

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
TẬN HƯỞNG CƠ HỘI TỪ KHU VỰC TRUNG ĐÔNG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY26	Q4-FY25	+/- qoq	Q1-FY25	+/- yoy
Doanh thu thuần	5.286	4.528	17%	3.407	55%
Lợi nhuận sau thuế	753	390	93%	411	83%
EBIT	806	395	104%	454	78%
Tỷ suất EBIT	15%	9%	+651 bps	13%	+192 bps

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

KQKD Q1/2026 mở đầu năm mới thuận lợi

- Doanh thu thuần Q1/2026 đạt 5.286 tỷ đồng (+55,2% YoY), nhờ tăng trưởng đồng đều ở hầu hết các mảng kinh doanh, được hỗ trợ bởi bất ổn địa chính trị tại Trung Đông đẩy giá các loại phân bón thế giới tăng cao.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 25,5%, giảm nhẹ so với mức 26% cùng kỳ do tỷ trọng mảng thương mại (biên gộp thấp) tăng mạnh. Tuy nhiên, biên gộp của các mảng cốt lõi đều cải thiện nhờ giá bán tăng. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống 10% (từ 15% cùng kỳ) nhờ công ty không cần đẩy mạnh chi phí quảng cáo khi thị trường thuận lợi. Kết quả là LNST-CTM quý 1/2026 đạt 753 tỷ đồng (+83% YoY), thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi do giá bán tăng chậm hơn dự kiến.

Triển vọng FY26-27: Biến động mạnh theo giá bán phân bón

- Q2/2026: Tận hưởng cơ hội quý giá. Doanh thu thuần ước đạt 8.298 tỷ đồng (+33% YoY) và LNST-CTM ước đạt 1.310 tỷ đồng (+67% YoY), nhờ giá bán và sản lượng tăng lần lượt 35% và 14% YoY. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện lên 25% từ mức 20% cùng kỳ nhờ giá bán Ure tăng 35% YoY trong khi giá khí ước tăng chậm hơn (31% YoY).
- Do ảnh hưởng của xung đột Trung Đông, với kỳ vọng sẽ hạ nhiệt từ cuối năm 2026 và 2027, giá phân Ure dự kiến sẽ biến động trong biên rộng, với mức tăng bình quân 25% YoY trong năm 2026 (bình quân đạt 14.327 đồng/kg, ~550 USD/tấn) và giảm 5% YoY trong năm 2027.
- Theo đó, doanh thu và LNST-CTM năm 2026/2027F dự phóng đạt lần lượt 22.428 / 22.224 tỷ đồng (+32% / -1% YoY) và 3.059/ 2.680 tỷ đồng (+60% / -12% YoY), tương ứng EPS là 5.779/ 5.079 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

So với báo cáo [ngành phân bón](#) cập nhật vào ngày 10/03/2026, chúng tôi nâng dự báo LNST-CTM năm 2026 của DCM lên 3.059 tỷ đồng từ 2.093 tỷ đồng do điều chỉnh tăng giá bán Ure và NPK lần lượt 25% và 20% YoY, cùng với giả định giá dầu Brent ở mức 80 USD/thùng.

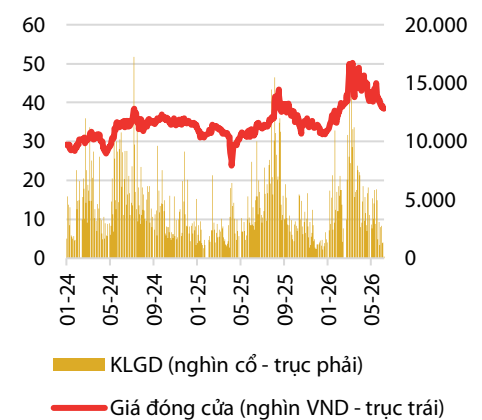
Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFF) và P/B, giá trị hợp lý được xác định cho cổ phiếu DCM là **48.500 đồng/cp**. Kết hợp với cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới là 2.000 đồng, tổng mức sinh lời kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 11/06/2026 là 33%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM.

MUA +28%

Giá thị trường (VND)	37.850
Giá mục tiêu (VND)	48.500
Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới	VND 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất	
Vốn hóa (tỷ đồng)	19.664	
SLCPDLH (triệu CP)	529	
KLGD bình quân 3 tháng	4.972	
Free Float (%)	19,8	
Giá cao nhất 52 tuần	50.200	
Giá thấp nhất 52 tuần	31.800	
Beta	1	
	FY2025	Hiện tại
EPS	3.702	4.413
Tăng trưởng EPS (%)	38,0	0,1
P/E	12,1	9,7
P/B	2,2	2,0
EV/EBITDA	10,0	7,9
ROE (%)	18,4	21,7

Diễn biến giá

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	76
Khác	24
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	39,9

Phòng Phân tích Ngành Phân bón
phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q1-FY26 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ xuất khẩu trong khi nhu cầu nội địa suy giảm

