

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM)

Khả quan (duy trì)

Hóa chất

Giá thị trường	VND35.250
Cao/thấp nhất 52	VND40.700/VND25.200
Giá mục tiêu	VND42.800
Giá mục tiêu cũ	VND42.500
Consensus	14,8%
Tiềm năng tăng giá	21,4%
Tỷ suất cổ tức	4,3%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,7%

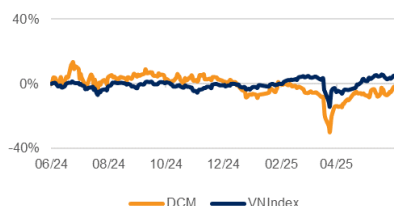
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	715,6
GTGDQ 3 tháng (tr USD)	3,3
Sở hữu NN (tr USD)	314,3
Số CP lưu hành (tr)	529,4
Số CP pha loãng (tr)	529,4

	DCM	Ngành	VNI
P/E trượt	12,6	17,8	13,2
P/B hiện tại	1,8	1,5	1,7
ROA	8,8%	7,4%	2,1%
ROE	14,1%	14,3%	13,0%

*dữ liệu ngày 16/06/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Giá cổ phiếu	5,2	3,8	-0,9
Tương quan với chỉ số	2,8	0,9	4,5

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	75,6%
PVFCCapital	8,7%
Khác	15,7%

Tổng quan doanh nghiệp

DCM là doanh nghiệp duy nhất sản xuất urê hạt đục tại VN. Sản phẩm chính của DCM là urê hạt đục và NPK. Ngoài ra, DCM còn nhập khẩu và phân phối các dòng phân bón khác như DAP, Kali, OM (phân hữu cơ). Hiện tại, DCM chiếm lần lượt 37%/11% thị phần tiêu thụ urê và NPK trong nước. Vào năm 2024, DCM đã sáp nhập KVF, doanh nghiệp sở hữu nhà máy NPK với công suất thiết kế 360.000 tấn/năm.

Chuyên viên phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

Hue.duongthu@vndirect.com.vn

Giá khí giảm trong khi giá bán tăng thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với tiềm năng tăng giá 21,4% và tỷ suất cổ tức 4,3%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 0,7% trong khi thị giá cổ phiếu gần như đi ngang kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu do dự phóng EPS năm 2025 cao hơn.
- P/E trượt 13,9 lần, thấp hơn mức TB ngành, chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng LN cũng như vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp trên thị trường.

Điểm nhấn tài chính

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 tăng 20,6% svck nhờ sự phục hồi của các mảng kinh doanh cốt lõi (urê, NPK).
- Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ mở rộng 5,3 điểm % svck lên 23,9%, chủ yếu nhờ giá bán tăng, giá khí đầu vào giảm và tác động tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi.
- Tổng nợ vay cuối Q1/24 tăng 33,6% sv quý trước, chủ yếu là nợ ngắn hạn tài trợ vốn lưu động, khiến tỷ lệ tiền mặt/VCSH giảm 6,5 điểm % sv quý trước, còn 68,1%. Tuy nhiên, sức khỏe tài chính vẫn lành mạnh với số dư tiền mặt cao.

Lưu ý đầu tư

Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ nhu cầu nội địa ổn định và xuất khẩu tích cực

DCM đã tận dụng tốt sự mất cân bằng cung cầu tạm thời trên thị trường urê toàn cầu để đẩy mạnh xuất khẩu, với sản lượng xuất khẩu urê kỳ vọng tăng 15% svck trong 2025. Cùng với nhu cầu nội địa ổn định và hệ thống phân phối mở rộng sau sáp nhập, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ urê tăng 7,6% svck, đạt 963.000 tấn. Chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh 26,8% svck, đạt 322.000 tấn, nhờ đóng góp từ KVF và định hướng mở rộng thị phần NPK cao cấp.

Biên LN gộp mở rộng mạnh mẽ nhờ giá bán tăng và giá khí giảm mạnh

Giá urê thế giới phục hồi mạnh mẽ giúp DCM cải thiện ở cả giá bán nội địa và xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng giá urê TB của DCM tăng 10,2% svck, đạt 9,7 triệu đồng/tấn trong 2025. Trong khi đó, giá khí kỳ vọng giảm 9,2% svck xuống 8,8 USD/mmmbtu theo xu hướng giá dầu thế giới và sự ổn định nguồn cung khí sẽ giúp biên LN gộp urê mở rộng mạnh 7,6 điểm % svck lên 36,3%. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp urê tiếp tục tăng 2,1 điểm % svck trong 2026 nhờ giá dầu duy trì xu hướng giảm.

Nguồn cung khí dài hạn ổn định nhờ gia hạn hợp đồng PSC tại lô PM3-CAA.

Ngày 09/04/2025, PVN ký gia hạn thêm 20 năm hợp đồng cung cấp khí từ mỏ PM3-CAA, đi kèm cam kết từ chủ mỏ về việc tăng đầu tư thăm dò và khai thác tại khu vực chống lán Việt Nam - Malaysia và kết nối các mỏ vệ tinh, nhằm tăng sản lượng khai thác khí. Điều này tạo nền tảng vững chắc để DCM duy trì hoạt động sản xuất trong dài hạn, tiến tới vận hành 125% công suất thiết kế trong 2030.

Ba chiến lược lớn mở khóa tiềm năng tăng trưởng dài hạn

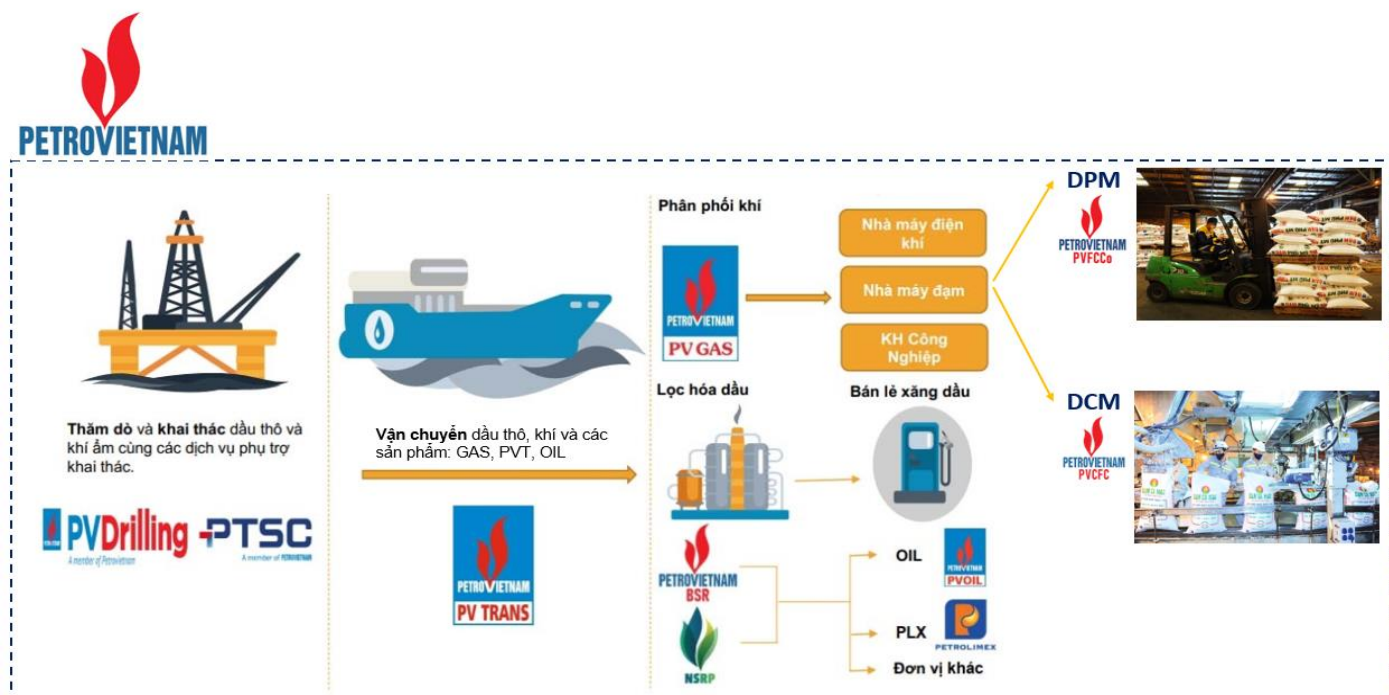
DCM đang đồng thời triển khai ba chiến lược kinh doanh lớn gồm: 1) đa dạng danh mục phân bón với mục tiêu tiêu thụ 2 triệu tấn các loại vào 2030; 2) đầu tư mảng khí công nghiệp quy mô 2 triệu USD tại đồng bằng sông Cửu Long; và 3) phát triển lĩnh vực sau thu hoạch nhằm mở rộng chuỗi giá trị nông nghiệp. Các chiến lược này sẽ mở rộng dư địa tăng trưởng và nâng cao biên lợi nhuận trong trung - dài hạn.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-21,1%	7,0%	20,6%	2,3%
Tăng trưởng EPS	-74,3%	28,0%	40,1%	7,3%
Biên LN gộp	16,2%	18,7%	23,9%	24,4%
Biên LN ròng	8,8%	10,6%	12,3%	12,9%
P/E (x)	4,2	16,3	12,7	9,1
P/B (x)	1,2			
ROAE	10,8%	14,1%	18,9%	19,4%

