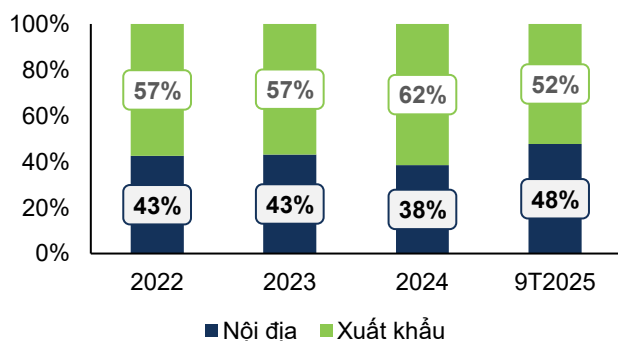
Biểu đồ 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp DDV



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

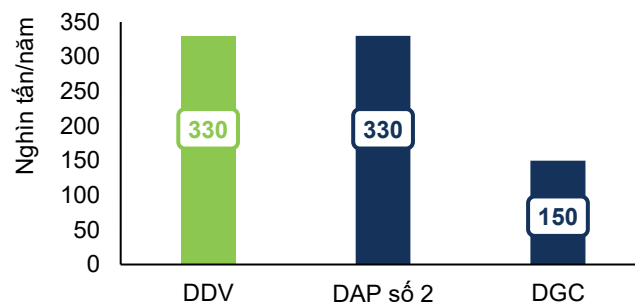
Sản phẩm của DDV được tiêu thụ trên cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Nội địa chiếm khoảng 43% doanh thu của DDV (trung bình 2022 – 9T2025), chủ yếu tiêu thụ ở Đồng Bằng Sông Cửu Long. Xuất khẩu chiếm khoảng 57%, chủ yếu xuất khẩu sang các quốc gia trong khu vực châu Á như Ấn Độ, Sri Lanka, Nhật Bản, Hàn Quốc.

Biểu đồ 5: Doanh thu tập trung ở cả nội địa và xuất khẩu



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 6: DDV dẫn đầu về CSTK phân DAP tại Việt Nam

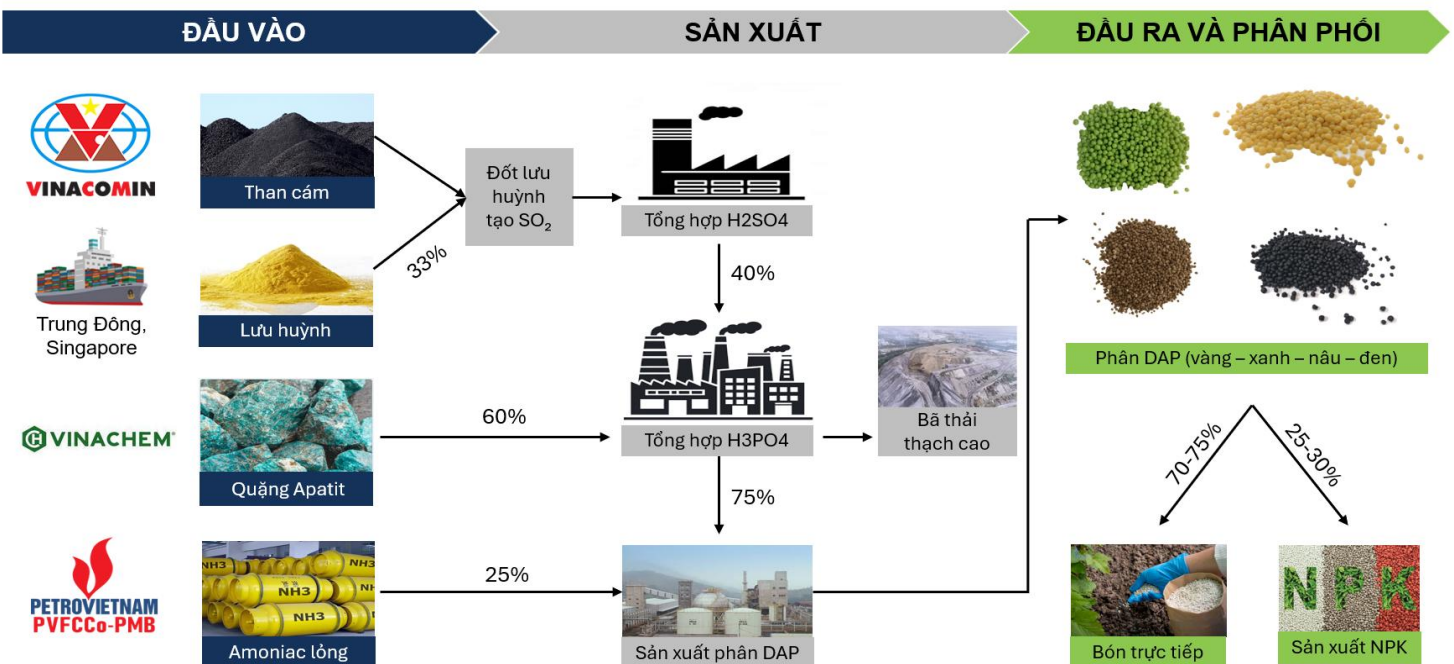


Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

Vị thế của DDV trong mảng sản xuất phân DAP tại Việt Nam: DDV là công ty dẫn đầu về quy mô trong lĩnh vực sản xuất phân bón DAP tại Việt Nam (bên cạnh DAP số 2). Việt Nam hiện có 03 doanh nghiệp tham gia sản xuất phân bón DAP, tập trung chủ yếu tại các khu công nghiệp miền Bắc. Trong đó, DDV là một trong hai doanh nghiệp có năng lực sản xuất phân DAP lớn nhất cả nước, với tổng công suất thiết kế lên đến 330 nghìn tấn/năm, chiếm 40% công suất phân bón DAP trong nước.

B. TỔNG QUAN MẢNG SẢN XUẤT DAP

Chuỗi giá trị sản xuất phân DAP tại Việt Nam



% Chi phí nguyên vật liệu: Than cám (5%), Lưu huỳnh (11%), quặng Apatit (32%), Amoniac lỏng (32%)

Nguồn: FPTS tổng hợp

Diammonium Phosphate (DAP) là phân bón phức hợp cung cấp đồng thời đạm (N ~18%) và lân (P_2O_5 ~46%). DAP được sử dụng cho hầu hết các loại cây trồng nhưng dùng nhiều nhất cho các cây lương thực như lúa, ngô, lúa mì. [\(phụ lục\)](#)

Sản phẩm DAP phục vụ hai kênh tiêu thụ chính là nông nghiệp trực tiếp (70–75%) và nguyên liệu sản xuất NPK (25–30%), được tổng hợp từ dây chuyền gồm 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1: Axit Sunfuric (từ lưu huỳnh) phản ứng với Quặng Apatit theo tỷ lệ 40:60 để tạo Axit Phosphoric (H_3PO_4). Quá trình này ghi nhận lượng bã thải lớn, trung bình 2,08 tấn thạch cao/tấn H_3PO_4 .
- Giai đoạn 2: Axit Phosphoric tiếp tục phản ứng với Amoniac theo tỷ lệ 75:25 để tạo ra phân DAP.

I. Đầu vào: Trữ lượng Apatit chất lượng cao tại Việt Nam đang dần cạn kiệt, phải nhập khẩu bổ sung với chi phí cao

Quặng Apatit là nguyên liệu thô chính, chiếm khoảng 32% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu. Các doanh nghiệp sản xuất DAP chủ yếu sử dụng nguồn nguyên liệu quặng Apatit trong nước, tập trung ở khu vực tỉnh Lào Cai với tổng trữ lượng các loại như sau:

Bảng 1: Trữ lượng và tỷ trọng P_2O_5 của các loại quặng apatit tại Lào Cai (Quy hoạch 866, giai đoạn 2021 – 2050)

Loại quặng	Hàm lượng P_2O_5	Trữ lượng còn lại (triệu tấn)	% đáp ứng	Năm hết quặng	Ghi chú
Quặng loại I	28 - 40%	7,0	87%	2040	Quặng giàu, trữ lượng thấp
Quặng loại II	18 - 25%	183	100%	2037	Khó khai thác, chi phí cao
Quặng loại III	12 - 20%	31	21%	2040	Cần làm giàu trước khi sử dụng
Quặng loại IV	8 - 12%	203	-	-	Chưa có công nghệ tuyển

Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp và ước tính

Trữ lượng Quặng Apatit loại I và loại III tại Việt Nam đang dần cạn kiệt, chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu sản xuất trong nước. Hai loại quặng này là nguồn nguyên liệu chính đang được khai thác và sử dụng. Tuy nhiên, trữ lượng còn lại của quặng loại I và loại III hiện chỉ đạt lần lượt 7 triệu tấn và 31 triệu tấn, chỉ đáp ứng được 21% - 87% nhu cầu sản xuất trong nước hàng năm.

Các loại quặng còn lại (loại II và IV) không phải là giải pháp thay thế hiệu quả do:

- Quặng loại II có hiệu quả kinh tế thấp do đặc tính vật lý khiến chi phí khai thác và sử dụng cao.
- Quặng loại IV chứa nhiều tạp chất và hàm lượng P_2O_5 thấp, hiện chưa có công nghệ tuyển để sử dụng.

Để đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất mỗi năm, các doanh nghiệp phải nhập khẩu thêm nguồn quặng apatit. Chúng tôi đánh giá việc nhập khẩu sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước khi (1) giá bán quặng apatit thế giới cao hơn quặng nội địa trung bình 69% và (2) mất thêm thời gian, chi phí vận chuyển và lưu kho.

II. Sản xuất: Công nghệ sản xuất chưa tối ưu khiến chất lượng phân thấp và sinh ra lượng bã thải lớn

1. Công nghệ sản xuất trong nước chưa tối ưu ảnh hưởng đến chất lượng phân bón

Các doanh nghiệp sản xuất DAP nội địa sử dụng công nghệ Dihydrat (DH) sản xuất axit H_3PO_4 theo công nghệ ướt có hiệu suất thu hồi P_2O_5 thấp kèm theo lượng bã thải thạch cao lớn. Công nghệ Dihydrat (DH) sản xuất axit phosphoric có hiệu suất thu hồi P_2O_5 thấp, gây thất thoát khoảng 4-6% P_2O_5 vào bã thạch cao, khiến hàm lượng P_2O_5 trong axit chỉ đạt 28-32%. Điều này làm giảm chất lượng axit phosphoric, ảnh hưởng đến chất lượng phân DAP nội địa. Trong khi đó, các nước như Trung Quốc, Nga và Morocco sử dụng công nghệ Hemi/Dihydrat, cho ra axit với hàm lượng P_2O_5 cao hơn (40-45%), giúp sản xuất phân bón DAP có chất lượng tốt hơn. Do đó DAP nhập khẩu thường là DAP 64% (N-18%, P_2O_5 -46%), trong khi DAP nội địa là DAP 61% (N-16%, P_2O_5 -45%), đây cũng chính là một điểm yếu của DAP nội địa.

Bảng 2: So sánh các công nghệ sản xuất axit phosphoric theo công nghệ ướt

Các hệ số	Dihydrat	Hemihydrat	Tái kết tinh	Hemi/Dihydrat
Đá phosphate	40% 100 Mesh	Khô, 100% 1 mm	Khô, mịn hơn DH	Khô, 100% 1 mm
Hiệu quả bánh lọc	95-97%	90-94%	98-99%	98-99%
Thu hồi P_2O_5	93,5- 96,5%	88-93%	88-93%	98%
Mức độ dễ vận hành	Dễ	Lưu ý quá trình lọc	Dễ	Cần kiểm soát
Chất lượng H_3PO_4	SO_3 thấp, 28-32% P_2O_5	1,5% SO_3 , 40-48% P_2O_5	SO_3 cao, 40-45% P_2O_5	1,5% SO_3 , 40-45% P_2O_5

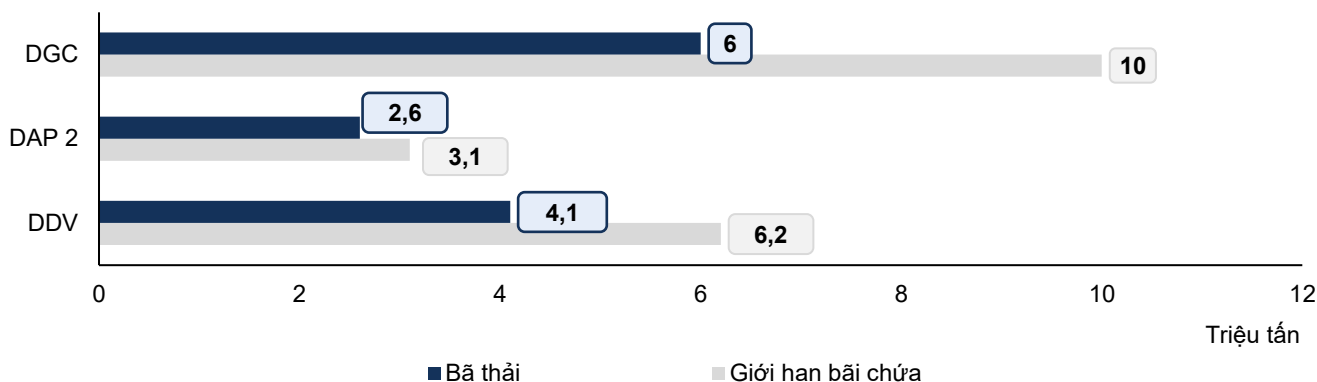
Nguồn: Viện Hàn lâm Khoa học và Công nghệ Việt Nam, FPTTS tổng hợp

2. Bã thải thạch cao tồn đọng lớn gây giới hạn khả năng sản xuất

Bã thải thạch cao (phụ phẩm từ quá trình sản xuất axit phosphoric) đang là yếu tố hạn chế công suất của các nhà máy DAP trong nước do lượng tồn đọng lớn và chưa có giải pháp xử lý hiệu quả. Đến cuối 2022, tồn bãi thạch cao đã đạt 12,7 triệu tấn (~60% tổng diện tích các bãi chứa), gồm DGC 6 triệu tấn, DDV 4,1 triệu tấn và DAP Lào Cai 2,6 triệu tấn. Mỗi năm ba nhà máy phát sinh thêm khoảng 1,2–1,4 triệu tấn, trong khi khả năng xử lý chỉ đáp ứng được một phần rất nhỏ. Nếu tiếp tục vận hành tối đa công suất mà không xử lý, các bãi chứa dự kiến sẽ đầy vào khoảng năm 2032.

Hiện DGC đã tái chế và xử lý tốt lượng bã thải này để làm phụ gia xi măng, DDV và DAP 2 vẫn tồn đọng lớn. Bãi chứa của DDV (dung tích 6,2 triệu tấn) đã đầy 66%, còn DAP 2 tại Lào Cai phải vận hành cầm chừng nhiều năm do bãi thải đã đạt độ cao giới hạn và chỉ còn chứa thêm được chưa đến 1 triệu tấn. Theo quy định môi trường, khi bãi chứa đầy, nhà máy buộc phải dừng sản xuất cho đến khi xử lý được phần tồn đọng. Việc gián đoạn vận hành kéo dài gây tổn thất lớn và làm tăng rủi ro ăn mòn, hư hỏng thiết bị.