Doanh thu thuần Q1/2026 đạt 5.286 tỷ đồng (+55,2% YoY), nhờ tăng trưởng đồng đều từ hầu hết các mảng kinh doanh, được hỗ trợ bởi bất ổn địa chính trị tại Trung Đông đẩy giá phân bón thế giới tăng cao. Trong đó, doanh thu các mảng Ure, NPK, Trading và khác tăng lần lượt 20%, 56%, 259% và 2% YoY. Cụ thể:

- Mảng Ure ghi nhận doanh thu xuất khẩu tăng 34% YoY, trong khi doanh thu nội địa tăng 2% YoY. Sản lượng Ure tăng 10% YoY, với sản lượng xuất khẩu đạt 177 nghìn tấn (+19% YoY) và sản lượng nội địa đạt 94 nghìn tấn (-3% YoY). Giá bán nội địa và xuất khẩu đều tăng 9% YoY, đạt lần lượt 10,7 nghìn đồng/kg và 11,3 nghìn đồng/kg lần lượt.
- Mảng NPK tăng trưởng tốt với sản lượng tiêu thụ đạt 66 nghìn tấn (+35% YoY) và giá bán đạt 11,9 nghìn đồng/kg (+12% YoY).
- Mảng tự doanh (Trading) bứt phá mạnh với sản lượng đạt 114 nghìn tấn (+231% YoY) và giá bán trung bình 13 nghìn đồng/kg (+8% YoY).

Biên lợi nhuận gộp đạt 25,5%, giảm nhẹ so với mức 26% cùng kỳ, chủ yếu do tỷ trọng mảng Trading (biên gộp thấp) tăng mạnh. Biên gộp các mảng Ure/ NPK/ Trading/ khác đạt 38,8%/ 12,9%/ 1,7%/ 40,3% (tăng cao so với 31,3%/ 9,8%/ 4,1% / 27,4% cùng kỳ). Trong đó, biên gộp của mảng Ure cải thiện nhờ giá bán tăng trong khi giá khí ước đạt 8,8 USD/mmbtu (-6% YoY).

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm xuống 10% (từ 15% cùng kỳ), nhờ chi phí bán hàng và quản lý chỉ tăng nhẹ 4% YoY. Điều này cho thấy Công ty không cần đẩy mạnh chi phí quảng cáo trong bối cảnh thị trường phân bón thuận lợi.

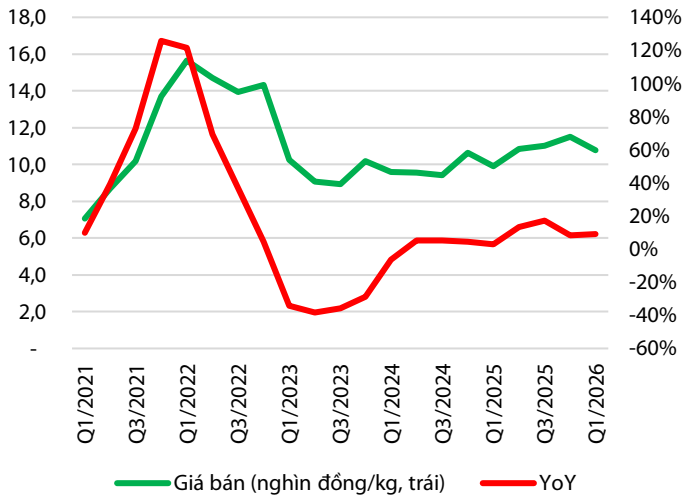
LNST-CTM Q1/2026 đạt 753 tỷ đồng (+83% YoY) và thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi do giá bán bình quân thực tế thấp hơn dự phóng khi doanh nghiệp chưa đẩy mạnh xuất khẩu trong Q1/2026.

Bảng 1 : KQKD Q1/2026 của DCM

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	Q1/2025	YoY	Q4/2025	QoQ
Doanh thu	5.431	3.572	52%	4.627	17%
Ure	2.924	2.438	20%	2.403	22%
- Trong nước	1.059	1.043	2%	1.284	-18%
- Xuất khẩu	1.866	1.396	34%	1.119	67%
+ Tổng sản lượng (nghìn tấn)	271	247	10%	209	30%
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	10,8	9,9	9%	11	-6%
NPK	815	521	56%	1.125	-28%
+ Sản lượng (nghìn tấn)	66	49	35%	99	-33%
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	12	11	16%	11	9%
Trading	1.489	415	259%	910	64%
Khác	202	198	2%	190	7%
Doanh thu thuần	5.286	3.407	55%	4.528	17%
Lợi nhuận gộp	1.346	885	52%	1.252	8%
+ Ure	1.135	763	49%	1.104	3%
+ NPK	105	51	105%	71	47%
+ Trading	26	17	52%	11	134%
Biên gộp	25%	26%	-51 bps	28%	-218 bps
+ Ure	39%	31%	+754 bps	46%	-711 bps
+ NPK	13%	10%	+303 bps	6%	+652 bps
+ Trading	2%	4%	-235 bps	1%	+52 bps
Chi phí bán hàng và quản lý	531	511	4%	855	-38%
EBITDA	903	455	98%	498	81%
EBIT	806	370	118%	395	104%
Doanh thu tài chính	94	97	-3%	54	72%
Chi phí tài chính	28	15	78%	18	54%
Lợi nhuận trước thuế	878	454	93%	436	101%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	753	411	83%	390	93%
+ Biên LNST-CTM	14%	12%	+234 bps	8%	+543 bps

