

## CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM) MÙA VÀNG BẤT TẬN

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá mục tiêu:  
53,300

**Upside: +16%**

Ngành Phân bón | BSC Research

### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC nâng khuyến nghị lên **MUA** đối với cổ phiếu DCM với giá mục tiêu **53,300 VND/cp**, tương ứng tổng mức sinh lời kỳ vọng **+16%** (đã bao gồm cổ tức). Giá mục tiêu mới tăng **+33%** so với báo cáo gần nhất do điều chỉnh tăng **LNST-CĐTS 2026 +79%** sau khi chúng tôi nâng đáng kể giả định về giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ.

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- BSC dự báo DTT và LNST-CĐTS năm 2026 ước đạt **19,405 tỷ VND (+17% YoY)** và **2,766 tỷ VND (+41% YoY)**, tương ứng EPS = 3,549 VND/cp, P/E fw 2026F = 13.69x, EV/EBITDA fw 2026 = 5.26x.
- So với báo cáo cập nhật gần nhất, dự phóng doanh thu và lợi nhuận được nâng lần lượt **+20.2%** và **+79.5%**, chủ yếu nhờ: **(1)** giá bán bình quân Urê/NPK được điều chỉnh tăng mạnh **+16.4%** và **+15.8%** so với giả định trước và **(2)** sản lượng Urê quy đổi/NPK được điều chỉnh tăng **+5%** và **+3.5%** so với giả định trước;

### CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

#### Cập nhật Kết quả kinh doanh

**KQKD Q4/2025:** DTT = **4,528 tỷ VND (+7%YoY, +52%QoQ)**, LNST-CĐTS = **390 tỷ VND (+38%YoY, +19%QoQ)**. KQKD Q4/2025 phù hợp với dự phóng của BSC, trong đó: **(i)** Biên lợi nhuận gộp thực tế diễn biến tích cực hơn kỳ vọng bù đắp **(ii)** Chi phí quản lý doanh nghiệp (nhân viên quản lý & trích quỹ KH) phát sinh cao.

#### Cập nhật quan điểm đầu tư ([Tham khảo báo cáo gần nhất](#))

- Đảo ngược dự báo, nâng dự phóng giá Urê bình quân 2026 tăng +10% đến +15% svck:** Thay đổi quan điểm từ "lợi nhuận đạt đỉnh năm 2025" sang kịch bản tăng trưởng tiếp diễn nhờ: **(i)** Đứt gãy cung tại Hormuz kèm rào cản bảo hiểm; **(ii)** Trung Quốc siết xuất khẩu đến hết T8/2026 và **(iii)** Thâm hụt 2 triệu tấn tại Ấn Độ.
- Biên lợi nhuận nới rộng và hưởng lợi trọn năm từ chính sách thuế:** Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ **tốc độ tăng giá bán vượt đà tăng của giá khí đầu vào**. Đồng thời, việc áp dụng trọn năm **luật thuế VAT 5%** giúp tiết giảm **5-7%** giá thành sản xuất.

### RỦI RO

- Sản lượng & Giá bán bình quân thấp hơn kỳ vọng; Áp lực chính sách điều tiết;
- Giá khí đầu vào tăng, do biến động tỷ giá và xu hướng tăng của giá dầu;
- Rủi ro tăng dự báo: Xung đột địa chính trị kéo dài và/hoặc nghiêm trọng hơn.

KQKD	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	12,602	13,456	16,631	19,405
Lợi nhuận gộp	1,982	2,385	4,049	4,906
NPATMI	1,107	1,333	1,960	2,766
EPS	2,091	2,286	3,203	3,549

### Trung tâm phân tích BSC

Lưu Thuý Linh  
(Chuyên viên phân tích)  
[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	48,500
Cổ phiếu LH (Triệu):	529.4
Vốn hoá (Tỷ VND):	25,728
Thanh khoản 30n (Triệu):	8.6
Sở hữu nước ngoài:	9.1%

Mở tài khoản



## I. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

### 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

Bảng: Tóm tắt KQKD Quý 4/2025

Tỷ đồng	Q4.2025	%QoQ	%YoY	2025	2024	%YoY
<b>DT thuần</b>	<b>4,528</b>	<b>52%</b>	<b>7%</b>	<b>16,631</b>	<b>13,456</b>	<b>24%</b>
Giá vốn	(3,276)	41%	-7%	(12,582)	(11,082)	14%
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,252</b>	<b>91%</b>	<b>84%</b>	<b>4,049</b>	<b>2,374</b>	<b>71%</b>
DT tài chính	54	-58%	-54%	395	409	-4%
CP tài chính	(20)	-30%	-22%	(97)	(69)	41%
Lãi vay	(18)	-6%	17%	(70)	(44)	59%
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-
CP BH	(382)	41%	3%	(1,176)	(1,039)	13%
CP QLDN	(473)	340%	423%	(968)	(443)	119%
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>432</b>	<b>14%</b>	<b>38%</b>	<b>2,202</b>	<b>1,233</b>	<b>79%</b>
TN khác, ròng	(4)	100%	116%	(2)	(8)	-76%
LNTT	436	15%	36%	2,207	1,432	54%
Thuế	(47)	-8%	36%	(246)	(107)	130%
<b>LNST</b>	<b>389</b>	<b>19%</b>	<b>36%</b>	<b>1,962</b>	<b>1,326</b>	<b>48%</b>
CĐTS	-	-	-	-	-	-
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>390</b>	<b>19%</b>	<b>38%</b>	<b>1,960</b>	<b>1,317</b>	<b>49%</b>

