

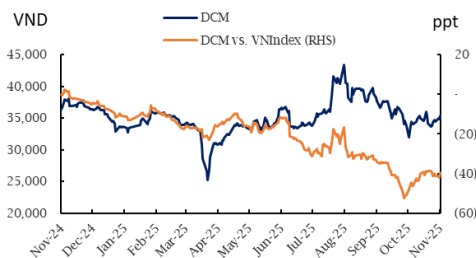
DCM
MUA
Mức tăng giá mục tiêu: +34,4%
Đóng cửa: 19/11/2025
Giá hiện tại: 35.350 đồng
Giá mục tiêu 12T: 47.700 đồng
Tiêu điểm

- ▶ Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA lần đầu** với giá mục tiêu là 47.500 đồng, tương đương tỷ suất sinh lời (TSSL) kỳ vọng 12 tháng là 40,0%.
- ▶ Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng +24,9% YoY trong 2025 và +3,9% YoY trong 2026.
- ▶ Chúng tôi ước tính giá khi đầu vào giảm -9,3% YoY trong 2025 và -5,0% YoY trong 2026.
- ▶ Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp tăng +4,8 điểm phần trăm YoY (đạt mức 23,5%) trong 2025 và +80 điểm cơ bản YoY trong 2026.
- ▶ Theo đó, LNST dự kiến tăng mạnh +34,7% YoY trong 2025 và +8,4% YoY trong 2026.

Quan điểm

- ▶ NPK là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn. Thị trường ure Việt Nam đã bão hòa, do đó tăng trưởng trong tương lai của mảng này phụ thuộc vào việc xuất khẩu sang Campuchia.
- ▶ Luật VAT mới giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của các NSX trong nước so với hàng nhập khẩu.
- ▶ Định giá hấp dẫn ở mức P/E 2026 10,1x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương mức P/E 14,7x, thấp hơn một chút so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.
- ▶ Cổ tức tiền mặt vững chắc (ước tính tỷ lệ chi trả 2026E ~62%).
- ▶ Rủi ro: Chính sách xuất khẩu của TQ, giá khí đầu vào, địa chính trị (Thái Lan – Campuchia, Nga – Ukraine).

Hồ sơ doanh nghiệp: CTCP - Tổng công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) là công ty phân bón niêm yết lớn nhất Việt Nam xét theo vốn hóa thị trường (18,4 nghìn tỷ đồng tại ngày 19/11/2025) và LNST năm 2024 (1,4 nghìn tỷ đồng). DCM là nhà sản xuất phân ure hạt đực duy nhất tại Việt Nam, đóng góp 55% doanh thu năm 2024; bên cạnh đó, công ty còn sản xuất phân bón NPK (đóng góp 20% doanh thu). Sản lượng tự sản xuất chiếm phần lớn tổng doanh thu (82% trong năm 2024). Thị trường nội địa chiếm 79% tổng doanh thu năm 2024, trong khi Campuchia – thị trường xuất khẩu chính của DCM, đóng góp khoảng 16% doanh thu. Tham khảo trang web của DCM [tại đây](#).

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	733
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	6,3
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	25%
Sở hữu nước ngoài (%)	4,2%
Cổ đông lớn (%)	75,6%
Tài sản/ VCSH 2025E (x)	1,6
P/E 2025E (x)	10,9
P/B 2025E (x)	1,8
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	44,8%

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	12.571	13.456	16.812	17.468
Lợi nhuận HD	1.232	1.323	2.168	2.350
LNSTMI	1.109	1.420	1.916	2.077
EPS (đồng)	1.797	2.394	3.231	3.503
+/- EPS (%)		33,2%	34,9%	8,4%
P/E (x)	19,7	14,8	10,9	10,1
ROE (%)	10,8	14,1	18,7	18,7
Tỷ suất cổ tức* (%)	5,7	5,7	5,7	5,7
DPS (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000

Nguồn: DCM, Fiiipro-X, Bloomberg, Yuanta Việt Nam
*Dựa trên giá đóng cửa ngày 19/11/2025

Chuyên viên phân tích:
Nguyễn Ngân Hoài An

+84 28 3622 6868 ext 3958

An.nguyen@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

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

NPK: Hạt giống cho tăng trưởng tương lai

NPK là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn... Phân bón NPK “một hạt” chất lượng cao — sản phẩm của DCM — hiện chỉ chiếm 35% nhu cầu nội địa. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu ngày càng tăng đối với nông sản chất lượng cao, các tiêu chuẩn xuất khẩu khắt khe hơn và việc ký kết các hiệp định thương mại đang gia tăng sẽ thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ phân bón NPK một hạt, đưa sản phẩm này trở thành động lực tăng trưởng chính của DCM trong trung và dài hạn.

...trong khi xuất khẩu sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng doanh thu trong dài hạn của mảng ure. Thị trường ure của Việt Nam đã bão hòa với mức thặng dư 1,1 triệu tấn, trong khi 90% nhu cầu của Campuchia - thị trường xuất khẩu chính của DCM - là phân ure hạt đực. Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu dài hạn của mảng ure sẽ phần lớn đến từ xuất khẩu.

Luật thuế VAT mới sẽ giúp tăng năng lực cạnh tranh của các nhà sản xuất trong nước. DCM ước tính khi VAT 5% cho phân bón được áp dụng, giá vốn hàng bán (COGS) của công ty sẽ giảm 3,8% và giá bán trước VAT sẽ giảm 4,1%. Tức về lý thuyết, giá bán sau VAT của DCM có khả năng chỉ tăng nhẹ khoảng 0.8% so với trước đây, điều này sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh về giá so với hàng nhập khẩu, khi các mặt hàng này phải tăng giá thêm 5% do không được khấu trừ thuế VAT đầu vào giúp làm giảm COGS như các doanh nghiệp sản xuất trong nước.

Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng +24,9% YoY vào năm 2025 và +3,9% YoY vào năm 2026, với LNST tăng +34,7% YoY vào năm 2025 và +8,4% YoY vào năm 2026. Các dự báo này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về mức giá bán bình quân sẽ tăng mạnh +9,9% YoY trong năm 2025 trước khi giảm -2,3% vào năm 2026. Tuy nhiên, mức giảm của giá bán này sẽ được bù đắp một phần bởi giá khí đầu vào được dự báo sẽ giảm lần lượt -9,3% YoY và -5,0% YoY trong 2025-2026.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu với giá mục tiêu dựa trên mô hình DCF là 47.500 đồng/ cổ phiếu, tương đương với TSSL kỳ vọng trong 12 tháng là 40,0%, bao gồm lợi suất cổ tức tiền mặt 5,7%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với hệ số P/E 2025E là 14,7x, thấp hơn một chút so với mức trung vị 14,9x của các công ty cùng ngành trong khu vực.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Mục lục

Tóm tắt định giá.....	3
Phân tích tài chính: Tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025–2026.....	4
Triển vọng tích cực được duy trì trong giai đoạn 2025–2026.....	4
Hiệu quả hoạt động vượt trội trong 9T2025.....	6
Định giá & Rủi ro.....	7
Định giá.....	7
Tại sao giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn các bên?.....	8
Quan điểm của chúng tôi về giá cổ phiếu.....	9
Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi.....	10
Tổng quan doanh nghiệp.....	12
Triển vọng ngành: Chân trời tươi sáng cho tăng trưởng dài hạn.....	18
Trung Quốc đóng vai trò chủ chốt trong sản xuất và định giá phân bón toàn cầu.....	18
Nhu cầu phân bón toàn cầu duy trì xu hướng tăng trong giai đoạn 2024–2030.....	19
Nhu cầu tiêu thụ tích cực thúc đẩy nguồn cung tăng theo.....	19
Giá phân bón dự báo tăng trong năm 2025 trước khi phân hóa vào năm 2026.....	20
Xuất khẩu thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phân bón của các nhà sản xuất Việt Nam.....	23
Chính sách VAT mới dự kiến sẽ giúp tăng năng lực cạnh tranh của các nhà sản xuất phân bón trong nước.....	25
Triển vọng các mảng kinh doanh chính.....	26
Ure – Xuất khẩu sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn.....	26
NPK – Động lực tăng trưởng chính trong dài hạn.....	28
Mảng tự doanh – Tăng trưởng theo xu hướng phân bón thế giới.....	31
Các kế hoạch đầu tư trong giai đoạn 2025–2030.....	33
Appendix A: Important Disclosures.....	36
Ratings Definitions.....	36
Global Disclaimer.....	36

Tóm tắt định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA lần đầu cổ phiếu DCM với giá mục tiêu 47.500 đồng**, tương đương TSSL kỳ vọng trong 12 tháng là 40,0% (bao gồm mức tăng giá tiềm năng 34,4% và lợi suất cổ tức tiền mặt 5,7%).

Chúng tôi xem DCM là một cơ hội đầu tư dài hạn hấp dẫn trong ngành phân bón Việt Nam, được hỗ trợ bởi 3 động lực cốt lõi và một số chất xúc tác tiềm năng, cụ thể như sau:

1. **Sản lượng và giá phân bón tăng trưởng bền vững là nền tảng cho tăng trưởng lợi nhuận dài hạn.** Chúng tôi tin rằng DCM mang đến cho nhà đầu tư một câu chuyện tăng trưởng bền vững trong dài hạn, được hỗ trợ bởi vị thế dẫn đầu thị trường trong ngành phân bón Việt Nam và tiềm năng mạnh mẽ trong việc mở rộng cả sản lượng bán hàng và giá bán bình quân.

Chúng tôi dự báo sản lượng phân bón và giá bán bình quân sẽ tăng trưởng với CAGR lần lượt là 8,0% và 2,6% trong giai đoạn 2024–2034, nhờ nhu cầu lương thực toàn cầu gia tăng và vị thế dẫn đầu ngành của DCM.

Các xu hướng tích cực này trong sản lượng và giá phân bón dự kiến sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và LNST dài hạn của DCM. Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu là 12,0% và CAGR LNST là 14,1% trong cùng giai đoạn.

2. **NPK là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn.** Trong bối cảnh thị trường ure trong nước đã bão hòa, chúng tôi xem NPK là động lực tăng trưởng dài hạn chính của DCM. Phân bón NPK "một hạt" chất lượng cao — sản phẩm cốt lõi của DCM — hiện chỉ đáp ứng 35% nhu cầu trong nước.

Chúng tôi cho rằng nhu cầu ngày càng tăng đối với nông sản chất lượng cao sẽ là một xu hướng tất yếu, phù hợp với việc cải thiện về thu nhập và mức sống trong những thập kỷ tới. Đồng thời, các tiêu chuẩn xuất khẩu khắt khe hơn và việc ký kết các hiệp định thương mại đang gia tăng của Việt Nam sẽ thúc đẩy người nông dân sử dụng NPK "một hạt" nhiều hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng NPK sẽ là động lực tăng trưởng chính của DCM trong trung và dài hạn.

Thực tế cũng cho thấy, từ khi nhà máy NPK đi vào hoạt động năm 2021, doanh thu NPK của công ty đã tăng vọt với CAGR là 93% (2021–2024), vượt xa CAGR khiêm tốn 2% của ure trong cùng kỳ. Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo doanh thu NPK sẽ tăng trưởng với CAGR là 16,6% trong giai đoạn 2024–2034.

3. **Luật VAT mới sẽ giúp nâng cao năng lực cạnh tranh trong nước.** Kể từ tháng 07/2025, phân bón đã chịu thuế VAT 5%, cho phép các nhà sản xuất trong nước được khấu trừ VAT đầu vào và giảm chi phí sản xuất. DCM ước tính điều này sẽ COGS giảm 3,8% (khoảng 416 tỷ đồng) và giá bán trước VAT sẽ giảm 4,1%.

Tức về lý thuyết, giá bán sau VAT của DCM có khả năng chỉ tăng nhẹ khoảng 0.8% so với trước đây, điều này sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh về giá so với hàng nhập khẩu, khi các mặt hàng này phải tăng giá thêm 5% do không được khấu trừ thuế VAT đầu vào giúp làm giảm COGS như các doanh nghiệp sản xuất trong nước.

Ngoài ra, DCM còn có các chất xúc tác đến từ các dự án tiềm năng, có thể tạo động lực tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu trong tương lai. Các dự án tiềm năng này bao gồm: 1) mở rộng 25% công suất ure, 2) cảng Nhơn Trạch, 3) các dự án sản xuất khí công nghiệp và phân bón hữu cơ vi sinh, 4) mở rộng sang lĩnh vực chế biến sau thu hoạch, và 5) 14 dự án khác chủ yếu liên quan đến phát triển kho bãi, bến thủy nội địa và các trung tâm nghiên cứu.

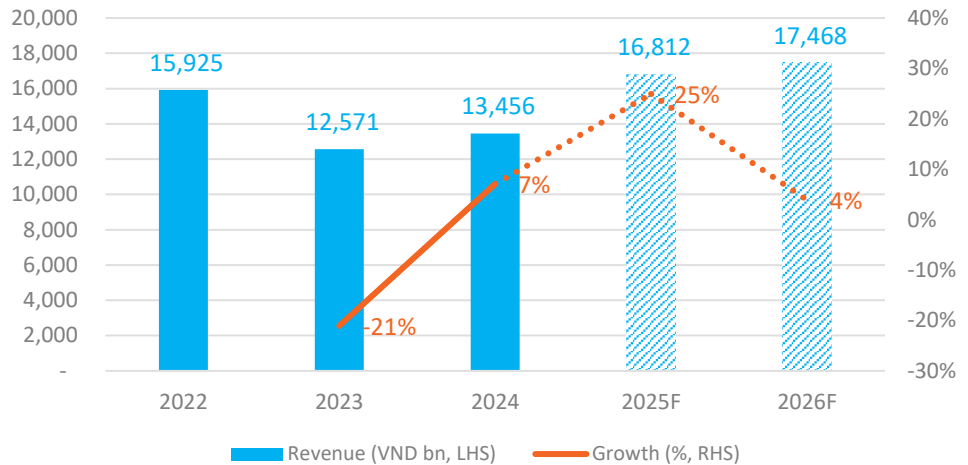
Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án trên vào mô hình định giá của mình do vẫn còn nhiều yếu tố chưa chắc chắn trong việc triển khai, do đó, chúng tôi xem đây là các chất xúc tác tăng giá tiềm năng của cổ phiếu.

Phân tích tài chính: Tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025–2026

Triển vọng tích cực được duy trì trong giai đoạn 2025–2026

Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng vững chắc trong cả năm 2025 và 2026. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2025 sẽ tăng vọt +24,9% YoY lên 16,8 nghìn tỷ đồng, và tiếp tục tăng +3.9% YoY, đạt VND 17.5tn vào năm 2026. Những kỳ vọng này của chúng tôi dựa trên giả định về triển vọng tăng trưởng tích cực của ba mảng kinh doanh cốt lõi của DCM – Ure, NPK và Tự doanh – trong hai năm tới, như được thảo luận chi tiết bên dưới.

Biểu đồ 1: Dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng trong năm 2025–2026

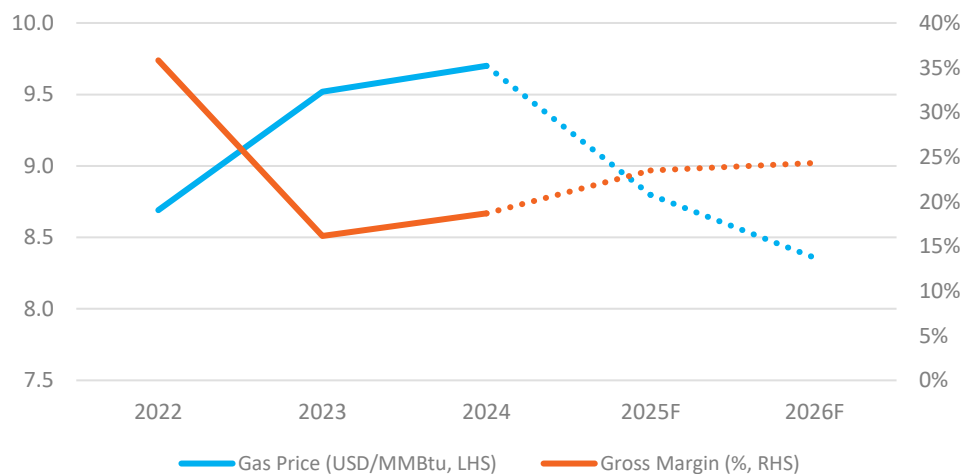


Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng mạnh +4.8 điểm phần trăm YoY lên 23,5% trong năm 2025, và tiếp tục tăng nhẹ +80 điểm cơ bản YoY trong năm 2026. Các dự báo này được xây dựng dựa trên các giả định sau:

- Giá bán bình quân của DCM sẽ tăng khoảng +9,9% YoY trong năm 2025 trước khi giảm nhẹ -2,3% YoY trong năm 2026, do chúng tôi dự báo nguồn cung sẽ tăng nhanh hơn nhu cầu; và
- Giá khí đầu vào sẽ giảm khoảng -9,3% YoY trong năm 2025 xuống 8,8 USD/MMBtu và tiếp tục giảm -5,0% YoY xuống 8,4 USD/MMBtu trong năm 2026. Các dự báo này được dựa trên dự báo từ Ngân hàng Thế giới (World Bank) và Ship & Bunker đối với giá dầu Brent và dầu FO (xem chi tiết tại trang 21).

Biểu đồ 2: Tương quan giữa giá khí đầu vào và biên lợi nhuận gộp của DCM

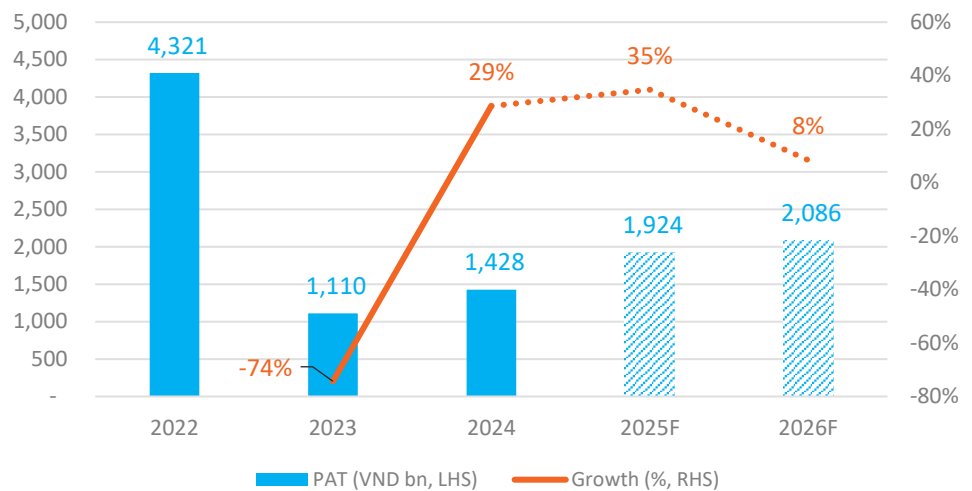


Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo LNST cũng sẽ đi theo xu hướng của biên lợi nhuận trong hai năm tới. Cụ thể, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng +34,7% YoY lên 1,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, sau đó tiếp tục tăng +8,4% YoY lên 2,1 nghìn tỷ đồng vào năm 2026. Dự báo cho năm 2026 được xây dựng dựa trên kỳ vọng rằng sự suy giảm của giá bán bình quân sẽ được bù đắp bởi giá khí đầu vào thấp hơn, như đã thảo luận trước đó.

Tuy nhiên, dự báo LNST năm 2025 của chúng tôi sẽ còn tích cực hơn nữa với mức tăng +52,6% YoY nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường 167 tỷ đồng giao dịch mua giá rẻ Công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt (KVF) trong năm 2024.

Biểu đồ 3: LNST có triển vọng tươi sáng trong năm 2025 và 2026



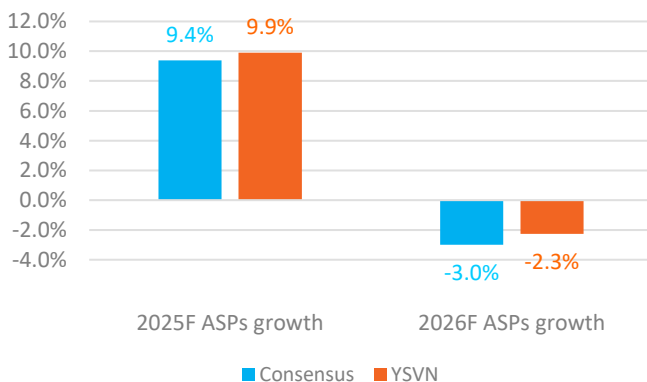
Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Câu chuyện tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón sẽ tăng trưởng với CAGR là 2.2% trong giai đoạn 2024-2034, được hỗ trợ bởi sự gia tăng tiêu thụ lương thực toàn cầu. Thêm vào đó, DCM hiện đang là công ty dẫn đầu ngành phân bón tại Việt Nam với bốn lợi thế cạnh tranh vững chắc, chi tiết được thảo luận bên dưới.