Tổng quan doanh nghiệp: Dẫn đầu thị trường tiêu thụ urê hạt đục Việt Nam

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), được thành lập vào năm 2012. Nhà máy Phân bón Cà Mau được coi là một dự án trọng điểm quốc gia trong ngành dầu khí Việt Nam, sử dụng nguồn khí từ bể Malay – Thổ Chu qua hệ thống đường ống khí PM3 – Cà Mau. Việc thành lập nhà máy đã nâng tổng công suất sản xuất Urê từ khí của Việt Nam lên 1,6 triệu tấn/năm, từ 800.000 tấn/năm do Nhà máy Phân bón Phú Mỹ sản xuất. Sau 12 năm xây dựng và phát triển, DCM hiện cung cấp hơn 1.200.000 tấn phân bón các loại (bao gồm cả thương mại) ra thị trường. Hiện tại, DCM chiếm 37,4% thị phần tiêu thụ urê toàn quốc (xếp thứ hai sau DPM) và 11% thị phần tiêu thụ NPK toàn quốc.

Hình 1: Hệ sinh thái của PVN



Nguồn: PETROVIETNAM, VNDIRECT RESEARCH

DCM đã hoàn tất việc mua lại 100% cổ phần của Công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt (KVF) vào tháng 5 năm 2024 từ Tập đoàn Taekwang của Hàn Quốc. KVF đã bắt đầu xây dựng nhà máy phân bón NPK tại TP.HCM vào tháng 7 năm 2016 và bắt đầu hoạt động vào tháng 12 năm 2017, với công suất thiết kế 360.000 tấn phân bón NPK mỗi năm, nâng tổng công suất sản xuất NPK của DCM lên 660.000 tấn mỗi năm. Giai đoạn 1, nhà máy sẽ chủ yếu hoạt động như một kho lưu trữ để phân phối các sản phẩm phân bón của DCM từ cảng Quy Nhơn ra các tỉnh miền Trung. Giai đoạn 2, DCM có kế hoạch sẽ ưu tiên mở rộng sản xuất và phân phối các sản phẩm NPK của KVF.

Tóm tắt KQKD Q1/25: Biên LN gộp cải thiện – Giá urê tăng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 2: Tóm tắt KQKD Q1/25

Tỷ đồng	Q1/25	% svck	Dự phóng 2025	% svck	Q1/25 sv dự phóng
Sản lượng tiêu thụ (tấn)					
- Urê	246.640	-5,8%	965.000	7,8%	25,6%
- NPK	22.950	316,5%	215.000	20,1%	10,7%
Doanh thu thuần	3.407	24,2%	15.126	12,4%	22,5%
- Urê	2.438	-3,1%	8.158	5,8%	29,9%
Nội địa	1.043	-21,1%			
Xuất khẩu	1.396	17,0%			
- NPK	521	706,5%	3.734	33,5%	14,0%
LN gộp	885	24,7%	3.410	35,7%	26,0%
Chi phí BH&QLDN	511	13,1%	1.698	13,6%	30,1%
Doanh thu tài chính thuần	78	-33,7%	328	7,5%	29,5%
LN trước thuế	454	21,0%	2.065	35,7%	22,0%
LN ròng	411	18,9%	1.833	29,1%	22,4%
Biên LN gộp	26,0%	0,1 điểm %	22,5%	4,8 điểm %	
Biên LN ròng	12,1%	-0,5 điểm %	12,1%	2,2 điểm %	

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q1/25 tăng nhờ hợp nhất KVF và xuất khẩu urê tích cực

Doanh thu thuần Q1/25 tăng 24,2% svck, đạt 3.407 tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu NPK tăng mạnh, chi tiết như sau:

- DT urê giảm 3,1% svck, đạt 2.438 tỷ đồng, do: 1) DT urê nội địa giảm 21,1% svck còn 1.043 tỷ đồng, nhiều khả năng do công ty ưu tiên xuất khẩu urê trong Q1/25 để tận dụng nhu cầu quốc tế mạnh hơn, trong khi nhu cầu nội địa đang thấp dịp đầu năm; 2) DT urê xuất khẩu tăng 17,0% svck lên 1.396 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi sản lượng xuất khẩu tăng và giá urê thế giới tăng 5 -10% svck trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu thắt chặt.
- Doanh thu NPK tăng mạnh 706,5% svck, đạt 521 tỷ đồng, nhờ (1) đóng góp từ KVF sau sáp nhập và (2) sản lượng tiêu thụ NPK của DCM tăng 316,5% svck, đạt 22.950 tấn.
- Doanh thu trading tăng mạnh 203,6% svck, đạt 415 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp hỗn hợp đi ngang so với cùng kỳ

Biên LN gộp hỗn hợp Q1/25 tăng nhẹ 0,1 điểm % svck đạt 26,0%, chủ yếu nhờ biên LN gộp urê tăng 5,7 điểm % svck lên 35,9%, bù đắp cho mức giảm 13,3 điểm % svck của biên LN gộp NPK xuống còn 14,5%. Biên LN gộp urê cải thiện nhờ giá bán urê tăng (~3% svck) và có thể do chi phí khí đầu vào giảm theo xu hướng giá dầu thế giới. Trong khi đó, Biên LN gộp NPK giảm mạnh do chi phí nguyên vật liệu đầu vào (DAP, kali và urê) tăng, trong khi giá bán đầu ra chưa điều chỉnh tương ứng. Ngoài ra, Biên LN gộp của KVF nhiều khả năng vẫn ở mức thấp, làm kéo giảm đáng kể biên LN gộp NPK. Kết quả, LN gộp Q1/25 tăng 24,7% svck đạt 885 tỷ đồng.

Chi phí BH&QLDN tăng, doanh thu tài chính giảm hạn chế tăng trưởng LN ròng

Chi phí BH&QLDN Q1/25 tăng 13,1% svck đạt 511 tỷ đồng, phù hợp với tốc độ tăng trưởng DT. Trong khi đó, thu nhập tài chính ròng giảm 33,7% svck còn 78 tỷ đồng, chủ yếu do lãi chênh lệch tỷ giá giảm và chi phí lãi vay tăng. Các yếu tố này làm xói mòn một phần mức tăng trưởng LN ròng. Kết quả, LN ròng Q1/25 chỉ tăng 18,9% svck đạt 411 tỷ đồng.

LN ròng Q1/25 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Tóm lại, DT thuần Q1/25 của DCM hoàn thành 22,5% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi, trong khi LN ròng Q1/25 đạt 22,4% kế hoạch năm 2025.

Tình hình tài chính vững mạnh dù tổng nợ tăng sv quý trước

Hình 3: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Tiền & tương đương tiền	10,929	10,627	8,616	8,942	9,000
Số ngày phải thu	11.6	12.1	23.0	12.3	25.6
Số ngày hàng tồn kho	98	70	119	81	111
Số ngày phải trả	61	42	54	35	56
Tổng nợ vay	1,410	1,486	1,626	1,349	1,803
Chi phí lãi vay	7	9	13	16	15
Tài sản cố định	1,544	1,862	1,877	1,946	2,051
Nợ vay ròng/VCSH	-92.5%	-93.3%	-70.6%	-74.6%	-68.1%

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối Q1/25, tổng nợ vay của DCM tăng 33,6% sv quý trước, đạt 1,8 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do nhu cầu vốn lưu động tăng để chuẩn bị cho mùa cao điểm tiêu thụ phân bón. Dù nợ vay tăng mạnh, tiền và tương đương tiền cùng đầu tư ngắn hạn vẫn tăng nhẹ 0,6% svck, đạt 9 nghìn tỷ đồng. Kết quả là, tỷ lệ tiền mặt ròng/VCSH giảm 6,5 điểm % sv quý trước, còn 68,1%, tuy nhiên cơ cấu vốn vẫn lành mạnh với số dư tiền mặt lớn hơn nhiều so với nợ vay.