#### Chỉ số

Biên LNG	28%	+5.7đpt	+11.5đpt	24%	18%	+6.7đpt
Biên LNR	9%	-2.4đpt	+1.9đpt	12%	10%	+2.0đpt
SG&A/DT	19%	+6.2đpt	+7.9đpt	13%	11%	+1.9đpt

Nguồn: DCM, BSC Research

**KQKD Q4/2025:** DTT = **4,528 tỷ VND** (+7%YoY, +52%QoQ), LNST-CĐTS = **390 tỷ VND** (+38%YoY, +19%QoQ). Trong đó:

- **Biên lợi nhuận gộp** đạt 27.7% (+11.5 đpt svck, +5.7 đpt so với quý trước) nhờ: (i) giá bán bình quân Ure/NPK tăng lần lượt +20% YoY/+8%YoY và (ii) chi phí nguyên vật liệu giảm -8% YoY.
- **Chi phí BH & QLDN** = 855 tỷ VND (+85%YoY, +126%QoQ), tỷ lệ chi phí BH & QLDN/DTT đạt 18.9% (+7.9 đpt svck, +6.2 đpt so với quý trước). Do: Chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) tăng đột biến gấp 5 lần cùng kỳ (+423% YoY, lên 473 tỷ VND), trong khi chi phí bán hàng chỉ tăng nhẹ.
- Doanh thu tài chính giảm -54% svck và giảm -58% so với quý 3 xuống còn 54 tỷ VND chủ yếu do đầu tư tài chính giảm

**Lũy kế 2025:** DTT = 16,961 tỷ VND (+26%YoY), LNST-CĐTS = 1,934 tỷ VND (+47%YoY);

Bảng: Tóm tắt tình hình kinh doanh Q4/2025

	Đơn vị	Q4/2025	%QoQ	%YoY	2025	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>tỷ VND</b>	4,528	52%	7%	16,961	26%
<b>Sản lượng kinh doanh nghìn tấn</b>						
- Ure		209	67%	-7%	805	0%
- NPK		99	135%	18%	335	38%
<b>Giá bán bình quân VND/kg</b>						
- Ure		11,526	5%	20%	10,750	12%
- NPK		11,309	0%	8%	11,590	3%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>tỷ VND</b>	1,252	91%	84%	3,996	68%
Biên lợi nhuận gộp	%	28%	+5.7đpt	+11.5đpt	24%	+0.3đpt
- Ure		46%	+17.8đpt	+19.7đpt	39%	+12.6đpt
- NPK		8%	-14.1đpt	-3.3đpt	15%	+0.7đpt
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>tỷ VND</b>	855	126%	85%	2,146	45%

Nguồn: DCM, BSC Research

#### Tình hình kinh doanh – Giá bán Ure và sản lượng NPK là động lực tăng trưởng

- Doanh thu thuần tăng trưởng tích cực (+7% YoY), được dẫn dắt bởi đà tăng giá bán Ure và sản lượng NPK:
  - Ure:** Sản lượng đạt 209 nghìn tấn (-7% YoY), giá bán bình quân tăng mạnh +20% YoY giúp bù đắp sự sụt giảm về lượng.
  - NPK:** Sản lượng đạt 99 nghìn tấn (+18% YoY), giá bán bình quân tăng nhẹ +8% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 28%**, mở rộng ấn tượng so với cùng kỳ (+11.5 đpt svck), phản ánh hiệu quả vượt trội từ mảng Ure.
  - Biên lợi nhuận gộp Ure đạt **46% (+19.7 đpt YoY)** nhờ hưởng lợi kép từ giá bán tăng (+20%) trong khi chi phí giá vốn giảm, giúp biên lãi mảng này bứt phá mạnh.
  - Biên lợi nhuận gộp NPK đạt **8% (-3.3 đpt YoY)**, biên lãi thu hẹp svck dù sản lượng và giá bán đều ghi nhận tăng trưởng.

#### Đánh giá của BSC

KQKD Q4/2025 phù hợp với dự phóng của BSC, trong đó:

(i) **Hoạt động cốt lõi bứt phá vượt kỳ vọng:** Biên lợi nhuận gộp quý 4 tích cực hơn dự báo nhờ giá bán cải thiện và giá khí đầu vào giảm. Lợi nhuận gộp tăng mạnh +84% svck và +91% so với quý trước;

(ii) **Chi phí quản lý tăng cao trung hòa mức tăng:** Tuy nhiên, các khoản chi phí nhân viên quản lý & trích quỹ KH phát sinh cao làm bào mòn lợi nhuận khiến kết quả LNST-CDTS sau cùng bám sát dự báo ban đầu;

Tổng kết lại LNST-CĐTTS quý 4/2025 xấp xỉ dự phóng của BSC. Luỹ kế 2025 DTT và LNST-CĐTTS thực hiện đã lần lượt đạt 99%/94% dự phóng của BSC.

**2. Cập nhật quan điểm đầu tư (Tham khảo báo cáo gần nhất)**

**(2.1) Đảo ngược dự báo: Giá bán thiết lập mặt bằng cao kỷ lục**

**Nâng dự phóng giá bán bình quân:** BSC điều chỉnh dự báo giá Ure bình quân (ASP) năm 2026 từ mức giảm -4% lên mức **tăng +10% đến +15% so với cùng kỳ**, tương đương mức giá thế giới bình quân 2026 đạt 510 USD/tấn.

