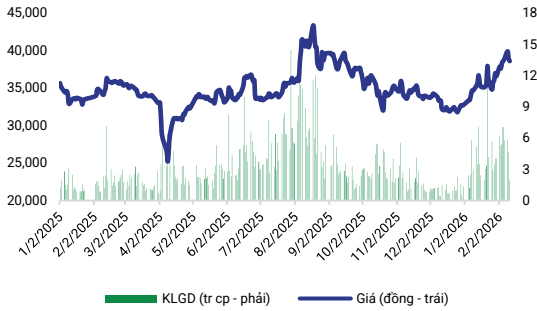


CTCP - Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (HSX: DCM)

Ngành	Phân bón	
KHUYẾN NGHỊ	MUA	
Giá mục tiêu	44,500	
Giá hiện tại	38,900	
Thay đổi	+14%	
Ngày	12/02/2026	
Một số chỉ tiêu chính	2025	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	16,961	16,258
LN gộp (tỷ VND)	4,035	4,288
EBIT (tỷ VND)	2,227	2,436
LN ròng (tỷ VND)	1,915	2,082
Tăng trưởng LNR (%)	34%	9%
EPS (VND)	3,622	3,936
Tăng trưởng EPS (%)	34%	9%
BVPS (VND)	20,288	22,220
ROE (%)	18.3%	18.5%
ROA (%)	11.5%	11.4%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam	75.56%
Cổ đông khác	24.44%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Thu Trang
trangntt@psi.vn
MÙA VÀNG BỘI THU
❖ Kỳ lục doanh số - bút phá lợi nhuận

Tiếp nối đà tăng trưởng, phân bón Cà Mau ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Q4.2025 lần lượt đạt 4,528 tỷ đồng (+7.5% YoY) và 389 tỷ đồng (+36% YoY). Luỹ kế cả năm 2025, DCM xác lập mốc doanh số kỷ lục 16,961 tỷ đồng (+26% YoY). Cùng với đó, biên lợi nhuận gộp cải thiện 5 điểm phần trăm giúp lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ 34.2% YoY lên 1,917 tỷ đồng.

❖ Triển vọng năm 2026

Mảng NPK – Cú huých tăng trưởng doanh thu. Lợi thế cạnh tranh tiếp tục được củng cố nhờ chất lượng sản phẩm vượt trội và đầu tư vào hệ thống kho cảng nhằm nâng cao năng lực dự trữ nguyên liệu. Nhà máy NPK Bình Định (2.9 ha) đã đi vào hoạt động từ cuối 2025, với công suất luân chuyển 150,000 tấn/năm và sản xuất – đóng gói khoảng 50,000 tấn/năm. Song song, doanh nghiệp đang triển khai các dự án trọng điểm gồm kho cảng Nhơn Trạch và bổ sung kho 12,000 tấn tại nhà máy đạm Cà Mau. Với mục tiêu vận hành tối đa công suất nhà máy phân bón Hàn Việt vào giai đoạn 2027 – 2028, thị phần NPK nội địa có thể tăng lên 17%, tập trung vào các vùng Đông Nam Bộ, Miền Trung và Tây Nguyên, đồng thời đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia.

Biên lợi nhuận gộp mảng Urê kỳ vọng duy trì mức cao nhờ (1) Giá khí đầu vào dự kiến hạ nhiệt về mức 8.2 mmBTU (-4.7% YoY) theo đà giảm của giá dầu thế giới. Chi tiết dự báo giá dầu tham khảo báo cáo ngành dầu khí năm 2026 của chúng tôi [tại đây](#); **(2)** Luật thuế GTGT 5% với phân bón giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu, đồng thời tiết kiệm chi phí nhờ cơ chế khấu trừ và hoàn thuế GTGT. Luật có hiệu lực từ tháng 7/2025 do đó các doanh nghiệp sẽ hưởng trọn tác động tích cực trong năm 2026. Các yếu tố trên bù đắp cho mức giảm nhẹ khoảng 5% YoY của giá bán trung bình.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026 của DCM là 16,258 tỷ đồng (-4% YoY) và 2,082 tỷ đồng (+9% YoY). **Định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu DCM ở mức 44,500 đồng/cp** (+14% so với giá đóng cửa ngày 12/02/2026).

Dựa trên động lực tăng trưởng và định giá, Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DCM.

❖ Kết quả kinh doanh duy trì tích cực

Phân bón Cà Mau ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Q4.2025 lần lượt đạt 4,528 tỷ đồng (+7.5% YoY) và 389 tỷ đồng (+36% YoY). Luỹ kế cả năm 2025, DCM đạt 16,961 tỷ đồng doanh thu (+26% YoY, tương đương 112% kế hoạch) và 1,917 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+34.2% YoY, hoàn thành 133% kế hoạch).

Chỉ tiêu	2024	2025	Tăng trưởng	Chú thích
Doanh thu thuần	13,456	16,961	+26% YoY	
- Màng Urê	7,701	8,648	+12% YoY	Giá bán trung bình tăng 12% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ đi ngang cùng kỳ đạt 805 nghìn tấn. Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt hơn 400 nghìn tấn tăng mạnh 38% YoY bù đắp cho mức giảm 22% của sản lượng nội địa
- Màng NPK	2,796	3,878	+39% YoY	Giá bán ổn định với sản lượng kinh doanh tăng mạnh 40% YoY lên 338 nghìn tấn (đã bao gồm KVF)
Giá vốn	10,942	12,926	+18% YoY	
- Màng Urê	5,498	5,199	-5% YoY	Trung bình giá khí đầu vào ở mức 8.6 USD/mmBTU, tương ứng giảm 11% YoY theo đà giảm của giá dầu. Giá dầu Brent và giá dầu MFO năm 2025 giảm về mốc 68 USD/thùng (-15% YoY) và 414 USD/tấn (-9% YoY).
- Màng NPK	2,394	3,281	+37% YoY	
Biên gộp	19%	24%	+ 5 điểm %	
- Màng Urê	29%	40%	+ 11 điểm %	
- Màng NPK	14%	15%	+1 điểm %	

Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

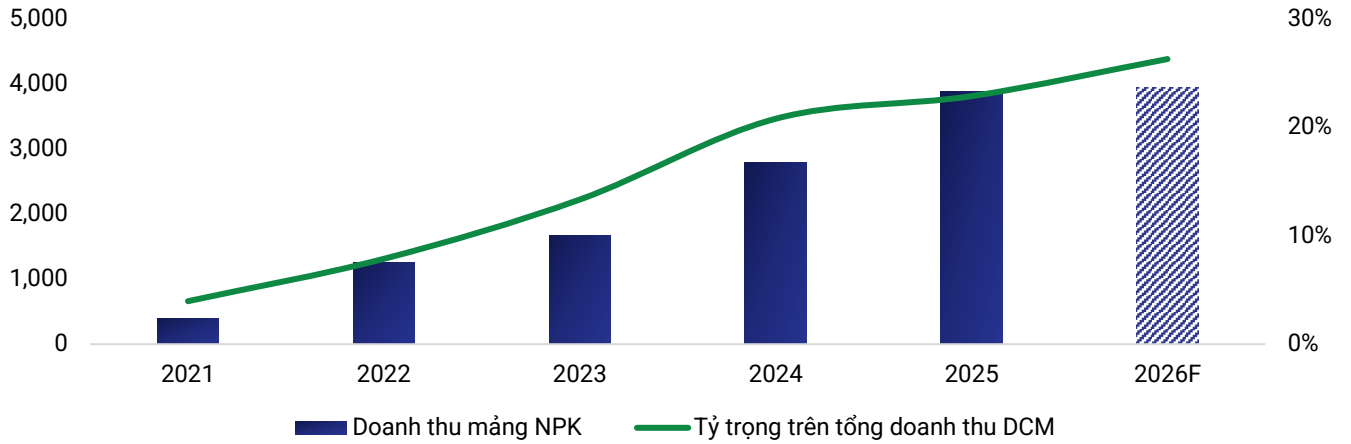
❖ Gia tăng màng NPK thúc đẩy doanh thu mở rộng

Lợi thế cạnh tranh tiếp tục được củng cố nhờ chất lượng sản phẩm và đầu tư vào hệ thống cảng, kho bãi nhằm nâng cao năng lực dự trữ nguyên vật liệu. Nhà máy sản xuất NPK Bình Định với quy mô 2.9 ha đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2025, có chức năng sản xuất, phối trộn các loại phân cao cấp như NPK+TE... Nhà máy được thiết kế với sức chứa và luân chuyển hàng hóa khoảng 150.000 tấn/năm, có khả năng sản xuất phân bón và đóng gói thành phẩm đạt khoảng 50.000 tấn/năm. Cùng với đó, doanh nghiệp đang trong quá trình xây dựng các dự án trọng điểm bao gồm:

- (1) Dự án kho cảng Nhơn Trạch giúp tăng quy mô lưu kho với sức chứa khoảng 700,000 tấn và tối ưu chi phí logistics nhờ hệ thống cảng đáp ứng tàu có trọng tải lên đến 45,000 tấn;
- (2) Dự án bổ sung kho 12.000 tấn tại nhà máy đạm Cà Mau khởi công 06/02/2025 trên tổng diện tích 28,262m², trong đó 16,560m² dành cho kho chứa phân bón. Đây là bước đi chiến lược trong mục tiêu mở rộng quy mô của DCM, đưa tổng công suất sản xuất phân bón lên gần 1,5 triệu tấn/năm, củng cố vị thế dẫn đầu trong ngành phân bón Việt Nam.

Với mục tiêu vận hành tối đa công suất nhà máy phân bón Hàn Việt vào giai đoạn 2027 – 2028, thị phần NPK có thể tăng từ 10% (năm 2025) lên 17%, tập trung vào các vùng Đông Nam Bộ, Miền Trung và Tây Nguyên. Đồng thời, DCM cũng lên kế hoạch đẩy mạnh xuất khẩu NPK sang Campuchia.

Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của mảng NPK có xu hướng tăng



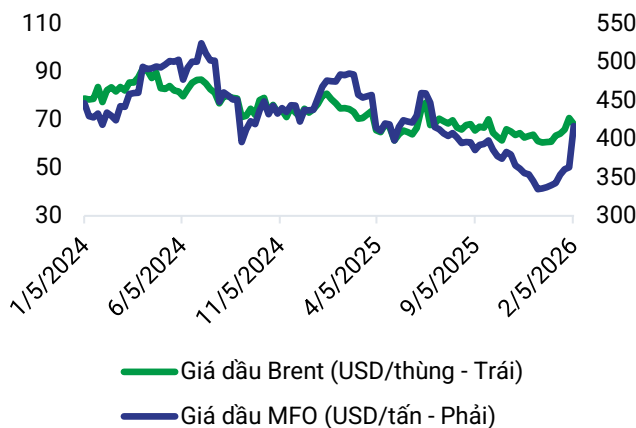
Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

❖ **Biên lợi nhuận gộp mảng Urê kỳ vọng duy trì mức 40%**

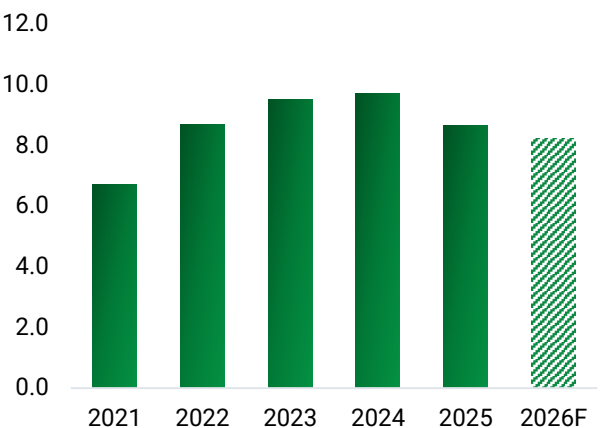
Giá khí kỳ vọng tiếp tục giảm. Trong năm 2026, giá dầu Brent dự báo trong khoảng 60 – 65 USD/thùng do thị trường có thể vẫn ở trạng thái dư cung (tham khảo tại [báo cáo ngành dầu khí](#) của chúng tôi), hỗ trợ giá khí đầu vào năm 2026 của DCM duy trì ở mức thấp, ước tính khoảng 8.2 USD/mmBTU (-4.7% YoY).

Hưởng trọn tác động tích cực từ Luật thuế VAT sửa đổi với phân bón trong năm 2026: Luật thuế GTGT 5% với phân bón chính thức có hiệu lực từ tháng 7/2025 giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu, đồng thời tiết kiệm chi phí nhờ cơ chế khấu trừ và hoàn thuế GTGT. Theo ước tính của DCM, khoản hoàn thuế VAT năm 2026 khoảng 200 tỷ đồng (cao hơn so với 100 tỷ đồng năm 2025)

Diễn biến giá dầu



Giá khí đầu vào của DCM (USD/mmBTU)



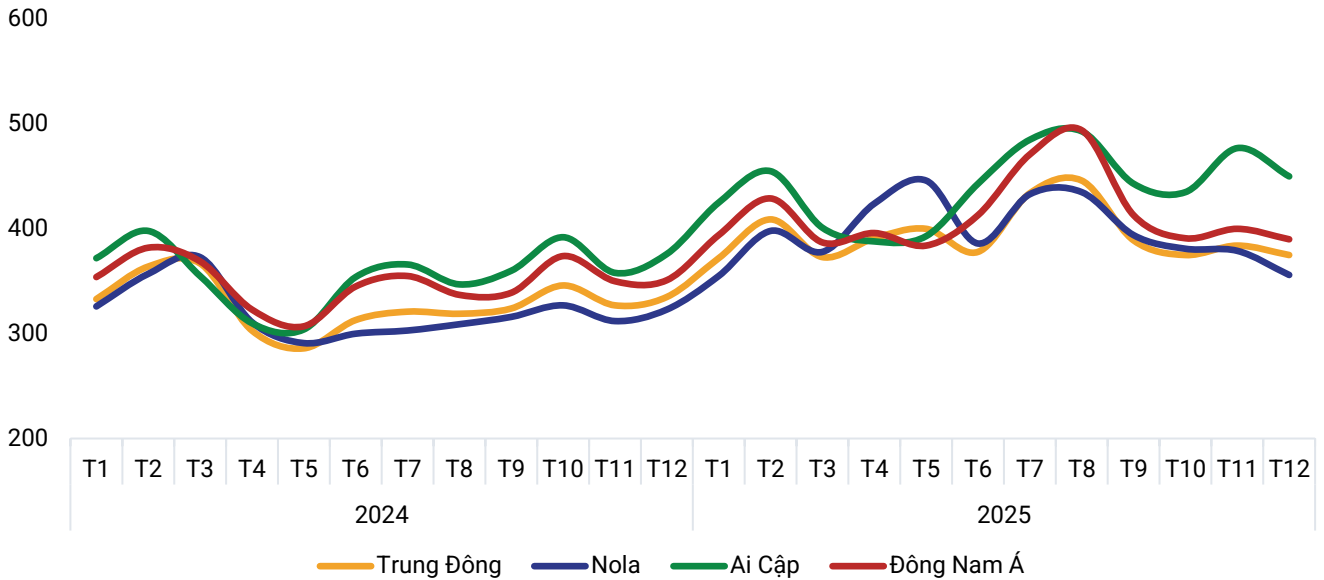
Nguồn: Bloomberg, DCM, PSI tổng hợp

Mặt bằng giá bán kỳ vọng vẫn duy trì ở mức cao

Trong bối cảnh nguồn cung phân bón thế giới dần hồi phục do Trung Quốc nối lại xuất khẩu, giá trung bình Urê toàn cầu hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh hồi tháng 8 năm 2025. Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá năm 2026 sẽ giảm nhẹ khoảng 5% YoY về quanh mức 400 USD/tấn, song vẫn cao hơn đáng kể so với giai đoạn 2023 - 2024. Các yếu tố nâng đỡ giá gồm:

- (1) EU áp dụng lộ trình tăng thuế nhập khẩu phân bón từ Nga và Belarus, cùng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) sẽ làm tăng chi phí xuất khẩu phân bón vào khối này;
- (2) Việc Trung Quốc nối lại xuất khẩu không gây áp lực lớn nhờ cơ chế hạn ngạch và quy định về mức sàn giá FOB tối thiểu từ 370-470 USD/tấn, hạn chế dư địa giảm giá sâu.

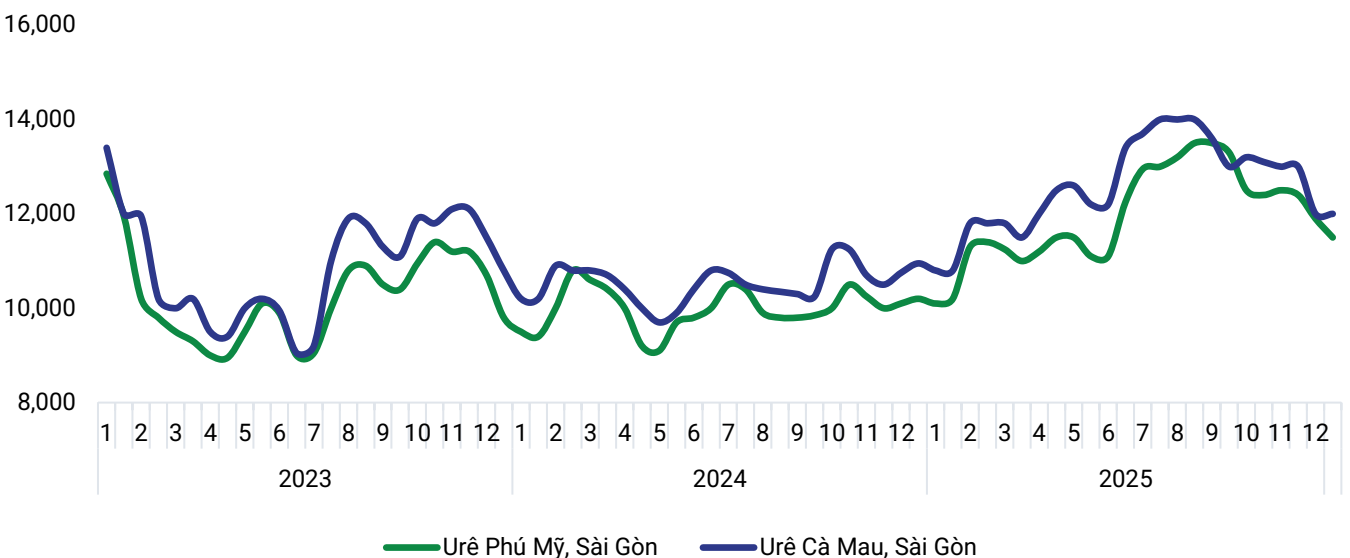
Giá Urê hạt đục tại một số thị trường (USD/tấn)



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp

Giá phân bón nội địa nhìn chung đồng pha với thế giới, dù có độ trễ nhất định do yếu tố mùa vụ và chính sách điều tiết an ninh lương thực quốc gia. Trong ngắn hạn, áp lực điều chỉnh xuất hiện do tồn kho cao và xu hướng giảm của thế giới, song nhờ nhu cầu tiêu thụ được dự báo ổn định năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá vẫn duy trì nền cao so với cùng kỳ

Diễn biến giá Urê tại Việt Nam năm 2023-2025



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp

Chúng tôi dự báo triển vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 của DCM là 16,258 tỷ đồng (-4% YoY) và 2,082 tỷ đồng (+9% YoY) dựa trên các giả định chính dưới đây:

- Giá khí đầu vào ước tính khoảng 8.2 USD/mmBTU (-4.7% YoY);
- Sản lượng tiêu thụ mảng Urê kỳ vọng đạt 810,000 tấn tương đương cùng kỳ với giá bán khoảng 10,200 đồng/kg (-5% YoY);
- Sản lượng tiêu thụ mảng NPK kỳ vọng đạt 370,000 tấn (+9% YoY) nhờ chiến lược mở rộng ở các thị trường Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên và đẩy mạnh xuất khẩu với giá bán NPK ổn định quanh mức 11,500 đồng/kg

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá là phương pháp dòng tiền tự do về chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp hệ số (P/E). Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
Phương pháp dòng tiền tự do về chủ sở hữu (FCFE)	50%	43,813
Phương pháp hệ số (P/E)	50%	45,099
Tổng hợp kết quả định giá		44,456

Khuyến nghị:

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM dựa trên các giả định: (1) Doanh thu tăng trưởng nhờ tiếp tục mở rộng mảng NPK; (3) Biên gộp duy trì ở mức cao nhờ giá khí giảm và tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế GTGT 5% với phân bón; (4) Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ suất cổ tức hấp dẫn từ 6% - 10%/năm. Định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu DCM ở mức **44,500 đồng/cp** (+14% so với giá đóng cửa ngày 12/02/2026).

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	13,456	16,961	16,258
Giá vốn hàng bán	(10,942)	(12,926)	(11,970)
Lợi nhuận gộp	2,513	4,035	4,288
Doanh thu hoạt động tài chính	382	402	245
Chi phí tài chính	(77)	(97)	(91)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,495)	(2,189)	(2,098)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,323	2,151	2,344
Lợi nhuận khác	6	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,522	2,157	2,344
Lợi nhuận sau thuế	1,428	1,917	2,084
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,420	1,915	2,082
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	8	2	2
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Tài sản ngắn hạn	12,921	14,449	15,267
I. Tiền & tương đương tiền	1,903	3,590	5,317
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	7,039	4,082	3,913
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	529	1,263	782
IV. Hàng tồn kho	2,950	4,804	4,633
V. Tài sản ngắn hạn khác	500	709	622
Tài sản dài hạn	2,808	3,196	3,725
I. Các khoản phải thu dài hạn	1	1	1
II. Tài sản cố định	1,946	2,175	2,328
III. Tài sản dài hạn khác	260	342	200
Tổng tài sản	15,729	17,645	18,992
Nợ phải trả	5,552	6,905	7,228
I. Nợ ngắn hạn	4,681	5,982	6,662
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,612	1,764	2,185
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,229	2,226	2,365
II. Nợ dài hạn	871	923	566
1. Các khoản phải trả dài hạn	751	866	390
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	120	57	176
Vốn chủ sở hữu	10,177	10,740	11,763
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	4,847	5,411	6,434
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	33	31	31
5. Nguồn vốn khác	4	4	4
Tổng nguồn vốn	15,729	17,645	18,992

Chỉ số chính	2024	2025	2026F
Định giá			
EPS	2,697	3,622	3,936
BVPS	19,224	20,288	22,220
Cổ tức	10%	20%	20%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	19%	24%	26%
Biên EBITDA	14%	15%	17%
Biên LNTT	11%	13%	14%
ROE	14%	18%	19%
ROA	9%	11%	11%
Tăng trưởng			
Doanh thu	7%	26%	-4%
Lợi nhuận gộp	24%	61%	6%
Lợi nhuận sau thuế	29%	34%	9%
EPS	29%	34%	9%
Tổng tài sản	3%	12%	8%
VCSH	2%	6%	10%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.76	2.42	2.29
Thanh toán nhanh	2.13	1.61	1.60
Nợ/tài sản	0.35	0.39	0.38
Nợ/VCSH	0.55	0.64	0.61
Khả năng thanh toán lãi vay	34.34	30.63	25.64

LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ



Tầng 2, Toà nhà Hanoi Tourist, 18 Lý Thường Kiệt, Phường Cửa Nam, TP. Hà Nội



(84) 3934 3888



(84) 3934 3888



www.psi.vn

CHI NHÁNH HỒ CHÍ MINH



Lầu 1, Toà nhà PVFCCo, 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Sài Gòn, TP. Hồ Chí Minh



(84-8) 3914 6789



(84-8) 3914 6969

CHI NHÁNH VŨNG TÀU



Tầng 5, Toà nhà Silver Sea, 47 Ba Cu,
Phường Vũng Tàu, TP. Hồ Chí Minh



(84-254)625 4520/22



(84-254)625 4521

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG



Tầng G và Tầng 2, Toà nhà PVcombank Đà Nẵng, Lô
A2.1, Đường 30/4, Phường Hoà Cường, TP. Đà Nẵng



(84-236) 3899 338



(84-236) 3899 338

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo phân tích này được thực hiện bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI) chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chung cho các nhà đầu tư. Báo cáo này không cấu thành một lời chào mời mua, bán, hay đăng ký bất kỳ sản phẩm tài chính hoặc chứng khoán nào được đề cập trong đây.

Các thông tin, phân tích, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo và không nhằm mục đích thay thế cho việc đánh giá và đưa ra quyết định đầu tư độc lập của nhà đầu tư. PSI khuyến nghị nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá hoặc tham khảo ý kiến tư vấn chuyên nghiệp phù hợp với mục tiêu đầu tư, khả năng tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của bản thân trước khi đưa ra bất kỳ quyết định đầu tư nào.

Các thông tin được sử dụng trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà PSI cho là đáng tin cậy và có sẵn công khai tại thời điểm công bố. PSI không đảm bảo và không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ, kịp thời hoặc phù hợp cho bất kỳ mục đích cụ thể nào của các thông tin đó. Các thông tin và quan điểm có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

PSI hoặc các công ty liên kết của PSI, cũng như các nhân viên tham gia lập báo cáo này, có thể có hoặc đã có các vị thế trong các chứng khoán được đề cập, hoặc có thể đã cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn tài chính, hoặc các dịch vụ khác cho các tổ chức phát hành chứng khoán đó.