Biểu đồ 7: Lượng bã thải thạch cao của các doanh nghiệp sắp đạt giới hạn do chưa có biện pháp xử lý hiệu quả



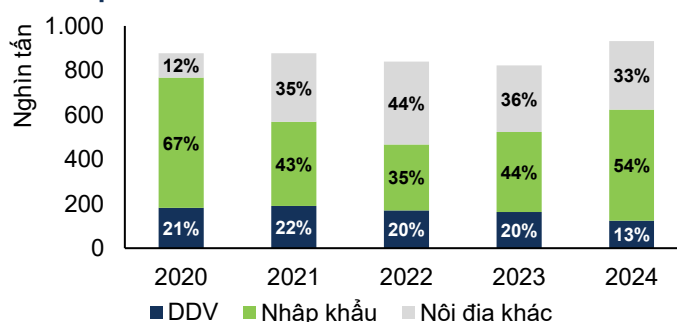
Nguồn: Sở khoa học và công nghệ TP. Hải Phòng, FPTs tổng hợp và ước tính

III. Đầu ra: Phân DAP nội địa bị cạnh tranh gay gắt bởi phân nhập khẩu

1. Phân DAP nội địa bị cạnh tranh gay gắt bởi phân nhập khẩu

Sản phẩm phân DAP nội địa đang phải chịu sức ép cạnh tranh từ phân nhập khẩu. Mặc dù công suất thiết kế của các nhà máy DAP trong nước đạt khoảng 810.000 tấn/năm, có thể đáp ứng hơn 80% nhu cầu tiêu thụ nội địa (~1 triệu tấn/năm), nhưng chỉ chiếm khoảng 46% sản lượng tiêu thụ thực tế. Trong khi đó, phân DAP nhập khẩu đã chiếm đến 54% thị phần tiêu thụ trong nước vào năm 2024, cho thấy nông dân vẫn chuộng DAP nhập khẩu hơn.

Biểu đồ 8: Phân DAP nhập khẩu chiếm thị phần tiêu thụ lớn nhất



Nguồn: Trademap, báo cáo ngành phân bón, FPTs tổng hợp

Nguyên nhân chủ yếu do DAP nội địa chỉ đạt hàm lượng tối đa 61%, trong khi chuẩn thế giới là 64% cho tổng hàm lượng Nitơ và Phốt pho. Cộng thêm yếu tố quặng Apatit Việt Nam có hàm lượng P₂O₅ thấp và nhiều tạp chất (22% - 30% P₂O₅), so với các nước trên thế giới (34% - 38% P₂O₅), khiến cho DAP sản xuất trong nước tan lâu, hàm lượng dinh dưỡng không thể so với DAP nhập khẩu; chủ yếu thích hợp cho sản xuất phân bón NPK, còn DAP nhập khẩu thì được người nông dân trực tiếp bón cho cây trồng. Chính vì vậy mà DAP nội địa hiện vẫn chưa thể cạnh tranh được với hàng nhập khẩu cho đến khi nâng cao được chất lượng phân bón, tăng hàm lượng dinh dưỡng lên 64% theo chuẩn của thế giới.

Bảng 3: So sánh phân DAP nội địa (DAP Đình Vũ & DAP 2) và DAP nhập khẩu

Tiêu chí	DAP nội địa	DAP nhập khẩu
Hàm lượng	N (16%), P ₂ O ₅ (45%), tổng dinh dưỡng ≥ 61%	N (18%), P ₂ O ₅ (46%), tổng dinh dưỡng ≥ 64%
Đặc tính	Hạt đồng đều, độ tan chậm hơn, khó hút ẩm	Hạt đồng đều, tan nhanh, dễ hút ẩm
Màu sắc	Vàng – xanh – nâu – đen	Đa dạng màu sắc

Nguồn: FPTs tổng hợp

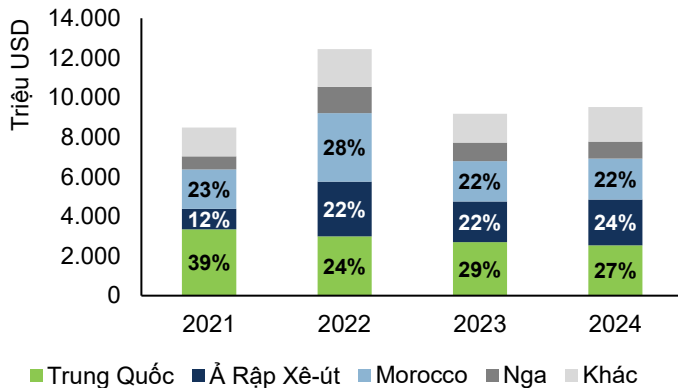
2. Giá DAP bị chi phối bởi các quốc gia xuất nhập khẩu chủ chốt như Trung Quốc, Ấn Độ

Trung Quốc — quốc gia xuất khẩu DAP lớn nhất thế giới — siết chặt và tạm dừng cấp phép xuất khẩu đã tạo ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu kéo dài. Từ năm 2021, Chính phủ Trung Quốc liên tục siết kiểm soát xuất khẩu phân bón phosphate (DAP, MAP) và đến ngày 01/12/2024 đã yêu cầu tạm dừng cấp phép mới đối

với xuất khẩu DAP/MAP, nguyên nhân chính là để bảo đảm nguồn cung phosphate cho nông nghiệp nội địa và giữ nguyên liệu chiến lược cho ngành pin xe điện Lithium Iron Phosphate (LFP).

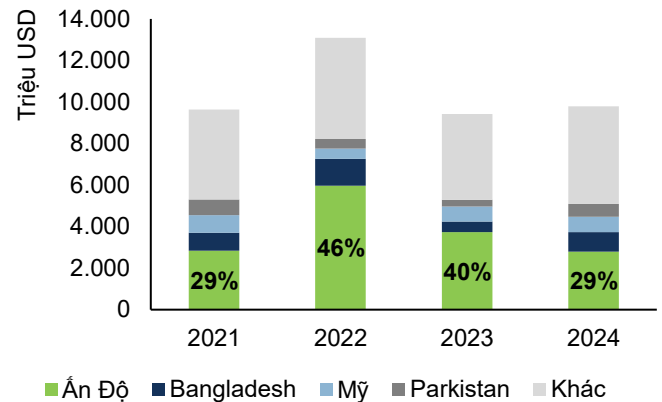
Các quốc gia xuất khẩu lớn còn lại như Morocco, Nga và Ả-rập Xê-út vẫn duy trì sản lượng ổn định và chưa thể mở rộng công suất trong ngắn hạn. Theo FAO, nguồn cung từ các quốc gia này dự kiến sẽ không có thêm tăng trưởng cho đến ít nhất giai đoạn 2027 - 2028, khi các dự án mở rộng công suất đi vào vận hành. Do đó nguồn cung DAP toàn cầu dự báo vẫn thiếu hụt ít nhất 2 năm nữa.

Biểu đồ 9: Trung Quốc là nước xuất khẩu lớn nhất



Nguồn: Trade map, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 10: Ấn Độ là nước nhập khẩu lớn nhất

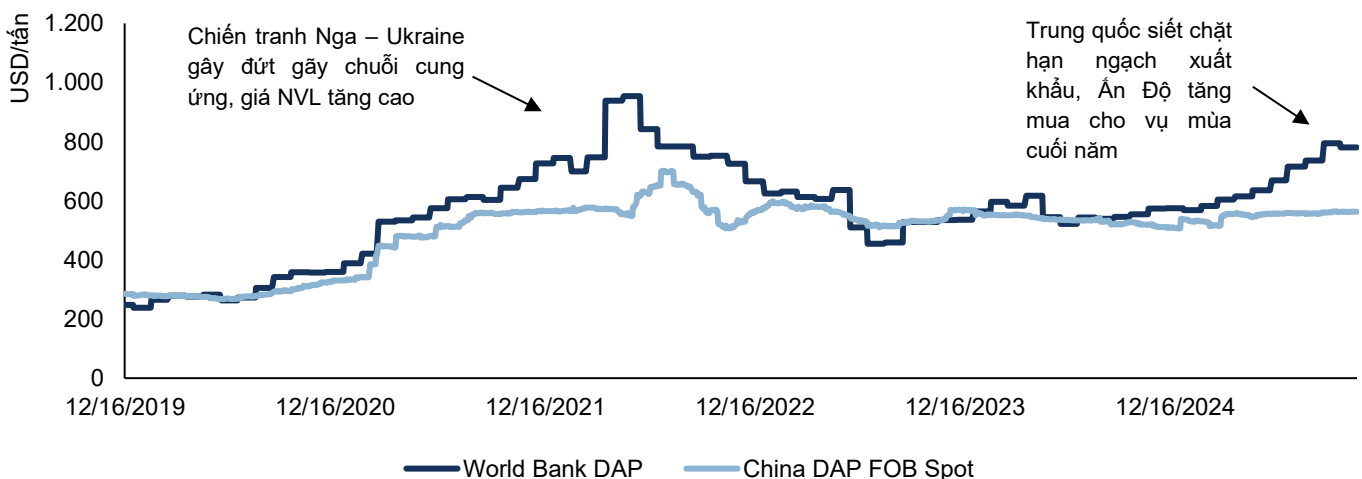


Nguồn: Trade map, FPTs tổng hợp

Ấn Độ - quốc gia nhập khẩu DAP lớn nhất thế giới – tăng nhu cầu nhập khẩu đã đẩy giá DAP lên cao hơn. Ấn Độ chiếm hơn 30% tổng lượng phân DAP nhập khẩu toàn cầu (5 triệu tấn mỗi năm). Trong 9T2025, Ấn Độ đã nhập khẩu khoảng 3,48 triệu tấn DAP, tăng 66,9% YoY, do nhu cầu dự trữ sớm cho mùa vụ Kharif/Rabi (02 vụ chính), xu hướng thu mua mạnh mẽ này tiếp tục tạo áp lực tăng giá trên thị trường.

Cụ thể, giá phân bón DAP Trung Quốc và giá DAP trung bình thế giới tăng trong 9T2025, lần lượt tăng 6,7%/40,7% YoY, và tăng 4,8%/37,4% so với đầu năm.

Biểu đồ 11: Giá phân DAP thế giới đang neo ở mức cao

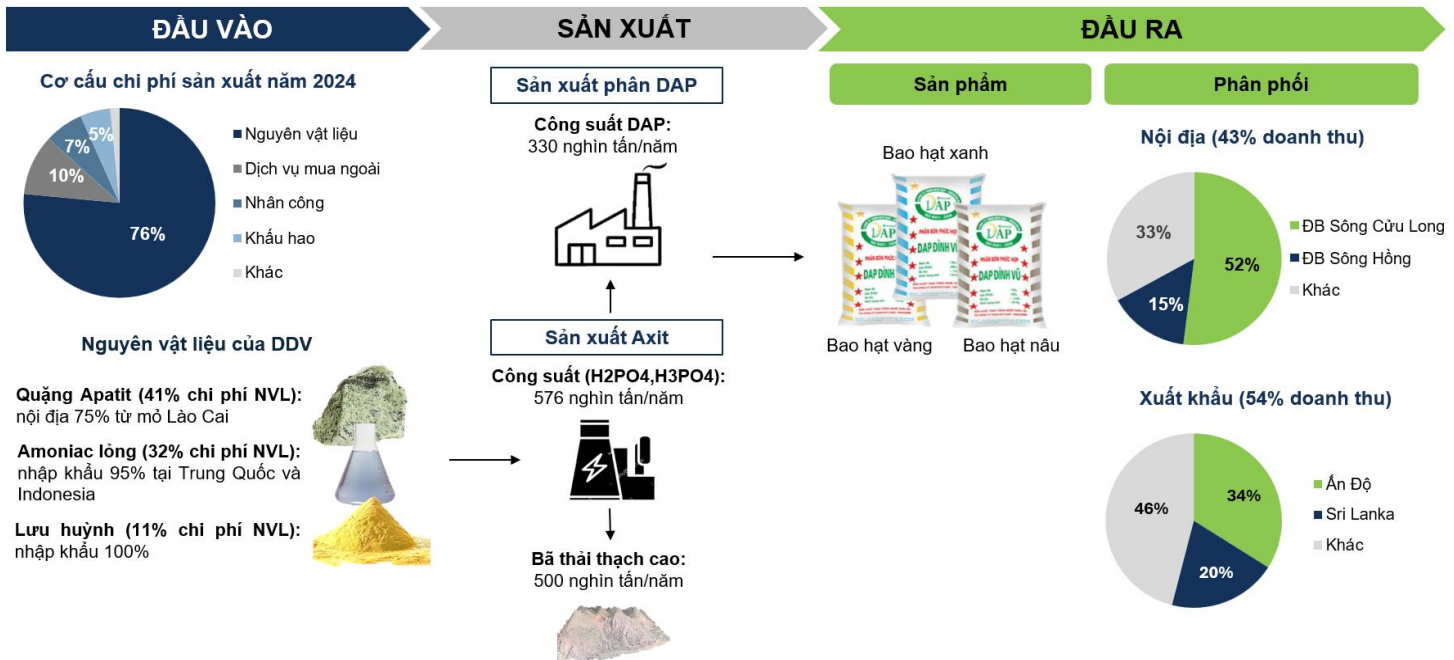


Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

I. Mạng sản xuất DAP

Chuỗi giá trị sản xuất phân DAP của DDV



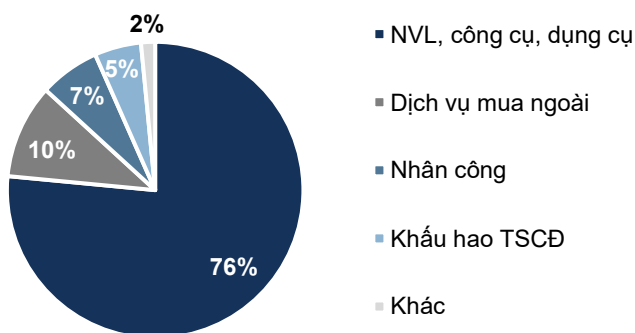
Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

1. Đầu vào: Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao do phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu thay thế

1.1. Chi phí nguyên vật liệu chiếm 76% tổng chi phí sản xuất kinh doanh, trong đó quặng apatit và amoniac lỏng chiếm 73% chi phí nguyên vật liệu

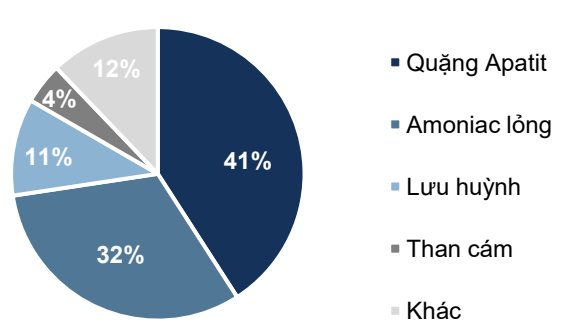
Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của DDV, chiếm 76% năm 2024. Trong đó Quặng Apatit (~41%) và Amoniac lỏng (~32%) là hai thành phần trọng yếu. Một số nguyên liệu khác như lưu huỳnh và than cám chiếm lần lượt 11% và 4%.