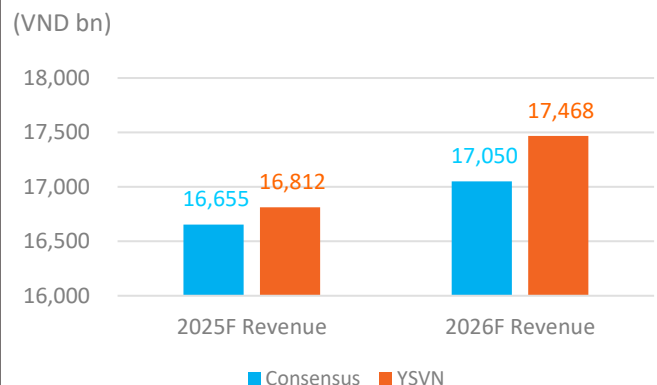
Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng và giá bán bình quân của DCM sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2024-2034 với CAGR lần lượt là 8.0% và 2.6%, kéo theo doanh thu và LNST cũng tăng với CAGR lần lượt là 12.0% và 14.1% trong cùng giai đoạn.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo doanh thu năm 2025–2026 của chúng tôi đều cao hơn lần lượt 1% và 2% so với ước tính của các bên, theo Bloomberg. Chúng tôi cho rằng sự khác biệt nhỏ này chủ yếu là do những kỳ vọng lạc quan hơn của chúng tôi về giá bán bình quân so với các bên. Dựa trên dữ liệu được tổng hợp từ các báo cáo gần nhất, các bên dự báo giá bán bình quân của DCM sẽ tăng +9,4% YoY trong năm 2025 (thấp hơn 50 điểm cơ bản so với ước tính của chúng tôi), và sau đó giảm -3,0% YoY vào năm 2026 (thấp hơn 70 điểm cơ bản so với dự báo của chúng tôi).

Biểu đồ 4: Giá bán bình quân tăng...



Biểu đồ 5: ...doanh thu tăng



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

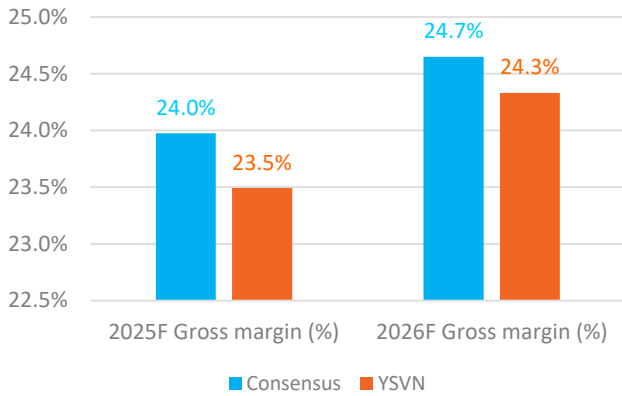
Tuy nhiên, dự báo LNST của chúng tôi lại thấp hơn các bên lần lượt là -5% cho năm 2025 và -6% cho năm 2026. Chúng tôi tin rằng nguyên nhân của sự khác biệt này chủ yếu là do các giả định về biên lợi nhuận gộp của chúng tôi thấp hơn các bên lần lượt là 50 điểm cơ bản và 40 điểm cơ bản trong 2025–2026. Điều này có thể phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về sự sụt giảm của giá khí đầu vào.

Cụ thể, chúng tôi dự báo giá khí sẽ giảm -9.3% YoY đạt 8.8 USD/MMBtu vào năm 2025 (phù hợp với ước tính của ban lãnh đạo công bố trong ĐHCĐ bất thường được tổ chức vào ngày 05/11/2025) và tiếp tục giảm -5.0% YoY, xuống 8.4 USD/MMBtu vào năm 2026.

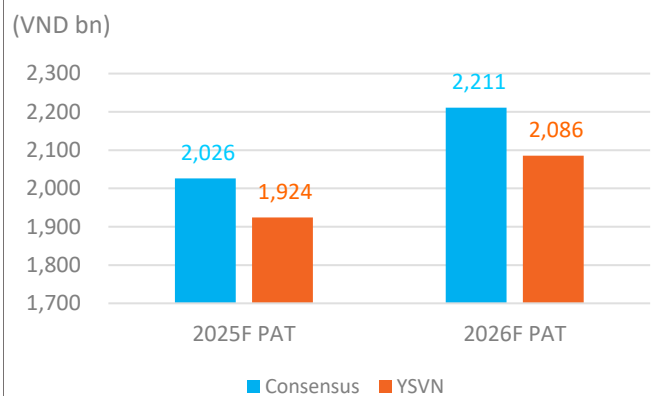
Trong khi đó, các bên ước tính giá khí đầu vào sẽ giảm -10,5% YoY trong năm 2025 và giảm -6,2% YoY vào năm 2026 — thấp hơn khoảng 1,2 điểm phần trăm so với dự báo của chúng

tôi (nguồn: số liệu thu thập được từ báo cáo gần nhất của các bên). Khí tự nhiên hiện đang chiếm khoảng 66% trong cơ cấu chi phí sản xuất ure của DCM.

Biểu đồ 6: Biên lợi nhuận gộp giảm...



Biểu đồ 7: ...LNST giảm



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Hiệu quả hoạt động vượt trội trong 9T2025

Doanh thu 9T2025 đạt 12,4 nghìn tỷ đồng (+34,5% YoY), hoàn thành 89% mục tiêu cả năm của công ty và 74% dự báo năm 2025 của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp 9T2025 tăng 3,9 điểm phần trăm YoY, đạt 22,4%, thấp hơn 1,1 điểm phần trăm so với dự báo biên lợi nhuận gộp cả năm của chúng tôi là 23,5%.

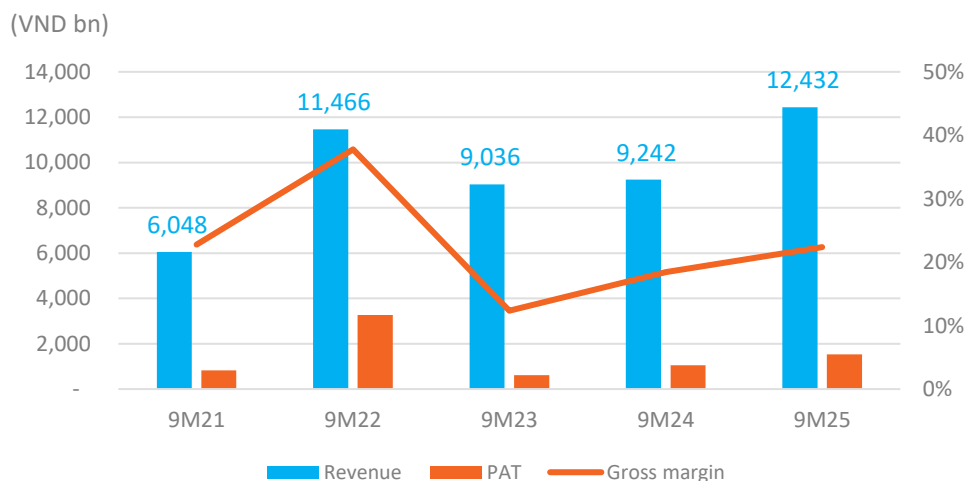
LNST 9T2025 theo đó đã tăng mạnh +72% YoY. LNST được báo cáo tăng +44.7% YoY lên 1,5 nghìn tỷ đồng, nhưng đây là từ mức nền cao bất thường. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường từ giao dịch mua giá rẻ KVF trong năm trước như chúng tôi đề cập ở trên, LNST đã tăng 72% YoY.

Dù trong trường hợp nào thì LNST báo cáo trong 9T2025 cũng đã vượt 97% mục tiêu cả năm của ban lãnh đạo và hoàn thành 79% dự báo năm 2025 của chúng tôi.

Các kết quả tăng trưởng YoY mạnh mẽ này chủ yếu được thúc đẩy bởi 03 yếu tố sau:

1. Giá bán bình quân đã tăng mạnh khoảng 15% YoY lên 11,4 triệu đồng/tấn,
2. Sản lượng trung bình tăng 17% YoY lên 1,1 triệu tấn, và
3. Giá khí đầu vào giảm khoảng 12% YoY xuống 8,8 USD/MMBtu.

Biểu đồ 8: KQKD vượt trội trong 9T2025



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Mặc dù tỷ lệ hoàn thành mục tiêu cả năm của công ty trong 9T2025 là rất cao, nhưng chúng tôi cũng muốn lưu ý là DCM vẫn thường xuyên đặt mục tiêu thấp rồi thực hiện vượt kế hoạch trong các năm trước.

Định giá & Rủi ro

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA lần đầu** với giá mục tiêu là **47.500 đồng/cổ phiếu**, được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (70%) và so sánh P/E (30%), tương ứng với TSSL trong 12 tháng là 40,0%, bao gồm mức tăng giá cổ phiếu 34,4% và tỷ suất cổ tức tiền mặt 5,7%.

Định giá

Giá mục tiêu 47.500 đồng/ cổ phiếu của chúng tôi được tính toán dựa trên phương pháp kết hợp mô hình định giá FCFF (70%) và so sánh P/E (30%).

Bảng 1. Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Upside
FCFF	47.227	70%	33,6%
So sánh bội số P/E	48.138	30%	36,2%
Tổng cộng	47.500	100%	34,4%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Giá định dựa trên phương pháp FCFF của chúng tôi bao gồm WACC là 9,6%. Định giá này dựa trên chi phí nợ là 3,4%, chi phí vốn chủ sở hữu là 13,7% và mức tăng trưởng bền vững (terminal growth) khiêm tốn là 3%.

Bảng 2: Định giá FCFF

FCFF	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
EBIT	1,835	1,966	2,048	2,227	2,618	2,871	3,144
Less: Tax	(254)	(275)	(292)	(320)	(374)	(413)	(456)
add: Depreciation	334	400	467	534	602	671	741
less: FCInvestment (Capex)	(771)	(779)	(786)	(794)	(802)	(810)	(818)
less: WCInvestment	(1,712)	400	(188)	(203)	(153)	(185)	(209)
Free cash flow	(568)	1,712	1,248	1,443	1,890	2,133	2,402
Present value	(561)	1,542	1,026	1,082	1,294	1,332	1,369
Present value FCF 2025E–2031E	7,083						
Terminal value	21,382						
PV of terminal value	12,184						
Total present value	19,268						
less: debt	(1,933)						
Add: cash	7,668						
Equity value	25,002						
Outstanding shares (000)	529						
Intrinsic value/share	47,227						

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tin rằng DCM sẽ mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội tiếp cận câu chuyện tăng trưởng bền vững trong dài hạn, nhờ vị thế dẫn đầu ngành phân bón tại Việt Nam và tiềm năng mở rộng mạnh mẽ cả về sản lượng lẫn giá bán bình quân. Cụ thể, chúng tôi dự báo sản lượng bán hàng và giá bán bình quân sẽ tăng với CAGR lần lượt là 8.0% và 2.6% trong giai đoạn 2024 – 2034 do nhu cầu vẫn tích cực nhờ nhu cầu tiêu thụ lương thực tăng lên do dân số thế giới tăng trong cùng giai đoạn

Chúng tôi đã đưa các triển vọng tích cực này vào mô hình định giá, trong đó bao gồm các dự báo dòng tiền đến năm 2031.

Bảng dưới đây cung cấp phân tích độ nhạy của định giá dựa trên FCFF của chúng tôi đối với các giả định khác nhau về WACC và mức tăng trưởng bền vững.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy – Giá trị hợp lý (đồng/ cổ phiếu)

		Terminal growth				
	47,227	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	7.6%	58,909	62,397	66,645	71,932	78,689
	8.6%	50,212	52,440	55,068	58,210	62,038
WACC	9.6%	44,002	45,501	47,227	49,237	51,606
	10.6%	39,385	40,432	41,618	42,971	44,529
	11.6%	35,842	36,597	37,439	38,386	39,457

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng sau đây trình bày tỷ lệ tăng trưởng tiềm năng từ mức giá hiện tại (35.350 đồng tại ngày 19/11) đến các giá trị hợp lý ước tính dựa trên các giả định tương ứng.

Bảng 4: Phân tích độ nhạy –Tiềm năng tăng giá vs. Giá hiện tại

Terminal growth						
	34%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	7.6%	67%	77%	89%	103%	123%
	8.6%	42%	48%	56%	65%	75%
WACC	9.6%	24%	29%	34%	39%	46%
	10.6%	11%	14%	18%	22%	26%
	11.6%	1%	4%	6%	9%	12%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Ngoài ra, chúng tôi áp dụng hệ số PE mục tiêu là 14,9x cho năm 2025, tương đương với mức trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Chúng tôi tin rằng việc áp dụng hệ số P/E trung vị ngành là hợp lý dựa trên các yếu tố sau (1) triển vọng hoạt động hiệu quả của công ty trong trung và dài hạn; (2) vị thế dẫn đầu ngành phân bón của công ty tại Việt Nam; và (3) tiềm năng tăng trưởng sản lượng và giá bán bình quân bền vững như chúng tôi đã thảo luận ở trên. Những yếu tố này cùng nhau tạo ra nền tảng vững chắc để cổ phiếu đạt mức định giá khả quan hơn các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Hơn nữa, các dự báo của chúng tôi cho năm 2025 về ROA và ROE lần lượt ở mức 11,8% và 18,7%. Cả hai chỉ số này đều cao hơn so với mức trung vị của ngành là 6,8% đối với ROA và 12,1% đối với ROE. Do đó, việc áp dụng hệ số trung vị ngành có thể được xem là thận trọng.

Bảng 5. P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực

Ticker	Country	Name	Market Cap (USD)	Gross margin (%)	Operating margin (%)	TTM PE	Est 2025E P/E (x)	5 Year AVR P/E	Est 2025E ROA (%)	Est 2025E ROE (%)	Current Net debt/Equity
1722	TAIWAN	Taiwan Fertilizer Co Ltd	1,578	15.0	4.6	27.1	27.6	21.3	2.1	3.2	Net cash
297	HONG KONG	Sinofert Holdings Ltd	1,417	12.0	4.4	9.0	7.5	7.4	6.2	12.0	Net cash
2749	CHINA	Sichuan Guoguang Agrochemical	993	45.4	21.9	18.6	16.3	23.4	14.2	19.3	Net cash
FERC	EGYPT	Ferchem Misr Co For Fertilizer	765	13.3	9.5	6.7	5.9	3.6	24.0	50.0	Net cash
DPM	VIETNAM	Petrovietnam Fertilizer & Chem	653	14.1	2.7	27.5	14.9	17.3	6.8	10.0	Net cash
603970	CHINA	Sino-Agri Leading Biosciences	513	7.1	3.0	19.5	19.9	24.8	2.7	12.4	102.7
DDV	VIETNAM	DAP Vinachem Co Ltd	172	10.8	5.0	28.2	28.0	21.7	8.1	9.7	Net cash
BFC	VIETNAM	Binh Dien Fertilizer JSC	102	14.9	6.3	8.4	6.1	8.8	11.2	29.4	9.5
DHB	VIETNAM	Ha Bac Nitrogenous Fertilizer	90	6.3	1.2	355.6	--	--	--	--	382.5
LAS	VIETNAM	Lam Thao Fertilizers&Chemicals	77	18.4	5.9	13.1	12.5	22.0	6.7	12.1	Net cash
Median			583	13.7	4.8	19.0	14.9	21.3	6.8	12.1	102.7
DCM	VIETNAM	PetroVietNam Ca Mau Fertilizer	733	18.7	9.8	9.8	10.9	17.1	11.8	18.7	Net cash

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Tại sao giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn các bên?

Giá mục tiêu dựa trên giá trị hợp lý của chúng tôi lại cao hơn 10,3% so với mức bình quân của 16 chuyên viên phân tích bên bán theo số liệu của Bloomberg là 43.058 đồng/cp (tính đến ngày 09/01).

Chúng tôi không thể chắc chắn, nhưng nếu bỏ qua các khác biệt tiềm ẩn về tỷ lệ chiết khấu và các yếu tố tương tự, giá trị hợp lý của chúng tôi cao hơn các bên có thể phản ánh việc chúng tôi chú trọng vào mô hình FCFF để đưa ra giá trị hợp lý. Phương pháp DCF vốn tập trung nhiều hơn vào dòng tiền dài hạn thay vì các hệ số định giá ngắn hạn.

Nếu đúng như vậy, mức chênh lệch 10,3% giá mục tiêu so với các bên có thể phản ánh các giả định dài hạn lạc quan hơn của chúng tôi về sản lượng và giá bán bình quân của DCM, cũng như động lực tăng trưởng tích cực của riêng mảng NPK trong tương lai, như sẽ được thảo luận chi tiết hơn dưới đây.

Ngược lại, định giá của chúng tôi không bao gồm các tiềm năng tăng trưởng từ (1) dự án tăng công suất sản xuất ure thêm 25% lên khoảng 1 triệu tấn/năm; (2) kế hoạch xây dựng cảng tại Nhơn Trạch; (3) các dự án sản xuất khí công nghiệp và phân bón hữu cơ vi sinh; (4) kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực chế biến sau thu hoạch; và (5) 14 dự án khác chủ yếu liên quan đến phát triển kho bãi, bến thủy nội địa và các trung tâm nghiên cứu.

Chúng tôi xem tất cả những yếu tố này là chất xúc tác tăng trưởng tiềm năng, nhưng chúng tôi không đưa bất kỳ yếu tố nào trong số đó vào dự báo tài chính hoặc ước tính giá trị hợp lý của DCM.

Quan điểm của chúng tôi về giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu DCM đã giảm khoảng 18% so với mức đỉnh lịch sử vào giữa tháng 08/2025, kém hơn 18 điểm phần trăm so với hiệu suất của VN-Index trong cùng kỳ.

Theo quan điểm của chúng tôi, diễn biến này chủ yếu đến từ hai yếu tố chính liên quan đến chu kỳ tăng – điều chỉnh của cổ phiếu, cụ thể:

Thứ nhất, giá cổ phiếu đã tăng nóng vào tháng 8/2025. Vào tháng 4/2025, giá cổ phiếu DCM đã giảm mạnh -30% YTD theo xu hướng điều chỉnh chung của thị trường khi xuất hiện những lo ngại về chính sách thuế quan đối ứng của Mỹ. Khi rủi ro toàn cầu dần hạ nhiệt, giá cổ phiếu đã nhanh chóng phục hồi và đạt đỉnh vào tháng 8/2025, tăng +82% so với mức đáy của tháng 4.

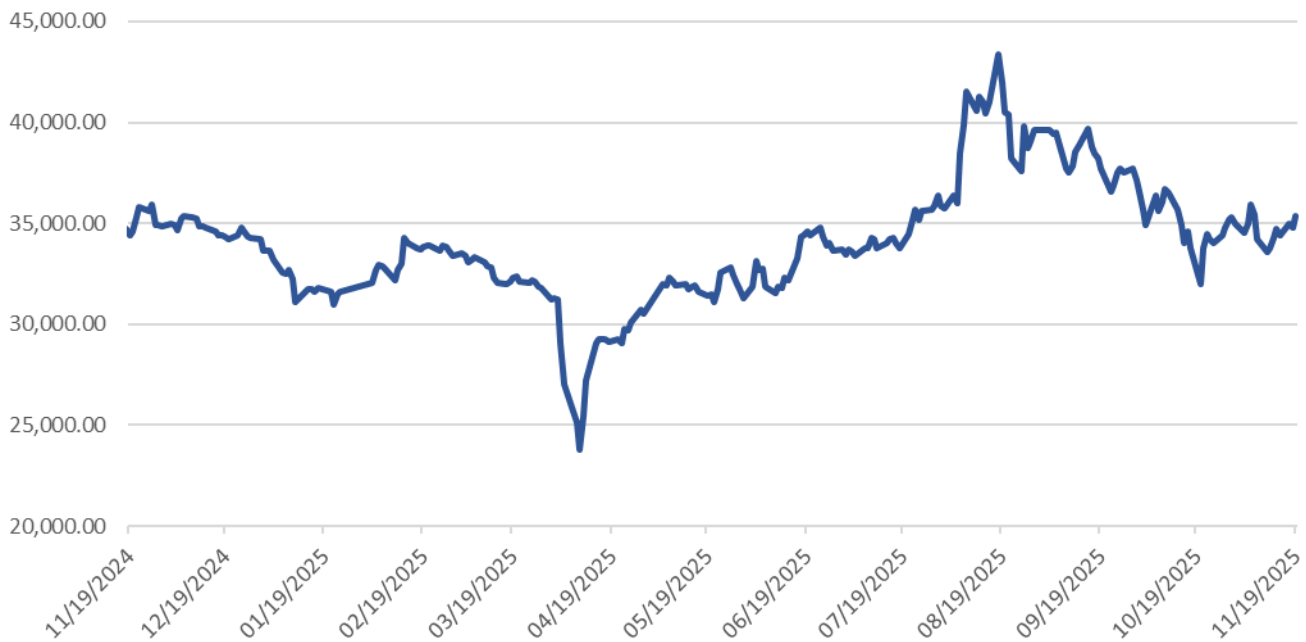
Đợt phục hồi mạnh mẽ này được thúc đẩy bởi KQKD Q2/2025 vượt kỳ vọng của DCM, với doanh thu tăng mạnh +56% YoY và LNST tăng +38% YoY, được hỗ trợ bởi sản lượng tăng trưởng ấn tượng +37% YoY và giá bán bình quân tăng +8% YoY.