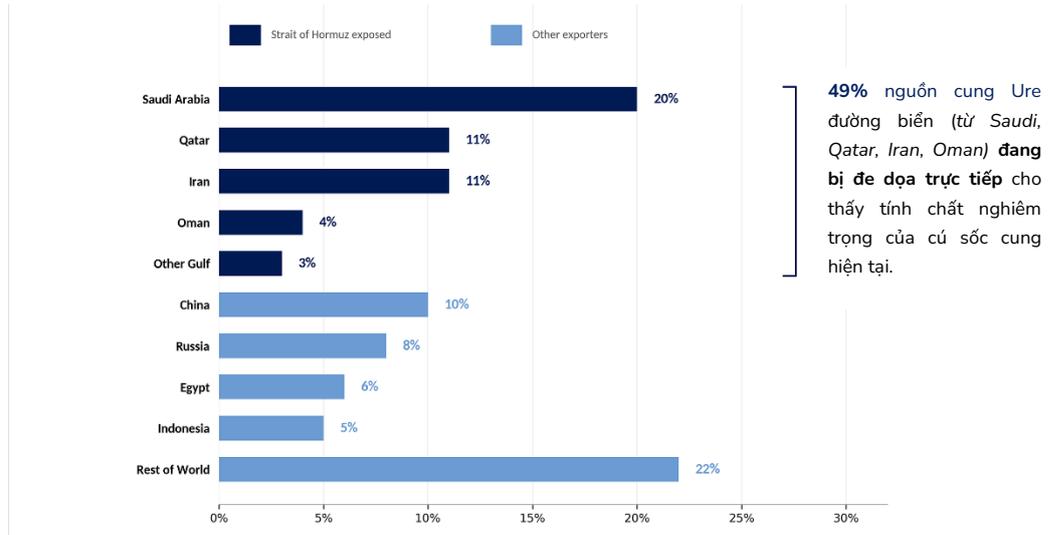
Đà bứt phá của giá bán được củng cố bởi hai động lực chính:

**(i) Nguồn cung thắt chặt và rào cản vận tải tại Trung Đông**

**Khủng hoảng Hormuz "mở cửa có chọn lọc":** Tính đến ngày **26/03/2026**, Iran bắt đầu cho phép tàu của một số quốc gia đối tác (Ấn Độ, Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ) lưu thông qua eo biển Hormuz. Tuy nhiên, rào cản lớn nhất hiện nay là **hệ thống bảo hiểm rủi ro chiến tranh** vẫn chưa được khôi phục, khiến lưu lượng hàng qua khu vực này vẫn thấp hơn **40-50%** so với trước chiến sự. Việc thiếu hụt bảo hiểm và rủi ro vận tải vẫn là nhân tố chính giữ giá bán ở mức cao kỷ lục.

**Hình: Cấu trúc xuất khẩu Ure toàn cầu & Sự phụ thuộc của nguồn cung vào nút thắt tại eo biển Hormuz**

Thị phần xuất khẩu Ure theo quốc gia (%)



Nguồn: Argus, HSBC, Aurelion, BSC Research tổng hợp

**Biến số Trung Quốc: Đảo chiều trạng thái cung và gia hạn hạn chế xuất khẩu:**

- **Đảo chiều kỳ vọng nguồn cung:** Trái với kịch bản nói lỏng hạn ngạch vào cuối năm 2025 (dự kiến xuất khẩu khoảng 6 triệu tấn), xung đột Iran – Israel đã thúc đẩy Trung Quốc tái áp dụng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ. Việc ưu tiên an ninh lương thực nội địa trong bối cảnh giá năng lượng biến động trở thành ưu tiên hàng đầu, buộc quốc gia này siết chặt toàn diện các kênh xuất khẩu.
- **Kéo dài lộ trình thắt chặt:** Chính sách hạn chế dự kiến sẽ kéo dài ít nhất đến hết **tháng 8/2026**. Sự vắng mặt của nguồn cung quy mô lớn từ Trung Quốc sẽ trực tiếp loại bỏ

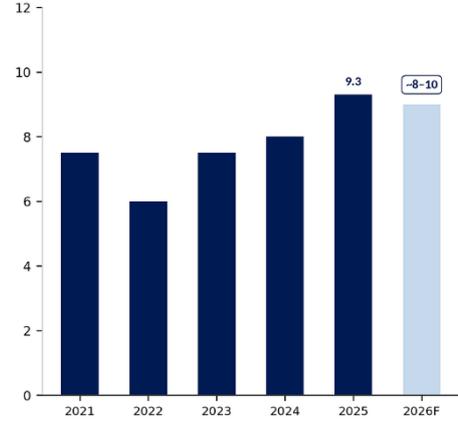
áp lực dư cung tại thị trường Châu Á trong ít nhất hai quý tới, tạo dư địa cho giá Ure khu vực duy trì ở mức cao.