Số ngày tồn kho tăng 30 ngày sv quý trước, lên 111 ngày, do DCM chủ động tích trữ nguyên vật liệu và thành phẩm trước vụ Hè - Thu trong bối cảnh giá đầu vào tăng. Số ngày phải thu tăng 13,3 ngày lên 25,6 ngày, chủ yếu do khoản phải thu lớn từ một đối tác thương mại tại Singapore. Trong khi đó, số ngày phải trả cũng tăng 21 ngày sv quý trước lên 56 ngày. Những biến động này chủ yếu mang tính mùa vụ và giúp cải thiện hiệu quả sử dụng vốn lưu động, thể hiện qua tỷ lệ AR/AP tăng 10,4 điểm % sv quý trước lên 45,9%, qua đó hỗ trợ dòng tiền trong mùa cao điểm hiện tại.

Triển vọng năm 2025-26: Giá dầu giảm, giá bán cải thiện và luật thuế GTGT sửa đổi thúc đẩy lợi nhuận

Hình 4: Dự phóng KQKD 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ 2025 2026	Mới 2025 2026	% svck 2025 2026	% thay đổi 2025 2026	Nhận xét
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	75 70	70 65	-12,5% -7,1%	-6,7% -7,1%	Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá dầu Brent năm 2025/26 lần lượt 6.7%/7.1% nhằm phản ánh xu hướng giảm của giá dầu Brent trong 5T25 và xem xét lại triển vọng giá dầu trong thời gian tới.
Giá khí trung bình - bao gồm VAT (USD/mmbtu)	9,7	9,2 8,7	8,9 8,3	-8,2% -6,7%	-3,3% -4,6%	Chúng tôi hạ giá định giá khí bình quân năm 2025/26 lần lượt 3.3%/4.6% YoY, chủ yếu do giá định giá dầu Brent đã được điều chỉnh giảm.
Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)						
- Urê (bao gồm cả đạm chức năng)	895	965 983	977 990	9,1% 1,3%	1,2% 0,7%	
- NPK (từ nhà máy NPK Cà Mau)	179	206 226	215 241	20,0% 12,0%	4,3% 6,4%	
- NPK (từ nhà máy NPK KVF)	67	114 142	124 155	85,1% 25,0%	8,8% 9,2%	
Giá bán trung bình (VND/kg)						
- Urê	8.613	8.642 8.509	9.747 9.350	13,2% -4,1%	12,8% 9,9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá urê năm 2025 thêm 12,8%, theo sát xu hướng giá urê trên thị trường quốc tế.
- NPK (từ nhà máy NPK Cà Mau)	10.876	11.325 11.034	11.505 11.253	5,8% -2,2%	1,6% 2,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá NPK năm 2025 thêm 1,6%, phù hợp với xu hướng giá các loại phân đơn.
Doanh thu thuần	13.456	15.126 15.306	16.230 16.604	20,6% 2,3%	7,3% 8,5%	
Urê	7.710	8.158 8.128	9.387 9.085	21,8% -3,2%	15,1% 11,8%	
NPK	2.796	3.734 4.018	3.761 4.065	34,5% 8,1%	0,7% 1,2%	
Trading	2.440	2.403 2.334	2.685 2.791	10,0% 4,0%	11,7% 19,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu mangan trading năm 2025 thêm 11,7%, dựa trên kết quả ước tính 6T25 cao hơn kỳ vọng.
LN gộp	2.513	3.410 3.700	3.884 4.052	54,5% 4,3%	13,9% 9,5%	
Biên LN gộp	18,7%	22,5% 24,2%	23,9% 24,4%	5,2 điểm % 0,5 điểm %	1,4 điểm % 0,2 điểm %	
Biên LN gộp urê	28,7%	32,2% 35,4%	36,3% 38,3%	7,6 điểm % 2,0 điểm %	4,1 điểm % 2,9 điểm %	Chúng tôi nâng dự báo biên LN gộp mangan urea năm 2025/26 thêm 4.1%/2.9% điểm %, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo giá bán urea lên 13.2% so với mức 1% trước đó và điều chỉnh giảm giá định giá dầu Brent.
Biên LN gộp NPK	15,1%	16,1% 15,8%	14,0% 12,9%	-1,1 điểm % -1,1 điểm %	-2,1 điểm % -2,9 điểm %	
Chi phí bán hàng	1.014	1.140 1146	1.298 1295	28,0% -0,2%	13,9% 13,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí bán hàng năm 2025 thêm 13.9%, do sản lượng tiêu thụ dự phóng cao hơn.
Chi phí QLDN	481	558 550	749 767	55,7% 2,4%	34,2% 39,5%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí QLDN năm 2025 thêm 34.2%, phản ánh mức tăng mạnh trong Q1/25 do hợp nhất chi phí QLDN của KVF.
Doanh thu tài chính thuần	305	328 353	365 379	19,4% 4,0%	11,1% 7,5%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu tài chính thuần năm 2025 thêm 9.8%, chủ yếu nhờ giá định lãi tiền gửi cao hơn.
Lợi nhuận khác	198,7	25 27	24,8 27,1	-87,5% 9,3%	0,0% 0,0%	
LN trước thuế	1.522	2.065 2384	2.227 2.397	46,3% 7,6%	7,8% 0,6%	
LN ròng	1.420	1.833 2.116	1.989 2.134	40,1% 7,3%	8,5% 0,8%	
EPS (VND)	2.682	3.463 3.997	3.757 4.031	40,1% 7,3%	8,5% 0,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh ở các mảng kinh doanh cốt lõi

Điều kiện thị trường thuận lợi và gia tăng công suất hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ

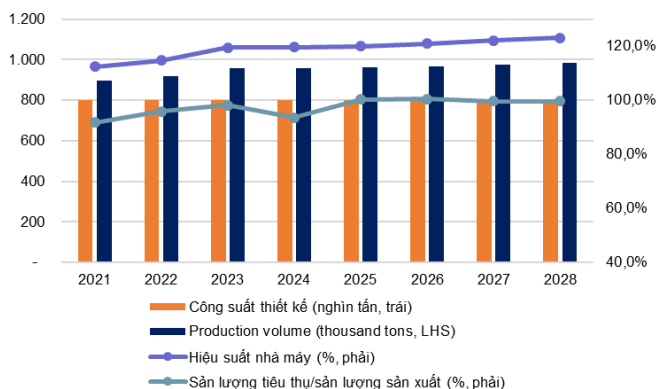
Hoạt động xuất khẩu khả quan sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ urê trong năm 2025

Việc Trung Quốc duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu urê trong nửa đầu năm 2025 đã tạo khoảng trống nguồn cung trên thị trường urê thế giới. Trong bối cảnh thị trường urê toàn cầu đang trải qua giai đoạn mất cân bằng tạm thời về cung cầu, DCM đã tận dụng hiệu quả các cơ hội của thị trường để đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu với sản lượng xuất khẩu ước tính tăng 20% svck trong

6T25 đạt 208 nghìn tấn. Campuchia tiếp tục là thị trường chiến lược với nhu cầu ổn định, cạnh tranh thấp và DCM chiếm 40-45% thị phần. Bên cạnh đó, việc DCM đạt chứng nhận Level 1 cho xuất khẩu hàng rời tại Úc đã mở ra cơ hội tiếp cận các thị trường phát triển hơn. Công ty cũng chủ động tăng cường xuất khẩu trong mùa thấp điểm nội địa nhằm tối ưu công suất và kiểm soát hàng tồn kho. Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu urê của DCM sẽ tăng 15% svck, đạt 333.000 tấn trong 2025, nhờ điều kiện thị trường thuận lợi và chiến lược xuất khẩu tích cực hơn. Sang năm 2026, sản lượng xuất khẩu dự kiến tăng nhẹ 1% svck, đạt 337.000 tấn, nhờ DCM tiếp tục củng cố quan hệ với đối tác chiến lược và đầu tư vào hạ tầng cảng, kho bãi.