Chúng tôi xem nhịp điều chỉnh sau đó là một nhịp điều chỉnh lành mạnh sau giai đoạn tăng nóng.

Thứ hai, đà điều chỉnh này đã trở nên sâu sắc hơn khi Trung Quốc nổi lại xuất khẩu phân bón trong Q3/2025, làm gia tăng những lo ngại về dư cung và khả năng giảm giá bán trên thị trường. Theo dữ liệu hải quan công bố hôm 20/8, Trung Quốc đã xuất khẩu 567 nghìn tấn ure trong tháng 7, tăng 6.1 lần YoY và tăng gấp 7,6 lần MoM. Đây cũng là lúc cổ phiếu DCM chính thức lao dốc -19% từ mức đỉnh lịch sử.

Tuy nhiên, sự phục hồi của cổ phiếu DCM kể từ tháng 10/2025 phản ánh tâm lý nhà đầu tư đang cải thiện, được hỗ trợ bởi sự phục hồi liên tục của giá phân bón.

Biểu đồ 9: Hiệu suất giá cổ phiếu DCM trong 1 năm qua

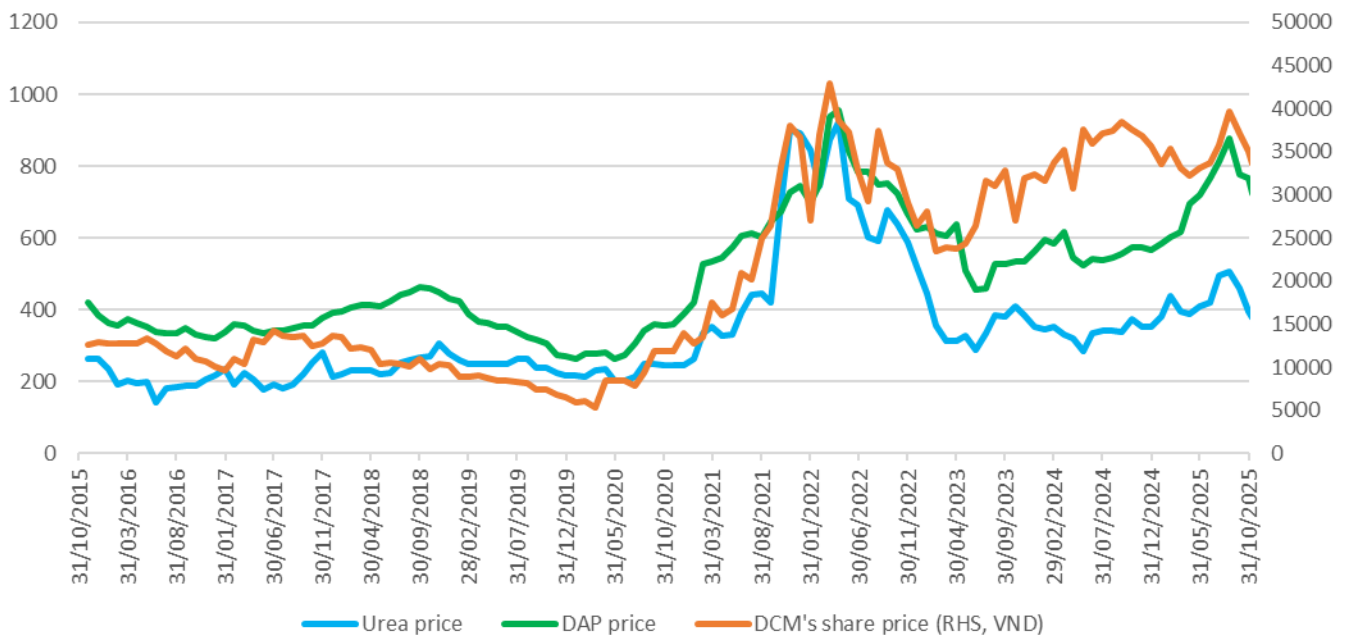


Nguồn: Fiinpro-X, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Giá cổ phiếu của DCM có mối tương quan cao với giá phân bón. Chúng tôi tính toán được rằng, giá cổ phiếu DCM có mối tương quan lần lượt là 73% và 87% đối với giá phân ure và DAP thể giới trong vòng 10 năm qua. Chúng tôi cho rằng mối tương quan cao này là hợp lý vì phân bón là sản phẩm kinh doanh cốt lõi của DCM.

Giá phân bón thể giới là một tín hiệu hữu ích đối với các nhà sản xuất và kinh doanh phân bón như DCM, khi giá phân bón neo ở mức cao sẽ tác động tích cực đến doanh thu, lợi nhuận và giá cổ phiếu.

Biểu đồ 10: Tương quan giá cổ phiếu DCM với giá phân bón trong vòng 10 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro-X, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Rủi ro tiềm ẩn đối với giá phân bón từ chính sách xuất khẩu của Trung Quốc. Trung Quốc đang đóng góp khoảng 25% vào sản lượng sản xuất phân bón toàn cầu, do đó các chính sách xuất khẩu phân bón của Trung Quốc sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến diễn biến giá phân bón toàn cầu trong trung và dài hạn.

Kể từ đầu năm 2024, Trung Quốc bắt đầu áp dụng các biện pháp siết chặt hạn ngạch xuất khẩu đối với phân ure và mở rộng sang phân DAP từ đầu năm 2025.

Tuy nhiên, trong Q3/2025, nước này đã tạm thời nới lỏng hạn ngạch xuất khẩu, cho phép ước tính 2,5 triệu tấn phân bón (chủ yếu là ure) được xuất khẩu. Khối lượng này chỉ bằng 26% mức xuất khẩu của cả năm 2023, thời điểm trước khi áp dụng các chính sách hạn chế (nguồn: International Trade Centre - ITC).

Ban lãnh đạo DCM cho biết, động thái nới lỏng này chủ yếu nhằm tận dụng cơ hội giá bán tăng mạnh trong bối cảnh Q3 là mùa vụ gieo trồng thấp điểm tại Trung Quốc.

Tuy nhiên, từ tháng 10/2025, Trung Quốc đã nhanh chóng siết chặt hạn ngạch trở lại do Chính phủ tiếp tục ưu tiên ổn định nguồn cung trong nước.

Ban lãnh đạo DCM nhận định xu hướng kiểm soát chặt hạn ngạch xuất khẩu của TQ sẽ còn duy trì trong thời gian tới, trừ khi xuất hiện các cơ hội giá đặc biệt hấp dẫn, dựa trên hai nguyên nhân chính:

- 1. Chính sách an ninh lương thực quốc gia của Trung Quốc.** Trung Quốc đang theo đuổi chiến lược dài hạn nhằm nâng cao năng lực sản xuất lương thực trong nước, với mục tiêu tăng sản lượng lương thực thêm 69% so với năm 2024, đạt 1.1 triệu tấn/năm vào năm 2030.
Với trọng tâm chiến lược này, hầu hết nguồn cung phân bón đều được tập trung cho nội địa, và bất kỳ hoạt động xuất khẩu nào ảnh hưởng đến giá nội địa đều có thể kích hoạt sự can thiệp ngay lập tức của chính phủ.
Ban lãnh đạo DCM cũng cho biết, thực tế ngay sau khi thông tin nới lỏng xuất khẩu phân bón vào Q3/2025 được công bố, giá phân bón nội địa tại Trung Quốc đã tăng mạnh, buộc Chính phủ phải nhanh chóng can thiệp thông qua việc áp thuế và giảm hạn ngạch xuất khẩu nhằm bình ổn thị trường.
- 2. Lợi ích hạn chế từ xuất khẩu do phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu.** Trung Quốc hiện phải nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào quan trọng như khí tự nhiên và than đá để phục vụ sản xuất phân bón, đồng thời duy trì nguồn dự trữ chiến lược cho nhu cầu dài hạn.
Vì vậy, ban lãnh đạo DCM cho rằng xuất khẩu phân bón không mang lại nhiều lợi ích kinh tế cho Trung Quốc, đặc biệt khi so sánh với mục tiêu đảm bảo an ninh nguồn cung trong nước.

Rủi ro giảm giá phân bón nếu xung đột Nga–Ukraine kết thúc. Căng thẳng kéo dài giữa hai nước đã làm gián đoạn nguồn cung phân bón, đẩy giá khí tự nhiên lên cao và làm chi phí logistics leo thang, khiến giá phân bón toàn cầu tăng mạnh. Do đó, nếu xung đột kết thúc và nguồn cung trở lại bình thường, giá phân bón có thể phải đối mặt với rủi ro giảm giá.

Giá khí đầu vào cao hơn dự kiến. Chúng tôi dự báo giá khí đầu vào sẽ giảm trong năm 2025 và 2026. Tuy nhiên, nếu giá khí tăng vọt cao hơn so với dự kiến của chúng tôi sẽ làm tăng chi phí sản xuất, từ đó tạo áp lực lên hiệu quả hoạt động của DCM.

Tỷ trọng khí đầu vào mua từ Petronas cao hơn dự kiến. Chúng tôi ước tính tỷ trọng khí đầu vào mua từ PVN và Petronas là 52-48 trong năm 2025 và 50-50 trong các năm tiếp theo. Do đó, nếu tỷ trọng khí được mua từ Petronas — vốn có giá cao hơn — tăng vượt quá giá định của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của DCM có thể bị thu hẹp.

Rủi ro tăng cạnh tranh nếu căng thẳng Campuchia–Thái Lan kết thúc. Thái Lan đã đóng cửa biên giới với Campuchia kể từ ngày 23/6/2025, và người tiêu dùng Campuchia cũng đang tẩy chay các sản phẩm Thái Lan. Chúng tôi tin rằng các yếu tố này đã giảm áp lực cạnh tranh lên các công ty phân bón Việt Nam nói chung, và DCM nói riêng, vì Thái Lan hiện chiếm khoảng 24% thị trường nhập khẩu phân bón của Campuchia (Nguồn: ITC).

Diễn biến này cũng tạo cơ hội cho các công ty Việt Nam tăng thị phần xuất khẩu phân bón sang Campuchia, thay thế các sản phẩm Thái Lan.

Tuy nhiên, nếu xung đột kết thúc, biên giới Thái Lan–Campuchia mở cửa trở lại, và việc tẩy chay hàng hóa Thái Lan kết thúc, áp lực cạnh tranh đối với các công ty Việt Nam có thể gia tăng trở lại.

Hai nước đã đạt được thỏa thuận ngừng bắn vào ngày 28/7 sau các cuộc đụng độ biên giới gần đây, nhưng vào ngày 10/11, Thái Lan đã tuyên bố tạm dừng thỏa thuận hòa bình sau một vụ nổ mìn tại tỉnh Sisaket làm bị thương 02 binh sĩ Thái Lan. Hiện tại, việc đóng cửa biên giới và tẩy chay hàng hóa Thái Lan vẫn tiếp diễn.

Tổng quan doanh nghiệp

Dẫn đầu thị trường trong ngành phân bón Việt Nam. DCM là một trong nhiều công ty con của Tập đoàn Công nghiệp Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN), một tập đoàn năng lượng thuộc sở hữu nhà nước với hoạt động đa dạng trong lĩnh vực dầu khí, điện và sản xuất phân bón.

DCM hiện là nhà sản xuất phân bón niêm yết lớn nhất theo vốn hóa thị trường (tại ngày 19/11/2025). Công ty cũng dẫn đầu ngành về cả doanh thu và LNST trong năm 2024.

Bảng 6: Top 5 công ty dẫn đầu ngành phân bón Việt Nam tính theo vốn hóa thị trường

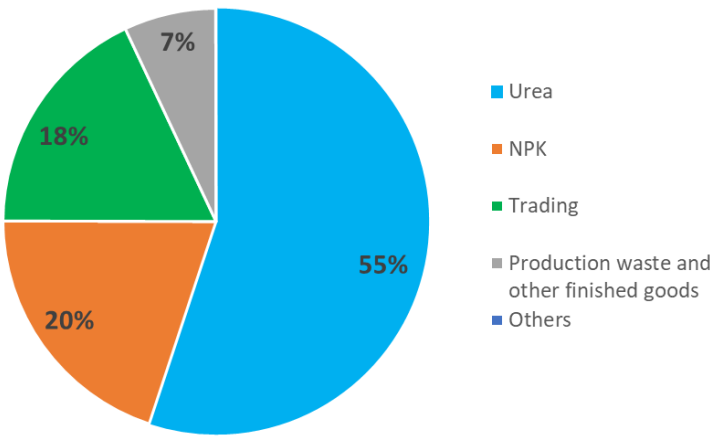
No.	Ticker	Company Name	Exchange	Market Cap* (USD mn)	2024 Net Revenue (USD mn)	2024 PAT (USD mn)
1	DCM	PetroVietnam Camau Fertilizer	HOSE	733	553	57
2	DPM	Petrovietnam Fertilizer and Chemicals	HOSE	653	541	22
3	DDV	DAP - Vinachem	UPCoM	172	134	7
4	BFC	Binh Dien Fertilizer	HOSE	102	376	17
5	DHB	HaBac Nitrogenous Ferlitzer	UPCoM	90	176	0

*Nguồn: DCM, FiinPro-X, Yuanta Việt Nam (*Vốn hóa thị trường tại ngày 19/11/2025)*

Nhà sản xuất ure hạt đục duy nhất tại Việt Nam. DCM là công ty đầu tiên và duy nhất tại Việt Nam hiện nay có khả năng sản xuất phân ure hạt đục. So với ure hạt trong, sản phẩm chủ lực của DPM (Không đánh giá), ure hạt đục có độ bền cao hơn, ít hút ẩm và ít vỡ vụn hơn trong quá trình bảo quản, vận chuyển đường dài, nhờ đó giữ chất lượng tốt hơn khi xuất khẩu.

Ure hạt đục cùng với NPK là hai dòng sản phẩm chủ lực của DCM, lần lượt đóng góp 55% và 20% vào doanh thu năm 2024. Ngoài ra, công ty còn nhập khẩu và phân phối các loại phân bón khác như DAP, kali và phân bón hữu cơ, qua đó đa dạng hóa danh mục sản phẩm và mở rộng thị trường tiêu thụ. Mảng tự doanh chiếm 18% tổng doanh thu của DCM năm 2024.

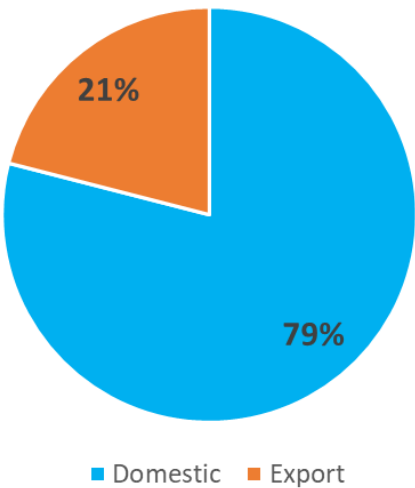
Biểu đồ 11: Cơ cấu doanh thu của DCM theo sản phẩm năm 2024



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Doanh thu của DCM chủ yếu đến từ thị trường trong nước. Thị trường trong nước đóng góp khoảng 79% tổng doanh thu năm 2024 của DCM. Xuất khẩu chiếm 21% còn lại với Campuchia là thị trường xuất khẩu chính, đóng góp khoảng 16% tổng doanh thu. Ngoài ra, DCM cũng đã mở rộng thị trường xuất khẩu đến hơn 20 quốc gia trên thế giới, trong đó có các thị trường có quy định nghiêm ngặt như New Zealand và Úc.

Biểu đồ 12: Cơ cấu doanh thu của DCM theo thị trường năm 2024



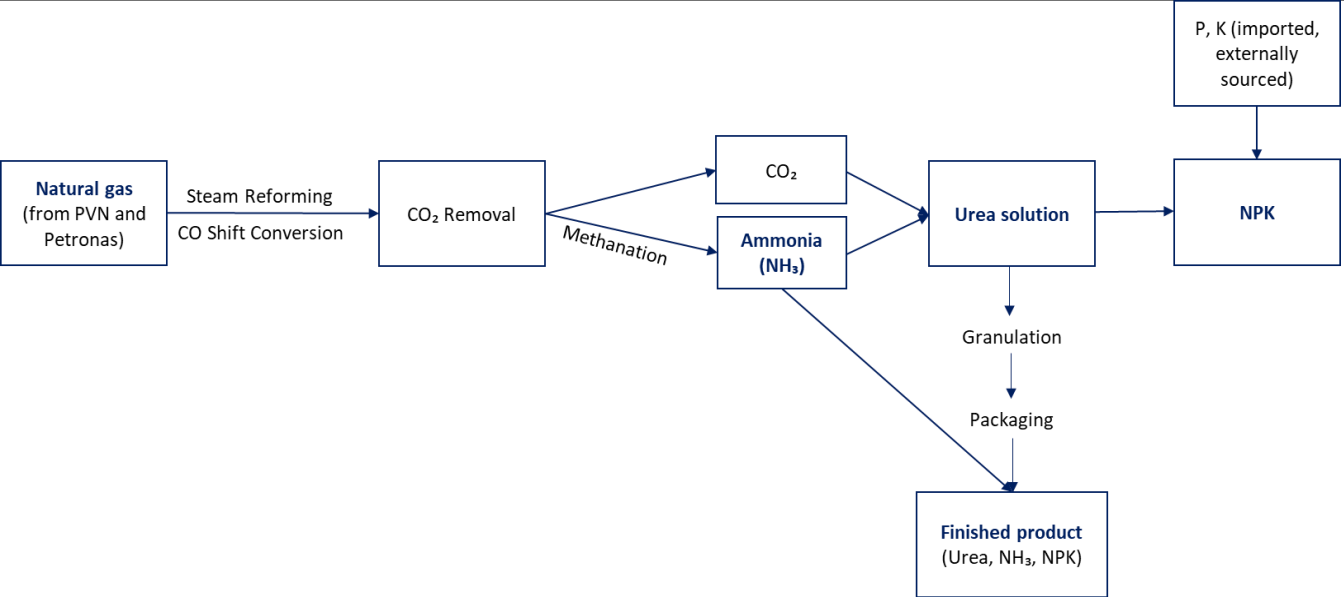
Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Tích hợp toàn diện trong toàn bộ chuỗi giá trị phân bón. DCM có sự tích hợp mạnh mẽ trên toàn bộ chuỗi giá trị phân bón, từ nguyên liệu đầu vào đến sản phẩm cuối cùng.

Quy trình sản xuất bắt đầu từ khí tự nhiên, được chuyển hóa thành CO₂ và NH₃ để tổng hợp ure. Từ ure, công ty tiếp tục phối trộn thêm nguồn photpho (P) và kali (K) nhập khẩu (P thường được lấy từ phân DAP và K thường được lấy từ phân MOP) để sản xuất NPK, qua đó mở rộng danh mục sản phẩm và nâng cao giá trị gia tăng.

Đáng chú ý là DCM sử dụng phương pháp nấu chảy và phối trộn đồng nhất ba thành phần dinh dưỡng chính là N, P và K để tạo ra sản phẩm NPK “một hạt”. So với NPK “ba màu” truyền thống, vốn là một hỗn hợp vật lý của các hạt riêng biệt, NPK một hạt có ưu điểm nổi bật là mỗi một hạt phân bón đều chứa đủ các chất dinh dưỡng cần thiết. Điều này giúp cây trồng hấp thụ dinh dưỡng đồng đều hơn, tăng hiệu quả sử dụng phân bón, từ đó giúp tăng năng suất và cải thiện chất lượng nông sản.

Biểu đồ 13: Chuỗi giá trị của DCM



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Khí tự nhiên là nguyên liệu đầu vào chính của DCM, chiếm khoảng 66% COGS trong quy trình sản xuất ure.

Hiện tại, nguồn cung cấp khí đốt đầu vào của DCM chủ yếu đến từ 02 nguồn: trực tiếp từ PVN và gián tiếp thông qua việc PVN mua từ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Malaysia (Petronas). Để ngắn gọn, các phần còn lại của báo cáo chúng tôi sẽ gọi hai nguồn khí này là từ PVN và Petronas.

Ban lãnh đạo ước tính tỷ lệ phân bổ của hai nguồn khí này trong năm 2025 là 52% từ PVN và 48% từ Petronas. Các năm tiếp theo, ban lãnh đạo kỳ vọng tỷ lệ này sẽ gần như bằng nhau, khoảng 50% từ mỗi nguồn.

Bắt đầu từ tháng 11/2025, PVN đã chuyển giao trách nhiệm cung cấp khí cho Tổng công ty Khí Việt Nam (GAS, Không đánh giá) và DCM sẽ tiếp tục mua khí từ GAS theo các điều khoản hiện hành.

Cả PVN và Petronas đều khai thác khí từ mỏ PM3-CAA, thuộc bể Malay – Thổ Chu nằm trong vùng chồng lấn giữa Việt Nam và Malaysia. Theo Hiệp định phân chia quyền lợi, sản lượng khí khai thác từ mỏ này được chia đều cho hai bên, mỗi bên 50%.

