

# Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

## Xuất khẩu dẫn dắt doanh thu

11/09/2026

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh

(+84) 24-7303-5333

quynhntn@kbsec.com.vn

**Kết quả kinh doanh tích cực trong 2Q2026**

Doanh thu Q2/2026 tăng 10% YoY, chủ yếu nhờ giá bán urea tăng trong bối cảnh thị trường chịu tác động từ các yếu tố địa chính trị. LNST-CĐTS tăng 36% YoY, được hỗ trợ bởi giá bán đầu ra tăng nhanh hơn chi phí khí đầu vào.

**Giá urea hạ nhiệt, xuất khẩu tiếp tục là động lực dẫn dắt doanh thu chính của DCM trong 2H2026**

Giá urea thế giới sau khi tăng cao trong Q2/2026 đã điều chỉnh về vùng trước chiến tranh do nhu cầu suy yếu và nguồn cung Trung Quốc quay trở lại. Đối với DCM, xuất khẩu urea tiếp tục là động lực dẫn dắt doanh thu chính, trong khi giá và sản lượng urea nội địa được kỳ vọng đi ngang trong 2H2026 do đây không phải mùa cao điểm tiêu thụ trong nước.

**Giá khí đầu vào DCM 2028–2030F tăng do bổ sung nguồn khí giá cao từ Nam Du – U Minh**

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo giá khí đầu vào DCM giai đoạn 2028–2030F, phản ánh việc bổ sung nguồn khí Nam Du – U Minh từ Q4/2028. Giá khí Nam Du – U Minh dự kiến 11.56 USD/mmBTU, cao hơn ~35% so với các nguồn hiện hữu, tạo áp lực tăng chi phí đầu vào.

**Luật Dầu khí mới cải thiện triển vọng nguồn khí đầu vào cho DCM trong dài hạn**

Luật Dầu khí sửa đổi sẽ rút ngắn quy trình phê duyệt FDP và bổ sung ưu đãi cho các mỏ khó khai thác, qua đó hỗ trợ đầu tư E&P và duy trì sản lượng dầu khí trong nước. Đối với DCM, tác động dự kiến mang tính gián tiếp và có độ trễ, chủ yếu thông qua cải thiện nguồn cung khí nội địa, chưa phải động lực thúc đẩy lợi nhuận đáng kể trong ngắn hạn.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 42,100 VND/cổ phiếu**

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA định giá cổ phiếu DCM chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 42,100 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 29.5% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2026.

## MUA duy trì

|                                          |                  |
|------------------------------------------|------------------|
| <b>Giá mục tiêu</b>                      | <b>VND42,100</b> |
| Tổng mức sinh lời (%)                    | 29.5%            |
| Giá hiện tại (11/09/2026)                | VND32,500        |
| Giá mục tiêu đồng thuận                  | VND43,383        |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD) | 17.2/0.7         |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |             |
|------------------------------------|-------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 25.0%       |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 80.0/3.1    |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 4.8%        |
| Cổ đông lớn                        | PVN (75.6%) |

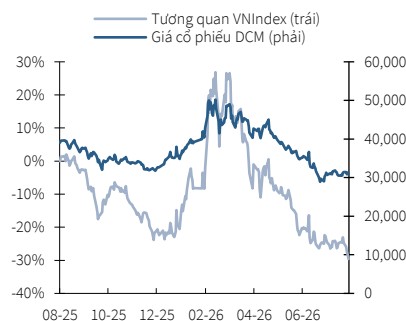
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M  | 3M    | 6M    | 12M   |
|-----------|-----|-------|-------|-------|
| Tuyệt đối | 1.6 | -4.4  | -14.7 | -4.7  |
| Tương đối | 5.2 | -11.8 | -31.1 | -12.6 |

### Dự phóng LQLD & định giá

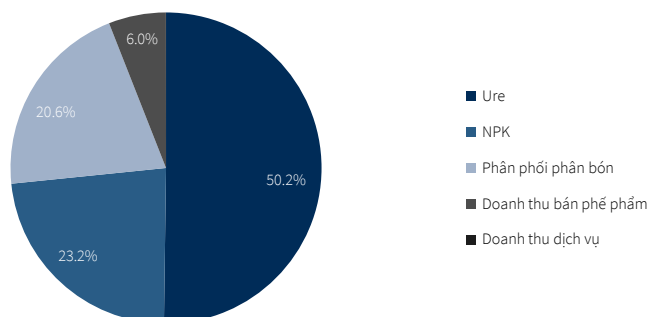
| Năm tài chính        | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ VND)   | 13,943 | 17,223 | 21,035 | 18,983 |
| EBIT (tỷ VND)        | 1,018  | 1,905  | 2,948  | 1,496  |
| LN sau CĐTS (tỷ VND) | 1,420  | 1,960  | 2,987  | 1,634  |
| EPS (VND)            | 2,394  | 3,203  | 4,004  | 2,190  |
| Thay đổi EPS (%)     | 33%    | 34%    | 25%    | -45%   |
| P/E (x)              | 17.6   | 13.1   | 10.5   | 18.3   |
| P/B (x)              | 2.3    | 2.2    | 1.8    | 1.6    |
| ROE (%)              | 14%    | 18%    | 24%    | 12%    |
| Tỷ suất cổ tức (%)   | 4.8%   | 4.8%   | 4.8%   | 5.0%   |

