

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM)

2026 BỘI THU, 2027 HẠ NHIỆT

Ngành Phân bón | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BSC khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu DCM với giá mục tiêu 33,800 VND/cp, tương ứng Upside kỳ vọng +4.7% (đã bao gồm cổ tức 2,000 VND/cp) so với giá đóng cửa ngày 07/10/2026, dựa trên hai luận điểm:

- Hoạt động kinh doanh năm 2027 dự phóng sụt giảm từ mức đỉnh của năm 2026:** Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2026 dự phóng đạt 2,652 tỷ VND (+35% so với cùng kỳ) và giảm về 1,768 tỷ VND (-33% so với cùng kỳ) trong năm 2027 do: (i) giá Urê Trung Đông bình quân năm 2027 dự kiến đạt 450 USD/tấn (-15% so với cùng kỳ), kéo giá bán bình quân Urê của DCM giảm -11%; (ii) ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 10% kết thúc, thuế suất tăng lên 20% từ năm 2027; (iii) giá khí đầu vào bình quân năm 2027 giả định đạt 9.2 USD/MMBTU, chỉ giảm -11% so với cùng kỳ, chậm hơn mức giảm của giá Urê thế giới.
- Định giá EV/EBITDA hiện thấp hơn khoảng 10% so với trung vị 5 năm:** EV/EBITDA 12 tháng gần nhất đạt 4.5x, thấp hơn trung vị 5 năm (5.0x) chủ yếu do lợi nhuận đang ở vùng đỉnh. Tính trên EBITDA năm 2027 dự phóng, DCM giao dịch quanh 5.1x – ngang trung vị. Tiền ròng bằng 33% vốn hoá và lợi suất cổ tức 5.8% hạn chế rủi ro giảm giá.

TRIỂN VỌNG 2H.2026 – 2027: Giá Urê Trung Đông bình quân nửa cuối năm 2026 dự phóng đạt 447 USD/tấn (-27% so với nửa đầu năm) do nguồn cung Trung Đông và Trung Quốc phục hồi. Nhờ giá bán trễ khoảng một quý so với giá thế giới, giá bán bình quân Urê của DCM nửa cuối năm 2026 dự phóng đạt 11,897 VND/kg (+5% so với cùng kỳ), cả năm 2026 đạt 12,512 VND/kg (+16.4%); năm 2027 giả định 11,121 VND/kg (-11%), tương đương giá Urê Trung Đông 450 USD/tấn (-15%).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH: Doanh thu thuần/lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2026 dự phóng đạt 20,454/2,652 tỷ VND (+23%/+35% so với cùng kỳ); năm 2027 đạt 19,555/1,768 tỷ VND (-4%/-33%). EPS năm 2026/2027 đạt 4,335/2,889 VND/cp.

RỦI RO: (1) Giá Urê thế giới giảm sâu hơn giả định; (2) giá khí đầu vào và tỷ giá cao hơn giả định; (3) mảng NPK chưa lấp đầy công suất (hiệu suất năm 2026 ước đạt 47%).

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	13,456	16,631	20,454	19,555
Lợi nhuận gộp	2,513	4,049	5,446	4,751
LNST-CĐTS	1,420	1,960	2,652	1,768

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Giá mục tiêu: 33,800

Upside: +4.7%

Trung tâm phân tích BSC

Ngô Trường Giang

(Chuyên viên phân tích)

giangnt@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	34,200
Cổ phiếu LH (Triệu):	529.4
Vốn hoá (Tỷ VND):	18,105
Thanh khoản 10n (Triệu):	2.88
Cổ tức 2025:	2,000

EPS	2,394	3,203	4,335	2,889
-----	-------	-------	-------	-------

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử thành lập và cơ cấu cổ đông

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) được thành lập năm 2011 và vận hành thương mại Nhà máy Đạm Cà Mau từ năm 2012.

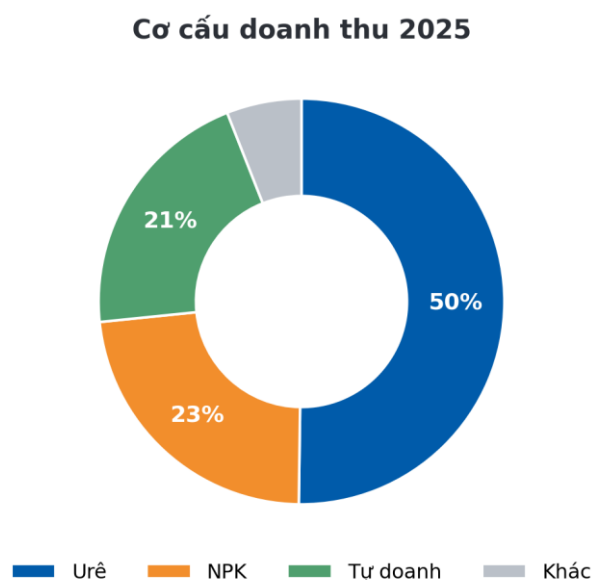
Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) hiện nắm 75.56% vốn, đồng thời nắm 50% quyền lợi tại lò khí PM3-CAA – nguồn khí của Nhà máy Đạm Cà Mau; theo đó, PVN có ảnh hưởng trực tiếp tới cả đầu vào (công thức giá khí) lẫn chính sách cổ tức của DCM.

Theo chia sẻ của DCM, PVN định hướng duy trì tỷ lệ sở hữu tại DCM tối thiểu 65% (hiện nắm khoảng 75%) do mảng phân bón vẫn đóng góp tốt về doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền cho Tập đoàn, nên khả năng thoái vốn Nhà nước trong ngắn hạn thấp.

2. Tổng quan hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh hiện tập trung vào ba nhóm chính: (i) Urê – nguồn lợi nhuận cốt lõi, tạo khoảng 84% lợi nhuận gộp Q2/2026 dù chỉ chiếm 57% doanh thu; (ii) NPK – động lực mở rộng danh mục sản phẩm và thị trường; và (iii) phân bón tự doanh – tận dụng hệ thống phân phối, kho bãi và logistics để kinh doanh DAP, Kali, SA và các sản phẩm khác.

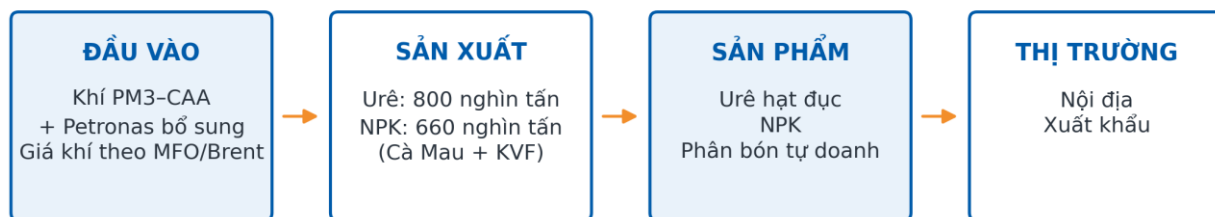
Hình: Cơ cấu doanh thu năm 2025



Mảng	Cơ sở	Công suất
Urê	Đạm Cà Mau	800 nghìn tấn/năm
NPK	NPK Cà Mau	300 nghìn tấn/năm
NPK	NPK Hàn – Việt	360 nghìn tấn/năm
Phụ trợ	Bao bì Dầu khí VN	DCM sở hữu 51.03%

Nguồn: DCM, BSC Research

2.1 Chuỗi giá trị và các biến số quyết định lợi nhuận



Đầu vào: Khí từ lô PM3–CAA (PVN và Petronas mỗi bên nắm 50% quyền lợi) qua đường ống PM3 – Cà Mau, chiếm 60–75% giá thành Urê. Giá khí = 50% × 46% giá dầu MFO + 50% × 12.7% giá dầu Brent + phí vận chuyển 1.09 USD/MMBTU. Từ Q4/2028, DCM được bổ sung khí mỏ Nam Du – U Minh với giá cố định, không phụ thuộc giá dầu.

Đầu ra: Sản lượng Urê được phân bổ giữa hai kênh: nội địa (trọng tâm là Tây Nam Bộ) và xuất khẩu (chủ yếu sang Campuchia). Khả năng chuyển dịch linh hoạt giữa hai kênh giúp DCM hấp thụ sản lượng khi nhu cầu nội địa suy giảm theo mùa vụ.

Bảng: So sánh một số đặc điểm giữa DCM và DPM

Tiêu chí	DCM	DPM
Công suất Urê	800 nghìn tấn/năm	800 nghìn tấn/năm
Công suất NPK	660 nghìn tấn/năm	250 nghìn tấn/năm
Nguồn khí	Lô PM3–CAA (PVN – Petronas 50/50)	Cửa Long/Nam Côn Sơn qua PV GAS
Sản phẩm cốt lõi	Urê hạt đục	Urê hạt trong
Thị trường chính	Tây Nam Bộ và xuất khẩu (chủ yếu Campuchia)	Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và toàn quốc
Vị thế	~40% thị phần Urê cả nước, ~60% tại Tây Nam Bộ	n/a

Nguồn: DCM, DPM, BSC Research

Đối với Urê (Nhà máy Đạm Cà Mau, công suất 800 nghìn tấn/năm), biên lợi nhuận gộp phụ thuộc chênh lệch giữa giá bán Urê và giá khí đầu vào. Giá bán nội địa đi cùng chiều giá thế giới và được duy trì thấp hơn một chút so với giá nhập khẩu để tăng tính cạnh tranh; giá khí neo theo giá dầu (Brent, MFO) và tỷ giá USD/VND. Nhờ sản xuất từ khí, DCM có chi phí thấp hơn các nhà máy Urê chạy than, duy trì được lợi nhuận khi giá bán neo ở vùng thấp.

Đối với NPK, DCM sử dụng Urê nóng chảy tự sản xuất kết hợp với DAP, Kali và các nguyên liệu mua ngoài/nhập khẩu. Biên lợi nhuận phụ thuộc vào hiệu suất sử dụng công suất, giá DAP – Kali, tỷ giá và khả năng chuyển biến động chi phí vào giá bán.

Đối với phân bón tự doanh, DCM tận dụng thương hiệu và hệ thống phân phối để hoàn thiện bộ sản phẩm. Mảng này hỗ trợ quy mô doanh thu và thị trường, nhưng có biên lợi nhuận thấp hơn hàng tự sản xuất và sử dụng vốn lưu động lớn hơn.

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2026

Tóm tắt KQKD Q2/2026

Tỷ VND	Q2/2025	Q2/2026	%YoY	Q1/2026	%QoQ	1H.2026
Doanh thu thuần	6,037	6,706	11%	5,286	27%	11,992
Giá vốn	(4,797)	(4,606)	-4%	(3,940)	17%	(8,546)
Lợi nhuận gộp	1,241	2,100	69%	1,346	56%	3,447
Doanh thu tài chính	122	92	-25%	94	-2%	185
Chi phí tài chính	(30)	(35)	14%	(37)	-8%	(72)
Chi phí bán hàng	(214)	(417)	95%	(352)	18%	(770)
Chi phí QLDN	(229)	(555)	142%	(178)	211%	(733)
Lãi từ HĐKD	889	1,185	33%	872	36%	2,057
LNTT	888	1,184	33%	878	35%	2,062
LNST-CĐTS	786	1,065	35%	788	35%	1,852
Biên lợi nhuận gộp	20.5%	31.3%	+10.8đpt	25.5%	+5.8đpt	28.7%
SG&A/DTT	7.4%	14.5%	+7.1đpt	10.0%	+4.5đpt	12.5%

KQKD Q2/2026: DTT và LNST-CĐTS đạt 6,706/1,065 tỷ VND (+11%/+35% YoY, +27%/+35% QoQ); trong đó doanh thu thuần là mức cao nhất theo quý trong lịch sử hoạt động của DCM, nhờ mảng Urê bút phá. Trong đó:

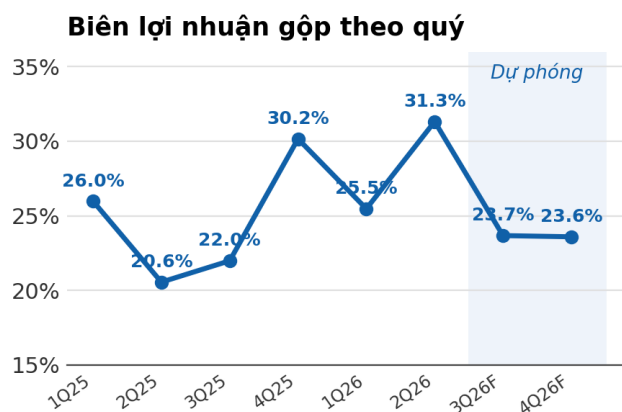
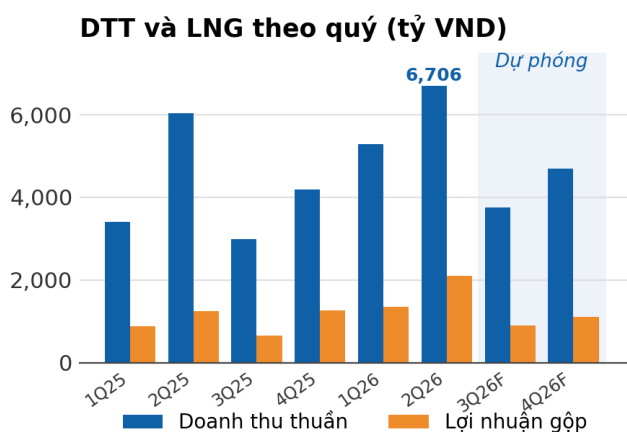
1. **Doanh thu:** DTT = 6,706 tỷ VND (+11% YoY): doanh thu Urê đạt 3,900 tỷ VND (+61% YoY) nhờ giá bán +42% YoY và sản lượng xuất khẩu +129% YoY, bù đắp mức giảm -35% YoY của NPK.

- Biên lợi nhuận gộp:** đạt 31.3% (+10.8 đpt YoY, +5.8 đpt QoQ) do giá bán Urê tăng +42% YoY trong khi giá khí đầu vào chỉ tăng +8% YoY (10.88 so với 10.04 USD/MMBTU).
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:** Chi phí BH & QLDN = 972 tỷ VND (+119% YoY, +83% QoQ), tương đương 14.5% DTT (+7.1 đpt YoY), do trích Quỹ phát triển KHCN 189 tỷ VND và chi phí vận chuyển – bốc xếp tăng theo sản lượng xuất khẩu. Doanh thu tài chính giảm -25% YoY về 92 tỷ VND.
- Lũy kế 1H.2026:** DTT = 11,992 tỷ VND (+27% YoY), LNST-CĐTTS = 1,852 tỷ VND (+55% YoY), lần lượt hoàn thành 59%/70% dự phóng năm 2026 của BSC. Theo chia sẻ của DCM, lũy kế 8T.2026 doanh thu ước đạt 16,000 tỷ VND và sản lượng Urê tiêu thụ đạt 662 nghìn tấn (86% kế hoạch năm).

Cập nhật theo nhóm sản phẩm

- Urê – động lực chính:** Doanh thu = 3,900 tỷ VND (+61% YoY) nhờ giá bán bình quân 15,334 VND/kg (+42% YoY) và sản lượng xuất khẩu 173.76 nghìn tấn (+129% YoY). Lợi nhuận gộp = 1,913 tỷ VND (+125% YoY), biên lợi nhuận gộp 49.1%.
- NPK – giảm theo lựa chọn chủ động:** Doanh thu = 1,135 tỷ VND (-35% YoY) do sản lượng giảm -32% YoY; biên lợi nhuận gộp 17.9% (-0.2 đpt YoY). DCM ưu tiên dồn Urê cho xuất khẩu khi biên lợi nhuận gộp Urê đạt 49.1%; tổng tiêu thụ Urê 1H.2026 vẫn tăng +12% YoY.
- Tự doanh và hoạt động khác – bổ trợ lợi nhuận gộp:** Lợi nhuận gộp phân bón tự doanh = 97 tỷ VND (+57% YoY), biên 6.0%; phế phẩm và sản phẩm khác = 55 tỷ VND (-76% YoY) do nền so sánh cao.

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp theo quý



Nguồn: DCM, BSC Research

Cập nhật tình hình sản xuất – tiêu thụ 1H.2026

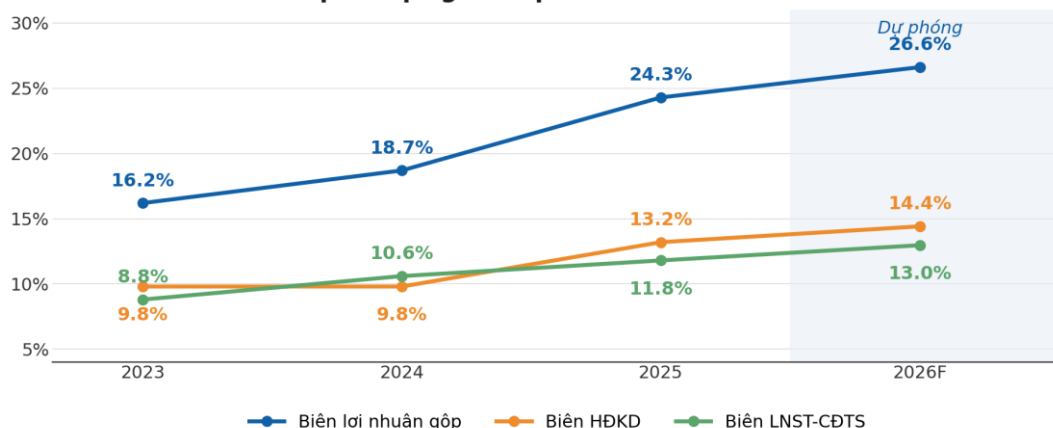
Chỉ tiêu (nghìn tấn)	Q1/25	Q1/26	YoY	Q2/25	Q2/26	YoY	1H.26	%KH
Tiêu thụ Urê	246.06	271.83	+10%	225.00	254.34	+13%	526.17	68.2%

- Nội địa	96.62	94.37	-2%	149.00	80.58	-46%	174.95	35.3%
- Xuất khẩu	149.44	177.46	+19%	76.00	173.76	+129%	351.22	127.7%
NPK - PVCFC*	22.87	34.08	+49%	107.00	59.99	-44%	94.07	40.9%
Phân bón tự doanh	34.07	113.86	+234%	152.00	103.34	-32%	217.20	55.0%

Nguồn: DCM, BSC Research

Biểu đồ: Diễn biến biên lợi nhuận gộp, biên HĐKD và biên LNST-CĐTS

Diễn biến các biên lợi nhuận giai đoạn 2023-2026F



Đánh giá của BSC: KQKD Q2/2026 vượt kỳ vọng nhờ Urê: (i) Urê đạt 99% dự phóng doanh thu quý của BSC; (ii) NPK chỉ đạt 62% do DCM ưu tiên Urê xuất khẩu. Lũy kế 1H.2026, LNST-CĐTS hoàn thành 70% dự phóng năm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận mở rộng chủ yếu nhờ giá bán Urê (+42% YoY) tăng nhanh hơn giá khí (+8% YoY) – yếu tố sẽ thu hẹp trong 2H.2026.

III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2026 – 2027

KQKD 2H.2026 dự phóng tăng trưởng chậm lại: DTT 2H.2026 dự phóng đạt 8,461 tỷ VND (+18% YoY, so với mức +27% YoY của 1H.2026) nhờ sản lượng Urê +17% YoY và giá bán bình quân Urê đạt 11,897 VND/kg (+5% YoY). Biên lợi nhuận gộp dự phóng giảm về 23.6% (-5.1 đpt so với 1H, -3.1 đpt YoY) do giá bán Urê giảm -8% so với 1H trong khi giá khí cao hơn +24% YoY.

1. Doanh thu 2H.2026: Giá bán Urê +5% YoY, sản lượng thấp điểm trong Q3 và phục hồi trong Q4 theo yếu tố mùa vụ

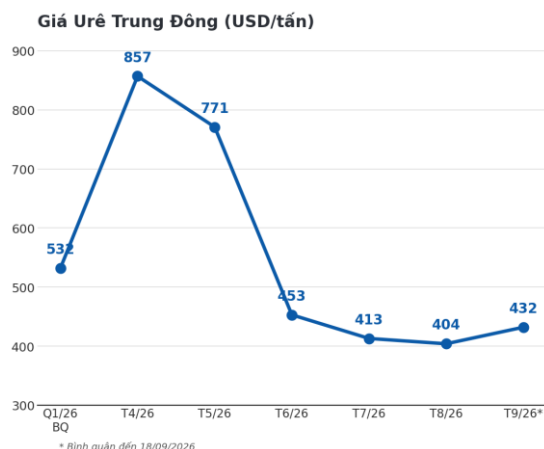
- Giá bán:** Chúng tôi cho rằng giá Urê thế giới đã tạo đáy: sau khi giảm từ 857 USD/tấn (T4/2026) về 404 USD/tấn (T8/2026, -53%), giá đã phục hồi lên 455 USD/tấn (+13% so với T8) giữa T9/2026 nhờ nhu cầu vụ Đông Xuân.

Do giá bán của DCM trể khoảng một quý so với giá thế giới, giá bán bình quân Urê dự phóng đạt 11,936 VND/kg trong Q3/2026 (+8% YoY) và 11,862 VND/kg trong Q4/2026 (+3% YoY); bình quân 2H.2026 đạt 11,897 VND/kg (-8% so với 1H.2026).

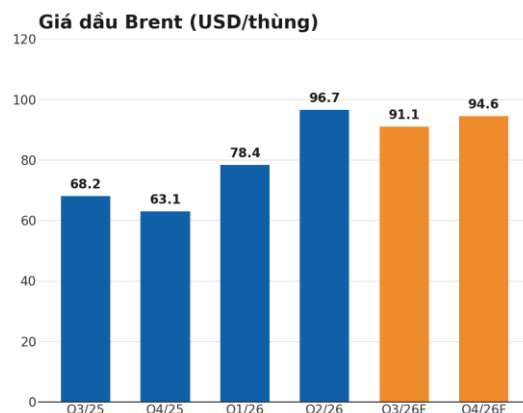
- Sản lượng:** Dựa trên sản lượng tiêu thụ Urê thực tế 8T.2026 (662 nghìn tấn) và đợt bảo dưỡng 12 ngày trong T9/2026, sản lượng Urê/NPK/tự doanh Q3/2026 dự phóng đạt 183/44/85 nghìn tấn (+47%/+4%/+4% YoY); sang Q4/2026, Urê và NPK tăng lên

209/103 nghìn tấn (+14%/+135% QoQ) theo vụ Đông Xuân. Cả 2H.2026, sản lượng Urê đạt 392 nghìn tấn (+17% YoY).

Hình 2: Giá Urê thế giới bình quân tháng (USD/tấn)



Hình 3: Giá dầu Brent bình quân quý (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

2. Biên lợi nhuận gộp 2H.2026: Thu hẹp do giá khí tăng theo giá dầu, lợi nhuận gộp Q4 phục hồi nhờ sản lượng mùa vụ

Giá khí đầu vào: Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ duy trì cao hơn cùng kỳ do tình hình chiến sự tại Trung Đông còn diễn biến phức tạp. Giá dầu Brent bình quân dự phóng đạt 91.1/94.6 USD/thùng trong Q3/Q4/2026 (+34%/+50% YoY), kéo giá khí đầu vào lên 9.95/10.28 USD/MMBTU (+32%/+17% YoY).

Biên lợi nhuận gộp Q3/2026 kỳ vọng giảm còn 23.7% (+1.7 đpt YoY, -7.6 đpt QoQ), tương ứng lợi nhuận gộp 891 tỷ VND (+36% YoY): giá bán (+8% YoY) và sản lượng Urê (+47% YoY) bù đắp giá khí tăng, nhưng giá bán giảm -22% QoQ kéo biên lợi nhuận xuống so với quý trước.

Sang Q4/2026, biên lợi nhuận gộp dự phóng đi ngang ở mức 23.6% (-6.6 đpt YoY) do giá khí cao hơn +17% YoY trong khi giá bán Urê chỉ tăng +3% YoY; dự phóng này chưa bao gồm phần quyết toán chi phí khí cuối năm 2026.

Công thức giá khí mới: Theo tài liệu ĐHĐCĐ bất thường ngày 23/09/2026, DCM sẽ được bổ sung khí mỏ Nam Du – U Minh với giá cơ sở 10.39 USD/MMBTU, tăng 2.25%/năm và tách khỏi giá dầu; dòng khí đầu tiên dự kiến cấp chậm nhất trong Q4/2028. Chúng tôi cho rằng yếu tố này giúp ổn định chi phí đầu vào từ năm 2029, chưa đưa vào dự phóng 2026–2027.

Nhóm sản phẩm	Sản lượng (nghìn tấn)	ASP (VND/kg)	Doanh thu (tỷ VND)
Urê	183.16	11,936	2,186
NPK hợp nhất	43.96	12,097	532
Phân bón tự doanh	85.18	12,444	1,060
Khác và dịch vụ	-	-	119
Doanh thu trước giảm trừ	-	-	3,897

Các khoản giảm trừ doanh thu ước khoảng 134 tỷ VND; theo đó, doanh thu thuần Q3/2026 dự phóng đạt 3,763 tỷ VND (+26% YoY, -44% QoQ).

Lợi nhuận gộp Q4/2026 dự phóng đạt 1,108 tỷ VND (-12% YoY, +24% QoQ), biên 23.6%, nhờ sản lượng Urê/NPK tăng +14%/+135% QoQ theo mùa vụ dù giá khí tăng lên 10.28

USD/MMBTU (+17% YoY). Chi phí QLDN mùa vụ cuối năm (422 tỷ VND) khiến LNST-CĐTS Q4/2026 dự phóng chỉ đạt 345 tỷ VND (-21% YoY).

3. NPK và phân bón tự doanh: Mở rộng quy mô doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp năm 2026 dự phóng chỉ 14%, so với 44% của Urê

Sau khi hợp nhất KVF, tổng công suất NPK của DCM đạt 660 nghìn tấn/năm, mở rộng thị trường tại Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và miền Trung. Tuy nhiên, thị trường NPK phân mảnh với hơn 800 doanh nghiệp (nhóm nhỏ lẻ chiếm khoảng 53% thị phần, BFC 15%, LAS 10%), nên năng lực định giá của DCM ở mảng này thấp.

Chúng tôi cho rằng việc giảm sản lượng NPK là lựa chọn chủ động của DCM; tuy nhiên, NPK và phân bón tự doanh chưa trở thành trụ cột tăng trưởng, với hiệu suất công suất NPK năm 2026 ước chỉ 47% và biên lợi nhuận gộp NPK năm 2026 dự phóng 14.4%, thấp hơn nhiều so với mức 43.8% của Urê.

4. Triển vọng năm 2027:

Chúng tôi đánh giá 2027 là năm bình thường đầu tiên sau đỉnh chu kỳ, khi các yếu tố bất thường của năm 2026 (giá Urê Trung Đông bình quân 699 USD/tấn trong Q2/2026, ưu đãi thuế) không còn.

- **Giá bán:** Chúng tôi cho rằng giá Urê thế giới sẽ ổn định quanh 450 USD/tấn khi nguồn cung Trung Đông và Trung Quốc trở lại bình thường; giá bán bình quân Urê dự phóng đạt 11,121 VND/kg (-11% YoY), vẫn cao hơn khoảng 16% so với bình quân giai đoạn 2023–2024.
- **Sản lượng:** Sản lượng Urê dự phóng đạt 927 nghìn tấn (+1% YoY), sát công suất vận hành thực tế; NPK và phân bón tự doanh tăng nhẹ lên 314/380 nghìn tấn (+1% YoY).
- **Chi phí khí và biên lợi nhuận:** Giá dầu Brent theo giá kỳ hạn giảm về 83 USD/thùng (-8% YoY), kéo giá khí đầu vào giảm -11% về 9.2 USD/MMBTU; biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 24.3% (-2.3 đpt YoY), tương đương mặt bằng năm 2025.
- **Thuế thu nhập doanh nghiệp:** Ưu đãi thuế suất 10% của Nhà máy Đạm Cà Mau kết thúc sau năm 2026; thuế suất 20% từ năm 2027 làm giảm khoảng 220 tỷ VND lợi nhuận sau thuế so với khi còn ưu đãi – yếu tố chính khiến LNST giảm -33% YoY, mạnh hơn mức giảm -4% của doanh thu.
- **Quan điểm của chúng tôi:** Mặt bằng lợi nhuận 2027 phản ánh sức sinh lời bền vững của DCM. Yếu tố hỗ trợ trung hạn là nguồn khí Nam Du – U Minh với giá cố định từ Q4/2028, trong khi rủi ro chính là giá Urê thế giới giảm về dưới 420 USD/tấn.

IV. DỰ PHÓNG CỦA BSC

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST-CĐTS năm 2026 đạt **20,454 tỷ VND (+23% YoY)** và **2,652 tỷ VND (+35% YoY)**, tương ứng EPS 4,335 VND/cp. Nền lợi nhuận cả năm được dẫn dắt bởi KQKD 1H.2026 vượt kỳ vọng.

Sang năm 2027, chúng tôi dự phóng DTT và LNST-CĐTS đạt **19,555 tỷ VND (-4% YoY)** và **1,768 tỷ VND (-33% YoY)**, tương ứng EPS 2,889 VND/cp.

Dự phóng năm 2026: Nền lợi nhuận được dẫn dắt bởi KQKD 1H.2026 vượt kỳ vọng

1. **Sản lượng tiêu thụ:** Urê và phân bón tự doanh dự phóng đạt 918/376 nghìn tấn (+14%/+11% YoY); NPK đạt 311 nghìn tấn (-7% YoY) do giả định 2H.2026 được điều chỉnh thận trọng.

2. **Giá bán bình quân:** Urê năm 2026 dự phóng đạt 12,512 VND/kg (+16.4% YoY), gồm 1H.2026 = 12,970 VND/kg (+25% YoY) và 2H.2026 = 11,897 VND/kg (+5% YoY); NPK đạt 12,139 VND/kg (+1.8% YoY); phân bón tự doanh đạt 13,490 VND/kg (+28.6% YoY).

Giá bán NPK dự phóng bám theo chi phí nguyên liệu (Urê, DAP, Kali), giá bán phân bón tự doanh theo giá DAP, Kali nhập khẩu. Tại miền Bắc, phân bón Trung Quốc đưa về qua đường tiểu ngạch với giá rẻ tiếp tục gây áp lực cạnh tranh.

3. **Lợi nhuận:** Biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 26.6% (+2.3 đpt YoY); chi phí BH & QLDN = 2,715 tỷ VND (+27% YoY), tương đương 13.3% DTT; LNST-CĐTS đạt 2,652 tỷ VND (+35% YoY).

Tổng kết lại: 2H.2026 dự kiến đóng góp 8,461 tỷ VND DTT và 800 tỷ VND LNST-CĐTS, tương đương 41%/30% dự phóng cả năm; biên lợi nhuận gộp 2H.2026 dự phóng đạt 23.6%, thấp hơn mức 28.7% của 1H.2026.

Bảng: Dự phóng KQKD Q3/2026

Chỉ tiêu	Q3/2026F	Q3/2025	%YoY	Q2/2026	%QoQ
Doanh thu thuần	3,763	2,988	26%	6,706	-44%
Lợi nhuận gộp	891	657	36%	2,100	-58%
Biên lợi nhuận gộp	23.7%	22.0%	+1.7đpt	31.3%	-7.6đpt
Chi phí bán hàng	(274)	(271)	1%	(417)	-34%
Chi phí QLDN	(162)	(107)	50%	(555)	-71%
EBIT cốt lõi	455	278	64%	1,128	-60%

Nguồn: DCM, BSC Research

Dự phóng năm 2027: Lợi nhuận đi lùi khi yếu tố giá không lặp lại

Giả định: Giá Urê Trung Đông 450 USD/tấn – sát mức hiện tại (455 USD/tấn) – tương ứng giá bán bình quân Urê 2027F = 11,121 VND/kg (-11% YoY); sản lượng Urê = 927 nghìn tấn (+1% YoY) do nhà máy đã vận hành vượt công suất. Brent giả định giảm -8% (từ 90 về 83 USD/thùng), kéo giá khí giảm -11% (từ 10.3 về 9.2 USD/MMBTU). Ưu đãi thuế TNDN 10% (15 năm từ 2012) của Nhà máy Đạm kết thúc cuối năm 2026; từ năm 2027 thuế suất tăng lên 20%.

Kết quả dự phóng: Biên lợi nhuận gộp về 24.3% (-2.3 đpt YoY); LNST-CĐTS 2027F = 1,768 tỷ VND (-33% YoY), EBITDA = 2,394 tỷ VND (-23% YoY). Lợi nhuận giảm mạnh hơn doanh thu (-4% YoY) do (i) giá bán giảm nhanh hơn chi phí khí và (ii) thuế suất TNDN hiệu dụng tăng từ khoảng 10% lên 20%.

Bảng: Dự phóng KQKD năm 2026F – 2027F

Chỉ tiêu (tỷ VND)	2025	2026F	%YoY	2027F	%YoY
Doanh thu thuần	16,631	20,454	23%	19,555	-4%

Lợi nhuận gộp	4,049	5,446	35%	4,751	-13%
Biên lợi nhuận gộp	24.3%	26.6%	+2.3đpt	24.3%	-2.3đpt
EBIT cốt lõi	1,905	2,731	43%	2,019	-26%
LNST-CĐTS	1,960	2,652	35%	1,768	-33%
EBITDA	2,247	3,100	38%	2,394	-23%
EPS (VND/cp)	3,203	4,335	35%	2,889	-33%
Tiêu thụ Urê (nghìn tấn)	805	918	14%	927	1%
Tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	335	311	-7%	314	1%
Tự doanh (nghìn tấn)	339	376	11%	380	1%
ASP Urê (VND/kg)	10,750	12,512	16%	11,121	-11%

Nguồn: DCM, BSC dự phóng

Rủi ro đối với dự phóng

- Giá Urê thế giới giảm sâu hơn giả định:** Trung Quốc nới hạn ngạch xuất khẩu nhanh hơn dự kiến có thể kéo giá bán xuống; mỗi 1,000 VND/kg giảm của giá bán Urê tương đương khoảng 900 tỷ VND lợi nhuận gộp.
- Giá khí đầu vào và tỷ giá cao hơn giả định:** Giá khí neo 50% theo giá dầu MFO và 50% theo giá Brent; ngoài ra, phần quyết toán chi phí khí cuối năm 2026 có thể làm tăng chi phí Q4/2026.
- NPK chưa lấp đầy công suất:** Hiệu suất công suất NPK năm 2026 ước chỉ 47%, biên lợi nhuận gộp khoảng 14% dù chiếm khoảng 18% doanh thu; phân bón Trung Quốc tiểu ngạch gây áp lực giá tại miền Bắc.

Yếu tố có thể đẩy dự phóng lên: Giá Urê Trung Đông đã tạo đáy và hồi lên 455 USD/tấn, tiệm cận 500 USD/tấn; kịch bản tích cực (giá bán Urê 2027F = 12,512 VND/kg) đưa giá mục tiêu lên 44,500 VND/cp.

Bảng: Độ nhạy của LNST-CĐTS và giá mục tiêu theo ASP Urê 2027F

ASP Urê 2027F (VND/kg)	10,000	10,600	11,121 (cơ sở)	11,800	12,512
LNST-CĐTS 2027F (tỷ VND)	1,039	1,429	1,768	2,209	2,672
Giá mục tiêu (VND/cp)	25,200	29,800	33,800	39,000	44,500
Khuyến nghị	BÁN	NẮM GIỮ	NẮM GIỮ	MUA	MUA MẠNH

Nguồn: BSC Research

V. KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

BSC khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu DCM với giá mục tiêu **33,800 VND/cp**, tương ứng Upside kỳ vọng +4.7% (đã bao gồm cổ tức 2,000 VND/cp) so với giá đóng cửa ngày 07/10/2026, dựa trên hai luận điểm sau:

- Hoạt động kinh doanh năm 2027 dự phóng sụt giảm từ mức đỉnh của năm 2026:** Lợi nhuận năm 2026 được hỗ trợ bởi giá Urê Trung Đông bình quân 531 USD/tấn (+26% YoY) – mức khó lặp lại. LNST-CĐTTS 2027F dự phóng giảm về 1,768 tỷ VND (-33% YoY) khi giá Urê Trung Đông bình quân về 450 USD/tấn (-15% YoY), thuế suất TNDN tăng lên 20% và giá khí đầu vào chỉ giảm -11% YoY; ngay ở kịch bản tích cực, lợi nhuận 2027F chỉ đi ngang (+1% YoY).
- Định giá EV/EBITDA hiện thấp hơn khoảng 10% so với trung vị 5 năm, bảng cân đối là điểm tựa:** Sau nhịp điều chỉnh từ vùng đỉnh 50,200 VND/cp (12/03/2026), DCM giao dịch tại EV/EBITDA 12 tháng 4.5x (-10% so với trung vị 5 năm 5.0x), P/E 6.9x và P/B 1.58x. Mức chiết khấu chủ yếu đến từ lợi nhuận đang ở đỉnh (EPS 12 tháng tăng từ 2,805 VND/cp tại Q1/2025 lên 4,939 VND/cp tại Q2/2026); tính trên EBITDA 2027F, DCM giao dịch quanh 5.1x – ngang trung vị, tức thị trường đã phản ánh phần lớn mức giảm lợi nhuận. Tiền ròng điều chỉnh 5,925 tỷ VND (33% vốn hoá) và lợi suất cổ tức 5.8% hạn chế rủi ro giảm giá.

Phương pháp định giá:

Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA mục tiêu 5.0x (trung vị 5 năm) cho EBITDA 2027F = 2,394 tỷ VND – năm lợi nhuận trở về mặt bằng bình thường sau đỉnh – kết hợp tiền ròng điều chỉnh 5,925 tỷ VND tại 30/06/2026 (gồm tiền gửi ký quỹ 2,650 tỷ VND, đã trừ cổ tức 1,052 tỷ VND chi ngày 21/07/2026). Giá mục tiêu đạt 33,800 VND/cp; cộng cổ tức 2,000 VND/cp, Upside kỳ vọng đạt +4.7%, tương ứng khuyến nghị **NẮM GIỮ**. Bội số trung vị của nhóm sản xuất Urê trong khu vực ở mức 6.5–7.7x cho thấy rủi ro đối với giá mục tiêu nghiêng về phía tăng.

Bảng: Định giá DCM theo phương pháp EV/EBITDA

Chỉ tiêu	Giá trị
EBITDA 2026F (tỷ VND)	3,100
EBITDA 2027F (tỷ VND)	2,394
EBITDA cơ sở định giá – 2027F (tỷ VND)	2,394
EV/EBITDA mục tiêu	5.0x
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VND)	11,969
(+) Tiền, tiền gửi ký quỹ và đầu tư ngắn hạn tại 30/06/2026 (tỷ VND)	10,567
(-) Nợ vay và cổ tức phải trả tại 30/06/2026 (tỷ VND)	4,642
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	17,894
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	529.4
Giá trị hợp lý (VND/cp)	33,800
Giá mục tiêu làm tròn (VND/cp)	33,800
Giá đóng cửa ngày 07/10/2026 (VND/cp)	34,200
Upside (đã gồm cổ tức 2,000 VND/cp)	4.7%

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, BSC Research

Kịch bản định giá: Giữ nguyên sản lượng Urê 927 nghìn tấn và đơn giá khí, BSC xây dựng ba kịch bản theo ASP Urê 2027F:

- (i) tiêu cực 10,000 VND/kg, gần mặt bằng giá bán giai đoạn 2023–2024 (khoảng 9,600 VND/kg);
- (ii) cơ sở 11,121 VND/kg, tương đương giá Urê Trung Đông 450 USD/tấn; và
- (iii) tích cực 12,512 VND/kg, bằng bình quân 2026F.

Theo đó, giá mục tiêu dao động từ 25,200 đến 44,500 VND/cp. Khuyến nghị **NẮM GIỮ** tương ứng giá bán Urê 2027F khoảng 10,500–11,600 VND/kg (giá Urê Trung Đông 425–470 USD/tấn); mỗi 1,000 VND/kg thay đổi giá bán làm giá mục tiêu thay đổi khoảng 7,700 VND/cp.

Bảng: Ba kịch bản định giá DCM theo ASP Urê 2027F

Chỉ tiêu	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
ASP Urê 2027F (VND/kg)	10,000	11,121	12,512
Biên lợi nhuận gộp 2027F	20.2%	24.3%	28.8%
LNST-CĐTTS 2027F (tỷ VND)	1,039	1,768	2,672
Thay đổi so với 2026F	-61%	-33%	+1%
EBITDA 2027F (tỷ VND)	1,482	2,394	3,526
EV/EBITDA mục tiêu	5.0x	5.0x	5.0x
Giá mục tiêu (VND/cp)	25,200	33,800	44,500
Upside (gồm cổ tức)	-20.5%	+4.7%	+36.0%
Khuyến nghị tương ứng	BÁN	NẮM GIỮ	MUA MẠNH

Nguồn: BSC dự phóng

VI. PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F	LCTT (tỷ VND)	2024	2025	2026 F	2027F
Doanh thu thuần	13,456	16,631	20,454	19,555	(Lỗ)/LNTT	1,522	2,207	2,953	2,213
Giá vốn hàng bán	(10,942)	(12,582)	(15,008)	(14,803)	Khấu hao và phân bổ	269	342	369	375
Lợi nhuận gộp	2,513	4,049	5,446	4,751	Thay đổi vốn lưu động	(845)	(2,117)	(496)	124
Chi phí bán hàng	(1,014)	(1,176)	(1,399)	(1,413)	Điều chỉnh khác	(892)	(1,208)	(344)	(609)
Chi phí QLDN	(481)	(968)	(1,316)	(1,320)	LCTT từ HĐKD	54	(776)	2,482	2,103
Lãi/lỗ HĐKD	1,323	2,202	2,948	2,213	Tiền chi mua TSCĐ	(831)	(695)	(734)	(700)
Doanh thu tài chính	382	395	357	300	Đầu tư khác	927	3,285	(55)	-
Chi phí tài chính	(77)	(97)	(139)	(105)	LCTT từ HĐ đầu tư	96	2,590	(789)	(700)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-	Tiền chi trả cổ tức	(1,063)	(1,059)	(1,059)	(1,059)
Lãi/lỗ khác	199	5	4	-	Tiền thu khác	422	932	(33)	-
Lợi nhuận trước thuế	1,522	2,207	2,953	2,213	LCTT từ HĐ Tài chính	(641)	(127)	(1,091)	(1,059)
Thuế thu nhập DN	(94)	(245)	(299)	(443)	Dòng tiền đầu kỳ	2,284	1,903	3,590	4,192
LNST công ty mẹ	1,420	1,960	2,652	1,768	Dòng tiền cuối kỳ	1,903	3,590	4,192	4,536
CĐTTS	8	2	1	3					
EBITDA	1,286	2,247	3,100	2,394					
EPS	2,394	3,203	4,335	2,889					

CĐKT (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
Tiền & TĐT	1,903	3,590	4,192	4,536
Đầu tư ngắn hạn	7,039	4,082	4,137	4,137
Phải thu ngắn hạn	447	1,259	1,534	1,467
Tồn kho	2,948	4,809	5,551	5,475
TS ngắn hạn khác	500	707	818	782
TS ngắn hạn	12,837	14,447	16,232	16,398
TS hữu hình	1,946	2,175	2,541	2,866
Khấu hao	268	342	369	375
TS dở dang dài hạn	607	678	678	678
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	260	342	343	343
TS dài hạn	2,813	3,197	3,561	3,886
Tổng Tài sản	15,650	17,644	19,794	20,284
Phải trả NCC	1,655	1,766	2,093	2,064
Vay ngắn hạn	1,229	2,226	2,226	2,226
Nợ ngắn hạn khác	1,822	1,944	2,250	2,223
Tổng Nợ ngắn hạn	4,706	5,935	6,568	6,513
Vay dài hạn	120	57	24	24
Nợ dài hạn khác	707	857	1,076	1,268
Tổng Nợ dài hạn	826	914	1,101	1,292
Tổng Nợ	5,532	6,849	7,668	7,804
Vốn góp	5,294	5,294	5,294	5,294
LN chưa phân phối	1,849	1,912	2,701	2,320
Vốn chủ khác	2,938	3,553	4,094	4,826
Cổ đông thiểu số	33	31	33	35
Tổng Vốn chủ sở hữu	10,118	10,794	12,125	12,479
Tổng nguồn vốn	15,650	17,644	19,794	20,284
SLCP lưu hành (Triệu)	529	529	529	529

Chỉ số (%)	2024	2025	2026 F	2027F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.9	2.6	2.5	2.5
Hsố TT nhanh	2.2	1.7	1.6	1.7
Cơ cấu vốn				
Hệ số Ng/TTS	35%	39%	39%	38%
Hệ số Ng/VCSH	55%	63%	63%	63%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	84.8	112.5	126.0	135.9
Số ngày phải thu	11.3	18.7	24.9	28.0
Số ngày phải trả	110.8	97.0	90.9	99.2
CCC	-14.6	34.3	60.0	64.7
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	19%	24%	27%	24%
Lợi nhuận LNST	9%	12%	13%	9%
ROE	12%	18%	23%	14%
ROA	8%	12%	14%	9%
Định Giá				
PE	18.1	10.2	7.9	11.8
PB	2.3	1.6	1.5	1.5
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	7%	24%	23%	-4%
Tăng trưởng EBIT	49%	87%	43%	-26%
Tăng trưởng LNNT	21%	45%	34%	-25%

Tóm tắt dự phóng KQKD, LCTT và chỉ số tài chính 2025 – 2027F (kịch bản cơ sở)

Tỷ VND	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	16,631	20,454	19,555
Giá vốn hàng bán	(12,582)	(15,008)	(14,803)
Lợi nhuận gộp	4,049	5,446	4,751
Chi phí bán hàng	(1,176)	(1,399)	(1,413)
Chi phí QLDN	(968)	(1,316)	(1,320)
EBIT cốt lõi	1,905	2,731	2,019
Doanh thu tài chính	395	357	300
Chi phí tài chính	(97)	(139)	(105)
Lãi/lỗ khác	5	4	-
Lợi nhuận trước thuế	2,207	2,953	2,213
Thuế TNDN	(245)	(299)	(443)
LNST-CĐTS	1,960	2,652	1,768
EBITDA	2,247	3,100	2,394
EPS (VND/cp)	3,203	4,335	2,889
Khấu hao và phân bổ	342	369	375
LCTT từ HĐKD	(776)	2,482	2,103
LCTT từ HĐ đầu tư	2,590	(789)	(700)
Cổ tức đã trả	(1,059)	(1,059)	(1,059)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,590	4,192	4,536
Biên lợi nhuận gộp	24.3%	26.6%	24.3%
ROE	18%	23%	14%
ROA	12%	14%	9%

Nguồn: DCM, BSC dự phóng

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Phan Quốc Bửu

Quyền phụ trách Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Quyền phụ trách Nhóm ngành và Doanh nghiệp

Ngành – Doanh nghiệp

Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Nguyễn Dân Trưởng

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Lưu Thuỳ Linh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Linhlt2@bsc.com.vn

Ngô Trường Giang

Chuyên viên phân tích

Giangnt@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyên Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn