

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

**CTCP - Tổng công ty Phân bón
Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM)**

Chuyên viên Phân tích

Mai Trung Nghĩa Email: ngiamt@vikkibanks.vn





BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

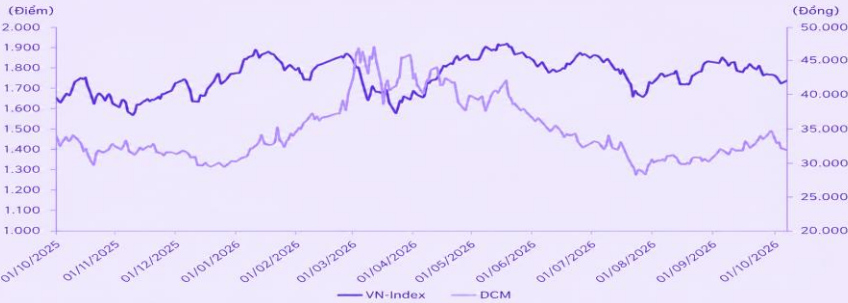
Khuyến nghị:	MUA
Giá hiện tại (06/10/2026):	33.000 đồng
Giá mục tiêu:	44.400 đồng
Tỉ suất sinh lời:	+34,24%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP – Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM) là một trong những doanh nghiệp sản xuất phân bón lớn tại Việt Nam, với sản phẩm chủ lực là ure và NPK. Công ty sở hữu Nhà máy Đạm Cà Mau công suất 800.000 tấn ure/năm, đồng thời mở rộng danh mục sản phẩm và thị trường xuất khẩu nhằm đa dạng hóa nguồn doanh thu.

Thông tin giao dịch

Vốn hóa:	17.205.500.000.000 đồng
Số lượng CP lưu hành:	529.400.000 cổ phiếu
KLCP đang niêm yết:	529.400.000 cổ phiếu
Giá thấp nhất – cao nhất 52 tuần:	28.900 – 47.500 đồng
KLBO 52 tuần:	3.395.234 cổ phiếu



Chuyên viên Phân tích
Mai Trung Nghĩa
Email: ngiamt@vikkibanks.vn

Lợi nhuận 2026 bước vào pha tăng tốc nhờ mặt bằng giá bán thuận lợi & hiệu quả sinh lời cải thiện

Kết quả 6T/2026 cho thấy đà phục hồi rõ nét khi doanh thu thuần đạt 11.998 tỷ đồng, tăng 27,0% YoY; LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.856 tỷ đồng, tăng 52,6% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 27,9%. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 đạt 20.666 tỷ đồng, tăng 24,3% và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 2.932 tỷ đồng, tăng 49,6% YoY. Động lực chính đến từ giá bán ure duy trì ở vùng thuận lợi, tăng trưởng xuất khẩu và khả năng giải phóng lượng hàng tồn kho có giá vốn thấp.

Ure tiếp tục tăng trưởng trong ngắn hạn, hưởng lợi từ thiếu hụt nguồn cung toàn cầu

Thị trường ure quốc tế tiếp tục được hỗ trợ bởi chi phí sản xuất cao tại châu Âu và chính sách điều tiết xuất khẩu của Trung Quốc, qua đó duy trì mặt bằng giá thuận lợi cho các nhà sản xuất có năng lực xuất khẩu như DCM. Năm 2026F, doanh thu ure được dự phóng đạt khoảng 11.340 tỷ đồng, tăng 31,1% YoY; riêng doanh thu xuất khẩu đạt khoảng 5.930 tỷ đồng, tăng 46,4%. Đây là yếu tố quan trọng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận trong giai đoạn cao điểm của chu kỳ hiện tại.

NPK và phân thương mại trở thành động lực tăng trưởng cấu trúc

Cơ cấu kinh doanh của DCM đang chuyển dịch theo hướng đa dạng hóa rõ nét khi tỷ trọng doanh thu ure giảm từ 72% năm 2021 xuống 50% năm 2025, trong khi NPK và phân thương mại tăng lên tổng cộng 44% doanh thu, so với chỉ 20% năm 2021. Giai đoạn 2026F–2030F, sản lượng NPK được dự phóng tăng từ 350 nghìn tấn lên 535 nghìn tấn, tương ứng CAGR 11,2%, đưa doanh thu NPK từ khoảng 3.990 tỷ đồng lên 6.527 tỷ đồng. Sự dịch chuyển này giúp DCM mở rộng dư địa tăng trưởng, gia tăng độ phủ thị trường và giảm dần mức độ phụ thuộc vào biến động của một sản phẩm đơn lẻ.

Nền tảng tài chính vững chắc tạo dư địa chống chịu chu kỳ và củng cố mức định giá hấp dẫn

DCM duy trì cấu trúc tài chính lành mạnh với quy mô tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn lớn, tạo bộ đệm đáng kể trước biến động của chu kỳ hàng hóa và dư địa tài trợ cho vốn lưu động, đầu tư cũng như chính sách cổ tức. Theo phương pháp FCFF, giá trị hợp lý của DCM đạt khoảng 50.200 đồng/cp; kết hợp phương pháp EV/EBITDA ở mức 38.700 đồng/cp. Với tỷ trọng 50%–50%, chúng tôi xác định giá mục tiêu 44.400 đồng/cp, tương ứng upside 34,24% tại mức giá ngày 06/10/2026. DCM đang đứng tại điểm giao giữa động lực tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn từ chu kỳ ure và câu chuyện tăng trưởng cấu trúc dài hạn từ NPK – phân thương mại. Dù chi phí khí được dự báo duy trì ở mặt bằng cao hơn từ giữa năm 2026, sự cải thiện cơ cấu sản phẩm, nền tảng tài chính vững và khả năng duy trì hiệu suất vận hành là những yếu tố giúp doanh nghiệp gia tăng khả năng chống chịu và củng cố triển vọng tăng trưởng trong trung hạn.



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ **Bối cảnh vĩ mô Việt Nam**

Yếu tố vĩ mô 9T/2026	Số liệu chính	Tác động tới ngành phân bón	Đánh giá
GDP duy trì tăng trưởng cao	GDP 9T/2026 +9,01% YoY; riêng Q3 +9,95% YoY	Phản ánh nền kinh tế duy trì đà mở rộng, hỗ trợ môi trường kinh doanh và sức cầu chung. Với phân bón, tác động chủ yếu gián tiếp thông qua thu nhập và hoạt động sản xuất	Tích cực
Lạm phát duy trì ở mức cao	CPI bình quân 9T +4,52% YoY	Làm tăng chi phí vận tải, nhân công và vật tư nông nghiệp; nếu giá nông sản không tăng tương ứng có thể ảnh hưởng khả năng đầu tư đầu vào của nông hộ	Trung tính – tiêu cực
Chi phí đầu vào sản xuất gia tăng	Chỉ số giá nguyên liệu, nhiên liệu và vật liệu dùng cho sản xuất +5,12% YoY	Tạo áp lực lên bao bì, logistics và một số nguyên liệu sản xuất; riêng với Urê, biến số quan trọng hơn vẫn là giá khí đầu vào	Tiêu cực
Tỷ giá tương đối ổn định	Chỉ số giá USD bình quân 9T +1,01% YoY	Hạn chế áp lực tăng chi phí nhập khẩu Kali, DAP và nguyên liệu NPK, tương đối thuận lợi cho các doanh nghiệp mở rộng mảng NPK như DCM	Tích cực

- Bối cảnh vĩ mô 9T/2026 nhìn chung vẫn tạo nền hỗ trợ cho ngành phân bón, nhưng áp lực chi phí có xu hướng gia tăng. GDP tăng 9,01% YoY và riêng quý III tăng 9,95%, cho thấy hoạt động kinh tế duy trì tích cực, qua đó hỗ trợ sức cầu và khả năng đầu tư sản xuất. Ở chiều tích cực, chỉ số giá USD chỉ tăng 1,01% YoY, giúp hạn chế áp lực nhập khẩu đối với Kali, DAP và các nguyên liệu NPK.
- Tuy nhiên, CPI tăng 4,52% cùng chỉ số giá nguyên liệu, nhiên liệu và vật liệu dùng cho sản xuất tăng 5,12% cho thấy mặt bằng chi phí đầu vào vẫn ở mức cao, gây áp lực lên logistics, bao bì và chi phí sản xuất của doanh nghiệp.



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Bối cảnh vĩ mô Việt Nam

Yếu tố vĩ mô 9T/2026	Số liệu chính	Tác động tới ngành phân bón	Đánh giá
Nông nghiệp tiếp tục tăng trưởng	Giá trị tăng thêm ngành nông nghiệp +3,72% YoY; toàn khu vực NLTS +4,02%	Hoạt động sản xuất nông nghiệp duy trì tích cực, tạo nên tăng cho nhu cầu vật tư đầu vào và khả năng chi trả của nông hộ	Tích cực
Cây lâu năm tiếp tục mở rộng	Diện tích đạt 3,891 triệu ha, tăng 40,8 nghìn ha YoY	Tích cực cho nhu cầu NPK và phân bón chuyên dụng, đặc biệt khi diện tích được chuyển từ cây hàng năm hiệu quả thấp sang cây lâu năm có giá trị cao	Tích cực
Diện tích lúa và một số cây hàng năm thu hẹp	Hè thu giảm 36,8 nghìn ha; lúa mùa giảm 45 nghìn ha; thu đông giảm 130,7 nghìn ha YoY	Đây là yếu tố cần lưu ý với Urê, do lúa là nhóm cây tiêu thụ đạm lớn; tăng năng suất phân nào bù đắp nhưng không đảo ngược xu hướng giảm diện tích canh tác	Thận trọng
Giá đầu ra nông nghiệp duy trì tăng	Chỉ số giá sản xuất nông, lâm nghiệp và thủy sản +4,11% YoY	Mặt bằng giá nông sản thuận lợi hơn hỗ trợ thu nhập và khả năng tái đầu tư vào phân bón của nông dân	Tích cực

- Triển vọng nhu cầu phân bón nội địa duy trì tích cực nhưng có sự phân hóa theo cơ cấu cây trồng. Trong 9T/2026, ngành nông nghiệp tăng 3,72% YoY và chỉ số giá sản xuất nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 4,11%, hỗ trợ khả năng đầu tư vật tư đầu vào của nông hộ. Đáng chú ý, diện tích cây lâu năm tăng 40,8 nghìn ha lên 3,89 triệu ha, tạo dư địa tăng trưởng cho NPK và các dòng phân bón chuyên dụng.
- Ngược lại, diện tích lúa hè thu, lúa mùa và lúa thu đông đều thu hẹp so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu UrE nội địa khó tăng mạnh từ yếu tố mở rộng diện tích; tăng trưởng tiêu thụ trong trung hạn sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hiệu quả canh tác, giá nông sản và khả năng mở rộng thị trường xuất khẩu.

❖ Nút thắt tại thị trường EU

- Chi phí khí cao làm suy yếu lợi thế sản xuất phân đạm tại EU:** Sản xuất ammonia/urea tại châu Âu phụ thuộc lớn vào khí tự nhiên, hiện chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất phân đạm, khiến các nhà máy EU đặc biệt nhạy cảm với biến động giá năng lượng. Sau cú sốc khí đốt năm 2022, chi phí đã hạ nhiệt nhưng vẫn ở mức cao và biến động hơn giai đoạn trước COVID, làm suy giảm sức cạnh tranh của các nhà máy hiệu suất thấp hoặc có cường độ phát thải cao.
- ETS và CBAM tiếp tục nâng chi phí của công suất phát thải cao:** Từ 1/1/2026, CBAM bước vào giai đoạn chính thức đối với phân bón, trong khi EU ETS tiếp tục gia tăng chi phí carbon đối với sản xuất nội địa. EU không chủ trương dừng sản xuất phân bón, mà đang buộc ngành này chuyển dịch sang công nghệ phát thải thấp hơn; hệ quả là các nhà máy cũ, tiêu hao năng lượng lớn ngày càng khó duy trì nếu giá bán không đủ bù chi phí.
- Giảm phụ thuộc Nga–Belarus làm tái cấu trúc dòng thương mại Urea:** Song song với áp lực chi phí, EU đang từng bước nâng thuế đối với phân đạm từ Nga và Belarus. Từ 1/7/2026, nhóm CN 3102 chịu mức thuế 6,5% + 60 EUR/tấn, sau đó tiếp tục tăng mạnh trong các năm kế tiếp. Chính sách này không làm nguồn cung Nga biến mất khỏi thị trường toàn cầu, nhưng buộc EU phải tìm thêm hàng từ Trung Đông, Bắc Phi và các khu vực khác, qua đó gia tăng cạnh tranh đối với nguồn cung Urea đường biển.
- Áp lực giá buộc EU phải ưu tiên lại bài toán an ninh nguồn cung:** Trong năm 2026, giá phân đạm tại EU vẫn ở mức cao, trong khi khu vực này tiếp tục phụ thuộc đáng kể vào nhập khẩu. Trước nguy cơ chi phí đầu vào ảnh hưởng tới nông dân và an ninh lương thực, Ủy ban châu Âu đã triển khai Fertiliser Action Plan, đồng thời thúc đẩy sản xuất nội địa, đa dạng hóa nguồn nhập khẩu và giảm bớt các nút thắt thương mại. Điều này cho thấy EU đang phải cân bằng giữa mục tiêu giảm phát thải và yêu cầu duy trì nguồn cung phân bón với chi phí hợp lý.
- EU ngày càng trở thành “swing importer”, hỗ trợ mặt bằng giá Urea toàn cầu:** Kết quả hiện tại là châu Âu ngày càng đóng vai trò “swing importer” hơn là nguồn cung chi phí thấp: khi giá khí và carbon cao, công suất nội địa kém cạnh tranh sẽ giảm tải, buộc EU tăng nhập khẩu; khi đó, các lô hàng từ Trung Đông, Bắc Phi và các khu vực khác bị hút về châu Âu, làm tăng cạnh tranh trên thị trường Urea đường biển. Với DCM/DPM, tác động tích cực chủ yếu đến từ mặt bằng giá Urea quốc tế được hỗ trợ, thay vì kỳ vọng xuất khẩu trực tiếp sang EU; mức hưởng lợi cuối cùng vẫn phụ thuộc vào chênh lệch giữa giá bán Urea và chi phí khí đầu vào.

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH PHÂN BÓN





BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Chuỗi giá trị ngành phân bón

Mắt xích	Đầu vào/hoạt động	Sản phẩm/đầu ra	Biến số chính
Thượng nguồn	Khí tự nhiên	Khí → H ₂ /NH ₃	Giá khí, nguồn cung, điều kiện hợp đồng
Sản xuất	NH ₃ → Ure	Ure hạt đục/NPK/Phân bón chuyên dụng	Giá ure, công suất, hiệu suất, chi phí sản xuất
Hạ nguồn	NPK & sản phẩm phân bón	Đóng gói – kho – logistics	Giá nguyên liệu, cơ cấu sản phẩm, logistics
Phân phối	Nhà phân phối → đại lý	Mạng lưới thương mại	Tồn kho, chiết khấu, cước vận chuyển
Thị trường	Nội địa & xuất khẩu	Nông hộ / cây trồng	Mùa vụ, giá nông sản, giá ure thế giới, tỷ giá

Cơ chế truyền dẫn đến doanh thu và lợi nhuận ngành phân bón

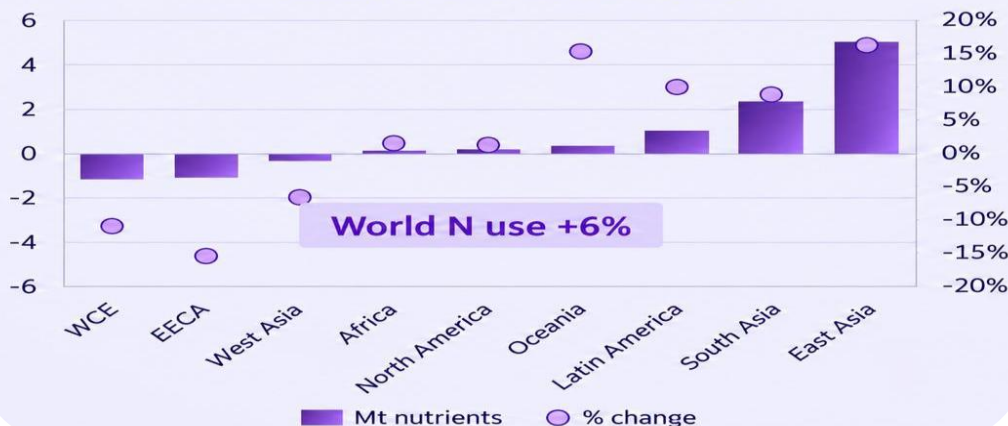
Giá khí → Giá thành sản xuất → Giá ure → Biên lợi nhuận → Lợi nhuận. Đây là trục phân tích quan trọng nhất đối với doanh nghiệp sản xuất ure. Trong điều kiện giá bán ure duy trì ở mức cao trong khi chi phí khí được kiểm soát, chênh lệch đầu vào – đầu ra mở rộng sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận. Ngược lại, nếu giá khí tăng hoặc giá ure giảm do nguồn cung toàn cầu dư thừa, hiệu quả kinh doanh có thể suy giảm dù sản lượng tiêu thụ không thay đổi đáng kể.

Nhu cầu ngành nông nghiệp → Sản lượng tiêu thụ → Doanh thu. Giá nông sản và điều kiện mùa vụ tác động đến khả năng chi trả của nông hộ và nhu cầu bón phân. Tuy nhiên, độ trễ giữa biến động giá nông sản và nhu cầu phân bón cần được xem xét khi xây dựng dự báo.

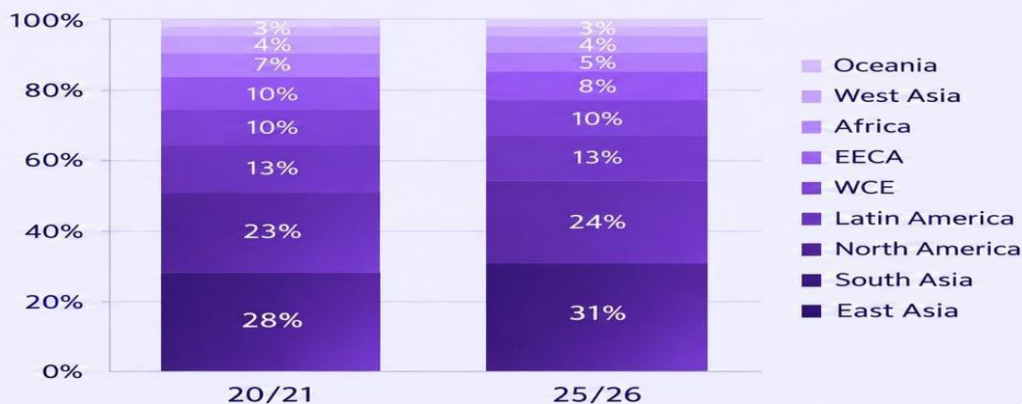
Xuất khẩu → Giá bán thực hiện → Tỷ giá/Logistics → Biên lợi nhuận. Xuất khẩu tạo thêm dư địa tiêu thụ khi thị trường nội địa yếu, nhưng cũng làm DCM nhạy cảm hơn với giá ure quốc tế, cước vận tải, tỷ giá và chính sách thương mại của các thị trường nhập khẩu.

❖ Triển vọng ngành phân bón 2026–2030

Tiêu thụ Nitrogen giai đoạn 2020–2026



Thị phần tiêu thụ Nitrogen theo khu vực



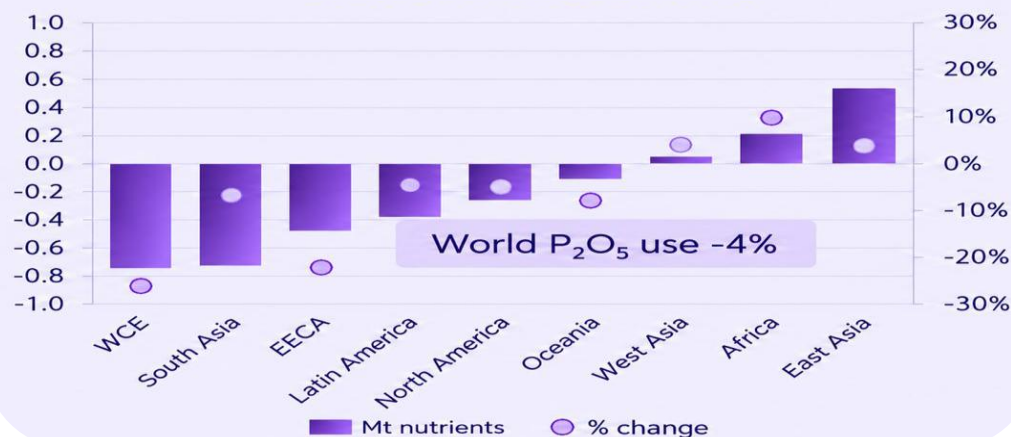
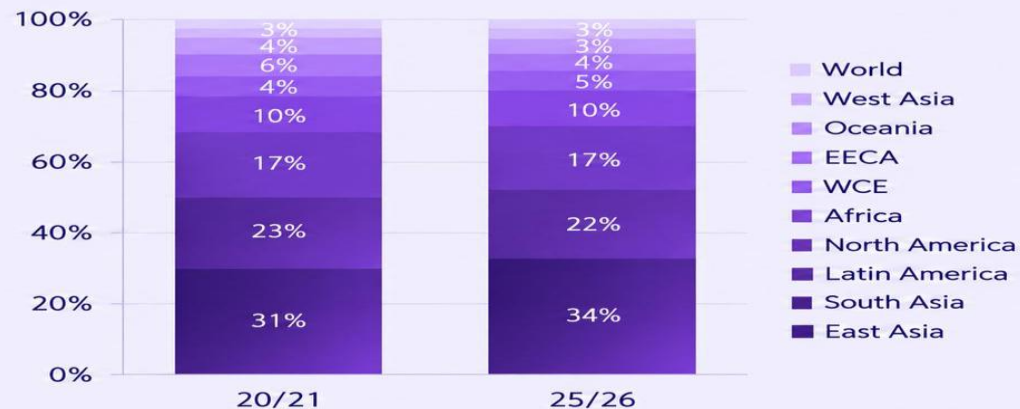
Nguồn: IFA, VikkiBankS Research

- Chúng tôi đánh giá giai đoạn 2026–2030 sẽ là thời kỳ tái cân bằng của ngành phân bón toàn cầu, thay vì một chu kỳ tăng giá đồng pha giữa các nhóm sản phẩm. Theo đó, biến động giá trong trung hạn nhiều khả năng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào chi phí khí tự nhiên, chính sách thương mại của các nhà sản xuất lớn – đặc biệt là Trung Quốc, và các rủi ro địa chính trị, thay vì thiếu hụt cấu trúc kéo dài như giao đoạn trước.
- IFA dự báo tốc độ đầu tư công suất phân bón toàn cầu trong giai đoạn 2026–2030 sẽ cao hơn giai đoạn 2021–2025, trong đó năng lực sản xuất nitơ toàn cầu được dự báo tăng thêm khoảng 17 triệu tấn Nitrogen (N), tương đương khoảng 9% năng lực hiện hữu. Điều này cho thấy thị trường ure về trung hạn sẽ tiếp tục có thêm nguồn cung mới, đặc biệt từ các khu vực có lợi thế khí tự nhiên; tuy nhiên, tốc độ gia tăng nguồn cung không đồng nghĩa với dư cung kéo dài. Theo đó, việc bổ sung khoảng 17 triệu tấn N công suất trong 2026–2030 sẽ làm thị trường cạnh tranh hơn, lợi thế chi phí sẽ ngày càng quan trọng: các nhà máy sử dụng khí giá thấp, có hiệu suất năng lượng cao và khả năng tiếp cận thị trường xuất khẩu ổn định sẽ có vị thế tốt hơn trong chu kỳ mới.
- Trong các kịch bản của IFA, nhu cầu N toàn cầu năm 2026 ở khoảng 118,9 triệu tấn. Đáng chú ý, dù kịch bản xấu nhất khiến nhu cầu N giảm khoảng 4% trong ngắn hạn, IFA vẫn dự báo nhu cầu phục hồi về khoảng 123,6–124 triệu tấn vào 2030–2031. Điều này củng cố luận điểm rằng cú sốc địa chính trị có thể làm biến động mạnh thị trường ure trong ngắn hạn, nhưng không làm thay đổi đáng kể xu hướng tăng trưởng nhu cầu nitơ trong trung hạn.

❖ Triển vọng ngành phân bón 2026–2030

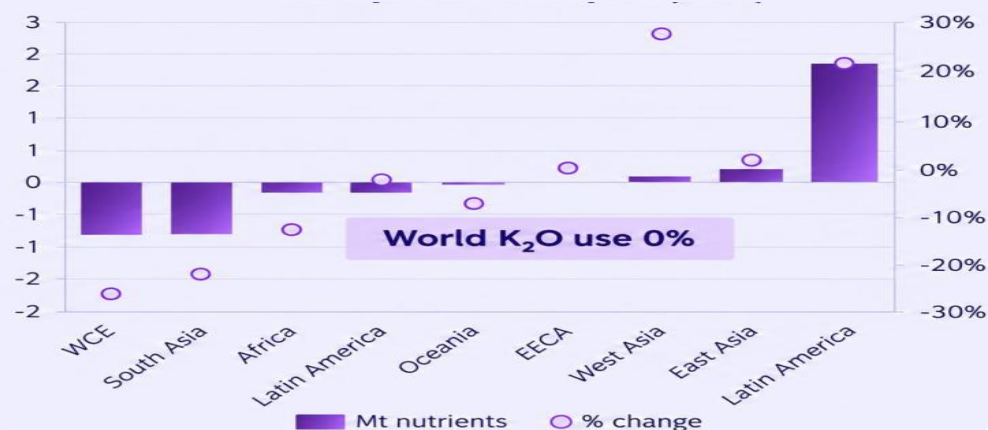
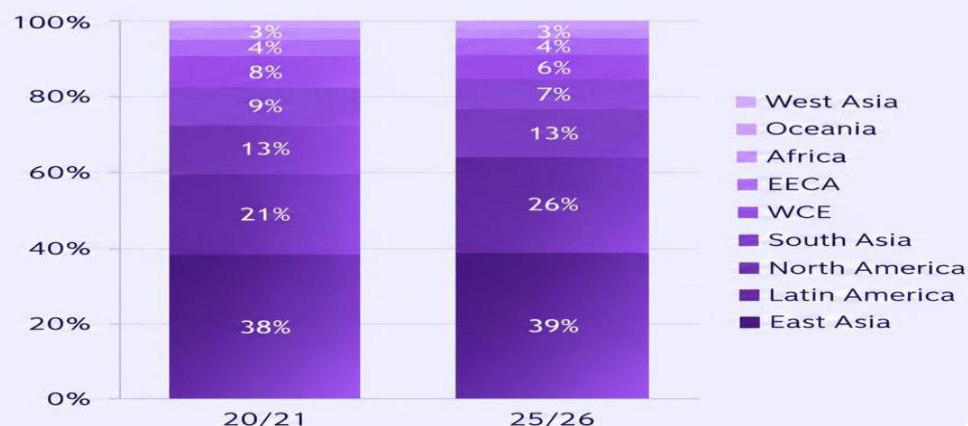
- Ngoài ra, nếu tập trung riêng vào Trung Quốc – đây là một biến số rất quan trọng đối với triển vọng ure toàn cầu. Theo IFA, tăng trưởng nhu cầu N trong 5 năm qua chủ yếu đến từ châu Á, với Trung Quốc và Ấn Độ là hai thị trường tiêu thụ lớn được hỗ trợ bởi chính sách của Chính phủ nhằm bảo đảm an ninh lương thực. Đáng chú ý, Trung Quốc đã định kỳ hạn chế xuất khẩu ure và phosphate để duy trì nguồn cung và mặt bằng giá phân bón trong nước. Điều này có ý nghĩa lớn với thị trường quốc tế: khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu, nguồn ure thương mại toàn cầu bị thu hẹp; ngược lại, bất kỳ sự nới lỏng xuất khẩu nào cũng có thể tạo thêm áp lực nguồn cung lên thị trường quốc tế. IFA cũng ghi nhận nguồn cung ure xuất khẩu của Trung Quốc đã giảm trong những năm gần đây, khiến các nước nhập khẩu như Ấn Độ phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn cung từ Trung Đông.
- Vì vậy, đối với triển vọng ure giai đoạn 2026–2030, Trung Quốc nên được nhìn nhận vừa là nguồn cung tiềm năng, vừa là “van điều tiết” của thị trường xuất khẩu. Nếu Bắc Kinh tiếp tục ưu tiên an ninh lương thực và duy trì hạn chế xuất khẩu, nguồn ure Trung Quốc ra thị trường quốc tế có thể tiếp tục ở mức tương đối hạn chế, qua đó giảm bớt áp lực từ công suất mới tại các khu vực khác. Ngược lại, nếu nhu cầu nội địa suy yếu hoặc chính sách xuất khẩu được nới lỏng, lượng ure Trung Quốc quay lại thị trường quốc tế có thể tạo ra áp lực đáng kể lên giá.

❖ Triển vọng ngành phân bón 2026-2030

Tiêu thụ P_2O_5 giai đoạn 2020-2026Thị phần tiêu thụ P_2O_5 theo khu vực

- Nhu cầu P_2O_5 (P) chịu áp lực lớn nhất sau cú sốc tại eo biển Hormuz vì nhu cầu P nhạy với khả năng chi trả hơn N, trong khi giá phosphate vẫn duy trì ở mức tương đối cao so với đạm và kali. Tiêu thụ P_2O_5 toàn cầu đạt 49,5 Mt năm 2020-2021, giảm xuống 48,1 Mt và phục hồi lên mức 48,5 Mt năm 2024-2025, trước khi giảm còn 47,5 Mt năm 2025-2026, tương đương -4% so với đỉnh 2020/21 và khoảng -2% so với năm trước; tỷ trọng P_2O_5 trong tổng tiêu thụ NPK cũng giảm từ 24,5% xuống 23,0%.
- Dữ liệu cho thấy phần lớn các khu vực đều cắt giảm P, ngoại lệ nổi bật là Trung Quốc - nước tương đối tự chủ về P và hạn chế xuất khẩu. Rủi ro nguồn cung còn lớn hơn con số xuất khẩu thành phẩm: các nước quanh Hormuz chiếm khoảng 18% thương mại MAP+DAP toàn cầu, đồng thời cung cấp khoảng 49% lưu lượng lưu huỳnh và 23% ammonia thương mại toàn cầu, là nguyên liệu cho sản xuất phosphate ở nhiều nơi khác.
- IFA ước tính năng lực phosphate toàn cầu có thể bị ảnh hưởng tới 3 Mt/năm trong các kịch bản gián đoạn và dự báo nhu cầu tiếp tục giảm trong ngắn hạn, xuống 46,1 Mt năm 2026-2027 ở kịch bản cơ sở, trước khi phục hồi lên khoảng 49,5 Mt vào 2030-2031. Vì vậy, chu kỳ giảm-phục hồi của P có thể sẽ sâu và dài hơn N, đến 2030 nhu cầu các kịch bản hội tụ quanh 40-50 Mt P_2O_5 .

❖ Triển vọng ngành phân bón 2026-2030

Tiêu thụ K₂O giai đoạn 2020-2026Thị phần tiêu thụ K₂O theo khu vực

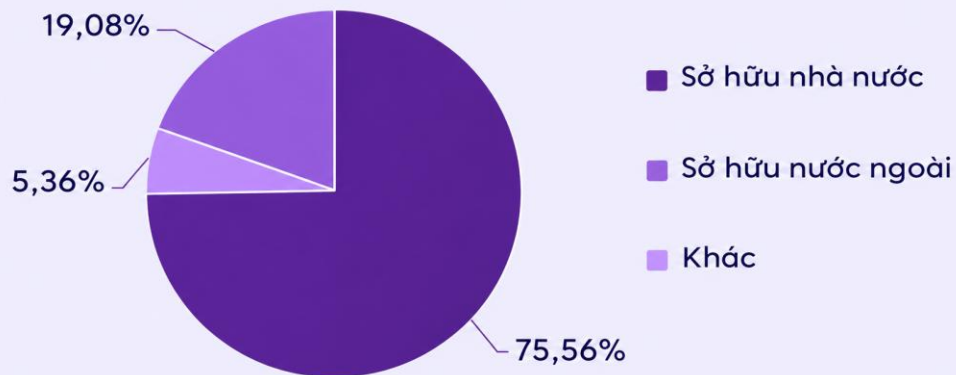
- Thị trường K₂O (K) ít chịu tác động trực tiếp bởi xung đột địa chính trị tại eo biển Hormuz, nhưng nhu cầu vẫn có thể chịu “tác động dây chuyền” khi nông dân ưu tiên đạm và phải gánh chi phí phosphate cao hơn.
- Tiêu thụ K₂O toàn cầu ở mức 37,5 Mt năm 2020-2021 giảm còn 34,4 Mt năm 2022-2023 và dự kiến phục hồi lên mức 40,5 Mt 2025-2026. Tính từ 2020-2021 đến 2025-2026, sử dụng K₂O toàn cầu gần như đi ngang (0%), nhưng cấu trúc thị trường thay đổi đáng kể: Mỹ Latinh và Đông Á hiện chiếm tổng cộng khoảng 65% nhu cầu K₂O toàn cầu, trong đó tỷ trọng Mỹ Latinh tăng từ khoảng 21% lên 26%, còn Đông Á từ 38% lên 39%.
- Dự báo công suất K₂O toàn cầu đạt khoảng 41 Mt trong giai đoạn 2030-2031; cùng với dự báo kali giảm ít hơn phosphate với chu kỳ phục hồi vẫn kéo dài, mức tăng này không bị điều chỉnh theo các kịch bản Hormuz.

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH & PHÁT TRIỂN CTCP - TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM)



❖ Tổng quan doanh nghiệp

Cơ cấu cổ đông



- Cơ cấu cổ đông cô đặc, với cổ đông Nhà nước nắm quyền chi phối. Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (Petrovietnam) là cổ đông lớn duy nhất sở hữu trên 5%, nắm 400,02 triệu cp, tương đương 75,56%, qua đó giữ quyền chi phối tại DCM. Xét theo nhóm nhà đầu tư, cổ đông trong nước chiếm 94,64%, còn cổ đông nước ngoài chiếm 5,36% vốn.

HỆ SINH THÁI VÀ CÁC CÔNG TY CON CỦA DCM



- Hệ thống công ty con tập trung vào các hoạt động hỗ trợ cho chuỗi giá trị phân bón. Tại ngày 31/12/2025, DCM có 02 công ty con, gồm:
 - Công ty TNHH Phân bón Hàn – Việt (KVF): Có vốn điều lệ khoảng 2.054 tỷ đồng – DCM sở hữu 100% vốn, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất phân bón, cụ thể là phân bón NPK. Qua đó bổ sung năng lực sản xuất NPK và mở rộng danh mục sản phẩm của DCM.
 - CTCP Bao bì Dầu khí Việt Nam (PBP): DCM sở hữu 51,03% vốn, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì và bán buôn phân bón. Khoản đầu tư này giúp DCM chủ động hơn đối với khâu bao bì trong chuỗi sản xuất – tiêu thụ phân bón.

Nguồn: DCM, VikkiBankS Research

❖ Năng lực sản xuất và quy mô phân phối

Nhà máy	Sản phẩm	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Sản lượng 2025 (tấn)
Nhà máy Đạm Cà Mau	Urê	800.000	966.700
Nhà máy NPK Cà Mau	NPK	300.000	243.900
Nhà máy NPK Hàn - Việt (KVF)	NPK	360.000	103.400

05 Khu vực thị trường chính:
Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ,
Miền Trung, Miền Bắc và Campuchia

20 Kho trung chuyển
với sức chứa lên tới >300 nghìn tấn



Nhà phân phối



Khách hàng thương mại



Khách hàng B2B



Nhà phân phối cấp 2

- DCM hiện sở hữu 3 nhà máy gồm Nhà máy Đạm Cà Mau, Nhà máy NPK Cà Mau và Nhà máy NPK Hàn - Việt, với tổng công suất thiết kế khoảng 1,46 triệu tấn/năm.
- Năm 2025, Nhà máy Đạm Cà Mau tiếp tục là trụ cột sản xuất của DCM với sản lượng đạt 966,7 nghìn tấn ure quy đổi (~121% công suất thiết kế) Trong khi đó, Nhà máy NPK Cà Mau đạt mức sử dụng công suất tương đối cao khoảng 80% công suất thiết kế với sản lượng đạt 103,4 nghìn tấn NPK; Riêng Nhà máy NPK Hàn - Việt cho thấy vẫn còn dư địa lớn để gia tăng sản lượng trong tương lai khi công suất vận hành năm 2025 chỉ đạt 29% so với thiết kế.
- Với nền tảng phân phối rộng, DCM có lợi thế trong việc duy trì độ phủ thị trường và tối ưu chi phí logistics, đặc biệt tại khu vực Tây Nam Bộ – thị trường tiêu thụ phân bón lớn. Trong thời gian tới, việc mở rộng thị trường miền Bắc, miền Trung và Campuchia, cùng với tăng tỷ trọng NPK và các dòng phân bón chuyên dụng, sẽ là động lực giúp DCM đa dạng hóa thị trường và cơ cấu sản phẩm. Bên cạnh đó, hệ thống kho trung chuyển và mạng lưới phân phối hiện hữu tạo nền tảng để DCM gia tăng sản lượng tiêu thụ mà không phải mở rộng đáng kể hạ tầng phân phối.

Nguồn: DCM, VikkiBankS Research

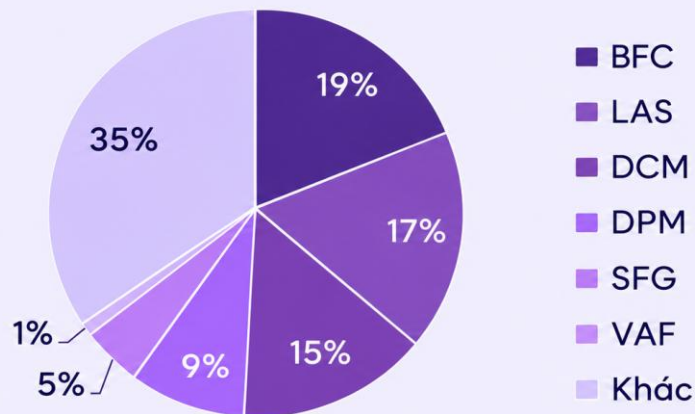
❖ Dư địa tăng trưởng NPK nhờ nhu cầu lớn và xu hướng nâng cao chất lượng sản phẩm

Nhập khẩu NPK giai đoạn 2021-2025



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VikkiBankS Research

Thị phần NPK tại Việt Nam năm 2025 (VikkiBankS ước tính)

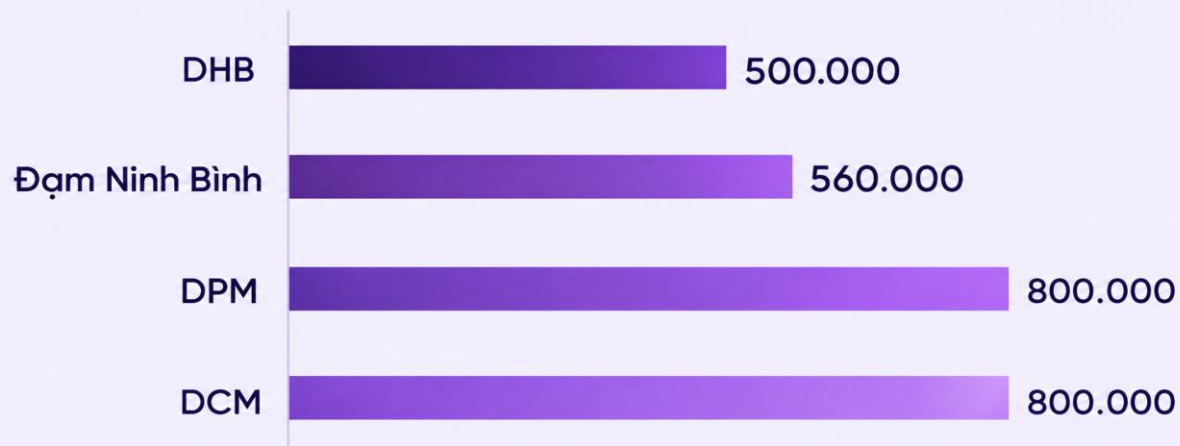


Nguồn: Các doanh nghiệp, VikkiBankS Research ước tính

- Thị trường NPK Việt Nam duy trì quy mô lớn, trong đó sản lượng nhập khẩu tăng trở lại đáng kể trong giai đoạn 2024-2025. Lượng NPK nhập khẩu đạt khoảng 1,02 triệu tấn năm 2024 đã tăng lên mức 1,27 triệu tấn năm 2025 (+25% YoY), trong khi giá nhập khẩu bình quân năm 2025 đạt khoảng 340 USD/tấn, tăng khoảng 13% so với năm 2024. Diễn biến này cho thấy nhu cầu NPK trong nước vẫn ở mức cao, đồng thời nguồn cung nhập khẩu tiếp tục đóng vai trò đáng kể bên cạnh sản xuất nội địa. Về cạnh tranh, thị trường NPK tương đối phân mảnh khi nhóm doanh nghiệp khác chiếm khoảng 35% thị phần, trong khi BFC, LAS và DCM lần lượt chiếm khoảng 19%, 17% và 15% trong năm 2025. Đối với mặt hàng NPK của DCM, Công ty hiện sở hữu 660.000 tấn/năm công suất thiết kế (hiện các nhà máy NPK của DCM chưa đạt công suất tối đa), triển vọng tăng trưởng NPK của DCM được hỗ trợ bởi việc khai thác hết công suất trong tương lai, cùng với việc mở rộng danh mục NPK chuyên dụng và tận dụng hệ thống phân phối rộng lớn phủ khắp thị trường trong nước và nước ngoài.

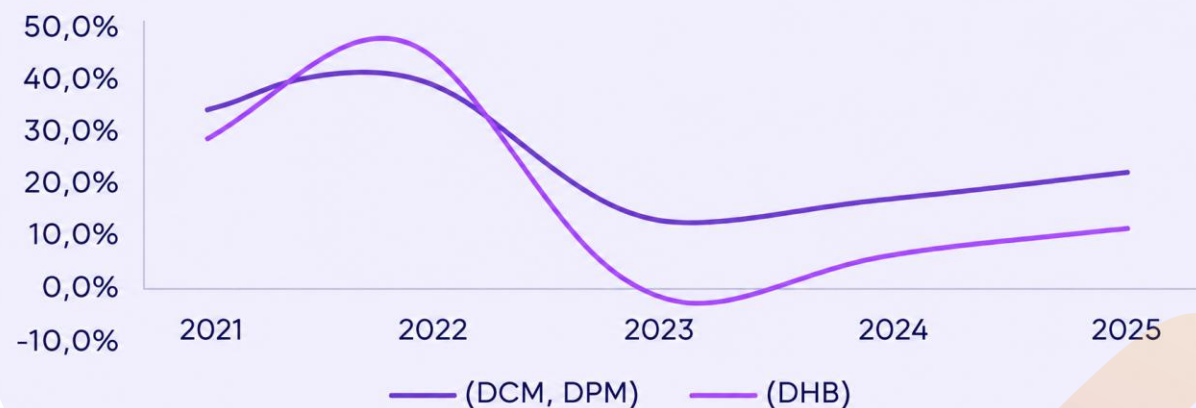
❖ Vị thế trên thị trường sản xuất

Công suất các doanh nghiệp (tấn/năm)



Nguồn: Các doanh nghiệp, VikkiBankS Research

Biên lợi nhuận doanh nghiệp sử dụng quy trình khí/than



Nguồn: Các doanh nghiệp, VikkiBankS Research

- Xét riêng phân khúc urea, năng lực sản xuất trong nước hiện tập trung chủ yếu tại bốn nhà máy lớn với tổng công suất thiết kế khoảng 2,66 triệu tấn/năm, gồm DCM và DPM cùng ở mức 800.000 tấn/năm, Đạm Ninh Bình khoảng 560.000 tấn/năm và Đạm Hà Bắc khoảng 500.000 tấn/năm. Trong đó, DCM duy trì vị thế là một trong hai nhà sản xuất urea quy mô lớn nhất Việt Nam, với lợi thế đáng kể về nguồn khí đầu vào và vị trí nhà máy tại Cà Mau, qua đó tạo nền tảng chi phí và khả năng phục vụ hiệu quả thị trường khu vực phía Nam cũng như xuất khẩu.
- So với các doanh nghiệp sử dụng than làm nguyên liệu như Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình, lợi thế về nguồn nguyên liệu khí và quy mô vận hành là yếu tố quan trọng giúp các doanh nghiệp sử dụng quy trình khí duy trì vị thế cạnh tranh trong bối cảnh giá cả hàng hóa biến động mạnh và tác động đến giá nguyên liệu đầu vào ([Chi tiết trang 18](#)) hoặc trong chu kỳ giá phân bón thuận lợi.



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Nguồn cung khí

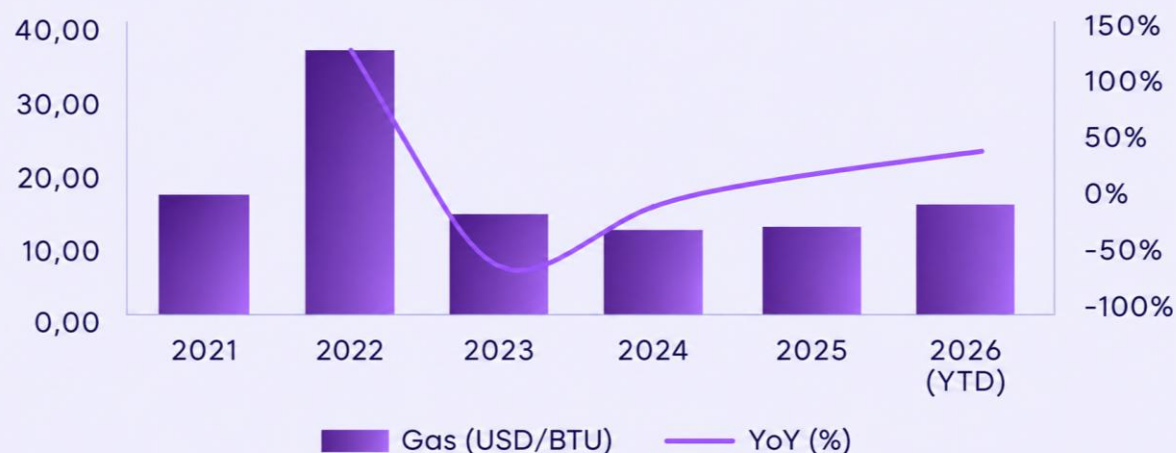
Nguồn khí / mỏ	Trạng thái đối với DCM	Trữ lượng / quy mô công bố	Thời điểm cấp khí
PM3-CAA + Lô 46 Cái Nước	Nguồn chính hiện tại	PM3-CAA từng được công bố trữ lượng khí khoảng 52,3 tỷ m³; Lô 46/Cái Nước khoảng 2 tỷ m³. Đến cuối 2024, riêng PM3-CAA đã khai thác khoảng 43 tỷ m³ khí, gần 25 tỷ m³ đã cấp cho Việt Nam.	Đang khai thác; PSC PM3-CAA đã được kéo dài đến 2047.
Phần khí PETRONAS tại PM3-CAA	Nguồn bổ sung đang sử dụng	Không phải mỏ riêng; Khu vực CAA phân chia sản lượng 50% PVN – 50% PETRONAS theo giải thích của PVCFC.	Đang mua bổ sung; hợp đồng mua phần khí PETRONAS hiện được PVCFC cho biết sẽ kết thúc cuối 2027.
Khánh Mỹ – Đầm Dơi, Lô 46/13	Nguồn bù quan trọng từ cuối 2027	Ước tính bổ sung khoảng 4,03 tỷ m³ khí cho Tây Nam Bộ.	Cập nhật Petrovietnam 6/2026: dự kiến bổ sung từ cuối 2027. Dự án đã ký hợp đồng EPCI tháng 5/2026.
Nam Du – U Minh – Lô 46/07 & Lô 51	Nguồn bổ sung lớn từ cuối 2028	Trữ lượng cập nhật khoảng 4,44 tỷ m³; dự kiến cung cấp khoảng 700 triệu m³/năm.	Cuối 2028–2035 theo thỏa thuận mua bán khí ký năm 2026.
Hoa Mai – Lô 46 Cái Nước	Nguồn tiềm năng	Ước tính có khoảng 70–100 Bcf khí có thể thu hồi, tương đương khoảng 2,0–2,8 tỷ m³; đây là số liệu lịch sử, chưa phải trữ lượng cập nhật hiện nay.	
Lô B – Ô Môn	Nguồn cấp bù tiềm năng cho Cà Mau	Trữ lượng khí thu hồi khoảng 107 tỷ m³; sản lượng plateau khoảng 5,06 tỷ m³/năm.	Petrovietnam từng nêu nguồn cấp bù cho Cà Mau từ đầu 2028 khoảng 2 triệu m³/ngày.

Nguồn: VikkiBankS Research tổng hợp

- Nhu cầu khí của DCM hiện ở mức khoảng 570–580 triệu Sm³/năm, trong khi nguồn cung truyền thống từ PM3-CAA đang có xu hướng suy giảm theo vòng đời mỏ. Việc bổ sung Khánh Mỹ – Đầm Dơi từ cuối 2027, Nam Du – U Minh từ cuối 2028 và khả năng cấp bù từ Lô B vì vậy có ý nghĩa quan trọng trong việc duy trì công suất vận hành ổn định của Nhà máy Đạm Cà Mau và giảm rủi ro gián đoạn nguyên liệu. Tuy nhiên, do các nguồn khí mới còn phải phân bổ cho toàn Cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau, chúng tôi cho rằng mức độ đảm bảo nguồn khí riêng cho DCM vẫn phụ thuộc vào tiến độ phát triển mỏ, sản lượng thực tế và cơ chế phân bổ khí trong từng giai đoạn.

❖ Biến động giá nguyên liệu đầu vào

Biến động giá Khí giai đoạn 2021-2025



Biến động giá Than giai đoạn 2021-2025



Nguồn: IMF, VikkiBankS Research

Nguồn: IMF, VikkiBankS Research

- Mặt bằng giá khí đốt cao tiếp tục gây áp lực đáng kể lên chi phí sản xuất ammonia và ure tại châu Âu, làm suy giảm sức cạnh tranh của các nhà sản xuất nội địa và thúc đẩy xu hướng cắt giảm hoặc tạm ngừng công suất. Năm 2025, giá khí tăng 9,4% YoY và urea phục hồi lên khoảng 423 USD/tấn (+24,9%) - Đến năm 2026 (YTD), giá khí tăng 22,7%, trong khi urea bình quân 8 tháng đạt khoảng 560 USD/tấn (+32,6%). Hệ quả là mức độ phụ thuộc của thị trường châu Âu vào nguồn cung nitrogen nhập khẩu có xu hướng gia tăng. Trong bối cảnh đó, việc EU tạm thời miễn thuế nhập khẩu đối với một số sản phẩm nitrogen, ammonia và ure trong thời hạn một năm càng tạo điều kiện thuận lợi cho nguồn cung bên ngoài thâm nhập thị trường, đồng thời góp phần hạ nhiệt chi phí phân bón đầu vào cho khu vực nông nghiệp. Cùng lúc điểm nghẽn nguồn cung tại eo biển Hormuz được đề cập trước đó ([chi tiết trang 8](#)) diễn ra cùng lúc đã tạo ra sự thiếu hụt cho Ure trong ngắn hạn, tạo thuận lợi cho nhóm doanh nghiệp xuất khẩu Ure trên thế giới.

❖ Biến động giá nguyên liệu đầu vào

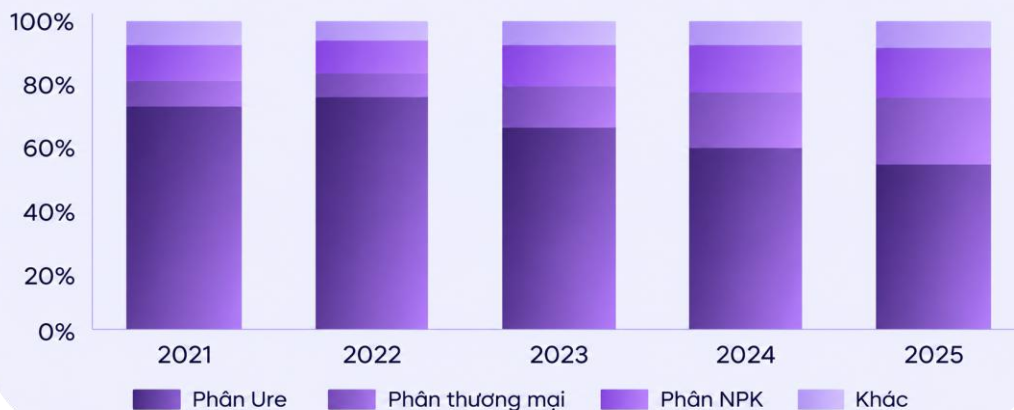
- Bên cạnh đó, giá than có xu hướng hạ nhiệt sau giai đoạn tăng mạnh năm 2022, nhưng đã ghi nhận dấu hiệu phục hồi trong năm 2026. Cụ thể, giá than năm 2025 đạt 112,44 USD/tấn, giảm 21,7% YoY, trước khi tăng trở lại lên 135,60 USD/tấn trong năm 2026 (YTD), tương ứng tăng 20,6% YoY. Diễn biến này cho thấy áp lực chi phí đầu vào từ than đã giảm đáng kể so với giai đoạn đỉnh điểm 2022–2023, song đang có xu hướng gia tăng trở lại, qua đó có thể tác động đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp phân bón sử dụng than làm nguyên liệu/nhiên liệu đầu vào.
- Tất cả các yếu tố trên cho thấy môi trường giá bán thành phẩm đang khá thuận lợi, chi phí có mức độ tương quan khá rõ với giá phân đạm nhưng không biến động 1:1 do còn chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như cung – cầu, địa chính trị và gián đoạn nguồn cung. Trong ngắn hạn, doanh nghiệp sử dụng than có dư địa chi phí đầu vào tương đối ổn định hơn; còn doanh nghiệp sử dụng khí có độ nhạy cao hơn với biến động năng lượng, đồng thời cũng có thể hưởng lợi nhanh khi giá urea tăng mạnh và tăng nhanh hơn giá khí trong tương lai.

❖ Mở rộng sản lượng – Thúc đẩy doanh thu

Sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2021-2025



Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2021-2025



Nguồn: DCM, VikkiBankS Research

- Về sản lượng tiêu thụ, giai đoạn 2021-2025 cho thấy xu hướng tăng trưởng khá rõ, đồng thời cơ cấu sản phẩm dịch chuyển theo hướng đa dạng hóa ngoài Ure. Tổng sản lượng tiêu thụ ba nhóm sản phẩm chính tăng từ khoảng 955 nghìn tấn năm 2021 lên 1.446 nghìn tấn năm 2025, tương đương mức tăng hơn 51%, CAGR khoảng 11%/năm. Đáng chú ý, Ure vẫn duy trì vai trò sản phẩm chủ lực về sản lượng nhưng gần như đi ngang, từ 756 nghìn tấn năm 2021 lên 805 nghìn tấn năm 2025, chỉ tăng khoảng 6,5%. Ngược lại, động lực tăng trưởng mới đến từ NPK và phân thương mại: sản lượng NPK tăng mạnh từ 38 nghìn tấn lên 331 nghìn tấn, tương đương gần 8,7 lần, trong khi phân thương mại tăng từ 161 nghìn tấn lên 310 nghìn tấn, gần gấp đôi. Diễn biến này cho thấy tăng trưởng sản lượng trong những năm gần đây không còn phụ thuộc chủ yếu vào việc mở rộng tiêu thụ Ure, mà đang được dẫn dắt bởi việc gia tăng độ phủ danh mục sản phẩm & khai thác tốt hơn các phân khúc NPK, phân thương mại.
- Về cơ cấu doanh thu, sự dịch chuyển còn thể hiện rõ hơn khi tỷ trọng đóng góp của Ure giảm liên tục từ 72% năm 2021 xuống còn 50% năm 2025, trong khi NPK tăng từ 4% lên 23% và phân thương mại tăng từ 16% lên 21%. Như vậy, đến năm 2025, hai mảng NPK và phân thương mại đã đóng góp tổng cộng 44% doanh thu, so với chỉ 20% năm 2021, phản ánh mức độ đa dạng hóa nguồn thu ngày càng cao và giảm đáng kể sự phụ thuộc vào biến động chu kỳ giá Ure. Trong cùng giai đoạn, tổng doanh thu tăng từ khoảng 10.088 tỷ đồng năm 2021 lên 17.223 tỷ đồng và lập mức cao mới vào năm 2025. Xét về chất lượng cơ cấu, đây là tín hiệu tích cực khi tăng trưởng doanh thu ngày càng được hỗ trợ bởi nhiều nhóm sản phẩm hơn, qua đó giúp doanh nghiệp phân tán rủi ro chu kỳ hàng hóa, ổn định nguồn thu và tạo nền tảng tăng trưởng bền vững hơn trong trung hạn.

❖ Mở rộng sản lượng – Thúc đẩy doanh thu

Sản lượng xuất khẩu giai đoạn 2021-2025



Doanh thu thuần giai đoạn 2021-2025



Nguồn: DCM, VikkiBankS Research

- Giai đoạn 2021-2025 cho thấy xuất khẩu phân bón tăng trưởng mạnh nhưng biến động khá lớn. Sản lượng tăng từ 200 nghìn tấn năm 2021 lên 458 nghìn tấn năm 2025, tương đương CAGR khoảng 23,0%/năm. Động lực tăng trưởng tập trung ở 2022 (+105,0% YoY, lên 410 nghìn tấn), sau đó điều chỉnh và tạo đáy vào năm 2023 (-16,1%) trước khi phục hồi mạnh năm 2025 (+43,6%), đưa sản lượng xuất khẩu lên mức cao nhất giai đoạn. Đáng chú ý, Campuchia là một trong những trụ cột quan trọng của đà tăng trưởng này, khi DCM duy trì ~40% thị phần ure tại Campuchia và đã xuất khẩu lũy kế gần 1,5 triệu tấn sang thị trường này từ năm 2015. Nhờ vị thế thị trường đã được thiết lập, Campuchia đóng vai trò “bệ đỡ” cho sản lượng xuất khẩu khi nhu cầu trong nước và các thị trường khác biến động, giúp DCM nhanh chóng tận dụng chu kỳ phục hồi năm 2025. Diễn biến này cho thấy hoạt động xuất khẩu có tính chu kỳ cao, với 2023-2024 là giai đoạn co hẹp, trong khi 2025 đánh dấu sự mở rộng trở lại cả về quy mô lẫn tốc độ cùng với khả năng khai thác hiệu quả các thị trường xuất khẩu có lợi thế cạnh tranh, đặc biệt là Campuchia.

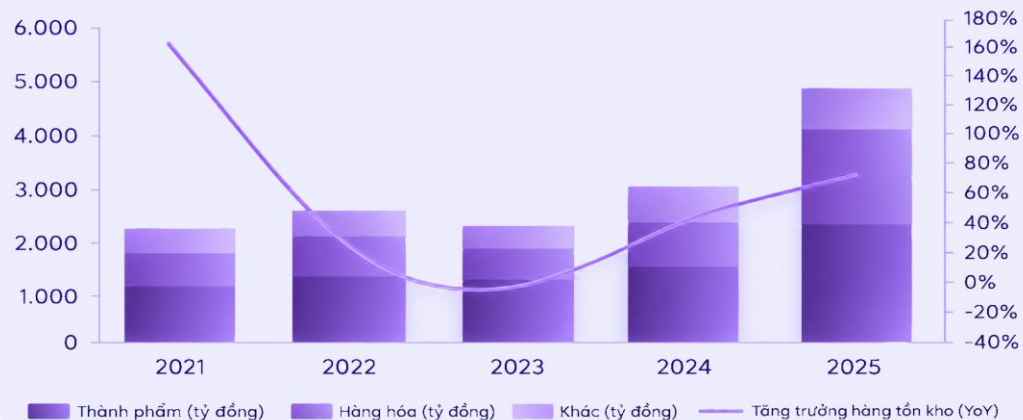
- Doanh thu tăng từ 9.870 tỷ đồng năm 2021 lên 16.631 tỷ đồng năm 2025, tương ứng CAGR khoảng 13,9%/năm. Đáng chú ý, năm 2025 sản lượng tiêu thụ đạt 1.446 nghìn tấn, tăng 10,4% YoY, trong khi doanh thu tăng 23,6% YoY, cho thấy tăng trưởng doanh thu của DCM không chỉ đến từ việc mở rộng sản lượng mà còn được hỗ trợ bởi cải thiện giá trị doanh thu bình quân trên mỗi tấn. Cụ thể, doanh thu bình quân ước tăng từ khoảng 10,3 triệu đồng/tấn năm 2024 lên 11,5 triệu đồng/tấn năm 2025, tương đương khoảng +12% YoY. Điều này cho thấy chất lượng tăng trưởng doanh thu năm 2025 tích cực hơn so với giai đoạn tăng trưởng chủ yếu nhờ sản lượng, khi cả sản lượng và giá trị đơn vị đều đồng thời đóng góp vào tăng trưởng.

❖ Chi phí & vốn lưu động tăng mạnh

Tổng SG&A của DCM giai đoạn 2021-2025



Cơ cấu hàng tồn kho giai đoạn 2021-2025



Nguồn: DCM, VikkiBankS Research

- Giai đoạn 2021-2024 ghi nhận khả năng quản trị chi phí ấn tượng của DCM khi tỷ lệ SG&A/Doanh thu được neo giữ chặt chẽ trong dải 8,5%-11,1%, nhờ nỗ lực tái cơ cấu giúp chi phí quản lý (G&A) liên tục thu hẹp (-15,9% năm 2023 và -12,3% năm 2024). Tuy nhiên, năm 2025 đã ghi nhận một "điểm đảo chiều" cấu trúc rõ nét: tổng SG&A tăng tốc 46,3% YoY lên mốc 2.143,9 tỷ đồng, đẩy tỷ lệ SG&A/Doanh thu vọt lên 12,9% - mức đỉnh 5 năm. Điều này chủ yếu do công ty đang tập trung mở rộng thị phần ở khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, nơi tập trung 30% nhu cầu phân bón NPK toàn quốc song song với việc đẩy mạnh nghiên cứu phát triển sản phẩm (Quỹ KH&CN tăng gấp hơn 4 lần từ 44,8 tỷ năm 2024 lên 188 tỷ đồng năm 2025), tiếp cận đến các thị trường mới như Mỹ, Úc,...
- Xét trong cả giai đoạn 2021-2025, tổng giá trị hàng tồn kho của DCM tăng từ 2.204 tỷ đồng lên 4.891 tỷ đồng, tương ứng CAGR 22,1%, và trong 6 tháng đầu năm 2026, DCM tiếp tục gia tăng hàng tồn kho lên mức 5.669 tỷ đồng cho thấy quy mô vốn lưu động dành cho hàng tồn kho được mở rộng đáng kể. Riêng năm 2025, tồn kho tăng 63,5% YoY, chủ yếu do hàng hóa tăng mạnh từ 548 tỷ đồng lên 1.866 tỷ đồng, đồng thời thành phẩm tăng lên 1.759 tỷ đồng. Cơ cấu này cho thấy tồn kho đang dịch chuyển mạnh sang nhóm hàng hóa và thành phẩm phục vụ hoạt động kinh doanh; tuy nhiên, tốc độ tích lũy tồn kho cao cũng làm gia tăng yêu cầu quản trị vốn lưu động.
- Trong bối cảnh mặt bằng giá bán và chi phí nguyên vật liệu năm 2026 cao hơn mức nền 2025, lượng tồn kho có giá vốn thấp này tạo dư địa ghi nhận lợi nhuận khi được giải phóng ở mức giá mới. Qua đó, tồn kho cao có thể chuyển từ áp lực vốn lưu động thành đòn bẩy cải thiện biên lợi nhuận, nếu tốc độ tiêu thụ duy trì thuận lợi.

❖ Biên lợi nhuận duy trì đà phục hồi

Biên lợi nhuận giai đoạn 2021-2025



Chỉ số sinh lợi giai đoạn 2021-2025

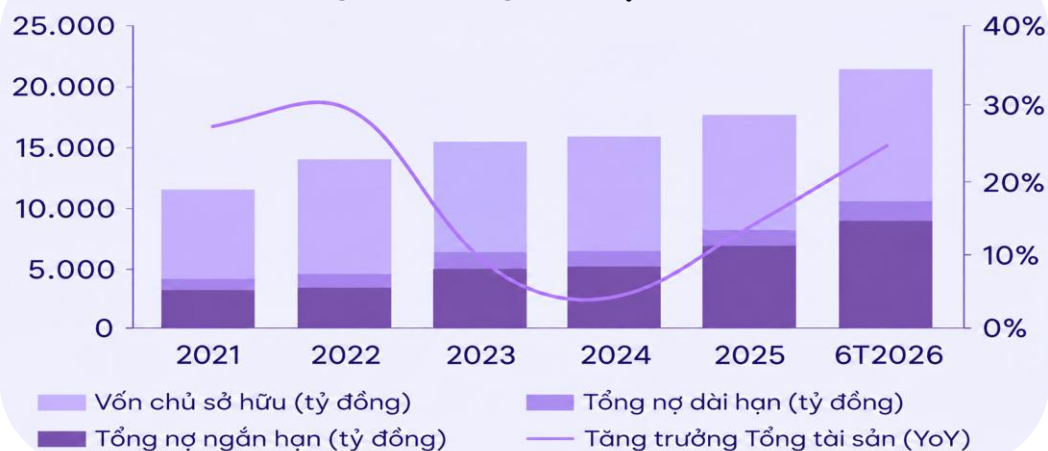


Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

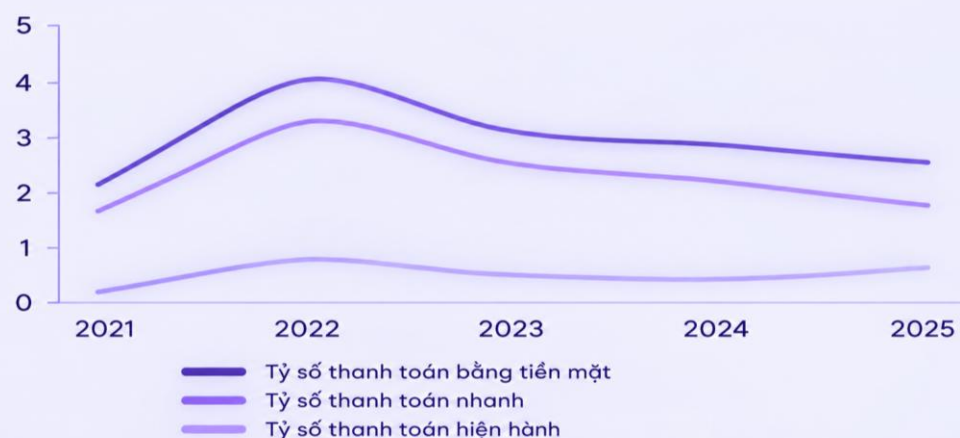
- Biên lợi nhuận gộp DCM đang phục hồi rõ rệt, từ 16,2% năm 2023 lên 18,7% năm 2024 và 24,3% năm 2025, sau đỉnh 35,8% năm 2022. 6T/2026, biên gộp đạt 27,9%, tăng 3,6 điểm % YoY so với 6T/2025, trong khi lợi nhuận gộp tăng 57,5%, vượt đáng kể tăng trưởng doanh thu.
- Diễn biến tích cực trên được hỗ trợ bởi tồn kho tăng lên 5.669 tỷ đồng cuối 6T/2026, tạo dư địa hưởng lợi từ việc tiêu thụ hàng tồn kho có giá vốn thấp trong bối cảnh mặt bằng giá bán phân bón thuận lợi. Tuy nhiên, biên gộp hiện vẫn thấp hơn mức đỉnh 35,8% năm 2022, do đó khả năng duy trì đà cải thiện sẽ phụ thuộc vào giá ure, chi phí khí đầu vào và tốc độ giải phóng tồn kho.
- Khả năng sinh lợi trên vốn chủ & tổng tài sản của DCM biến động mạnh theo chu kỳ ngành, với ROEA tăng từ 26,52% năm 2021 lên đỉnh 47,88% năm 2022 rồi giảm sâu còn 10,81% năm 2023. ROAA cũng diễn biến tương tự, từ 34,20% xuống 7,54%, phản ánh tác động rõ nét của chu kỳ giá phân bón và biên lợi nhuận.
- Từ 2024-2025, cả hai chỉ số phục hồi, với ROEA đạt 18,75% và ROAA 11,75%, cho thấy DCM đang cải thiện đồng thời hiệu quả sinh lời cho cổ đông và hiệu quả sử dụng tài sản. Tuy nhiên, khoảng cách lớn so với đỉnh 2022 hàm ý sức sinh lợi tuy có phục hồi nhưng chưa đạt trạng thái cao của đỉnh chu kỳ, và dư địa cải thiện tiếp theo vẫn phụ thuộc vào giá ure, chi phí khí đầu vào và hiệu suất vận hành.

❖ Nền tảng tài chính lành mạnh

Cơ cấu nguồn vốn giai đoạn 2021-2025



Chỉ số thanh toán giai đoạn 2021-2025



Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

- Giai đoạn 2021-2025, DCM duy trì cấu trúc vốn tương đối thận trọng khi vốn chủ sở hữu tăng từ 7.478 tỷ lên 10.794 tỷ đồng, trong khi tổng nợ tăng từ 3.594 tỷ lên 6.849 tỷ đồng, khiến Nợ/VCSH chỉ nhích từ 0,48x lên 0,63x. Tuy nhiên, áp lực đòn bẩy bắt đầu rõ hơn từ 2023 khi nợ tăng nhanh, và đến 6T2026 tổng nợ đã lên 10.337 tỷ đồng, kéo Nợ/VCSH lên khoảng 0,90x.
- Trong đó vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao trên 80% tổng nợ trong giai đoạn 2021-2025, tại thời điểm cuối quý II/2026 tỷ lệ nợ vay ngắn hạn tăng vọt lên mức ~89%. Diễn biến trên cho thấy DCM đang sử dụng vốn vay nhiều hơn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và mở rộng quy mô tài sản, đồng thời làm mức độ phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn tăng lên.
- Các chỉ số thanh khoản năm 2025 vẫn ở mức tích cực với thanh toán hiện hành 2,43x và thanh toán nhanh 1,62x, cho thấy tài sản ngắn hạn có khả năng bao phủ tốt nghĩa vụ ngắn hạn; dù thanh toán bằng tiền chỉ 0,60x, DCM vẫn sở hữu lượng tài sản tài chính thanh khoản cao đáng kể. Cụ thể, tiền và tương đương tiền + đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 7.672-7.917 tỷ đồng (2025-6T2026), tương đương 1,29x-0,85x tổng nợ ngắn hạn, tức DCM vẫn có khả năng bao phủ toàn bộ nợ ngắn bằng tài sản tài chính thanh khoản.



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Kết quả hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2026

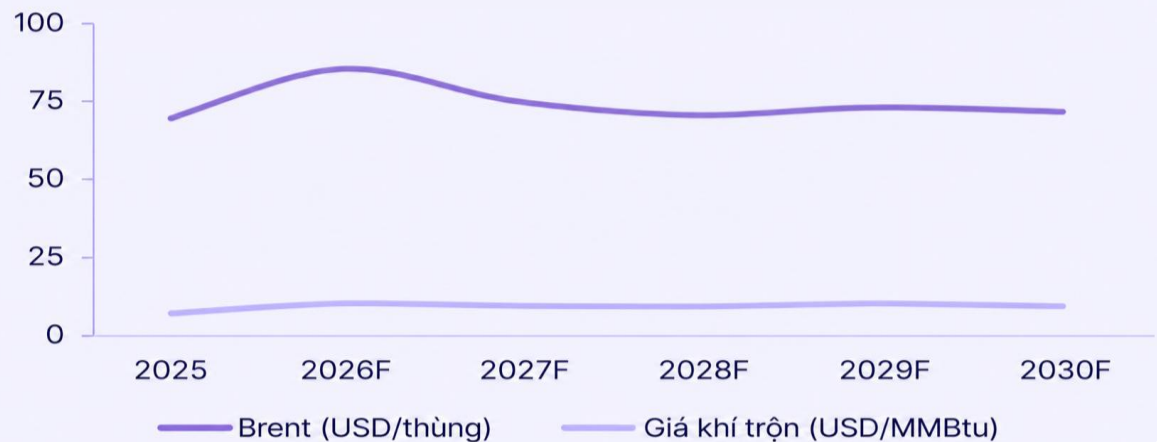
Tỷ đồng	Q2/2026	% svck	6T2026	% svck
Doanh thu thuần	6,712.2	11.2%	11,998.2	27.0%
- Ure	3,900.0	60.5%	6,824.4	40.2%
+ Ure nội địa	1,216.4	(27.9%)	2,275.4	(16.7%)
+ Ure xuất khẩu	2,683.0	261.7%	4,549.0	112.8%
- NPK	1,134.8	(35.0%)	1,950.2	(13.6%)
- Thương mại	1,628.4	4.5%	3,117.0	57.9%
- Khác	212.3	(58.5%)	414.8	(36.9%)
Lợi nhuận gộp	2,000.7	61.3%	3,347.1	60.4%
Chi phí bán hàng	417.5	94.7%	769.8	41.1%
Chi phí QLDN	451.7	97.0%	630.2	71.7%
Doanh thu tài chính	91.7	(24.8%)	185.4	(15.3%)
Chi phí tài chính	34.6	14.6%	72.1	47.1%
LNTT	1,187.0	35.5%	2,064.7	51.7%
LNST CĐ mẹ	1,068.1	35.9%	1,855.9	52.6%
Biên LN gộp	29.8%		27.9%	
Biên LN ròng	15.9%		15.5%	

- Trong Q2/2026, DCM ghi nhận doanh thu thuần 6.712 tỷ đồng, tăng 11,2% YoY, trong khi lợi nhuận gộp đạt 2.001 tỷ đồng, tăng 61,3%, đưa biên lợi nhuận gộp lên 29,8%.
- Tăng trưởng doanh thu tiếp tục được hỗ trợ chủ yếu bởi Ure xuất khẩu, với doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ, trong khi NPK giảm đáng kể và đóng góp từ các mảng khác suy yếu. Nhờ biên gộp cải thiện, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.068 tỷ đồng, tăng 35,9% YoY, cho thấy hiệu quả sinh lời cải thiện rõ rệt dù chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng.
- Lũy kế 6T/2026, doanh thu thuần đạt 11.998 tỷ đồng, tăng 27,0% YoY, cao hơn đáng kể tốc độ tăng của Q2 nhờ nền tảng tăng trưởng tích cực từ Ure, đặc biệt là thị trường xuất khẩu và thương mại. Lợi nhuận gộp đạt 3.347 tỷ đồng, tăng 60,4%, biên gộp đạt 27,9%, tiếp tục cho thấy khả năng cải thiện hiệu quả kinh doanh. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1.856 tỷ đồng, tăng 52,6% YoY, cao hơn tốc độ tăng doanh thu, phản ánh đòn bẩy lợi nhuận tích cực.

Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBankS Research ước tính

❖ Dự phóng giá khí nguyên liệu

Giá Khí trộn & Brent giai đoạn 2025-2030F



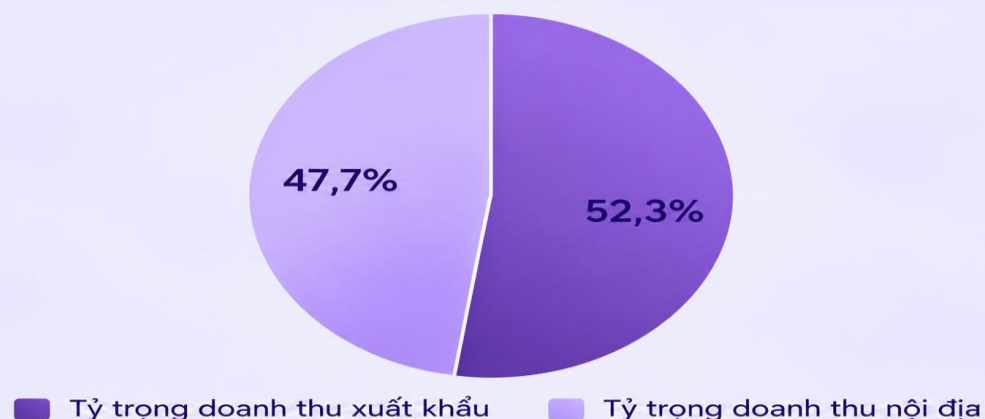
Chỉ tiêu	Đơn vị	2026	2027	2028	2029	2030
Giá tại mỏ cơ sở P0	USD/MMBtu	10,3900				
Trượt giá phần Pn3	%/năm	2,25%				
Cước vận chuyển Tp	USD/MMBtu	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700	1,1700
Giá mỏ nhỏ khác giao tại NM	USD/MMBtu		11,5600	11,7938	12,0328	12,2772
Pn3 ND-UM tại mỏ	USD/MMBtu			10,3900	10,6238	10,8628
Giá ND-UM giao tại NM	USD/MMBtu			11,5600	11,7938	12,0328
Giá ND-UM vận hành thử	USD/MMBtu			11,2483	11,4751	11,7069

Nguồn: DCM, VikkiBankS Research ước tính

- Giá khí đầu vào nhiều khả năng trở thành biến số gây áp lực rõ nhất lên biên lợi nhuận ure của DCM trong giai đoạn 2026F-2030F, đặc biệt khi cơ cấu nguồn cung chuyển dần sang các mỏ bổ sung có mặt bằng giá cao hơn. Theo dự phóng, giá khí trộn tăng mạnh từ 8,77 USD/MMBtu năm 2025 lên 10,80 USD/MMBtu năm 2026 (+23,1%), gần tương ứng với mức tăng của Brent từ 69,05 lên 85 USD/thùng, qua đó tạo áp lực đáng kể lên chi phí sản xuất.
- Đáng chú ý, dù Brent giảm về 75 USD/thùng năm 2027 và 70 USD/thùng năm 2028, giá khí trộn của DCM vẫn duy trì ở mức cao 10,40-10,15 USD/MMBtu, cao hơn khoảng 16-19% so với 2025, phản ánh tác động của các nguồn khí bổ sung có giá cao và cơ chế trượt giá.
- Do đó, ngay cả trong kịch bản Brent hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng DCM khó có thể quay lại mặt bằng chi phí khí thấp của năm 2025; khả năng bảo vệ biên lợi nhuận sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào giá ure đầu ra, hiệu suất vận hành và khả năng tối ưu tỷ trọng các nguồn khí trong cơ cấu khí trộn.

❖ Dự phóng cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu phân bổ theo thị trường 2026F



Dự phóng doanh thu ure theo thị trường 2026F-2030F



Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

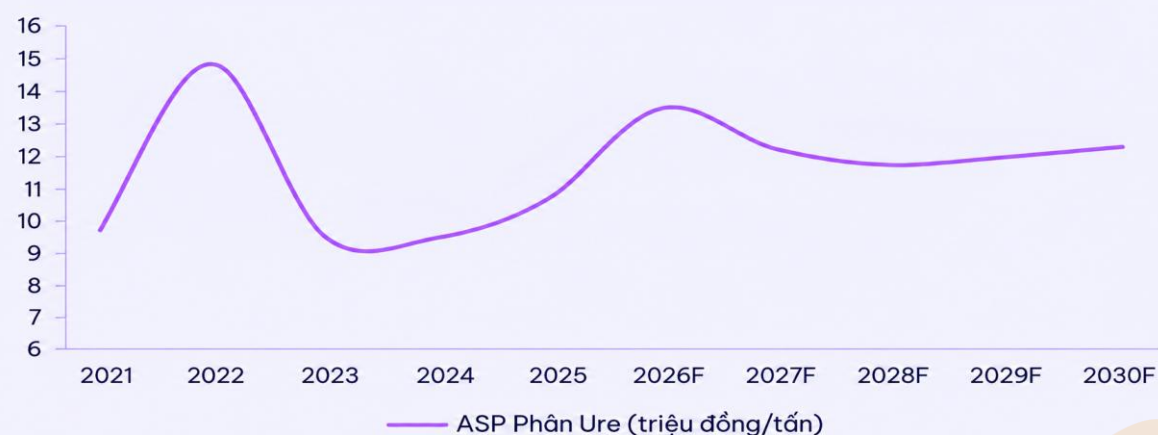
- Giai đoạn 2027F-2030F, doanh thu Ure của DCM được kỳ vọng chuyển dịch dần từ xuất khẩu sang thị trường nội địa. Năm 2026F, doanh thu xuất khẩu dự phóng đạt 5.930 tỷ đồng, tăng 46,4% YoY, chiếm 52,3% tổng doanh thu Ure, trong khi doanh thu nội địa đạt 5.410 tỷ đồng, tăng 17,7% YoY. Từ 2027F, doanh thu xuất khẩu dự kiến giảm 25,8% YoY xuống 4.402 tỷ đồng và tiếp tục điều chỉnh trong 2028F, với CAGR 2026-2030F khoảng - 7,5%/năm.
- Ngược lại, doanh thu nội địa được dự phóng tăng từ 5.410 tỷ đồng năm 2026F lên 6.304 tỷ đồng năm 2030F, tương ứng CAGR khoảng 3,9%/năm, với mức tăng trở lại 5,6% YoY trong năm 2030F. Theo đó, tỷ trọng doanh thu nội địa tăng từ 47,7% năm 2026E lên khoảng 59,2% năm 2030F, cho thấy thị trường trong nước ngày càng đóng vai trò lớn hơn trong tăng trưởng doanh thu ure của DCM.
- Nguyên nhân sụt giảm cơ cấu của xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi khả năng Trung Quốc cho phép xuất khẩu Ure trở lại trong bối cảnh giá bán thuận lợi cùng với việc các doanh nghiệp sản xuất tại châu Âu ngưng sản xuất do ảnh hưởng bởi chi phí năng lượng tăng cao ([chi tiết trang 9](#)).

❖ Dự phóng phân Ure

Dự phóng sản lượng phân Ure giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng ASP phân Ure giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng doanh thu phân Ure giai đoạn 2026-2030F



- Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2026F-2030F, sản lượng Ure của DCM duy trì ổn định quanh 835-865 nghìn tấn/năm, từ 840 nghìn tấn năm 2026F lên 865 nghìn tấn năm 2030F. Giá bán bình quân (ASP) Ure dự kiến đạt 13,5 triệu đồng/tấn năm 2026F trước khi điều chỉnh về vùng 11,8-12,3 triệu đồng/tấn trong các năm sau.
- Theo đó, doanh thu mảng Ure có thể đạt khoảng 11.340 tỷ đồng năm 2026F (+31,1% YoY), giảm dần về 9.912 tỷ đồng năm 2028F trước khả năng Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu Ure trở lại, sau đó phục hồi lên 10.640 tỷ đồng năm 2030F. Trong dài hạn, tăng trưởng doanh thu Ure được kỳ vọng ở mức vừa phải (~45% trong cơ cấu doanh thu) khi đóng góp từ NPK và phân bón thương mại ngày càng tăng.

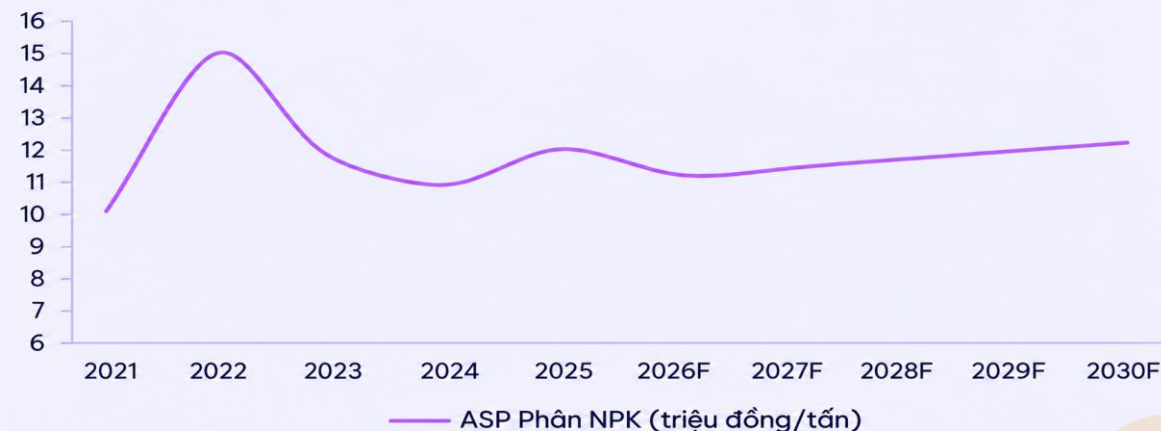
Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

❖ Dự phóng phân NPK

Dự phóng sản lượng phân NPK giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng ASP phân NPK giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng doanh thu phân NPK giai đoạn 2026-2030F



- Giai đoạn 2026F-2030F, sản lượng NPK của DCM được dự phóng tăng từ 350 nghìn tấn lên 535 nghìn tấn, tương ứng CAGR khoảng 11,2%, tiếp tục duy trì đà tăng nhờ mở rộng quy mô tiêu thụ. ASP của phân NPK dự kiến ổn định và tăng nhẹ từ 11,4 triệu đồng/tấn năm 2026F lên 12,2 triệu đồng/tấn năm 2030F trước triển vọng phục hồi của nhu cầu thế giới (Trang 5).
- Theo đó, doanh thu NPK tăng từ khoảng 3.990 tỷ đồng năm 2026F lên 6.527 tỷ đồng năm 2030F, tương ứng tăng trưởng 12-14%/năm, qua đó ngày càng đóng góp lớn hơn vào cơ cấu doanh thu của DCM.

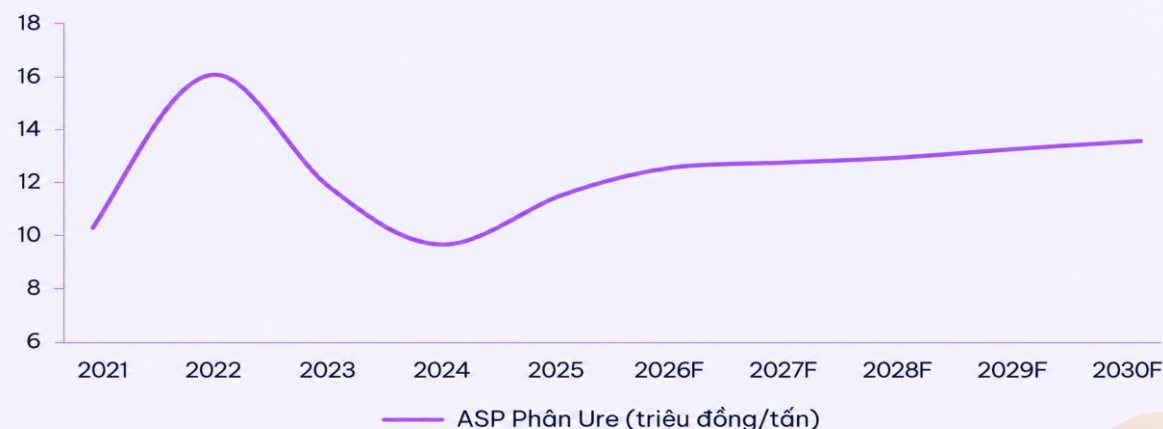
Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

❖ Dự phóng phân thương mại

Dự phóng sản lượng phân thương mại giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng ASP phân thương mại giai đoạn 2026-2030F



Dự phóng doanh thu phân thương mại giai đoạn 2026-2030F



- Giai đoạn 2026F-2030F, sản lượng phân thương mại của DCM được dự phóng tăng từ 410 nghìn tấn lên 470 nghìn tấn, tương ứng CAGR khoảng 3,5%, duy trì đà tăng trưởng ổn định sau giai đoạn mở rộng mạnh. ASP phân bón thương mại dự kiến tăng từ 12,5 triệu đồng/tấn năm 2026F lên 13,4 triệu đồng/tấn năm 2030F.
- Theo đó, doanh thu phân bón thương mại được dự phóng tăng từ khoảng 5.125 tỷ đồng năm 2026F lên 6.298 tỷ đồng năm 2030F, tương ứng tăng trưởng khoảng 5-6%/năm và tiếp tục là một động lực đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu của DCM.

Nguồn: DCM, Vietstock, VikkiBanks Research ước tính

❖ Rủi ro đầu tư

1. Rủi ro giá khí đầu vào duy trì ở mặt bằng cao gây áp lực lên biên lợi nhuận

Khí tự nhiên là biến số chi phí quan trọng nhất đối với hoạt động sản xuất ure của DCM, do đó sự gia tăng của giá khí có thể trực tiếp thu hẹp chênh lệch giữa giá bán ure và giá thành sản xuất. Theo dự phóng, giá khí trộn tăng từ 8,77 USD/MMBtu năm 2025 lên 10,80 USD/MMBtu năm 2026 (+23,1%). Đáng chú ý, ngay cả khi Brent giảm về 70 USD/thùng năm 2028, giá khí trộn vẫn duy trì quanh 10,40–10,15 USD/MMBtu, cao hơn khoảng 16–19% so với năm 2025 do tác động của các nguồn khí bổ sung có giá cao và cơ chế trượt giá.

2. Rủi ro đảo chiều chu kỳ giá ure khi nguồn cung toàn cầu phục hồi

Kết quả kinh doanh của DCM vẫn có độ nhạy cao với giá ure quốc tế. Rủi ro lớn nhất đến từ khả năng nguồn cung toàn cầu gia tăng nhanh hơn nhu cầu, đặc biệt nếu Trung Quốc nới lỏng chính sách hạn chế xuất khẩu và đưa lượng lớn ure trở lại thị trường quốc tế. Trong kịch bản giá ure điều chỉnh trong khi chi phí khí của DCM duy trì ở mức cao, spread ure – khí sẽ bị thu hẹp, tạo áp lực kìm lên giá bán và biên lợi nhuận. Đây là yếu tố đặc biệt cần theo dõi từ năm 2027 khi báo cáo dự phóng đóng góp từ xuất khẩu ure bắt đầu giảm.

3. Rủi ro suy giảm động lực xuất khẩu và gia tăng cạnh tranh trên thị trường ure

Năm 2026F, xuất khẩu được dự phóng đóng góp khoảng 5.930 tỷ đồng, tương đương 52,3% doanh thu ure của DCM và là động lực tăng trưởng quan trọng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, từ 2027F, doanh thu xuất khẩu được dự báo giảm 25,8% xuống 4.402 tỷ đồng và tiếp tục điều chỉnh trong năm 2028, chủ yếu trước rủi ro nguồn cung ure Trung Quốc quay trở lại thị trường. Quá trình chuyển dịch sản lượng từ xuất khẩu về thị trường nội địa diễn ra chậm hơn kỳ vọng hoặc cạnh tranh trong nước gia tăng, sản lượng tiêu thụ và giá bán thực hiện của DCM có thể chịu áp lực.

4. Rủi ro nhu cầu của ngành nông nghiệp và tiến độ chuyển dịch sang NPK không đạt kỳ vọng

Chiến lược trung hạn của DCM đang chuyển dần từ mô hình phụ thuộc lớn vào ure sang cơ cấu đa dạng hơn với NPK và phân thương mại. Tuy nhiên, nhu cầu phân bón phụ thuộc đáng kể vào mùa vụ, diện tích gieo trồng, giá nông sản và khả năng chi trả của nông hộ. Nếu giá nông sản suy yếu hoặc điều kiện canh tác bất lợi, nông dân có thể cắt giảm hoặc trì hoãn sử dụng phân bón, ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng tiêu thụ. Đồng thời, trong trường hợp tốc độ mở rộng NPK thấp hơn dự kiến, khả năng bù đắp cho sự suy giảm của mảng ure và giảm tính chu kỳ của kết quả kinh doanh sẽ bị hạn chế.

5. Rủi ro tồn kho và áp lực vốn lưu động khi giá phân bón đảo chiều

Giá trị hàng tồn kho của DCM tăng mạnh từ 2.204 tỷ đồng năm 2021 lên 4.891 tỷ đồng năm 2025 và tiếp tục đạt 5.669 tỷ đồng tại cuối 6T/2026. Trong môi trường giá bán tăng, lượng tồn kho có giá vốn thấp có thể hỗ trợ đáng kể cho biên lợi nhuận; tuy nhiên, cơ chế này cũng có thể đảo chiều nếu giá phân bón giảm nhanh. Khi đó, doanh nghiệp đối mặt với rủi ro phải tiêu thụ tồn kho trong môi trường giá bán thấp hơn, đồng thời vòng quay vốn lưu động kéo dài và nhu cầu tài trợ vốn gia tăng.

6. Rủi ro gia tăng chi phí bán hàng và chi phí mở rộng thị trường

Quá trình mở rộng thị phần NPK, đầu tư nghiên cứu sản phẩm và tiếp cận các thị trường mới đang làm gia tăng chi phí hoạt động. Năm 2025, tổng SG&A tăng 46,3% YoY lên 2.143,9 tỷ đồng, đưa tỷ lệ SG&A/Doanh thu lên 12,9% – mức cao nhất trong 5 năm. Việc gia tăng chi phí là hợp lý trong giai đoạn mở rộng, tuy nhiên nếu tốc độ tăng doanh thu NPK và phân thương mại không đủ bù đắp, chi phí bán hàng và quản lý cao có thể làm giảm mức độ chuyển hóa tăng trưởng doanh thu thành lợi nhuận ròng.



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Tổng hợp định giá

- Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) kết hợp với phương pháp EV/EBITDA. Trên cơ sở đó, giá mục tiêu của cổ phiếu DCM được xác định ở mức 44.400 đồng/cp, tương ứng với mức tăng 34,24% so với mức giá tại ngày 06/10/2026. Với mức định giá này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DCM trong thời điểm hiện tại.

Phương pháp	Tỷ trọng	Kết quả (VND/cổ phiếu)
Chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)	50%	50.200
EV/EBITDA (6,1x)	50%	38.700
Bình quân giá các phương pháp		44.400

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)	
Phần bù rủi ro	8%
Hệ số beta	0,85x
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10Y	4,5%
Chi phí sử dụng nợ	5%
Tỷ lệ thuế TNDN	20%
VCSH/(VCSH + Nợ)	85%
WACC	11,01%

Nguồn: VikkiBankS Research



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	14.310
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	7.931
Cộng: Tiền & ĐTTTC ngắn hạn (tỷ đồng)	7.917
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	3.590
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	26.568
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	529,4
Giá trị cổ phiếu (đồng)	50.185
Giá mục tiêu (đồng)	50.200
P/E 2026	9,1x

Nguồn: VikkiBankS Research

Tổng hợp định giá EV/EBITDA	Giá trị
EBITDA bình quân 2027 - 2028	2.646
EV/EBITDA mục tiêu	6,1x
Tổng giá trị	16.143
(+) Tiền & tương đương tiền	3.779
(+) Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.137
(-) Vay nợ	3.590
Giá trị VCSH	20.470
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	529,4
Giá trị cổ phiếu	38.700

Nguồn: VikkiBankS Research



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Báo cáo kết quả kinh doanh

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu gộp	17.223,1	21.305,0	21.142,0	21.821,0	23.276,0	24.914,5
Giảm trừ doanh thu	592,1	639,2	634,3	632,8	698,3	747,4
Doanh thu thuần	16.630,9	20.665,9	20.507,7	21.188,2	22.577,7	24.167,1
Tăng trưởng doanh thu	23,6%	24,3%	(0,8%)	3,3%	6,6%	7,0%
COGS	12.582,3	15.146,0	16.074,2	16.818,3	17.787,6	18.952,7
Lợi nhuận gộp	4.048,7	5.519,9	4.433,6	4.369,9	4.790,1	5.214,4
Biên gộp	24,3%	26,7%	21,6%	20,6%	21,2%	21,6%
Chi phí bán hàng	1.176,0	1.322,6	1.271,5	1.271,3	1.309,5	1.353,4
Chi phí G&A	968,0	1.074,6	984,4	953,5	970,8	990,8
EBITDA	2.246,8	3.512,7	2.627,7	2.665,1	3.099,8	3.520,2
Khấu hao	342,1	390,0	450,0	520,0	590,0	650,0
EBIT	1.904,7	3.122,7	2.177,7	2.145,1	2.509,8	2.870,2
Doanh thu tài chính	394,9	300,0	270,0	250,0	250,0	260,0
Chi phí lãi vay	70,4	127,9	140,6	115,9	91,1	66,4
Lợi nhuận trước thuế	2.207,4	3.294,8	2.307,1	2.279,2	2.668,7	3.063,8
Chi phí thuế	245,6	362,4	253,8	250,7	293,6	337,0
Lợi nhuận sau thuế	1.961,8	2.932,4	2.053,3	2.028,5	2.375,1	2.726,8
LNST cổ đông mẹ	1.959,8	2.932,4	2.053,3	2.028,5	2.375,1	2.726,8
EPS (đồng/cp)	3.203	5.539	3.879	3.832	4.486	5.151

Nguồn: VikkiBankS Research



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ Bảng cân đối kế toán

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tiền và tương đương tiền	3.590,3	5.416,9	6.507,3	6.864,3	7.169,8	7.293,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.082,0	4.000,0	3.800,0	3.700,0	3.700,0	3.800,0
Phải thu ngắn hạn	1.258,9	1.245,6	1.123,7	1.102,9	1.113,4	1.191,8
Hàng tồn kho	4.808,9	6.224,4	5.504,8	5.298,9	5.117,0	5.192,5
Tài sản ngắn hạn khác	707,1	1.033,3	1.025,4	1.017,0	1.061,2	1.111,7
Tổng tài sản ngắn hạn	14.447,1	17.920,2	17.961,2	17.983,2	18.161,3	18.589,9
TSCĐ + XD CB dở dang	2.853,7	3.183,7	3.583,7	4.013,7	4.473,7	4.823,7
Tài sản dài hạn khác	342,8	400,0	420,0	440,0	460,0	480,0
Tổng tài sản dài hạn	3.196,5	3.583,7	4.003,7	4.453,7	4.933,7	5.303,7
Tổng tài sản	17.643,6	21.503,9	21.965,0	22.437,0	23.095,1	23.893,7
Phải trả người bán	1.765,9	2.572,7	2.554,2	2.534,3	2.534,1	2.596,3
Vay ngắn hạn	2.225,6	3.300,0	2.600,0	2.000,0	1.500,0	1.000,0
Nợ ngắn hạn khác	1.943,8	1.963,3	1.948,2	1.970,5	2.077,2	2.175,0
Tổng nợ ngắn hạn	5.935,3	7.836,0	7.102,5	6.504,8	6.111,3	5.771,3
Vay dài hạn	56,8	100,0	250,0	300,0	250,0	200,0
Nợ dài hạn khác	857,2	900,0	950,0	1.000,0	1.050,0	1.100,0
Tổng nợ phải trả	6.849,3	8.836,0	8.302,5	7.804,8	7.411,3	7.071,3
Vốn chủ sở hữu	10.794,4	12.667,9	13.662,5	14.632,2	15.683,8	16.822,4
Tổng nguồn vốn	17.643,6	21.503,9	21.965,0	22.437,0	23.095,1	23.893,7

Nguồn: VikkiBankS Research



BÁO CÁO PHÂN TÍCH – DCM

Thứ Ba, 06 Tháng Mười 2026

❖ **Chỉ số tài chính**

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tăng trưởng doanh thu	23,6%	24,3%	(0,8%)	3,3%	6,6%	7,0%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	61,1%	36,3%	(19,7%)	(1,4%)	9,6%	8,9%
Tăng trưởng EBITDA	74,7%	56,3%	(25,2%)	1,4%	16,3%	13,6%
Tăng trưởng EPS	33,8%	72,9%	(30,0%)	(1,2%)	17,1%	14,8%
Tăng trưởng LNST cổ đông mẹ	38,0%	49,6%	(30,0%)	(1,2%)	17,1%	14,8%
Biên lợi nhuận gộp	24,3%	26,7%	21,6%	20,6%	21,2%	21,6%
Biên lợi nhuận trước thuế	13,3%	15,9%	11,2%	10,8%	11,8%	12,7%
ROE (VCSH bình quân)	18,7%	25,0%	15,6%	14,3%	15,7%	16,8%
ROA (Tổng tài sản bình quân)	11,8%	15,0%	9,4%	9,1%	10,4%	11,6%
ROCE (Vốn sử dụng bình quân)	16,7%	24,6%	15,3%	13,9%	15,2%	16,4%
ROIC điều chỉnh tiền (xấp xỉ)	42,4%	46,1%	30,2%	30,4%	34,5%	37,9%
DSO bình quân (ngày)	19,6	22,1	21,1	19,2	17,9	17,4
DIO bình quân (ngày)	112,5	132,9	133,2	117,2	106,9	99,3
DPO bình quân (ngày)	49,0	52,3	58,2	55,2	52,0	49,4
Hệ số thanh toán hiện hành	2,43x	2,29x	2,53x	2,76x	2,97x	3,22x
Hệ số thanh toán nhanh	1,50x	1,36x	1,61x	1,79x	1,96x	2,13x
Hệ số thanh toán bằng tiền	1,29x	1,20x	1,45x	1,62x	1,78x	1,92x
Vốn lưu động ròng / Doanh thu	51,2%	48,8%	52,9%	54,2%	53,4%	53,0%
Cổ tức tiền mặt / LNST cổ đông mẹ	54,0%	36,1%	51,6%	52,2%	55,7%	58,2%

Nguồn: VikkiBankS Research

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Số Vikki (VikkiBankS) là thành viên của Ngân hàng số Vikki, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. VikkiBankS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán.

HỆ THỐNG CHI NHÁNH

• Trụ sở chính:

Địa chỉ: 62 – 70 Nguyễn Công Trứ, Phường Sài Gòn, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 3821 8666 Fax: (028) 3821 5445

• Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, Phường Sài Gòn, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 3821 8666 Fax: (028) 3821 4891

• Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Phường Đồng Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (024) 3944 5175 Fax: (024) 3944 5178 – 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Số Vikki (VikkiBankS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của người viết mà không đại diện cho quan điểm của VikkiBankS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VikkiBankS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, VikkiBankS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi VikkiBankS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của VikkiBankS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.