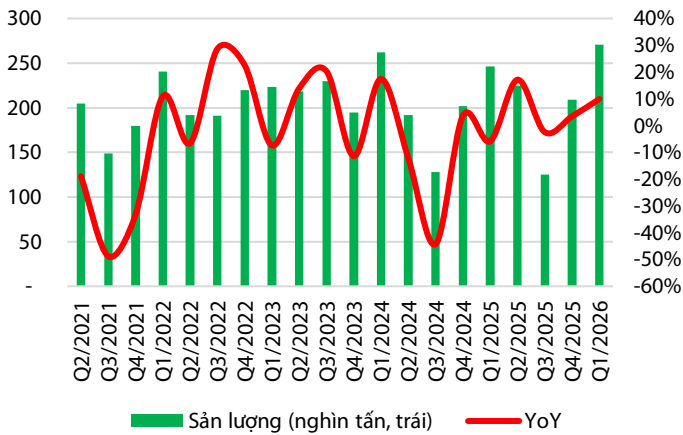
Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Giá bán Ure trung bình theo quý của DCM (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng tiêu thụ phân Ure theo quý (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



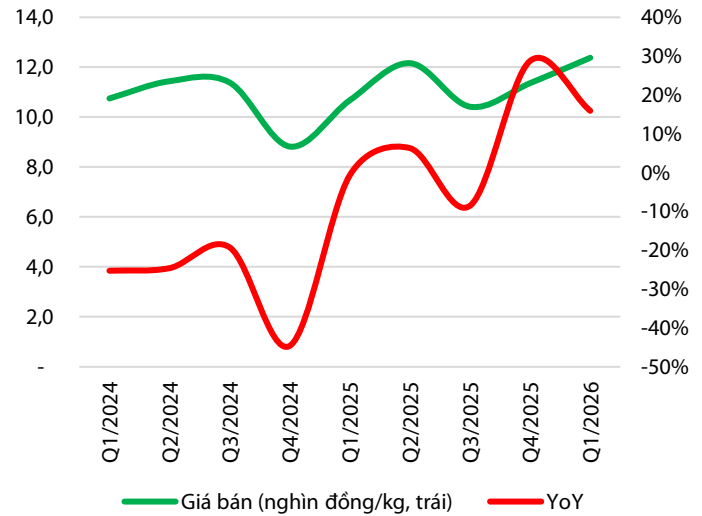
Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

KQKD Q2-FY26 kỳ vọng bứt phá nhờ đẩy mạnh xuất khẩu

Doanh thu thuần Q2/2026 ước đạt 8.298 tỷ đồng (+33% YoY và +53% QoQ) và LNST-CTM Q2/2026 ước đạt 1.310 tỷ đồng (+67% YoY).

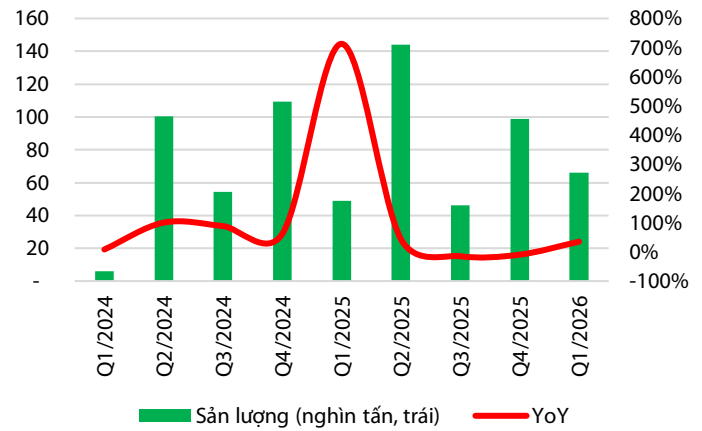
Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng Ure với doanh thu dự phóng đạt 3.713 tỷ đồng (+53% YoY), nhờ sản lượng tăng 14% YoY khi doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu từ tháng 3/2026 và giá bán Ure bình quân tăng 35% YoY. Biên lợi nhuận gộp Q2/2026 kỳ vọng cải thiện lên 25% từ mức 20%. Trong đó, biên gộp mảng Ure kỳ vọng đạt 43%, tăng so với mức 33% của cùng kỳ nhờ giá bán tăng mạnh 35% YoY trong khi giá khí ước tăng 31% YoY.