**Hình: Triển vọng cung - cầu tại các thị trường trọng điểm (triệu tấn)**

Trung Quốc: "Quay xe" chính sách xuất khẩu



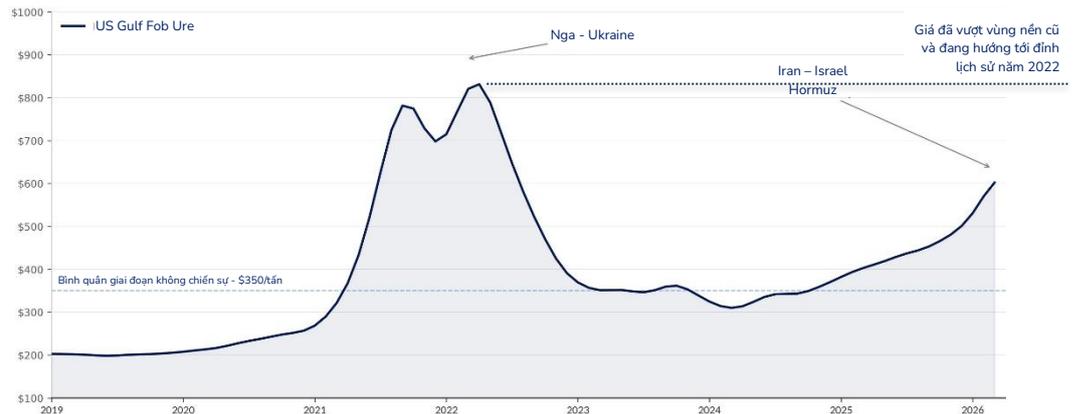
Ấn Độ: duy trì ở mức cao kỷ lục tương đương 2025



Nguồn: CRU, CF Analysis, Aurelion, BSC Research tổng hợp

**Hình: Diễn biến giá Ure thế giới giai đoạn 2019 – Q1.2026**

USD/tấn



Nguồn: CBOT, Bloomberg, Aurelion, BSC Research tổng hợp

**(ii) Nhu cầu tăng mạnh từ Ấn Độ**

**Thâm hụt 2 triệu tấn:** Việc 5 nhà cung cấp lớn tuyên bố **Bất khả kháng (Force Majeure)** trong gói thầu gần nhất, cộng hưởng cùng sản lượng nội địa Ấn Độ giảm mạnh **30-35%** (do thiếu LNG đầu vào), đã đẩy quốc gia này vào tình trạng thâm hụt trầm trọng.

**Áp lực đấu thầu mới:** Tổ công tác đặc biệt của Chính phủ Ấn Độ buộc phải tìm kiếm nguồn cung thay thế từ Đông Nam Á và Bắc Phi với tâm thế chấp nhận mức giá cao kỷ lục (vùng \$750 - \$800/tấn CFR) để đảm bảo mùa vụ, tạo lực đỡ vững chắc cho giá Ure toàn cầu không thể hạ nhiệt nhanh trong ngắn hạn.

**(2.2) Mở rộng biên lợi nhuận: Hiệu ứng "đòn bẩy kép" từ chi phí và chính sách**

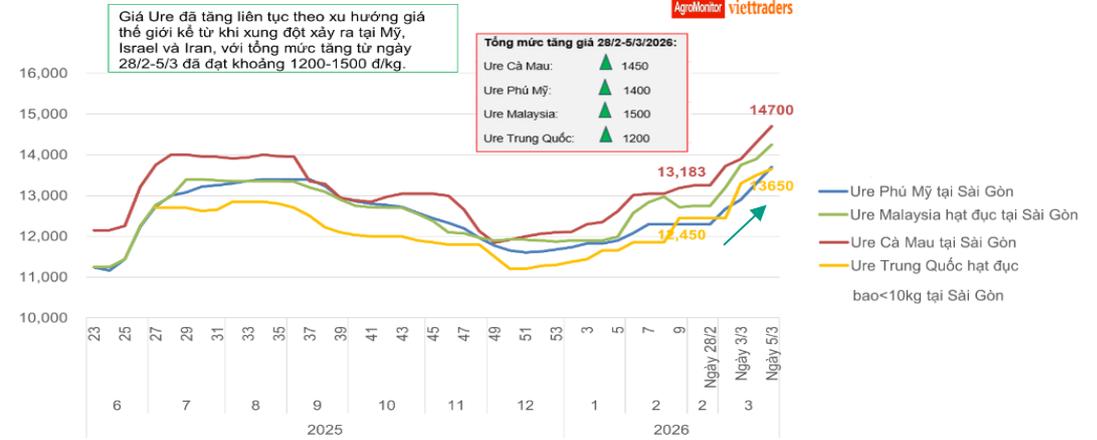
**(i) Nới rộng chênh lệch Giá bán - Giá vốn**

**Lợi thế từ sự lệch pha tốc độ tăng trưởng:** Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của DCM sẽ cải thiện nhờ tốc độ bút phá của giá bán Ure vượt xa đà tăng của giá vốn. Mặc dù

giá khí đầu vào của DCM neo theo công thức giá dầu (Brent/FO) thế giới đang trong xu hướng tăng, nhưng biên độ tăng của giá khí hiện thấp hơn đáng kể so với " cú sốc " tăng giá của Ure (vốn chịu tác động trực tiếp từ đứt gãy cung ứng tại Hormuz)

**Hình: Giá Ure trong nước tăng mạnh**

(VND/kg)