Biểu đồ 12: Chi phí sản xuất theo yếu tố năm 2024



Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 13: Cơ cấu chi phí NVL năm 2024

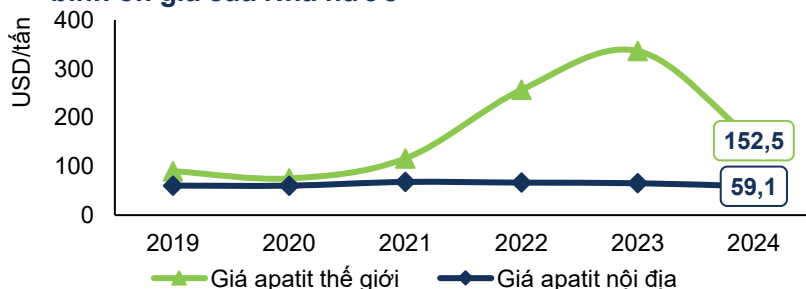


Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

Ba nguyên vật liệu chính phải nhập khẩu đó là Quặng Apatit, amoniac lỏng và lưu huỳnh. Quặng Apatit mua chủ yếu từ Ai Cập, amoniac mua từ các quốc gia trong khu vực như Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc. Còn lưu huỳnh thì được nhập khẩu chủ yếu từ các nước Trung Đông. [\(Phu lục\)](#)

1.2. Quặng Apatit: DDV nhập khẩu thay thế với chi phí cao hơn để bù đắp sản lượng nội địa thiếu hụt

Biểu đồ 14: Giá quặng nội địa ổn định nhờ chính sách bình ổn giá của Nhà nước

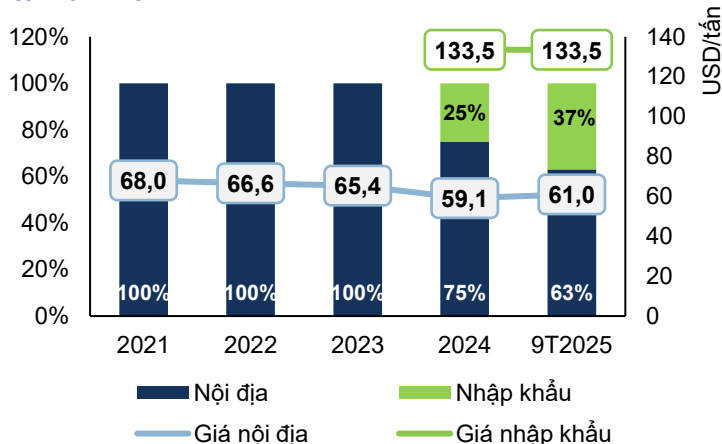


Nguồn: DDV, Bloomberg, FPTs tổng hợp và ước tính

DDV chủ yếu sử dụng quặng Apatit nội địa, được tuyển chọn từ các mỏ tại Lào Cai thông qua Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam (công ty con cùng tập đoàn). Việc mua được nguồn nguyên liệu Apatit trong nước giúp DDV ổn định được một phần giá cả nguyên liệu đầu vào nhờ giá quặng được Nhà nước quản lý và điều chỉnh theo khung giá của Apatit Việt Nam, không bị phụ thuộc vào biến động giá quốc tế.

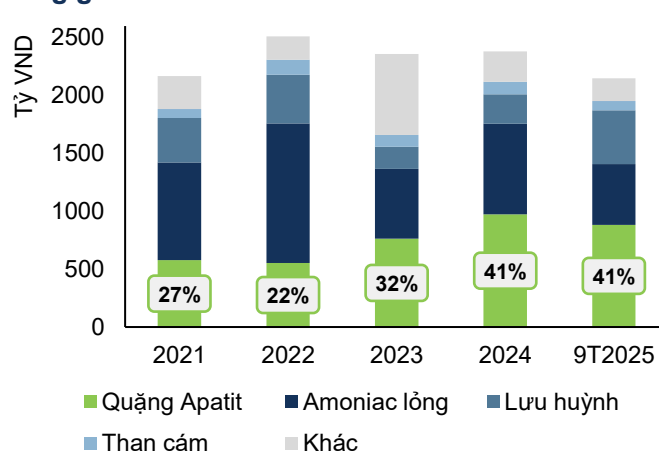
Tuy nhiên, trong những năm gần đây, Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam chỉ đáp ứng được 77% quặng đầu vào cho DDV. Nguyên nhân do trữ lượng quặng Apatit chất lượng cao tại Việt Nam đang dần cạn kiệt, chất lượng quặng suy giảm với các thành phần tạp chất tăng cao (9–10%). Công ty nhiều lần phải dừng máy và sản xuất cầm chừng để tiết kiệm quặng.

Biểu đồ 15: DDV nhập khẩu bổ sung quặng Apatit từ năm 2024



Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 16: Nhập khẩu quặng với chi phí cao làm tăng giá vốn

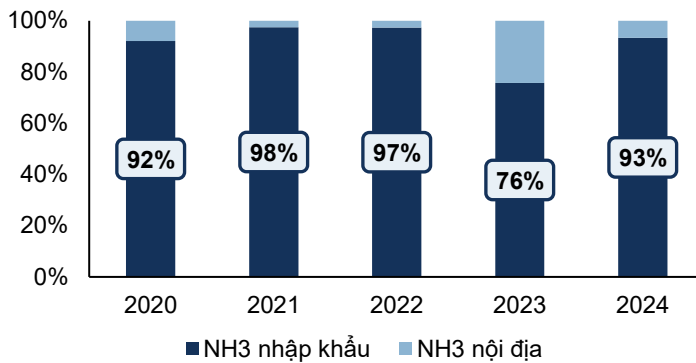


Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp và ước tính

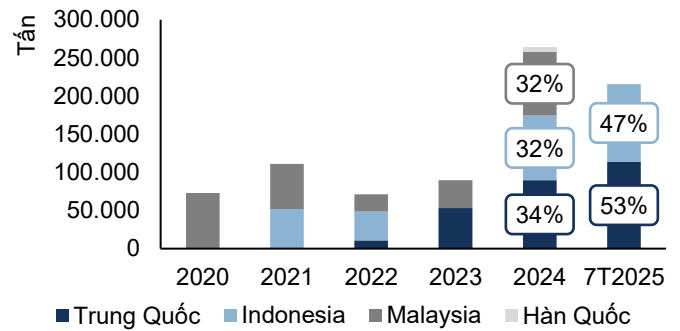
Để ứng phó với tình trạng này, năm 2024 và 9T2025, DDV đã phải nhập khẩu quặng bổ sung với tỷ lệ quặng nhập khẩu lên đến 25%. Giá quặng nhập khẩu ở mức 133,5 USD/tấn, cao gấp 2,14 lần so với quặng nội địa làm tăng tỷ lệ chi phí quặng Apatit năm 2024 từ 32% lên 41%, gia tăng chi phí sản xuất DAP. Chúng tôi ước tính việc nhập khẩu quặng giá cao sẽ làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của DDV ~5 đpt mỗi năm nếu các yếu tố khác không đổi.

1.3. Amoniac lỏng: Chủ yếu mua nhập khẩu do nguồn NH3 nội địa còn hạn chế

DDV chủ yếu nhập khẩu amoniac lỏng (NH3) từ Trung Quốc và Indonesia, với tỷ lệ nhập khẩu từ 76% đến 98% trong giai đoạn 2020–2024. Nguyên nhân do nguồn NH3 nội địa còn khá hạn chế, phần lớn được dùng cho sản xuất phân Urê, phần dư được bán cho các nhà máy đã ký hợp đồng dài hạn trước đó. Do đó, DDV phải nhập khẩu NH3 với giá cao hơn 6 – 10% so với giá nội địa.

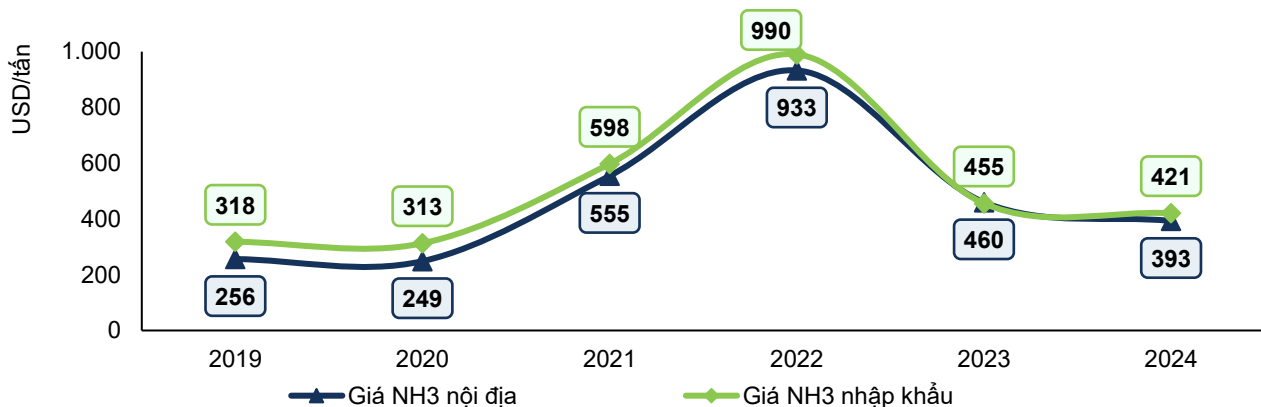
Biểu đồ 17: DDV chủ yếu nhập khẩu NH3


Nguồn: FPTs tổng hợp

Biểu đồ 18: Trung Quốc và Indonesia là 02 quốc gia nhập khẩu NH3 chính


Nguồn: FPTs tổng hợp

Giá NH3 nhìn chung đang có xu hướng giảm sau khủng hoảng năng lượng 2022 và dự báo sẽ tiếp tục giảm trong 2025 theo sự giảm giá của giá khí tự nhiên, do NH3 là sản phẩm của khí tự nhiên và có biến động giá theo giá khí toàn cầu ([phụ lục](#)).

Biểu đồ 19: Diễn biến giá NH3 nội địa và nhập khẩu


Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

Theo IEA, giá khí toàn cầu đang có xu hướng giảm trong 9T2025 do (1) nguồn cung khí toàn cầu đang dần cải thiện khi nhiều dự án khí tự nhiên hóa lỏng mới đi vào hoạt động. (2) Nhu cầu suy yếu tại các thị trường nhạy cảm về giá như châu Á khi giá khí vẫn ở mức cao so với trung bình lịch sử. Điều này có thể giúp DDV giảm bớt áp lực chi phí NH3 trong tương lai.

2. Sản xuất: Đẩy mạnh xử lý bã thải thạch cao để gỡ bỏ giới hạn sản xuất đồng thời tăng đầu tư mở rộng sang MAP

2.1. Nhà máy vận hành ở mức 60 – 70% công suất mỗi năm do bị cạnh tranh bởi DAP nhập khẩu

Bảng 4: Thông tin các nhà máy của DDV

Nhà máy	Công suất thiết kế
Nhà máy sản xuất DAP	330.000 tấn/năm
Nhà máy sản xuất H2SO4	414.000 tấn/năm
Nhà máy sản xuất H3PO4	161.700 tấn/năm
Nhà máy nhiệt điện	12MW
Nhà máy cấp thoát nước	40m3/h

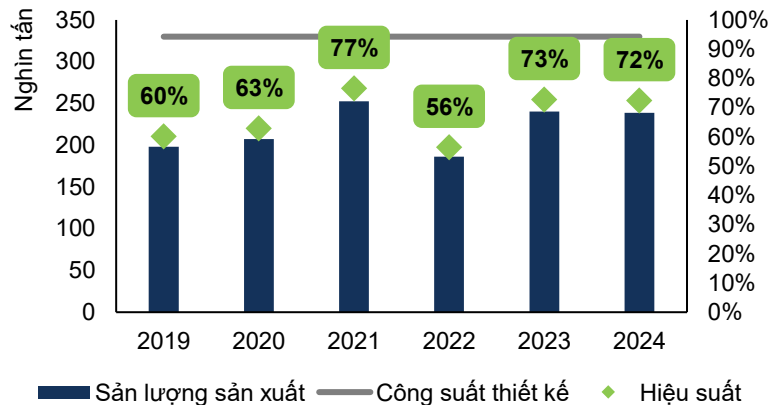
Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

Công ty Cổ phần DAP – VINACHEM (DDV) vận hành 05 nhà máy, trong đó Nhà máy sản xuất DAP đóng vai trò cốt lõi, chuyên sản xuất phân bón DAP. Nhà máy này được hỗ trợ bởi 4 nhà máy phụ trợ, đảm bảo cung ứng nguyên liệu và vận hành ổn định toàn bộ chuỗi sản xuất. Bao gồm: (1) Nhà máy sản xuất Axit Sunfuric (SA) có chức năng sản xuất axit sunfuric – thành phần thiết yếu trong quá trình điều chế axit phosphoric.

(2) Nhà máy sản xuất Axit Phosphoric (PA) tiếp tục chuyển hóa quặng Apatit và axit sunfuric thành axit phosphoric, nguyên liệu chính để tổng hợp DAP. (3) Nhà máy nhiệt điện chịu trách nhiệm sản xuất điện năng để phục vụ nội bộ và bán điện dư lên lưới. (4) Nhà máy cấp thoát nước có chức năng cung cấp nước cho sản xuất và xử lý nước thải.

DDV hiện là nhà sản xuất phân DAP lớn nhất Việt Nam với tổng công suất đạt 330.000 tấn/năm, tuy nhiên nhà máy chỉ vận hành ở mức 2/3 công suất hàng năm do bị cạnh tranh bởi hàng nhập khẩu. Kể từ năm 2021, khi DDV mở rộng được thị trường xuất khẩu ([chi tiết](#)), sản lượng tiêu thụ tăng, dẫn đến công ty sản xuất nhiều hơn và gia tăng hiệu quả vận hành từ trung bình ~60% lên ~70%. Năm 2022, hiệu suất vận hành giảm xuống 56% do xung đột Nga – Ukraine, giá nguyên vật liệu tăng cao kéo theo giá DAP tăng cao làm cầu DAP giảm, DDV chủ động cắt giảm sản xuất để tránh tồn kho.

Biểu đồ 20: Vận hành ở mức 60 - 70% công suất thiết kế



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

2.2. Bã thải thạch cao tồn đọng lớn gây áp lực xử lý lên DDV

Bảng 5: Bãi chứa bã thải thạch cao của DDV

Tiêu chí	Bãi chứa
Diện tích	42ha
Chiều cao tối đa	45m
Chiều cao hiện tại	30m
Khối lượng hiện tại	4,1 triệu tấn
Khối lượng còn trống	2,1 triệu tấn

Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

DDV sử dụng công nghệ Dihydrat (DH) sản xuất axit phosphoric tạo ra lượng bã thải thạch cao lớn và làm thất thoát 4 - 6 % P₂O₅ theo bã thải. Tính đến nay, lượng thạch cao tồn đọng đã vượt quá 4 triệu tấn và không ngừng tăng lên, dung tích còn lại của bãi chứa khoảng 2,1 triệu tấn, ước tính 4 năm nữa sẽ đầy nếu DDV chạy tối đa công suất và không có biện pháp xử lý hoặc tái chế. Nếu bã thải đầy, DDV buộc phải dừng máy. Vì vậy thạch cao tồn đọng là một vấn đề lớn khiến DDV phải đầu tư các dây chuyền và tìm kiếm đối tác xử lý trước khi bị giới hạn sản xuất.

Theo thông tin từ Vinachem và DDV, dự án thu hồi P₂O₅ giúp giảm lãng phí nguyên liệu, thay vì để phốt pho bị thất thoát theo bã thải, DDV có thể tận dụng lại P₂O₅ để sản xuất axit phosphoric và phân bón, đồng thời làm sạch thạch cao phục vụ cho công tác tái chế, chuyển hóa thành sản phẩm thương mại khác (Na₂SiF₆, vật liệu xây dựng, hoặc PG trung tính). Được biết dây chuyền thu hồi P₂O₅ đã đi vào vận hành thương mại trong Q3/2025.

