# MUA

| | |
|---|---|
| Giá mục tiêu 2026: | **40.500 VND** |
| % tăng giá: | **34%** |
| Cập nhật: | **16/11/2026** |

# DCM

**Công ty Cổ phần - Tổng Công ty Phân bón Dầu Khí Cà Mau**

## TRIỂN VỌNG 2026

**Tích cực:** (1) Nhu cầu nội địa phục hồi mạnh, sản lượng urê tiêu thụ trong nước Q3 tăng 153% YoY bù đắp cho sự suy yếu ở thị trường quốc tế và (2) Hợp đồng khí Nam Du - U Minh đảm bảo nguồn khí đầu vào ổn định hơn trong dài hạn.

**Tiêu cực:** (1) Giá urê thế giới đã qua đỉnh khi Trung Quốc nối lại xuất khẩu và (2) Chi phí khí đầu vào neo cao theo giá dầu làm thu hẹp biên lợi nhuận.

*Đơn vị : tỷ VND*

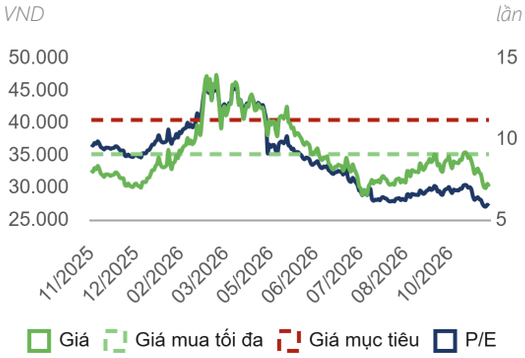
| | Q3/25 | Q3/26 | 2026F |
|---|---|---|---|
| DTT | 2.988 | 5.742 | 22.200 |
| *% YoY* | *13%* | *92%* | *33%* |
| LNST sau CĐTS | 328 | 430 | 2.550 |
| *% YoY* | *172%* | *31%* | *30%* |

### Tổng quan doanh nghiệp

DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất U-rê hàng đầu, chiếm thị phần tới 60% tại Đồng Bằng Sông Cửu Long. DCM có ưu thế về tỷ trọng và thị trường xuất khẩu, phân bố tại thị trường Đông Nam Á, Mỹ Latin. Hiện tại, doanh nghiệp đang nỗ lực mở rộng thị phần mảng NPK tại thị trường Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.

### Dữ liệu thị trường

| | |
|---|---|
| Ngành nghề: | **Hóa chất** |
| Giá hiện tại: | **30.200 VND** |
| Vốn hóa: | **15.988 tỷ VND** |
| Số lượng CPLH: | **529 triệu CP** |
| EPS 4 quý gần nhất: | **5.132 VND** |
| P/B: | **1,35 lần** |




## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Lũy kế 9T/2026, doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của DCM lần lượt đạt 17.734 tỷ đồng (+42,6% YoY) và 2.282 tỷ đồng (+49,6% YoY), hoàn thành 101% kế hoạch doanh thu và 193% kế hoạch lợi nhuận năm.

DSC nâng dự phóng doanh thu thuần năm 2026 từ 19.498 tỷ lên 22.200 tỷ đồng (+33% YoY) do sản lượng tiêu thụ vượt kỳ vọng, nhưng hạ dự phóng LNST sau CĐTS từ 2.651 tỷ xuống 2.550 tỷ đồng (+30% YoY) do biên lợi nhuận thu hẹp. Dự phóng này hàm ý Q4/2026 đạt doanh thu 4.466 tỷ đồng (+6% YoY) và LNST sau CĐTS 268 tỷ đồng (-38% YoY). DSC duy trì khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 40.500 đồng/cp (báo cáo trước: 42.000 đồng/cp), tương đương upside 34%.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Giá urê thế giới qua đỉnh, động lực tăng trưởng chuyển về thị trường nội địa

