BAOVIET Securities

Ngành Phân bón

Báo cáo cập nhật ĐHCĐ bất thường

Tháng 9.2026

CTCP – TCT Phân bón Dầu khí Cà Mau

Mã giao dịch: DCM | Reuters: DCM.HM | Bloomberg: DCM VN

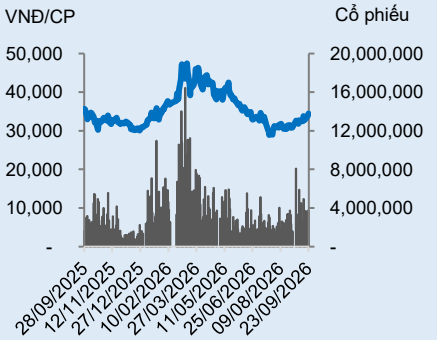
Đa dạng hóa nguồn khí và mở rộng chuỗi giá trị phân bón – hóa chất

Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	**35.500**
Giá thị trường (23/9/2026)	34.500
Lợi nhuận kỳ vọng	+2,9%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.900-47.459
Vốn hóa	18.264 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	529.400.000
KLGD bình quân 10 ngày	3.460.731
% sở hữu nước ngoài	5,26%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,8%
Beta	0,44

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DCM	9,4%	9,7%	3,7%	-19,4%
VNIndex	0,7%	0,7%	-2,9%	5,8%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

Cập nhật các nội dung chính trong Đại hội:

Định hướng phát triển dài hạn: DCM định hướng phát triển chiều sâu mảng phân bón, đồng thời mở rộng sang khí công nghiệp, hóa chất, công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch, hướng tới xây dựng chuỗi giá trị nông nghiệp tích hợp. Đến năm 2050, công ty đặt mục tiêu trở thành doanh nghiệp tích hợp nông nghiệp – công nghệ sinh học hàng đầu khu vực, với tăng trưởng doanh thu hợp nhất 11%/năm giai đoạn 2031–2035 và 2–4%/năm giai đoạn 2036–2050. Doanh thu quốc tế dự kiến chiếm 31–40%, sản phẩm mới 42–68%, đồng thời duy trì ROA bình quân ≥5% và ROE bình quân ≥10% trong giai đoạn 2031-2050.

Nguồn khí và giá khí: DCM đánh giá việc bổ sung nguồn khí Nam Du – U Minh (ND-UM) là cần thiết trong bối cảnh sản lượng PM3 CAA theo quyền mua của Petrovietnam đang suy giảm. Nguồn khí bổ sung từ Petronas dự kiến chấm dứt từ năm 2028, dù DCM vẫn sẽ tiếp tục đàm phán để bổ sung nguồn cung; tuy nhiên, sản lượng từ nguồn này cũng đang suy giảm và tính ổn định dài hạn còn hạn chế. Do đó, ND-UM cùng các mỏ khí lân cận được kỳ vọng giúp DCM đảm bảo nguồn khí ổn định và dài hạn cho Nhà máy Đạm Cà Mau. Giá khí ND-UM có giá cơ sở 10,39 USD/MMBtu, cộng mức trượt giá 2,25%/năm và cước vận chuyển khoảng 1,17 USD/MMBtu. Theo ước tính của BVSC, cơ chế giá khí mới cạnh tranh hơn khi giá Brent trên 100 USD/thùng, nhưng có thể cao hơn công thức cũ khoảng 1–2 USD/MMBtu khi giá dầu Brent dưới mức này. Về dài hạn, DCM tiếp tục tìm kiếm các mỏ khí mới, bổ sung LNG khi cần thiết; các dự án như Khánh Mỹ – Đầm Dơi, Hoa Mai và Lô B – Ô Môn được kỳ vọng hỗ trợ nguồn cung.