Bảng 6: Dự án đầu tư dây chuyền thu hồi P₂O₅ của DDV

Dự án “Dây chuyền thu hồi P ₂ O ₅ tồn dư trong bã thạch cao PG”	
Tổng vốn đầu tư	50 tỷ VND
Nguồn vốn đầu tư	Vốn tự có
Công nghệ	Công nghệ thu hồi P ₂ O ₅ từ bã thạch cao bằng quy trình hòa tách – lọc – kết tinh tuần hoàn
Tình trạng dự án	Nghiệm thu hoàn thành dự án, đưa vào sử dụng, quyết toán dự án
Thời điểm vận hành thương mại	Quý 3/2025
Mục đích	Tái sử dụng P ₂ O ₅ dư thừa và giảm thiểu độ độc hại của bã thải thạch cao

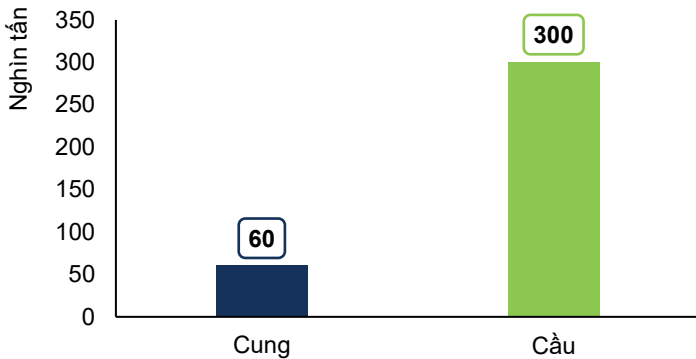
Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

Ngoài ra DDV đã chủ động triển khai các giải pháp xử lý bã thải thạch cao nhằm tránh tình trạng tồn đọng gây hạn chế sản xuất. Cụ thể DDV đã phối hợp với Công ty CP Định Vũ Xanh và Viện Vật liệu xây dựng (thuộc Bộ Xây dựng), thực hiện dự án “Hoàn thiện công nghệ xử lý bã thải thạch cao phospho của Nhà máy phân bón DAP – Định Vũ”

để sản xuất phụ gia xi măng, vật liệu làm nền móng đường giao thông và vật liệu san lấp công trình xây dựng. Dây chuyền được đưa vào sản xuất thử nghiệm trong tháng 5/2024, với công suất xử lý dự kiến 30 tấn bã thải/giờ, và giai đoạn 02 năm 2025 sẽ đầu tư thêm 05 dây chuyền, tổng công suất xử lý từ 1,2 - 1,4 triệu tấn/năm. Quy mô này đủ để xử lý toàn bộ lượng bã thạch cao phát sinh hàng năm tại DDV (khoảng 500 nghìn tấn/năm) và thậm chí còn dư công suất để tiếp tục xử lý lượng bã tồn đọng từ các năm trước.

2.3. Mở rộng sang mảng sản xuất phân MAP

Biểu đồ 21: Cung cầu phân MAP trong nước



Nguồn: FPTS tổng hợp

MAP (Monoammonium Phosphate) là loại phân bón có hàm lượng lân (P_2O_5) cao, thường đạt khoảng 61%, so với DAP (~46% P_2O_5). 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 (DGC).

DDV đang triển khai dự án xây dựng nhà máy sản xuất phân bón MAP với công suất thiết kế 60.000 tấn/năm để tận dụng hạ tầng và các nguyên vật liệu đầu vào sẵn có. Tính đến cuối Q3/2025, công ty đã hoàn thành việc ký hợp đồng EPC, triển khai thiết kế kỹ thuật và thiết kế bản vẽ thi công gói thầu EPC. Nếu quá trình xây lắp diễn ra thuận lợi, nhà máy dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào vận hành trong vòng 10 tháng, tức là vào Q4/2026.

Bảng 7: Thông tin dự án đầu tư phân MAP của DDV

Dự án “Đầu tư chiều sâu công nghệ, nâng cao chất lượng axit phosphoric và sản xuất phân bón MAP công suất 60.000 tấn/năm”	
CSTK	60.000 tấn/năm
Tổng vốn đầu tư	558 tỷ VND
Nguồn vốn đầu tư	Vốn tự có
Công nghệ	Tương tự dây chuyền sản xuất phân DAP (sử dụng nguyên liệu: quặng Apatit, amoniac lỏng, lưu huỳnh)
Tình trạng dự án	Hoàn thành việc ký hợp đồng EPC, triển khai thiết kế kỹ thuật và thiết kế bản vẽ thi công gói thầu EPC.
Dự kiến thời gian xây dựng và lắp đặt	10 tháng sau khi ký hợp đồng EPC
Thời điểm vận hành thương mại	Quý 4/2026 nếu quá trình đấu thầu diễn ra đúng tiến độ

Nguồn: DDV FPTS tổng hợp

MAP yêu cầu axit phosphoric tinh khiết hơn so với DAP, điều mà công nghệ hiện tại của DDV chưa đáp ứng. Do đó DDV đang đầu tư chiều sâu vào công nghệ sản xuất axit phosphoric để nâng cao chất lượng axit đầu vào; bước này không chỉ mở ra khả năng sản xuất MAP mà còn giúp nâng cao chất lượng DAP (dự kiến đạt DAP 64%), giúp tăng khả năng cạnh tranh của DDV trên thị trường nội địa trước hàng nhập khẩu.

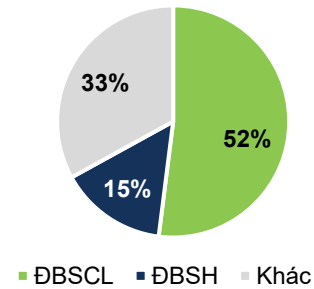
3. Đầu ra: Tiêu thụ nội địa ổn định, tăng trưởng sản lượng chủ yếu đến từ thị trường xuất khẩu

3.1. Thị trường nội địa (~43% doanh thu) tập trung vào Đồng bằng sông Cửu Long

Tiêu thụ nội địa của DDV tập trung vào các đồng bằng lớn (đặc biệt là Đồng bằng sông Cửu Long) do DAP nội địa được sử dụng chủ yếu cho cây lúa (lúa tiêu thụ ~60% lượng phân bón Việt Nam), cụ thể:

- Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) – chiếm ~52% sản lượng tiêu thụ DAP của DDV do (1) là vùng sản xuất lúa gạo trọng điểm, với ba vụ lúa/năm và có diện tích gieo trồng lúa lớn nhất cả nước (trên 3,8 triệu ha). (2) Ngoài ra ĐBSCL còn là khu vực có diện tích trồng cây ăn trái lớn của Việt Nam, khoảng 362.000 ha (hơn 34% diện tích cây ăn trái toàn quốc). (3) Mức sử dụng phân bón/ha cao, ~1.071 kg/ha, cao hơn 30 – 40% so với mức trung bình cả nước (~753 kg/ha).
- Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ – chiếm ~15% sản lượng tiêu thụ DAP của DDV, dùng cho cả cây lúa và cây hoa màu. Hiện nay ĐBSH đang thử nghiệm mô hình “sản xuất xanh”, dùng phân bón hữu cơ thay cho phân bón hoá học nên chúng tôi cho rằng mức độ tăng trưởng tiêu thụ DAP ở vùng này sẽ giảm trong vài năm tới và sẽ thấp hơn tăng trưởng trung bình cả nước.
- Còn lại 33% được tiêu thụ ở Tây Nguyên, Đông Nam Bộ cho cây công nghiệp lâu năm và một số vùng khác trên cả nước.

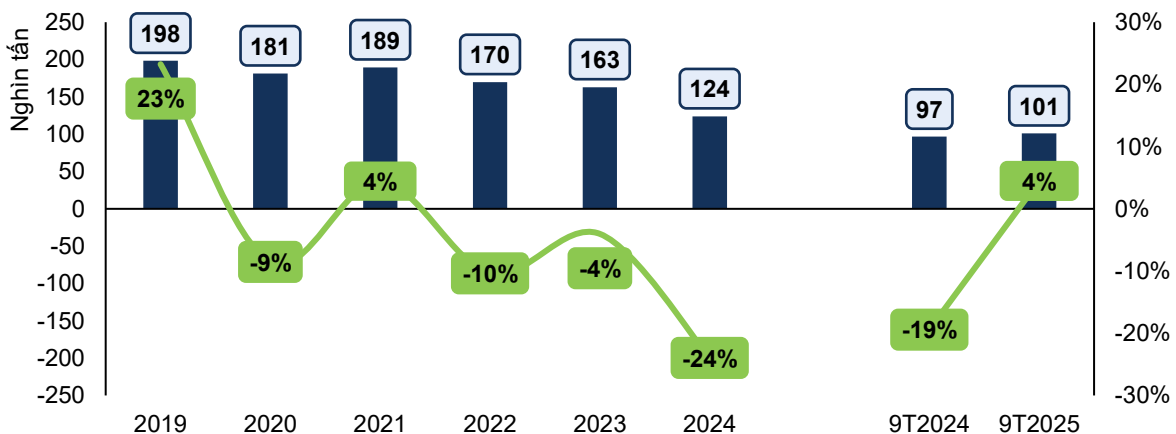
Biểu đồ 22: ĐBSCL là vùng có sản lượng tiêu thụ phân DAP lớn nhất



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

Tiêu thụ phân bón nội địa của DDV giảm qua các năm, với CAGR = - 9% trong giai đoạn 2019 – 2024, do các nguyên nhân chính sau:

Biểu đồ 23: Sản lượng tiêu thụ nội địa giảm qua các năm



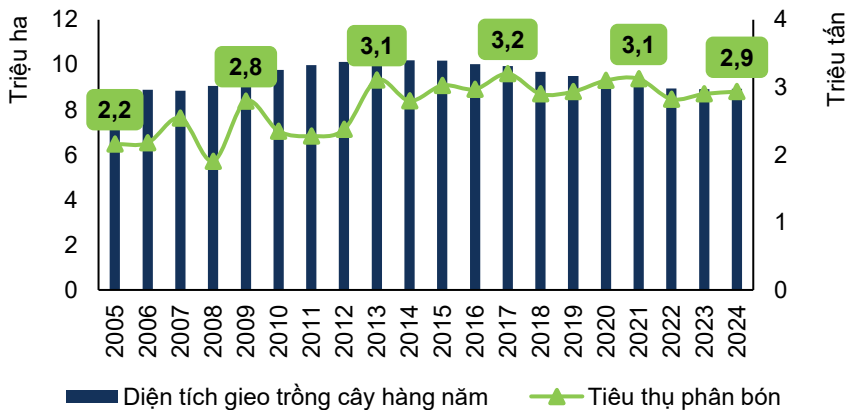
Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

➤ **Cạnh tranh gay gắt với phân nhập khẩu**

DDV bị cạnh tranh gay gắt với phân nhập khẩu từ Trung Quốc, nhất là sau khi Bộ Công Thương ban hành quyết định không gia hạn thuế tự vệ ([phụ lục](#)) đối với phân bón DAP/MAP nhập khẩu vào năm 2022, khiến phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam trở nên rẻ hơn, làm giảm sức cạnh tranh của phân bón nội địa.

➤ **Diện tích đất gieo trồng nội địa giảm**

Biểu đồ 24: Diện tích đất gieo trồng nội địa giảm dần



Diện tích đất nông nghiệp giảm dần qua các năm do (1) các chủ trương công nghiệp hoá, thu hồi đất nông nghiệp để làm khu công nghiệp, khu đô thị và (2) chính sách quy hoạch đất quốc gia mục tiêu giảm dần diện tích đất nông nghiệp, định hướng đến 2030 khu vực nông-lâm-ngư chỉ còn <10% GDP, theo Nghị quyết 39/2021/QH15 và Quyết định 326/QĐ-TTg về quy hoạch sử dụng đất quốc gia giai đoạn 2021–2030.

Nguồn: World bank, Tổng cục thống kê

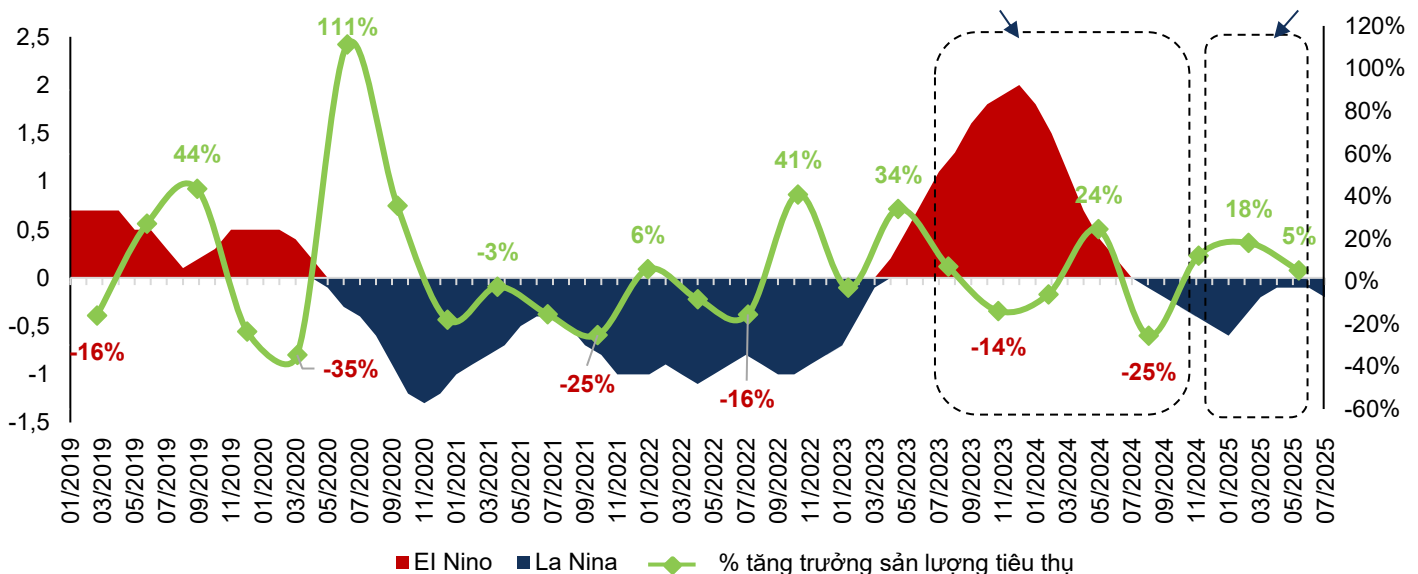
Diện tích đất gieo trồng của Việt Nam giảm 6% trong giai đoạn 2019 đến 2024 (từ khoảng 10 triệu ha năm 2019 còn 8,9 triệu ha năm 2024), kéo theo tiêu thụ phân bón giảm tương ứng (từ 3,2 triệu tấn xuống còn 2,94 triệu tấn). Xu hướng giảm kéo dài nhiều năm cho thấy thị trường phân bón nội địa đã tiến gần tới trạng thái bão hòa, dư địa tăng trưởng dài hạn là khá hạn chế.

➤ **Bị ảnh hưởng bởi chu kỳ ENSO**

Sản lượng tiêu thụ nội địa giảm 24% YoY trong năm 2024 do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino mạnh. El Nino gây ra các điều kiện thời tiết cực đoan như hạn hán và xâm nhập mặn, làm cho canh tác nông nghiệp gặp khó khăn, làm nhu cầu phân bón giảm. Cụ thể, giai đoạn 2023 – 2024, xâm nhập mặn xảy ra sớm hơn trung bình nhiều năm khoảng 1 tháng, mực nước sông Mekong thiếu từ 10–15%. Theo thông tin từ Cục Thủy lợi và Bộ NN&PTNT, khoảng 56.260 ha lúa và 43.300 ha cây ăn trái đối mặt với nguy cơ bị ảnh hưởng, khiến nông dân thận trọng hơn khi xuống giống, làm giảm nhu cầu phân bón cho các vụ mùa này.

Biểu đồ 25: Sản lượng tiêu thụ ảnh hưởng bởi chu kỳ ENSO

El Nino làm giảm sản lượng tiêu thụ **Pha trung tính giúp tăng sản lượng tiêu thụ**



Nguồn: DDV, IRI, FPTs tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ nội địa của DDV tăng 4% trong 9T2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi từ pha trung tính. Giai đoạn cuối năm 2024 – đầu 2025, mùa mưa được cải thiện nhờ pha trung tính của ENSO. Việc khôi phục độ ẩm đất và điều kiện thời tiết thuận lợi hơn đã giúp sản xuất nông nghiệp ổn định trở lại, từ đó giúp tăng sản lượng tiêu thụ của DDV.

