

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

Gia tăng sản lượng, hưởng lợi giá tốt

- Sau nửa đầu năm phục hồi mạnh mẽ, giá ure sẽ tiếp tục duy trì xu hướng khả quan nhờ nhu cầu nhập khẩu tăng từ Ấn Độ và Brazil. Chúng tôi dự phóng giá ure châu Á bình quân năm 2025-2026 là ~450 và 430 USD/tấn (+26%/-4% svck).
- Chúng tôi dự phóng LN ròng của DCM cho năm 2025-2026 lần lượt là 2,194 và 2,618 tỷ đồng (+66.3%/19.3% svck) nhờ tăng trưởng cả giá bán và sản lượng.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 46,200 VNĐ/cp.

Thị trường Ure khả quan tạo bộ phận tăng trưởng cho DCM

Trong 6 tháng đầu năm, giá ure bình quân đã tăng 17% svck, giúp thúc đẩy doanh thu của DCM tăng trưởng mạnh mẽ (+42.9% svck). Chúng tôi dự phóng giá ure xuất khẩu sẽ biến động lần lượt 40%/-4%/10% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ các nguyên nhân: (1) tồn kho của 2 thị trường tiêu thụ lớn nhất là Ấn Độ và Brazil, trong năm 2025 họ gia tăng diện tích gieo trồng dẫn tới nhu cầu nhập khẩu ure tăng đột biến, bên cạnh đó Châu Âu sau khủng hoảng năng lượng cũng tăng cường nhập khẩu khi khả năng sản xuất trong khu vực vẫn còn hạn chế; (2) Khí tự nhiên vốn chiếm 70-80% giá thành sản xuất phân bón tăng nhẹ nhưng ổn định góp phần thúc đẩy giá ure; (3) Kỳ vọng giá nông sản phục hồi đã tạo động lực cho nông dân sử dụng nhiều phân bón hơn.

KQKD 2025-2026 duy trì triển vọng tích cực nhờ bối cảnh kinh doanh thuận lợi

Chúng tôi đưa ra mức dự báo lợi nhuận ròng cho cả năm 2025 và 2026 là 2,194 và 2,618 tỷ đồng (+66.3%/19.3% svck) dựa trên nhu cầu phân bón nội địa tiếp tục duy trì ở mức ổn định (tăng trưởng ~4-8%/năm) và DCM gia tăng tỷ trọng xuất khẩu trong bối cảnh giá ure quốc tế phục hồi nhanh hơn giá trong nước, cụ thể 6T2025, DCM đã xuất khẩu 225.4 nghìn tấn ure (chiếm 47.8% tổng sản lượng ure tiêu thụ) so với 174.2 nghìn tấn cùng kỳ (chiếm 38.4%). Bên cạnh đó, DCM đã hoàn tất thu mua nhà máy NPK Việt-Hàn vào tháng 5/2024, giúp nâng công suất sản xuất NPK lên thêm 360 nghìn tấn/năm và hỗ trợ gia tăng sản lượng NPK tiêu thụ của công ty.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 46,200 VNĐ/cp

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng 2025-26 của cổ phiếu DCM và đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với mức giá mục tiêu 46,200 VNĐ/cp dựa trên (1) Diễn biến giá ure tích cực trong năm 2025 và kéo dài sang đầu năm 2026, (2) Nhu cầu nội địa ổn định, (3) Chính sách hoàn thuế VAT đầu vào giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí và (4) thúc đẩy sản lượng NPK đáng kể sau khi thu mua nhà máy NPK Việt-Hàn.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12,571	13,456	18,788	19,449
Lợi nhuận ròng	1,109	1,320	2,194	2,618
Tăng trưởng doanh thu thuần	-21.1%	7.0%	39.6%	3.5%
Tăng trưởng LN ròng	-74.3%	19.0%	66.3%	19.3%
Biên LN gộp	16.2%	18.7%	22.2%	23.6%
Biên EBITDA	18.7%	12.1%	16.7%	18.4%
ROAE	10.8%	13.1%	20.5%	21.7%
ROAA	7.5%	8.5%	12.9%	13.8%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	2,095	2,493	4,144	4,946
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	18,768	19,162	21,318	24,282

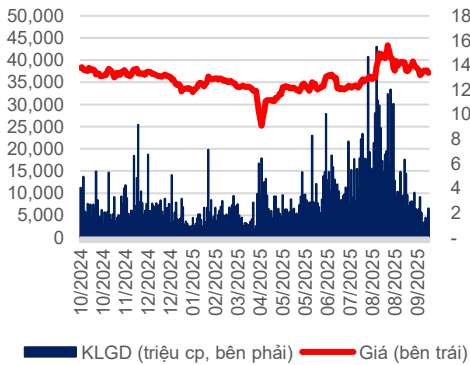
Nguồn: DCM, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 46,200 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 24.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:
Điều chỉnh tăng LN ròng 2025-26 lần lượt là 4.5%/32.3%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	37,150
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	43,350
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	23,801
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	19,667
P/E (TTM)	11.7
P/B	1.9
Thị suất cổ tức (%)	5.3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	6.60%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam (PVN)	75.56%
CTCP Quản lý quỹ Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt Nam	4.97%

Nguồn: FiinPro

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh
anh.maiduy@mbs.com.vn

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Giá ure bắt đầu phục hồi từ mạnh từ cuối Q2/2025 sau khi đi ngang kể từ đầu năm giúp hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh ure của DCM. Xu hướng này được đánh giá sẽ tiếp diễn đến hết năm 2025 và ổn định trong năm 2026. Thực tế, doanh thu trên mỗi sản phẩm ure của DCM đã tăng lên mức 10.3 triệu đồng/tấn trong 6T2025 từ mức 9.6 triệu đồng/tấn cùng kỳ năm trước, trong đó giá ure xuất khẩu đóng góp mạnh mẽ cho sự tăng trưởng này. Chúng tôi dự phóng thị trường ure tiếp tục khả quan nhờ nhu cầu mở rộng diện tích canh tác và nguồn cung dự báo ổn định
- Tháng 5/2024, DCM đã đàm phán thu mua thành công nhà máy NPK Việt-Hàn (KVF) giúp nâng tổng công suất sản xuất NPK của DCM lên mức tổng 660 nghìn tấn/năm. Bước đi chiến lược này cho thấy DCM đang tự tin vào triển vọng dài hạn của mảng kinh doanh NPK khi giá bán NPK đã tăng từ mức 15.2 triệu đồng/tấn lên 17.5 triệu đồng trong năm 2025 theo dự phóng của MBS, đồng thời cũng tăng thêm cơ hội mở rộng thị trường tiêu thụ NPK, đặc biệt tại Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. Sau khi về tay DCM, trong năm 2024, KVF đã đạt sản lượng sản xuất 94,142 tấn (~26% công suất tối đa) trong từ tháng 4-12. Doanh thu trong 9 tháng đạt 1,042 tỷ đồng và đạt 106% kế hoạch năm 2024.
- Với kỳ vọng từ giá bán ure/NPK neo ở mức cao, sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng, biên lợi nhuận cải thiện nhờ giảm giá vốn hàng bán khi luật thuế VAT 5% dành cho mặt hàng phân bón chính thức có hiệu lực sẽ giúp thúc đẩy lợi nhuận ròng của DCM tăng tích cực trong giai đoạn 2025-2026.

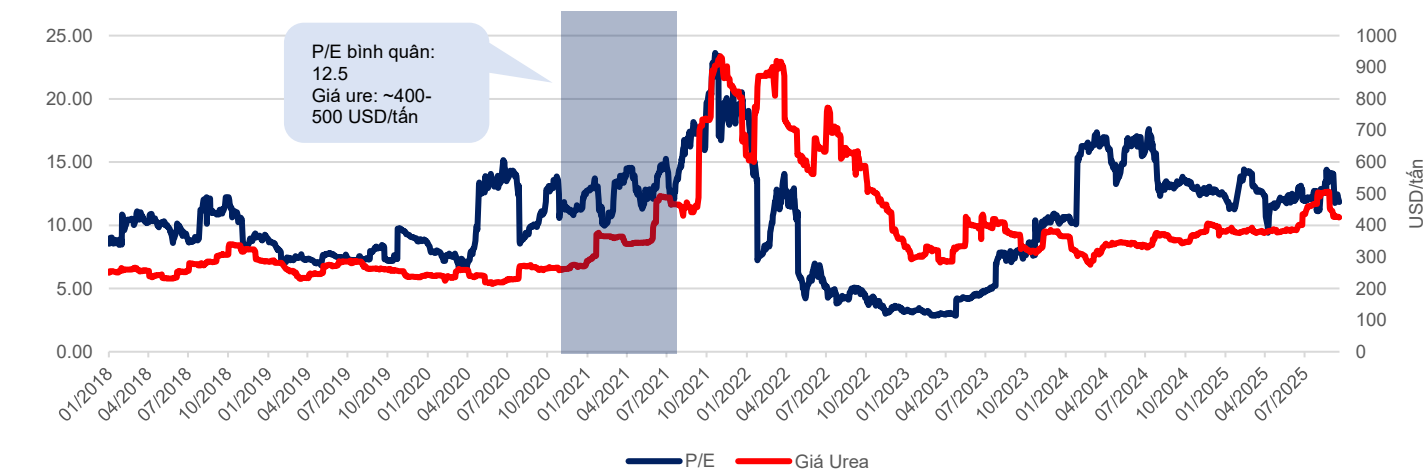
Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DCM dựa trên phương pháp định giá FCFF kết hợp P/E với tỷ trọng lần lượt là 50%/50% cho mỗi phương pháp, mức giá làm tròn đến 1 năm của DCM là 46,200 VNĐ/cp. Chúng tôi sử dụng mức P/E bằng 12.5 lần, tương đương mức P/E bình quân của DCM giai đoạn 01-7/2021 làm tham chiếu, khi giá ure tăng lên sát mốc 500 USD/tấn sau khoảng thời gian dao động ở vùng thấp và sau đó điều chỉnh về quanh 420-440 USD/tấn.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
Forward P/E	50%	47,000
FCFF	50%	45,400
Giá mục tiêu		46,200
Giá hiện tại (đóng cửa ngày 30/09/2025)		37,200
Tiềm năng tăng giá		24.3%

Hình 2: P/E của DCM và giá ure châu Á



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận sau thuế	2,200	2,627	2,498	2,480	2,483
Chi phí phi tiền mặt	575	537	560	520	577
Chi phí lãi vay sau thuế	50	48	48	48	49
Đầu tư VLĐ	905	(285)	(387)	(1,155)	(249)
Đầu tư TSCĐ	(353)	(387)	(414)	(443)	(476)
FCFF	3,377	2,541	2,305	1,449	2,383

Rủi ro giảm giá:

- Giá dầu và giá khí tăng đột biến, giá khí thường gắn liền với giá dầu nhưng có độ trễ nên khi giá dầu neo cao trong thời gian dài sẽ khiến giá khí tăng theo gây ra áp lực gia tăng chi phí sản xuất phân bón.
- Trong tương lai, nếu nguồn khí tại PM3 – CAA suy giảm, DCM có thể phải dùng nguồn khí thay thế từ mỏ mới (Lô B, khí LNG) khiến chi phí cao hơn đáng kể.
- Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu ure mạnh mẽ trong thời gian ngắn sẽ gây áp lực lên giá ure toàn cầu sau khi Bắc Kinh nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu được áp đặt trước đây nhằm ổn định giá nội địa và an ninh lương thực.

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr. USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
	Bloomberg	nội tệ	nội tệ			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN Equity	25,100 VNĐ	n/a	KKN	683	15.3	17.3	1.4	1.3	3.3	4.7	4.5	6.5
Yonfer Agricultural Technology Co Ltd	000902 CH Equity	13.95 CNY	n/a	KKN	2,401	9.3	10.3	1.3	1.6	8.4	6.3	14.4	14.1
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	CHMB IN Equity	510.75 INR	n/a	KKN	2,494	9.1	12.4	1.7	n/a	14.9	14.0	19.7	18.6
Trung bình						11.2	13.3	1.5	1.5	8.9	8.3	12.9	13.1
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN Equity	37,150 VNĐ	46,200 VNĐ	KHẢ QUAN	787	9.0	7.5	1.7	1.5	12.9	13.8	20.5	21.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q2/2025 và 6T2025: Doanh thu và lợi nhuận bứt phá svck nhờ sự tăng trưởng đồng loạt từ các mảng kinh doanh

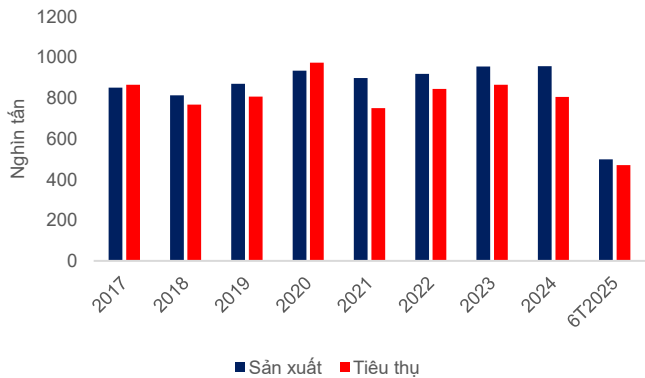
Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2025 và Q2/2025 của DCM

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T25 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q2/2025	%yoy	%qoq	6T25	%yoy	%Dự phóng 2025	Đánh giá
Sản lượng ure tiêu thụ (nghìn tấn)	224.4	17.1%	-9.0%	471.1	3.9%	52.3%	Sản lượng tiêu thụ ure tăng trưởng tốt chủ yếu đến từ thúc đẩy mảng xuất khẩu.
Nội địa	148.6	-49.1%	-26.0%	292.8	-36.2%		
Xuất khẩu	75.8	249.0%	3.1%	178.3	68.3%		
Sản lượng NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	107.0	54.1%	361.2%	130.2	73.7%	45.5%	Doanh thu tăng trưởng tốt nhờ đóng góp từ cả 3 mảng kinh doanh chính Giá bán ure 6T2025 nội địa và xuất khẩu lần lượt là 11.1 và 9.5 triệu VNĐ/tấn (+10.8%/6.6% svck) Giá NPK đạt mức tăng trưởng tốt trong nửa đầu năm. Giá bán NPK 6T2025 đạt 17.4 triệu VNĐ/tấn (+9.9% svck)
Doanh thu	6,037	56.3%	77.2%	9,444	42.9%	64.4%	
Thành phẩm ure	2,430	32.7%	-0.4%	4,869	12.0%	55.9%	
Thành phẩm NPK	1,752	52.3%	236.3%	2,273	87.1%	65.3%	Sản lượng tự doanh phân bón 6T2025 tăng đột phá 94.5% svck. Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ bối cảnh giá khí đầu vào duy trì ổn định và giá bán ure/NPK chứng kiến sự tăng trưởng tốt
Hàng hóa phân bón	1,559	141.7%	275.7%	1,974	152.5%	80.7%	
Lợi nhuận gộp	1,241	99.8%	40.2%	2,162	59.8%	64.6%	
Biên lợi nhuận gộp	20.5%	4.5 đpt	-5.4 đpt	22.5%	2.4 đpt		
Thành phẩm ure	35.1%	9.0 đpt	-0.8 đpt	35.5%	7.0 đpt		
Thành phẩm NPK	18.2%	4.5 đpt	3.8 đpt	17.3%	2.9 đpt		
Hàng hóa phân bón	4.0%	-0.8 đpt	-4.6 đpt	5.0%	9.0 đpt		
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	444	75.7%	-13.1%	955	35.5%	62.9%	Chi phí nhân viên và chi phí vận chuyển tăng đáng kể so với dự phóng trước đây của MBS
Thu nhập tài chính ròng	92	30.3%	18.0%	170	-9.6%	29.9%	Lãi tiền gửi thấp hơn và lỗ tỷ giá cao hơn so với dự phóng cũ.
Lợi nhuận trước thuế	888	44.5%	95.7%	1,324	34.6%	55.1%	
Lợi nhuận sau thuế	788	34.5%	91.1%	1,200	28.3%	57.1%	
Lợi nhuận ròng	786	34.5%	91.1%	1,198	28.7%	57.0%	Lợi nhuận tăng trưởng tốt đến từ việc DCM gia tăng sản lượng tiêu thụ ure và tự doanh phân bón, đồng thời giá ure và NPK đều đạt mức tăng trưởng dương, đặc biệt giá xuất khẩu ure diễn biến tích cực so với mức nền thấp của cùng kỳ.

Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 6: Sản lượng ure của DCM



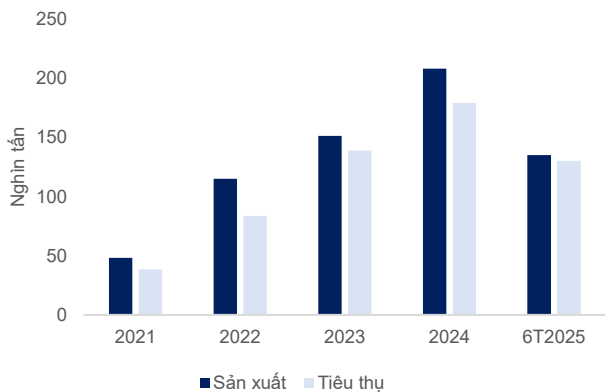
Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ ure của DCM



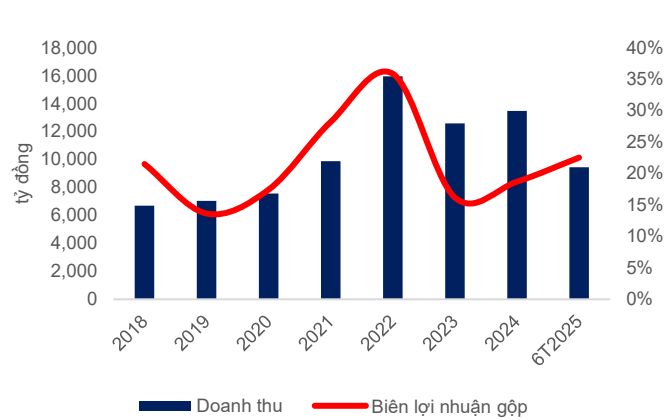
Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 8: Sản lượng NPK của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 9: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

Bức tranh lợi nhuận của DCM tươi sáng giai đoạn 2025-2027 nhờ vào bối cảnh kinh doanh thuận lợi của doanh nghiệp

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng KQKD của DCM 2025-2026 trong bối cảnh tích cực

Các tiêu chí KQKD	2024F	2025F	% thay đổi dự phóng	% svck	2026F	% thay đổi dự phóng	% svck	2027F	% svck	Đánh giá
Sản lượng ure tiêu thụ (nghìn tấn)	805	871	-3.2%	8.2%	875	-0.9%	0.4%	888	1.5%	Điều chỉnh giảm nhẹ dựa trên tình hình sản lượng ure tiêu thụ thực tế 8T2025.
Nội địa	432	453	-18.8%	4.9%	525	-4.1%	15.9%	533	1.5%	
Xuất khẩu	372	418	22.2%	12.4%	350	4.3%	-16.3%	355	1.5%	DCM đẩy mạnh tỷ trọng xuất khẩu ure để tận dụng nhịp phục hồi giá ure quốc tế.
Giá khí đầu vào ước tính từ PM3 (USD/mmbtu)	179	5.71	0.0%	-3.8%	5.73	4.8%	0.4%	5.75	0.4%	Giá khí giảm trong năm 2025 do giá đầu suy giảm svck, nhưng tăng nhẹ ở các năm sau nhờ nhu cầu ổn định
Sản lượng NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	13,456	261	-8.8%	45.8%	281	-7.1%	7.7%	345	10.6%	Điều chỉnh giảm so với dự phóng trước dựa trên tình hình tiêu thụ thực tế.
Doanh thu	7,699	18,788	28.2%	39.6%	19,449	36.0%	3.5%	22,150	13.9%	Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ hoạt động kinh doanh khả quan ở cả 3 mảng ure, NPK, hàng hóa phân bón nửa đầu 2025.
Thành phẩm ure	2,715	9,659	10.8%	25.5%	9,789	18.8%	1.3%	10,933	11.7%	Giá ure tăng tích cực svck hỗ trợ KQKD của DCM.
Thành phẩm NPK	2,575	4,594	31.9%	69.2%	4,983	38.0%	8.5%	6,062	21.6%	Giá NPK phục hồi mạnh mẽ hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trong dự báo trước.
Hàng hóa phân bón	2,513	4,057	75.0%	57.6%	4,218	83.3%	4.0%	4,779	13.3%	Thời tiết 6 tháng đầu 2025 thuận lợi cho hoạt động SXKD nông nghiệp so với các năm trước góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm phân bón.
Lợi nhuận gộp	18.7%	4,164	24.4%	65.7%	4,583	43.7%	10.1%	4,647	1.4%	
Biên lợi nhuận gộp	28.6%	22.2%	-0.6 đpt	3.5 đpt	23.6%	1.3 đpt	1.4 đpt	21.0%	-2.6 đpt	Biên lợi nhuận gộp 2025 giảm nhẹ do khoản giảm trừ thương mại thực tế cao hơn so với ước tính lần trước của chúng tôi. Chúng tôi đánh giá nhiều khả năng do sản lượng NPK năm nay tăng đột phá svck nên DCM tăng mức chiết khấu nhằm gia tăng thị phần và giảm bớt áp lực tồn kho.
Thành phẩm ure	11.8%	37.2%	2.8 đpt	8.6 đpt	38.2%	4.7 đpt	1.0 đpt	31.7%	-6.5 đpt	Giá dầu và giá khí đầu vào thấp hơn đáng kể svck và thấp hơn dự phóng cũ của chúng tôi giúp giảm GVHB.
Thành phẩm NPK	11.1%	16.4%	1.3 đpt	4.6 đpt	20.4%	3.8 đpt	4.0 đpt	23.3%	2.9 đpt	Đồng thời nhà máy Đạm Cà Mau đã hết khấu hao kể từ 2024.
Hàng hóa phân bón	1,495	6.5%	0.3 đpt	-4.6 đpt	7.0%	1.0 đpt	0.5 đpt	7.0%	0.0 đpt	Nguồn cung ure tự chủ đầu vào gia tăng khi nhà máy KVF đi vào hoạt động giúp DCM tiết giảm chi phí.
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	305	1,945	28.2%	30.1%	2,013	36.0%	3.5%	2,292	13.9%	Chi phí kho, truyền thông và chi phí nhân viên tăng so với dự phóng cũ của chúng tôi.
Thu nhập tài chính ròng	1,322	279	-50.9%	-8.5%	414	-25.3%	48.4%	482	16.4%	Lãi từ tỷ giá suy giảm, trong khi đó chi phí lãi vay tăng cao khiến thu nhập tài chính sụt giảm.
Lợi nhuận trước thuế	1,328	2,500	4.0%	89.1%	2,986	31.9%	19.4%	2,839	-4.9%	
Lợi nhuận ròng	1,320	2,194	4.5%	66.2%	2,618	32.3%	19.3%	2,488	-5.0%	Tăng trưởng doanh thu vượt trội, tuy nhiên biên lợi nhuận giảm nhẹ do khoản giảm trừ thương mại, chi phí bán hàng & QLDN tăng cao đi kèm thu nhập tài chính suy giảm khiến lợi nhuận ròng chỉ tăng nhẹ 4.5% so với dự phóng cũ của chúng tôi.

Nguồn: DCM, MBS Research

Giá urea tăng mạnh trong 2025 và duy trì ổn định trong 2026, DCM điều tiết thị trường xuất khẩu và nội địa để tối đa lợi nhuận

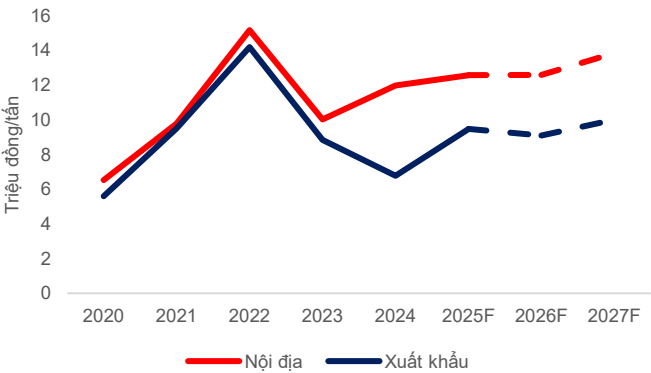
Chúng tôi dự phóng giai đoạn 2025-2027, doanh thu nội địa ure đạt lần lượt 5,697/6,607/7,378 tỷ đồng (+10%/16%/12% svck và +1%/23%/38% so với dự phóng cũ của chúng tôi). Doanh thu từ xuất khẩu ure đạt 3,962/3,183/3,555 tỷ đồng (biến động 57%/-20%/12% svck và +30%/10%/23% so với dự phóng lần trước của chúng tôi). Bên cạnh doanh thu khả quan, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mẫn ure cũng có nhiều cải thiện, cụ thể đạt 37.2%/38.2%/31.7% giai đoạn 2025-2027 nhờ vào triển vọng tích cực về giá ure, giá khí đầu vào duy trì ổn định và tiết giảm giá vốn hàng bán nhờ luật thuế VAT đầu ra 5% chính thức có hiệu lực kể từ giữa 2025.

- 6T2025, giá ure thế giới phục hồi mạnh so với cùng kỳ, có thời điểm quý 2 chạm gần 500 USD/tấn, sau đó giảm nhẹ về 420–430 USD/tấn nhưng vẫn cao hơn nền thấp 2024. Giá bình quân 6T2025 đạt ~384 USD/tấn, tăng 17% svck và 10% so với bình quân 2024 (349 USD/tấn). Theo IFA, sản lượng ure toàn cầu giai đoạn 2024–2027 dự kiến tăng nhẹ ~2%/năm do nhiều nhà máy châu Âu đóng cửa hoặc vận hành cầm chừng, khiến nguồn cung kém linh hoạt. Nhu cầu tiếp tục duy trì ổn định nhờ dân số tăng và mở rộng diện tích canh tác tại Brazil, Ấn Độ. Trong ngắn hạn (2025), nguồn cung tăng chậm hơn nhu cầu, cùng rủi ro chi phí năng lượng cao và chính sách xuất khẩu thắt chặt, có thể giữ giá ure ở mức cao. Trung hạn (2026–2027), khi các dự án mới vận hành, áp lực giảm giá có thể xuất hiện nếu cầu không tăng tương ứng. Dựa trên đó, chúng tôi dự phóng giá ure nội địa DCM đạt 12.57/12.59/13.85 triệu VNĐ/tấn (+5.0%/0.1%/10.0% svck giai đoạn 2025–2027) và giá xuất khẩu đạt 9.47/9.10/10.01 triệu VNĐ/tấn (+40.0%/-4.0%/10.0% svck). Trong tháng 8, Trung Quốc nói lỏng lệnh cấm xuất khẩu ure. Với vị thế nhà sản xuất lớn nhất thế giới, động thái này có thể gây áp lực giảm giá ure toàn cầu. Chúng tôi cho rằng tác động đến doanh nghiệp Việt Nam mang tính gián tiếp, chủ yếu qua kênh giá quốc tế. Nếu Trung Quốc thực sự bổ sung ~7 triệu tấn ure ra thị trường (tương đương 13–14% thương mại toàn cầu), giá ure có thể giảm đáng kể, tùy mức độ và tốc độ xuất khẩu. Hiện Bắc Kinh vẫn duy trì cơ chế kiểm soát - có hạn ngạch, điều tiết giá và hướng dẫn từ chính phủ, do đó chúng tôi kỳ vọng việc xuất khẩu sẽ diễn ra dần từng phần, giúp giá ure thế giới duy trì ổn định trong năm 2025 – đầu 2026.
- Nửa đầu 2025, DCM gia tăng tỷ trọng xuất khẩu để tận dụng đà phục hồi giá ure thế giới. Tuy nhiên, trong dài hạn, doanh nghiệp vẫn duy trì tỷ trọng nội địa ~60–65%, do giá bán trong nước thường cao hơn xuất khẩu. Nguyên nhân là xuất khẩu chủ yếu theo hợp đồng lớn với chiết khấu cao, giá bán thấp hơn nhằm giữ thị phần quốc tế; trong khi ure nội địa bán qua nhiều khâu trung gian, nhắm tới nhu cầu ổn định của nông dân, cho phép giá bán lẻ cao hơn. Ngoài ra, hàng xuất khẩu thường theo hình thức FOB, chi phí logistics do bên mua chịu nên giá bán sẽ giảm đôi chút. Chúng tôi dự báo 2025, DCM tăng mạnh xuất khẩu, sản lượng nội địa đạt 453 nghìn tấn, xuất khẩu 418 nghìn tấn (chiếm 48% tổng sản lượng).

Sang 2026, doanh nghiệp quay lại tập trung thị trường nội địa, đạt 525 nghìn tấn nội địa và 350 nghìn tấn xuất khẩu (chiếm 40%).

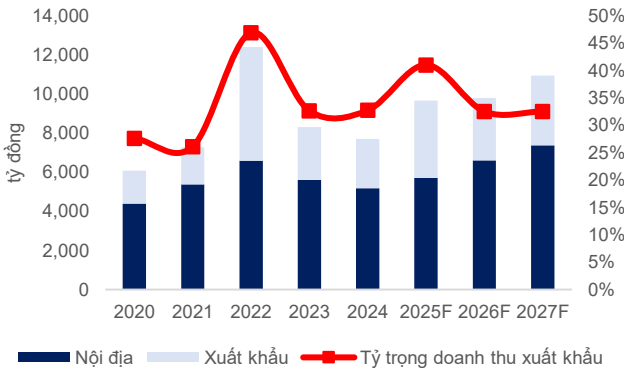
- Chúng tôi ước tính giá khí đầu vào từ PM3 của DCM đạt 5.71/5.73/5.75 USD/MMBTU giai đoạn 2025–2027, tăng nhẹ theo xu hướng giá khí thế giới và chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, chi phí thực tế có thể cao hơn do nguồn khí PM3 suy giảm, DCM có thể phải bổ sung khí từ Lô B với giá cao hơn. Từ 01/07/2025, phân bón chính thức chịu thuế VAT 5%, giúp DCM được khấu trừ VAT đầu vào, qua đó giảm giá vốn và tăng lợi thế cạnh tranh với hàng nhập khẩu. Nhờ (1) giá ure tích cực, (2) giá khí ổn định, và (3) lợi ích khấu trừ VAT, biên lợi nhuận gộp mảng ure dự kiến đạt 37.2%/38.2%/31.7% trong 2025–2027, tương ứng thay đổi +2.8/+4.7/-0.5 đpt so với dự phóng trước và +8.6/+1.0/-6.5 đpt svck.

Hình 11: Dự phóng giá bán ure nội địa và xuất khẩu của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 12: Ước tính doanh thu bán ure của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 13: Tác động chính sách thuế VAT đầu ra đến DCM

Cơ chế/Ảnh hưởng		Trước 01/07/2025	Sau 01/07/2025
Công thức tính thuế		Chi phí thuế VAT phải nộp = VAT đầu ra – VAT đầu vào	
Mức thuế VAT đầu ra		0%	5%
Mức thuế phải nộp	Do mức thuế VAT đầu ra bằng 0% đối với sản phẩm phân bón, DCM sẽ không được khấu trừ phần thuế VAT đầu vào đã nộp mà sẽ tính vào chi phí kinh doanh (giá vốn hàng bán) làm tăng chi phí và giá thành sản phẩm.	Phân bón thành phẩm chịu mức thuế VAT đầu ra 5%, như vậy theo công thức thì đối với chi phí thuế cuối cùng sẽ được khấu trừ khoản VAT đầu vào của DCM khi thu mua nguyên vật liệu, khoản hoàn thuế này sẽ giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí so với trước đây.	
Tăng tính cạnh tranh	Mặt hàng phân bón nhập khẩu vào Việt Nam sẽ chịu mức thuế VAT 5%, như vậy các doanh nghiệp nhập khẩu phân bón quốc tế vào Việt Nam sẽ được giảm mức thuế VAT phải nộp theo công thức, trong khi đó DCM không được hoàn thuế VAT đầu vào sẽ khiến giá bán của DCM cao hơn và giảm sức cạnh tranh.	DCM chịu mức thuế VAT đầu ra 5%, do đó sẽ được hoàn thuế VAT đầu vào như mặt hàng phân bón nhập khẩu, giúp tăng tính cạnh tranh của DCM ở thị trường nội địa.	

Sản lượng NPK tăng trưởng tốt trong dài hạn sau khi thu mua nhà máy NPK Việt-Hàn (KVF)

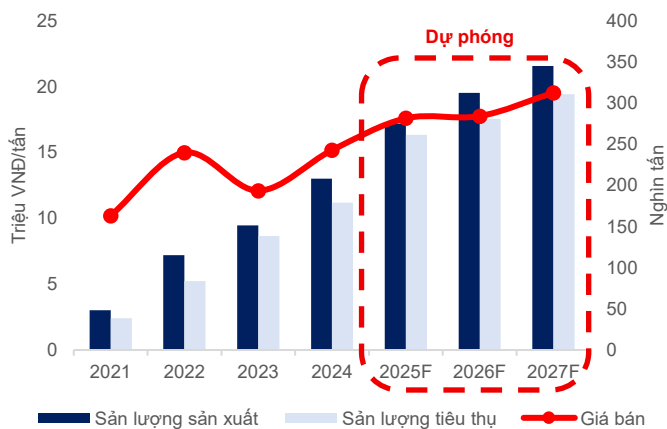
Chúng tôi dự phóng doanh thu thành phẩm NPK của DCM sẽ đạt 4,594 tỷ, 4,983 tỷ và 6,062 tỷ trong giai đoạn 2025-2027, tăng 69.2%/8.5%/21.6% svck và 55.5%/65.5%/95.5% so với dự phóng cũ, biên lợi nhuận gộp mảng NPK của công ty có thể cải thiện đáng kể lên mức 16.4%/20.4%/23.3% trong năm 2025-2027 (+4.6/4.0/2.9 đpt svck và +1.3/3.8/2.8 đpt so với dự phóng trước) nhờ khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào ure.

- NPK là loại phân bón phổ biến vì cung cấp đa nguyên tố cần thiết cho cây trồng, do đó nhu cầu NPK thường theo xu hướng tăng ổn định, đặc biệt ở các nền nông nghiệp lớn (Ấn Độ, Trung Quốc, Brazil, Đông Nam Á). Theo báo cáo của Grand View Research, thị trường

NPK được dự báo tăng trưởng với tốc độ khoảng CAGR ~3.1 % giai đoạn 2024–2030. Trong các báo cáo thị trường phân bón ghi nhận NPK đang chịu áp lực chi phí từ thành phần P (phosphate), vì phosphate tăng giá mạnh do hạn chế xuất khẩu từ Trung Quốc và chi phí sản xuất cao. Chúng tôi nhận định giá NPK sẽ tăng trong 2025 do áp lực nguồn cung và chi phí đầu vào, giai đoạn 2026-2027 giá sẽ tiếp tục tăng nhưng với mức độ nhẹ hơn do khả năng các nhà máy mới đi vào hoạt động và nguồn cung P (phosphate) & K (kali) được bổ sung. Chúng tôi ước tính mức giá bán NPK của DCM 2025-2027 là 17.6/17.7/19.5 triệu VNĐ/tấn (+15.9%/0.9%/10.0% svck).

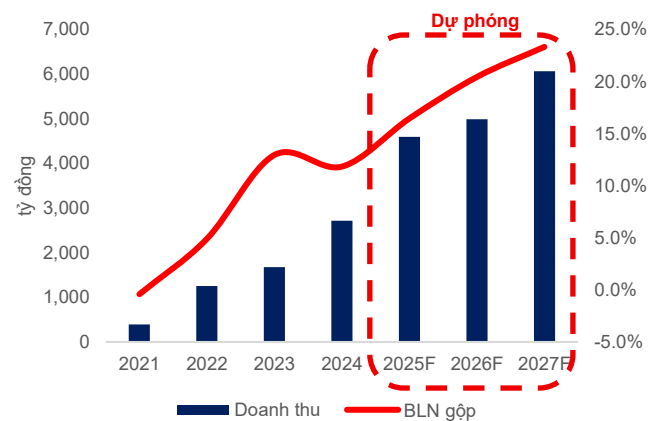
- Tận dụng nhu cầu đối với phân NPK, triển vọng giá tốt và công suất từ nhà máy KVF, chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ có thể gia tăng sản lượng tiêu thụ đối với mặt hàng này, cụ thể ước tính sản lượng NPK đạt lần lượt 261/281/311 nghìn tấn (+46.0%/7.5%/10.6% svck) từ 2025-2027.

Hình 14: Ước tính giá bán và sản lượng NPK của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 15: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng NPK của DCM



Nguồn: DCM, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12,571	13,456	18,788	19,449	LN trước thuế	1,255	1,522	2,500	2,986
Giá vốn hàng bán	(10,539)	(10,942)	(14,623)	(14,866)	Khấu hao	1,083	268	575	537
Lợi nhuận gộp	2,032	2,513	4,164	4,583	Thuế đã nộp	(154)	(118)	(300)	(358)
Chi phí quản lý DN	(549)	(481)	(817)	(846)	Các khoản điều chỉnh khác	(656)	(355)	(631)	(653)
Chi phí bán hàng	(801)	(1,014)	(1,127)	(1,167)	Thay đổi VLD	784	(1,239)	905	(285)
LN từ HĐKD	683	1,018	2,220	2,570	LCTT từ HĐKD	2,313	78	3,049	2,227
EBITDA thuần	1,766	1,286	2,795	3,108	Đầu tư TSCĐ	(544)	(791)	(353)	(809)
LN trước thuế & lãi vay	683	1,018	2,220	2,570	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	4	-	-
Thu nhập lãi	577	382	376	506	Các khoản khác	(925)	928	304	410
Chi phí tài chính	(27)	(77)	(97)	(92)	LCTT từ đầu tư	(1,469)	141	(50)	(399)
Thu nhập ròng khác	22	(1)	2	2	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	836	437	(157)	23
LN trước thuế	1,255	1,322	2,500	2,986	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(3)	-	-
Thuế TNDN	(145)	6	(300)	(358)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,590)	(1,059)	(1,059)	(1,059)
Lợi nhuận sau thuế	1,110	1,328	2,200	2,627	LCTT từ hoạt động TC	(754)	(625)	(1,215)	(1,036)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(8)	(6)	(9)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,126	2,284	1,903	3,687
Lợi nhuận ròng	1,109	1,320	2,194	2,618	LC tiền thuần trong năm	90	(405)	1,784	792
Chi trả cổ tức	(1,590)	(1,059)	(1,059)	(1,059)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,284	1,903	3,687	4,479
Lợi nhuận giữ lại	(481)	261	1,135	1,560					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	2,284	1,903	3,687	4,479	Tăng trưởng doanh thu thuần	-21%	7%	40%	4%
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,039	7,515	7,780	Tăng trưởng EBITDA	-69%	-27%	117%	11%
Phải thu khách hàng	199	299	360	426	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-84%	49%	118%	16%
Hàng tồn kho	2,161	2,950	3,081	3,132	Tăng trưởng LN trước thuế	-73%	5%	89%	19%
Các tài sản ngắn hạn khác	619	729	939	996	Tăng trưởng LN ròng	-74%	19%	66%	19%
Tổng tài sản ngắn hạn	13,504	12,921	15,582	16,814	Tăng trưởng EPS	-74%	19%	66%	19%
Tài sản cố định	1,250	1,571	1,344	1,171	Biên LN gộp	16.2%	18.7%	22.2%	23.6%
Tài sản vô hình	350	364	381	403	Biên EBITDA	18.7%	12.1%	16.7%	18.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	88	601	601	1,023	Biên LN ròng	8.8%	9.8%	11.7%	13.5%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	10.8%	13.1%	20.5%	21.7%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	7.5%	8.5%	12.9%	13.8%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	10.3%	11.4%	17.5%	18.6%
Tài sản dài hạn khác	45	261	301	314	Vòng quay tài sản	85.5%	86.9%	110.7%	102.5%
Tổng tài sản dài hạn	1,733	2,808	2,627	2,912	Cổ tức chi trả/LN ròng	143.4%	80.2%	48.3%	40.4%
Tổng tài sản	15,238	15,729	18,209	19,725	Tổng nợ vay/VCSH	8.5%	13.3%	10.5%	9.4%
Vay & nợ ngắn hạn	846	1,229	1,107	1,128	Nợ vay ròng/VCSH	-14.4%	-5.4%	-22.0%	-25.3%
Phải trả người bán	1,989	1,612	2,224	2,044	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-9.4%	-3.5%	-13.7%	-16.5%
Phải trả ngắn hạn khác	1,682	1,840	2,534	2,604	Khả năng thanh toán lãi vay	67.2	22.9	38.8	47.5
Tổng nợ ngắn hạn	4,517	4,681	5,865	5,776	Số ngày phải thu	6	8	7	8
Vay & nợ dài hạn	3	120	85	87	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	75	98	77	77
Các khoản phải trả khác	754	751	939	972	Số ngày phải trả tiền bán	69	54	55	50
Tổng nợ dài hạn	757	871	1,024	1,059	Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.0	2.8	2.7	2.9
Tổng nợ	5,275	5,552	6,889	6,835	Khả năng thanh toán nhanh	2.5	2.1	2.1	2.4
Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294	5,294	Khả năng thanh toán tiền mặt	2.3	1.9	1.9	2.1
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	2,095	2,493	4,144	4,946
LN giữ lại	2,045	1,883	2,579	3,637	BVPS (đồng/cp)	18,768	19,162	21,318	24,282
Các quỹ thuộc VCSH	2,593	2,964	3,409	3,920	P/E (lần)	18.0	15.1	9.1	7.6
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	2.0	2.0	1.8	1.6
Vốn chủ sở hữu	9,936	10,144	11,286	12,855	Tiền mặt ròng/cp	18,286	14,569	19,068	21,025
Lợi ích cổ đông thiểu số	28	33	34	36	Tỷ suất cổ tức	8.0%	5.3%	5.3%	5.3%
Tổng vốn chủ sở hữu	9,963	10,177	11,320	12,891					
Tổng nợ và VCSH	15,238	15,729	18,209	19,725					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2024 để đồng nhất cơ sở so sánh

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	Bất động sản - VLXD <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>