Hình 2: Giá bán NPK trung bình theo quý của DCM (nghìn đồng/kg, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ phân NPK theo quý (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 2 : KQKD ước tính Q2/2026 của DCM

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026	+/-YoY	+/-QoQ	Tóm tắt giải định
Doanh thu	8.298	33%	53%	
- Ure	3.713	53%	27%	
+ Sản lượng (nghìn tấn)	255	14%	-6%	Sản lượng tăng trưởng nhờ sản lượng xuất khẩu ước đạt 133 nghìn tấn (+50% YoY) trong khi nhu cầu nội địa sụt giảm 5% YoY do giá bán neo cao
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	14,6	35%	35%	Giá bán tăng theo xu hướng giá phân bón thế giới
- NPK	2.139	22%	162%	
+ Sản lượng (nghìn tấn)	144	0%	119%	Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ giảm nhẹ so với quý trước khi giá bán tăng cao
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	15	22%	20%	Giá bán tăng dần theo giá phân đơn đầu vào kèm theo thuế VAT 5% đầu ra thông qua
- Trading	1.935	24%	30%	Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ giá bán các loại phân Kali, DAP tăng 20%
- Khác	511	0%	152%	Ước tính duy trì ổn định so với quý trước
Doanh thu thuần	8.120	35%	54%	
Lợi nhuận gộp	1.999	61%	48%	
- Ure	1.581	95%	39%	
- NPK	272	6%	159%	
- Khác	(8)	-191%	-131%	
Biên gộp	25%	+477 bps	-86 bps	
- Ure	43%	+926 bps	+375 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá khí ước tăng 31% YoY trong khi giá bán tăng 35% YoY
- NPK	15%	+17 bps	+200 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá bán tăng 22% YoY
- Trading	2%	+116 bps	0 bps	Biên gộp cải thiện nhờ giá bán tăng dần
- Khác	32%	0 bps	-795 bps	Kỳ vọng tương đương quý trước
Chi phí quản lý và bán hàng	575	30%	8%	Chi phí bán hàng kỳ vọng tăng 40% YoY do chi phí vận chuyển tăng khi sản lượng xuất khẩu tăng 50% YoY trong khi nội địa sụt giảm 5% YoY. Trong khi đó, chi phí quản lý ước tính tăng 20% YoY
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu	7%	-26 bps	-295 bps	Kỳ vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu sụt giảm nhẹ do doanh thu tăng nhanh nhờ giá bán tăng cao.
EBIT	1.407	79%	75%	
Thu nhập tài chính	141	16%	51%	Kỳ vọng giảm nhẹ so với cùng kỳ do khoản tiền gửi ngắn hạn giảm 50% YoY
Chi phí tài chính	29	62%	6%	Kỳ vọng tương đương quý trước
LNTT	1.528	72%	74%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0%	94%	
LNST-CTM	1.310	67%	74%	
Biên LNST-CTM	16%	+311 bps	+189 bps	

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NĂM 2026-2027 – CƠ HỘI TRONG BẤT ỔN CHÍNH TRỊ

Chúng tôi điều chỉnh giá bán Ure nội địa trung bình cả năm 2026 tăng lên 14.300 đồng/kg (+25% YoY và tương đương 550 USD/tấn) nhưng giảm khoảng 35% từ mức đỉnh 850 USD/tấn hiện tại). Giá bán Ure có thể đạt đỉnh vào quý 2/2026 và sau đó ổn định về giảm dần về cuối năm sau khi giá dầu giảm nhờ xung đột Trung Đông hạ nhiệt. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent năm 2026 giao dịch trung bình quanh 80 USD/thùng.

Năm 2027, giá bán trung bình dự kiến giảm nhẹ 5% YoY do mức nền cao 2026 nhưng vẫn duy trì ở mức cao trên 400 USD/tấn.

Bảng 3: Dự phóng Doanh thu của DCM giai đoạn 2026-27

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026F	YoY	2027F	YoY	Diễn giải dự phóng 2026/27F
Doanh thu	17.548	23.205	32%	22.995	-1%	Doanh thu tăng trưởng theo mức tăng của mảng Ure
Ure	8.648	10.928	26%	10.673	-2%	
- Trong nước	4.597	5.418	18%	5.454	1%	Tăng trưởng nhờ giá bán tăng 25% YoY trong khi sản lượng nội địa sụt giảm 6% YoY
- Xuất khẩu	4.052	6.085	50%	5.781	-5%	Năm 2026, sản lượng và giá bán Ure xuất khẩu kỳ vọng tăng lần lượt 25%/20% YoY
+ Sản lượng (nghìn tấn)	804	862	7%	885	3%	Sản lượng tăng nhờ sản lượng xuất khẩu tăng 20% YoY bù đắp sự sụt giảm 6% YoY của nội địa
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	10.747	13.334	24%	12.689	-5%	Giá bán Ure tăng theo xu hướng giá phân bón Trung Đông với giá trung bình nội địa cả năm 2026 ước đạt khoảng 14.300 nghìn đồng/kg (tương đương 550 USD/tấn) trong khi giá bán xuất khẩu 2026 đạt khoảng 12.600 nghìn đồng/kg (+25% YoY). Giá Ure tháng 3/2026 đã đạt khoảng 18.000 đồng/kg, tăng 50% so với đầu năm.
NPK	3.878	5.217	35%	5.578	7%	

+ Sản lượng (nghìn tấn)	331	390	18%	440	13%	Sản lượng tăng cao nhờ mức nền giá thấp hơn Ure và xu hướng sử dụng NPK thay thế phân đơn Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu tiêu thụ cao khi doanh nghiệp thay đổi chiến lược bán hàng kèm theo giá phân Ure tăng nhanh hơn phân NPK nên nhu cầu tiêu thụ chuyển dịch 1 phần qua NPK trong ngắn hạn.
+ Giá bán (nghìn đồng/kg)	11.705	14.046	20%	13.343	-5%	
Trading	4.008	5.711	43%	5.426	-5%	Kỳ vọng tăng trưởng nhờ sản lượng tăng 25% YoY và giá bán tăng 20% YoY
Khác	1.014	1.349	33%	1.317	-2%	
Doanh thu thuần	16.961	22.428	32%	22.224	-1%	
Lợi nhuận gộp	4.035	5.684	41%	5.207	-8%	
+ Ure	2.862	4.010	40%	3.795	-5%	
+ NPK	597	905	52%	673	-26%	
+ Trading	191	409	114%	389	-5%	
Biên gộp	23%	24%	+150 bps	23%	-185 bps	
+ Ure	33%	37%	+361 bps	36%	-114 bps	
+ NPK	15%	17%	+196 bps	12%	-530 bps	
+ Trading	7%	7%	0 bps	7%	0 bps	
Chi phí bán hàng và quản lý	2.189	2.653	21%	2.664	0%	Tăng do chi phí bán hàng tăng 50% YoY khi doanh nghiệp đang đẩy mạnh chiến lược bán hàng mới để đẩy mạnh mảng NPK và giá cước vận chuyển tăng nhẹ theo giá xăng, dầu.
EBITDA	2.195	3.782	72%	3.312	-12%	
EBIT	1.820	2.998	65%	2.508	-16%	
Doanh thu tài chính	402	480	19%	541	13%	Tăng nhờ doanh nghiệp có lượng tiền mặt tăng dần khi lợi nhuận tăng mạnh
Chi phí tài chính	70	37	-47%	35	-7%	Năm 2026 kỳ vọng giảm do công ty giảm dần nợ vay
Lợi nhuận trước thuế	2.157	3.444	60%	3.018	-12%	
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1.915	3.059	-37%	2.680	-12%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng tóm tắt các giả định chính sau điều chỉnh

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR 2025-2030F
Giá bán phân Ure nội địa (VND/kg)	11.379	14.223	13.512	13.674	13.838	14.005	4,2%
YoY	13,1%	25%	-5,0%	1,2%	1,2%	1,2%	
Giá bán phân Ure xuất khẩu (VND/kg)	10.105	12.631	11.999	12.143	12.289	12.437	4,2%
YoY	16,3%	25,0%	-5,0%	1,2%	1,2%	1,2%	
Giá bán phân NPK (VND/kg)	11.705	14.046	13.343	13.503	13.666	13.830	3,4%
YoY	5%	20%	-5%	1%	1%	1%	
Giá bán phân mảng Trading (VND/kg)	12.922	15.507	14.731	15.026	15.327	15.633	3,9%
YoY	35%	20%	-5%	2%	2%	2%	
Sản lượng phân Ure tiêu thụ (nghìn tấn)	805	863	885	917	949	979	4,0%
YoY	0,0%	7,2%	2,6%	3,6%	3,4%	3,2%	
Sản lượng phân Ure nội địa (nghìn tấn)	404	381	404	428	451	473	3,2%
YoY	-21,5%	-5,7%	6,0%	5,9%	5,5%	5,0%	
Thị phần Ure nội địa	21,0%	22,0%	22,2%	22,4%	22,6%	22,8%	
Sản lượng phân Ure xuất khẩu (nghìn tấn)	401	482	482	490	498	506	4,8%
YoY	38,3%	20,1%	0,0%	1,7%	1,6%	1,6%	
Thị phần Ure xuất khẩu	24,8%	29,8%	29,8%	30,3%	30,8%	31,3%	
Tổng công suất	800	800	800	800	1.000	1.000	
Sản lượng tiêu thụ/ tổng công suất	101%	107,8%	110,7%	114,7%	94,9%	97,9%	
Tổng sản lượng phân NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	331	391	440	491	560	631	13,8%
YoY	31,9%	18,0%	12,6%	11,6%	14,0%	12,8%	
Sản lượng phân NPK nội địa (nghìn tấn)	247	376	422	470	534	601	19,5%
YoY	52,7%	52,3%	12,3%	11,2%	13,7%	12,5%	
Thị phần NPK nội địa	8,4%	9,4%	10,4%	11,4%	12,4%	13,4%	
Sản lượng phân NPK xuất khẩu (nghìn tấn)	14	15	18	21	25	31	16,8%

YoY	0,0%	5,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Thị phần NPK xuất khẩu	13,1%	13,1%	15,0%	17,1%	19,6%	22,4%	
Sản lượng phân trading (nghìn tấn)	310	388	388	388	388	388	4,6%
YoY	22%	25%	0%	0%	0%	0%	
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	8,4	9,8	9,3	9,9	9,9	9,9	3,5%
YoY	62%	16%	-5%	7%	0%	0%	
Giá dầu Brent (USD/Thùng)	67	80	76	76	76	76	2,6%
YoY	-16%	19%	-5%	0%	0%	0%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Xét về năng lực quản trị vốn lưu động

Sau 2 năm 2023-2024, chu kỳ vòng quay tiền mặt (Cash Conversion Cycle - CCC) của DCM đã nhanh chóng tăng mạnh đột biến từ mức 17 ngày lên 113 trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng CCC sẽ tiếp tục giảm về mức 111 – 109 ngày trong năm 2026 – 2027, trong đó:

- Số ngày tồn kho dự kiến giảm về mức 126 ngày trong năm 2027. Năm 2025, do thời tiết bão lũ cuối năm dẫn đến doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc bán hàng dẫn đến lượng tồn kho duy trì mức cao trong Q4/2025. Năm 2026, thời tiết chuyển pha El Niño và giá bán tăng nhanh giúp doanh nghiệp có thể đẩy mạnh hàng hóa xuất khẩu và giảm lượng hàng tồn kho hiện hữu.
- Số ngày phải thu kỳ vọng giảm dần về mức 23 ngày khi tình hình giá bán cải thiện giúp đại lý sớm thanh toán khoản nợ như giai đoạn 2021-2022 giá bán tăng cao giúp ngày phải thu trung bình còn 10 ngày.
- Số ngày phải trả kỳ vọng giảm dần về 40 ngày trong năm 2027, tương đương mức trung bình 2020-2022 tại 40 ngày và sau đó ổn định dần tại 40 ngày.

Tổng thể, mức kỳ luân chuyển tiền mặt năm 2025 cao hơn so với giai đoạn 2018-2024 khi kỳ luân chuyển khoảng 17 đến 59 ngày. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng yếu tố bất ổn từ thời tiết đi qua sẽ giúp Công ty cải thiện chính sách hàng tồn kho cũng như điều chỉnh sách bán hàng linh hoạt để rút ngắn thêm chu kỳ tiền mặt, từ đó nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Bảng 5: Phân tích vốn lưu động

							Tăng trưởng				
	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2023	2024	2025	2026F	2027F
Số ngày phải thu	4	11	14	27	25	23	6	4	13	(2)	(2)
Số ngày tồn kho	82	75	98	136	131	126	(7)	24	37	(5)	(5)
Số ngày phải trả	37	69	54	50	45	40	32	(15)	(4)	(5)	(5)
Kỳ lưu chuyển tiền mặt	49	17	59	113	111	109	(33)	42	54	(2)	(2)

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hiệu suất sinh lời phục hồi từ đáy 2023 nhờ giá bán cải thiện dần

Sau năm 2022 tạo đáy ở mức 4,1%, chỉ số ROE của doanh nghiệp đã cải thiện dần lên 9,5% trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng chỉ số ROE sẽ tiếp diễn xu hướng phục hồi lên mức trên 14,4% vào năm 2027, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận ròng mở rộng. Cụ thể:

- Biên lợi nhuận ròng cải thiện theo đà tăng biên gộp khi (1) giá bán ước tính tăng mạnh 25% năm 2026 và ổn định dần trong năm 2027 theo ảnh hưởng của giá Ure thế giới dưới bất ổn chính trị Iran-Isarel.
- Vòng quay tài sản đang duy trì ở mức cao do doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh nguồn vốn bên cạnh việc lợi nhuận chưa tăng trưởng đột biến. Trong giai đoạn 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giảm dần nợ vay nhờ lợi nhuận tăng mạnh kèm theo lãi suất có xu hướng tăng nhẹ khiến hoạt động kinh doanh nguồn vốn sụt giảm về giai đoạn 2015-2018 khi hệ số này duy trì ở khoảng 0,9 lần.
- Đòn bẩy tài chính kỳ vọng giảm dần về mức 1 lần trong giai đoạn 2026-2025 khi doanh nghiệp duy trì lợi nhuận mức cao và giảm dần hoạt động kinh doanh nguồn vốn cũng giảm dần khoản nợ vay.

Bảng 6: Phân tích DUPONT cho hiệu suất sinh lời của DCM

							Tăng trưởng				
	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2023	2024	2025	2026F	2027F
ROE	47,9%	10,8%	14,1%	18,4%	22,1%	17,4%	-3.707 bps	+333 bps	+423 bps	+371 bps	-467 bps

Trong đó:

Biên LN ròng	27,1%	8,8%	10,6%	11,3%	13,6%	12,1%	-1.828 bps	+173 bps	+74 bps	+235 bps	-154 bps
Vòng quay tài sản	1,26	0,85	0,87	1,02	1,06	1,02	-32%	2%	17%	4%	-3%
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5	1,0	2%	8%	4%	-4%	-35%
Biên gộp	36%	16%	19%	24%	25%	23%	-1.965 bps	+252 bps	+511 bps	+155 bps	-191 bps
Giá bán Ure (nghìn đồng/kg)	13.859	10.008	10.065	11.379	14.223	13.512	-28%	1%	13%	25%	-5%
Giá khí đầu vào (USD/MMBtu)	8,24	9,48	9,69	8,37	9,75	9,27	15%	2%	-14%	16%	-5%

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận cho giai đoạn 2026/27F lần lượt 46%/68% do tăng giá bán trung bình 2026 lên 13.334 đồng/kg, (+25% YoY) do tình hình căng thẳng Iran-Isarel kéo dài dẫn đến giá dầu Brent trung bình ước tính đạt 80 USD/thùng từ mức 65 USD/thùng. Giai đoạn 2027, chúng tôi điều chỉnh giảm 1 USD/mmbtu giá khí đầu vào do ban lãnh đạo chia sẻ giá cước mới từ 2027 là 13,7% giá dầu Brent thay vì 12,7% giá dầu Brent và không còn cộng 1 USD/mmbtu như trước đó.

Về các giả định định giá theo phương pháp FCFE, chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro về 4,3% (giảm so với mức 5%), beta 1,0 (giảm so với mức 1,2% và theo hệ số beta trong 5 năm theo Bloomberg) và các hệ số khác không thay đổi. Từ đó, WACC giảm về mức 12,3% từ 13%. Bên cạnh đó, chúng tôi giảm hệ số EV/EBITDA mục tiêu từ 5,6 về 5,25 lần do tỷ trọng đóng góp của mảng Ure/tổng lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 60% lên 71% hơn khi giá bán tăng cao.

Qua đó, chúng tôi thực hiện tăng 13% giá mục tiêu một năm tới lên **48.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 8,3x và 9,5x. Kết hợp với cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới là 1.500 đồng, tổng mức sinh lời kỳ vọng so với giá đóng cửa ngày 21/04/2026 là 18%, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** với cổ phiếu DCM.

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFE

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,28%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,00%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	21.170
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,20%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	8.015
Lãi suất phi rủi ro	5,00%	- Nợ	(1.439)
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	27.746
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	529
Exit EV/EBITDA	5,25	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	52.411

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hệ số EV/EBITDA mục tiêu cho DCM

EV/EBITDA	Theo trung bình ngành phân bón	Tỷ trọng mảng/tổng lợi nhuận	EV/EBITDA mục tiêu
Mảng phân Ure	5,3	71%	3,8
Mảng phân NPK	7,2	15%	1,1
Mảng khác	5,3	7%	0,4
Tổng EV/EBITDA mục tiêu			5,25

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DCM trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFE (đồng/cổ phiếu)

	Exit EV/EBITDA					
		3,25	4,25	5,25	6,25	7,25
WACC	8,3%	48.801	53.369	57.938	62.507	67.076
	10,3%	46.650	50.847	55.045	59.242	63.440
	12,3%	44.686	48.549	52.411	56.273	60.136
	14,3%	42.891	46.450	50.009	53.568	57.127
	16,3%	41.245	44.530	47.814	51.098	54.383

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH (P/B)
Bảng 7: Chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành Ure với DCM

Công ty	PE trượt 2025 (x)	PB trượt 2025 (x)	EVEBITDA trượt 2025 (x)	Doanh thu thuần 2025 (triệu USD)	Vốn hóa (USD)
DPM VN	15,6	1,3	7,5	637	575
DHB VN	190,6	3,3	4,4	167	79
CF Industries Holdings (Mỹ)	8,1	2,4	5,0	7.084	12.063
China BlueChemical (Trung Quốc)	10,3	0,5	37,4	1.675	1.433
China XLX Fertiliser (Trung Quốc)	10,6	1,1	7,4	3.529	1.479
Trung bình ngành phân Ure	47	1,7	12,3	2.618	3.142
Trung vị ngành phân Ure	10,6	1,3	7,42	1.675	1.433
DCM VN	10,2	1,6	5,3	640	658

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành NPK với DCM

Công ty	PE trượt 2025 (x)	PB trượt 2025 (x)	EVEBITDA trượt 2025 (x)	Doanh thu thuần 2025 (triệu USD)	Vốn hóa (USD)
BFC VN	8,75	1,77	6,11	408	92
Nutrien Ltd	14,29	1,17	6,73	26.885	29.801
Yara International ASA	7,68	1,20	5,35	15.623	10.511
Trung bình ngành phân Ure	10,24	1,38	6,07	14.305	13.468
Trung vị ngành phân NPK	8,75	1,20	6,11	15.623	10.511

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đối với phương pháp định giá ngắn hạn, chúng tôi giữ nguyên các hệ số P/B mục tiêu tại 1,7 lần như báo cáo [ngành phân bón cập nhật](#) vào ngày 10/03/2026.

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DCM trên mỗi Cổ phiếu theo P/B (đồng/cổ phiếu)

Giá trị sổ sách	P/B					
	2026F	2027F	0,7	1,2	1,7	2,2
26.177	29.183	18.324	31.412	44.501	57.589	70.677
		20.428	35.019	49.610	64.202	78.793

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Đóng góp
P/B (1,4x)	44.501	50%	22.300
-5Y DCF (WACC: 12,3%; EV/EBITDA: 5,3x)	52.411	50%	26.200
Giá mục tiêu			48.500
Cổ tức tiền mặt trong 1 năm tới			2.000
Giá mục tiêu tương đương P/E mục tiêu			8,4

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 9: Kết quả kinh doanh Q1-2026

(Tỷ đồng)	Q1/2026	Q4/2025	+/- (qoq)	Q1/2025	+/- (yoy)
Doanh thu	5.286	4.528	17%	3.407	55%
Lợi nhuận gộp	1.346	1.252	8%	885	52%
Chi phí bán hàng và quản lý	531	855	-38%	511	4%
EBITDA	903	498	81%	455	98%
EBIT	806	395	104%	370	118%
Doanh thu tài chính	94	54	72%	97	-3%
Chi phí tài chính	28	18	54%	15	78%
Khấu hao	97	103	-6%	85	15%
Thu nhập khác	5,82	4,26	37%	2	207%
Lợi nhuận trước thuế	878	436	101%	454	93%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	788	390	102%	411	91%

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Phân tích HĐKD Q1-2026

Chỉ tiêu	Q1/2026	Q3/2025	+/- (qoq)	Q1/2025	+/- (yoy)	2025	2024	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi								
TS lợi nhuận gộp	25%	22%	+349 bps	26%	-401 bps	24%	19%	+511 bps
EBITDA/Doanh thu	17%	12%	+486 bps	13%	-114 bps	13%	9%	+344 bps
EBIT/Doanh thu	15%	9%	+623 bps	11%	-186 bps	11%	7%	+340 bps
TS lợi nhuận ròng	14%	11%	+327 bps	12%	-111 bps	11%	11%	+74 bps
Hiệu quả hoạt động								
- Ngày tồn kho	108	143	(35)	111	(2)	136	98	37
- Ngày phải thu	24	31	(8)	26	(2)	27	14	13
- Ngày phải trả	39	51	(12)	56	(17)	50	54	(4)
Đòn bẩy (%)								
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	39%	36%	+275 bps	37%	-138 bps	39%	35%	+384 bps

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HKKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	13.456	16.961	22.428	22.224
Giá vốn	10.942	12.926	16.745	17.018
Lãi gộp	2.513	4.035	5.684	5.207
Chi phí bán hàng & QLDN	1.495	2.189	2.653	2.664
Thu nhập từ HĐTC	382	402	480	551
Chi phí tài chính	44	70	37	35
Lợi nhuận khác	200	12	12	12
Lợi nhuận trước thuế	1.522	2.157	3.444	3.027
Thuế TNDN	94	239	382	336
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	2	2	2
LNST-CTM	1.420	1.915	3.059	2.689
EBIT	986	1.820	2.998	2.508
EBITDA	1.278	2.195	3.782	3.312
				%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	7%	26%	32%	-1%
EBITDA	-28%	72%	72%	-12%
Lợi nhuận sau thuế	28%	35%	60%	-12%
Tổng tài sản	3%	12%	14%	8%
Vốn chủ sở hữu	3%	12%	14%	8%

Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	19%	24%	25%	23%
EBITDA/Doanh thu	9%	13%	17%	15%
EBIT/Doanh Thu	7%	11%	13%	11%
LNST-CTM/Doanh thu	11%	11%	14%	12%
ROA	9%	11%	15%	12%
ROE	14%	18%	22%	17%

Hiệu quả hoạt động				(ngày)
Ngày phải thu	14	27	25	23
Ngày tồn kho	98	136	131	126
Ngày phải trả	54	50	45	40

Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	2,8	2,4	3,3	3,9
Nhanh	2,0	1,5	2,0	2,5

Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	35%	39%	31%	29%
Tổng Vay/Tài sản	9%	13%	0%	0%
Tổng Vay/VCSH	13%	21%	0%	0%

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	1.903	3.590	4.927	7.656
Đầu tư ngắn hạn	7.039	4.082	3.674	3.306
Khoản phải thu	529	1.263	1.547	1.411
Hàng tồn kho	2.950	4.804	5.994	5.859
Tài sản ngắn hạn khác	500	709	619	614
Tài sản cố định hữu hình	2.547	2.853	2.548	2.133
Tài sản cố định vô hình	364	426	398	369
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2.808	3.196	3.399	2.951
Tổng tài sản	15.729	17.645	20.162	21.797
Khoản phải trả	1.612	1.764	2.064	1.865
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1.840	1.992	3.034	3.006
Vay và nợ ngắn hạn	1.229	2.226	-	-
Vay và nợ dài hạn	120	57	-	-
Khoản phải trả dài hạn khác	751	866	1.172	1.441
Tổng nợ	5.552	6.905	6.270	6.312
Vốn đầu tư của CSH	5.294	5.294	5.294	5.294
Lợi nhuận giữ lại	1.883	1.864	3.868	5.502
Quỹ đầu tư và phát triển	2.968	3.551	4.696	4.653
Tổng vốn chủ sở hữu	10.144	10.709	13.858	15.449
Tổng nguồn vốn	15.729	17.645	20.162	21.797

Chỉ số định giá	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	2.682	3.618	5.779	5.079
P/E (x)	17,1	11,8	7,5	8,6
BV (đồng)	19.162	20.228	26.177	29.183
P/B (x)	2,4	2,1	1,7	1,5
DPS (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	4,4%	4,6%	4,6%	4,6%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SoTP	44.501	50%	22.250
DCF	52.411	50%	26.205
Giá mục tiêu (đồng/cp)			48.500

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
Tháng 4/2025	34.500	TÍCH LŨY	1 Năm
Tháng 10/2025	40.400	TÍCH LŨY	1 Năm
Tháng 5/2026	48.500	MUA	1 Năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
 02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
 TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
 95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
 P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
 P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
 P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
 TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
 GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**