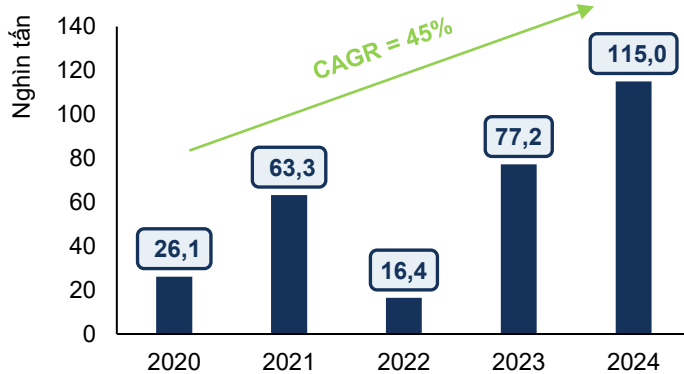
Tiếp tục dự báo theo IRI và CPC, ENSO vẫn sẽ duy trì ở trạng thái trung tính phần lớn trong năm 2025 và nghiêng nhẹ sang La Nina vào cuối năm tạo điều kiện thuận lợi cho sản xuất nông nghiệp từ đó giúp tăng sản lượng tiêu thụ DAP cho DDV trong năm nay.

3.2. Thị trường xuất khẩu (~57% doanh thu) tập trung vào Ấn Độ và Sri Lanka

Sản lượng DAP xuất khẩu tăng nhanh với CAGR 45%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc Trung Quốc siết chặt xuất khẩu DAP từ năm 2021, khiến nguồn cung toàn cầu thiếu hụt đáng kể và tạo ra khoảng trống lớn trên thị trường quốc tế. Tận dụng cơ hội này, DDV đã đẩy mạnh xuất khẩu, mở rộng thị trường và gia tăng mạnh sản lượng tiêu thụ. ([quay lại](#))

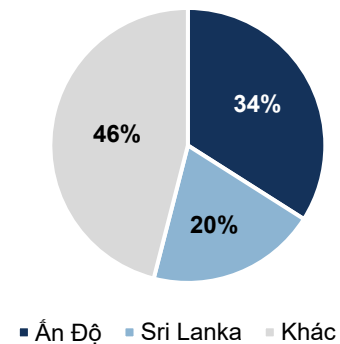
Ấn Độ và Sri Lanka là hai thị trường xuất khẩu chính. Sản phẩm DAP của DDV được xuất khẩu chủ yếu sang các thị trường Ấn Độ (~34%), Sri Lanka (~20%), và một số thị trường khác như Indonesia, Nhật Bản, Hàn Quốc...

Biểu đồ 26: Sản lượng DAP xuất khẩu tăng mạnh



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

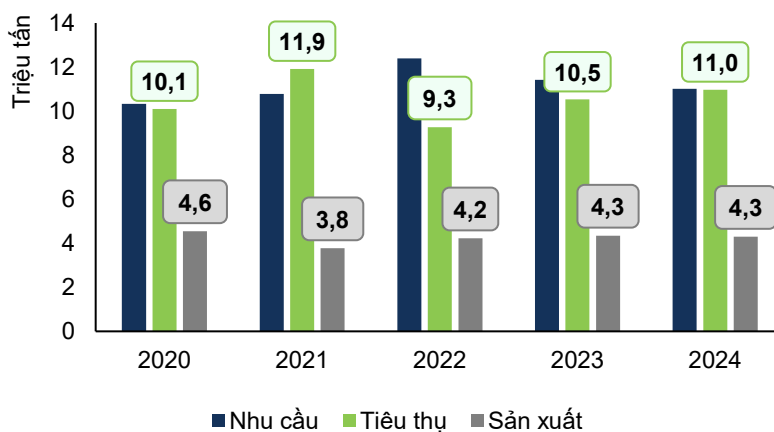
Biểu đồ 27: Ấn Độ và Sri Lanka là 02 thị trường xuất khẩu chính



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và ước tính

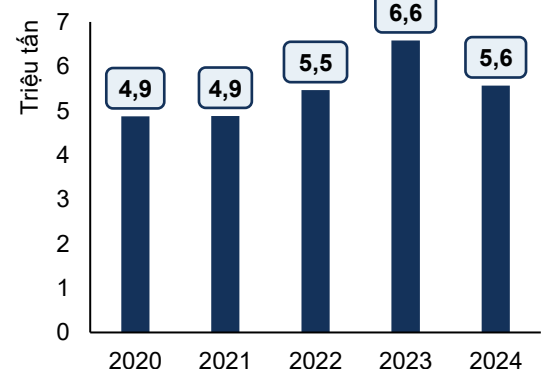
- **Ấn Độ:** Tổng nhu cầu tiêu thụ phân DAP ở Ấn Độ mỗi năm vào khoảng 10 - 11 triệu tấn, trong khi sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được ~40% nhu cầu tiêu thụ của quốc gia này, Ấn Độ phải nhập khẩu DAP bổ sung hàng năm, trung bình ~5 triệu tấn mỗi năm để bù đắp cho lượng thiếu hụt trong nước. Nguyên nhân chủ yếu do Ấn Độ hầu như không có nguồn khoáng sản phosphate lớn để sản xuất phân DAP, khoảng 90% nhu cầu phosphate phải nhập khẩu, gây khó khăn cho các nhà sản xuất DAP nội địa.

Biểu đồ 28: Sản xuất DAP trong nước không đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ của Ấn Độ



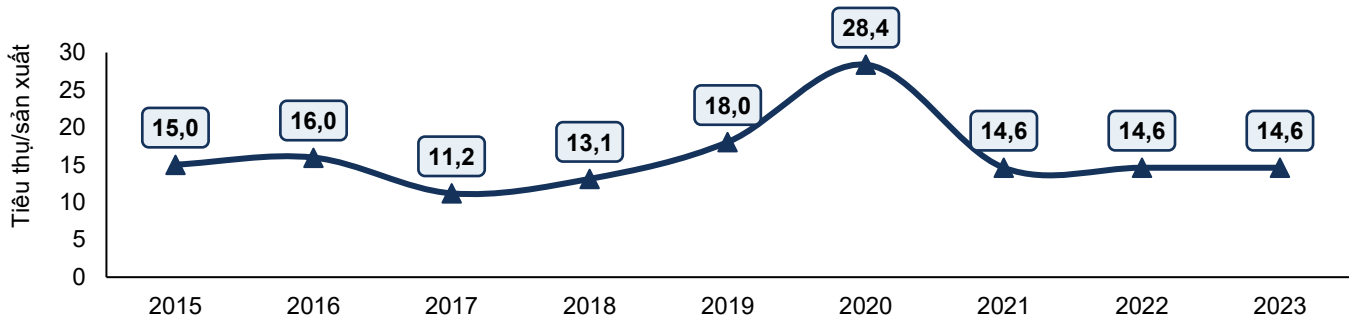
Nguồn: OGD Platform India, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 29: Ấn Độ nhập khẩu DAP bổ sung hàng năm



Nguồn: OGD Platform India, FPTS tổng hợp

- **Sri Lanka:** Sri Lanka phụ thuộc gần như hoàn toàn vào phân bón nhập khẩu do năng lực sản xuất nội địa rất hạn chế. Theo World Bank, lượng phân bón tiêu thụ của nước này cao gấp khoảng 15 lần so với khả năng tự sản xuất, do Sri Lanka hầu như không có nhà máy sản xuất phân bón hóa học quy mô lớn. Chính phủ Sri Lanka đang kêu gọi đầu tư nâng cấp nhà máy sản xuất phân bón trong nước vì nền tảng sản xuất hiện tại rất yếu. Tuy nhiên hiện tại vẫn chưa có thông tin gì về các nhà máy phân bón quy mô lớn đã khởi công xây dựng chính thức hoặc đi vào sản xuất thương mại.

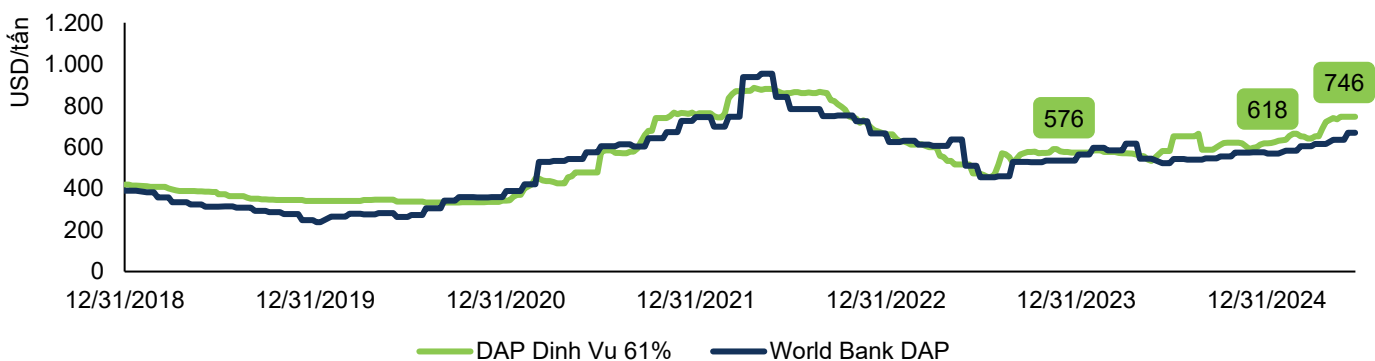
Biểu đồ 30: Tỷ lệ tiêu thụ nội địa/sản xuất phân bón ở Sri Lanka rất cao


Nguồn: World bank, FPTs tổng hợp

Trong khi nhu cầu tiêu thụ phân bón ở Ấn Độ và Sri Lanka ở mức cao nhưng cung trong nước chưa đáp ứng đủ, chúng tôi kỳ vọng lượng phân bón nhập khẩu ở hai quốc gia này sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao và tăng trong giai đoạn tới. Thị phần của DDV ở hai thị trường này đã tăng từ 1% lên 2,6% trong 2024, với tình hình thế giới thiếu hụt nguồn cung nhưng cầu vẫn ở mức cao như hiện tại, chúng tôi kỳ vọng DDV sẽ có thể mở rộng thị phần lên 3 - 4% ở hai thị trường này trong 3 năm tới, trước khi nguồn cung thế giới được nói lỏng trở lại.

3.3. Giá phân bón DAP của DDV bị ảnh hưởng bởi cung – cầu DAP thế giới

Giá phân bón 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. Nguyên nhân do khả năng sản xuất DAP của DDV là 330.000 tấn/năm, chỉ chiếm ~1% nguồn cung DAP thế giới (~32 triệu tấn/năm), nên DDV gần như không có khả năng chi phối thị trường mà chủ yếu chịu ảnh hưởng từ diễn biến cung cầu quốc tế. Chính vì vậy mà giá DAP của DDV biến động gần như đồng pha với giá DAP toàn cầu.

Biểu đồ 31: Giá DAP Đình Vũ tăng theo giá DAP thế giới


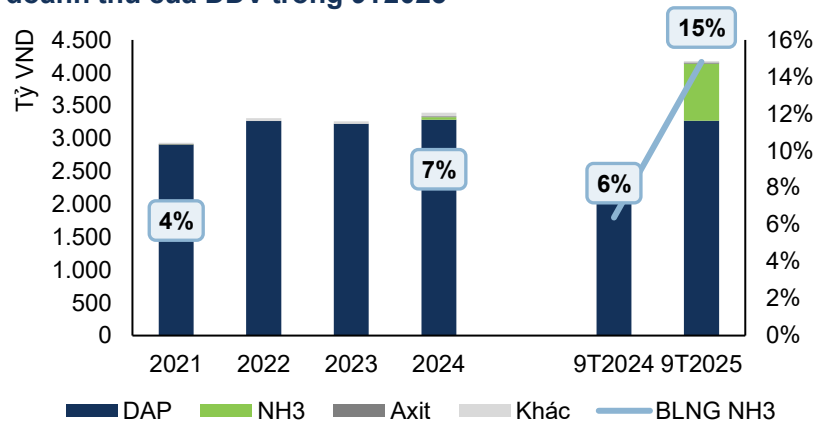
Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Trong đợt tăng giá năm 2021 – 2022, giá trong nước đã tăng mạnh lên tới 22 - 23 triệu VND/tấn do (1) giá nguyên vật liệu tăng cao kéo theo giá DAP thế giới tăng vọt và (2) các hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc làm nguồn cung DAP thế giới bị suy giảm. Tuy nhiên, giá DAP nội địa đã giảm xuống còn 15 - 17 triệu VND/tấn trong giai đoạn 2023-2024 khi giá thị trường DAP thế giới điều chỉnh giảm trở lại do sự hạ nhiệt của giá nguyên vật liệu. Trong 9 tháng đầu năm 2025, giá phân bón DAP Đình Vũ tiếp tục tăng trở lại, tăng khoảng 26% so với đầu năm theo sự gia tăng chung của giá DAP toàn cầu.

II. Mạng thương mại Amoniac (NH₃)

Mở rộng mạng thương mại Amoniac giúp tăng thêm nguồn thu và đa dạng hoá mạng kinh doanh.

Biểu đồ 32: Mạng thương mại NH₃ đóng góp đáng kể vào doanh thu của DDV trong 9T2025



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

DDV tận dụng hạ tầng cảng sẵn có để nhập khẩu và phân phối sản phẩm NH₃. Cụ thể:

- Năng lực cung ứng NH₃ nội địa rất hạn chế (500–600 nghìn tấn/năm), trong khi nhu cầu đạt khoảng 2,1 triệu tấn/năm.
- DDV sở hữu hệ thống bồn chứa hóa chất cạnh cảng Hải Phòng và mạng lưới logistics, hỗ trợ việc nhập khẩu và phân phối NH₃ cho các nhà máy đạm/hoá chất trong khu vực miền Bắc. ([phụ lục](#))

Trong 9T2025, mạng thương mại NH₃ đã mang lại doanh thu 868 tỷ VND (tăng 3551% YoY), và lợi nhuận gộp 128,5 tỷ VND, tương đương 17% tổng lợi nhuận gộp toàn công ty. Biên lợi nhuận gộp của mạng thương mại NH₃ trung bình ở mức 7%, tăng lên 15% trong 9T2025 nhờ hưởng lợi từ mức nền giá cao kéo dài từ cuối 2024 sang đầu 2025, giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp. ([Phụ lục](#))

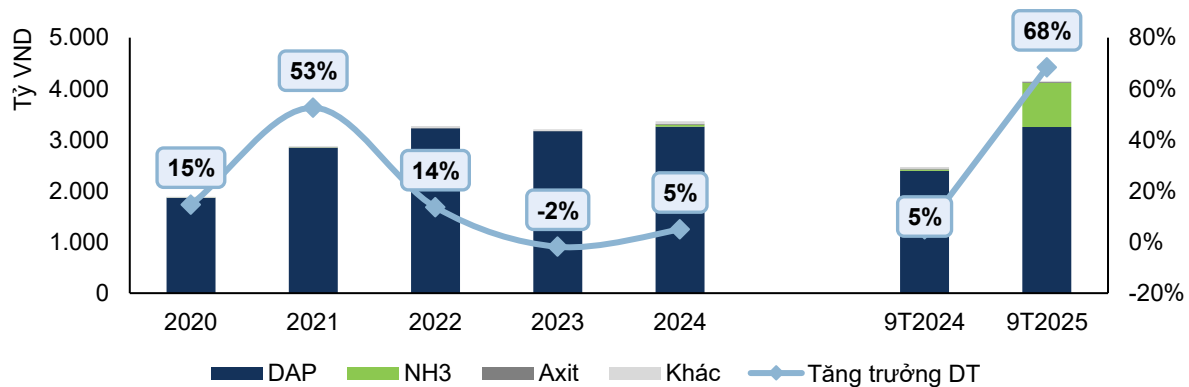
Dự báo biên lợi nhuận gộp của mạng này sẽ giảm về mức 7 – 10% trong giai đoạn 2026 – 2029 do giá NH₃ được dự báo giảm do dư cung khi các nhà máy LNG (khí tự nhiên hoá lỏng) mới sẽ đi vào vận hành trong năm 2027 – 2028. ([Chi tiết](#))

D. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

I. Doanh thu tăng trưởng mạnh trong 9T2025 nhờ đóng góp của mảng thương mại NH3

Kết quả kinh doanh 9T2025 của DDV tăng trưởng mạnh nhờ đồng thời (1) giá và sản lượng DAP tăng và (2) đóng góp mới từ mảng thương mại NH3. Trong 9T2025, doanh thu DAP tăng 36% YoY, chủ yếu do giá bán bình quân tăng theo xu hướng tăng của giá DAP thế giới khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu và Ấn Độ tăng mạnh nhu cầu nhập khẩu. Sản lượng tiêu thụ cũng cải thiện nhờ thời tiết thuận lợi hơn (ENSO pha trung tính) và đẩy mạnh xuất khẩu. Bên cạnh đó, mảng thương mại NH3 ghi nhận mức tăng trưởng đột biến (+3.551% YoY) nhờ DDV tận dụng lợi thế cảng và hệ thống bồn chứa sẵn có để nhập khẩu và phân phối NH3 trong bối cảnh thị trường nội địa đang thiếu hụt. Nhờ hai yếu tố trên, doanh thu hợp nhất 9T2025 của DDV tăng 68% YoY, mức tăng cao nhất từ trước đến nay.