Giá khí đầu vào của DCM được xác định theo công thức bình quân gia quyền, dựa trên giá mua từ PVN và Petronas theo tỷ trọng cung ứng thực tế (chi tiết cách tính được trình bày trong Bảng 7 bên dưới). Các điều khoản trong hợp đồng cung cấp khí hiện tại giữa PVN (nay là GAS) và DCM có hiệu lực đến năm 2027.

Sau năm 2027, ban lãnh đạo cho biết công ty sẽ ký mới hợp đồng đến năm 2047 với cơ chế giá mới, trong đó giá khí mua từ cả PVN và Petronas sẽ tăng thêm 1 USD/MMBtu. Nguyên nhân của việc điều chỉnh giá là do PVN đã gia hạn hợp đồng cung cấp khí từ mỏ PM3 với chủ mỏ thêm 20 năm (2028–2047).

Theo thỏa thuận mới này, mặc dù công thức giá khí được điều chỉnh tăng thêm 1 USD/MMBtu so với hiện tại, đổi lại chủ mỏ sẽ đầu tư thăm dò và mở rộng khai thác tại khu vực chồng lấn Việt Nam – Malaysia, kỳ vọng bổ sung thêm nguồn cung khí cho khu vực Cà Mau.

Bảng 7: Cơ chế định giá khí đầu vào của DCM

Gas sources	Price			Allocation
	2022 - 2026	2027	2028-2047	
PVN (GAS from Nov 2025) – Vietnam	46% × FO (Fuel oil price in the Singapore market) + Gas transportation tariff	46% × FO (Fuel oil price in the Singapore market) + Gas transportation tariff	46% × FO (Fuel oil price in the Singapore market) + Gas transportation tariff + 1USD/MMBtu	The gas volume allocated to PVN is distributed to DCM, Ca Mau Power Plant, and Ca Mau GPP Plant in proportion to their actual monthly consumption
Petronas - Malaysia	12.7% * Brent crude oil price + Gas transportation tariff	13.7% * Brent crude oil price + Gas transportation tariff	13.7% * Brent crude oil price + Gas transportation tariff + 1USD/MMBtu	

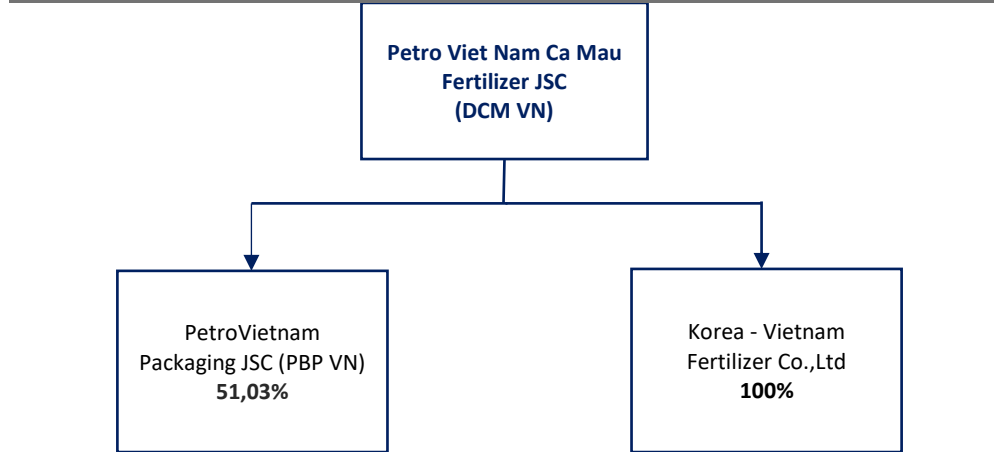
Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Nguồn khí sẽ được đảm bảo trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng nguồn khí thiên nhiên cung cấp cho DCM vẫn sẽ được đảm bảo ít nhất trong 10 năm tới với các lý do sau:

1. Nhu cầu khí đốt hàng năm của DCM là khoảng 550 triệu m³, chiếm khoảng 45% tổng lượng tiêu thụ khí đốt tại khu vực Tây Nam Bộ, trong khi mỏ PM3-CAA có trữ lượng ước tính là 52,3 tỷ m³.
2. PVN đã ký gia hạn hợp đồng cung cấp khí với chủ mỏ kéo dài đến năm 2047, đảm bảo sự ổn định nguồn cung dài hạn cho DCM.
3. Bắt đầu từ năm 2028, DCM sẽ tiếp nhận thêm nguồn khí bổ sung từ các mỏ mới (Hoa Mai, Nam Du–U Minh, Khánh Mỹ–Đầm Dơi).
4. Dự án Lô B–Ô Môn, mà chúng tôi dự kiến sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2027, sẽ cung cấp thêm nguồn khí tiềm năng cho DCM.

Hệ sinh thái của DCM bao gồm 02 công ty con.

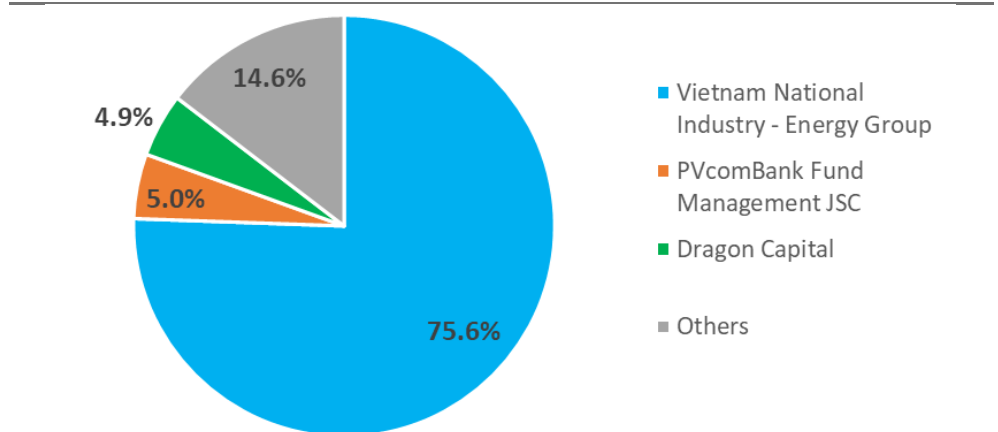
Biểu đồ 14: Hệ sinh thái của DCM



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Cơ cấu cổ đông. Tính đến ngày 19/11/2025, Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) đang là cổ đông lớn nhất của DCM, nắm giữ 75,56% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. CTCP Quản lý Quỹ Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đại chúng Việt Nam (PVcomBank Fund Management JSC) nắm giữ 4,97% cổ phần; và Dragon Capital nắm giữ tổng cộng 4,88% cổ phần thông qua các quỹ thành viên của mình.

Biểu đồ 15: Cơ cấu sở hữu của DCM



Nguồn: DCM, Fiinpro-X, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Chính sách cổ tức. Năm 2024, DCM đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 2.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức 5,7% (dựa trên giá đóng cửa ngày 19/11) và tỷ lệ chi trả 83,5% cho cả năm. Công ty đã duy trì mức cổ tức tiền mặt từ 800–3.000 đồng /cổ phiếu trong vòng năm năm qua. Chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2025 và 2026, tương ứng tỷ lệ chi trả bằng tiền mặt ước tính lần lượt là 61,9% và 57,1%.

Bảng 8: Lịch sử chính sách cổ tức của DCM

Year	Cash dividend	Stock dividend	Payout Ratio	Dividend yield (Base on close price as at Nov 19)
2020	VND 800 /share (8%)	–	78.7%	2.3%
2021	VND 1,800 /share (18%)	–	58.6%	5.1%
2022	VND 3,000 /share (30%)	–	39.0%	8.5%
2023	VND 2,000 /share (20%)	–	111.3%	5.7%
2024	VND 2,000 /share (20%)	–	83.5%	5.7%
2025F	VND 2,000 /share (10%)	–	61.9%	5.7%
2026F	VND 2,000 /share (20%)	–	57.1%	5.7%

Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại ngày 19/11/2025)

Lợi thế cạnh tranh:

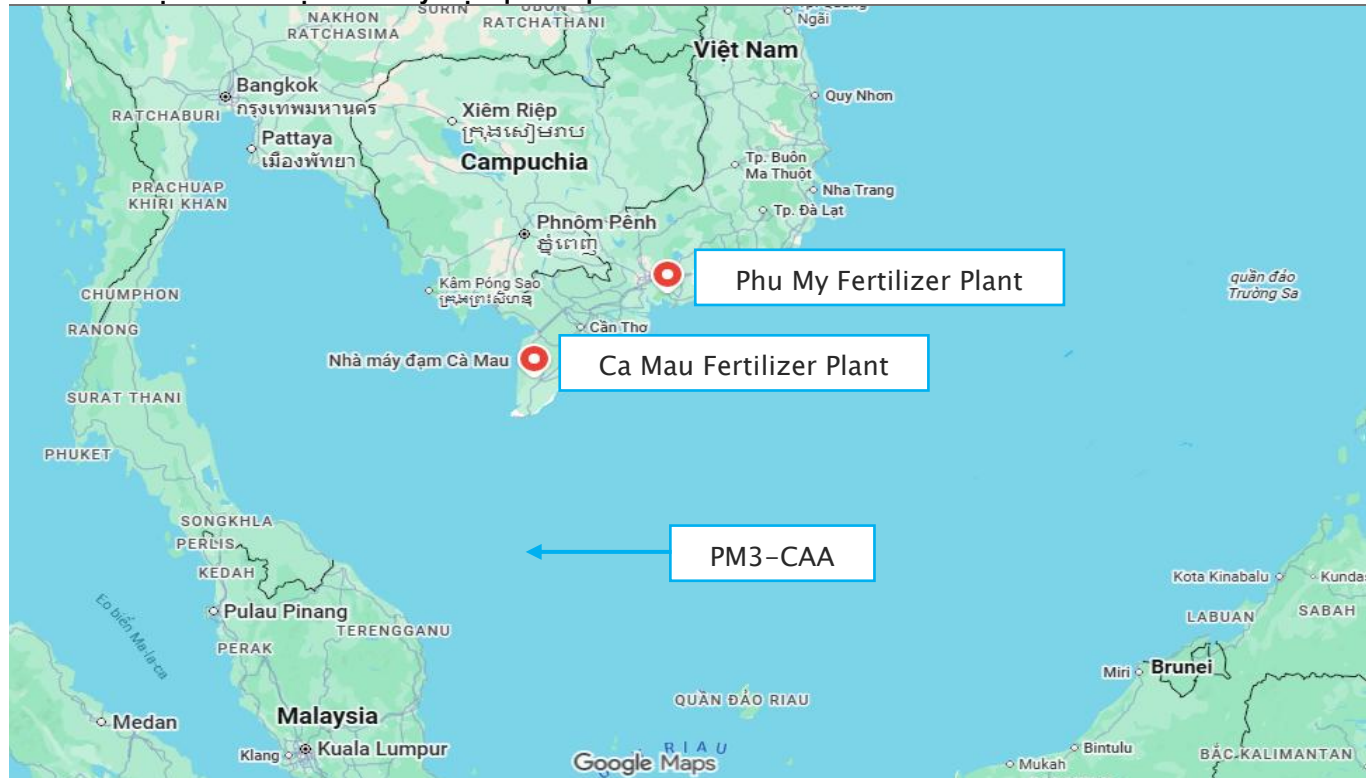
DCM là công ty duy nhất tại Việt Nam hiện nay có khả năng sản xuất ure hạt đục. Cả DCM và đối thủ lớn nhất là DPM đều sản xuất phân bón từ khí thiên nhiên với công nghệ và quy trình gần như tương tự nhau, điểm khác biệt là DCM sử dụng công nghệ vo viên để tạo ra ure hạt đục, còn DPM sử dụng tháp tạo hạt để tạo ra ure hạt trong.

Công nghệ vo viên giúp DCM linh hoạt sản xuất nhiều kích cỡ hạt theo yêu cầu của khách hàng để phù hợp với từng loại cây trồng, trong khi công nghệ tháp tạo hạt thường chỉ sản xuất một kích cỡ hạt nhất định. Thêm vào đó, như chúng tôi đã trình bày ở trên, ure hạt đục có độ bền cao hơn, ít hút ẩm và ít vỡ vụn hơn trong quá trình bảo quản, vận chuyển đường dài, nhờ đó đảm bảo chất lượng tốt hơn cho xuất khẩu.

Vị trí địa lý đặc địa hỗ trợ giá khí đầu vào. Nhà máy sản xuất của DCM nằm ngay cạnh cụm mỏ PM3 – Cà Mau, nhờ đó, cùng với vị thế là công ty con của PVN, DCM có được nguồn cung khí đầu vào ổn định giá rẻ với chi phí vận chuyển thấp hơn so với các nhà máy ure khác.

Ví dụ như DPM phải nhận khí từ nhiều nguồn xa hơn với chi phí vận chuyển khí cao hơn trung bình 11% so với DCM.

Biểu đồ 16: Vị trí chiến lược thúc đẩy hiệu quả chi phí cho DCM



Nguồn: Google Maps, Yuanta Việt Nam

Hiệu quả hoạt động đứng đầu trong phân khúc phân ure. Lợi thế cạnh tranh về giá khí đầu vào đã giúp giảm COGS và đưa DCM trở thành công ty có tỷ lệ COGS/doanh thu thấp thứ hai và có biên lợi nhuận gộp cao thứ hai trong số các công ty cùng ngành tại Việt Nam.

Nhà sản xuất dẫn đầu theo các tỷ lệ này là CTCP Phân lân Nung chảy Văn Điển (VAF – Không đánh giá). Tuy nhiên, VAF sử dụng quặng apatit làm nguyên liệu đầu vào chính để sản phẩm chủ lực là phân lân, loại phân bón chiếm khoảng 90% doanh thu năm 2024 của công ty, và VAF không sản xuất ure.

Trong khi đó, sản phẩm cốt lõi của DCM là ure, và công ty không sản xuất phân lân. Do đó, trong phân khúc phân bón ure, DCM hiện là nhà sản xuất có hiệu quả hoạt động cao nhất tại Việt Nam.

Bảng 9: Top 5 công ty hoạt động hiệu quả nhất trong ngành phân bón

No	Ticker	Company Name	Exchange	2024 Gross profit margin	2024 COGS to Revenue
1	VAF	Van Dien Phosphate Fertilizer	HOSE	22.95%	77%
2	DCM	PetroVietnam Camau Fertilizer	HOSE	18.68%	81%
3	LAS	Lam Thao Fertilizers	HNX	18.42%	82%
4	NFC	Ninh Binh Fertilizer	HNX	16.58%	83%
5	BFC	Binh Dien Fertilizer	HOSE	14.89%	85%

Nguồn: DCM, FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

DCM là công ty duy nhất sở hữu nhà máy sản xuất ure tại chỗ ở khu vực Tây Nam Bộ (Đồng bằng sông Cửu Long) — trung tâm nông nghiệp lớn nhất của Việt Nam. Năm 2024, khu vực này đóng góp khoảng 56% sản lượng lúa, 95% sản lượng gạo xuất khẩu và 60% sản lượng trái cây của Việt Nam (Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn). Vị trí chiến lược này giúp DCM tiết kiệm chi phí logistics, đảm bảo nguồn cung nhanh và ổn định cho nông dân, đồng thời tạo lợi thế cạnh tranh vượt trội nhờ khả năng tiếp cận thị trường trực tiếp, nâng cao độ nhận diện thương hiệu và gắn kết chặt chẽ hơn với khách hàng cuối cùng.

Triển vọng ngành: Chân trời tươi sáng cho tăng trưởng dài hạn

Trung Quốc đóng vai trò chủ chốt trong sản xuất và định giá phân bón toàn cầu

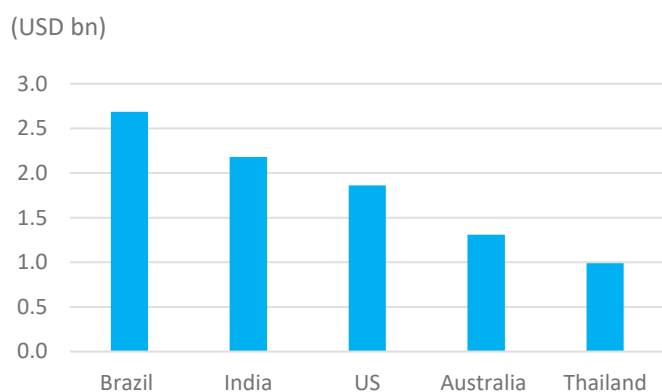
Giá phân bón toàn cầu phụ thuộc lớn vào thị trường Trung Quốc. Tổng sản lượng phân bón toàn cầu đạt khoảng 424 triệu tấn vào năm 2024 (Nguồn: DCM), trong đó Trung Quốc đang nổi lên như một thế lực thống trị với mức đóng góp khoảng 25% (nguồn: Mordor Intelligence), tác động đáng kể đến mô hình cung ứng và cơ chế định giá toàn cầu.

Xét riêng phân khúc ure, chiếm 55% doanh thu năm 2024 của DCM. Công suất thiết kế sản xuất ure toàn cầu đạt 227 triệu tấn vào năm 2024, với sản lượng sản xuất thực tế vào khoảng 187 triệu tấn (nguồn: DCM). Trong đó Trung Quốc chiếm khoảng 33% công suất thiết kế và 32% sản lượng sản xuất thực tế, tương đương lần lượt 80,5 triệu tấn và 60,2 triệu tấn (Nguồn: SunSirs). Trung Quốc cũng là nước tiêu thụ ure lớn nhất thế giới, với nhu cầu hàng năm là khoảng 58 triệu tấn (nguồn: Global Data, SunSirs).

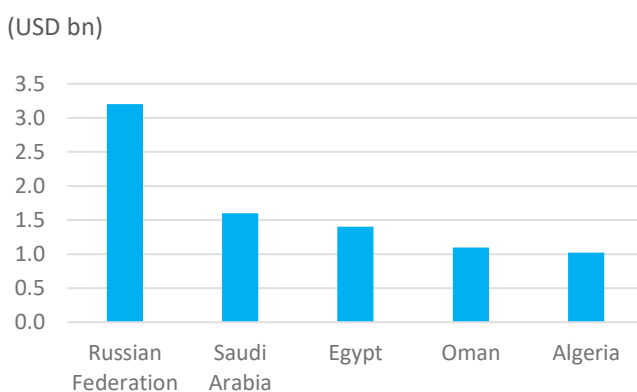
Các thị trường xuất và nhập khẩu ure trọng điểm. Brazil là nước nhập khẩu urea lớn nhất thế giới trong năm 2024, tiếp theo là Ấn Độ và Mỹ (Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế – ITC). Ở chiều ngược lại, Liên Bang Nga, Ả Rập Xê-út và Ai Cập chính là những nước xuất khẩu ure hàng đầu (Nguồn: ITC).

Do đó, cùng với Trung Quốc, nguồn cung ure toàn cầu cũng chịu ảnh hưởng lớn từ chính sách xuất khẩu của các nước này.

Biểu đồ 17: Top 5 nước nhập khẩu ure năm 2024 (tỷ USD)



Biểu đồ 18: Top 5 nước xuất khẩu ure năm 2024 (tỷ USD)

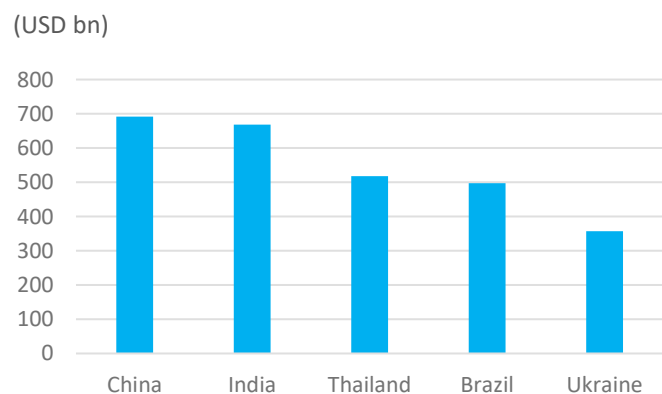


Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế – ITC, Yuanta Việt Nam

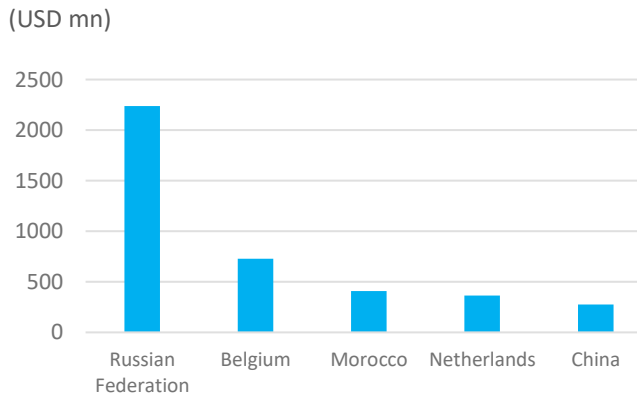
Top các nước nhập khẩu và xuất khẩu NPK. Trung Quốc là nước nhập khẩu NPK lớn nhất thế giới trong năm 2024, tiếp theo là Ấn Độ và Thái Lan (Nguồn: ITC). Trong khi đó, Liên Bang Nga, Bỉ và Ma-rốc là những nước xuất khẩu NPK hàng đầu (Nguồn: ITC).