Bổ sung ngành nghề kinh doanh: PVCFC đề xuất bổ sung ngành nghề khí công nghiệp và dịch vụ logistics. Cụ thể, công ty bổ sung "khí công nghiệp" vào mã ngành 4679, phục vụ kinh doanh Argon lỏng và các sản phẩm khí công nghiệp khác; đồng thời bổ sung mã ngành 5229 để phát triển các dịch vụ vận chuyển, kho bãi và logistics, hỗ trợ chuỗi cung ứng và vùng nguyên liệu của Công ty.

Quản trị rủi ro trong bối cảnh giá khí tăng cao trong 2026: Giá dầu tăng sẽ trực tiếp làm tăng chi phí khí và giá thành sản xuất Ure. Theo DCM, hiện tại giá dầu cao hơn kế hoạch 30%, giá khí có thể tăng khoảng 27%, trong khi giá phân bón chỉ tăng khoảng 20%, gây áp lực lên biên lợi nhuận. Để giảm thiểu tác động, DCM đẩy mạnh đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, đặc biệt mở rộng các thị trường mới và quay lại Thái Lan. Tại Australia, sản lượng xuất khẩu đã tăng gấp đôi YoY và công ty đạt chứng nhận Level 1, hỗ trợ duy trì giá bán cao hơn thị trường. Bên cạnh đó, DCM tiếp tục tối ưu hóa sản xuất và giảm tiêu hao nguyên vật liệu, với mức tiêu hao giảm khoảng 5% YoY trong 9T2026, giúp tiết kiệm khoảng 1 triệu USD, qua đó giảm giá thành và cải thiện khả năng cạnh tranh.

Đa dạng hóa sản phẩm phân bón: Bên cạnh Ure, Công ty tiếp tục đẩy mạnh đa dạng hóa danh mục phân bón, trong đó NPK là động lực tăng trưởng quan trọng, đồng thời mở rộng hoạt động xuất nhập khẩu tự doanh các sản phẩm như DAP, MOP. Đối với NPK, DCM hiện sở hữu 2 nhà máy, hơn 60 công thức sản phẩm và khoảng 20 mẫu mã, với tổng công suất khoảng 350.000 tấn/năm. Trong bối cảnh nguồn cung NPK trong nước vượt nhu cầu, công ty đang đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia, Myanmar, Thái Lan, Philippines và Sri Lanka, qua đó mở rộng thị trường tiêu thụ và đa dạng hóa nguồn doanh thu.

Cập nhật kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm 2026: Ban lãnh đạo cho biết doanh thu 8T2026 tăng 30% YoY và lợi nhuận tăng hơn 50% YoY, nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng, mở rộng xuất khẩu và kiểm soát chi phí.

Khuyến nghị đầu tư: Từ năm 2028, DCM dự kiến bổ sung nguồn khí Nam Du – U Minh, kéo theo thay đổi đáng kể trong cơ cấu và giá khí đầu vào. Trong mô hình định giá hiện tại, chúng tôi giả định giá Brent duy trì ở mức 65–70 USD/thùng trong giai đoạn 2028–2031. Theo đó, giá khí theo cơ chế mới cao hơn khoảng 14–22% so với công thức hiện tại, khiến LNST bình quân giai đoạn 2028–2031 thấp hơn khoảng 32% so với kịch bản tiếp tục áp dụng công thức giá khí cũ.

Bên cạnh đó, chúng tôi chưa dự phóng kết quả kinh doanh từ các sản phẩm hóa chất mới và các sản phẩm/dịch vụ sau thu hoạch do chưa có đủ thông tin về danh mục sản phẩm mới cũng như kế hoạch M&A của DCM. Trên cơ sở đó, chúng tôi thận trọng hạ giá mục tiêu DCM từ 42.000 đồng/cp xuống **35.500 đồng/cp** và khuyến nghị **NEUTRAL**. Trong trường hợp giá Brent vượt **100 USD/thùng**, cơ chế giá khí ND-UM có thể có lợi hơn cho DCM; khi đó, chúng tôi sẽ cập nhật lại các giả định trong mô hình và định giá.