Biểu đồ 33: Doanh thu và BLNG của DDV tăng cao trong 9T2025



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

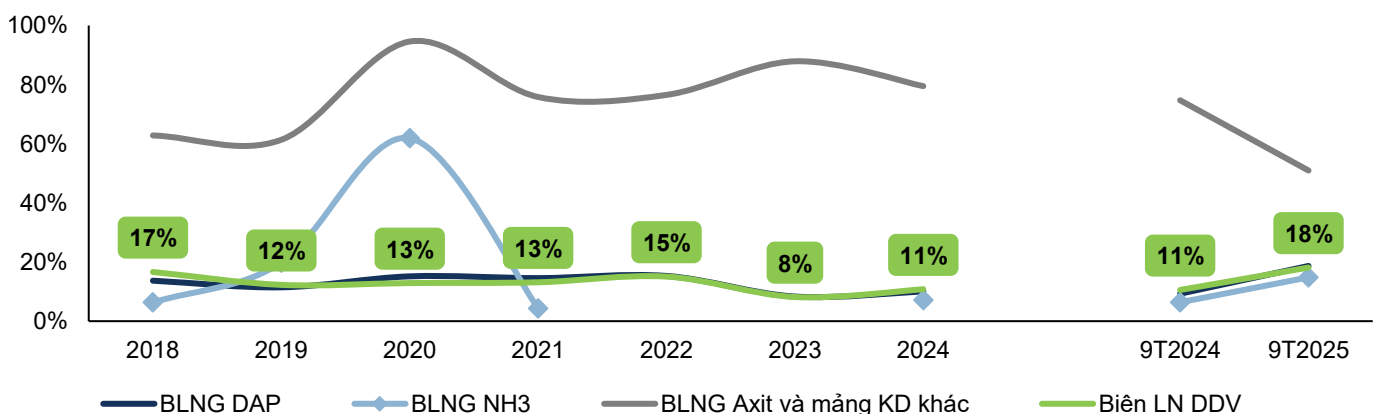
II. Biên lợi nhuận gộp tăng được hỗ trợ bởi giá DAP tăng, nhà máy DAP hết khấu hao vào Q2/2025 và luật thuế GTGT mới

Giai đoạn 2018–2024, BLNG hợp nhất dao động quanh mức 11–15% và hầu hết được quyết định bởi mảng DAP – mảng chính chiếm tới ~98% doanh thu. Các mảng NH3, axit và kinh doanh khác tuy có biên gộp cao hơn nhưng chỉ đóng góp khoảng 2% doanh thu, nên tác động lên biên chung là không đáng kể.

Trong 9T2025, biên lợi nhuận gộp của DDV tăng 9 đpt, đạt 18%, cao nhất từ trước đến nay. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ việc biên gộp mảng DAP tăng từ 9% lên 19% được hỗ trợ bởi 03 yếu tố:

- Giá DAP tăng mạnh trong 9T2025, +24% so với đầu năm do Trung Quốc thắt chặt hơn hạn ngạch xuất khẩu khiến nguồn cung thế giới bị hạn chế và Ấn Độ tăng mua cho vụ mùa cuối năm 2025.
- Nhà máy DAP của DDV hết khấu hao từ Q2/2025, giúp giá vốn giảm ~1,6% YoY.
- Luật thuế GTGT mới có hiệu lực từ 01/07/2025 giúp giảm 1,5 – 2,6% chi phí giá vốn.

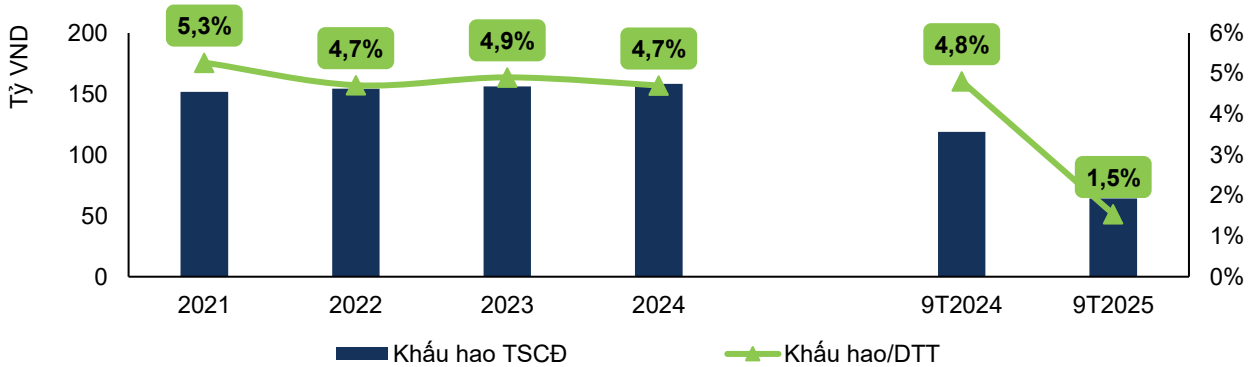
Biểu đồ 34: Biên lợi nhuận gộp của DDV phụ thuộc vào BLNG mảng DAP



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

Nhà máy DAP của DDV hết khấu hao hỗ trợ BLNG. Phần máy móc thiết bị của nhà máy sản xuất DAP đã hết khấu hao tại quý 2 năm 2025 giúp chi phí khấu hao giảm mạnh. Chi phí khấu hao cho sản xuất DAP giảm 46% YoY trong 9T2025, xuống còn 64 tỷ VND. Chúng tôi ước tính giá vốn sản xuất DAP của DDV sẽ giảm 1,6% YoY trong năm 2025

Biểu đồ 35: Khấu hao nhà máy sản xuất DAP hết vào Q2/2025



Nguồn: DDV, FPTs tổng hợp

Luật thuế GTGT mới giúp DDV gia tăng được biên lợi nhuận do được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Từ ngày 01/07/2025, Luật Thuế GTGT số 48/2024/QH15 chính thức có hiệu lực, quy định phân bổ chịu thuế GTGT 5%. Đây là một cải cách quan trọng, giúp giảm trực tiếp giá thành sản xuất và cải thiện biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất phân bón trong nước. Trong đó, nhóm doanh nghiệp sản xuất urê và phân lân - DAP được dự báo hưởng lợi nhiều nhất.

Bảng 8: Tác động của chính sách thuế GTGT đến các doanh nghiệp ngành phân bón

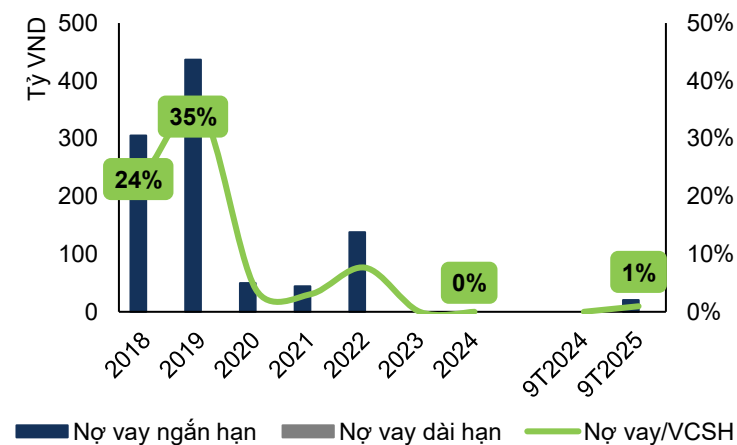
Phân khúc sản phẩm	Doanh nghiệp sản xuất	Thuế GTGT đầu ra từ 07/2025	Nguyên liệu đầu vào	Thuế GTGT đầu vào (được khấu trừ)	% tiết giảm chi phí GV
Phân Urê	DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	5%	Than	10%	2,3 – 2,8%
			Khí tự nhiên	10%	
Phân lân. DAP	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng Apatit	5%	1,5 – 2,6%
			Lưu huỳnh	10%	
			Amoniac lỏng	10%	
Phân NPK	BFC, LAS, SFG....	5%	Phân Urê/SA	5%	0,2 – 1,1%
			Phân DAP/lân	5%	
			Phân Kali	5%	

Nguồn: FPTs tổng hợp

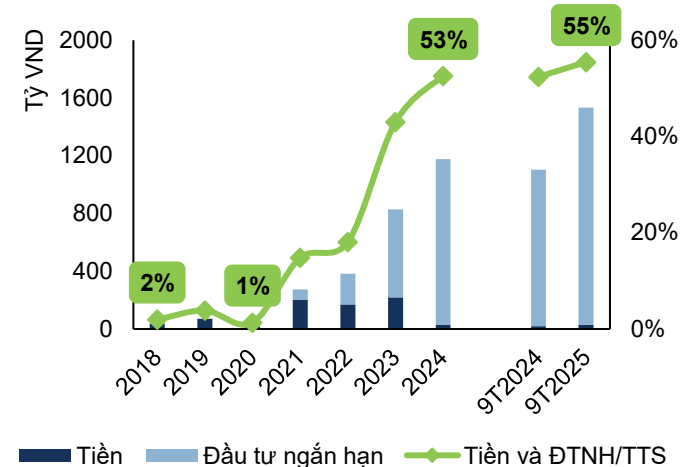
Theo đó, **DDV là một trong số các doanh nghiệp được hưởng lợi khi tiết giảm được 1,5 – 2,6% chi phí giá vốn.** tương ứng với 40 – 80 tỷ đồng mỗi năm. Ngoài chi phí nguyên vật liệu; chi phí điện, nước, dịch vụ mua ngoài cũng được khấu trừ thuế GTGT đầu vào với thuế suất 10%. Khoản chênh lệch thuế GTGT đầu ra (thuế suất 5%) với thuế GTGT đầu vào được khấu trừ (thuế suất 10%) sẽ giúp DDV giảm trừ đáng kể chi phí thuế GTGT phải nộp hàng năm.

III. Cơ cấu tài chính lành mạnh, không sử dụng nợ vay và lượng tiền mặt dồi dào

DDV là doanh nghiệp không sử dụng nợ vay. Tính đến cuối năm 2023, DDV đã hoàn trả toàn bộ các khoản vay ngắn hạn, đưa tỷ lệ nợ vay/VCSH của công ty xuống 0%.

Biểu đồ 36: Cơ cấu vốn không sử dụng nợ vay


Nguồn: DDV

Biểu đồ 37: Lượng tiền mặt dồi dào


Nguồn: DDV

Tính đến 9T2025, DDV ghi nhận tổng số dư tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 1,5 nghìn tỷ VND, chiếm 55,4% tổng tài sản của công ty. Khoản tiền này được tích lũy sau nhiều năm kinh doanh, đặc biệt là giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ 2021 – 2024. Nhờ lượng tiền gửi lớn, DDV ghi nhận mức lãi tiền gửi năm 2024 đạt 32 tỷ VND, tương đương 15% lợi nhuận trước thuế của công ty, đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của DDV.

E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

I. Triển vọng kinh doanh

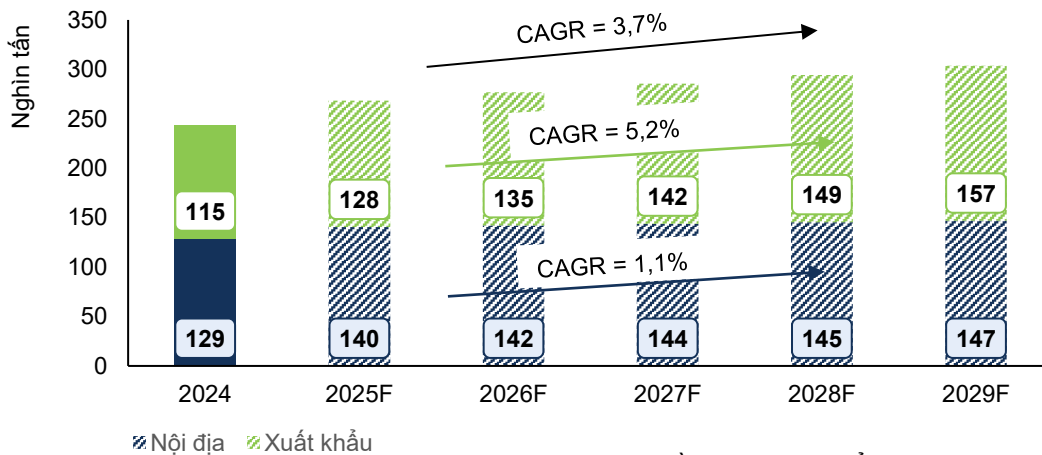
1. Triển vọng mảng sản xuất và kinh doanh phân DAP [\(quay lại\)](#)

1.1. Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trong 2026F-2029F được dẫn dắt bởi thị trường xuất khẩu nhờ nguồn cung DAP thế giới thiếu hụt trong khi nhu cầu tiêu thụ được dự báo tiếp tục tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ DAP của DDV sẽ tăng ổn định với CAGR = 3,7% trong giai đoạn 2025F – 2029F nhờ (1) duy trì ổn định tại thị trường nội địa và (2) tiếp tục khai thác tốt thị trường xuất khẩu. Cụ thể:

- **Thị trường nội địa:** được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 1,1%/năm. Mặc dù tốc độ tăng trưởng không lớn, nhu cầu DAP trong nước có tính ổn định nhờ duy trì thị phần tại các khu vực trọng điểm như Đồng Bằng Sông Cửu Long, nơi nhu cầu phân bón cao, đặc biệt là cho cây lúa.
- **Thị trường xuất khẩu:** được đánh giá là động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2026F–2029F, tăng trưởng với CAGR = 5,2%/năm nhờ bối cảnh nguồn cung DAP toàn cầu đang thiếu hụt. Theo IFA, nhu cầu phân bón tại Ấn Độ và Sri Lanka trong 2025F – 2029F tăng với CAGR lần lượt là 5,5% và 7,2%, tuy nhiên sản xuất trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu, buộc các nước này phải gia tăng nhập khẩu. Trong khi đó, nguồn cung quốc tế tiếp tục bị thắt chặt do Trung Quốc liên tục siết chặt hạn ngạch xuất khẩu, tạo ra khoảng trống cung cho DDV gia tăng xuất khẩu và mở rộng thị phần tại các quốc gia nhập khẩu lớn.