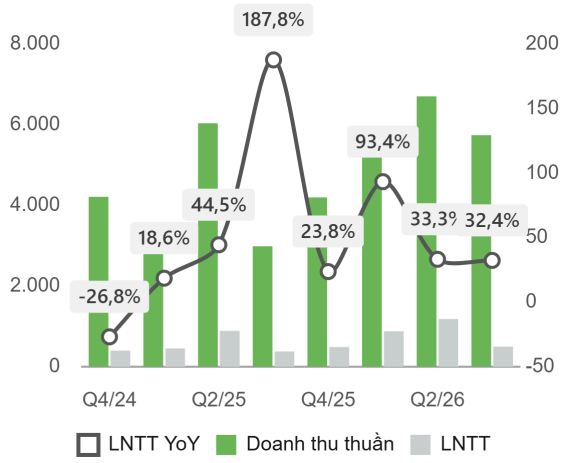
Giá urê FOB đạt đỉnh 908 USD/tấn trong nửa cuối tháng 4/2026, cao nhất kể từ tháng 9/2022, trước khi giảm về khoảng 400 USD/tấn khi Trung Quốc khôi phục xuất khẩu và hạ giá sàn từ khoảng 660 USD/tấn xuống khoảng 430 USD/tấn FOB. Theo World Bank, giá urê bình quân Q3/2026 đạt 399 USD/tấn, giảm 42% QoQ và 18% YoY. Tại DCM, sản lượng urê xuất khẩu Q3 chỉ đạt 62 nghìn tấn (-21% YoY), trong khi tiêu thụ nội địa đạt 153 nghìn tấn (+153% YoY). Lũy kế 9 tháng, xuất khẩu urê đạt 413 nghìn tấn, bằng 150% kế hoạch năm, còn nội địa mới đạt 66% kế hoạch. DSC đánh giá lợi thế xuất khẩu với giá cao trong 1H2026 đã kết thúc, và Q4/2026 sẽ phụ thuộc chủ yếu vào thị trường nội địa. Tuy nhiên, nhà máy dừng bảo dưỡng tổng thể từ 20/9 đến 07/10, khiến kế hoạch tiêu thụ urê tháng 10 chỉ còn 50 nghìn tấn (-36% so với tháng 9). Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu Q4 chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ, trong khi biên lợi nhuận tiếp tục thấp hơn mặt bằng 1H2026.

### Hợp đồng khí Nam Du - U Minh giúp chủ động nguồn khí từ 2028, nhưng giá khí không rẻ hơn

Tháng 9/2026, ĐHĐCĐ bất thường của DCM thông qua hợp đồng mua bán khí từ mỏ Nam Du - U Minh, thay thế dần nguồn khí mua ngoài từ Petronas từ năm 2028, chậm nhất trong Q4/2028. Tỷ trọng khí từ mỏ này dự kiến khoảng 35% giai đoạn đầu và tăng dần lên 60%. Giá khí năm đầu là 10,39 USD/mmBTU và tăng 2,25% mỗi năm, trong khi khí Petronas được tính theo 13,7% giá dầu Brent, tương ứng điểm hòa vốn ở mức Brent khoảng 75,8 USD/thùng. DSC đánh giá hợp đồng giúp DCM chủ động nguồn khí khi mỏ PM3 suy giảm và giảm phụ thuộc vào giá dầu. Tuy nhiên, giá khí theo công thức mới cao hơn kỳ vọng của thị trường, và lợi ích chỉ xuất hiện khi Brent duy trì trên 75,8 USD/thùng. Trong ngắn hạn, chi phí khí vẫn neo cao theo giá dầu (9 tháng 2026, giá khí tăng 27% trong khi giá bán phân bón chỉ tăng 20%), tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận.

**DOANH THU & LNTT**

*tỷ VND, %*




*Nguồn: DCM, DSC tổng hợp*

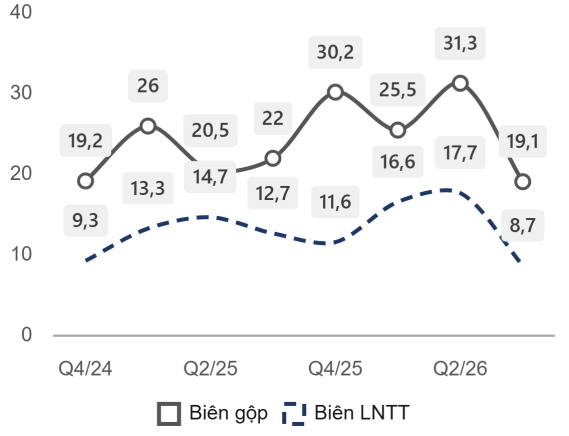
## ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

### Doanh thu được hỗ trợ bởi sản lượng tuy nhiên lợi nhuận suy giảm do giá bán

Trong Q3/2026, DCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 5.742 tỷ đồng (+92,1% YoY, -14,4% QoQ), trong bối cảnh tăng trưởng ở tất cả các mảng. Sản lượng urê tiêu thụ đạt 215 nghìn tấn (+72% YoY) với giá bán khoảng 12.500 đồng/kg (+14% YoY, -18% QoQ), sản lượng NPK hợp nhất đạt khoảng 116 nghìn tấn (+152% YoY). LNTT đạt 501 tỷ đồng (+32,4% YoY, -57,6% QoQ). DSC đánh giá tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ cải thiện trên nền thấp của Q3/2025. Tuy nhiên, lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu do áp lực từ các yếu tố tài chính, với khoản lỗ tài chính 88 tỷ đồng, chủ yếu bao gồm lỗ tỷ giá thuần 61 tỷ đồng, chi phí lãi vay 37 tỷ đồng (+97% YoY) và 71 tỷ đồng chi phí tài chính khác chưa được thuyết minh. Loại trừ các yếu tố tài chính, lợi nhuận kinh doanh cốt lõi đạt 586 tỷ đồng, gấp 2,1 lần cùng kỳ. Mặc dù tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, LNTT giảm gần 60% QoQ, cho thấy lợi nhuận có dấu hiệu qua đỉnh chu kỳ khi giá phân bón hạ nhiệt sau giai đoạn tăng nóng do xung đột tại Trung Đông. DSC duy trì quan điểm từ báo cáo trước, kỳ vọng động lực tăng trưởng trong cuối năm tiếp tục nằm ở thị trường nội địa khi cả nước bước vào vụ Đông - Xuân, vụ mùa tiêu thụ phân bón lớn nhất trong năm, qua đó hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ trong nước.

**BIÊN LỢI NHUẬN**

*%*




*Nguồn: DCM, DSC tổng hợp*

### BLNG thu hẹp mạnh khi giá urê giảm nhanh hơn chi phí đầu vào

BLNG Q3/2026 đạt 19,1% (-2,8 điểm % YoY, -12,2 điểm % QoQ), thấp nhất kể từ Q3/2024, do (1) biên gộp urê giảm từ 34,7% xuống 32,8% YoY khi giá bán giảm trong khi chi phí khí theo giá dầu vẫn cao, và (2) tỷ trọng NPK và phân bón tự doanh, với biên gộp chỉ 7-17%, tăng lên. Loại trừ khoản hoàn nhập khoảng 80 tỷ đồng dự phòng tồn kho, BLNG chỉ khoảng 17,7%. DSC cho rằng mức 31% của Q2 là đỉnh chu kỳ nhờ xuất khẩu giá cao, và vùng 18-20% phản ánh sát hơn mặt bằng biên lợi nhuận hiện tại. BLNTT đạt 8,7% (-3,9 điểm % YoY). Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý giảm từ 12,7% xuống 8,9% doanh thu nhờ lợi thế quy mô, bù đắp gần hết mức giảm của BLNG, nên nguyên nhân chính khiến BLNTT suy giảm là kết quả tài chính (từ +3,4% xuống -1,5% doanh thu). Lỗ tỷ giá mang tính tạm thời, nhưng chi phí lãi vay sẽ tiếp tục tăng theo dư nợ vay ngắn hạn. DSC hạ dự phóng BLNG năm 2026 từ 26-27% xuống khoảng 24% và dự báo BLNTT khoảng 12,7%. Biên lợi nhuận năm 2027 khó quay lại mức của 1H2026 khi giá urê đã bình thường hóa trong khi chi phí khí vẫn neo cao.

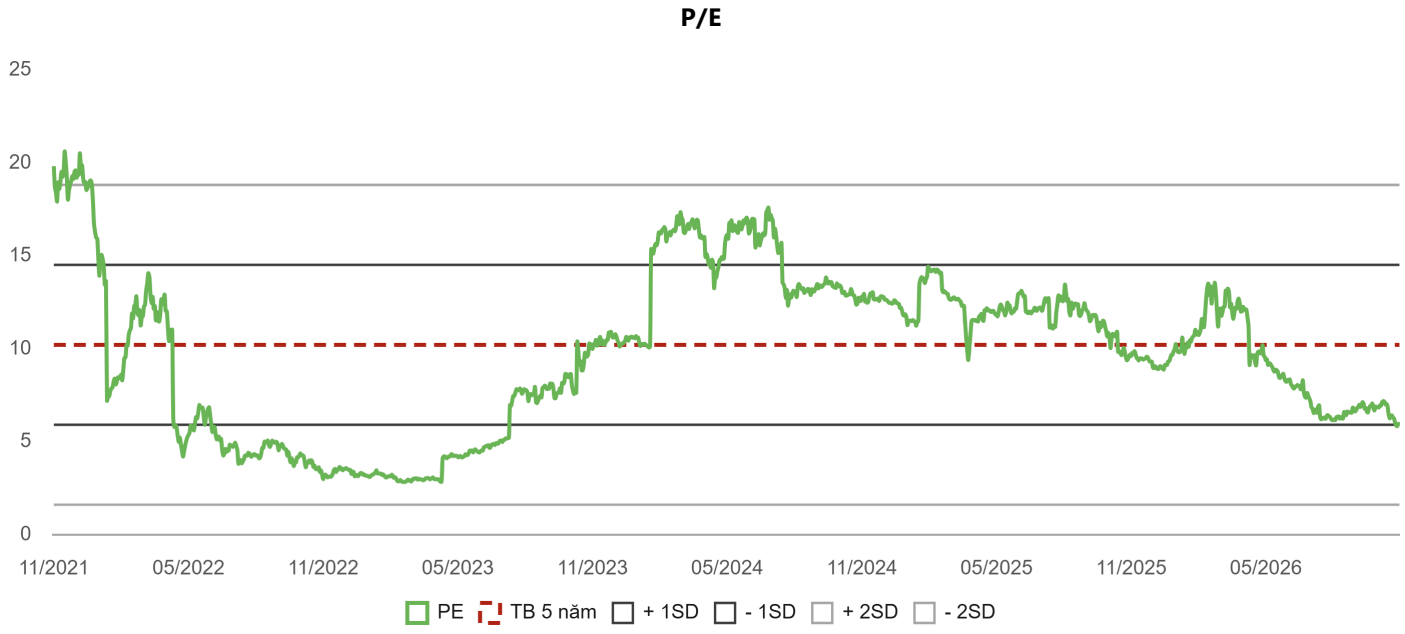
## Phương pháp định giá

DSC áp dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E mục tiêu 8,4 lần, giữ nguyên mức P/E hàm ý trong giá mục tiêu của báo cáo trước (42.000 VNĐ/cp trên EPS dự phóng 5.008 VNĐ/cp). Áp dụng cho EPS dự phóng năm 2026 sau điều chỉnh là 4.817 VNĐ/cp (LNST sau CĐTS 2.550 tỷ đồng trên 529,4 triệu cổ phiếu), DSC điều chỉnh giá mục tiêu cho DCM trong năm 2026 về mức 40.500 VNĐ/cp. Mức giảm của giá mục tiêu đến hoàn toàn từ việc hạ dự phóng lợi nhuận.

DSC duy trì mức định giá này do các yếu tố tích cực và tiêu cực tương đối cân bằng. Cụ thể, DSC không nâng P/E mục tiêu do chu kỳ giá urê đã qua đỉnh, biên lợi nhuận Q3 thu hẹp đáng kể và triển vọng lợi nhuận năm 2027 kém tích cực trong bối cảnh chi phí khí đầu vào neo cao. Ở chiều ngược lại, DSC cũng chưa hạ định giá nhờ (1) hợp đồng khí mới giúp giải quyết rủi ro suy giảm nguồn cung từ các mỏ khí cũ, đảm bảo nguồn khí đầu vào ổn định hơn trong dài hạn và (2) giá phân bón vẫn duy trì ở mức cao hơn giai đoạn trước, trong khi nguy cơ xung đột tái diễn có thể đẩy giá khí tăng trở lại.

## Bối cảnh định giá

DCM đang giao dịch với mức P/E 6,1 lần, thấp hơn đáng kể so với trung bình 5 năm khoảng 10 lần. Giá cổ phiếu đã giảm 7% kể từ báo cáo trước, phản ánh lo ngại về chu kỳ giá urê. DSC duy trì khuyến nghị Mua, tuy nhiên nhà đầu tư cần lưu ý KQKD Q4/2026 dự kiến giảm so với cùng kỳ, có thể tạo áp lực ngắn hạn lên giá cổ phiếu. Vì vậy, nhà đầu tư có thể giải ngân từng phần và tận dụng các nhịp điều chỉnh để gia tăng tỷ trọng.




*Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp*

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

| Khuyến nghị | Định nghĩa |
|---|---|
| **MUA** | Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| **THEO DÕI** | Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15% |
| **BÁN** | Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| **CHỐT LỜI** | Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập. |
| **KHÔNG ĐÁNH GIÁ** | Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu. |

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Lê Công Nguyên**
Chuyên viên Phân tích
nguyen.lc@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội
(024) 3880 3456
info@dsc.com.vn