Dự phóng KQKD 2026

Đvt: tỷ đồng	2025	YoY	2026F	YoY
Doanh thu	**16.961**	**+26,1%**	**19.182**	**+13,1%**
- Ure	8.648	+12,3%	9.627	+11,3%
- NPK	3.878	+43%	3.504	-10%
- Kinh doanh hàng hóa nhập khẩu	4.008	+56%	5.210	+30%
- Hóa chất	989	-	841	-15%
Biên lợi nhuận gộp	23,8%	-	25,7%	-
LNST Cổ đông Công ty mẹ	**1.915**	**+35%**	**2.506**	**+30,8%**
EPS (đồng/cp)	**3.618**	**+35%**	**4.734**	**+30,8%**

PHỤ LỤC: Tính giá khí đầu vào của DCM

Công thức giá khí Nam Du – U Minh (ND-UM)

Khác với nguồn khí PM3 CAA/Petronas, giá khí ND-UM không liên kết trực tiếp với giá dầu Brent hoặc MFO. Theo phương án DCM công bố, giá khí ND-UM được xác định trên cơ sở 10,39 USD/MMBtu tại thời điểm bắt đầu, cộng hệ số trượt giá 2,25%/năm và cước vận chuyển.

$$P_{ND-UM} = 10,39 * (1 + 2,25\%)\text{^}t + T_p$$

Trong đó: T_p là cước vận chuyển, t là số năm kể từ thời điểm bắt đầu cung cấp khí ND-UM

Công thức tính giá khí nếu DCM sử dụng 3 nguồn khí

Khi DCM sử dụng đồng thời ba nguồn khí Petrovietnam, Petronas và ND-UM, giá khí đầu vào bình quân được xác định theo giá và tỷ trọng đóng góp của từng nguồn, cộng với cước vận chuyển bình quân:

$$P_{PM3\&\,ND-UM} = W_{PVN} \times (46\% \times MFO) + W_{Petronas} \times (13,7\% \times Brent) + W_{ND-UM} * (10,39 * (1 + 2,25\%)^t) + T_{p\ bình\ quân}$$

Trong đó, W là tỷ trọng của từng nguồn khí trong tổng nhu cầu khí của DCM. Với nguồn PM3 CAA, giá khí của phần khí theo quyền mua từ Petrovietnam được tính theo 46% MFO, trong khi phần khí mua từ Petronas được tính theo 13,7% Brent.

Giả định cơ cấu nguồn khí của BVSC

DCM dự kiến nhận nguồn khí ND-UM từ Q4/2028, với tổng sản lượng khoảng 4,44 tỷ m³ trong giai đoạn 2028–2035, đáp ứng tối thiểu khoảng 35–36% tổng lượng khí cấp cho Nhà máy. Trong khi đó, nguồn khí Petronas dự kiến tiếp tục suy giảm và có thể chấm dứt từ năm 2028, dù DCM vẫn đàm phán để duy trì nguồn cung.

Trên cơ sở đó, BVSC giả định ND-UM chiếm 35% tổng nhu cầu khí từ năm 2028, tăng thêm 10 điểm % mỗi năm lên 45% năm 2029, 55% năm 2030 và 60% từ năm 2031 trở đi. Phần gia tăng tỷ trọng ND-UM được giả định thay thế tương ứng nguồn khí Petronas, trong khi tỷ trọng khí theo quyền mua từ Petrovietnam được giữ ổn định ở mức 35%, trước khi tăng lên 40% từ năm 2031.

	2027	2028	2029	2030	≥2031
ND-UM	**0%**	**35%**	**45%**	**55%**	**60%**
Petronas	50%*	30%	20%	10%	0%
PVN	50%*	35%	35%	35%	40%
Tổng	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Lưu ý: *Cơ cấu trên là giả định của BVSC, không phải cơ cấu sản lượng khí được DCM cam kết. Tỷ trọng thực tế có thể thay đổi tùy khả năng cung cấp của từng nguồn và nhu cầu vận hành của Nhà máy Đạm Cà Mau.*

So sánh với cơ chế giá khí hiện tại

Điểm khác biệt chính giữa hai cơ chế nằm ở mức độ phụ thuộc vào giá dầu. Trong khi giá khí PM3 CAA/Petronas biến động theo MFO và Brent, giá khí ND-UM được xác định theo mức giá cơ sở và cộng hệ số trượt giá 2,25%/năm. Do đó, khi giá dầu ở mức thấp, việc thay thế dần nguồn Petronas bằng ND-UM có thể làm tăng chi phí khí bình quân của DCM. Ngược lại, khi giá dầu tăng cao, lợi thế tương đối của cơ chế ND-UM được cải thiện và chênh lệch giá khí giữa hai cơ chế có thể thu hẹp hoặc chuyển sang có lợi cho DCM.

Theo mô hình BVSC, tại mức Brent khoảng **100 USD/thùng**, giá khí theo hai cơ chế gần như tương đương; khi Brent vượt mức này, cơ chế giá ND-UM có lợi thế hơn về chi phí khí cho DCM.

Giả định	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Dầu Brent (USD/thùng)	70,00	65,00	68,00	70,00	75,00	80,00	90,00	100
- Giá khí quy đổi cho PVN (USD/MMBtu)	4,64	4,31	4,51	4,64	4,78	4,98	5,97	6,63
- Giá khí quy đổi cho Petronas (USD/MMBtu)	9,59	8,91	9,32	9,59	9,86	10,28	12,33	13,70
- Giá khí quy đổi cho ND-UM (USD/MMBtu)	10,62	10,86	11,11	11,36	11,61	11,87	12,14	12,41
Cước vận chuyển bình quân (USD/MMBtu)	1,12	1,13	1,13	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Giá khí tính theo công thức mới (gồm VAT) (USD/MMBtu)	10,27	10,24	10,73	10,79	11,02	11,28	11,89	12,36
Giá khí tính theo công thức cũ (gồm VAT) (USD/MMBtu)	9,03	8,47	8,80	9,03	9,59	10,15	11,26	12,38
Chênh lệch (USD/MMBtu)	1,24	1,77	1,92	1,76	1,43	1,13	0,63	(0,02)
% Chênh lệch	13,8%	20,9%	21,9%	19,5%	14,9%	11,2%	5,6%	-0,2%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Doanh thu thuần	**12.602**	**13.456**	**16.961**	**19.182**
Giá vốn	(10.620)	(10.942)	(12.926)	(14.251)
Lợi nhuận gộp	1.982	2.513	4.035	4.931
Doanh thu tài chính	569,7	381,8	402,0	480
Chi phí lãi vay	(10,2)	(44,4)	(70,4)	(142)
LNST CĐ Công ty mẹ	**1.107**	**1.420**	**1.915**	**2.506**

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Tiền & khoản tương đương tiền	2.284	1.903	3.590	4.357
Các khoản phải thu ngắn hạn	408	640	1.373	1.279
Hàng tồn kho	2.192	2.992	4.876	3.959
Tài sản cố định hữu hình	1.250	1.571	1.738	1.725
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	**15.238**	**15.729**	**17.645**	**19.018**
Nợ ngắn hạn	4.517	4.681	5.982	5.944
Nợ dài hạn	757	871	923	1.030
Vốn chủ sở hữu	9.966	10.230	10.992	12.044
Tổng nguồn vốn	**15.238**	**15.729**	**17.645**	**19.018**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-20,9%	6,8%	26,0%	13,1%
Tăng trưởng LNST	-74%	28%	35%	30,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	15,7%	18,7%	23,8%	25,7%
Lợi nhuận thuần biên	8,8%	10,6%	11,3%	13,1%
ROA	8%	9%	11%	14,0%
ROE	11%	14%	18%	22,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	2,9%	6,7%	10,4%	13,0%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	4,1%	10,3%	16,3%	20,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.095	2.682	3.618	4.734
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.768	19.162	20.228	22.749

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan, độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dần
Cảng biển, Vận tải biển
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA
Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA
Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành
Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi
Vật liệu xây dựng
khoinm@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888