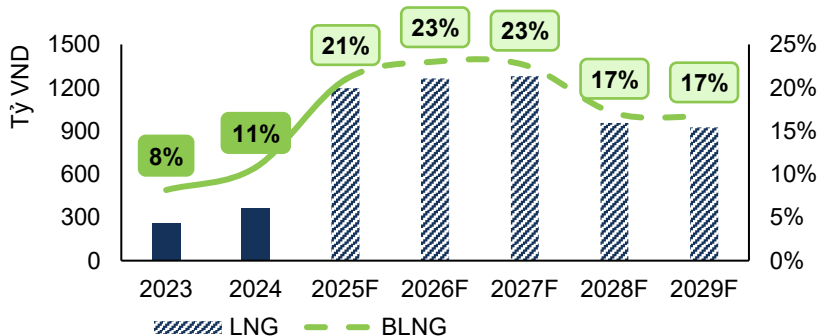
Biểu đồ 38: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của DDV



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

1.2. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao nhờ giá bán DAP thế giới vẫn neo cao [\(quay lại\)](#)

Biểu đồ 39: Dự phóng BLNG của DDV



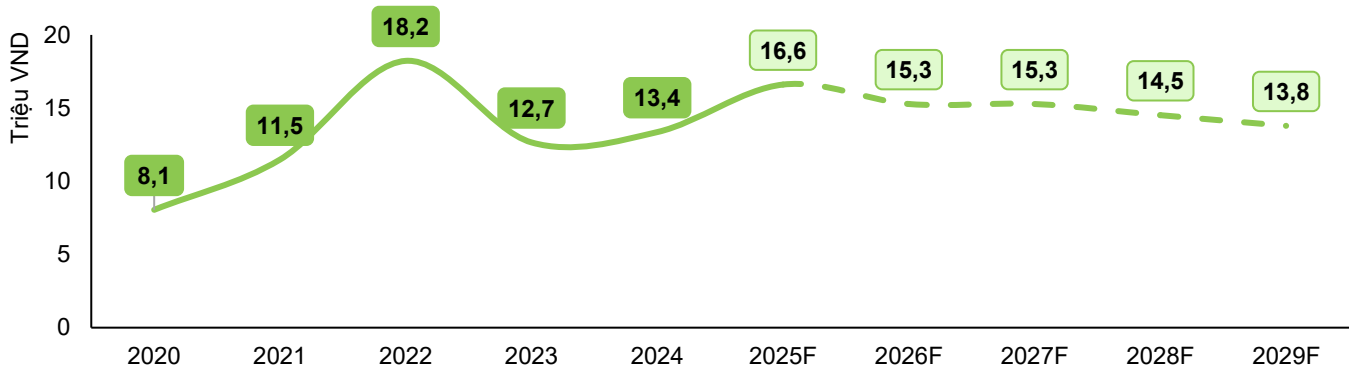
Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

Biên lợi nhuận gộp của DDV được dự phóng sẽ tăng 10 đpt trong 2025F do (1) giá DAP thế giới tăng cao do thiếu hụt nguồn cung, (2) nhà máy DAP hết khấu hao vào Q2/2025. (3) luật thuế GTGT 5% giúp khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Dự kiến trong 2026F – 2029F BLNG vẫn duy trì ở mức cao, trung bình ~20% nhờ giá DAP vẫn duy trì ở mức cao và giá nguyên vật liệu đầu vào dự kiến sẽ hạ nhiệt từ cuối 2026.

Chúng tôi kỳ vọng giá bán DAP bình quân của DDV trong năm 2025 sẽ tăng 24% YoY theo xu hướng tăng của giá DAP thế giới, đạt 16,6 triệu VND/tấn do (1) Trung Quốc tiếp tục siết chặt hạn ngạch xuất khẩu, (2) lượng cầu lớn từ Ấn Độ và (3) giá lưu huỳnh tăng cao [\(phụ lục\)](#). Sang năm 2026, chúng tôi dự báo giá bán DAP của DDV sẽ quay đầu giảm khoảng 8% YoY xuống 15,3 triệu VND/tấn chủ yếu do Ấn Độ không còn nhập khẩu nhiều như nửa cuối năm 2025 khi nhà máy sản xuất DAP ở Rajasthan của họ dự kiến hoạt động vào năm 2026.

Giá DAP dự báo vẫn neo ở mức cao trong 2026F – 2029F do cung DAP toàn cầu vẫn trong tình trạng thiếu hụt. Nguyên nhân do (1) Trung Quốc tiếp tục thắt chặt xuất khẩu và (2) các dự án xây dựng nhà máy DAP mới còn hạn chế và chưa thể vận hành ổn định ngay. Từ 2027, tình trạng thiếu hụt nguồn cung dự kiến giảm dần khi các dự án mới tại Morocco, Ả Rập Xê-út, và Ấn Độ đi vào vận hành. Tuy nhiên, thị trường vẫn phụ thuộc lớn vào chính sách xuất khẩu của Trung Quốc; nếu Trung Quốc tiếp tục hạn chế bán ra, lượng công suất mới chỉ đủ bù đắp phần thiếu hụt hiện hữu thay vì tạo ra dư cung.

Biểu đồ 40: Dự phóng giá DAP Đình Vũ

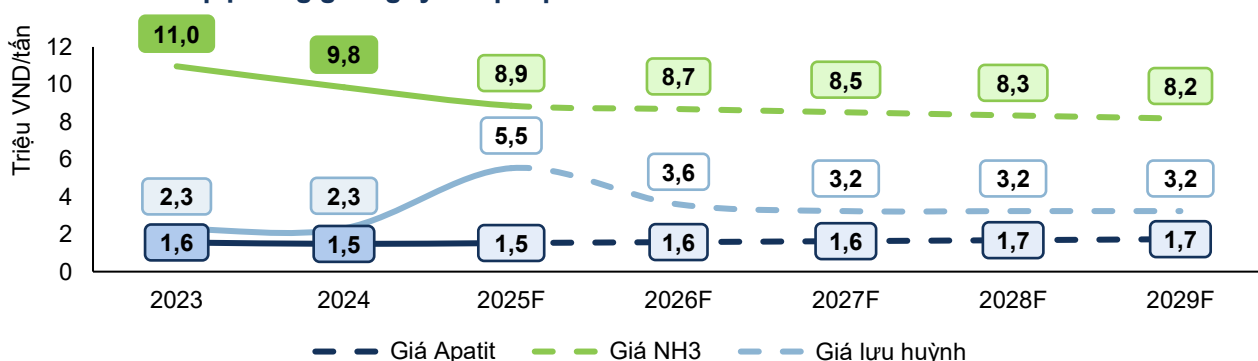


Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự báo các yếu tố đầu vào như: quặng apatit, amoniac lỏng (NH_3) và lưu huỳnh (S) sẽ có diễn biến giá trái chiều trong 2025F – 2029F, qua đó tạo ra tác động bù trừ lên chi phí sản xuất. Cụ thể:

- Giá lưu huỳnh trong 2025 sẽ tăng mạnh và sẽ quay đầu giảm lại vào 2026 khi nguồn cung được nới lỏng. 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.
- Giá quặng Apatit đầu vào của DDV sẽ tiếp tục tăng 3,2% YoY trong năm 2025, và sẽ tăng với CAGR = 3% trong giai đoạn 2025F – 2029F 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, và giá quặng nhập khẩu có giá cao hơn so với nguồn cung trong nước.
- Giá amoniac được dự báo sẽ giảm 10% YoY trong 2025 và sẽ tiếp tục giảm với CAGR = -2% trong giai đoạn 2026F – 2029F theo dự báo của Fitch Ratings, nhờ giá khí đốt đầu vào hạ nhiệt và các nhà máy NH_3 và phân đạm mới sẽ đi vào vận hành từ 2026, đặc biệt ở khu vực Trung Đông, Đông Á.

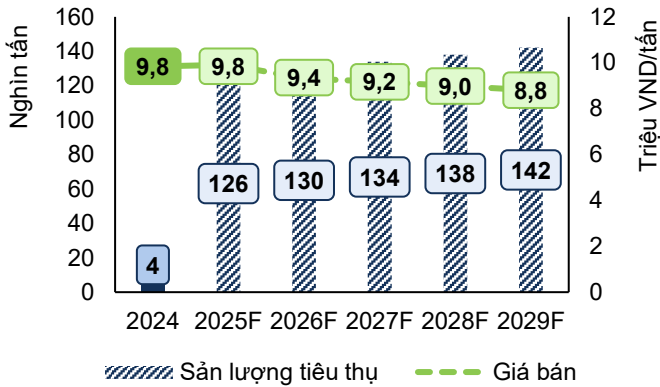
Biểu đồ 41: Dự phóng giá nguyên vật liệu



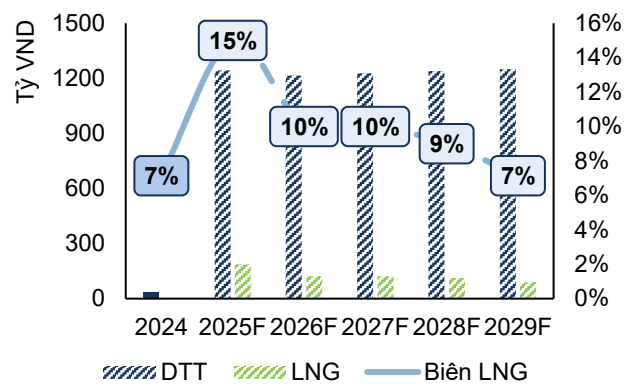
Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

2. Triển vọng kinh doanh mảng thương mại NH_3 [\(quay lại\)](#)

Sản lượng tiêu thụ NH_3 dự báo tăng trong giai đoạn 2025F – 2029F với CAGR = 3% do (1) DDV sẽ duy trì được hợp đồng với tệp khách hàng là các nhà máy phân đạm ở khu vực miền Bắc, (2) tận dụng lợi thế về hệ thống bồn chứa hoá chất sẵn có và vị trí địa lý cảng Đình Vũ thuận lợi giúp DDV có thể mở rộng mảng thương mại NH_3 hơn.

Biểu đồ 42: Dự phóng sản lượng và giá bán NH3


Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

Biểu đồ 43: Dự phóng DT và LNG mảng NH3


Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

Mặc dù tăng sản lượng tiêu thụ, doanh thu mảng NH3 của DDV nhìn chung đi ngang (CAGR = 0,2% trong 2025F – 2029F) do sự hạ nhiệt của giá amoniac toàn cầu. Doanh thu mảng thương mại NH3 của DDV dự báo sẽ giảm nhẹ 2,2% vào 2026F do giá bán giảm 5% khi nhiều nhà máy mới đi vào hoạt động năm 2026 ở Trung Đông. Dự báo xu hướng giảm giá sẽ còn tiếp diễn trong giai đoạn 2026F – 2029F với CAGR = -2%/năm do dư cung. Theo IEA, đến năm 2030 cung sẽ lớn hơn cầu ~1,73 lần. Vì thế biên lợi nhuận gộp sau đợt tăng vọt năm 2025F thì sẽ thu hẹp dần và về lại mức 7 – 10% theo xu hướng giảm của giá NH3 toàn cầu. ([Quay lại](#))

F. RỦI RO ĐẦU TƯ VÀ YẾU TỐ THEO DÕI

1. Rủi ro đầu tư: Biến động giá nguyên vật liệu ([Quay lại](#))

Biến động giá nguyên liệu đầu vào (quặng apatit, amoniac lỏng, lưu huỳnh) ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sản xuất và biên lợi nhuận của DDV. Quặng apatit, amoniac lỏng (NH₃) và lưu huỳnh (S) là ba nguyên liệu đầu vào chính, chiếm khoảng 80% chi phí nguyên vật liệu của DDV, DDV phải tích trữ một lượng lớn hàng tồn kho để phục vụ cho hoạt động sản xuất hàng năm. Chính vì vậy bất kỳ sự thay đổi nào về giá nguyên liệu đầu vào đều có thể làm gia tăng đáng kể chi phí sản xuất, từ đó làm giảm lợi nhuận. Ngoài ra, DDV phụ thuộc vào cả nguồn cung trong nước và nhập khẩu, trong đó nguồn nhập khẩu đối mặt với nhiều rủi ro về biến động giá quốc tế, chi phí logistics và chính sách thương mại. Nếu giá quặng Apatit, NH3 hay lưu huỳnh tăng mạnh mà doanh nghiệp không thể chuyển toàn bộ chi phí tăng lên giá bán, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ suy giảm, ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Ngược lại, nếu giá giảm quá mạnh, DDV có thể chịu rủi ro tồn kho giá cao, dẫn đến suy giảm giá trị hàng tồn kho và ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh.

2. Yếu tố theo dõi: Dự án “Đầu tư chiều sâu công nghệ, nâng cao chất lượng axit phosphoric và sản xuất phân bón MAP công suất 60.000 tấn/năm”

Dự án “Đầu tư chiều sâu công nghệ, nâng cao chất lượng axit phosphoric và sản xuất phân MAP công suất 60.000 tấn/năm” với tổng vốn 558 tỷ đồng là một trong những dự án quan trọng nhất của DDV, giúp nâng cấp chất lượng axit phosphoric và giúp công ty mở rộng sang sản phẩm MAP. Hiện dự án đã hoàn tất ký hợp đồng EPC và thiết kế kỹ thuật, thời gian thi công dự kiến 10 tháng và có thể vận hành thương mại từ cuối 2026 nếu tiến độ được đảm bảo. Tuy nhiên, quá trình triển khai còn phụ thuộc nhiều vào công tác thẩm định – xây dựng, do đó rủi ro chậm tiến độ vẫn hiện hữu. Vì thời gian thực hiện dự án không chắc chắn và kế hoạch triển khai của dự án đã được điều chỉnh nhiều lần, do đó chúng tôi hiện chưa đưa dự án này vào dự phóng.

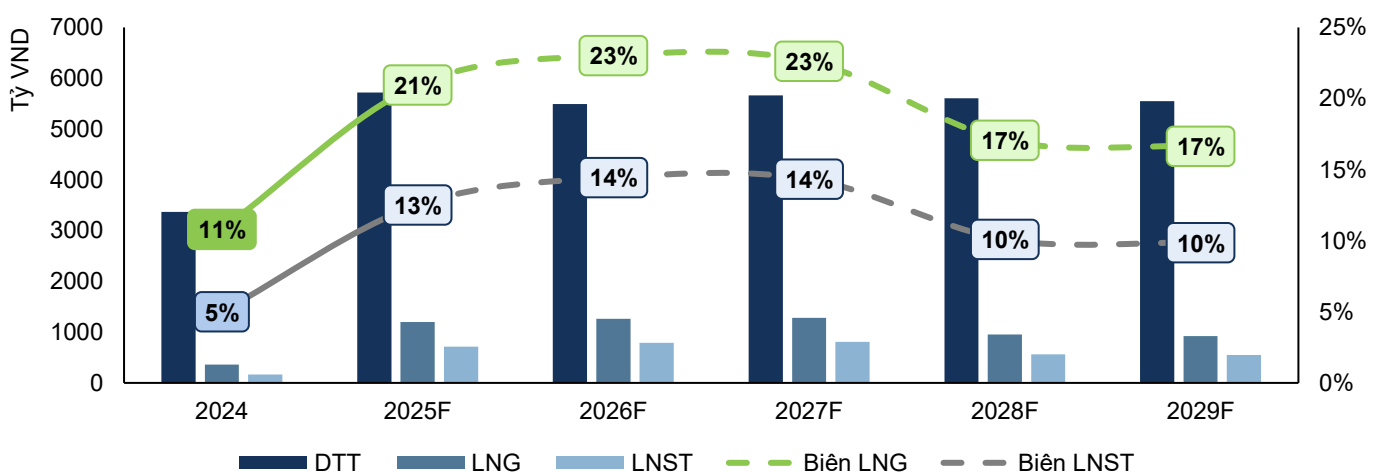
G. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả kinh doanh về DDV trong giai đoạn 2025F – 2029F dựa trên các giả định sau:

Chỉ tiêu	Giả định
DOANH THU THUẦN	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt mức CAGR 2025F–2029F=-0,01%/năm. Mức tăng trưởng DTT biến động trong khoảng từ -4% đến +1,5% mỗi năm (ít biến động hơn giai đoạn 2020 – 2024 nhờ đóng góp của mảng thương mại NH3 trở nên ổn định. Cụ thể: Mảng sản xuất và kinh doanh phân DAP: Sản lượng đạt trong khoảng từ 268 – 309 nghìn tấn mỗi năm: Chúng tôi đưa ra dự phóng về sản lượng DAP của DDV trong giai đoạn 2025F – 2029F của từng thị trường tiêu thụ dựa vào dự phóng về cung cầu DAP toàn cầu và diễn biến thời tiết ENSO. Đối với mảng thương mại NH3, sản lượng sẽ đạt mức CAGR 2025F–2029F=3%/năm. Giá bán: Giá bán của phân DAP năm 2025F là 16,6 triệu VND/tấn (-4% mỗi năm). Mảng thương mại NH3: Doanh thu mảng thương mại NH3 đạt mức CAGR 2025F–2029F= 0,002%/năm
CHI PHÍ LÃI VAY	Chi phí lãi vay trong năm 2025F là 364 triệu VND, là vay ngắn hạn và trả trước ngày kết thúc năm tài chính. Với lượng tiền mặt lớn tài trợ cho đầu tư, dự báo DDV sẽ không vay nợ dài hạn trong giai đoạn 2025F - 2029F.
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	Chúng tôi dự phóng LNST 2025F – 2029F sẽ đạt trong khoảng từ 500 – 800 tỷ VND mỗi năm. Giai đoạn 2027F đạt giá trị cao nhất là 810 tỷ do giá DAP vẫn neo cao trong khi giá nguyên vật liệu như amoniac, lưu huỳnh tiếp tục giảm.