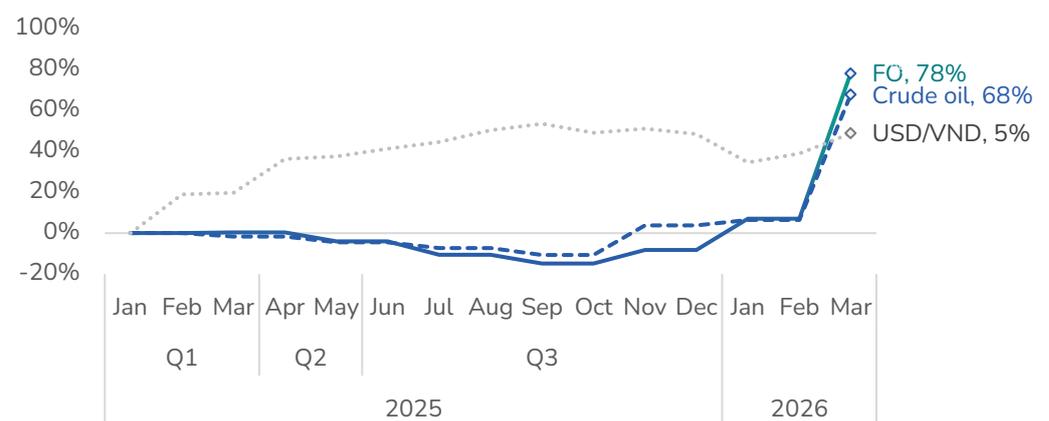
Nguồn: AgroMonior, BSC Research

Số liệu thực tế bất phá: Tính đến ngày 05/03/2026, giá Ure Cà Mau tại thị trường miền Nam đã chạm ngưỡng 14,700 VND/kg (tăng mạnh +1,450 VND/kg chỉ trong vòng 1 tuần), tăng ~25% so với bình quân Q4/2025 và tăng +28% so với đầu năm.

**Cơ chế giá khí nội địa:** Việc tự chủ nguồn khí nội địa giúp DCM đảm bảo tính ổn định về nguồn cung, loại bỏ rủi ro đứt gãy logistics. Sự kết hợp giữa giá bán đầu ra tăng nhanh và duy trì mức cao trong khi giá vốn đầu vào tăng trưởng chậm hơn giúp biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ.

**Hình: Diễn biến giá dầu và tỷ giá bất phá, thiết lập mặt bằng CPSX mới**

(USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**(ii) Tối ưu hóa từ Luật thuế VAT 5%**

Chúng tôi duy trì quan điểm việc chính thức áp dụng thuế VAT 5% trọn năm 2026 cho phép doanh nghiệp khấu trừ toàn bộ thuế đầu vào. Ước tính chính sách này giúp DCM **tiết giảm 5-7% giá thành sản xuất**, đóng vai trò là "bộ đệm" quan trọng giúp tối ưu hóa lợi nhuận ròng trong môi trường chi phí năng lượng tăng cao.

## II. RỦI RO

Chúng tôi xác định **ba nhóm rủi ro trọng yếu** có thể gây áp lực **điều chỉnh giảm dự báo** đối với kết quả kinh doanh của DCM trong năm 2026:

### (1) Rủi ro đảo chiều giá bán do biến động địa chính trị

Mức giá Ure giao ngay trên thị trường thế giới hiện đang phản ánh phần bù rủi ro địa chính trị rất lớn từ các cuộc xung đột.

Dù kịch bản cơ sở của chúng tôi dựa trên quan điểm thận trọng, triển vọng lợi nhuận vẫn đối mặt với rủi ro điều chỉnh giảm nếu các căng thẳng địa chính trị này hạ nhiệt sớm hơn dự kiến. Khi đó, mức phần bù rủi ro có thể "bốc hơi" nhanh chóng, khiến giá Ure thế giới đảo chiều đột ngột và rơi sâu về vùng nền giá trước chiến sự.

### (2) Rủi ro dư cung từ việc nới lỏng xuất khẩu của Trung Quốc

Trong bối cảnh giá thế giới neo ở vùng cao, rủi ro Trung Quốc bất ngờ thay đổi chính sách hạn ngạch để gia tăng xuất khẩu là hiện hữu, đã từng xảy ra trong năm 2025.

Sự xuất hiện đột ngột của nguồn cung khổng lồ từ quốc gia này sẽ gây ra tình trạng dư thừa cục bộ tại thị trường Châu Á, có thể kéo giá bán thực tế xuống dưới mức sàn dự phóng, ảnh hưởng tiêu cực đến cả sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân.

### (3) Rủi ro từ chính sách điều tiết và sự sụt giảm nhu cầu

#### (3.1) Rủi ro từ Áp lực ưu tiên thị trường nội địa

- Dù chưa có tiền lệ về các biện pháp can thiệp trực tiếp, việc giá phân bón thế giới duy trì ở mức cao kỷ lục có thể tạo ra các thách thức về mặt điều tiết, ưu tiên tập trung nguồn lực cung ứng cho thị trường nội địa.
- Việc ưu tiên nguồn lực cho thị trường nội địa trong những giai đoạn biến động cực đoan có thể làm hạn chế khả năng tối ưu hóa lợi nhuận từ các thị trường quốc tế có giá bán cao.

#### (3.2) Rủi ro suy giảm nhu cầu do giá bán phân bón neo cao

- Khi tỷ lệ giá nông sản trên giá phân bón suy giảm, khả năng chi trả của nông dân sẽ bị ảnh hưởng, dẫn đến xu hướng cắt giảm diện tích gieo trồng hoặc tiết giảm lượng phân bón sử dụng. Sự sụt giảm về nhu cầu tiêu thụ sẽ tạo áp lực kìm hãm cả doanh thu và lợi nhuận ròng của doanh nghiệp

Ngược lại, đồng thời BSC cho **rằng hai nhóm yếu tố trọng yếu có thể thúc đẩy việc điều chỉnh tăng dự báo** đối với kết quả kinh doanh của DCM trong năm 2026:

#### (1) Xung đột kéo dài tại eo biển Hormuz:

Tiếp tục duy trì **phần bù rủi ro địa chính trị** lớn vào giá bán, tạo động lực đẩy giá năng lượng và Urê thế giới xác lập các đỉnh cao mới hoặc neo giữ ở vùng giá cao trong thời gian dài.

(2) **Thiếu hụt nguồn cung cơ cấu:** Việc siết hạn ngạch từ Trung Quốc, Nga cùng sự hụt sản lượng tại Ấn Độ sẽ hỗ trợ mạnh đà tăng giá Ure.

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST-CĐTTS năm 2026 ước đạt **19,405 tỷ VND (+17% YoY)** và **2,766 tỷ VND (+41% YoY)**, tương ứng EPS = 3,549 VND/cp. Định giá P/E fw 2026F = 13.69x và EV/EBITDA fw 2026 = 5.26x.

So với báo cáo cập nhật gần nhất, dự phóng DTT và LNST-CĐTTS năm 2026 được nâng lần lượt **+20.2%** và **+79.5%**, chủ yếu nhờ:

- (1) Sản lượng Urê quy đổi/NPK được điều chỉnh tăng lần lượt **+5%** và **+3.5%** so với giả định trước;
- (2) Giá bán bình quân Urê/NPK được điều chỉnh tăng mạnh **+16.4%** và **+15.8%** so với giả định trước nhằm phản ánh kịch bản cú sốc cung toàn cầu.

#### **Bảng: Thay đổi ước tính kết quả kinh doanh 2025F so với dự phóng cũ**

So với báo cáo cập nhật gần nhất chúng tôi điều chỉnh một số giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh 2026F như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	2025	2026F	%thay đổi Dự phóng	%YoY 2026F
Giá dầu FO (USD/MmBTU)	402	454	23.9%▲	13.0%▲
Giá dầu Brent (USD/tấn)	67	81	27.0%▲	21.2%▲
Tỷ trọng mua từ PVN	50%	50%		
<b>Giá khí thiên nhiên (USD/MmBTU)</b>	8.8	9.7	22.0%▲	10.0%▲
<b>Doanh thu phân bón</b>	<b>12,526</b>	<b>14,775</b>	<b>21.6%▲</b>	<b>18.0%▲</b>
Doanh thu phân bón tự doanh	4,008	4,692	22.6%▲	17.1%▲
<b>Sản lượng tiêu thụ ('000 tấn)</b>				
Phân bón Urê quy đổi	805	849	5.0%▲	5.5%▲
Phân bón NPK	335	348	3.5%▲	4.0%▲
Phân bón tự doanh	339	352	3.5%▲	4.0%▲
<b>Giá bán bình quân (VND/kg)</b>				
Phân bón Urê quy đổi	10,750	12,174	16.4%▲	13.3%▲
Phân bón NPK	11,590	12,756	15.8%▲	10.1%▲
Phân bón tự doanh	11,826	13,312	18.5%▲	12.6%▲

Nguồn: DCM, BSC Research

- **Giá đầu vào:** Phản ánh xu hướng tăng của giá năng lượng thế giới, BSC điều chỉnh tăng giả định giá FO lên mức **454 USD/tấn (+23.9%** so với dự phóng trước) và giá Brent lên **81 USD/tấn (+27.0%)**. Theo đó, giá khí thiên nhiên bình quân ước đạt **9.7 USD/MMBTU (+22.0%)**.

- **Sản lượng tiêu thụ:** Điều chỉnh tăng so với dự phóng trước: Phân bón Urê quy đổi tăng **+5%** (đạt 849 nghìn tấn), NPK tăng **+3.5%** (đạt 348 nghìn tấn) và phân bón tự doanh tăng **+3.5%** (đạt 352 nghìn tấn).
- **Giá bán bình quân:** Điều chỉnh tăng mạnh ở tất cả các dòng sản phẩm để phản ánh cú sốc cung toàn cầu: Urê đạt **12,174 VND/kg (+16.4%** so với dự phóng trước), NPK đạt 12,756 VND/kg (+15.8%) và phân bón tự doanh đạt 13,312 VND/kg (+18.5%).
- Tổng doanh thu dự kiến đạt **19,405 tỷ VND (+17% YoY)**, nhờ sự cộng hưởng từ tăng trưởng sản lượng và bút phá về giá bán.
- Lợi nhuận gộp điều chỉnh tăng lên mức **4,906 tỷ VND (+21% YoY)**. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện mạnh mẽ nhờ tốc độ tăng của ASP vượt đà tăng của chi phí nguyên liệu đầu vào.
- Tổng kết lại: LNST-CĐTS năm 2026 được điều chỉnh tăng trưởng **+41% YoY**, phản ánh hiệu quả kinh doanh tích cực trong chu kỳ giá phân bón mới.