Tương tự như ure, nguồn cung NPK toàn cầu chịu ảnh hưởng lớn từ chính sách xuất nhập khẩu của các nước này.

Biểu đồ 19: Top 5 nước nhập khẩu NPK năm 2024 (tỷ USD)



Biểu đồ 20: Top 5 nước xuất khẩu NPK năm 2024 (tỷ USD)



Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế – ITC, Yuanta Việt Nam

Nhu cầu phân bón toàn cầu duy trì xu hướng tăng trong giai đoạn 2024–2034

Theo OECD-FAO, giá trị tiêu thụ thực phẩm toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 1,2% trong giai đoạn 2024–2034, đạt khoảng 1,9 tỷ USD vào năm 2029. Cùng với kỳ vọng này, các nhà kinh tế của OECD-FAO dự báo sản lượng cây trồng toàn cầu cũng sẽ tăng với CAGR là 1,3% trong cùng kỳ, nhờ vào dân số thế giới dự báo tăng 8.6% lên 8.8 tỷ người vào năm 2034 (CAGR 2024-2034: 0.8%). Sự gia tăng ổn định về nhu cầu thực phẩm và cây trồng sẽ kéo nhu cầu sử dụng phân bón tăng theo.

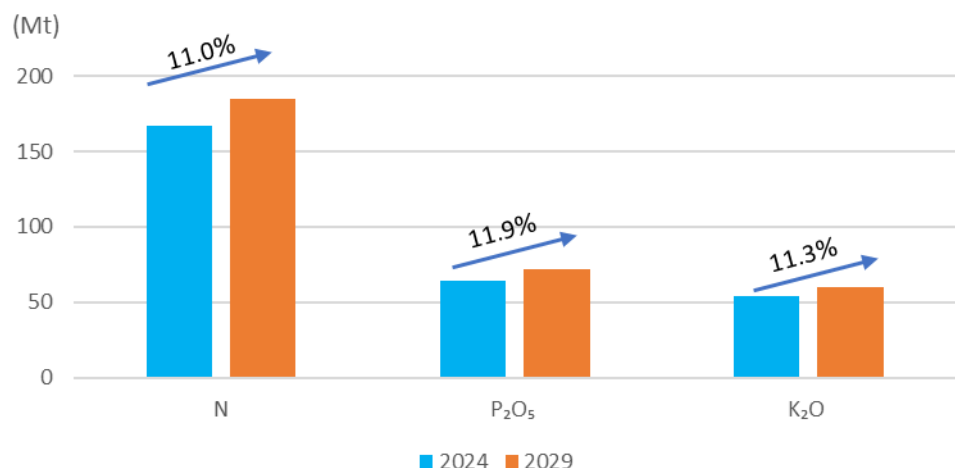
Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA) cũng dự báo nhu cầu tiêu thụ ba loại dưỡng chất chính sẽ tăng với CAGR là 2.2% trong 2024-2029. Cụ thể, IFA dự báo nhu cầu tiêu thụ toàn cầu đối với Đạm (Nitrogen - N), Lân (Phosphate - P_2O_5), và Kali (Potash - K_2O) (3 loại dưỡng chất chính có trong phân bón)¹ sẽ tăng trưởng với CAGR trung bình là 2,2% trong giai đoạn 2024–2029, đạt 224 triệu tấn dưỡng chất (NMts)² vào năm 2029. Trong số đó, K_2O được kỳ vọng tăng trưởng nhanh nhất với CAGR khoảng 2,5%, so với 2,0% của N và P_2O_5 , theo IFA.

Chúng tôi tin rằng nhu cầu toàn cầu đối với loại dưỡng chất chính này sẽ tiếp tục tăng cho đến năm 2034, phù hợp với các dự báo của OECD-FAO về tiêu thụ thực phẩm và sản lượng cây trồng.

Nhu cầu tiêu thụ tích cực thúc đẩy nguồn cung tăng theo

IFA dự báo công suất sản xuất phân bón toàn cầu sẽ đạt tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2024–2029, được hỗ trợ bởi nhu cầu tiếp tục tăng cao. Cụ thể, IFA kỳ vọng công suất Đạm (N) sẽ tăng 11,0% từ 166,6 triệu tấn lên 184,9 triệu tấn (CAGR 2,1%). Sự tăng trưởng này được dẫn dắt bởi Mỹ, Nigeria, Qatar, UAE và Nga. Công suất Lân (P_2O_5) được dự báo tăng 11,9% từ 64,1 triệu tấn lên 71,7 triệu tấn (CAGR 2,3%). Động lực chính đến từ Châu Phi, Tây Á và Đông Á. Công suất Kali (K_2O) được dự báo tăng 11,3% từ 53,8 triệu tấn lên 59,9 triệu tấn (CAGR 2,2%). Các nước tăng trưởng cao nhất là Canada, Nga và Lào.

Biểu đồ 21: Công suất sản xuất phân bón toàn cầu đang gia tăng (2024–2029)



Nguồn: IFA, Yuanta Việt Nam

^{1,2} Các đơn vị chuẩn và ký hiệu trong ngành phân bón. Trong lĩnh vực phân bón, ba nguyên tố dinh dưỡng đa lượng chính — Đạm (N), Lân (P_2O_5), và Kali (K_2O) — thường được thể hiện theo các quy ước quốc tế sau:

- **Đạm (N):** biểu thị hàm lượng nitơ nguyên chất,
- **Lân (P_2O_5):** biểu thị hàm lượng lân dưới dạng diphospho pentoxit,
- **Kali (K_2O):** biểu thị hàm lượng kali dưới dạng kali oxit.

Tấn dinh dưỡng (hoặc tấn dưỡng chất) là đơn vị đo lường trọng lượng thực tế của các chất dinh dưỡng thuần (N, P_2O_5 , K_2O) có trong phân bón, khác với tổng trọng lượng sản phẩm phân bón. Việc sử dụng tấn dưỡng chất giúp đánh giá chính xác lượng dưỡng chất cung cấp cho cây trồng.

Đây là các đơn vị quy đổi chuẩn được áp dụng trên toàn cầu nhằm thống nhất cách ghi nhãn và tính toán thành phần dinh dưỡng của các loại phân bón khác nhau trên thị trường.

Ví dụ từ bao bì của DCM:

- **Ure:** ghi nhãn 46,3% Nts, nghĩa là phân bón chứa 46,3% N nguyên chất (không có P_2O_5 hay K_2O).
- **DAP:** ghi nhãn 18-46-0, nghĩa là chứa 18% N, 46% P_2O_5 , và 0% K_2O .
- **NPK:** ghi nhãn 18-6-18, nghĩa là chứa 18% N, 6% P_2O_5 , và 18% K_2O .

Giá phân bón dự báo tăng trong năm 2025 trước khi phân hóa vào năm 2026

Nguồn cung phân bón toàn cầu tiếp tục bị thắt chặt trong năm 2025. Nguyên nhân chính đến từ Nga — nước xuất khẩu ure và DAP lớn nhất thế giới — đã siết chặt hạn ngạch xuất khẩu phân bón từ tháng 12/2024 đến hết tháng 5/2025.

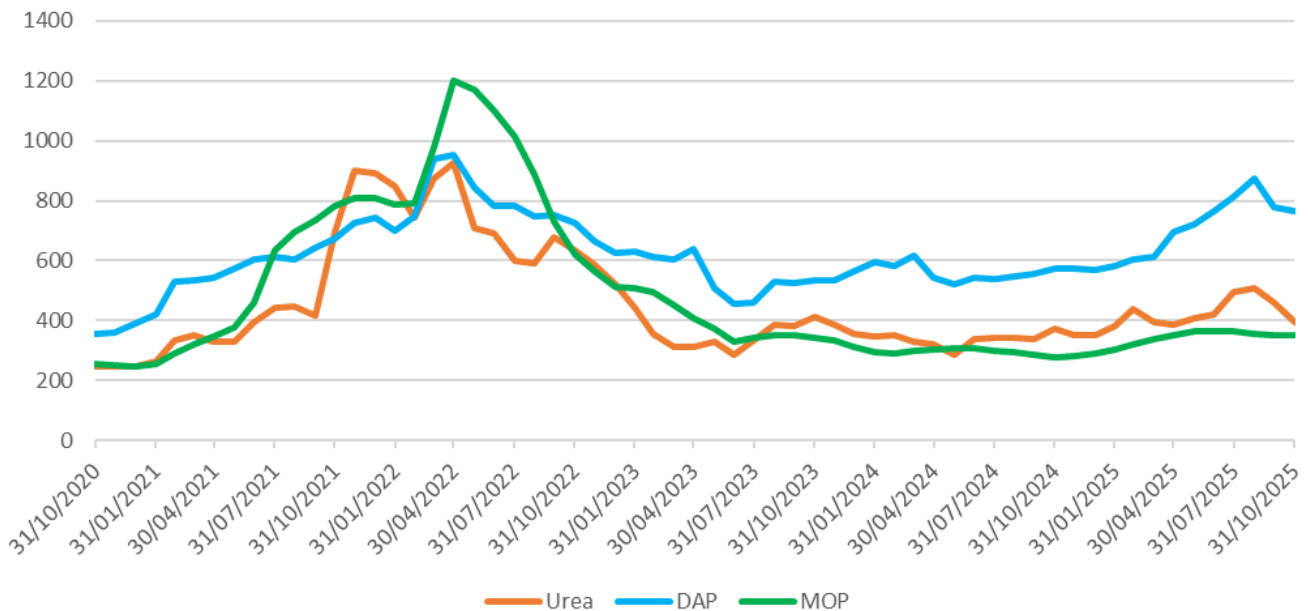
Ngoài ra, sản lượng khí tự nhiên suy giảm ở Ai Cập — nước xuất khẩu ure lớn thứ 3 thế giới — đã ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng phân bón khu vực.

Trong khi đó, Trung Quốc — một trong những quốc gia sản xuất và xuất khẩu phân bón hàng đầu thế giới — đã cắt giảm hơn 90% sản lượng xuất khẩu trong năm 2024 và tiếp tục siết chặt hạn ngạch trong 1H2025, đã làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt. Mặc các lệnh hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc đã được nới lỏng trong Q3/2025, khối lượng xuất khẩu vẫn chưa trở lại mức bình thường.

Giá bình quân của khí tự nhiên đã tăng 37% YoY trong 9T2025 do tình trạng nguồn cung khí tự nhiên sụt giảm trong ngắn hạn, kết hợp với nhu cầu toàn cầu gia tăng.

Nguồn cung nguyên liệu đầu vào hạn chế và giá nguyên liệu đầu vào tăng cao đã đẩy giá của 03 loại phân bón chính tăng mạnh. Cụ thể, trong 9T2025, giá ure bình quân toàn cầu tăng 27% YoY lên 425 USD/tấn, DAP tăng 22% YoY lên 773 USD/tấn, và MOP tăng 17% YoY lên 351 USD/tấn (Nguồn: Ngân Hàng Thế Giới - World Bank).

Biểu đồ 22: Xu hướng giá phân bón trong 5 năm qua



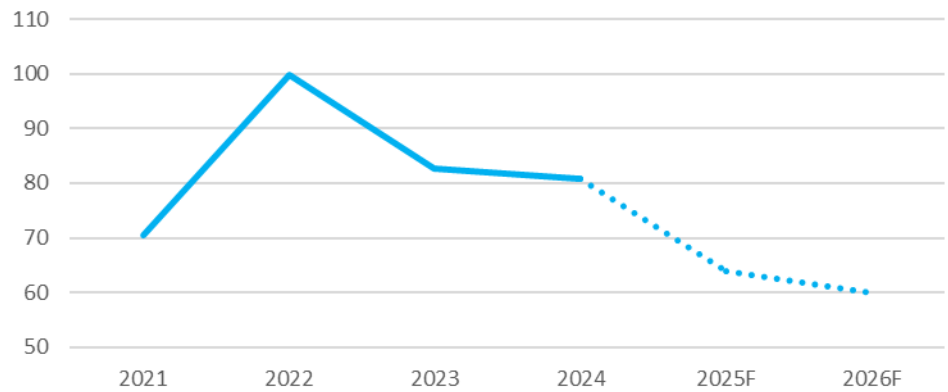
Nguồn: World Bank, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Theo dự báo của World Bank, giá khí tự nhiên sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 do nhu cầu vẫn neo ở mức cao, nhưng dự kiến sẽ hạ nhiệt và ổn định trở lại từ năm 2026 khi nguồn cung được kỳ vọng tăng nhanh hơn nhu cầu.

Tuy nhiên, giá dầu thô Brent và dầu nhiên liệu (FO) được dự báo có những diễn biến trái chiều với giá khí tự nhiên. Cụ thể, World Bank dự báo giá dầu thô Brent sẽ giảm – 20,7% YoY xuống 64 USD/thùng trong năm 2025 và tiếp tục giảm –6,3% YoY xuống 60 USD/thùng trong năm 2026. Sự sụt giảm dự kiến này là do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại trong bối cảnh căng thẳng thương mại gia tăng, làm giảm tốc độ tăng trưởng nhu cầu dầu trong khi nguồn cung lại không ngừng tăng lên.

Biểu đồ 23: World Bank dự báo giá dầu Brent sẽ giảm trong giai đoạn 2025–2026

(USD/bbl)

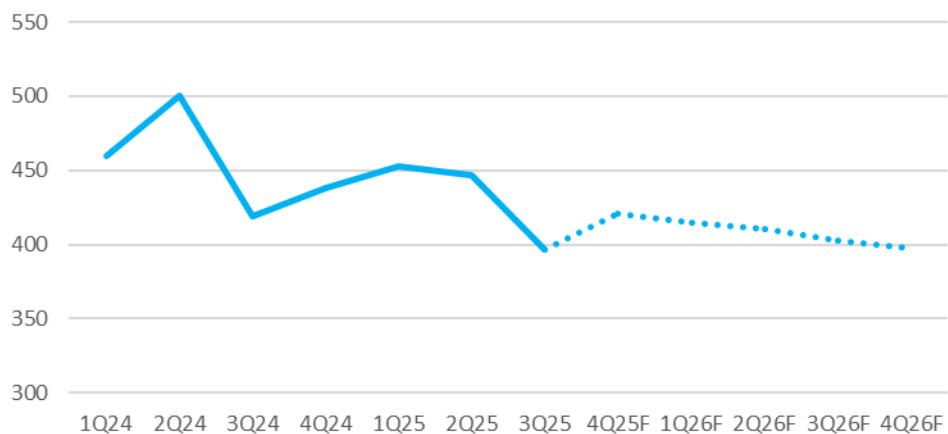


Nguồn: World Bank, Yuanta Việt Nam

Tương tự, các nhà kinh tế tại Ship & Bunker dự báo giá dầu nhiên liệu (FO) sẽ giảm trong cả năm 2025 và 2026. Cụ thể Ship & Bunker dự báo giá dầu FO sẽ giảm khoảng -5.5% YoY trong năm 2025, xuống còn trung bình 429 USD/tấn và tiếp tục giảm -5.4% YoY xuống còn 406 USD/tấn trong năm 2026 do những chính sách thuế quan của Hoa Kỳ đã mang đến những triển vọng xấu cho nền kinh tế thế giới cũng như nhu cầu dầu FO.

Biểu đồ 24: Dự báo giá dầu FO của Ship & Bunker (2025–2026)

(USD/mt)

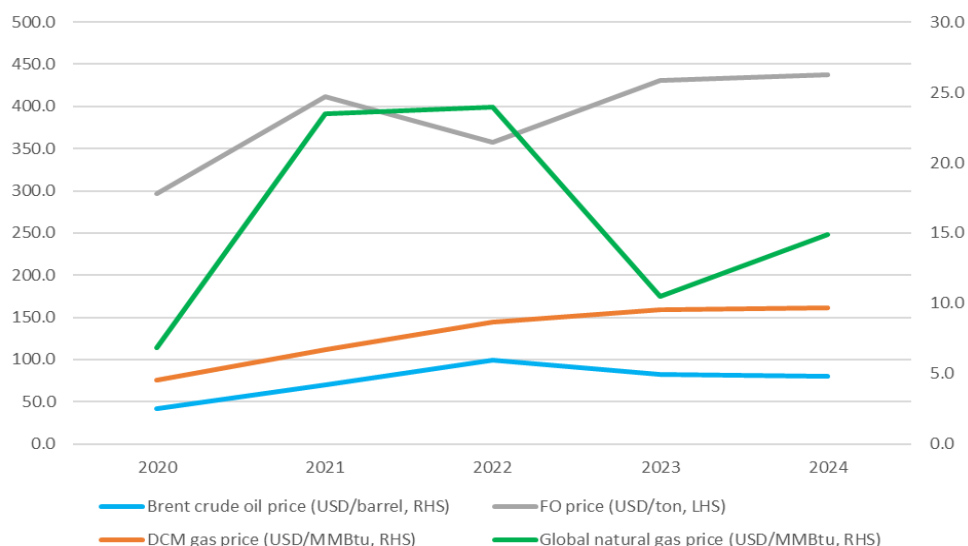


Nguồn: Ship & Bunker, Yuanta Việt Nam

Dựa trên các dự báo trên, chúng tôi ước tính giá khí đầu vào của DCM cũng sẽ giảm trong cả năm 2025 và 2026. Cụ thể, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào của DCM sẽ giảm – 9,3% YoY xuống còn khoảng 8,8 USD/MMBtu trong năm 2025 và tiếp tục giảm –4,3% YoY xuống 8,5 USD/MMBtu trong năm 2026. Điều này là do giá khí đầu vào của DCM được tính dựa trên giá dầu thô Brent và giá FO (như đã đề cập tại Bảng 7 ở trên), chứ không đi theo giá khí thế giới.

Giá khí đầu vào của DCM biến động sát theo các chỉ số giá dầu hơn là theo giá khí thế giới. Trong năm năm qua, hệ số tương quan giữa giá khí của DCM và giá khí thế giới chỉ là 0,26, trong khi hệ số tương quan với giá dầu thô Brent và FO cao hơn nhiều, lần lượt là 0,85 và 0,80.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá khí đầu vào giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của DCM trong những năm tới.

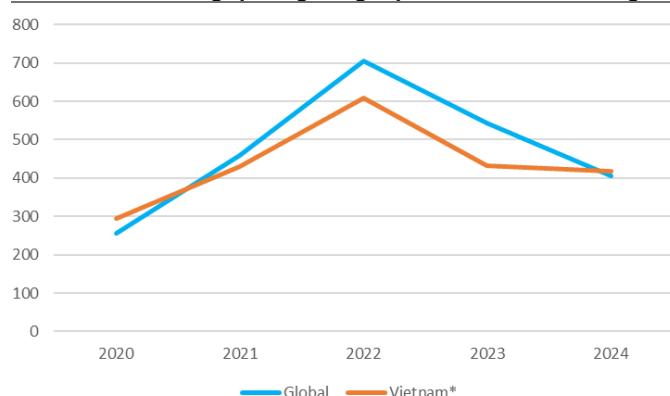
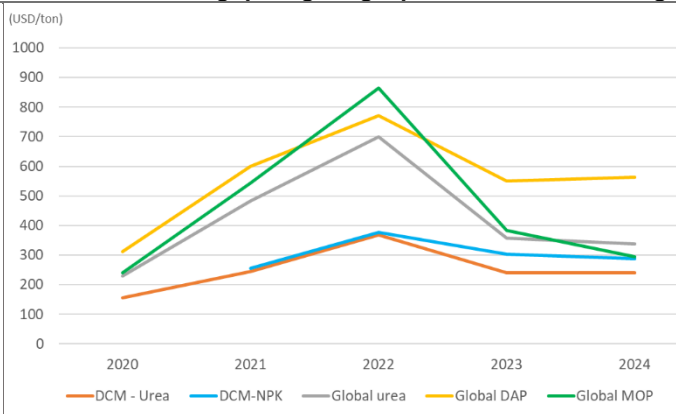
Biểu đồ 25: Mối tương quan yếu giữa giá khí đầu vào của DCM và giá khí thế giới

Nguồn: DCM, World Bank, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Giá khí thế giới được dự báo vẫn ở mức cao trong năm 2025, điều này sẽ gián tiếp hỗ trợ giá phân bón tại Việt Nam và DCM. Mặc dù mối tương quan giữa giá khí đầu vào của DCM và giá khí thế giới là tương đối thấp, nhưng giá phân bón tại Việt Nam nói chung — và giá của DCM nói riêng — lại có mối tương quan rất cao với giá phân bón thế giới, cụ thể như sau:

- Hệ số tương quan giữa giá phân bón trung bình của Việt Nam và thế giới là 0,97.
- Hệ số tương quan giữa giá ure của DCM và giá ure thế giới là 0,95.
- Hệ số tương quan trung bình giữa giá NPK của DCM và ba loại phân bón chính (ure, DAP và MOP) là 0,75.

Do đó, với việc giá khí thế giới được dự báo sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025 và hạ nhiệt từ năm 2026, giá phân bón thế giới được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong suốt năm 2025 trước khi phân hóa vào năm 2026. Điều này sẽ gián tiếp hỗ trợ giá phân bón của Việt Nam và DCM trong thời gian tới.

Biểu đồ 26: Tương quan giữa giá phân bón VN và thế giới**Biểu đồ 27: Tương quan giữa giá phân bón DCM và thế giới**

Nguồn: World Bank, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

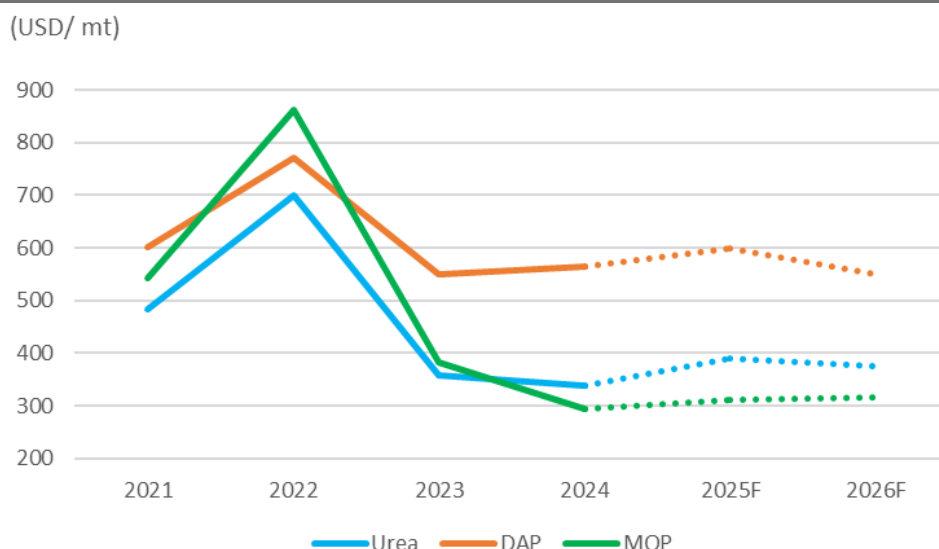
* Dữ liệu dựa trên giá xuất khẩu

World Bank đã đưa ra những dự báo trái chiều đối với giá của ba loại phân bón chính trong giai đoạn 2025–2026. Theo đó, dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 trước khi giảm vào năm 2026, trong khi giá MOP được dự báo duy trì xu hướng tăng trong suốt cả hai năm 2025 và 2026, cụ thể như sau:

- **Ure:** Giá bình quân được dự báo tăng 15,3% YoY trong năm 2025, sau đó giảm – 3,8% YoY trong năm 2026, lần lượt đạt 390 USD/tấn và 375 USD/tấn. Nguyên nhân là do giá khí đầu vào vẫn neo ở mức cao và nguồn cung dự kiến vẫn hạn chế trong năm 2025 trước khi nói lỏng vào năm 2026.
- **DAP:** Giá bình quân được dự báo tăng 6,4% YoY trong năm 2025 và giảm –8,3% YoY trong năm 2026, lần lượt đạt 600 USD/tấn và 550 USD/tấn. Nguyên nhân là do nguồn cung toàn cầu tăng lên.

- **MOP:** Giá bình quân được dự báo tăng 5,0% YoY trong năm 2025 và tiếp tục tăng nhẹ 1,6% YoY trong năm 2026, lần lượt đạt 310 USD/tấn và 315 USD/tấn. Nguyên nhân là do được hỗ trợ bởi tăng trưởng nhu cầu duy trì tích cực.

Biểu đồ 28: Dự báo giá phân bón của World Bank giai đoạn 2025-2026



Nguồn: World Bank, Yuanta Việt Nam

Dựa trên các dữ kiện trên, chúng tôi dự báo giá phân bón NPK thể giới sẽ tăng khoảng **9,6% YoY trong năm 2025**, trước khi điều chỉnh giảm khoảng 2,1% YoY vào năm 2026. Dự báo này dựa trên xu hướng biến động giá của ba loại phân bón chủ chốt là ure, DAP và MOP – vốn là các nguyên liệu chính được sử dụng để phối trộn và sản xuất phân NPK.

Nhu cầu phân bón tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong 2025–2026. Theo Modo Inteligente, nhu cầu tiêu thụ phân bón của Việt Nam vẫn sẽ duy trì tích cực trong năm 2025 và 2026 nhờ:

1. Các chính sách khuyến khích sử dụng phân bón tự sản xuất trong nước của Chính phủ; và
2. Việc mở rộng xuất khẩu nông sản chất lượng cao nhờ các hiệp định thương mại tự do giúp gia tăng tiêu chuẩn sản xuất nông nghiệp.

Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón tại Việt Nam sẽ biến động cùng chiều với xu hướng giá phân bón thế giới. Với nhu cầu được dự báo vẫn tích cực và mối tương quan cao giữa giá phân bón trong nước và giá thế giới như chúng tôi đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo giá phân bón Việt Nam — và DCM — sẽ tăng mạnh trong năm 2025, trước khi phân hóa theo từng loại sản phẩm vào năm 2026 theo xu hướng chung của thế giới, với các dự báo cụ thể được trình bày trong các phần bên dưới.

Xuất khẩu thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phân bón của các nhà sản xuất Việt Nam

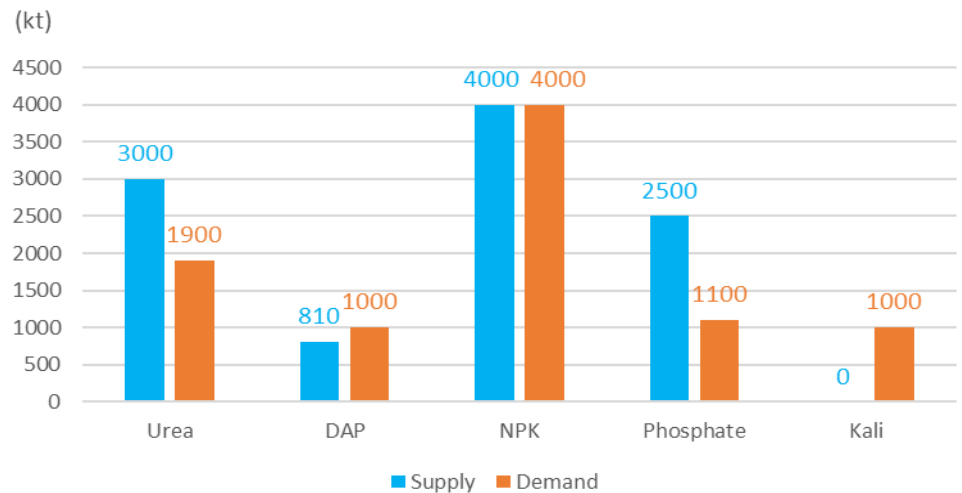
Sản xuất và tiêu thụ phân bón tại Việt Nam đang mất cân đối. Theo Hiệp hội Phân Bón Việt Nam, nhu cầu phân bón ở Việt Nam hiện nay ở mức khoảng 11 triệu tấn/năm, trong khi công suất sản xuất công nghiệp đạt khoảng 8 triệu tấn/năm. Tuy nhiên sự mất cân đối trong cơ cấu sản xuất và tiêu thụ đã dẫn đến tình trạng dư cung ở nhóm phân bón này trong khi thiếu cung ở nhóm phân bón khác.

Cụ thể ở một số loại phân bón chính như sau (nguồn: Hiệp hội Phân Bón Việt Nam):

- **Ure:** Việt Nam hiện có bốn công ty sản xuất ure bao gồm — DCM, DPM, CTCP Phân đạm và Hóa chất Hà Bắc (DHB – Không đánh giá), và Công ty TNHH MTV Đạm Ninh Bình — với tổng công suất sản xuất thực tế đã đạt gần 3 triệu tấn/ năm, trong khi nhu cầu trong nước chỉ khoảng 1.9 triệu tấn/năm, cho thấy nguồn cung đã vượt xa nhu cầu.
- **DAP:** Việt Nam có 3 công ty sản xuất phân DAP — CTCP DAP-VINACHEM (DDV – Không đánh giá), CTCP DAP2-VINACHEM, và CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (**DGC – MUA**) — với tổng công suất sản xuất thực tế khoảng 810.000 tấn/năm, trong khi nhu cầu trong nước là khoảng 1 triệu tấn/năm.

- **NPK:** Việt Nam hiện có rất nhiều công ty sản xuất NPK với tổng công suất sản xuất khoảng 4 triệu tấn/năm, tương đương với nhu cầu trong nước. Tuy nhiên, công suất sản xuất NPK một hạt hiện chỉ đạt 1,4 triệu tấn/năm, trong đó DCM chiếm 49%. Xu hướng nhu cầu nông sản chất lượng cao ngày càng tăng đã cho thấy tiềm năng tăng trưởng lớn đối với các sản phẩm NPK cao cấp, đặc biệt là NPK một hạt.
- **Lân:** Việt Nam hiện có khoảng 6 công ty sản xuất phân lân với tổng công suất là 2.5 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu trong nước chỉ khoảng 1.1 triệu tấn/năm — dẫn đến dư cung khoảng 1,4 triệu tấn/năm.
- **Kali:** Nhu cầu hàng năm của Việt Nam là khoảng 1 triệu tấn. Tuy nhiên, hiện trong nước chưa có công ty nào sản xuất phân Kali vì Việt Nam không có mỏ quặng kali. Do đó, 100% nhu cầu trong nước phải nhập khẩu từ nước ngoài.

Biểu đồ 29: Tổng quan cung – cầu của các loại phân bón chính tại Việt Nam

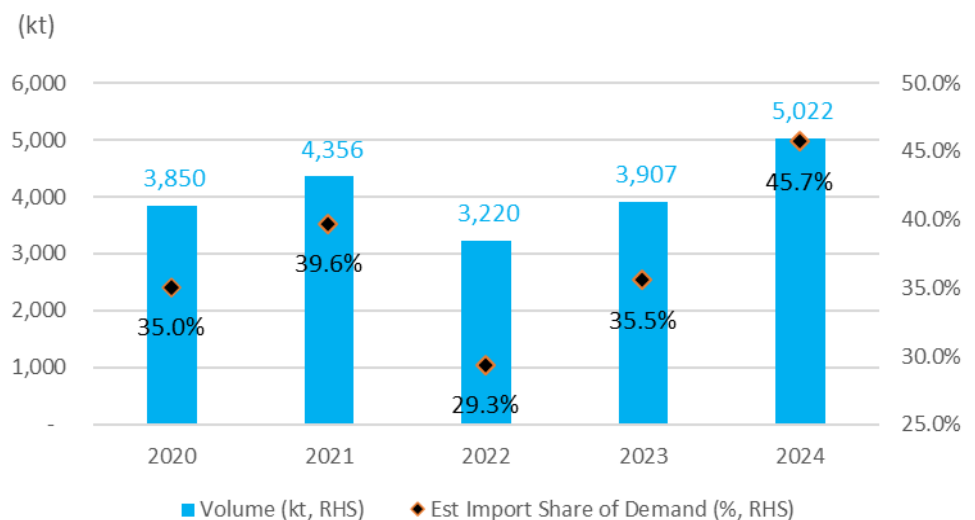


Nguồn: Hiệp hội Phân bón Việt Nam, Yuanta Việt Nam

Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khối lượng lớn phân bón hàng năm. Như đã thể hiện trong các số liệu thống kê trên, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một khối lượng đáng kể các loại phân bón mỗi năm do thiếu hụt nguyên liệu thô và chất lượng phân bón sản xuất trong nước còn tương đối thấp, chưa đáp ứng đầy đủ yêu cầu của khách hàng.

Trung bình, phân bón nhập khẩu chiếm khoảng 37% tổng tiêu thụ hàng năm của Việt Nam. Các loại phân bón nhập khẩu chính bao gồm DAP, NPK, ure và kali (Nguồn: ITC).

Biểu đồ 30: Xu Hướng nhập khẩu phân bón chính của Việt Nam trong 5 năm qua



Nguồn: ITC, Hiệp hội Phân bón Việt Nam, Yuanta Việt Nam

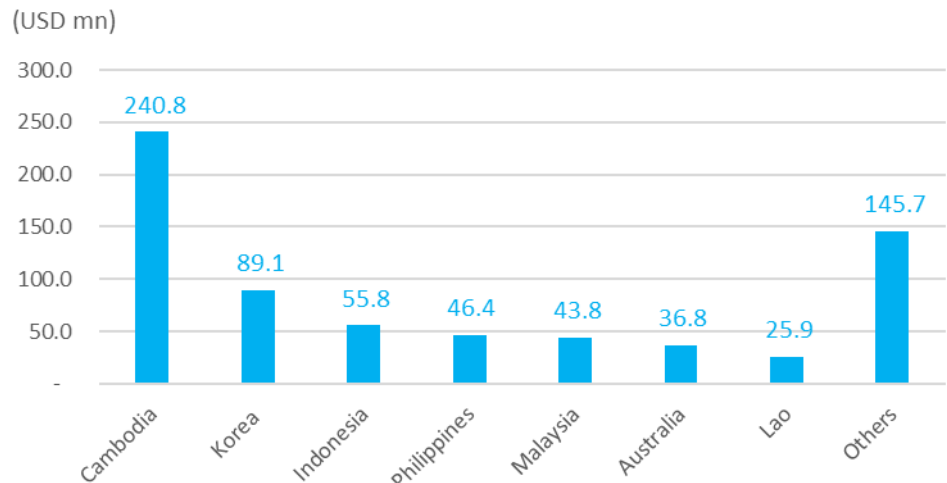
Xuất khẩu tiếp tục là động lực quan trọng cho tăng trưởng doanh thu. Theo Quy hoạch sử dụng đất quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050 (đã được Quốc hội phê duyệt), diện tích đất nông nghiệp của quốc gia sẽ giảm -4,3% so với năm 2023 xuống còn 26,8 triệu ha vào năm 2030.

Việc giảm diện tích đất nông nghiệp canh tác cho thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn của tiêu thụ phân bón trong nước sẽ bị hạn chế.

Thêm vào đó, Việt Nam cũng lựa chọn giải pháp xuất khẩu đối với các loại phân bón dư cung.

Từ các dữ kiện trên, chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cho các nhà sản xuất phân bón tại Việt Nam trong những năm tới. Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam trong năm 2024 là Campuchia, Hàn Quốc và Indonesia.

Biểu đồ 31: Top những nước nhập khẩu phân bón của Việt Nam năm 2025 (tỷ USD)



Nguồn: ITC, Yuanta Việt Nam

Chính sách VAT mới dự kiến sẽ giúp tăng năng lực cạnh tranh của các nhà sản xuất phân bón trong nước

Đánh giá tác động của luật VAT mới đối với các công ty phân bón. Kể từ ngày 01/07/2025, phân bón nói chung sẽ chuyển từ đối tượng "không chịu thuế" sang đối tượng "chịu thuế suất 5%".

Chúng tôi cho rằng luật thuế VAT mới sẽ mang lại lợi ích đáng kể cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón đơn trong nước (ure, lân), nhờ được khấu trừ thuế VAT đầu vào. Do phần lớn chi phí sản xuất như khí tự nhiên, máy móc, thiết bị và nhà xưởng đều chịu thuế trung bình khoảng 8-10%, việc được khấu trừ VAT đầu vào sẽ giúp giảm tổng COGS, tạo điều kiện để doanh nghiệp hạ giá bán và nâng cao sức cạnh tranh so với hàng nhập khẩu.

Tuy nhiên, luật thuế mới có thể gây tác động bất lợi cho các doanh nghiệp sản xuất phân NPK và các nhà nhập khẩu phân bón. Đối với các doanh nghiệp nhập khẩu 3 nguyên liệu chính là N, P và K về để phối trộn thành phân NPK, việc áp dụng thuế VAT 5% sẽ khiến giá bán tăng tương ứng khoảng 5% do không được khấu trừ thuế VAT đầu vào giúp giảm COGS như các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Tương tự, các doanh nghiệp nhập khẩu khi chịu mức thuế này cũng sẽ phải điều chỉnh giá bán theo hướng tăng, làm giảm khả năng cạnh tranh trên thị trường.

Đánh giá tác động của luật thuế VAT mới đến DCM. Mặc dù cũng sản xuất NPK, nhưng tác động bất lợi của VAT 5% đối với mảng NPK đến DCM như chúng tôi đã phân tích ở trên sẽ giảm bớt do DCM tự sản xuất ure (N) và chỉ phải nhập khẩu P và K.

Nhìn chung, ban lãnh đạo tính toán rằng việc áp dụng thuế VAT mới sẽ giúp:

1. Giảm khoảng -3,8% COGS cả năm, tương đương khoảng 416 tỷ đồng; và
2. Giảm giá bán phân bón bình quân (chưa bao gồm VAT) ~4,1%, tương đương ~380 đồng/kg, do công ty cân bằng lợi ích của mình và khách hàng.

Do đó, về mặt lý thuyết, chúng tôi nhận thấy giá bán bình quân sau VAT của DCM có khả năng chỉ tăng nhẹ khoảng 0.8% so với trước đây, điều này sẽ giúp tăng khả năng cạnh tranh về giá so với hàng nhập khẩu, khi các mặt hàng này phải tăng giá thêm khoảng 5% do không được khấu trừ thuế VAT đầu vào như chúng tôi đã phân tích ở trên.

Triển vọng các mảng kinh doanh chính

Ure – Xuất khẩu sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn

Nhà sản xuất ure hạt đục duy nhất tại Việt Nam. DCM sở hữu một nhà máy sản xuất Ure hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm, sử dụng công nghệ cao cấp của Snamprogetti (Ý). Công nghệ này cho phép DCM sản xuất ure chất lượng cao, có thể đáp ứng tiêu chuẩn để xuất khẩu sang các thị trường khắt khe như New Zealand và Australia.

Năm 2024, DCM chiếm 32% thị phần tiêu thụ ure tại Việt Nam, đứng thứ hai sau DPM (35%).

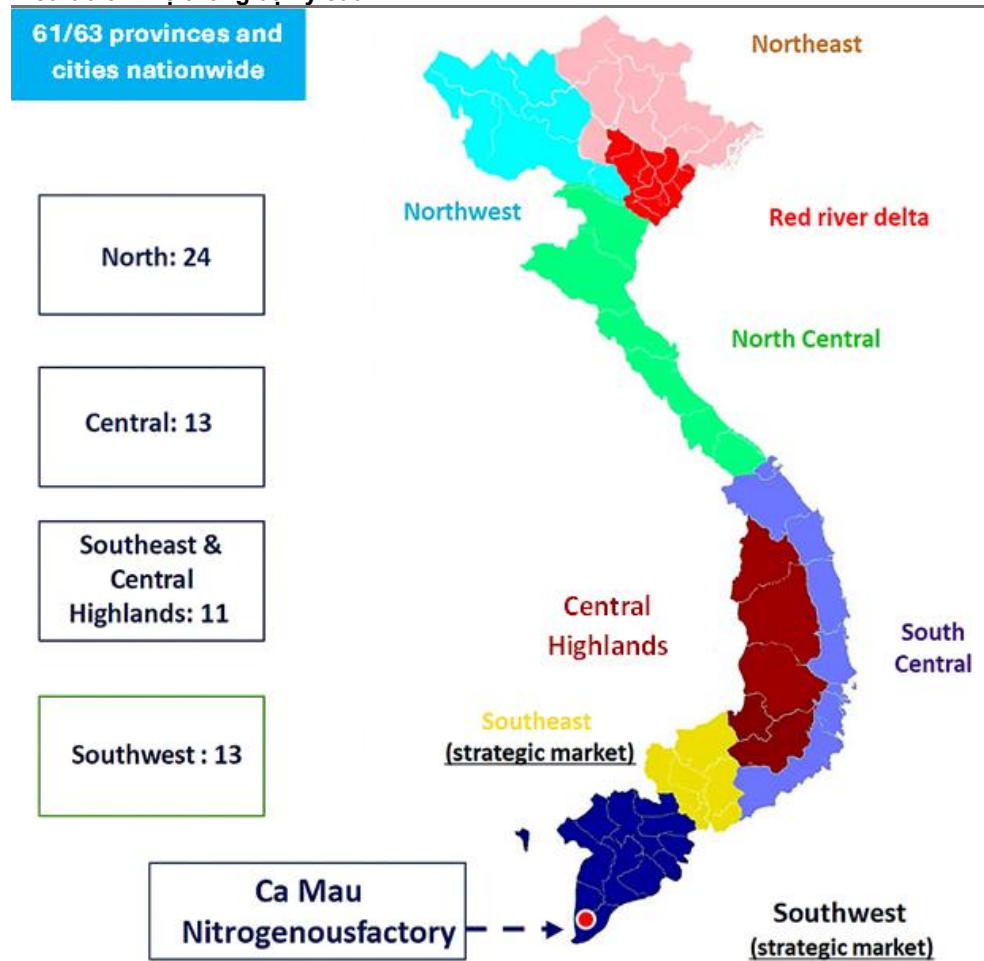
DCM có kế hoạch mở rộng công suất sản xuất ure thêm 25% lên khoảng 1 triệu tấn/năm. Dự án này có tổng vốn đầu tư dự kiến là 836 tỷ đồng và ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2028. Tuy nhiên, các chi tiết cụ thể về tiến độ dự án vẫn chưa được tiết lộ, vì vậy chúng tôi chưa đưa dự án này vào các dự báo hoặc mô hình định giá của mình.

Đặt mục tiêu tăng thị phần tiêu thụ ure tại Campuchia từ 35% lên 60%. Theo ban lãnh đạo, khoảng 90% tổng nhu cầu tiêu thụ ure của Campuchia là ure hạt đục. Đây là một lợi thế rất lớn tại thị trường này vì DCM là doanh nghiệp duy nhất sản xuất được ure hạt đục ở Việt Nam, quốc gia láng giềng của Campuchia. Ban lãnh đạo cũng lưu ý rằng DCM hiện đang nắm giữ khoảng 35–40% thị phần tiêu thụ phân ure của Campuchia và đặt mục tiêu nâng con số này lên 50–60% trong những năm tới.

Đặt mục tiêu tăng thị phần ure tại khu vực Tây Nam Bộ từ 61% lên 72%. Ở thị trường trong nước, Tây Nam Bộ là thị trường trọng điểm của DCM do đây là vùng nông nghiệp lớn nhất cả nước và DCM có lợi thế cạnh tranh là doanh nghiệp duy nhất sở hữu nhà máy sản xuất ure tại chỗ ở đây (như chúng tôi đã thảo luận ở trên). DCM đặt mục tiêu mở rộng thị phần ure tại khu vực Tây Nam Bộ từ 61% hiện tại lên 72% trong ngắn hạn.

Ngoài ra, Đông Nam Bộ - Tây Nguyên cũng là thị trường chiến lược của DCM. Các khu vực này chủ yếu trồng cây công nghiệp lâu năm như cao su, cà phê, hồ tiêu, điều. DCM hiện đang chiếm 35% thị phần tiêu thụ ure tại đây.

Biểu đồ 32: Hệ thống đại lý của DCM



Nguồn: DCM, Yunta Việt Nam

Xuất khẩu sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn. Như đã thảo luận ở trang 23, hiện tại nguồn cung phân ure trong nước của Việt Nam đã vượt xa nhu cầu tiêu thụ nội địa, trong khi tổng diện tích đất nông nghiệp của cả nước được dự báo sẽ giảm – 4,3% so với năm 2023 xuống còn 26,8 triệu ha vào năm 2030.

Thêm vào đó, khoảng 90% nhu cầu ure của Campuchia — thị trường xuất khẩu chính của DCM — là ure hạt đục, điều này mang lại cho DCM một lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ.

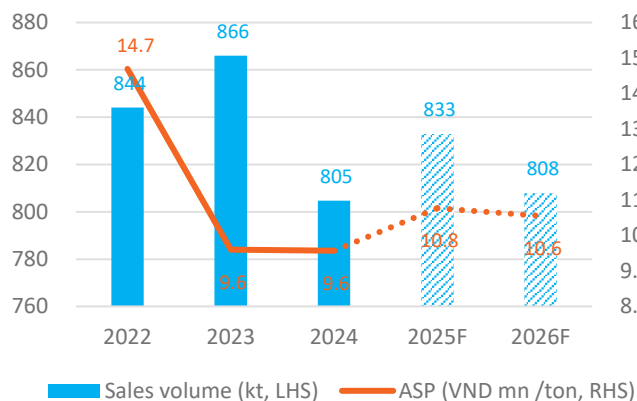
Do đó chúng tôi cho rằng DCM sẽ đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu để giải quyết bài toán dư cung và đây sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng của mảng ure trong tương lai. Hiện tại, xuất khẩu đang chiếm 33% doanh thu mảng urea.

Dự báo doanh thu mảng ure trong năm 2025-2026. Chúng tôi dự báo giá phân ure của DCM sẽ tăng 13% YoY lên 10,8 triệu đồng/tấn trong năm 2025, do nhu cầu tiêu thụ vẫn ở mức cao và nguồn cung dự kiến vẫn hạn chế như chúng tôi đã phân tích ở trên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá phân bón của DCM sẽ giảm -2% YoY xuống còn 10,6 triệu đồng/tấn vào năm 2026, do giá khí thế giới hạ nhiệt và nguồn cung dự kiến sẽ tăng nhanh hơn nhu cầu.

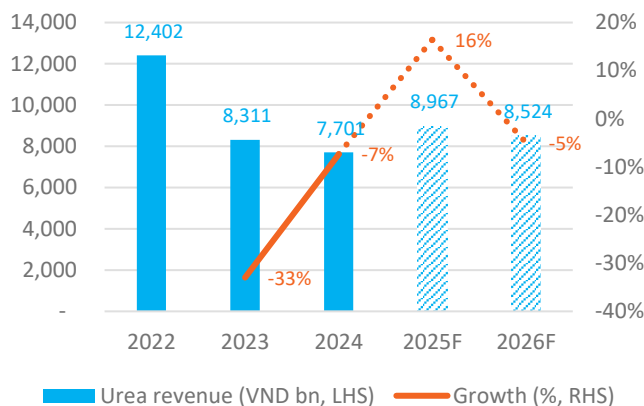
Chúng tôi cho rằng sản lượng ure của DCM cũng sẽ đi theo xu hướng giá, với mức tăng 4% YoY, đạt 833 nghìn tấn trong năm 2025 trước khi giảm nhẹ -3% YoY xuống còn 808 nghìn tấn vào năm 2026.

Dựa trên các giả định này, chúng tôi dự báo doanh thu mảng ure sẽ tăng 16,4% YoY lên 9,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, sau đó giảm -5% YoY xuống 8,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2026.

Biểu đồ 33: Giá bán và sản lượng ure sụt giảm...



Biểu đồ 34:... gây áp lực lên doanh thu năm 2026



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Ban lãnh đạo DCM có quan điểm lạc quan hơn so với chúng tôi khi tin rằng giá phân bón — đặc biệt là ure — sẽ tiếp tục tích cực trong suốt giai đoạn 2025–2030, nhờ vào:

1. Nhu cầu tăng cao, đặc biệt là từ Campuchia, nơi tổng diện tích đất canh tác được dự kiến tăng gấp đôi trong giai đoạn này và DCM hiện chiếm khoảng 35–40% thị phần phân ure tại khu vực này;
2. Việc đóng cửa các nhà máy ure sử dụng than đá tại Trung Quốc do các yêu cầu tuân thủ ESG nghiêm ngặt hơn; và
3. Việc mở rộng công suất sản xuất mới tại Trung Quốc cũng đang bị hạn chế do các tiêu chuẩn về môi trường.

Chúng tôi xem đây là tiềm năng tăng giá nếu kịch bản này xảy ra như kỳ vọng của ban lãnh đạo.

NPK – Động lực tăng trưởng chính trong dài hạn

DCM hiện đang vận hành hai nhà máy NPK với tổng công suất 660.000 tấn/năm, bao gồm Nhà máy NPK Cà Mau (công suất 300.000 tấn/năm) đã vận hành thương mại từ năm 2021 và Nhà máy NPK Hàn Việt (thuộc Công ty TNHH Phân bón Hàn – Việt – KVF) công ty con do DCM nắm giữ 100% vốn, đã đi vào hoạt động thương mại từ năm 2024.

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, DCM tập trung sản xuất NPK “một hạt” có chất lượng cao, tạo lợi thế cạnh tranh rõ rệt so với các sản phẩm NPK “ba màu” đang chiếm đa số trên thị trường.

Mở rộng thị phần tiêu thụ NPK từ 8% lên 38% tại Campuchia. Về dài hạn, DCM có kế hoạch tăng khối lượng xuất khẩu NPK sang Campuchia từ mức hiện tại 20.000 tấn/năm lên 100.000 tấn/năm, qua đó mở rộng thị phần tiêu thụ NPK tại nước này từ khoảng 8% lên 38%. Tuy nhiên, thời gian cụ thể cho việc hoàn thành kế hoạch vẫn chưa được tiết lộ.

Bên cạnh đó, DCM còn có kế hoạch tăng công suất NPK thêm 8% lên 710 nghìn tấn/năm thông qua Dự án nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau - Cơ sở Bình Định. Dự án bao gồm nhà máy sản xuất phân bón NPK hỗn hợp và kho bãi, thông tin cụ thể như sau:

- **Tổng vốn đầu tư:** 120 tỷ đồng
- **Công suất nhà máy:** 50.000 tấn/năm (Phân bón NPK + TE, là phân NPK trộn thêm các nguyên tố vi lượng, giúp nâng cao hiệu quả sử dụng).
- **Diện tích kho:** 14.296 m²
- **Công suất khai thác kho:** 200.000 tấn/năm
- **Công suất đóng gói phân bón:** 50.000 tấn/năm

Dự án đã hoàn thành đưa vào khai thác kho, nhà hành chính và các hạng mục phụ trợ vào tháng 2/2025 và đang tiến hành lắp đặt thiết bị dây chuyền sản xuất NPK+TE và dây chuyền đóng bao.

Dự kiến vận hành thương mại vào Q1/2026. Ban lãnh đạo kỳ vọng toàn bộ dự án sẽ đi vào hoạt động trong Q4/2025. Tuy nhiên, với việc chỉ còn sáu tuần trong Q4/2025, chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn khi cho rằng dự án này sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026.

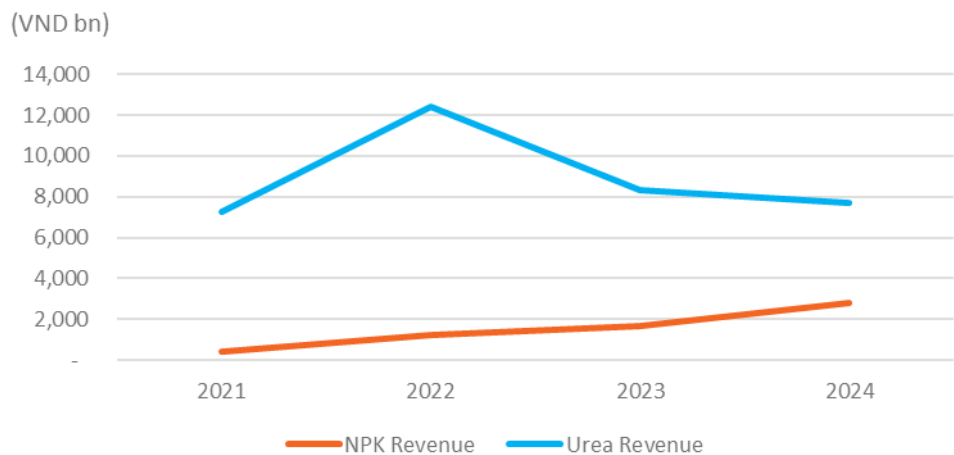
Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đạt 50% công suất vào năm 2026, đóng góp 264 tỷ đồng vào tổng doanh thu (chiếm 1% tổng doanh thu năm 2026), và đạt 100% công suất vào năm 2027, đóng góp 543 tỷ đồng (chiếm khoảng 3% tổng doanh thu).

Động lực tăng trưởng chính trong dài hạn. Hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường ure tại Việt Nam đã bão hòa với chênh lệch cung cầu đã lên đến 1,1 triệu tấn/năm. Trong khi đó, thị trường NPK lại đang cân bằng cung cầu.

Nhưng điều đáng lưu ý ở đây là sản lượng NPK một hạt chất lượng cao chỉ mới chiếm 35% nhu cầu phân NPK trong nước. Với nhu cầu nông sản chất lượng cao đang gia tăng như một xu hướng tất yếu, các hiệp định thương mại được ký kết ngày càng tăng, và thêm vào đó, các tiêu chuẩn xuất khẩu cũng ngày càng khắc khe hơn, chúng tôi cho rằng tiềm năng để người nông dân chuyển sang dùng phân bón NPK một hạt chất lượng cao là rất tích cực.

Do đó, chúng tôi cho rằng NPK sẽ là động lực tăng trưởng chính cho DCM trong dài hạn. Thực tế cũng đã chứng minh điều đó, từ khi nhà máy sản xuất NPK của DCM đi vào hoạt động thương mại từ năm 2021 đến nay, doanh thu NPK của DCM đã tăng trưởng với CAGR là 93% trong giai đoạn 2021-2024, trong khi doanh thu ure chỉ tăng trưởng với CAGR là 2% trong cùng giai đoạn.

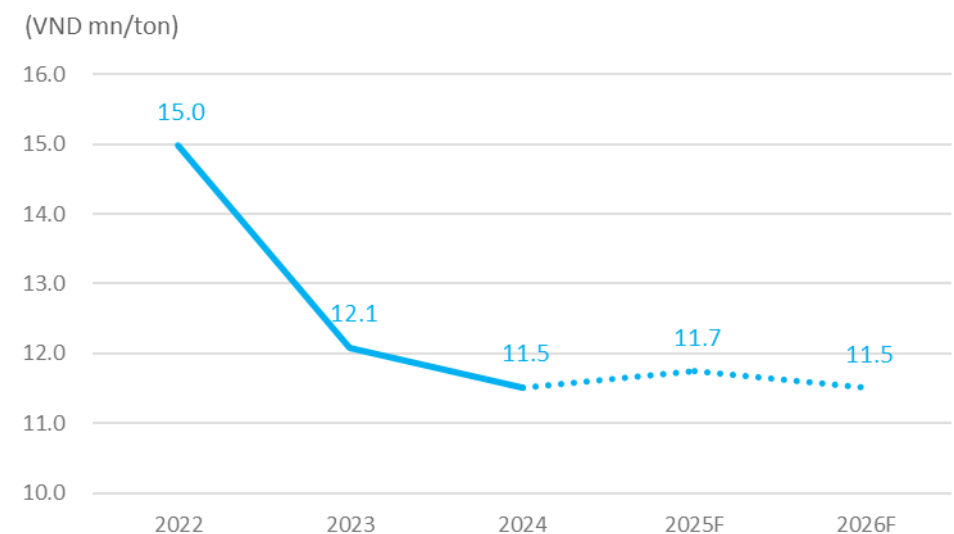
Biểu đồ 35: Doanh thu NPK và ure (2021–2024) (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, Yunta Việt Nam

Dự báo doanh thu NPK trong năm 2025-2026. Tương tự như xu hướng giá của ure, chúng tôi cũng cho rằng giá phân NPK của DCM sẽ tăng 2% YoY lên 11,7 triệu đồng/tấn trong năm 2025, trước khi giảm -2% YoY xuống 11,5 triệu đồng/tấn vào năm 2026. Nguyên nhân là do giá khí đầu vào hạ nhiệt và nguồn cung dự kiến sẽ tăng nhanh hơn nhu cầu.

Biểu đồ 36: DCM dự kiến giá NPK sẽ giảm nhẹ vào năm 2026



Nguồn: DCM, Yunta Việt Nam

Sản lượng dự báo tăng hai chữ số bất chấp giá dự kiến giảm nhẹ trong 2026. Mặc dù giá được dự kiến giảm -2% YoY trong năm 2026, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây là một

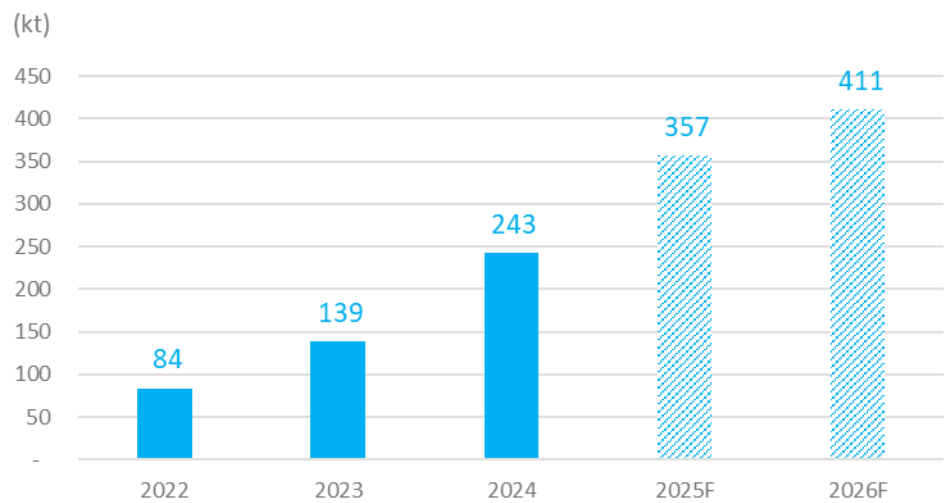
mức giảm nhẹ và dư địa tăng trưởng tiêu thụ NPK “một hạt” trong nước vẫn còn rất tiềm năng như chúng tôi đã phân tích ở trên.

Thêm vào đó, ban lãnh đạo cho biết, DCM đang tích cực triển khai chiến lược quảng bá và mở rộng thị trường cho sản phẩm phân bón NPK, đặc biệt tại Campuchia. DCM cũng đã có những chuyến thăm và gặp gỡ với các đối tác tiềm năng như Angkor Green - một trong ba công ty hàng đầu về phân bón lá tại Campuchia, Công ty Cổ phần Baitang Plc. - một trong những doanh nghiệp xuất khẩu gạo lớn và có ảnh hưởng hàng đầu tại Campuchia, Công ty Rith Chann Vettey, Công ty Forward Cam, cùng nhiều đối tác khác.

Đây đều là những đơn vị được chúng tôi đánh giá cao về khả năng hợp tác nhằm mở rộng mạng lưới phân phối và tăng cường sự hiện diện của DCM tại thị trường này.

Với những động thái tích cực này, chúng tôi cho rằng sản lượng NPK của DCM vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng trong cả năm 2025 và 2026, đạt lần lượt 357 nghìn tấn (+47% YoY) và 411 nghìn tấn (+15% YoY).

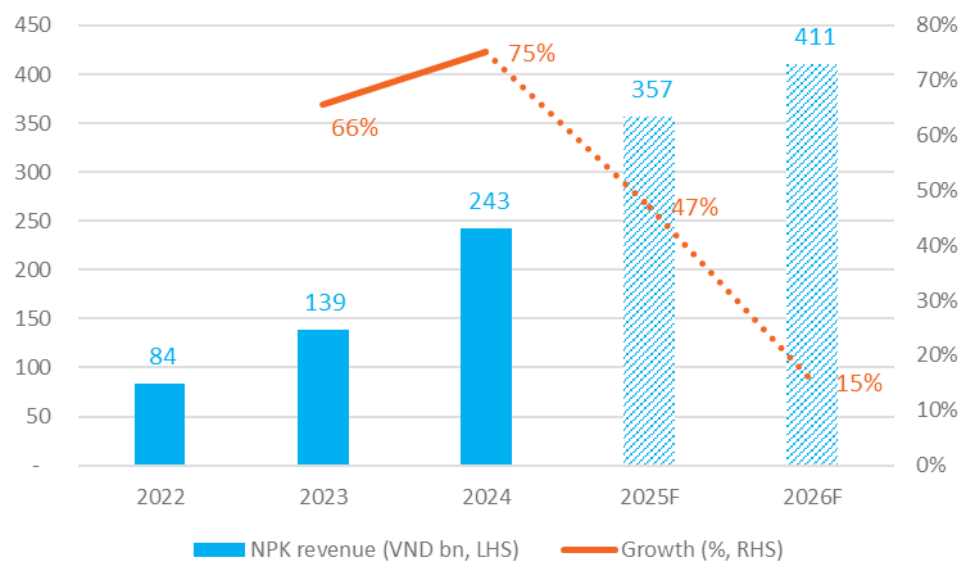
Biểu đồ 37: Sản lượng NPK dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025–2026



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Tổng hợp những yếu tố trên, chúng tôi dự báo doanh thu mại NPK của DCM sẽ tăng 50% YoY lên 4,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, và tiếp tục tăng +13% YoY lên 4,7 nghìn tỷ đồng vào năm 2026.

Biểu đồ 38: Câu chuyện tăng trưởng doanh thu NPK tiếp diễn trong năm 2025–2026



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Mảng tự doanh – Tăng trưởng theo xu hướng phân bón thế giới

Đa dạng hóa danh mục sản phẩm thông qua hoạt động tự doanh. Bên cạnh các sản phẩm phân bón tự sản xuất, DCM còn nhập khẩu các sản phẩm phân bón khác để phân phối trong nước hoặc tái xuất khẩu. Các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu của DCM là: DAP, Kali và OM (Phân bón hữu cơ) từ các nước như Trung Quốc, Nga, Israel, Bỉ, Hà Lan và Hàn Quốc.

Biểu đồ 39: Các sản phẩm tự doanh chính của DCM

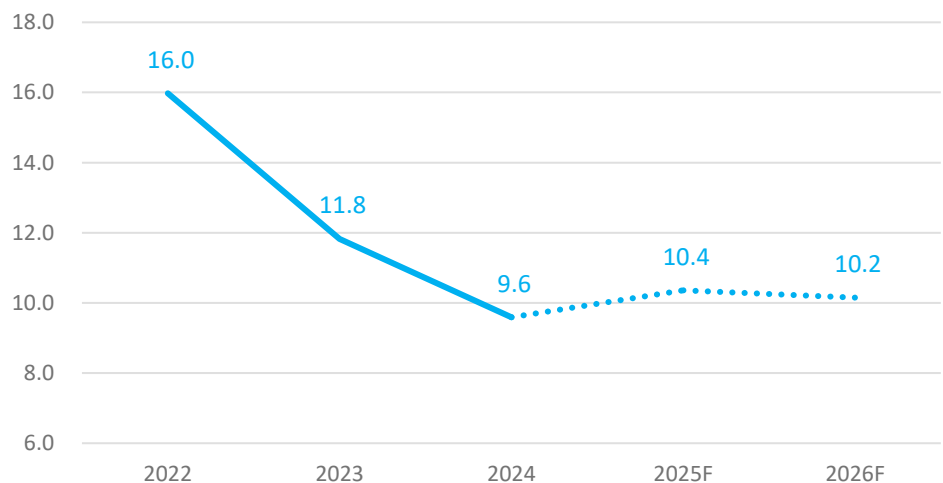


Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Dự báo doanh thu mảng tự doanh giai đoạn 2025–2026. Chúng tôi dự báo giá bán bình quân các sản phẩm phân bón tự doanh của DCM sẽ tăng 8% YoY lên 10,4 triệu đồng/tấn trong năm 2025, sau đó giá sẽ giảm –2% YoY xuống 10,2 triệu đồng/tấn vào năm 2026 theo xu hướng giá chung của phân bón thế giới như chúng tôi đã phân tích ở trên.

Biểu đồ 40: Giá bán bình quân mảng tự doanh tăng trong năm 2025 sau đó giảm nhẹ vào năm 2026

(VND mn/ton)



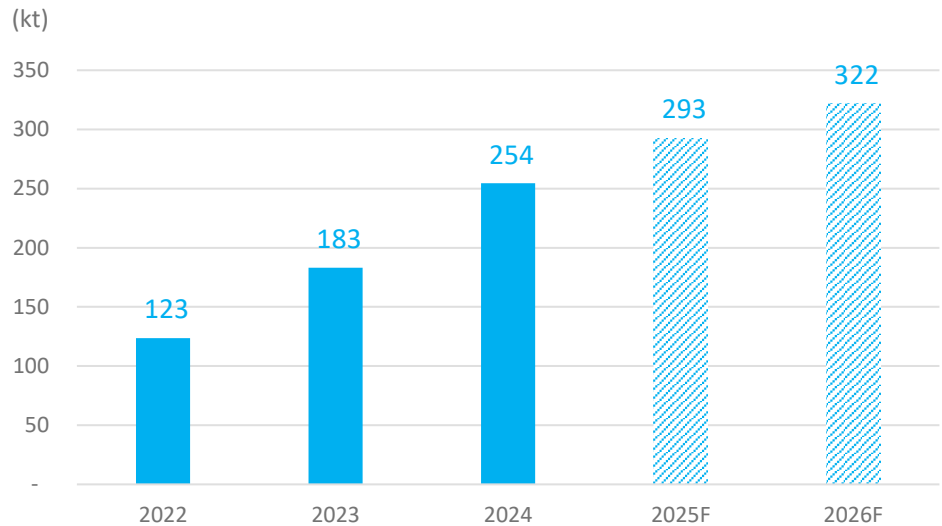
Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng sẽ vẫn tích cực trong cả năm 2025 và 2026. Chúng tôi dự báo sản lượng phân bón tự doanh của DCM sẽ tăng 15% YoY lên 293

ngành tấn vào năm 2025 và tiếp tục tăng 10% YoY lên 322 nghìn tấn vào năm 2026, được thúc đẩy bởi 2 yếu tố:

- 1) Nhà kho thuộc Dự án nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau - Cơ sở Bình Định đã đi vào hoạt động trong Q1/2025, giúp tăng khả năng lưu trữ và phân phối sản phẩm; và
- 2) Ban lãnh đạo cho biết DCM cũng đang tích cực mở rộng thêm kho bãi để tăng cường khả năng lưu trữ và đẩy mạnh sản lượng phân bón tự doanh.

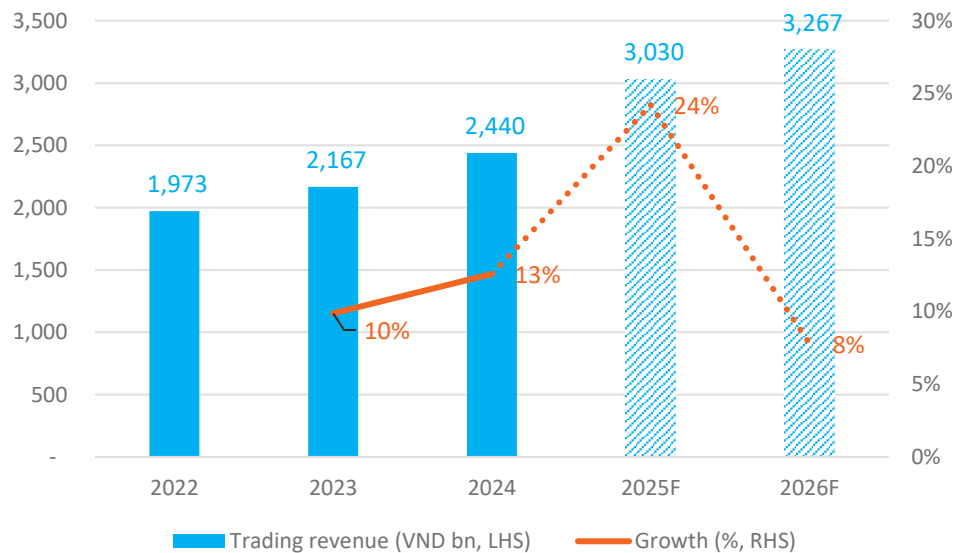
Biểu đồ 41: Màng tự doanh được kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số trong 2025–2026



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Dựa trên những giả định trên, chúng tôi dự báo doanh thu màng tự doanh của DCM sẽ tăng +24% YoY lên 3,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và tiếp tục tăng +8% YoY lên 3,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2026.

Biểu đồ 42: Doanh thu màng tự doanh tăng trong năm 2025–2026



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

Các kế hoạch đầu tư trong giai đoạn 2025–2030

1. Dự án sản xuất CO₂ thực phẩm tại nhà máy Đạm Cà Mau

Dự án có tổng vốn đầu tư là 87 tỷ đồng và sẽ được triển khai thành 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1:** Công suất thiết kế 15 nghìn tấn CO₂/ năm
- **Giai đoạn 2:** Mở rộng công suất lên 65 nghìn tấn CO₂/ năm

DCM hiện đang trong quá trình xây dựng, lắp đặt thiết bị và vận hành thử nghiệm cho dự án này. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ vận hành thương mại vào Q1/2026.

Hiện chúng tôi đã đưa Giai đoạn 1 vào mô hình định giá với kỳ vọng dự án sẽ đạt 100% công suất thiết kế ngay trong năm đầu tiên hoạt động, đóng góp khoảng 84 tỷ đồng vào doanh thu năm 2026 (chiếm chưa đến 1% tổng doanh thu của DCM).

Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa Giai đoạn 2 vào mô hình định giá do thiếu thông tin chi tiết về thời gian khởi công xây dựng.

2. Dự án Nhà máy sản xuất và kho cảng PVCFC - Nhơn Trạch

Dự án bao gồm kho chứa nguyên liệu sản xuất, hệ thống cảng vận chuyển, nhà máy sản xuất phân bón Kali Sunfat (SOP) và Mono Potassium Phosphate (MKP), chi tiết như sau:

- **Tổng vốn đầu tư:** 3,4 nghìn tỷ đồng
- **Diện tích:** 10,3ha
- **Diện tích kho:** 40.000m²
- **Công suất khai thác kho:** 700,000 tấn/năm
- **Công suất nhà máy sản xuất phân bón:** 100.000 tấn/năm (bao gồm 50.000 tấn dạng hạt)
- **Bến cảng tiếp nhận tàu:** lên đến 45.000 DWT
- **Chiều dài cầu bến:** 245m

Dự án đã được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào tháng 8/2024 và hiện đang làm báo cáo nghiên cứu khả thi (FS). DCM kỳ vọng hoàn thành FS trước tháng 1/2026 và dự kiến sẽ đưa vào vận hành thương mại từ Q3/2027.

Ban lãnh đạo cho biết, đây sẽ là một dự án rất chiến lược của DCM, phục vụ cho hoạt động xuất nhập khẩu, phân phối hàng hóa của công ty trong giai đoạn tiếp theo.

3. Dự án sản xuất khí công nghiệp tại Nhà máy Đạm Cà Mau

Ban lãnh đạo cho biết dự án này đã nhận được quyết định phê duyệt đầu tư và dự kiến sẽ triển khai xây dựng trong giai đoạn 2025-2026 với tổng vốn đầu tư là 290 tỷ đồng và dự kiến đưa vào vận hành thương mại vào năm 2027.

Dự án sẽ thu hồi các khí thải như argon (Ar), N₂, H₂, và NH₄, cùng các khí khác. Trong đó, Ar là khí trơ và hiếm, được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau như bán dẫn, vi mạch, điện tử,...

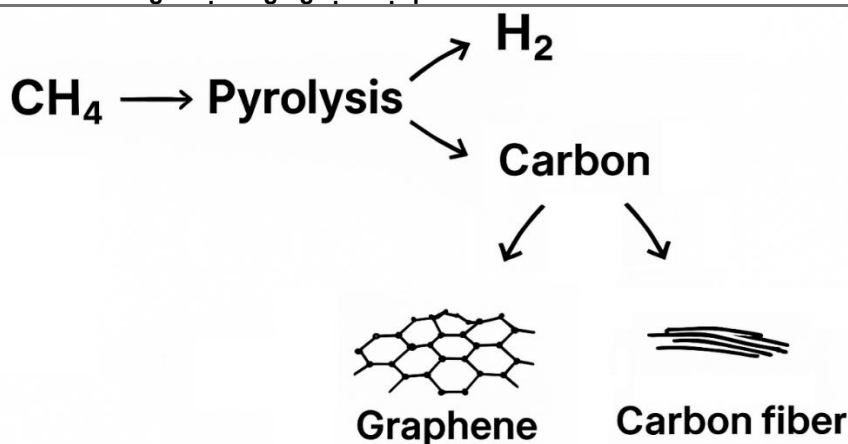
Sau khi hoàn thành, ban lãnh đạo kỳ vọng dự án sẽ thu hồi khoảng:

- 7.500 tấn Ar/ năm, được bán với giá khoảng 13–15 triệu đồng/tấn;
- 42.000 tấn N₂/ năm, có thể chuyển đổi thành nitơ lỏng;
- 1.500 tấn H₂/ năm; và
- 1.500–2.000 tấn CH₄/ năm.

Ngoài ra, ban lãnh đạo lưu ý rằng DCM đang nghiên cứu công nghệ nhiệt phân (pyrolysis) để tách hydro và carbon từ metan (CH₄).

Carbon sau đó sẽ tiếp tục chế tạo thành graphene và sợi carbon — đây là những vật liệu nhẹ, có độ bền cao được sử dụng trong máy bay, tên lửa, bình chứa cao áp,...

Biểu đồ 43: Chuỗi giá trị công nghệ nhiệt phân metan



Nguồn: DCM, Yuanta Việt Nam

4. Các dự án sản xuất khí công nghiệp khác

DCM hiện đang nghiên cứu tiền khả thi và khả thi cho dự án sản xuất methanol từ sinh khối. Dự án sẽ sử dụng rơm rạ, trấu và các phế phẩm nông nghiệp khác làm nguyên liệu với công suất thiết kế: 31.000 tấn/năm. Công ty cũng đang nghiên cứu dự án Xưởng phân ly không khí để phục vụ cho dây chuyền sản xuất Metanol.

Ngoài ra, DCM cũng có kế hoạch tiếp tục nghiên cứu và đầu tư khoảng 200 triệu USD vào lĩnh vực sản xuất các khí công nghiệp (N_2 , O_2 , Ar, H_2 , CO_2) và hóa chất liên quan đến phân bón trong giai đoạn 2026-2030, để phục vụ cho các ngành công nghiệp liên quan đến chế biến nông sản, thực phẩm, thủy hải sản và công nghiệp nhẹ với mục tiêu doanh thu 5–6 nghìn tỷ đồng.

5. Dự án nhà máy sản xuất phân bón hữu cơ vi sinh

DCM cho biết công ty đang kinh doanh thử nghiệm sản phẩm hữu cơ vi sinh để đánh giá mức độ hấp thụ của thị trường qua đó tìm kiếm cơ hội phát triển thêm các sản phẩm theo hướng hữu cơ, tiến tới M&A hoặc góp vốn hợp tác mở rộng quy mô và chủng loại sản phẩm. Tuy nhiên chi tiết tiến độ hiện vẫn chưa được công bố.

6. Kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực chế biến sau thu hoạch

DCM cũng có kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực chế biến sau thu hoạch, với mục tiêu xây dựng một chuỗi giá trị tích hợp từ vùng trồng đến chế biến sâu các sản phẩm dùng trong thực phẩm, đồ uống, dược phẩm và mỹ phẩm, hướng đến các thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU.

Các dự án khác trong giai đoạn 2025–2030. Ngoài sáu dự án đã thảo luận ở trên, DCM cũng đã lên kế hoạch cho 12 dự án khác trong giai đoạn 2025–2030. Các dự án này chủ yếu tập trung vào phát triển kho bãi, bến thủy nội địa và các trung tâm nghiên cứu để tăng cường khả năng dự trữ nguyên liệu đầu vào giá rẻ; nâng cao chất lượng sản phẩm; và đẩy nhanh tốc độ giao hàng.

Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa đưa 17 dự án đã đề cập trên vào mô hình định giá của mình, trừ Dự án sản xuất CO_2 thực phẩm (mục 1), do thiếu các thông tin chi tiết về thời gian triển khai, tiến độ xây dựng cũng như thời điểm dự kiến đưa vào vận hành thương mại

Do đó, các nhà đầu tư có thể xem đây là các chất xúc tác tăng giá cổ phiếu tiềm năng nếu các dự án được triển khai và hoàn thành đúng kế hoạch.

Mục tiêu doanh thu: Trên 30 nghìn tỷ đồng vào năm 2030. Ban lãnh đạo cho biết công ty đang tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng theo chiều dọc, hướng đến mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu so với năm 2024, lên mức trên 30 nghìn tỷ đồng vào năm 2030 (tương đương với CAGR 14.3% trong giai đoạn 2024–2030).

Kế hoạch tăng trưởng được thúc đẩy bởi ba trụ cột chính sau:

- **Phân bón:** 20–23 nghìn tỷ đồng
- **Hóa chất và khí công nghiệp:** 3–4 nghìn tỷ đồng
- **Công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch:** ~10 nghìn tỷ đồng

Ban lãnh đạo cho biết các chiến lược chi tiết để phát triển ba trụ cột này sẽ được công bố vào năm 2027.

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
<i>FY Dec 31 (VND'bn)</i>	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	12,571	13,456	16,812	17,468	19,736
<i>Urea</i>	<i>8,311</i>	<i>7,701</i>	<i>8,967</i>	<i>8,524</i>	<i>9,219</i>
<i>NPK</i>	<i>1,676</i>	<i>2,796</i>	<i>4,193</i>	<i>4,731</i>	<i>5,448</i>
<i>Trading</i>	<i>2,167</i>	<i>2,440</i>	<i>3,030</i>	<i>3,267</i>	<i>3,832</i>
Cost of goods sold	(10,539)	(10,942)	(12,863)	(13,218)	(14,911)
Gross profits	2,032	2,513	3,950	4,250	4,825
Operating expenses	(1,349)	(1,495)	(2,114)	(2,284)	(2,778)
Operating profits	683	1,018	1,835	1,966	2,048
Net interest expenses	550	305	333	384	440
Net investments income/(loss)	-	-	-	-	-
Net other incomes	22	199	30	31	35
Pretax profits	1,255	1,522	2,198	2,381	2,523
Income taxes	(145)	(94)	(274)	(295)	(312)
Minority interests	1	8	8	9	9
Net profits	1,109	1,420	1,916	2,077	2,203
EBITDA	1,766	1,286	2,169	2,366	2,514
EPS (VND)	1,797	2,394	3,231	3,503	3,715

KEY RATIOS					
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Growth (% YoY)					
Sales	-21.1%	7.0%	24.9%	3.9%	13.0%
<i>Urea</i>	<i>-33.0%</i>	<i>-7.3%</i>	<i>16.4%</i>	<i>-4.9%</i>	<i>8.2%</i>
<i>NPK</i>	<i>33.7%</i>	<i>66.9%</i>	<i>50.0%</i>	<i>12.8%</i>	<i>15.2%</i>
<i>Trading</i>	<i>9.9%</i>	<i>12.6%</i>	<i>24.2%</i>	<i>7.8%</i>	<i>17.3%</i>
Operating profit	-84.3%	49.1%	80.3%	7.1%	4.1%
EBITDA	-69.3%	-27.2%	68.6%	9.1%	6.3%
Net profit	-74.3%	28.0%	34.9%	8.4%	6.0%
EPS (VND)	-76.7%	33.2%	34.9%	8.4%	6.0%
Profitability ratio (%)					
Gross margin	16.2	18.7	23.5	24.3	24.4
Operating margin	5.4	7.6	10.9	11.3	10.4
EBITDA margin	14.0	9.6	12.9	13.5	12.7
Net margin	8.8	10.6	11.4	11.9	11.2
ROA	7.5	9.2	11.8	11.7	11.4
ROE	10.8	14.1	18.7	18.7	17.6
Stability					
Net debt/equity (%)	-97.1	-74.6	-55.4	-58.6	-56.0
Int. coverage (x)	67.2	22.9	28.9	30.2	30.8
Int. & ST debt coverage (x)	1.6	1.0	1.2	1.1	1.1
Cash conversion days	27.6	31.9	54.7	56.8	47.7
Current ratio (X)	3.0	2.8	2.4	2.5	2.5
Quick ratio (X)	2.5	2.1	1.7	1.9	1.9
Net cash/(debt) (VND mn)	9,678	7,594	5,735	6,953	7,382
Efficiency					
Days receivable outstanding	3	7	7	7	6
Days inventory outstanding	77	85	98	103	92
Days payable outstanding	52	60	50	53	51

BALANCE SHEET (VND bn)					
<i>FY Dec 31 (VND'bn)</i>	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total assets	15,238	15,729	16,854	18,524	20,227
Cash & cash equivalents	2,284	1,903	2,037	2,736	2,591
ST Investment	8,242	7,039	5,631	6,194	6,814
Accounts receivable	366	529	1,421	1,446	1,500
Inventories	2,161	2,950	3,942	3,533	3,986
Other current assets	452	500	701	801	801
Net fixed assets	1,600	1,946	2,218	2,898	3,585
Others	133	862	904	916	951
Total liabilities	5,275	5,552	6,509	6,668	7,033
Current liabilities	4,517	4,681	5,668	5,820	6,177
Accounts payable	1,989	1,612	1,894	1,947	2,196
ST debts	846	1,229	1,844	1,881	1,918
Long-term liabilities	757	871	841	848	856
Long-term debts	3	120	90	97	105
Others	754	751	751	751	751
Shareholder's equity	9,963	10,177	10,345	11,855	13,194
Share capital	5,294	5,294	5,294	5,294	5,294
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	2,597	2,968	3,561	4,272	4,699
Retained earnings	2,045	1,883	1,454	2,250	3,157
Minority interest	28	33	36	40	44

CASH FLOW (VND bn)					
<i>FY (VND'bn)</i>	2023E	2024E	2025E	2026E	2026E
Operating cash flow	3,303	394	(708)	3,315	3,374
Net income	1,109	1,420	1,916	2,077	2,203
Dep. & amortisation	1,083	268	334	400	467
Change in working capital	508	(1,220)	(1,712)	400	(188)
Others	603	(73)	(1,245)	438	893
Investment cash flow	(2,931)	(216)	1,316	(1,601)	(2,506)
Net capex	(159)	(1,056)	(266)	(771)	(779)
Change in LT investment	203	(728)	(42)	(12)	(34)
Change in other assets	(2,974)	1,568	1,624	(817)	(1,692)
Cash flow after invt.	372	178	608	1,714	868
Financing cash flow	(214)	(559)	(474)	(1,015)	(1,013)
Change in share capital	-	-	-	-	-
Net change in debt	845	500	585	44	45
Change in other LT liab.	(1,059)	(1,059)	(1,059)	(1,059)	(1,059)
Net change in cash flow	159	(381)	134	699	(145)
Beginning cash flow	2,126	2,284	1,903	2,037	2,736
Ending Cash Balance	2,284	1,903	2,037	2,736	2,591

KEY METRICS					
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
PE (x)	19.7	14.8	10.9	10.1	9.5
Diluted PE (x)	19.7	14.8	10.9	10.1	9.5
PB (x)	1.9	1.8	1.8	1.6	1.4
EBITDA/share	3,336	2,429	4,097	4,469	4,749
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Dividend yield (%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
EV/EBITDA (x)	5.1	8.6	6.0	5.0	4.5
EV/EBIT (x)	13.2	10.9	7.1	6.0	5.5

Source: Company data, YSVN

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, LNSThumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Analyst (Ports, Logistics & Chemicals)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3958)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn