Báo cáo cổ phiếu: DDV

Nhà máy DAP đã khấu hao hết, bán 2/3 ra nước ngoài; lưu huỳnh tăng gấp 5 lần đang lấy đi phần lớn biên lãi

CTCP DAP – Vinachem (UPCoM: DDV) · phân bón DAP, hóa chất · BCTC đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và năm 2027 · dữ liệu chốt 09/10/2026 · giá tham chiếu 17,2 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST 6T/2026	XUẤT KHẨU / SẢN LƯỢNG DAP	LƯU HUỲNH QATAR 08/2026	KHẤU HAO 2025	TIỀN RÒNG 30/06/2026	LNST 2026F CƠ SỞ
246	**67,6%**	**890**	**90**	**1.193**	**211**
tỷ đồng · **–10%** · Q2: 122	2025 · 52% doanh thu	USD/t · 01/2025: 166	tỷ · 2024: 158 · hết KH máy móc	tỷ · 8,2 nghìn đ/CP	tỷ · –67% · Q3F 10

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST 2026F · 2027F	P/E TRƯỢT · P/B
NẮM GIỮ	17,2	16,8 (–3%)	211 · 337 tỷ	4,2x · 1,14x

Giữ tỷ trọng hiện có, chưa mua thêm. Lợi nhuận đang co lại vì lưu huỳnh tăng gấp 5 lần trong 20 tháng, nhưng tiền ròng 8,2 nghìn đ/CP và tài sản đã khấu hao hết giữ giá trị sổ sách. **Tích lũy** khi giá dưới 15,0 nghìn (P/B < 1,0x) hoặc khi giá lưu huỳnh Qatar giảm dưới ~700 USD/t trong khi DAP giữ trên 20 triệu đ/t. **Hạ xuống giảm tỷ trọng** nếu Q3/2026 lỗ gộp ở DAP hoặc cổ tức 2026 cắt sâu.

KẾT LUẬN

DDV chạy một chuỗi tích hợp lưu huỳnh → axit sunfuric → axit photphoric → DAP trên nhà máy đã khấu hao hết, bán 2/3 sản lượng ra nước ngoài. Năm 2025 là đỉnh: giá DAP cao, khấu hao giảm gần một nửa, LNST 634 tỷ.

Năm 2026 lưu huỳnh tăng từ ~500 lên ~890 USD/t, làm biên DAP co mạnh từ Q3. Dự báo LNST 2026 211 tỷ (–67%), 2027 337 tỷ nếu lưu huỳnh hạ nhiệt. Giá 17,2 nghìn đã phản ánh phần lớn mức giảm; P/B 1,14x và tiền ròng gần nửa vốn hóa giới hạn rủi ro giảm.

DAP TỰ SẢN XUẤT

4.340 tỷ DT 2025 · 261 nghìn t

- Giá bình quân Q2/26: 19,64 tr đ/t
- Biên tiền mặt Q2 ~2,9 → Q3F 0,8 tr đ/t
- Hòa vốn: lưu huỳnh ~1.034 USD/t ở DAP 21 tr

XUẤT KHẨU VÀ HÓA CHẤT

52% DT 2025 là xuất khẩu

- Hải quan 8T/26: 89,8 tr USD (+38,7%)
- NH3, hóa chất thương mại: 1.294 tỷ (2025)
- Biên gộp XK 6T/26: 12,1%

KHẤU HAO VÀ THẠCH CAO PG

158 → 90 tỷ KH (2024 → 2025)

- Nguyên giá đã KH hết 1.387 tỷ
- PG: doanh thu ≤ 2 tỷ/năm
- Bãi PG quyết định có lên 330.000 t

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **Đỉnh lợi nhuận đã qua:** 2025 LNST 634 tỷ (gấp 3,7 lần 2024) nhờ giá DAP tăng và khấu hao giảm; 6T/2026 246 tỷ (−10%), riêng Q2 giảm 20% so với cùng kỳ (sau soát xét).
2. **Xuất khẩu là trụ chính:** 67,6% sản lượng DAP (176.465 t) và 52% doanh thu 2025 là xuất khẩu; 6T/2026 55,5%. Biên gộp xuất khẩu 12,1% so với trong nước 9,7% (6T/2026). Hải quan 8T/2026: 89,8 triệu USD (+38,7%); riêng tháng 8: 15,3 triệu USD.
3. **Lưu huỳnh là biến số quyết định:** giá lưu huỳnh Qatar 166 USD/t (01/2025) → 890 USD/t (07–08/2026) do eo Hormuz. Mỗi 1 t DAP cần ~0,40 t lưu huỳnh: +100 USD/t lưu huỳnh ≈ −0,85 triệu đ/t DAP ≈ −55 tỷ LN gộp/quý. Biên tiền mặt DAP ước giảm từ ~2,9 (Q2) xuống 0,8 (Q3) và ~0,0 triệu đ/t (Q4).
4. **Hết khấu hao:** máy móc chính đã khấu hao hết (nguyên giá đã khấu hao hết 1.387 tỷ, GTCL máy móc 60 tỷ); khấu hao 158 → 90 tỷ (2024 → 2025). Lợi nhuận hiện là của bộ máy không còn chi phí vốn — khi phải thay thế lớn, khấu hao sẽ quay lại.
5. **Thạch cao PG không phải nguồn lãi:** doanh thu PG ≤ 2 tỷ/năm; DDV còn trả phí xử lý, vận chuyển. Giá trị là giải phóng bãi để chạy gần công suất 330.000 t (2025: 265.128 t).
6. **Dự báo:** LNST Q3/2026 10 tỷ (thận trọng −68, tích cực 47), Q4 −45; năm 2026 211 tỷ (−67%), thấp hơn kế hoạch LNTT 380 tỷ: LNTT 6 tháng cuối dự báo −44 tỷ so với ~72 tỷ kế hoạch ngầm định. 2027 cơ sở 337 tỷ khi lưu huỳnh về ~600 USD/t.
7. **Định giá:** P/E trượt 4,2x là bẫy chu kỳ (quy tắc mua theo z P/E thua nặng); P/B 1,14x, tiền ròng 1.193 tỷ ≈ 47% vốn hóa. Giá trị hợp lý 16.758 đ (P/B 1,0x và 8x EPS 2027F).
8. **Khuyến nghị: NẮM GIỮ** ở 17,2 nghìn; tích lũy dưới 15,0 nghìn (P/B < 1,0x); chốt lời trên 30,1 nghìn. Mốc theo dõi: BCTC Q3/2026 (biên DAP), giá lưu huỳnh tháng 11–12, Hải quan tháng 9.

1 Mô hình kinh doanh: chuỗi lưu huỳnh → axit → DAP trên nhà máy đã khấu hao hết, bán 2/3 ra nước ngoài

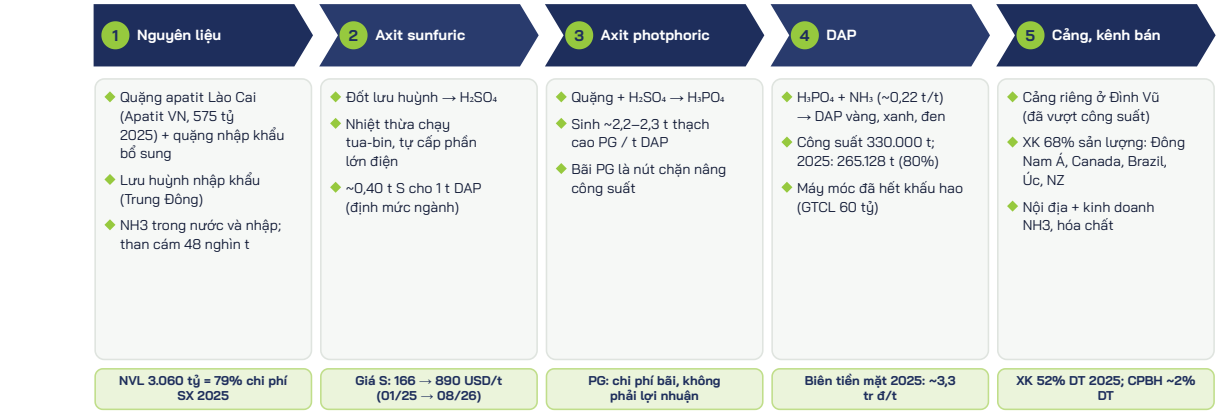
Mô hình kinh doanh



Nguồn: BCTN 2022–2025; BCTC kiểm toán 2025 (doanh thu theo loại, chi phí theo yếu tố, TSCĐ, đất thuê); BCTC soát xét 6T/2026; tài liệu ĐHĐCĐ 2026. AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: từ quặng, lưu huỳnh, NH3 đến cảng xuất khẩu

Hoạt động Ô vàng: chỉ tiêu tài chính chịu ảnh hưởng



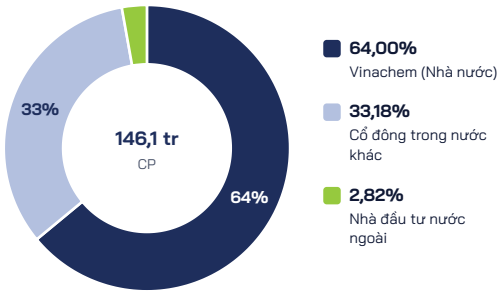
Nguồn: BCTN 2024–2025 (nguồn nguyên liệu, sản lượng, thị trường); giao dịch bên liên quan 2025 (Apatit Việt Nam); giá lưu huỳnh QSP fob Qatar theo công bố hằng tháng của QatarEnergy. Định mức 0,40 t lưu huỳnh, 0,22 t NH3, 2,2 t PG trên 1 t DAP là định mức ngành, DDV không công bố – chưa đối chiếu.

- **Ba nguyên liệu, một đòn bẩy:** nguyên vật liệu chiếm 79% chi phí sản xuất (2025). Quặng apatit mua của Apatit Việt Nam (cùng tập đoàn) theo hợp đồng, ít biến động; lưu huỳnh và NH3 mua theo giá quốc tế. Vì thế lưu huỳnh là biến số làm biên lãi dao động mạnh nhất.
- **Giá bán theo thị trường thế giới:** 67,6% sản lượng DAP xuất khẩu; giá nội địa đi theo giá DAP nhập khẩu (Trung Quốc). DDV không định giá được, chỉ chọn thị trường và thời điểm bán.
- **Khấu hao gần như không còn:** máy móc đã khấu hao hết; chi phí cố định tiền mặt (nhân công 311 tỷ, dịch vụ mua ngoài 360 tỷ năm 2025) mới là ngưỡng hòa vốn thật.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) sản lượng DAP (tối đa 330.000 t, bị chặn bởi bãi thạch cao PG và tiêu thụ); (2) giá DAP; (3) giá lưu huỳnh và NH3 có độ trễ tồn kho; (4) hóa chất thương mại (NH3) biên mỏng; (5) lãi tiền gửi trên ~1.600 tỷ.

Cơ cấu cổ đông: Vinachem nắm 64%, khối ngoại 2,8%

Cơ cấu sở hữu

% vốn



Nhóm cổ đông	Số CP	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất VN (Vinachem) – đại diện vốn Nhà nước (3 người đại diện)	93.510.336	64,00%
Nhà đầu tư nước ngoài (25/08/2026)	4.122.202	2,82%
Cổ đông trong nước khác	48.477.362	33,18%
Tổng	**146.109.900**	**100%**

Nguồn: BCTN 2025; room ngoại từ dữ liệu giao dịch ngày 25/08/2026.

- **Cổ tức theo lợi nhuận:** 10% (2022), 6% (2023), 9% (2024), 17% (2025, 248 tỷ, trả 10/07/2026). Vinachem nhận 64% nên chính sách cổ tức gắn với nhu cầu vốn của tập đoàn; LN 2025 trích 50% vào quỹ đầu tư phát triển.

2 Thị trường: xuất khẩu chiếm 2/3 sản lượng, 52–56% doanh thu và có biên tốt hơn trong nước

Tỷ đồng	DT trong nước	DT xuất khẩu	% xuất khẩu	Biên gộp trong nước	Biên gộp xuất khẩu
2019	1.502	144	8,8%	13,0%	5,1%

Tỷ đồng	DT trong nước	DT xuất khẩu	% xuất khẩu	Biên gộp trong nước	Biên gộp xuất khẩu
2020	1.229	657	34,8%	13,9%	11,5%
2021	2.006	872	30,3%	14,5%	10,1%
2022	1.392	1.879	57,5%	18,9%	12,1%
2023	1.374	1.807	56,8%	11,8%	5,4%
2024	1.294	2.071	61,5%	14,2%	8,6%
2025	**2.712**	**2.912**	**51,8%**	**15,7%**	**17,6%**
6T/2025	1.256	1.501	54,4%	16,6%	14,5%
6T/2026	**1.615**	**2.012**	**55,5%**	**9,7%**	**12,1%**

Nguồn: thuyết minh báo cáo bộ phận theo khu vực địa lý, BCTC kiểm toán 2020–2025, soát xét 6T/2025, 6T/2026. AAS tính.

- **Vì sao "70%" và "52%" cùng đúng:** theo tấn, xuất khẩu chiếm 67,6% sản lượng DAP 2025 (176.465 t); theo tiền chỉ 52% vì 1.294 tỷ hóa chất thương mại (NH3...) chủ yếu bán trong nước.
- **Xuất khẩu lãi hơn từ 2025:** biên gộp xuất khẩu 17,6% so với 15,7% trong nước (2025); 6T/2026 12,1% so với 9,7%.

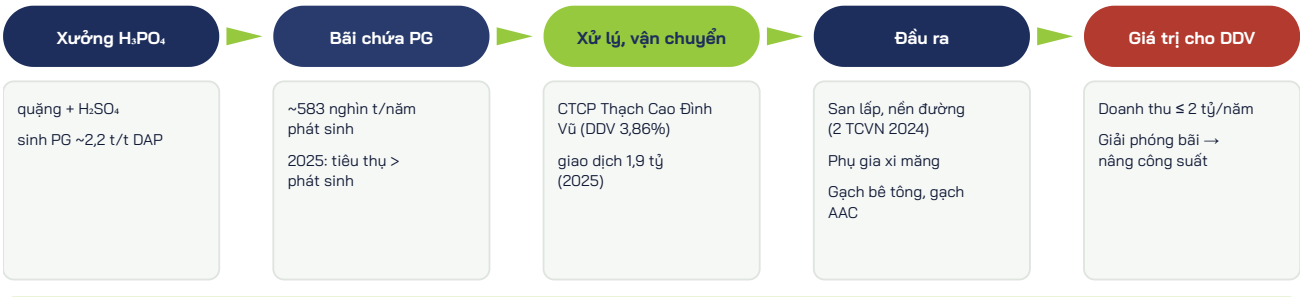
Đối chiếu xuất khẩu	Giá trị	Ghi chú
DT xuất khẩu BCTC 6T/2026	2.011,5 tỷ ≈ 76,4 tr USD	Tỷ giá bình quân 6T: 26.340
Xuất khẩu theo Hải quan 6T/2026 (DDV)	65,7 tr USD	= 8T 89,77 – T08 15,26 – T07 8,81 (suy từ T08 +73,3% so với tháng trước)
Hệ số BCTC / Hải quan	**1,16**	**Một kỳ, chưa đủ để thành quy tắc**
Hải quan 8T/2026	89,77 tr USD (+38,7%)	BCTC 6T: +34,0% (2.011,5 so với 1.500,9 tỷ)
Hải quan T07 + T08/2026 (2/3 quý 3)	24,1 tr USD	× hệ số × tỷ giá ≈ 737 tỷ DT xuất khẩu tương đương
Q2/2026 BCTC (cả quý)	871 tỷ ≈ 33,0 tr USD	Q3 có thể vượt Q2 nếu tháng 9 giữ mức tháng 8

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; số liệu xuất khẩu theo doanh nghiệp (Cục Hải quan) do người dùng cung cấp; tỷ giá Vietcombank. AAS tính.

- **Hải quan là chỉ báo dẫn, không phải doanh thu:** BCTC ghi xuất khẩu cao hơn số Hải quan đứng tên DDV 16%, nhiều khả năng do một phần đi qua thương nhân (Cát Long, Vietgro). T07 + T08 = 24,1 triệu USD báo hiệu sản lượng Q3 giữ được.

3 Thạch cao PG: doanh thu gần bằng 0, nhưng quyết định DDV có chạy được 330.000 t hay không

Dòng thạch cao PG và giá trị thật cho DDV



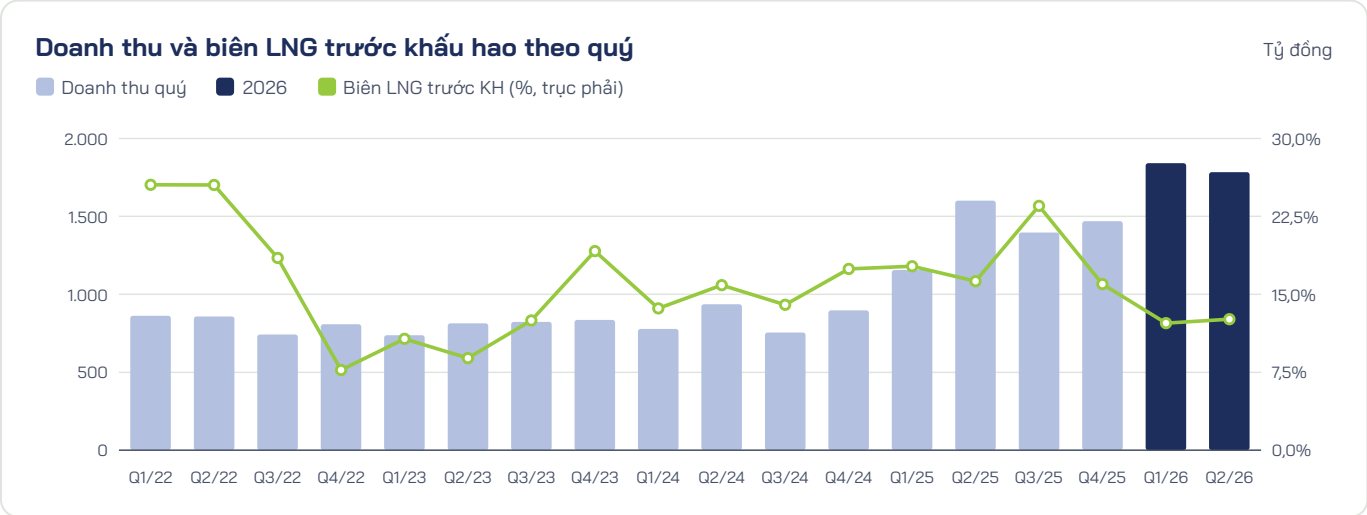
Nguồn: tài liệu ĐHĐCĐ 2025, 2026; BCTC kiểm toán 2022, 2025; giao dịch bên liên quan. Định mức PG/t DAP là định mức ngành — chưa đối chiếu. AAS tính.

- **Mô hình:** mỗi tấn DAP sinh ~2,2 t thạch cao PG. DDV đưa PG cho CTCP Thạch Cao Đình Vũ (DDV sở hữu 3,86%) xử lý và bán làm vật liệu san lấp, nền đường, phụ gia xi măng, gạch bê tông và gạch AAC. Doanh thu PG chỉ 1–2 tỷ/năm; DDV còn trả phí vận chuyển, xử lý.
- **Gạch AAC là đầu ra nhỏ:** thạch cao chỉ là phụ gia vài phần trăm trong phối liệu AAC; đầu ra đủ lớn cho ~580 nghìn t PG/năm là san lấp, nền móng đường (2 TCVN 2024) và xi măng.
- **Giá trị nằm ở công suất:** 2025 chạy 80% công suất. Giải phóng đủ bãi PG để thêm ~65.000 t DAP mang lại ~215 tỷ LN gộp/năm ở biên 2025, ~147 tỷ ở biên 2027F cơ sở, gần 0 ở biên Q4/2026F.

4 Kết quả kinh doanh tách khấu hao: EBITDA 2025 gấp đôi 2024; 6T/2026 biên co lại vì nguyên liệu

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	2.878	3.270	3.210	3.365	5.624	2.757	3.626	+32%
Giá vốn trừ khấu hao	2.352	2.631	2.796	2.848	4.595	2.292	3.176	+39%
LNG trước khấu hao	**526**	**639**	**414**	**517**	**1.029**	**465**	**450**	**–3%**
Biên LNG trước khấu hao	18,3%	19,5%	12,9%	15,4%	18,3%	16,9%	12,4%	–4,5 điểm
CPBH trừ khấu hao	74	57	117	87	95	50	59	+18%
QLDN trừ khấu hao	118	72	101	104	131	63	58	–9%
EBITDA	**334**	**509**	**195**	**326**	**803**	**352**	**333**	**–5%**
Khấu hao TSCĐ	–152	–154	–156	–158	–89	–40	–52	n/m
EBIT	**182**	**355**	**39**	**168**	**714**	**312**	**281**	**–10%**
Tài chính thuần (lãi tiền gửi, tỷ giá – lãi vay)	7	24	45	43	79	32	27	–16%
Thu nhập/chi phí khác	2	0	–2	1	1	0	0	n/m
LNTT	192	379	82	212	794	344	308	–10%
LNST	**192**	**357**	**70**	**168**	**634**	**275**	**246**	**–10%**
Dòng tiền kinh doanh (CFO)	274	8	705	438	506	318	–177	n/m
Chi mua sắm TSCĐ, XDCB	–18	–8	–9	–34	–175	–60	–94	n/m

Nguồn: BCTC DDV (Q2/2026 = 6T soát xét – Q1); khấu hao tách 97% giá vốn, 1% CPBH, 2% QLDN. AAS tính.

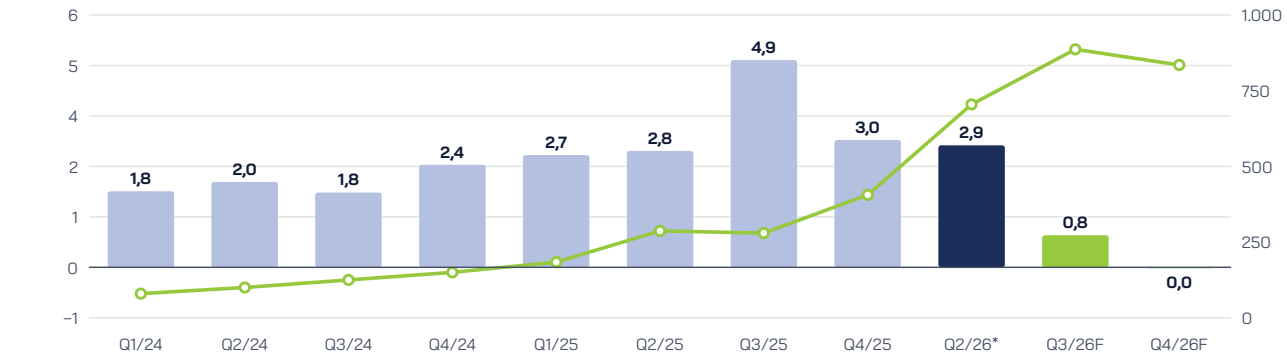


Nguồn: BCTC quý DDV; AAS tính.

- **Lưu ý số liệu:** BCTC Q2/2026 công bố trước soát xét có LNTT 130,9 tỷ; soát xét 6T giảm giá vốn 21,4 tỷ, nên Q2 sau soát xét là 152,4 tỷ.
- **Hết khấu hao:** khấu hao 158 tỷ (2024) → 90 tỷ (2025) → ~27 tỷ/quý; nguyên giá đã khấu hao hết còn dùng 1.387 tỷ, GTCL máy móc 60 tỷ. Từ 2027 khấu hao tăng lại ~110–130 tỷ/năm khi MAP, Na_2SiF_6 đưa vào dùng.

5 Lưu huỳnh: mỗi +100 USD/t lấy đi ~55 tỷ LN gộp mỗi quý; Q3–Q4/2026 gánh trọn giá 880–890 USD/t

Biên tiền mặt DAP (cột, tr đ/t) và giá lưu huỳnh Qatar (đường, USD/t)



Nguồn: BCTC DDV; giá lưu huỳnh QSP fob Qatar theo công bố hằng tháng; AAS tính.

- **Mỗi tấn DAP cần ~0,40 t lưu huỳnh và ~0,22 t NH3:** +100 USD/t lưu huỳnh ≈ −0,85 tr đ/t DAP ≈ −55 tỷ/quý; +100 USD/t NH3 ≈ −30 tỷ/quý; +1 tr đ/t giá DAP ≈ +53 tỷ/quý.
- **Chi phí vào giá vốn trễ ~1 quý:** Q2/2026 vẫn dùng lưu huỳnh mua ở ~520–580 USD/t; Q3 dùng hàng mua ở 740–890 USD/t.