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2025



## Hoạt động kinh doanh

Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) thành lập vào ngày 09/03/2011, là doanh nghiệp chủ lực chuyên sản xuất, kinh doanh các sản phẩm phân bón Urê hạt đục và NPK. Hiện nay, doanh nghiệp đang nắm giữ khoảng 32% thị phần Urê toàn quốc và duy trì vị thế dẫn đầu với tổng thị phần phân bón cả nước đạt khoảng 11,3% vào năm 2025.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

## Chú thích

Giá urea hạ nhiệt, xuất khẩu tiếp tục là động lực dẫn dắt doanh thu chính của DCM trong 2H2026, trong khi tiêu thụ nội địa dự kiến đi ngang.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Giá khí đầu vào DCM 2028–2030F tăng do bổ sung nguồn khí giá cao từ Nam Du – U Minh, gây áp lực lên biên lợi nhuận trong trung hạn.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Luật Dầu khí mới cải thiện triển vọng nguồn khí đầu vào cho DCM trong dài hạn, giảm rủi ro thiếu hụt và phụ thuộc vào nguồn khí nhập khẩu.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

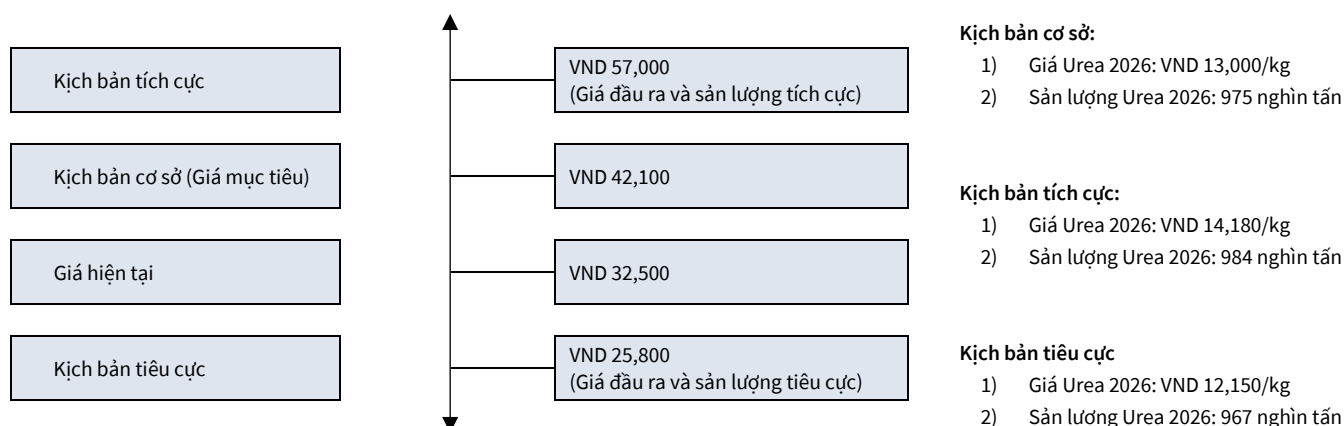
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)  | Dự phóng của KBSV |        | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |        | Chênh lệch |       |
|-----------|-------------------|--------|-----------------------|-------|----------------------|--------|------------|-------|
|           | 2026E             | 2027E  | 2026E                 | 2027E | 2026E                | 2027E  | 2026E      | 2027E |
| Doanh thu | 21,035            | 18,983 | -7%                   | -6%   | 20,292               | 19,597 | 4%         | -3%   |
| EBIT      | 2,948             | 1,496  | -26%                  | -25%  | 2,858                | 2,424  | 3%         | -38%  |
| LNST-CĐTS | 2,987             | 1,634  | -24%                  | -23%  | 2,780                | 2,499  | 7%         | -35%  |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Kết quả kinh doanh tích cực trong 2Q2026

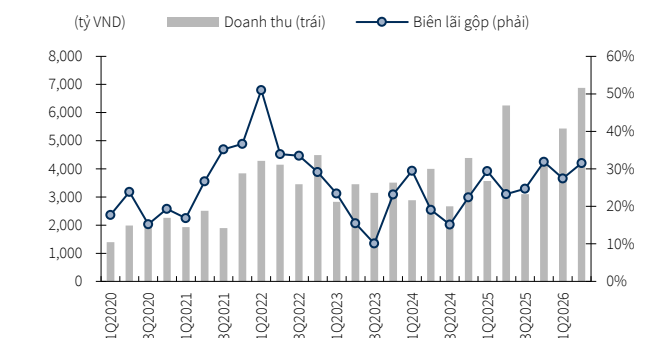
Doanh thu Q2/2026 tăng 10% YoY, chủ yếu nhờ giá bán urea tăng và đạt đỉnh trong bối cảnh thị trường chịu tác động từ các yếu tố địa chính trị. LNST-CDTS tăng 36% YoY, được hỗ trợ bởi giá bán đầu ra tăng nhanh hơn chi phí khí đầu vào.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2026**

| (tỷ VNĐ)                                 | Q2/2025      | Q2/2026      | +/-%YoY    | 1H2025       | 1H2026        | +/-%YoY    | Chú thích                                                                                                         |
|------------------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|---------------|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                         | <b>6,252</b> | <b>6,881</b> | <b>10%</b> | <b>9,824</b> | <b>12,312</b> | <b>25%</b> | Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ mảng urea, được hỗ trợ bởi mặt bằng giá bán tăng cao và đạt đỉnh trong Q2/2026. |
| Urea                                     | 2,430        | 3,900        | 60%        | 4,869        | 6,824         | 40%        |                                                                                                                   |
| NPK                                      | 1,735        | 1,135        | -35%       | 2,256        | 1,950         | -14%       |                                                                                                                   |
| Phân phối phân bón                       | 1,628        | 1,628        | 0%         | 2,042        | 3,117         | 53%        |                                                                                                                   |
| Phế phẩm                                 | 459          | 208          | -55%       | 657          | 410           | -38%       |                                                                                                                   |
| Khác                                     | 0            | 4            | 921%       | 1            | 4             | 588%       |                                                                                                                   |
| Sản lượng Urea (nghìn tấn)               | 224          | 256          | 14%        | 471          | 527           | 12%        | Sản lượng tiêu thụ NPK giảm mạnh do giá bán cao làm suy yếu nhu cầu.                                              |
| Sản lượng NPK (nghìn tấn)                | 123          | 60           | -51%       | 166          | 119           | -29%       |                                                                                                                   |
| Sản lượng phân phối phân bón (nghìn tấn) | 152          | 103          | -32%       | 187          | 217           | 16%        |                                                                                                                   |
| Giá bán Urea (triệu VND/tấn)             | 10.9         | 15.3         | 41%        | 10.4         | 13.0          | 25%        |                                                                                                                   |
| Giá bán NPK (triệu VND/tấn)              | 14.1         | 18.8         | 33%        | 13.1         | 16.4          | 25%        |                                                                                                                   |
| Giá phân phối phân bón (triệu VND/tấn)   | 10.7         | 15.8         | 47%        | 11           | 14            | 27%        |                                                                                                                   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>1,456</b> | <b>2,170</b> | <b>49%</b> | <b>2,506</b> | <b>3,661</b>  | <b>46%</b> | Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá bán urea tăng nhanh hơn chi phí khí đầu vào.                                |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                | 23%          | 32%          | 8 ppts     | 26%          | 30%           | 4 ppts     |                                                                                                                   |
| Thu nhập tài chính                       | 122          | 92           | -25%       | 219          | 185           | -15%       |                                                                                                                   |
| Chi phí tài chính                        | 30           | 35           | 14%        | 49           | 72            | 46%        |                                                                                                                   |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK              | 0            | 0            |            | 0            | 0             |            |                                                                                                                   |
| SG&A                                     | -444         | -869         | 96%        | -955         | -1,400        | 47%        |                                                                                                                   |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>    | <b>797</b>   | <b>1,131</b> | <b>42%</b> | <b>1,171</b> | <b>1,947</b>  | <b>66%</b> |                                                                                                                   |
| Thu nhập khác                            | 0            | -1           | 430%       | 2            | 4             | 169%       |                                                                                                                   |
| Lợi nhuận trước thuế                     | 888          | 1,187        | 34%        | 1,342        | 2,065         | 54%        |                                                                                                                   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                | <b>788</b>   | <b>1,067</b> | <b>36%</b> | <b>1,200</b> | <b>1,856</b>  | <b>55%</b> |                                                                                                                   |
| <b>LNST-CDTS</b>                         | <b>786</b>   | <b>1,068</b> | <b>36%</b> | <b>1,198</b> | <b>1,856</b>  | <b>55%</b> |                                                                                                                   |
| <i>Biên LNST-CDTS</i>                    | 13%          | 16%          | 3 ppts     | 12%          | 15%           | 3 ppts     |                                                                                                                   |

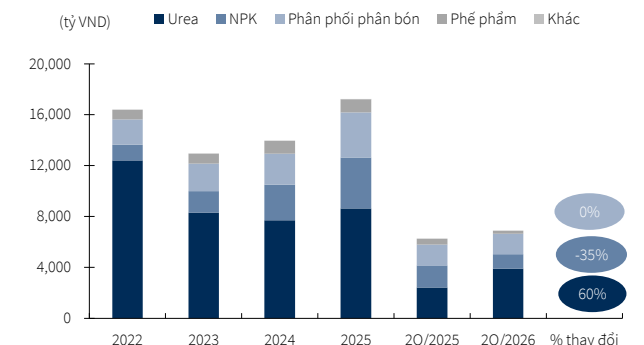
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh DCM, 2020-2026



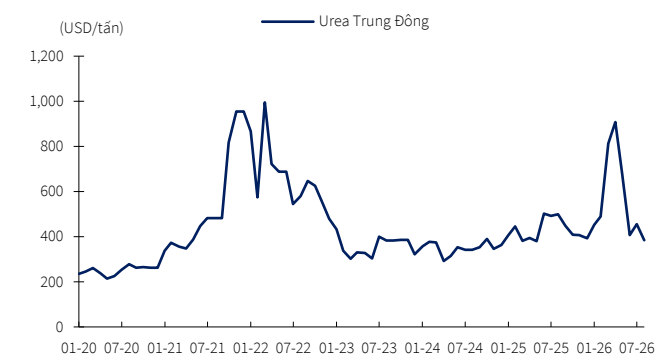
Nguồn: DCM, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của DCM, 2022-2026



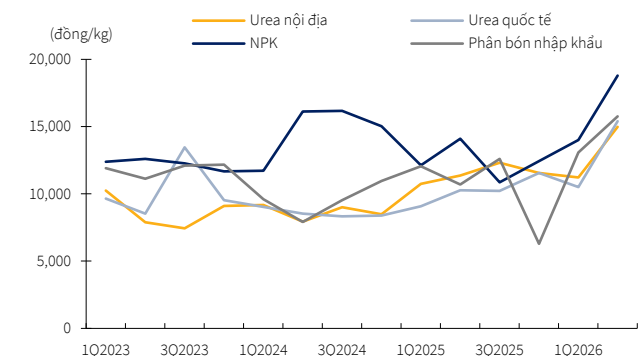
Nguồn: DCM, KBSV

Biểu đồ 4. Giá Urea Trung Đông, 2020 - 2026



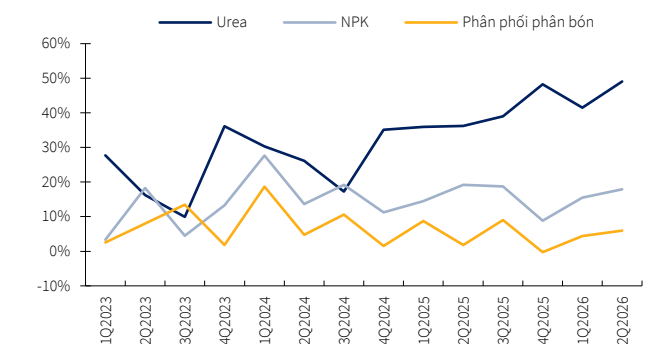
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Giá bán phân bón trung bình của DCM, 2023 - 2026



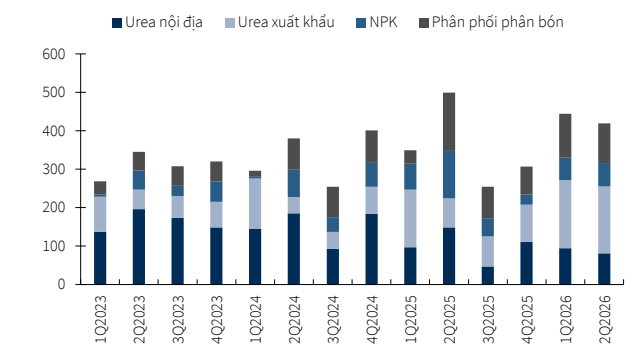
Nguồn: Agromonitor, KBSV

Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận các mảng kinh doanh chính của DCM, 2023 - 2026



Nguồn: DCM, KBSV

Biểu đồ 7. Sản lượng tiêu thụ phân bón của DCM, 2023 - 2026



Nguồn: DCM, KBSV

## Xuất khẩu urea được kì vọng tiếp tục là động lực dẫn dắt doanh thu

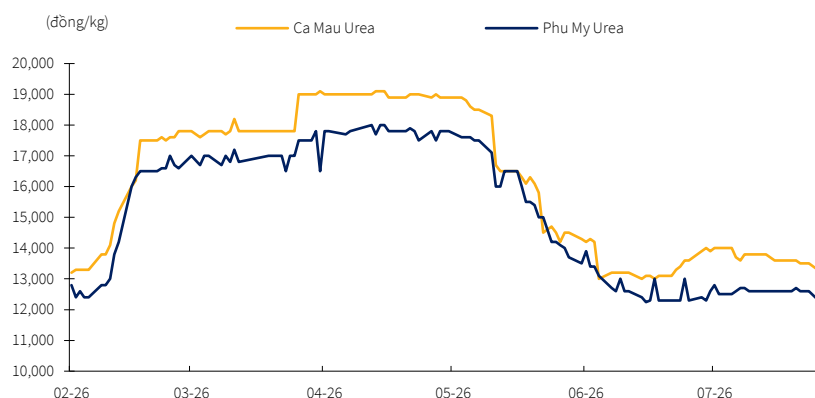
Trên thị trường thế giới, giá urea hiện đã điều chỉnh về vùng trước chiến tranh, chủ yếu do: (1) mặt bằng giá cao trong giai đoạn tăng mạnh làm giảm khả năng chi trả của nông dân, dẫn đến hiện tượng nhu cầu suy giảm (demand destruction) tại một số thị trường nhập khẩu lớn; và (2) Trung Quốc quay trở lại thị trường xuất khẩu trong tháng 6-7/2026, làm gia tăng nguồn cung và gây áp lực lên giá urea. Trong nửa cuối 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu của Brazil sẽ là yếu tố hỗ trợ chính, khi thị trường này bước vào mùa tiêu thụ cao điểm từ tháng 8 đến cuối năm. Brazil hiện là thị trường nhập khẩu urea lớn thứ hai thế giới, sau Ấn Độ. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý một số rủi ro giảm giá: (1) nếu Oman, Iran và Mỹ sớm đạt được thỏa thuận và eo biển Hormuz được mở cửa trở lại, các lô hàng urea đang được lưu trữ trên các tàu hoặc kho nổi có thể được đưa trở lại thị trường, khiến nguồn cung tăng nhanh và gây áp lực giảm giá; và (2) dây chuyền 3 (Train 3) của nhà máy Indorama tại Nigeria vừa hoàn thành và đi vào sản xuất, nâng công suất urea của nhà máy từ 2.8 triệu tấn/năm lên 4.2 triệu tấn/năm (+50%), qua đó bổ sung thêm nguồn cung cho thị trường quốc tế. Đối với DCM, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tiếp tục là động lực chính của doanh thu urea, khi Campuchia – thị trường xuất khẩu chủ lực của DCM – bước vào mùa mưa, vốn là mùa tiêu thụ cao điểm. Giá urea Trung Quốc gần đây đã nhích tăng trở lại do chi phí than đầu vào tăng cao, tuy nhiên diễn biến này chưa tạo áp lực đáng kể lên giá urea nội địa, vốn vẫn đang đi ngang do nhu cầu trong nước còn yếu.

## Giá urea nội địa chịu áp lực từ nguồn cung Trung Quốc

Giá urea trong nước diễn biến khá sát với giá urea thế giới và hiện đã giảm xuống thấp hơn mức bình quân chúng tôi sử dụng trong dự phóng 2026F, chủ yếu do: (1) mặt bằng giá cao trong các tháng trước làm giảm khả năng chi trả của nông dân và dẫn đến nhu cầu suy giảm, thể hiện qua sản lượng tiêu thụ urea nội địa thấp hơn đáng kể so với các năm trước; và (2) nguồn cung urea từ Trung Quốc quay trở lại tạo thêm áp lực lên giá urea trong nước. Ở mặt bằng giá hiện tại, chúng tôi cho rằng khả năng chi trả của nông dân đã được cải thiện, qua đó hạn chế rủi ro nhu cầu tiếp tục suy giảm. Tuy nhiên, quý 3-4 không phải là giai đoạn cao điểm tiêu thụ urea trong nước, do đó chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và giá bán urea nội địa sẽ đi ngang trong nửa cuối năm 2026.

Giá bán urea trên thị trường đã điều chỉnh về vùng giá đầu năm, trước khi chiến sự xảy ra.

**Biểu đồ 8. Giá bán phân bón urea Cà Mau và Phú Mỹ trên thị trường, 2026**



Nguồn: Agromonitor, KBSV

**Giá khí đầu vào DCM 2028–2030F  
tăng do bổ sung nguồn khí giá cao  
từ Nam Du – U Minh**

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo giá khí đầu vào của DCM giai đoạn 2028–2030F so với mặt bằng hiện tại, nhằm phản ánh việc DCM đã điều chỉnh hợp đồng mua khí với PV GAS để bổ sung nguồn khí từ Nam Du – U Minh (ND–UM), bên cạnh nguồn khí hiện hữu từ PVN và Petronas. Hợp đồng bổ sung có hiệu lực từ Q4/2028 đến 24/04/2032. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo DCM, giá khí từ Nam Du – U Minh ước tính khoảng 11.56 USD/mmBTU (chưa VAT), cao hơn khoảng 35% so với các nguồn khí hiện hữu

**Luật Dầu khí mới cải thiện triển  
vọng nguồn khí đầu vào cho DCM  
trong dài hạn**

Luật Dầu khí (sửa đổi) được Quốc hội thông qua, thay thế Luật Dầu khí 2022 và dự kiến có hiệu lực từ ngày 1/3/2027. Các thay đổi trọng tâm gồm đẩy mạnh phân cấp, phân quyền; trao thêm thẩm quyền cho Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (Petrovietnam); rút ngắn quy trình phê duyệt kế hoạch phát triển mỏ (FDP); đồng thời bổ sung các cơ chế ưu đãi cho mỏ nước sâu, xa bờ, mỏ cận biên và các dự án tăng cường thu hồi dầu (EOR), cũng như hoàn thiện khung pháp lý cho thu giữ và lưu trữ carbon (CCS) và năng lượng ngoài khơi.

Chúng tôi kỳ vọng các thay đổi trên sẽ tạo điều kiện thúc đẩy đầu tư vào hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) trong nước. Đặc biệt, cơ chế ưu đãi cho mỏ cận biên và EOR, cùng quy trình phê duyệt FDP được rút gọn, có thể hỗ trợ duy trì và kéo dài sản lượng từ các mỏ dầu khí đã bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên. Trong dài hạn, việc thương mại hóa các phát hiện khí mới sẽ bổ sung nguồn khí nội địa cho hệ thống thu gom, vận chuyển và phân phối, qua đó cải thiện triển vọng nguồn cung khí trong nước.

Đối với DCM, tác động dự kiến mang tính gián tiếp và có độ trễ, chủ yếu thông qua nguồn cung khí đầu vào. Nguồn khí nội địa được cải thiện có thể giảm rủi ro thiếu hụt khí, qua đó hạn chế nhu cầu pha trộn LNG hoặc khí nhập khẩu với chi phí cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi chưa kỳ vọng yếu tố này trở thành động lực lợi nhuận trọng yếu đối với DCM trong ngắn hạn.

## DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 9. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)                              | 2025          | 2026F         | +/-%YoY      | 2027F         | +/-%YoY       | Chú thích                                                           |
|---------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>17,223</b> | <b>21,035</b> | <b>22%</b>   | <b>18,983</b> | <b>-10%</b>   | Điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu do giá bán urea thấp hơn kỳ vọng |
| Urea                                  | 8,648         | 11,455        | 32%          | 9,413         | -18%          |                                                                     |
| NPK                                   | 3,991         | 4,270         | 7%           | 4,336         | 2%            |                                                                     |
| Phân phối phân bón                    | 3,556         | 4,234         | 19%          | 4,103         | -3%           |                                                                     |
| Phế phẩm                              | 1,026         | 1,077         | 5%           | 1,131         | 5%            |                                                                     |
| Khác                                  | 3             | 5             | 94%          | 5             | 0%            |                                                                     |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>4,049</b>  | <b>5,566</b>  | <b>37%</b>   | <b>3,859</b>  | <b>-31%</b>   |                                                                     |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>24%</i>    | <i>26%</i>    | <i>3 pts</i> | <i>20%</i>    | <i>-6 pts</i> |                                                                     |
| <b>Doanh thu tài chính</b>            | <b>395</b>    | <b>535</b>    | <b>35%</b>   | <b>451</b>    | <b>-16%</b>   |                                                                     |
| Chi phí tài chính                     | 97            | 97            | 0%           | 97            | 0%            |                                                                     |
| Lãi/lỗ từ công ty LD. LK              | 0             | 0             | N/A          | 0             | N/A           |                                                                     |
| SG&A                                  | 2,144         | 2,618         | 22%          | 2,363         | -10%          |                                                                     |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>1,905</b>  | <b>2,948</b>  | <b>55%</b>   | <b>1,496</b>  | <b>-49%</b>   |                                                                     |
| Thu nhập khác                         | 5             | 5             | 0%           | 5             | 0%            |                                                                     |
| Lợi nhuận trước thuế                  | 2,207         | 3,391         | 54%          | 1,855         | -45%          |                                                                     |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>             | <b>1,962</b>  | <b>2,991</b>  | <b>52%</b>   | <b>1,636</b>  | <b>-45%</b>   |                                                                     |
| <b>LNST-CĐTTS</b>                     | <b>1,960</b>  | <b>2,987</b>  | <b>52%</b>   | <b>1,634</b>  | <b>-45%</b>   |                                                                     |
| <i>Biên LNST</i>                      | <i>11%</i>    | <i>14%</i>    | <i>3 pts</i> | <i>9%</i>     | <i>-6 pts</i> |                                                                     |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 42,100 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu DCM đã điều chỉnh ~35% từ đỉnh tháng 3/2026, đưa định giá về mức hấp dẫn hơn đáng kể so với lịch sử. Trong khi đó, triển vọng lợi nhuận vẫn được hỗ trợ bởi giá urea duy trì quanh 400 USD/tấn, giá NPK ở mức cao và nhu cầu xuất khẩu tích cực.

Kết hợp 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu DCM chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 42,100 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 29.5% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2026. Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu 6.7 lần, bằng với mức chuẩn trung bình 5 năm của cổ phiếu. Như vậy, với mức ROE duy trì trung bình 16% giai đoạn 2026-2028F, cổ phiếu được định giá mức P/B fw trong 2026F là 1.81 lần.

**Bảng 10. Định giá FCFF**

| (tỷ VND)                                    | 2026         | 2027         | 2028         | 2029       | 2030          |
|---------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|---------------|
| Lợi nhuận ròng                              | 2,991        | 1,636        | 1,640        | 1,357      | 1,099         |
| (+) Khấu hao                                | 346          | 342          | 343          | 346        | 340           |
| (+) Lãi vay*(1-t)                           | 62           | 62           | 62           | 62         | 62            |
| (-) Thay đổi vốn lưu động                   | 700          | -7           | -169         | -213       | -201          |
| (-) CAPEX                                   | -586         | -552         | -550         | -558       | -566          |
| FCFF                                        | 3,512        | 1,481        | 1,326        | 995        | 734           |
| <b>Giá trị hiện tại FCFF</b>                | <b>3,512</b> | <b>1,310</b> | <b>1,037</b> | <b>685</b> | <b>446</b>    |
| Tổng giá trị dòng tiền hiện tại             |              |              |              |            | 6,990         |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối cùng    |              |              |              |            | 4,656         |
| Giá trị doanh nghiệp                        |              |              |              |            | 11,647        |
| (+) Tiền và tương đương tiền                |              |              |              |            | 10,881        |
| (+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính |              |              |              |            | 0             |
| (-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS                 |              |              |              |            | 2,074         |
| <b>Giá trị VCSH</b>                         |              |              |              |            | <b>20,454</b> |
| <b>Giá trị/cổ phiếu</b>                     |              |              |              |            | <b>38,640</b> |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Bảng 11. Giả định phương pháp FCFF**

| Tiêu chí                   | Giá trị |
|----------------------------|---------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 5.9%    |
| Beta                       | 1.03    |
| Phần bù vốn cổ phần        | 8.2%    |
| Thời gian dự phóng         | 5 năm   |
| Chi phí vốn bình quân      | 13.1%   |
| EV/EBITDA mục tiêu dài hạn | 6.7     |

Nguồn: KBSV

**Bảng 12. Định giá EV/EBITDA**

| (tỷ VND)                                   | Giá trị       |
|--------------------------------------------|---------------|
| EBITDA 2026F - 2028F                       | 2,307         |
| EV/EBITDA mục tiêu                         | 6.7           |
| <b>Tổng giá trị</b>                        | <b>15,342</b> |
| (+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn                 | 10,881        |
| (+) Đầu tư tài chính                       | 0             |
| (-) Vay nợ ròng                            | -2,043        |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số               | -31           |
| <b>Giá trị VCSH</b>                        | <b>24,149</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) | 529           |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>                    | <b>45,700</b> |

Nguồn: KBSV

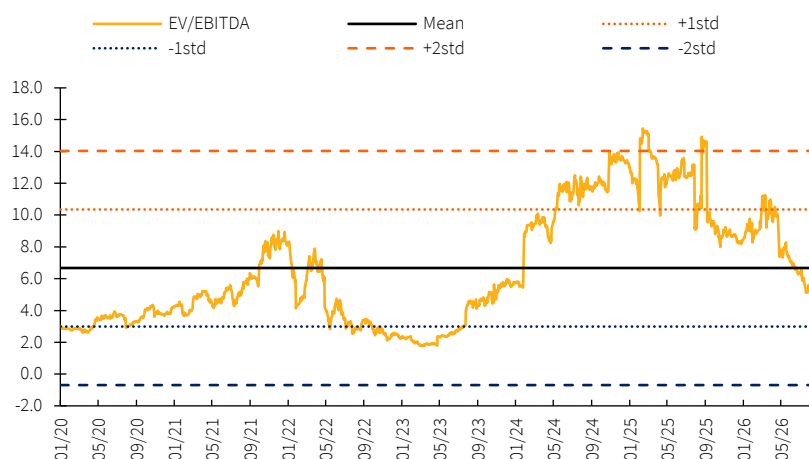
**Bảng 13. Tổng hợp định giá DCM**

| Phương pháp                    | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|--------------------------------|--------------|----------|----------------------------|
| FCFF                           | 38,640       | 50%      | 19,320                     |
| EV/EBITDA (6.7x)               | 45,700       | 50%      | 22,850                     |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b> |              |          | <b>42,100</b>              |
| <b>Upside</b>                  |              |          | <b>29.5%</b>               |

Nguồn: KBSV

DCM đang giao dịch ở vùng EV/EBITDA TTM 5.33, thấp hơn mức EV/EBITDA trung bình 6 năm 6.67.

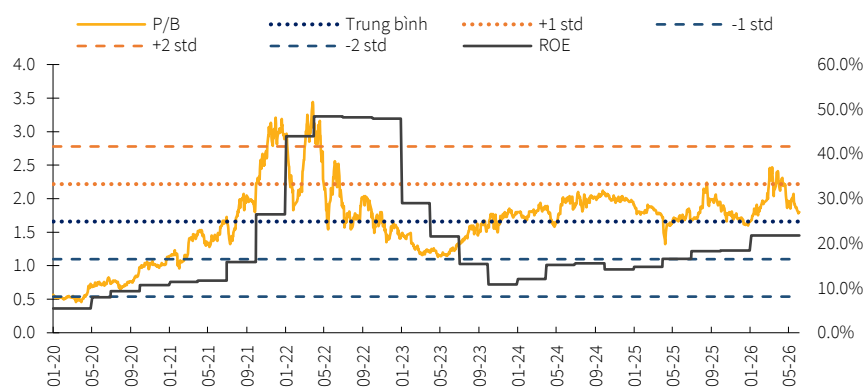
**Biểu đồ 14. Diễn biến EV/EBITDA của DCM**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

DCM đang giao dịch ở vùng P/B TTM 1.85, cao hơn mức P/B trung bình 6 năm 1.66

**Biểu đồ 15. Diễn biến P/B và ROE của DCM**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2024A-2027F

| Báo cáo Kết quả HĐKD<br>(Tỷ VNĐ)             |        |        |        |        | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)      |        |        |        |        |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (Báo cáo chuẩn)                              | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | (Báo cáo chuẩn)                       | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  |
| Doanh số thuần                               | 13,943 | 17,223 | 22,135 | 19,958 | TỔNG CỘNG TÀI SẢN                     | 15,729 | 17,644 | 21,218 | 23,047 |
| Giá vốn hàng bán                             | 10,942 | 12,582 | 15,095 | 14,799 | TÀI SẢN NGẮN HẠN                      | 12,921 | 14,447 | 17,860 | 19,464 |
| Lãi gộp                                      | 2,513  | 4,049  | 6,385  | 4,568  | Tiền và tương đương tiền              | 1,903  | 3,590  | 1,487  | 4,266  |
| Thu nhập tài chính                           | 382    | 395    | 547    | 535    | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 7,039  | 4,082  | 9,857  | 8,888  |
| Chi phí tài chính                            | 77     | 97     | 97     | 97     | Các khoản phải thu                    | 529    | 1,259  | 1,154  | 1,041  |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                    | 44     | 70     | 70     | 70     | Hàng tồn kho, ròng                    | 2,950  | 4,809  | 4,654  | 4,563  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015) | 0      | 0      | 0      | 0      | TÀI SẢN DÀI HẠN                       | 2,808  | 3,197  | 3,358  | 3,582  |
| Chi phí bán hàng                             | 1,014  | 1,176  | 922    | 832    | Phải thu dài hạn                      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                 | 481    | 968    | 764    | 689    | Tài sản cố định                       | 1,946  | 2,175  | 2,431  | 2,646  |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh             | 1,018  | 1,905  | 4,698  | 3,048  | Tài sản dở dang dài hạn               | 601    | 678    | 681    | 646    |
| Thu nhập khác                                | -1     | -2     | -2     | -2     | Đầu tư dài hạn                        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Chi phí khác                                 | 199    | 5      | 5      | 5      | Lợi thế thương mại                    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Thu nhập khác, ròng                          | 200    | 7      | 7      | 7      | NỢ PHẢI TRẢ                           | 5,552  | 6,849  | 6,941  | 6,753  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh               | 0      | 0      | 0      | 0      | Nợ ngắn hạn                           | 4,681  | 5,935  | 6,096  | 5,885  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                     | 1,522  | 2,207  | 5,153  | 3,490  | Phải trả người bán                    | 1,612  | 1,766  | 2,181  | 1,967  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp           | 100    | 260    | 608    | 412    | Người mua trả tiền trước              | 233    | 697    | 697    | 697    |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                      | 1,428  | 1,962  | 4,545  | 3,079  | Vay ngắn hạn                          | 1,229  | 2,226  | 1,971  | 1,975  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                 | 8      | 2      | 5      | 3      | Nợ dài hạn                            | 871    | 914    | 845    | 867    |
| Lợi nhuận sau Cổ đông thiểu số               | 1,420  | 1,960  | 4,540  | 3,075  | Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 751    | 857    | 762    | 762    |
|                                              |        |        |        |        | Người mua trả tiền trước dài hạn      | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                                              |        |        |        |        | Doanh thu chưa thực hiện              | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                                              |        |        |        |        | Vay dài hạn                           | 120    | 57     | 83     | 105    |
|                                              |        |        |        |        | VỐN CHỦ SỞ HỮU                        | 10,177 | 10,794 | 14,277 | 16,294 |
|                                              |        |        |        |        | Vốn góp                               | 5,294  | 5,294  | 5,294  | 5,294  |
|                                              |        |        |        |        | Thặng dư vốn cổ phần                  | 0      | 0      | 0      | 0      |
|                                              |        |        |        |        | Lãi chưa phân phối                    | 1,883  | 1,912  | 4,074  | 5,198  |
|                                              |        |        |        |        | Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác    | 2,968  | 3,557  | 4,876  | 5,770  |
|                                              |        |        |        |        | Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 33     | 31     | 33     | 33     |
|                                              |        |        |        |        |                                       |        |        |        |        |
| Chỉ số hoạt động                             | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | Chỉ số chính<br>(x, %, VNĐ)           |        |        |        |        |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                        | 18.7%  | 24.3%  | 29.7%  | 23.6%  | Chỉ số định giá                       |        |        |        |        |
| Tỷ suất EBITDA                               | 9.6%   | 13.5%  | 23.5%  | 17.5%  | P/E                                   | 25.9   | 19.4   | 10.2   | 14.6   |
| Tỷ suất EBIT                                 | 7.6%   | 11.5%  | 21.9%  | 15.7%  | P/E pha loãng                         | 25.9   | 19.4   | 10.2   | 14.6   |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                 | 11.3%  | 13.3%  | 24.0%  | 18.0%  | P/B                                   | 3.4    | 3.2    | 2.4    | 2.0    |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                     | 7.6%   | 11.5%  | 21.9%  | 15.7%  | P/S                                   | 2.4    | 2.0    | 1.5    | 1.6    |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                      | 10.6%  | 11.8%  | 21.1%  | 15.9%  | P/Tangible Book                       | 3.4    | 3.2    | 2.4    | 2.0    |
|                                              |        |        |        |        | P/Cash Flow                           | 423.9  | -42.4  | 6.6    | 11.1   |
|                                              |        |        |        |        | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 25.2   | 14.1   | 6.6    | 8.8    |
|                                              |        |        |        |        | Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 31.8   | 16.6   | 7.1    | 9.7    |
|                                              |        |        |        |        |                                       |        |        |        |        |
|                                              |        |        |        |        | Hiệu quả quản lý                      |        |        |        |        |
|                                              |        |        |        |        | ROE%                                  | 14     | 18     | 32     | 19     |
|                                              |        |        |        |        | ROA%                                  | 9      | 11     | 21     | 13     |
|                                              |        |        |        |        | ROIC%                                 | 10     | 18     | 30     | 20     |
|                                              |        |        |        |        | Cấu trúc tài chính                    |        |        |        |        |
|                                              |        |        |        |        | Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 1.9    | 1.3    | 1.9    | 2.2    |
|                                              |        |        |        |        | Tỷ suất thanh toán nhanh              | 2.5    | 2.1    | 2.6    | 3.0    |
|                                              |        |        |        |        | Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 2.8    | 2.4    | 2.9    | 3.3    |
|                                              |        |        |        |        | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
|                                              |        |        |        |        | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
|                                              |        |        |        |        | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.1    | 0.2    | 0.1    | 0.1    |
|                                              |        |        |        |        | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|                                              |        |        |        |        | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
|                                              |        |        |        |        | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|                                              |        |        |        |        | Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2    |
|                                              |        |        |        |        | Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.1    |
|                                              |        |        |        |        | Chỉ số hoạt động                      |        |        |        |        |
|                                              |        |        |        |        | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 4.3    | 3.2    | 3.2    | 3.2    |
|                                              |        |        |        |        | Hệ số quay vòng HTK                   | 7.5    | 9.8    | 10.9   | 9.3    |
|                                              |        |        |        |        | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 1.0    | 1.2    | 1.2    | 1.0    |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: [info@kbsec.com.vn](mailto:info@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

| Tích cực:                | Trung lập:         | Tiêu cực:          |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.