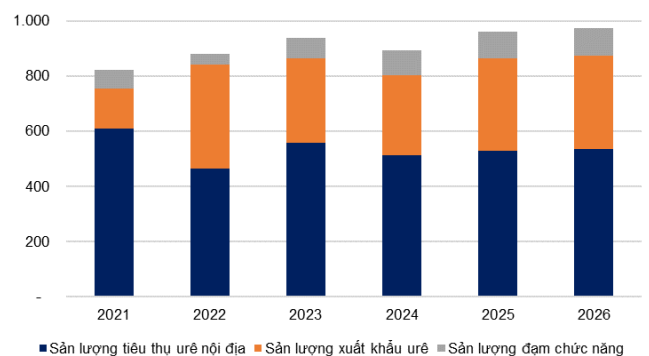
Tại thị trường nội địa, giá gạo xuất khẩu Việt Nam giảm mạnh trong nửa đầu năm 2025 trong khi giá phân bón tăng khiến nhu cầu từ ngành trồng lúa chịu áp lực. Tuy nhiên, giá cà phê và cây công nghiệp khác giữ ở mức cao, cùng với thời tiết thuận lợi đã hỗ trợ tiêu thụ phân bón. DCM cũng đẩy mạnh bán chéo qua hệ thống của KVF để mở rộng độ phủ tại miền Trung và Tây Nguyên. Với tất cả các yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ urê của DCM tại thị trường nội địa vẫn sẽ tăng trưởng 3% svck, đạt 530.000 tấn trong năm 2025 và tăng nhẹ 1% trong 2026, khi công suất sản xuất hiện đã duy trì vượt công suất thiết kế ở mức 120-121%. Tóm lại, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ urê của DCM tăng 7,6% svck, đạt 963.000 tấn trong năm 2025, chủ yếu nhờ hoạt động xuất khẩu tích cực. Trong năm 2026, sản lượng tiêu thụ urê dự kiến tăng nhẹ 0,9% svck, đạt 972.000 tấn.

Hình 5: Chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ vận hành nhà máy urê ở mức công suất cao hơn trong các năm tới



Nguồn: DCM, VNDIRECT REASERCH

Hình 6: Dự phóng sản lượng tiêu thụ urê của DCM (nghìn tấn)



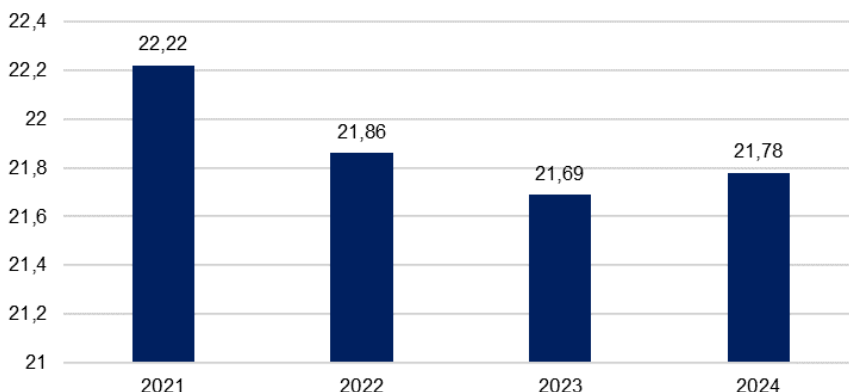
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động R&D mạnh mẽ giúp DCM nâng dần hiệu quả nhà máy urê lên 125% công suất thiết kế tới năm 2030

DCM là một trong số ít doanh nghiệp phân bón tại Việt Nam có hoạt động R&D mạnh, giúp liên tục cải thiện hiệu suất vận hành nhà máy. Hiện tại, nhà máy urê Cà Mau vận hành ổn định ở mức 115% công suất thiết kế trong 5T25 nhờ tối ưu tiêu hao năng lượng và cải tiến kỹ thuật. Trong hơn 10 năm qua, DCM đã giảm khoảng 8% mức tiêu hao năng lượng sản xuất urê và đặt mục tiêu giảm thêm 5% sau kỳ bảo dưỡng trong năm 2025. Nhờ đó, công ty kỳ vọng nâng hiệu suất nhà máy lên 118% trong các tháng còn lại của năm 2025 và đạt 125% vào 2030. Việc nâng cao hiệu suất nhà máy sẽ giúp DCM duy trì sản lượng tiêu thụ urê ở mức cao, tạo nền tảng ổn định cho việc duy trì doanh thu và cải thiện biên LN gộp trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng, việc cải tiến và nâng cao công suất nhà máy góp phần giúp DCM có thể duy trì mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ

tối thiểu 1% trong 2026-28 từ mức nền cao trong 2025, với giả định các điều kiện tiêu thụ khác vẫn ổn định.

Hình 7: DCM ưu tiên R&D nhằm giảm suất tiêu hao năng lượng, qua đó nâng cao công suất vận hành nhà máy urê



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

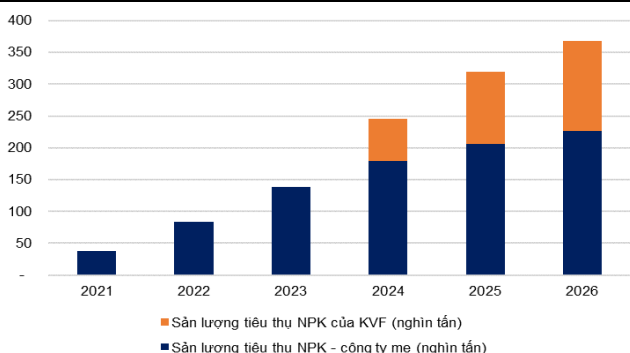
Sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh cả ở công ty mẹ và KVF

Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng mạnh 37,1% svck, đạt 319.000 tấn trong năm 2025, nhờ sự tăng trưởng đồng đều tại cả công ty mẹ và công ty con KVF, Cụ thể:

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ NPK Cà Mau (sản phẩm của nhà máy NPK thuộc công ty mẹ) sẽ tăng trưởng 15% svck, đạt 206.000 tấn, chủ yếu được thúc đẩy bởi: 1) DCM đang đẩy mạnh thị phần NPK một hạt (NPK chất lượng cao) trong bối cảnh chính phủ đang đẩy mạnh các hoạt động kiểm soát hàng giả, hàng kém chất lượng, trong đó có phân bón giả, từ đó tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho doanh nghiệp sản xuất NPK với công nghệ hiện đại như DCM; và 2) chiến lược bán chéo hiệu quả qua hệ thống phân phối KVF, tận dụng mạng lưới sẵn có để gia tăng độ phủ tại các thị trường mục tiêu.

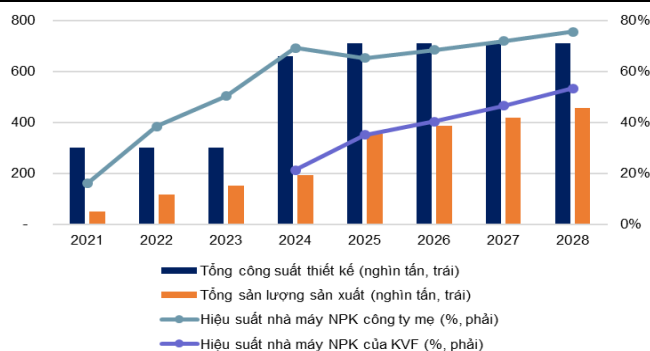
Đối với KVF, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh 70% svck, đạt 114.000 tấn trong năm 2025, nhờ hai yếu tố chính: 1) hợp nhất kết quả kinh doanh cả năm thay vì chỉ 8 tháng cuối năm như năm 2024; và 2) tận dụng năng lực kỹ thuật, thương hiệu và chuỗi cung ứng từ công ty mẹ để đẩy mạnh kênh bán hàng tại thị trường miền Trung - Tây Nguyên, đồng thời từng bước mở rộng ra thị trường xuất khẩu, đặc biệt là Campuchia, nơi DCM hiện đã giữ vững vị thế dẫn đầu với mặt hàng urê.

Hình 8: Dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT REASERCH

Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ từng bước nâng công suất tại cả hai nhà máy NPK trong các năm tới



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

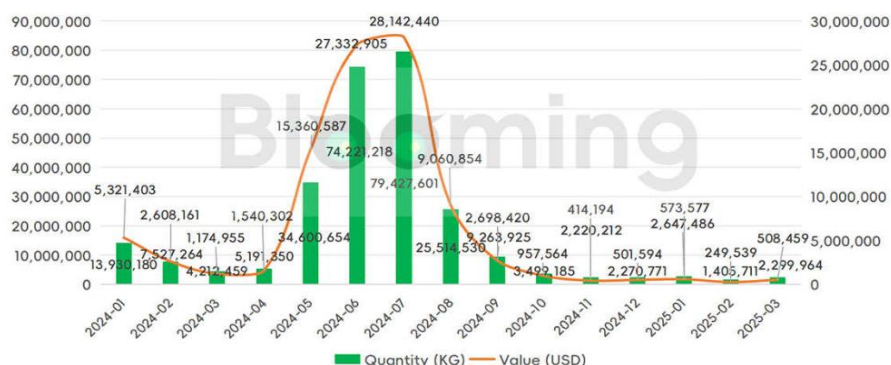
Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM tiếp tục tăng trưởng ổn định ở mức 15,3% svck, đạt 368.000 tấn, với sự đóng góp tích cực từ cả công ty mẹ và KVF. Động lực tăng trưởng đến từ việc tận dụng hiệu quả hơn các lợi thế về hệ thống kho bãi, cảng biển, mối quan hệ với các đối tác chiến lược, cũng như tiếp tục đẩy mạnh chiến lược chiếm lĩnh thị phần phân bón NPK một hạt - sản phẩm được đánh giá có dư địa tăng trưởng cao nhờ chất lượng ổn định và khả năng cạnh tranh về giá thành.

Biên LN gộp mảng urê mở rộng nhờ giá bán tăng và giá đầu giảm

Giá bán urê dự kiến sẽ tăng theo xu hướng giá urê thế giới

Trong 5T25, giá urê toàn cầu tăng mạnh tại hầu hết khu vực, phản ánh nhu cầu cải thiện và nguồn cung bị siết từ các nước xuất khẩu lớn như Trung Quốc. Cụ thể, giá urê Trung Đông/Biển Đen/Mỹ tăng lần lượt 17,1%/26,2%/21% svck, lên mức 396,8/353,3/401,8 USD/tấn. Trong khi đó, giá urê tại Trung Quốc giảm 21% svck xuống còn 283,8 USD/tấn do chính sách hạn chế xuất khẩu nhằm bình ổn thị trường nội địa. Theo các nguồn tin trong ngành, Trung Quốc đã nối lại xuất khẩu vào cuối tháng 5/2025 với hạn ngạch được dự báo chỉ khoảng 2 triệu tấn cho giai đoạn tháng 5 đến tháng 10, 2025 thấp hơn nhiều so với trước năm 2023. Chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc quay trở lại thị trường sẽ chỉ tạo tác động khiêm tốn đến xu hướng giá urê toàn cầu trong nửa cuối năm 2025, do hạn ngạch xuất khẩu duy trì ở mức thấp.

Hình 10: Xuất khẩu urê của Trung Quốc theo sản lượng và giá trị (USD)



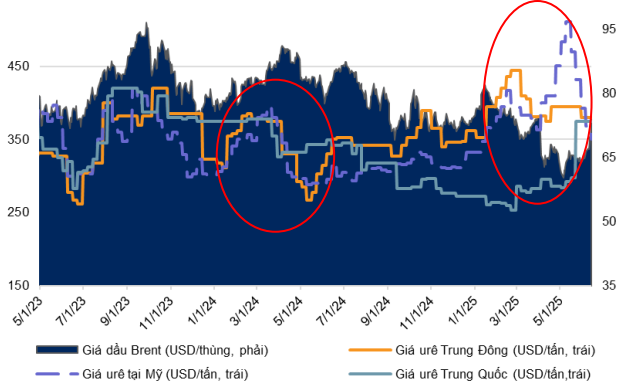
Nguồn: BLOOMINGGLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

Trong khi đó các chính sách thuế quan mới ở Mỹ đang tạo ra sự bất ổn trong thương mại thế giới, có thể đẩy giá urê tại quốc gia này tăng cao do những xáo trộn về nguồn nhập khẩu urê. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông (cơ sở dự báo giá urê thế giới của chúng tôi) tăng 15% svck, đạt 396,7 USD/tấn trong năm 2025, phù hợp với dự báo của World Bank (báo cáo tháng 4/2025). Động lực tăng giá đến từ sự hạn chế nguồn cung từ Trung Quốc và nhu cầu tiêu thụ tích cực từ các thị trường nhập khẩu lớn. Năm 2026, chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông sẽ giảm 5% svck khi nguồn cung urê thế giới dần hồi phục.

Giá bán urê bình quân (giá nội địa, chưa chiết khấu) của DCM trong 5 tháng đầu năm 2025 tăng khoảng 8% svck, đạt 11,7 triệu đồng/tấn, phù hợp với xu hướng tăng của thị trường thế giới. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trong nước sẽ tiếp tục bám sát xu hướng quốc tế, dù có độ trễ và chịu ảnh hưởng từ luật thuế GTGT sửa đổi khi các doanh nghiệp cam kết chia sẻ một phần lợi ích từ hoàn thuế để giảm giá bán. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng giá xuất khẩu urê của DCM sẽ tăng mạnh hơn giá nội địa, do giá urê hạt đục khu vực Đông Nam Á đã tăng 14% từ đầu năm, trong khi DCM ghi nhận kết quả xuất khẩu tích cực trong giai

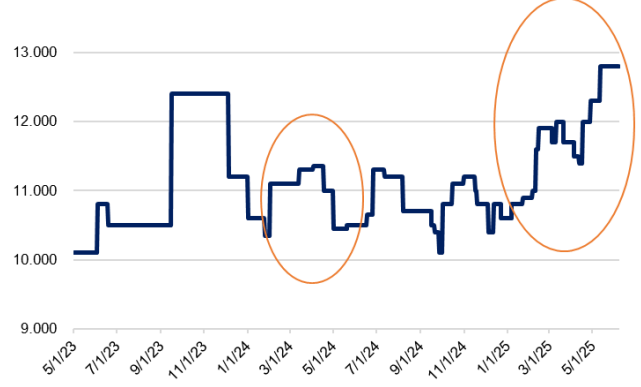
đoạn này. Theo đó, chúng tôi dự phóng giá bán urê bình quân của DCM trong năm 2025 tăng 13,2% svck, đạt 9,7 triệu đồng/tấn, phản ánh cả độ trễ với xu hướng giá thế giới và tác động của luật thuế GTGT sửa đổi. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ giảm 4,1% svck, phù hợp với xu hướng giá urê toàn cầu và các điều chỉnh liên quan đến thuế GTGT.

Hình 11: Giá urê thế giới tăng trong 5T25 do nguồn cung thắt chặt



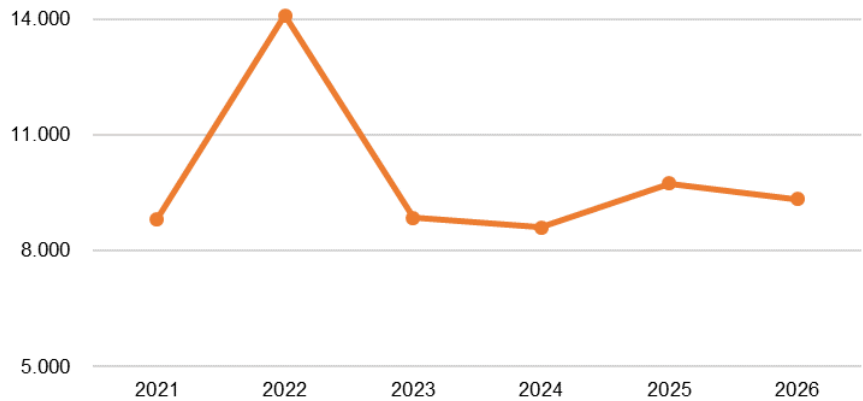
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT REASERCH

Hình 12: Giá bán urê của DCM cũng tăng 8% svck trong 5T25.



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Dự phóng giá bán bình quân urê của DCM (VND/kg)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

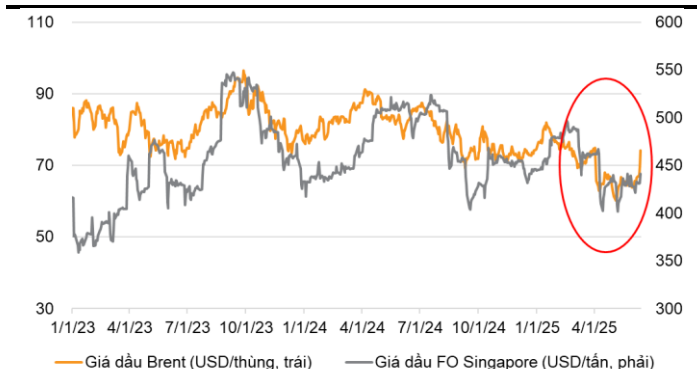
Triển vọng giá dầu thấp hơn nữa giúp giá khí đầu vào hạ nhiệt

Chúng tôi dự báo giá khí đầu vào của DCM hạ nhiệt trong 2025-26 nhờ giá dầu giảm

Trong 5T25, giá dầu Brent giảm 15% svck xuống còn 70,7 USD/thùng do: 1) nhu cầu suy yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại; và 2) nguồn cung dầu tăng lên khi OPEC+ dần nới lỏng sản lượng. Trong khi đó, giá dầu FO Singapore có độ trễ nhất định so với giá dầu Brent khi chỉ giảm 3,7% svck xuống còn 445,6 USD/tấn. Mặc dù căng thẳng địa chính trị leo thang tại Trung Đông có thể hỗ trợ giá dầu trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình trong 2025 sẽ duy trì ở mức bằng thấp hơn so với năm 2024 khi triển vọng nguồn cung tiếp tục cải thiện nhờ OPEC+ tăng sản lượng và các chính sách thúc đẩy sản xuất dầu nội địa của Mỹ. Theo đó, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent trung bình sẽ giảm 12,5%/7,1%, xuống còn 70/65 USD/thùng trong năm 2025-26. Giá dầu FO Singapore dự kiến giảm 8% svck, xuống còn 418 USD/tấn trong năm 2025 và diễn biến cùng chiều với giá dầu Brent trong

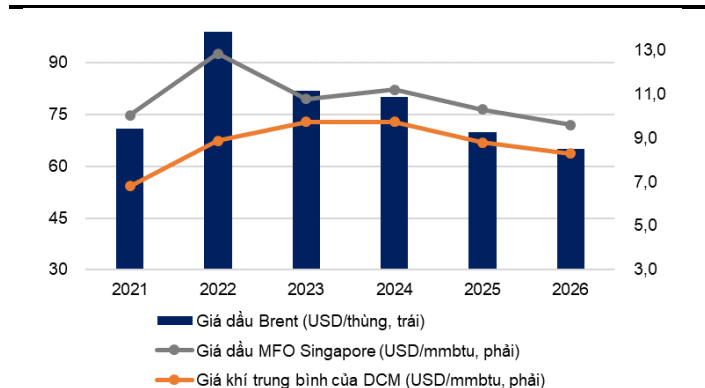
năm 2026. Ngoài ra, chúng tôi giữ nguyên giả định DCM sẽ tiếp tục mua 50% lượng khí từ Petronas trong giai đoạn 2025–26, tương tự như giai đoạn 2023–24. Với triển vọng giá dầu giảm, chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào của DCM giảm 9,2%/5,8% svck, xuống còn 8,8/8,3 USD/mmbtu trong năm 2025-26.

Hình 14: Diễn biến giá dầu thế giới



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT REASERCH

Hình 15: Dự phóng giá khí đầu vào của DCM



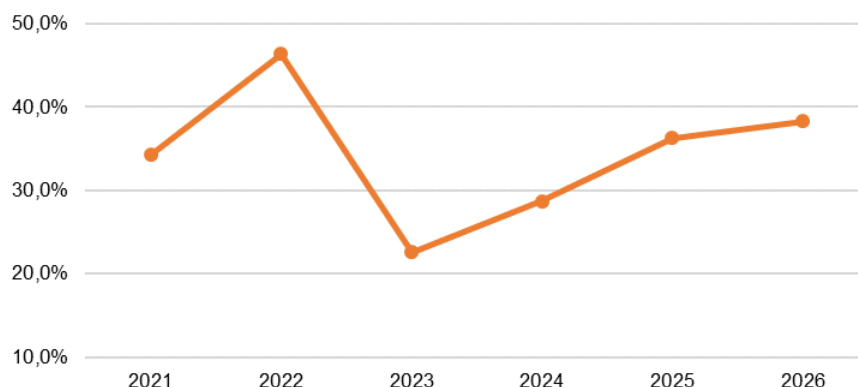
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung khí cho sản xuất đạm được đảm bảo bởi hợp đồng dài hạn

Sự ổn định của nguồn khí đầu vào đóng vai trò then chốt trong việc duy trì sản lượng sản xuất và kiểm soát giá vốn urê của DCM. Trong các năm trước, giá khí đầu vào của DCM đã tăng mạnh do sản lượng khí tại mỏ PM3 thuộc quyền nhận của PVN sụt giảm, buộc công ty phải tăng tỷ trọng khí mua ngoài từ Petronas – vốn có chi phí cao hơn. Ngày 9/4/2025, PVN đã ký gia hạn hợp đồng cung cấp khí từ mỏ PM3-CAA với chủ mỏ thêm 20 năm (2028-2047). Theo đó, công thức giá khí được điều chỉnh tăng thêm 1 USD/mmbtu so với mức hiện tại, đổi lại chủ mỏ sẽ cam kết đầu tư thăm dò, mở rộng khai thác tại khu vực chống lán Việt Nam – Malaysia, kỳ vọng bổ sung thêm nguồn khí cho khu vực Cà Mau. Ngoài ra, PVGas hiện cũng được giao đàm phán với các chủ mỏ để đưa khí từ các mỏ nhỏ hơn xung quanh khu vực, đấu nối vào giàn PM3 trong thời gian tới. Nhờ những tín hiệu tích cực này, chúng tôi tin rằng DCM có thể duy trì ổn định nguồn khí cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong dài hạn, tạo nền tảng vững chắc để nâng công suất vận hành lên mức 125% vào 2030 như kế hoạch của doanh nghiệp.

Biên LN gộp urê mở rộng nhờ giá bán tăng và giá khí đầu vào hạ nhiệt

Hình 16: Dự phóng biên LN gộp mảng urê của DCM (%)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng urê DCM tăng 7,6/2,1 điểm % svck, lên 36,3%/38,3% trong 2025-26, nhờ giá bán bình quân tăng, chi phí khí đầu vào giảm theo xu hướng giá dầu thế giới và tác động tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi.

Chúng tôi dự phóng LN của DCM tiếp tục tăng giai đoạn 2025-26

Tóm lại, chúng tôi dự phóng DT thuần của DCM tăng 20,6% svck, đạt 16,2 nghìn tỷ đồng năm 2025, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán cải thiện. Sang năm 2026, DT dự kiến tăng nhẹ 2,3% svck, đạt 16,6 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt ở mảng NPK. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của DCM sẽ tăng 40,1% svck, đạt 1,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, nhờ tăng trưởng doanh thu và mở rộng biên LN gộp. Năm 2026, lợi nhuận ròng dự kiến tăng 7,3% svck, đạt 2,1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ đóng góp tích cực từ mảng NPK và biên LN gộp mảng urê tiếp tục cải thiện.

Ba chiến lược lớn mở khóa tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Chúng tôi đã tham dự buổi gặp mặt nhà đầu tư do DCM tổ chức mới đây, chúng tôi đánh giá cao định hướng chiến lược dài hạn của ban lãnh đạo nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và nâng cao năng lực cạnh tranh. Theo đó, ba chiến lược đầu tư trọng điểm đang được triển khai có thể mở khóa tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho DCM, bao gồm:

- 1) Đa dạng hóa danh mục phân bón, hướng đến mốc tiêu thụ 2 triệu tấn phân bón vào năm 2030: Với sản lượng tiêu thụ hiện tại khoảng 1,3 triệu tấn/năm, DCM đặt mục tiêu nâng quy mô tiêu thụ lên 2 triệu tấn vào năm 2030, tương đương CAGR 7,4%/năm trong 5 năm tới. Mục tiêu này sẽ được thúc đẩy bởi việc tiếp tục mở rộng công suất NPK (như dự án nhà máy NPK Bình Định), đầu tư nghiên cứu tiếp tục nâng cao công suất nhà máy urê và hoạt động rộng hơn trong mảng phân bón hữu cơ. Ngoài ra việc, tối ưu hóa hệ thống logistics, kho bãi sẽ tạo điều kiện để DCM đạt được mục tiêu này.
- 2) Đầu tư vào lĩnh vực khí công nghiệp và hóa chất phân bón với dư địa thị trường lớn tại miền Tây: DCM đang xúc tiến đầu tư vào mảng khí công nghiệp với tổng vốn dự kiến khoảng 200 triệu USD, tập trung vào sản phẩm khí công nghiệp như CO₂, N₂, CH₄ phục vụ cho các khu công nghiệp mới hình thành tại Đồng bằng sông Cửu Long. Các khu công nghiệp này kỳ vọng sẽ phát triển mạnh sau khi các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc - Nam phía Tây đi vào hoạt động. Ban lãnh đạo kỳ vọng dự án này đóng góp doanh thu khoảng 5 – 6 nghìn tỷ mỗi năm, tương đương 30-35% tổng doanh thu hiện tại của DCM.
- 3) Phát triển mảng kinh doanh sau thu hoạch - mở rộng chuỗi giá trị nông nghiệp: Hướng đi mới này cho thấy DCM muốn dịch chuyển từ nhà sản xuất phân bón sang trở thành doanh nghiệp cung cấp giải pháp toàn diện cho nông nghiệp. Theo thông tin từ ban lãnh đạo, DCM sẽ tập trung vào chế biến, bảo quản nông sản và đầu tư kho cảng phục vụ xuất nhập khẩu với tổng công suất lưu trữ dự kiến lên đến 70,000 tấn.

Để triển khai ba chiến lược kinh doanh trọng điểm, DCM đang tích cực đầu tư vào các dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu phát triển trong tương lai. Chúng tôi tin rằng chuỗi dự án đã, đang và sẽ được triển khai sẽ tạo nền tảng vững chắc giúp DCM mở rộng quy mô hoạt động và khai thác tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Hình 17: Một số dự án đầu tư tài sản cố định của DCM

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	Mục đích đầu tư	Tiến độ	Dự kiến hoàn thành	Tác động đến hoạt động SXKD của DCM
1	Nhà máy sản xuất và Kho cảng PVCFC - Nhơn Trạch	3.400	Nhằm chủ động kho xuất - nhập khẩu và kho chứa.	Đang tiến hành lập quy hoạch chi tiết 1/500.	NA	Tăng sản lượng xuất - nhập khẩu. Giảm chi phí logistic
2	Sản xuất Khí công nghiệp tại Nhà máy Đạm Cà Mau	288	Đa dạng hóa nguồn nguyên liệu sản xuất, đáp ứng nhu cầu tăng tải xường Urea và xường Ammonia, nhu cầu thị trường khí công nghiệp trong nước.	Đang triển khai thi công xây dựng, lắp đặt thiết bị.	NA	Giúp công ty chủ động một phần được nguồn nguyên liệu đầu vào, hỗ trợ tăng trưởng công suất xường Urea và Ammonia. Tạo thêm nguồn thu nhập từ bán khí công nghiệp.
3	Dự án Kho bổ sung 12.000 tấn	247	Tăng cường năng lực lưu trữ và phân phối phân bón thông qua mở rộng chuỗi giá trị và nâng cao quy mô sản xuất. Tối ưu hóa quá trình phân phối phân bón.	Mới khởi công từ tháng 2 năm 2025.	NA	Tăng khả năng lưu trữ kho thêm 12.000 tấn
4	Cụm xuất hàng xá (mái che mưa và hệ thống công nghệ xuất hàng)	216	Đảm bảo lượng hàng có thể xuất vào mùa mưa cho nhà máy.	Đã hoàn thành dự án.	Tháng 4, 2025	Làm giảm tác động của thời tiết trong hoạt động xuất hàng cũng như đảm bảo chất lượng của phân bón đặc biệt trong mùa mưa. Tối ưu chi phí.
5	Dự án Nhà máy sản xuất Phân bón Cà Mau - Cơ sở Bình định	120	Đáp ứng công suất sản xuất và làm kho lưu chứa phân bón/ nguyên liệu xuất phân bón.	Giai đoạn 1 đã hoàn thành đưa vào khai thác kho, nhà hành chính và các hạng mục phụ trợ trong tháng 2/2025. Giai đoạn 2 sẽ lắp đặt dây chuyền sản xuất NPK +TE và dây chuyền đóng bao.	Q2/26	Tăng năng lực sản xuất, phối trộn các loại phân bón cao cấp như NPK + TE công suất 50.000 tấn/năm, đóng gói thành phẩm 50.000 tấn/năm các loại phân bón cũng như lưu trữ, kinh doanh phân bón/ nguyên vật liệu sản phẩm phân bón khoảng 150.000 tấn/năm.
6	Dự án sản xuất CO2 thực phẩm tại Nhà máy Đạm Cà Mau	87	Tối ưu hóa năng lượng trong sản xuất, hướng tới phát triển bền vững, bảo vệ môi trường trong hoạt động sản xuất, kinh doanh.	BLĐ kỷ vọng cuối tháng 8/2025 sẽ chính thức chạy ra sản phẩm.	Tháng 8, 2026	Giảm chi phí nhiên liệu và giảm đáng kể lượng CO2 phát thải ra môi trường. Tăng doanh thu bán thành phẩm CO2.

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 42.800 đồng

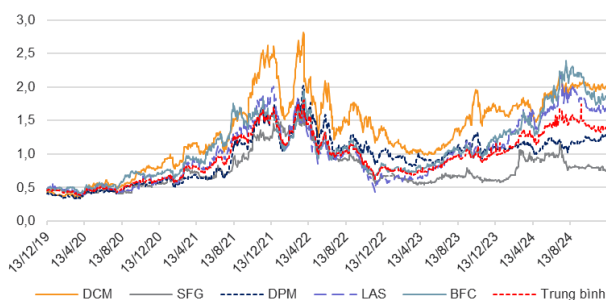
Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 0,7% lên 42.800 đồng, chủ yếu nhờ dự phóng EPS năm 2025 cao hơn. Giá mục tiêu vẫn được xác định dựa trên trung bình trọng số giữa phương pháp định giá DCF và phương pháp P/B mục tiêu ở mức 1,9x (tương đương +1 độ lệch chuẩn so với mức P/B bình quân lịch sử kể từ năm 2022).

Hình 18: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	44.166	50%	22.083
P/B	41.420	50%	20.710
Giá trị hợp lý (đồng)			42.793
Giá mục tiêu (đồng)			42.800

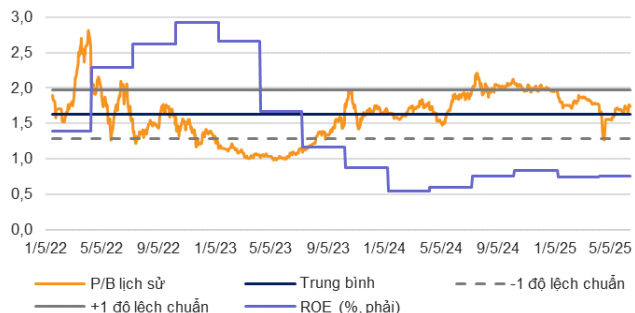
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: DCM thường giao dịch ở mức định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và lợi thế xuất khẩu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: P/B lịch sử của DCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

Tỷ đồng	2025	2.026	2027	2.028	2029
LN ròng	1.989	2.134	1.560	1.441	1.533
Thuế khả dụng	10,2%	10,5%	17,1%	16,4%	16,0%
Chi phí lãi vay	63	76	85	93	101
+ Thay đổi vốn lưu động	(23)	(24)	109	(35)	(140)
- Capex	(700)	(1.244)	(1.785)	(200)	(200)
+ Chi phí khấu hao	244	265	246	679	679
Dòng tiền tự do FCFF	1.566	1.200	199	1.963	1.957
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	1.436	980	145	1.273	1.131
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					4.966
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					11.264
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					16.230

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	13,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	10.565
Nợ	1.803
Chi phí nợ	4,0%
Mức thuế	11,9%
WACC	12,2%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Phân tích độ nhạy mô hình định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)		Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
		12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%
Our case	1,0%	44.670	43.329	42.083	40.952	39.894
	1,5%	45.875	44.422	43.076	41.859	40.723
	2,0%	47.209	45.626	44.166	42.851	41.628
	2,5%	48.693	46.959	45.368	43.940	42.618
	3,0%	50.355	48.444	46.700	45.142	43.706

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Động lực tăng giá bao gồm các yếu tố về sản lượng hàng bán tăng, giá bán tăng và tác động tích cực hơn từ luật thuế GTGT mới
- Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí khí đầu vào cao hơn kỳ vọng, giá urê/NPK giảm hơn so với kỳ vọng.

Hình 25: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và cung cấp phân bón

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	12.600	23	21,6	0,9	4,3%	2,0%	97,5
CTCP supe phot phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	22.700	98	14,4	1,7	12,5%	7,8%	49,0
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	36.050	541	33,1	1,3	12,7%	7,8%	0,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	44.550	98	7,4	1,9	28,0%	10,8%	51,5
Trung bình				18,1	1,5	14,1%	7,5%	42,2
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	35.150	714	14,0	1,8	12,8%	9,1%	13,3

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu tại ngày 16/6)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	7.561	9.870	15.925	12.571	13.456	16.230	16.604
Giá vốn hàng bán	6.244	7.089	10.221	10.539	10.942	12.346	12.552
Lợi nhuận gộp	1.317	2.781	5.703	2.032	2.513	3.884	4.052
Chi phí QLDN	304	528	653	549	481	749	767
Chi phí bán hàng	369	420	698	801	1.014	1.298	1.295
LN hoạt động	643	1.832	4.353	683	1.018	1.838	1.991
EBITDA thuần	1.962	3.218	5.751	1.766	1.286	2.081	2.256
Chi phí khấu hao	1.318	1.386	1.398	1.083	268	244	265
LN HĐ trước thuế và lãi vay	643	1.832	4.353	683	1.018	1.838	1.991
Thu nhập tài chính	128	168	301	577	382	454	487
Chi phí tài chính	63	45	60	27	77	89	108
Thu nhập ròng khác	8	2	3	22	199	25	27
Thu nhập từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	717	1.956	4.596	1.255	1.522	2.227	2.397
Chi phí thuế	54	130	275	145	94	226	251
Lợi nhuận ròng	661	1.823	4.316	1.109	1.420	1.989	2.134
LN ròng sau điều chỉnh	661	1.823	4.316	1.109	1.420	1.989	2.134

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	510	428	2.126	2.284	1.903	2.085	1.871
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.302	4.362	6.812	8.242	7.039	7.646	8.445
Các khoản phải thu ngắn hạn	45	45	1	199	299	400	455
Hàng tồn kho	834	2.204	2.283	2.161	2.950	3.383	3.439
Tài sản ngắn hạn khác	287	238	403	619	729	903	926
Tổng tài sản ngắn hạn	3.978	7.276	11.624	13.504	12.921	14.417	15.136
Tài sản cố định	3.955	3.406	2.207	1.600	1.946	1.929	1.891
Tổng đầu tư	761	66	33	88	601	1.101	2.145
Tài sản dài hạn khác	23	324	303	45	261	264	264
Tổng tài sản	8.717	11.072	14.167	15.238	15.729	17.711	19.435
Nợ vay ngắn hạn	685	689	3	846	1.229	1.629	1.829
Phải trả người bán	709	795	1.028	1.989	1.612	2.030	2.063
Phải trả ngắn hạn khác	656	1.703	1.843	1.682	1.840	2.082	2.156
Tổng nợ ngắn hạn	2.050	3.187	2.874	4.517	4.681	5.741	6.049
Nợ vay dài hạn	137	3	1	3	120	120	170
Phải trả dài hạn khác	204	405	686	754	751	731	745
Vốn điều lệ	5.717	6.264	7.558	7.891	8.262	8.262	8.262
Lợi nhuận giữ lại	583	1.188	3.018	2.045	1.883	2.813	4.153
Vốn chủ sở hữu	6.300	7.452	10.576	9.936	10.144	11.075	12.414
Lợi ích cổ đông thiểu số	26	27	29	28	33	44	57
Tổng nợ và VCSH	8.717	11.072	14.167	15.238	15.729	17.711	19.435

Báo cáo LCTT	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(Tỷ đồng)							
Lợi nhuận trước thuế	717	1.956	4.596	1.255	1.522	2.227	2.397
Khấu hao	1.318	1.386	1.398	1.083	268	244	265
Thuế đã nộp	(42)	(79)	(295)	(154)	(118)	(226)	(251)
Các khoản điều chỉnh khác	79	217	319	109	41	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(333)	(990)	(582)	(134)	(1.753)	(584)	(577)
LC tiền thuần từ HĐKD	1.739	2.490	5.437	2.159	(41)	1.660	1.835
Đầu tư TSCĐ	(273)	(157)	(147)	(544)	(791)	(700)	(1.244)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	3	-	4	-
Các khoản khác	(189)	(1.945)	(2.241)	(925)	928	(346)	(513)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-
LC tiền thuần từ HĐĐT	(461)	(2.102)	(2.388)	(1.466)	137	(1.042)	(1.756)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-	-	-	-
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(961)	(124)	(683)	836	437	400	250
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-	(3)	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(319)	(425)	(948)	(1.590)	(1.059)	(1.059)	(794)
LC tiền thuần từ HĐTC	(1.280)	(549)	(1.631)	(754)	(625)	(659)	(544)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	471	510	428	2.126	2.284	1.903	2.085
LC tiền thuần trong kỳ	39	(82)	1.698	159	(381)	182	(214)
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	510	428	2.126	2.284	1.903	2.085	1.871

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	1.249	3.444	8.153	2.095	2.682	3.757	4.031
P/E	42,4	27,3	9,9	4,2	16,3	12,7	9,1
PEG 1 năm	0,8	0,2	0,1	(0,1)	0,5	0,4	1,2
EV/EBIT	28,5	10,0	3,7	24,3	17,2	9,6	9,1
EV/EBITDA	9,4	5,7	2,8	9,4	13,6	8,5	8,1
P/S	2,3	1,8	1,1	1,4	1,3	1,1	1,1
P/B	2,9	2,4	1,7	1,8	1,8	1,6	1,5
Tỷ suất cổ tức	1,8%	2,4%	5,3%	8,8%	5,9%	5,9%	4,4%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	48%	23%	22%	143%	75%	53%	37%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng DT	7,4%	30,5%	61,3%	-21,1%	7,0%	20,6%	2,3%
Tăng trưởng LN gộp	37,3%	111,2%	105,1%	-64,4%	23,7%	54,5%	4,3%
Tăng trưởng LN ròng	55,1%	175,8%	136,7%	-74,3%	28,0%	40,1%	7,3%
Tăng trưởng EPS	55,1%	175,8%	136,7%	-74,3%	28,0%	40,1%	7,3%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	17,4%	28,2%	35,8%	16,2%	18,7%	23,9%	24,4%
Biên EBITDA	27,5%	34,1%	37,7%	18,7%	13,6%	15,6%	16,5%
Biên LN hoạt động	25,9%	32,6%	36,1%	14,0%	9,6%	12,8%	13,6%
Biên LN ròng	8,7%	18,5%	27,1%	8,8%	10,6%	12,3%	12,9%
ROAA	7,0%	18,4%	34,2%	7,5%	9,2%	11,9%	11,5%
ROAE	10,7%	26,5%	47,9%	10,8%	14,1%	18,7%	18,2%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	14,9	98,6	423,6	67,2	22,9	29,4	26,3
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	-8,5	-23,3	-42,1	-3,3	-1,7	-3,3	-1,9
Nợ vay / Vốn	9,4%	6,2%	0,0%	5,6%	8,6%	9,9%	10,3%
Nợ vay / VCSH	13,0%	9,3%	0,0%	8,5%	13,3%	15,7%	16,0%
Nợ vay ròng / VCSH	-31,4%	-54,8%	-84,2%	-97,1%	-74,6%	-71,8%	-66,7%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,8	1,0	1,3	0,9	0,9	1,0	0,9
Vòng quay khoản phải thu	323,7	225,7	711,3	129,5	56,1	47,6	39,8
Số ngày phải thu	15	7	4	8	12	14	16
Vòng quay khoản phải trả	7,9	9,4	11,2	7,0	6,1	6,8	6,1
Số ngày phải trả	41	41	37	69	54	60	60
Vòng quay hàng tồn kho	5,8	4,7	4,6	4,7	4,3	3,9	3,7
Số ngày tồn kho	49	113	82	75	98	100	100
Hệ số thanh toán hiện hành	1,9	2,3	4,0	3,0	2,8	2,5	2,5
Hệ số thanh toán nhanh	1,5	1,6	3,2	2,5	2,1	1,9	1,9

KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

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

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

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

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

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

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

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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