Lưu huỳnh (USD/t, gồm cước) \ Giá DAP (tr đ/t)	20,0	21,0	22,0	23,0
737	111	164	216	269
837	56	109	161	214
937	1	54	106	159
1.037	**−54**	**−1**	**51**	**104**
1.137	−109	−56	−4	49

LN gộp tiền mặt DAP Q4/2026F, tỷ đồng, 65.000 t.

Giá DAP bán ra (tr đ/t)	19,0	20,0	21,0	22,0
Giá lưu huỳnh hòa vốn tiền mặt (USD/t, gồm cước)	844	939	1.034	1.130

Hòa vốn tiền mặt ở cấp lãi gộp DAP. AAS tính.

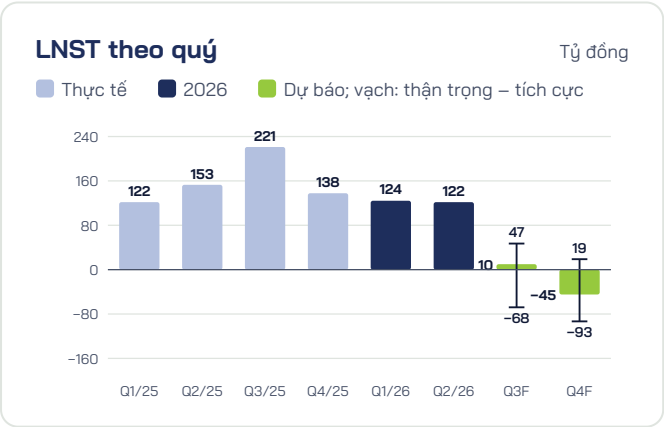
6 Dự báo: 6 tháng cuối 2026 lỗ khoảng 35 tỷ (Q3 lãi 10, Q4 lỗ 45); 2027 hồi phục nếu lưu huỳnh hạ nhiệt

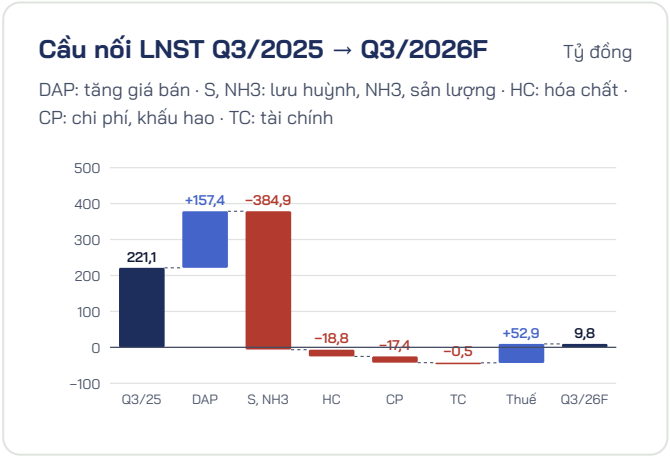
LNST	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	**10 (−96% so với cùng kỳ)**
Khoảng Q3/2026 (thận trọng – tích cực)	−68 – 47
Q4/2026F cơ sở (khoảng)	−45 (−93 – 19)
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	**211 (85 / 312); 2025: 634**

LNST	Tỷ đồng
Năm 2027F cơ sở (lưu huỳnh ~600 USD/t fob)	337 (thận trọng −106, tích cực 912)

Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
Sản lượng DAP tiêu thụ (nghìn t)	58	64	68	58	65	70
Giá DAP (tr đ/t)	19,8	20,2	20,6	20,0	21,0	22,0
Lưu huỳnh vào giá vốn (USD/t)	926	815	815	1.006	1.037	1.037
Biên tiền mặt DAP (tr đ/t)	**−0,56**	**0,76**	**1,23**	**−0,77**	**−0,02**	**0,94**
Doanh thu thuần	1.503	1.698	1.826	1.495	1.770	1.965
LNG trước KH: DAP	−32	49	84	−45	−1	65
LNG: hóa chất thương mại	18	32	42	16	32	42
LNG trước khấu hao	**−14**	**82**	**128**	**−27**	**32**	**109**
CPBH + QLDN trừ KH	−60	−61	−61	−75	−77	−76
EBITDA	**−74**	**21**	**67**	**−102**	**−45**	**33**
Khấu hao	−27	−27	−27	−28	−28	−28
Tài chính thuần	16	18	19	14	17	18
LNTT	−85	12	59	−116	−56	23
LNST – dự báo AAS	**−68**	**10**	**47**	**−93**	**−45**	**19**

Nguồn: AAS dự báo.





Nguồn: BCTC quý DDV; AAS dự báo.

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F cơ sở	Kế hoạch 2026
Doanh thu thuần	5.624	3.626	6.625	7.094	7.417	6.767	5.938
EBITDA	803	333	157	309	434	472	–
LNTT	794	308	107	264	390	422	380
LNST	**634**	**246**	**85**	**211**	**312**	**337**	**~304**
so với năm trước	–	−10% cùng kỳ	−87%	−67%	−51%	+60%	–

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F cơ sở	Kế hoạch 2026
EPS (đ, 146,1 triệu CP)	4.336	–	582	1.445	2.136	2.309	–

Nguồn: BCTC; tài liệu ĐHĐCĐ 2026 (kế hoạch LNTT 380 tỷ); AAS dự báo. 2027F: lưu huỳnh ~600 USD/t fob, giá DAP 19,8 tr đ/t, 265.000 t; chưa tính MAP.