Dựa trên các giả định, kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2025F – 2029F của DDV được thể hiện như sau:

Biểu đồ 44: Kết quả dự phóng một số chỉ tiêu trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của DDV



Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp và dự phóng

H. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DDV với mức giá mục tiêu là **29.400 VND/cp**, cao hơn **18,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 10/12/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VND/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	29.441	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	29.388	50%
Giá mục tiêu		29.400	

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình		Giả định mô hình	
WACC	17,92%	Phần bù rủi ro	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	3,0%	Hệ số Beta không đòn bẩy	1,39
Chi phí sử dụng VCSH	18,1%	Tăng trưởng dài hạn	2%/năm
Lãi suất phi rủi ro	3,57%	Thời gian dự phóng	5

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Hệ số chiết khấu		1,01
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)		3.249
(+ Tiền mặt (tỷ VND)		1.176
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)		-
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		4.294
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		146,109
Giá mục tiêu (VND /cp)		29.388
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		4.302
Giá mục tiêu (VND /cp)		29.441

I. TÓM TẮT BÁO CAO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Kết quả HĐKD (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3.365	5.720	5.490	5.659
Giá vốn hàng bán	(3.002)	(4.522)	(4.226)	(4.379)
Lợi nhuận gộp	363	1.198	1.264	1.280
Chi phí bán hàng	(88)	(150)	(144)	(148)
Chi phí quản lí DN	(108)	(183)	(175)	(181)
Lợi nhuận thuần HĐKD	168	866	944	951
(Lỗ)/lãi HĐTC	44	28	46	62
Lợi nhuận khác	1	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	212	895	991	1.014
Chi phí lãi vay	(0)	(0)	(0)	(0)
Lợi nhuận trước thuế	212	895	991	1.013
Thuế TNDN	(43)	(179)	(198)	(203)
Lợi nhuận sau thuế	168	716	793	811
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của công ty mẹ	168	716	793	811
EPS (VND)	1.152	4.899	5.425	5.549

Chỉ số khả năng sinh lời	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,8%	21,0%	23,0%	22,6%
Tỷ suất LNST	5,0%	12,5%	14,4%	14,3%
ROE DuPont	9,7%	34,7%	30,7%	26,7%
ROA DuPont	8,1%	27,0%	24,2%	21,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,3%	15,6%	18,1%	17,9%
LNST / LNTT	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%
LNTT / EBIT	79,6%	80,0%	80,0%	80,0%
Vòng quay tổng tài sản	1,6x	2,2x	1,7x	1,5x
Đòn bẩy tài chính	1,2x	1,3x	1,3x	1,2x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	15,71	14,68	18,87	18,20
Số ngày tồn kho	46,51	41,86	52,08	49,45
Số ngày phải trả	39,93	45,38	56,45	53,59
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	22,29	11,16	14,50	14,05
Giá vốn hàng bán / HTK	8,5x	10,9x	6,8x	7,5x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	3,9x	3,7x	4,6x	5,2x
Chỉ số thanh toán nhanh	3,0x	2,8x	3,8x	4,3x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	2,6x	2,4x	3,3x	3,9x
Nợ / Tài sản	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ / VCSH	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	500,6x	2514,6x	2884,7x	2866,0x

Cân đối kế toán (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền, TĐT, ĐTTC ngắn hạn	1.176	1.712	2.236	2.697
Các khoản phải thu	170	290	278	286
Hàng tồn kho	414	623	583	604
Tài sản ngắn hạn khác	6	10	9	9
Tổng tài sản ngắn hạn	1.767	2.635	3.106	3.596
Tài sản cố định hữu hình	452	397	348	305
<i>Nguyên giá</i>	2.503	2.559	2.567	2.583
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(2.052)	(2.161)	(2.220)	(2.278)
Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	4	7	6	7
XDCB dở dang	11	20	31	40
Tổng tài sản dài hạn	470	428	389	356
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2.237	3.063	3.495	3.952
Vay và nợ ngắn hạn	-	24	23	24
Các khoản phải trả	449	676	632	654
Quỹ khen thưởng	9	16	15	16
Nợ ngắn hạn	458	715	670	694
Nợ dài hạn	2	3	3	3
Tổng nợ	460	719	673	697
Vốn điều lệ	1.461	1.461	1.461	1.461
Thặng dư	-	-	-	-
LN chưa phân phối	190	723	1.155	1.582
Vốn chủ sở hữu	1.777	2.344	2.822	3.255
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.237	3.063	3.495	3.952

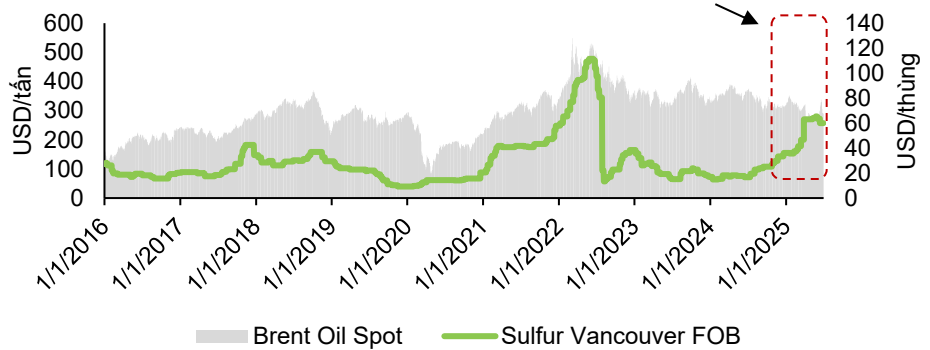
Lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	828	1.176	1.712	2.236
Lợi nhuận sau thuế	175	716	793	811
Khấu hao	158	110	59	58
Dự phòng	(7)	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	112	(117)	(161)	(238)
Tiền từ HĐ kinh doanh	438	709	691	631
Thanh lý tài sản CĐ	1	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(34)	(65)	(19)	(25)
Các HĐ đầu tư khác	(504)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(538)	(65)	(19)	(25)
Thay đổi nợ	-	24	(1)	1
Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(88)	(131)	(146)	(146)
Các HĐTC khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(88)	(108)	(147)	(145)
Tổng lưu chuyển tiền thuần	(188)	536	524	460
Chênh lệch tỷ giá	0	-	-	-
Tiền cuối năm	1.176	1.712	2.236	2.697

J. PHỤ LỤC

I. Giá lưu huỳnh tăng cao trong năm 2025 do khan hiếm về nguồn cung [\(Quay lại\)](#)

Giá lưu huỳnh đã tăng gần 140% chỉ trong 9T2025, bất chấp giá dầu thô giảm. Nguyên nhân chính đến từ sự hạn chế nguồn cung do nhiều nhà máy lọc dầu và thiết bị thu hồi lưu huỳnh phải bảo trì hoặc hoạt động dưới công suất trong khi nhu cầu lưu huỳnh cho sản xuất axit sulfuric và phân bón vẫn gia tăng. Cụ thể:

Biểu đồ 45: Giá lưu huỳnh và giá dầu thô



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

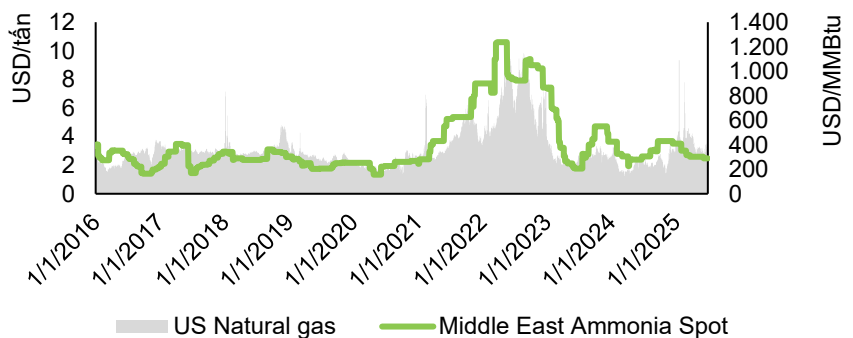
- Indonesia nhập khẩu tới 2,59 triệu tấn trong nửa đầu 2025, tăng 74% so với cùng kỳ, để phục vụ các dự án luyện kim HPAL.
- Morocco nhập kỷ lục 4,2 triệu tấn trong năm 2024 và tiếp tục ký hợp đồng dài hạn 7,5 triệu tấn với Qatar.

II. Giá amoniac (NH₃) biến động theo giá khí tự nhiên [\(Quay lại\)](#)

Giá amoniac (NH₃) biến động chặt chẽ theo giá khí tự nhiên, do khí tự nhiên là nguyên liệu và chiếm tới 70–80% chi phí sản xuất amoniac. Khi giá khí tăng, chi phí sản xuất NH₃ lập tức tăng theo, khiến giá sản phẩm thường neo sát với diễn biến của thị trường năng lượng.

Giai đoạn 2021–2022, giá NH₃ toàn cầu tăng đột biến, có thời điểm đạt tới 1.237 USD/tấn, nguyên nhân chủ yếu do giá khí tự nhiên châu Âu tăng kỷ lục bởi xung đột Nga–Ukraine và nguồn cung khí đột ngột bị gián đoạn. Sang năm 2023, khi nguồn cung khí được bổ sung từ LNG (Liquefied Natural Gas – khí tự nhiên hóa lỏng) và nhu cầu năng lượng hạ nhiệt, giá NH₃ giảm mạnh, nhiều thời điểm rơi xuống dưới 300 USD/tấn.

Biểu đồ 46: Giá NH₃ và giá khí tự nhiên



Nguồn: Bloomberg

III. Thuế tự vệ với DAP/MAP [\(Quay lại\)](#)

Thuế tự vệ là biện pháp được áp dụng để bảo vệ ngành sản xuất trong nước khỏi sự cạnh tranh không công bằng từ hàng nhập khẩu, đặc biệt là những sản phẩm có giá thấp do trợ cấp của các quốc gia xuất khẩu. Tại Việt Nam, thuế tự vệ đối với phân bón DAP và MAP được áp dụng từ năm 2018 với mức thuế 1.855.790 đồng/tấn. Tuy nhiên, vào năm 2022, Bộ Công Thương đã quyết định không gia hạn thuế tự vệ, khiến phân bón nhập khẩu từ các quốc gia như Trung Quốc không còn phải chịu thuế, tạo sức ép lớn lên phân bón nội địa.

Bảng 9: Thuế tự vệ cho phân bón DAP/MAP tại Việt Nam giai đoạn 2018 – 2022

Năm	Mức thuế tự vệ	Nội dung
2018 - 2021	1.855.790 đồng/tấn	Áp dụng cho phân bón DAP/MAP nhập khẩu
2022 trở đi	0 đồng/tấn	Thuế tự vệ không được gia hạn

Nguồn: FPTS tổng hợp

IV. Các nhà cung cấp nguyên vật liệu của DDV [\(Quay lại\)](#)

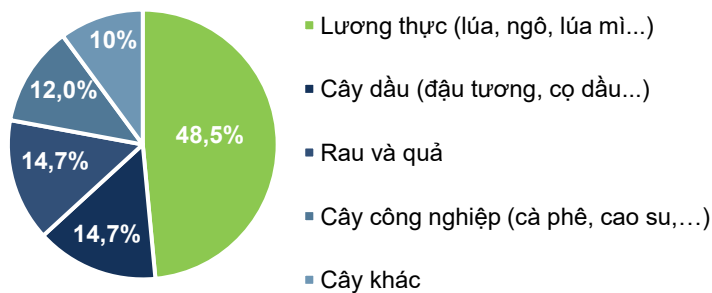
Bảng 10: Nhà cung cấp nguyên vật liệu của DDV

Nguyên liệu chính	Nhà cung cấp	Nguồn	Tỷ trọng cung cấp
Quặng Apatit	Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam	Nội địa	75%
	Quốc tế (Ai Cập)	Nhập khẩu	25%
Amoniac lỏng	Công ty TNHH MTV Đạm Ninh Bình	Nội địa	5%
	Quốc tế (Trung Quốc, Indonesia...)	Nhập khẩu	95%
Lưu huỳnh	Công ty XNK Quảng Bình	Nhập khẩu	100%
	Công ty TNHH XNK Hóa chất		
Than cám	Công ty Kinh doanh than Hải Phòng	Nội địa	100%
Nước	Tổng công ty Đầu tư nước và Môi trường Việt Nam Viwaseen	Nội địa	100%
Điện	Công ty TNHH MTV Điện lực Hải Phòng	Nội địa	30%

Nguồn: DDV, FPTS tổng hợp

V. Phân DAP dùng chủ yếu cho cây lương thực như lúa, ngô, lúa mì [\(Quay lại\)](#)

Biểu đồ 47: Phân DAP phù hợp cho nhiều loại cây trồng, đặc biệt là cây lương thực như lúa nước



Nguồn: IFA, FPTS tổng hợp

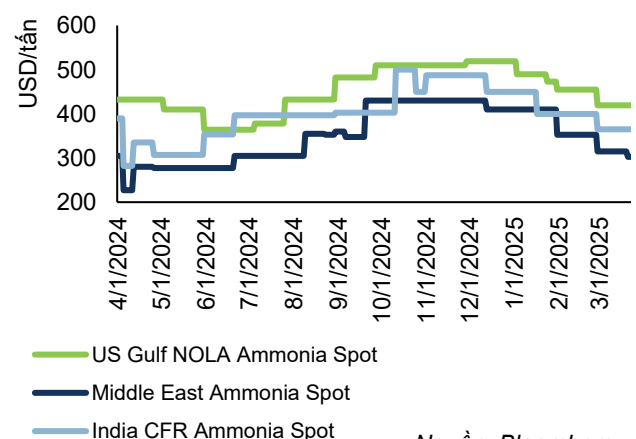
VI. Lợi thế hạ tầng cảng của DDV [\(Quay lại\)](#)

Hình 1: Cảng Đình Vũ nằm ở hạ nguồn dòng sông Cấm, có vị trí địa lý thuận lợi



Nguồn: FPTS tổng hợp

Biểu đồ 48: Giá amoniac tăng cao từ cuối 2024



Nguồn: Bloomberg

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu DDV, chuyên viên tư vấn và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888