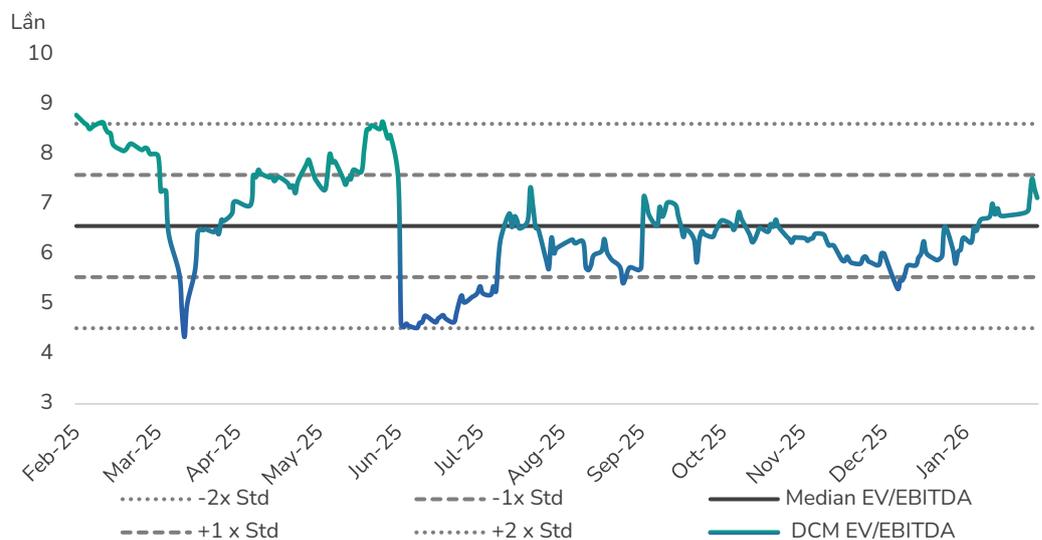
#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC nâng khuyến nghị lên **MUA** đối với cổ phiếu DCM với giá mục tiêu **53,300 VND/cp**, tương ứng tổng mức sinh lời kỳ vọng +16% (đã bao gồm cổ tức) so với giá đóng cửa 27/03/2026. Giá mục tiêu mới tăng +33% so với báo cáo gần nhất do **điều chỉnh tăng LNST-CĐTTS năm 2026 +79% so với báo cáo gần nhất** sau khi chúng tôi nâng đáng kể giả định về giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ.

Giá mục tiêu được xác định dựa trên phương pháp **EV/EBITDA**, với EV/EBITDA mục tiêu 2026F không đổi tương đương trung vị 5 năm (5.8x).

Giá cổ phiếu DCM đã tăng 27% kể từ [báo cáo gần nhất](#). Dù đã phản ánh phần nào kỳ vọng ngắn hạn, BSC đánh giá **địa tăng trưởng giá vẫn còn lớn** nhờ nền tảng cơ bản thay đổi tích cực. Vì vậy, các nhịp điều chỉnh kỹ thuật là cơ hội để tích lũy cổ phiếu.

Hình: Định giá EV/EBITDA



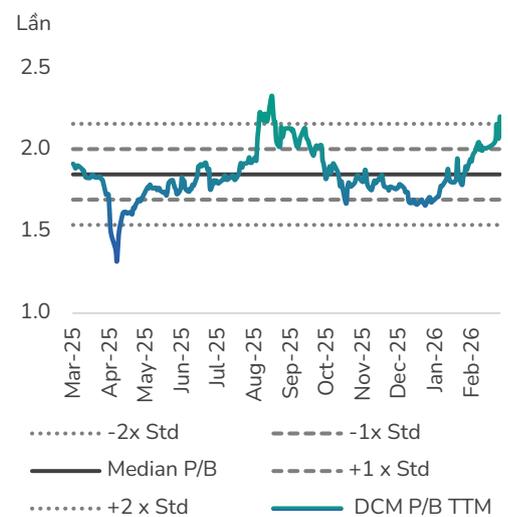
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/E



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## Phụ lục

KQKD (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>12,602</b>	<b>13,456</b>	<b>16,631</b>	<b>19,405</b>
Giá vốn hàng bán	(10,620)	(11,071)	(12,582)	(14,499)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,982</b>	<b>2,385</b>	<b>4,049</b>	<b>4,906</b>
Chi phí bán hàng	(786)	(1,013)	(1,176)	(1,188)
Chi phí QLDN	(510)	(430)	(968)	(997)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>1,229</b>	<b>1,250</b>	<b>2,202</b>	<b>2,722</b>
Doanh thu tài chính	570	384	395	579
Chi phí tài chính	(27)	(77)	(97)	(176)
Lợi nhuận từ LDLK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	22	199	(2)	(2)
Lợi nhuận trước thuế	1,251	1,449	2,207	3,124
Thuế thu nhập DN	(143)	6	15	(348)
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>1,107</b>	<b>1,333</b>	<b>1,960</b>	<b>2,766</b>
CĐTS	1	8	2	10
EBITDA	1,770	1,210	2,247	3,184
EPS	2,091	2,286	3,203	3,549