Bốn yếu tố theo dõi

- **Giá lưu huỳnh Qatar:** mỗi ±100 USD/t ≈ ∓55 tỷ LN gộp/quý; 10/2026 đã giảm còn 835 USD/t (−55 so với 08). Vào giá vốn trễ ~1 quý.
- **Giá DAP bán ra:** mỗi ±1 triệu đ/t ≈ ±53 tỷ LN gộp/quý; DAP thế giới 800 USD/t (NOLA, 17/09) chững lại sau khi tăng 28% từ đầu năm.
- **Hải quan tháng 9–10:** tháng 8 đạt 15,3 triệu USD; giữ mức này thì sản lượng Q3 ≥ 64.000 t (cơ sở).
- **Cổ tức 2026 và BCTC Q3 (trước 20/10):** biên gộp, tồn kho NVL (đã mua lưu huỳnh giá nào), vay ngắn hạn.

7 Định giá: P/E thấp là bẫy chu kỳ; định giá theo P/B và lợi nhuận bình thường hóa

Chỉ số (09/10/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Trung vị từ 2016	Phân vị từ 2016
P/E trượt 4 quý	4,2x	15,5x	14,8x	7%
P/B	1,14x	1,59x	1,02x	57%
z P/E · z P/B	−1,24 · −1,01	–	–	–
P/E dự phóng 2026F · 2027F	11,9x · 7,5x	–	–	–
Vốn hóa / tiền ròng	2.513 / 1.193 tỷ	–	–	–
Giá trị sổ sách / CP	15.048 đ	–	–	–
Cổ tức 2025 / giá	1.700 đ · 9,9%	–	–	–

Nguồn: giá và BCTC DDV; AAS tính.

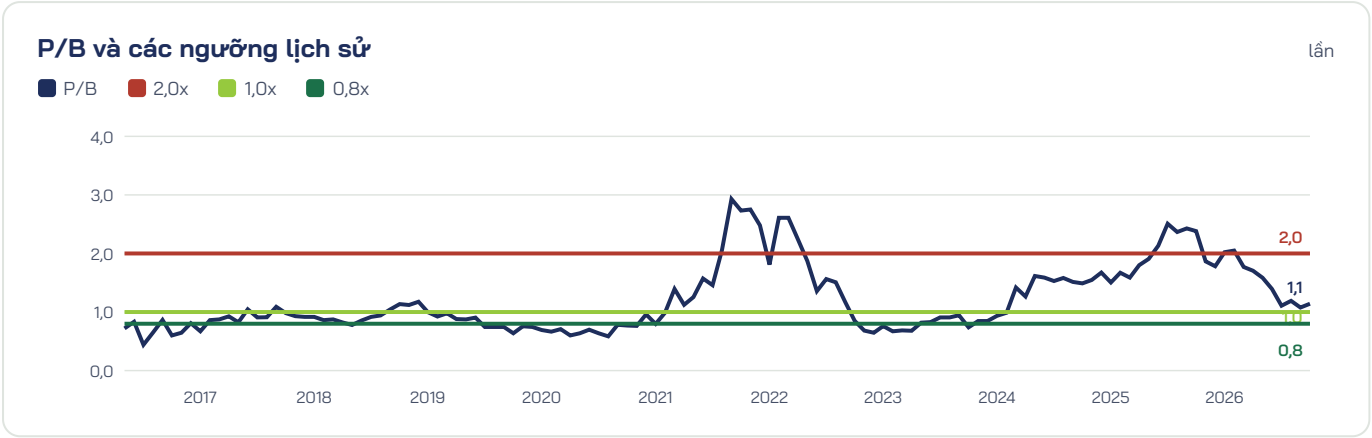
Phương pháp	Giả định	Giá trị (đ/CP)
P/B	1,0x BVPS 15.048 đ (trung vị P/B từ 2016: 1,02x)	15.048
P/E chu kỳ	8x EPS 2027F cơ sở 2.309 đ (P/E thấp vì lợi nhuận theo chu kỳ hàng hóa)	18.469
Bình quân	**so với giá 17.200 đ: −3%**	**16.758**

Nguồn: AAS tính.

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
< −1,5	+249%	+177%	53
−1,5 … −0,5	+113%	+88%	482
−0,5 … 0,5	+31%	+22%	474
0,5 … 1,5	+21%	+29%	398
> 1,5	−13%	−36%	433

P/B	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
< 0,8	+101%	+52%	575
0,8 … 1,0	+36%	+21%	580
1,0 … 1,2	+14%	−5%	169
1,2 … 1,5	+41%	+45%	199
1,5 … 2,0	+24%	+32%	343
> 2,0	−50%	−53%	223

Nguồn: AAS tính; lợi suất 250 phiên, 2016–2026.



Vùng P/B → giá → hành động

P/B	Giá tương ứng (BVPS 15.048 đ)	LS 250 phiên lịch sử (TB)	Hành động
< 0,8x	< 12,0	+101%	Mua mạnh: gần bằng tiền ròng + tài sản đã khấu hao hết
0,8–1,0x	12,0 – 15,0	+36%	Tích lũy từng phần
1,0–1,5x	**15,0 – 22,6**	**+14% đến +41%**	**Nắm giữ; hiện tại 1,14x**
1,5–2,0x	22,6 – 30,1	+24%	Không mua thêm
> 2,0x	> 30,1	−50%	Chốt lời

Nguồn: AAS tính.

8 Giao dịch: quy tắc z P/B thắng mua và giữ; quy tắc z P/E thua nặng vì bẫy chu kỳ

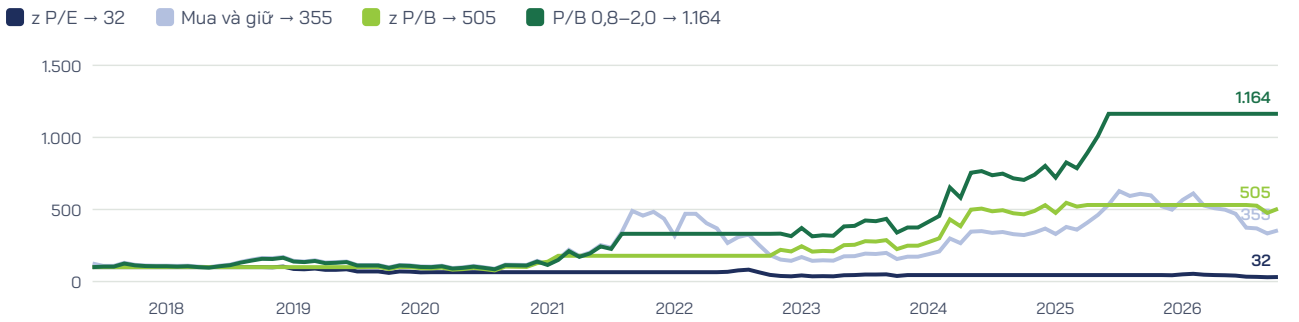
- **Cách đọc z-score:** z đo P/B (hoặc P/E) hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z < −1 là rẻ bất thường so với chính DDV; hiện z P/B −1,01, z P/E −1,24.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 06/2017 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi z P/B < −1, bán khi > +1 đưa 100 đồng thành 505 đồng (+18,9%/năm), so với 355 đồng nếu mua và giữ (+14,5%/năm); sụt giảm tối đa −39% so với −83%. **Quy tắc z P/E thua nặng** (32 đồng): với doanh nghiệp hàng hóa, P/E thấp nhất đúng lúc lợi nhuận đỉnh — ví dụ tín hiệu mua 12/2025 ở 26,5 nghìn. Quy tắc P/B 0,8–2,0x đạt 1.164 đồng nhưng được đặt sau khi xem bảng P/B, dễ khớp quá mức.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–4 lệnh trong 9 năm; lịch sử chưa có cú sốc lưu huỳnh như 2026.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** quy tắc z P/B đã mua ngày 28/07/2026 ở 18,0 nghìn và đang giữ; P/B 1,14x nằm ở vùng nắm giữ của bảng P/B lịch sử. Không có tín hiệu bán.

Quy tắc (06/2017–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang nắm giữ?
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	32	−11,6%	−73%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	505	+18,9%	−39%	4	Có
P/B < 0,8 mua, > 2,0 bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	1.164	+30,0%	−52%	2	Không
Mua và giữ	**355**	**+14,5%**	**−83%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính; phí 0,4% mỗi chiều.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch

đồng



GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH DDV

- **Nắm giữ ở 17,2 nghìn (P/B 1,14x).** Không mua đuổi theo P/E thấp: P/E 4,2x tính trên lợi nhuận đỉnh 2025; lần gần nhất quy tắc z P/E báo mua (12/2025, 26,5 nghìn) giá đã giảm 35%.
- **Vùng tích lũy:** dưới 15,0 nghìn (P/B 1,0x), chia 2–3 phần; mua mạnh dưới 12,0 nghìn (P/B 0,8x — lịch sử cho lợi suất 250 phiên trung bình +101%). Tiền ròng 8,2 nghìn đ/CP là phần đệm.
- **Vùng giảm tỷ trọng:** trên 22,6 nghìn (P/B 1,5x) khi lưu huỳnh chưa hạ; chốt lời trên 30,1 nghìn (P/B 2,0x).
- **Tín hiệu nâng hạng:** giá lưu huỳnh Qatar dưới ~700 USD/t trong khi giá DAP giữ trên 20 triệu đ/t; Hải quan tháng 9–10 giữ ~15 triệu USD/tháng; dự án MAP 60.000 t công bố vốn và tiến độ.
- **Tín hiệu hạ hạng:** BCTC Q3/2026 lỗ gộp ở DAP; lưu huỳnh trên 1.000 USD/t kéo dài; cổ tức 2026 thấp hơn 5%.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 09/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.