CĐKT (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
Tiền & TĐT	2,284	1,903	3,590	3,447
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,039	4,082	7,785
Phải thu ngắn hạn	389	447	1,259	1,309
Tồn kho	2,137	2,948	4,809	3,045
TS ngắn hạn khác	191	500	707	466
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>13,244</b>	<b>12,837</b>	<b>14,447</b>	<b>16,052</b>
TS hữu hình	1,600	1,946	2,175	2,026
Khấu hao	1,084	268	342	462
TS dở dang dài hạn	127	607	678	678
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	308	260	342	303
<b>TS dài hạn</b>	<b>2,034</b>	<b>2,813</b>	<b>3,197</b>	<b>3,008</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>15,278</b>	<b>15,650</b>	<b>17,644</b>	<b>20,105</b>
Nợ phải trả	1,408	1,655	1,766	2,900
Vay ngắn hạn	846	1,229	2,226	2,207
Nợ ngắn hạn khác	2,272	1,822	1,944	1,589
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,525</b>	<b>4,706</b>	<b>5,935</b>	<b>6,696</b>
Vay dài hạn	3	120	57	57
Nợ dài hạn khác	756	707	857	954
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>759</b>	<b>826</b>	<b>914</b>	<b>1,011</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>5,285</b>	<b>5,532</b>	<b>6,849</b>	<b>7,707</b>
Vốn góp	5,294	5,294	5,294	5,294
LN chưa phân phối	2,075	1,849	1,912	2,728
Vốn chủ khác	2,593	2,938	3,553	4,344
Cổ đông thiểu số	28	33	31	32
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9,993</b>	<b>10,118</b>	<b>10,794</b>	<b>12,398</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>15,278</b>	<b>15,650</b>	<b>17,644</b>	<b>20,105</b>
SLCP lưu hành (Triệu)	529	529	529	529

LCTT (Tỷ VND)	2023	2024	2025	2026F
<b>(Lỗ)/LNST</b>	<b>1,251</b>	<b>1,449</b>	<b>3,264</b>	<b>3,264</b>
Khấu hao và phân bổ	(1,084)	(268)	(282)	(282)
Thay đổi VLD	(104)	(654)	945	945
Điều chỉnh khác	339	(1,064)	(363)	(363)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>2,305</b>	<b>61</b>	<b>2,175</b>	<b>2,175</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(481)	(1,105)	(501)	(501)
Đầu tư khác	(989)	1,427	(1,815)	(1,815)
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(1,470)</b>	<b>322</b>	<b>(2,317)</b>	<b>(2,317)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(794)	(794)	(1,059)	(1,059)
Tiền thu khác	50	153	1,140	1,140
<b>LCTT từ HĐTC</b>	<b>(745)</b>	<b>(641)</b>	<b>81</b>	<b>81</b>
Dòng tiền đầu kỳ	2,126	2,296	1,903	1,903
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>2,215</b>	<b>2,039</b>	<b>1,843</b>	<b>1,843</b>

Chỉ số	2023	2024	2025	2026F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	3.1	2.9	2.6	3.2
H số TT nhanh	2.6	2.2	1.7	2.6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	35%	35%	39%	38%
Hệ số Nợ/VCSH	53%	55%	63%	62%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	76.0	83.8	112.5	98.9
Số ngày phải thu	8.4	11.3	18.7	24.2
Số ngày phải trả	102.1	109.5	97.0	95.9
CCC	-17.8	-14.3	34.3	27.1
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	16%	18%	24%	25%
Lợi nhuận LNST	9%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	18%	22%
ROA	7%	9%	12%	15%
<b>Định Giá</b>				
PE	15.5	15.9	10.2	12.8
PB	1.7	1.9	1.6	1.9
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	-21%	7%	24%	17%
Tăng trưởng EBIT	-84%	137%	187%	143%
Tăng trưởng LNST	-73%	16%	45%	42%
Tăng trưởng EPS	-73%	9%	34%	11%

## Khuyến cáo sử dụng

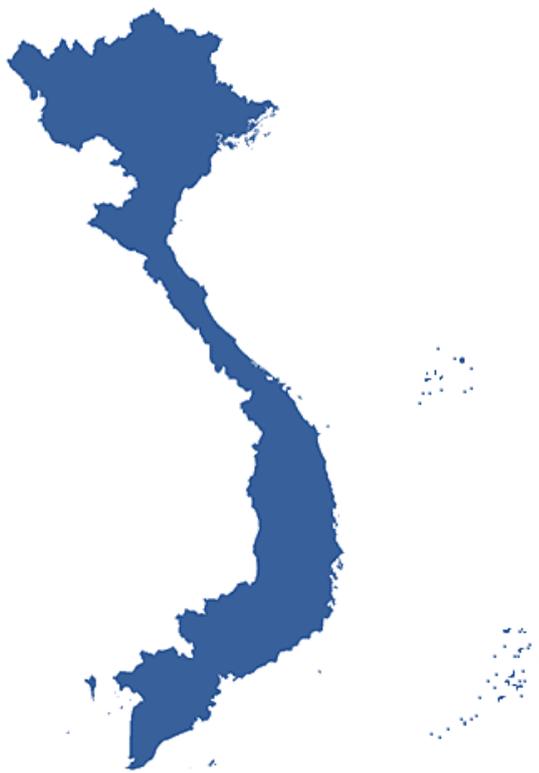
Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng 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 Sài Gòn,  
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 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

### Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

### Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

### Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### Nhóm Ngân hàng, Tài chính

#### Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)

#### Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### Nhóm Bất động sản, VLXD

#### Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhpq@bsc.com.vn](mailto:Minhpq@bsc.com.vn)

#### Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

#### Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

[Duyvch@bsc.com.vn](mailto:Duyvch@bsc.com.vn)

### Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

#### Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

#### Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@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](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

#### Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)