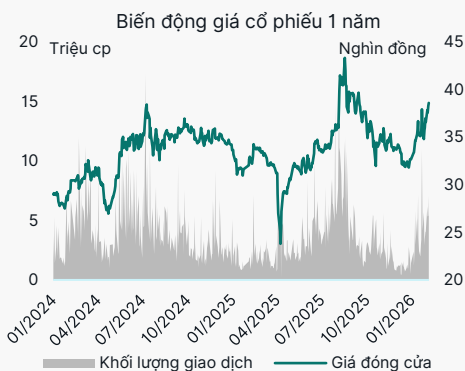


Khuyến nghị	NĂM GIỮ
Giá hiện tại	42,000
Giá mục tiêu	47,109
Lợi nhuận kỳ vọng	12.16%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	2.57 triệu cp
SLCP lưu hành	529.4 triệu cp
Biên độ 52 tuần	23,810 – 43,350
Vốn hóa	20,276 tỷ đồng
Beta	0.91



Cổ đông lớn	
Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam	75.56%
Công ty Cổ phần Quản lý quỹ Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt nam	4.97%
CTBC Vietnam Equity Fund	2.17%
Norges Bank	1.76%
DC Developing Markets Strategies Public Limited Company	0.94%

THIÊN THỜI - ĐỊA LỢI

Khuyến nghị

Nhằm đánh giá toàn diện triển vọng kinh doanh, và ưu thế đặc thù của doanh nghiệp so với ngành cùng kỳ vọng từ thị trường, phương pháp DCF và P/E đã được chúng tôi sử dụng để đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CTCP Phân bón Dầu Khí Cà Mau (HOSE: DCM) với mức giá mục tiêu 47,109 đồng (tăng 9.50%).

Luận điểm đầu tư

► Xuất khẩu Ure mở rộng trong bối cảnh cực kỳ thuận lợi

Kỳ vọng về giá khí đầu vào của DCM – vốn được neo theo giá dầu được chúng tôi khẳng định nhờ các yếu tố cung cầu trên thế giới. Ngoài ra, giá bán Ure tăng nhanh trong những ngày đầu tiên của năm 2026 cho thấy một khởi đầu thuận lợi cho doanh nghiệp đầu ngành này. Không chỉ thuận lợi về môi trường, DCM đã có được chứng chỉ loại 1 cho sản phẩm chủ lực – Ure hạt đục giúp tăng doanh thu song song với cải thiện biên lợi nhuận gộp của mảng Ure nhờ giá bán cao tại thị trường này.

► Luật thuế VAT giúp xâm nhập thị trường NPK nội địa

Với việc được hưởng trọn vẹn lợi ích từ luật thuế VAT lên mặt hàng phân bón vào năm 2026, chúng tôi ước tính DCM có thể tiết kiệm hơn 500 tỷ VND – tương đương 3.8% tổng giá vốn (theo ban lãnh đạo DCM) vào 2026. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng khoản hoàn lại này có thể hỗ trợ cho hoạt động xâm nhập vào thị trường NPK nội địa vốn đang phân mảnh và có sự cạnh tranh cao trong chất lượng sản phẩm được nhập từ nước ngoài của Việt Nam.

► Tự doanh mở rộng nhờ hoàn thiện chuỗi cung ứng

Hoạt động tự doanh hàng hóa phân bón trong năm 2025 tăng trưởng mạnh và đóng góp hơn 4,000 tỷ VND vào doanh thu tổng của cả doanh nghiệp. Đặc biệt, mảng xuất khẩu của hoạt động tự doanh tăng hơn 20% - cao nhất kể từ 2023. Điều đó cho thấy chuỗi cung ứng, kho bãi của DCM đã được hoàn thiện giúp đẩy mạnh xuất khẩu. Thực tế cho thấy từ 2020 đến nay, DCM luôn duy trì đầu tư đáng kể cho việc mở rộng kho chứa và gần đây nhất là Cảng Nhơn Trạch để phục vụ cho chiến lược xuất khẩu. Ngoài ra, lượng tiền mặt của DCM sụt giảm rõ rệt vào 2025 cùng với tồn kho hàng hóa của DCM đến cuối 2025 tằn tằn 240% cho thấy doanh nghiệp đã tích hàng tồn kho giá thấp và sẽ đẩy mạnh hơn nữa mảng tự doanh. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng biên gộp của mảng này sẽ mở rộng lên 10% từ mức nền thấp (trung bình 7-8%).

Triển vọng doanh nghiệp

DCM hiện đang có vốn sở hữu nhà nước khá cao hơn 75% giúp doanh nghiệp có thể nhận được sự ưu tiên trong chiến lược phát triển ngành từ chính phủ trong tương lai.

Ngoài ra, so với đối thủ DPM vốn cực kỳ tương đồng trong hoạt động sản xuất – kinh doanh, DCM đang có lợi thế vượt xa về nguồn khí đầu vào khi mỏ khí của DPM đang cạn kiệt và có thể phải nhập khẩu LNG với giá cao trong tương lai để tiếp tục duy trì hoạt động thì DCM không gặp phải tình trạng này. Do đó, lợi thế giá vốn thấp sẽ tiếp tục duy trì trong tương lai.

Rủi ro

Trung Quốc trong năm 2025 đã mở cửa và xuất khẩu Ure trở lại với sản lượng ngang bằng so với trước khi hạn chế. Mặc dù thị trường Ure đang chịu sự đứt gãy chuỗi cung ứng do căng thẳng tại Trung Đông và nhu cầu cao của Ấn Độ khiến giá bán cao. Tuy nhiên, yếu tố cung mạnh từ Trung Quốc vẫn là rủi ro cần phải lưu tâm.

Tổng quan kết quả kinh doanh 2025

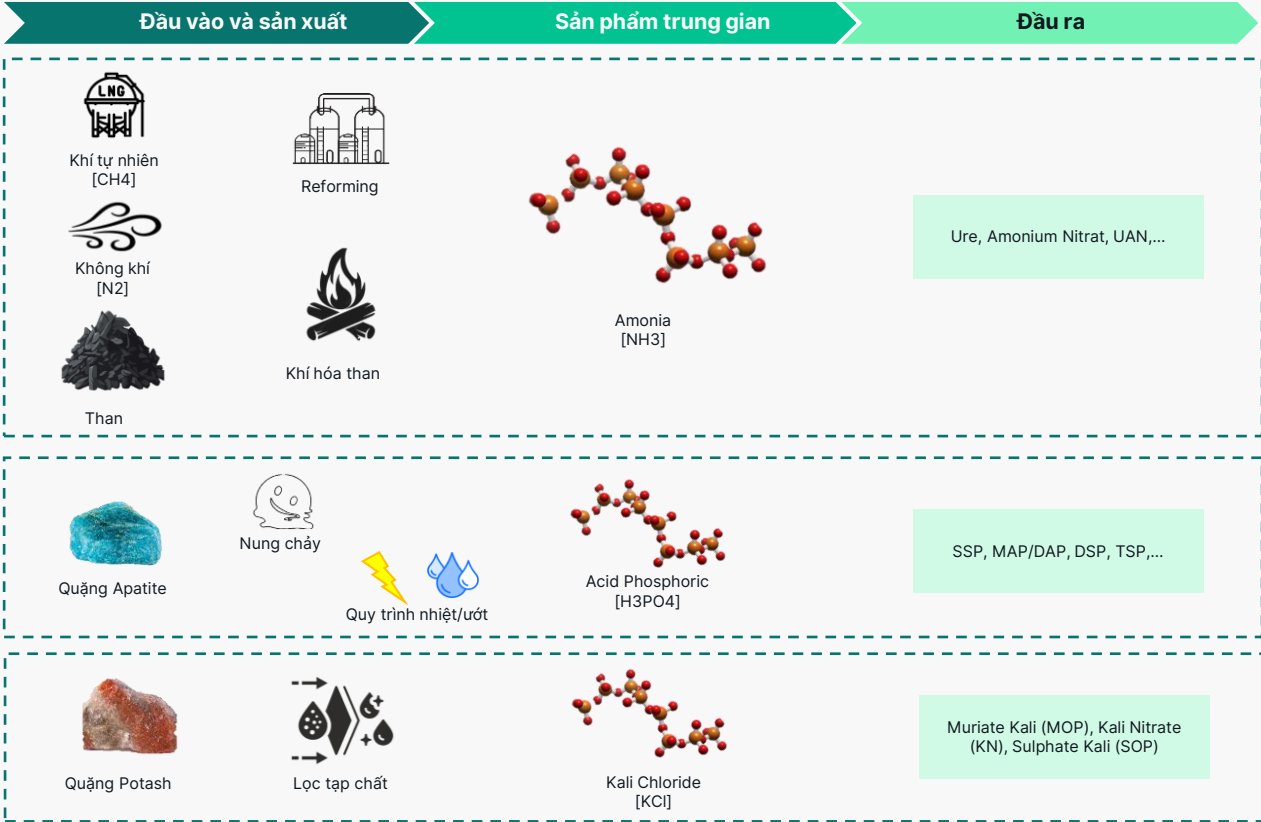
► Kết quả hoạt động kinh doanh 2025

	2024	2025	YoY	Nhận định của Kafi
Doanh thu thuần	13,456	16,961	26.05%	Doanh thu tăng trưởng ở mức kỷ lục trong lịch sử hoạt động của DCM do hoạt động xuất khẩu Ure tăng mạnh. Đặc biệt là ở thị trường Cambodia và mới đây nhất là Úc (một trong những thị trường khó tính nhất trên thế giới). Ngoài ra, doanh thu từ NPK cũng tăng mạnh và hoạt động tự doanh phân bón phát triển nhờ ưu thế về Logistic của doanh nghiệp
Giá vốn hàng bán	-10,942	-12,926	18.13%	
Lợi nhuận gộp	2,513	4,035	60.52%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ giá bán Ure phục hồi cùng với giá bán cao tại Úc. Luật thuế VAT từ tháng 07/2025 giúp DCM khấu trừ chi phí đầu vào.
Biên lợi nhuận gộp	18.68%	23.79%	27.35%	
Thu nhập tài chính	382	402	5.30%	Quy mô tiền mặt và tiền gửi kỳ hạn giảm rõ rệt do tăng đầu tư vào hàng tồn kho và tài sản cố định - nhất là kho bãi phục vụ cho hoạt động xuất khẩu.
Chi phí tài chính	-77	-97	26.56%	
Chi phí bán hàng	-1014	-1207	19.00%	Chi phí bán hàng tăng đồng thời với hoạt động xuất khẩu
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-481	-982	104.04%	Chi phí quản lý tăng mạnh do trích lập quỹ Phát triển Khoa học và Công Nghệ cùng với mở rộng hoạt động kinh doanh NPK.
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1323	2151	62.56%	
Thu nhập khác, ròng	199	6	-97.19%	
Lợi nhuận trước thuế	1,522	2,157	41.70%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-94	-239	154.60%	Do lộ trình ưu đãi thuế sắp kết thúc.
Lợi nhuận sau thuế	1,420	1,915	34.91%	Lợi nhuận 2025 đã vượt 32% kế hoạch LNST và 36% kế hoạch LNTT

Tổng quan ngành

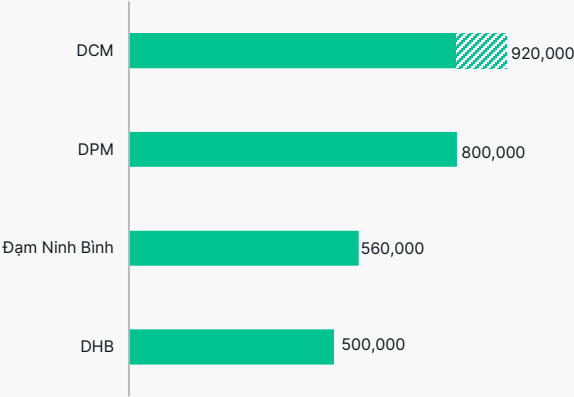
► Chuỗi giá trị của ngành

Chuỗi giá trị toàn cầu của ngành

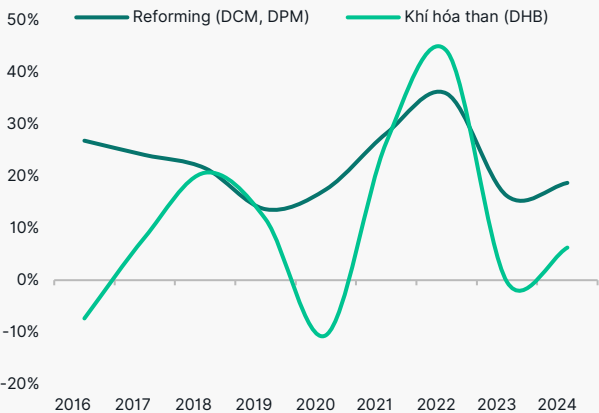


► **Thị trường Ure tại Việt Nam**

Công suất các doanh nghiệp đầu ngành tại Việt Nam
Đơn vị: tấn | Nguồn: Kafi Research



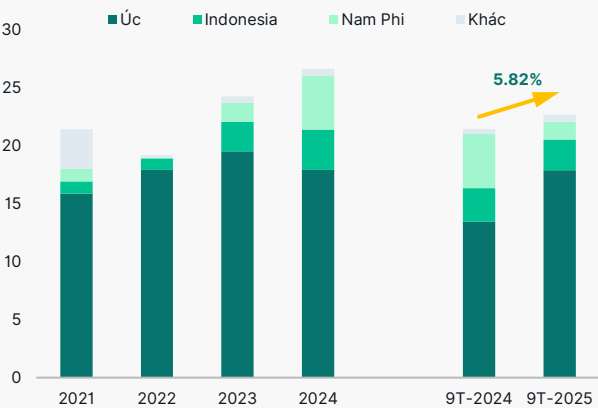
Biên gộp doanh nghiệp sử dụng quy trình khí/than
Đơn vị: % | Nguồn: Kafi Research



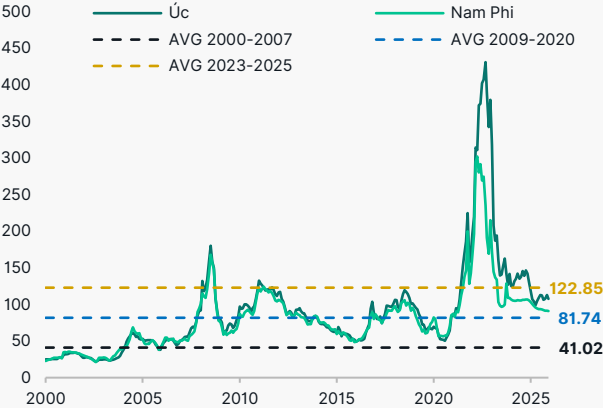
Hiện có bốn doanh nghiệp chính giữ vai trò đảm bảo nguồn cung Ure cho nhu cầu nội địa của Việt Nam với tổng công suất tối đa hơn 2,6 triệu tấn/năm. Trong đó, Đạm Cà Mau nhờ cải tiến nhà máy trong quá trình vận hành có thể hoạt động vượt công suất thiết kế (cstk) 115% một cách ổn định trong thời gian dài.

Đầu vào của các doanh nghiệp này là khí tự nhiên do PVN cung cấp hoặc than từ Vinacomin. Tuy nhiên, quy trình sử dụng than lại không hiệu quả về mặt kinh tế khi biên gộp của DHB thường âm và kém ổn định so với Reforming từ khí tự nhiên mà DCM và DPM đang sử dụng. Hơn nữa, phương pháp khí hóa than trong sản xuất Ure gây áp lực lớn lên môi trường và khiến các doanh nghiệp sử dụng quy trình này phải đóng thuế BVMT khi mua than và chịu chi phí xử lý khí thải cao hơn so với Reforming.

Nhập khẩu than Antraxit và Bitum của Việt Nam
Đơn vị: triệu tấn - Nguồn: ITC, Kafi Research



Giá than
Đơn vị: USD/Tấn - Nguồn: World Bank, Kafi Research



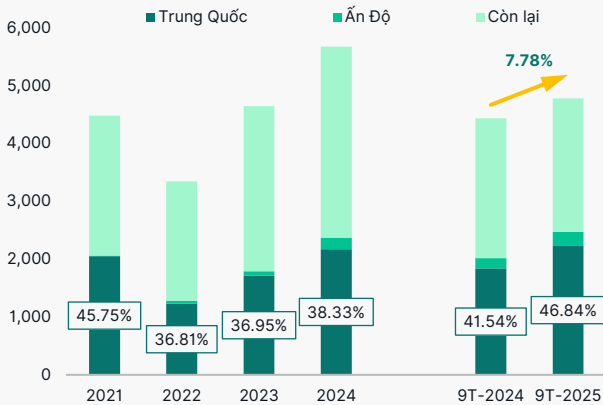
Ngoài ra, hiện trạng nhập khẩu than của Việt Nam đang có xu hướng gia tăng nhằm đảm bảo an toàn năng lượng quốc gia. Xu hướng này nhìn chung sẽ tiếp diễn trong tương lai. Hiện tại, một phần than khai thác trong nước và nhập khẩu vẫn được phân chia cho ngành phân bón để đáp ứng nhu cầu trong nước.

Tuy nhiên, trung bình giá than nhập khẩu trong dài hạn sẽ gia tăng qua từng giai đoạn và không thể giảm. Việt Nam đang nhập than từ ba thị trường chính là Úc và Indonesia và Nam Phi. Trong đó, Úc chi phối thị phần đáng kể. Giá than của Úc từ 2000 đến nay đã trải qua ba giai đoạn tăng giá bình quân với mức tăng xấp xỉ 40 USD/tấn. Do đó, lượng than nhập về trong tương lai và cả tự khai thác sẽ được ưu tiên cho ngành điện. Kafi cho rằng xu hướng ngành phân bón Việt Nam trong dài hạn sẽ dần thay thế đầu vào từ than và tập trung phát triển, mở rộng quy trình Reforming từ nền tảng của hai doanh nghiệp tiên phong DCM và DPM.

► Phân lân trong nước – Bất lợi về chất lượng và chi phí trong dài hạn

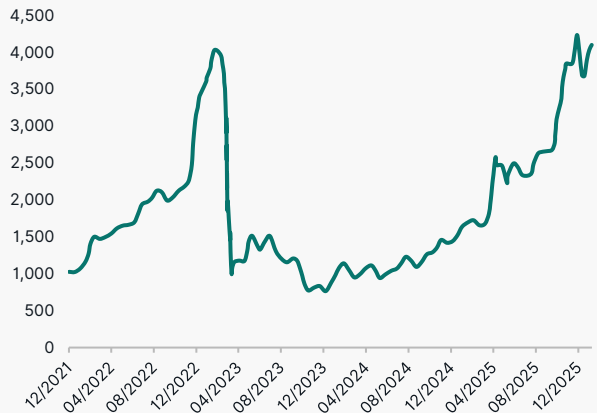
Cơ cấu xuất khẩu phân bón gốc phosphate toàn cầu

Đơn vị: triệu tấn | Nguồn: ITC, Kafi Research



Giá bán lưu huỳnh

Đơn vị: % | Nguồn: Trading Economic, Kafi Research

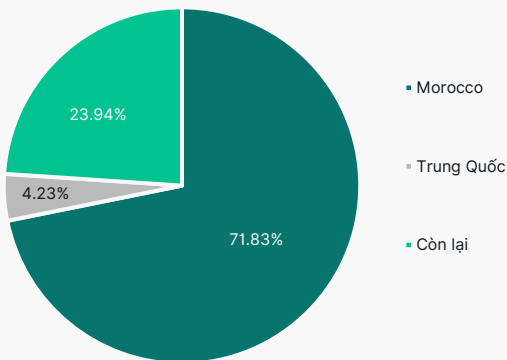


Trung Quốc đang là quốc gia chi phối gần một nửa sản lượng xuất khẩu các loại phân bón có thành phần phosphate trên toàn cầu. Nhờ lợi thế về trữ lượng đá Apatite, tối ưu hóa công nghệ sản xuất cùng chính sách hạn chế xuất khẩu nhằm tiết kiệm tài nguyên và tập trung nhu cầu trong nước nên Trung Quốc vẫn là nhà cung cấp lớn của thế giới bất chấp sản lượng từ các mỏ Apatite của nước này đang giảm dần.

Việt Nam mặc dù có mỏ Apatite với trữ lượng đủ để đáp ứng nhu cầu sản xuất phân lân. Tuy nhiên, dự báo các mỏ hiện tại sẽ cạn kiệt vào 2040 nếu sử dụng hợp lý và không tiến hành thăm dò thêm (Vinachem). Ngoài ra, giá lưu huỳnh để tạo Acid Sunfuric (nguyên liệu chính sản xuất phân DAP) đang neo ở mức cao lịch sử và không hề có dấu hiệu hạ nhiệt. Chất lượng quặng tự khai thác đang giảm dần kết hợp với tăng giá lưu huỳnh khiến chi phí sản xuất tăng cao trong những năm tới.

Trữ lượng quặng Apatite toàn cầu

Đơn vị: % - Nguồn: IFA, Kafi Research



Giá quặng Apatite tại Morocco

Đơn vị: USD/Tấn - Nguồn: World Bank, Kafi Research



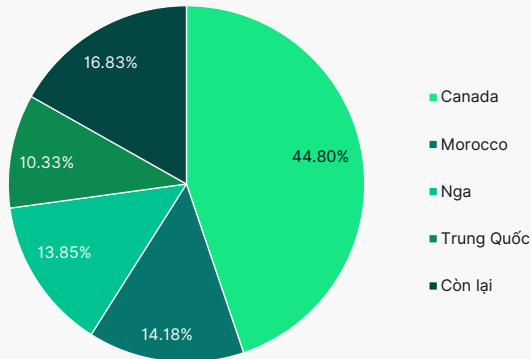
Ngoài ra, việc nhập quặng Apatite từ bên ngoài là xu hướng tất yếu của Việt Nam nếu muốn duy trì an ninh lương thực trong nước. Trữ lượng Apatite toàn cầu hiện đang ở mức ~71 tỷ tấn. Trong đó, Morocco là nước có trữ lượng lớn nhất ~51 tỷ tấn chiếm tỷ trọng 71,83% toàn cầu. Tuy nhiên, giá đá Apatite tại Morocco sau giai đoạn 2022-2023 đã giữ ổn định ở mức khá cao – 152 USD/tấn.

Do vậy, khả năng xuất khẩu phân bón có thành phần phosphate của Việt Nam trong tương lai khá thấp do nguồn quặng dần khan hiếm, chi phí lưu huỳnh và Apatite cao nên chỉ đảm bảo đáp ứng được nhu cầu trong nước.

► Nhập khẩu Kali và tình hình thị trường NPK trong nước

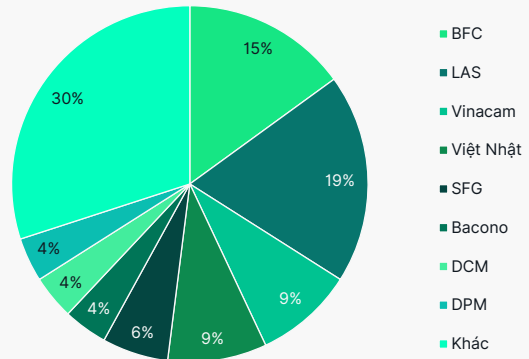
Nhập khẩu Kali của Việt Nam từ 2021 đến nay

Đơn vị: % | Nguồn: ITC, Kafi Research



Thị phần NPK trong nước

Đơn vị: % | Nguồn: Kafi Research

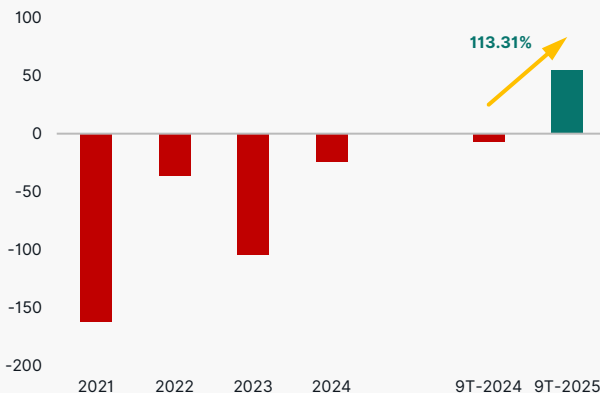


Đối với Kali (Potassium), nước ta phụ thuộc 100% nguồn cung bên ngoài do không có mỏ Potash đủ cung cấp ở quy mô sản xuất công nghiệp. Theo số liệu từ 2021 đến nay, Việt Nam phụ thuộc nhập khẩu lớn nhất từ Canada khi quốc gia này có trữ lượng muối Kali lớn nhất thế giới và chi phối nguồn cung toàn cầu. Hiện nay, Vinachem đang đẩy mạnh dự án muối mỏ Kali tại Lào dự kiến cung cấp 500.000 tấn Kali/năm giúp Việt Nam có thể tự chủ phần nào nguồn cung và đảm bảo an ninh lương thực trong nước.

Thị trường NPK của Việt Nam lại tương đối phân mảnh khi sản phẩm NPK nội địa phải cạnh tranh với các thương hiệu nước ngoài được Vinacam nhập về hoặc được sản xuất bằng dây chuyền nước ngoài của Việt Nhật. Sản phẩm nước ngoài tuy đắt đỏ nhưng có ưu điểm về hàm lượng dinh dưỡng và công nghệ sản xuất. Ngoài ra, mảng NPK có rào cản gia nhập thấp nên phần lớn thị phần đến từ hộ kinh doanh nhỏ lẻ, công nghệ phối trộn đơn giản, giá thành thấp. Do đó, khó khăn xâm nhập vào thị trường này của các doanh nghiệp nội địa tương đối cao.

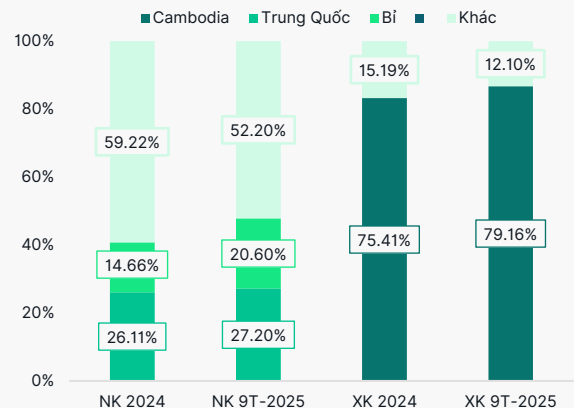
Xuất khẩu NPK ròng của Việt Nam

Đơn vị: triệu tấn | Nguồn: ITC, Kafi Research



Cơ cấu xuất nhập khẩu NPK

Đơn vị: % | Nguồn: ITC, Kafi Research



Sản lượng xuất khẩu ròng NPK của Việt Nam các năm trước đều âm. Trong 9T-2025, tình hình xuất khẩu khả quan rõ rệt khi tăng svck 113.31%. Tuy nhiên, cơ cấu xuất nhập khẩu cho thấy điểm yếu cốt lõi của sản phẩm NPK trong nước so với mặt bằng chung thế giới nằm ở công nghệ. Tỷ trọng nhập khẩu NPK khoảng 27% thị phần đối với Trung Quốc và 20% từ Bỉ. Phần còn lại phân tán cho các quốc gia Âu-Mỹ là chủ yếu. Ngược lại, lượng NPK xuất khẩu lại rất phụ thuộc vào thị trường Cambodia khi sản lượng xuất khẩu luôn ở mức 75-79%.

Điều đó cho thấy NPK từ Việt Nam không thể cạnh tranh về chất lượng khi phần lớn NPK nhập về đều đến từ những nơi có dây chuyền sản xuất tiên tiến tại Châu Âu. Lợi thế duy nhất NPK nội địa có là giá bán rẻ và do đó phụ thuộc gần như hoàn toàn thị trường Cambodia.

Tổng quan doanh nghiệp

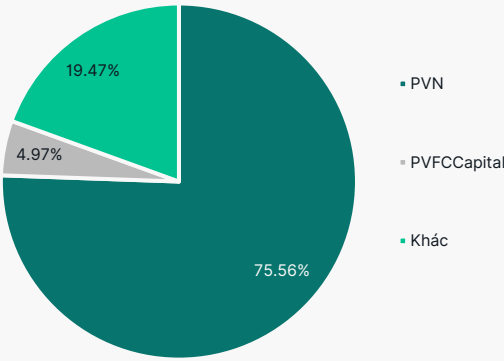
Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông

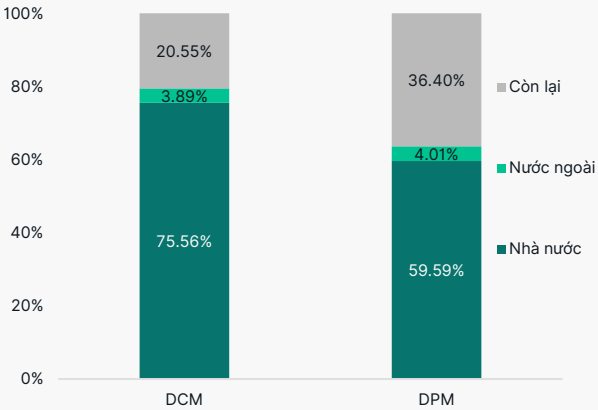
Tỷ lệ sở hữu lớn của doanh nghiệp nhà nước

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



So sánh cơ cấu cổ đông giữa DCM và DPM

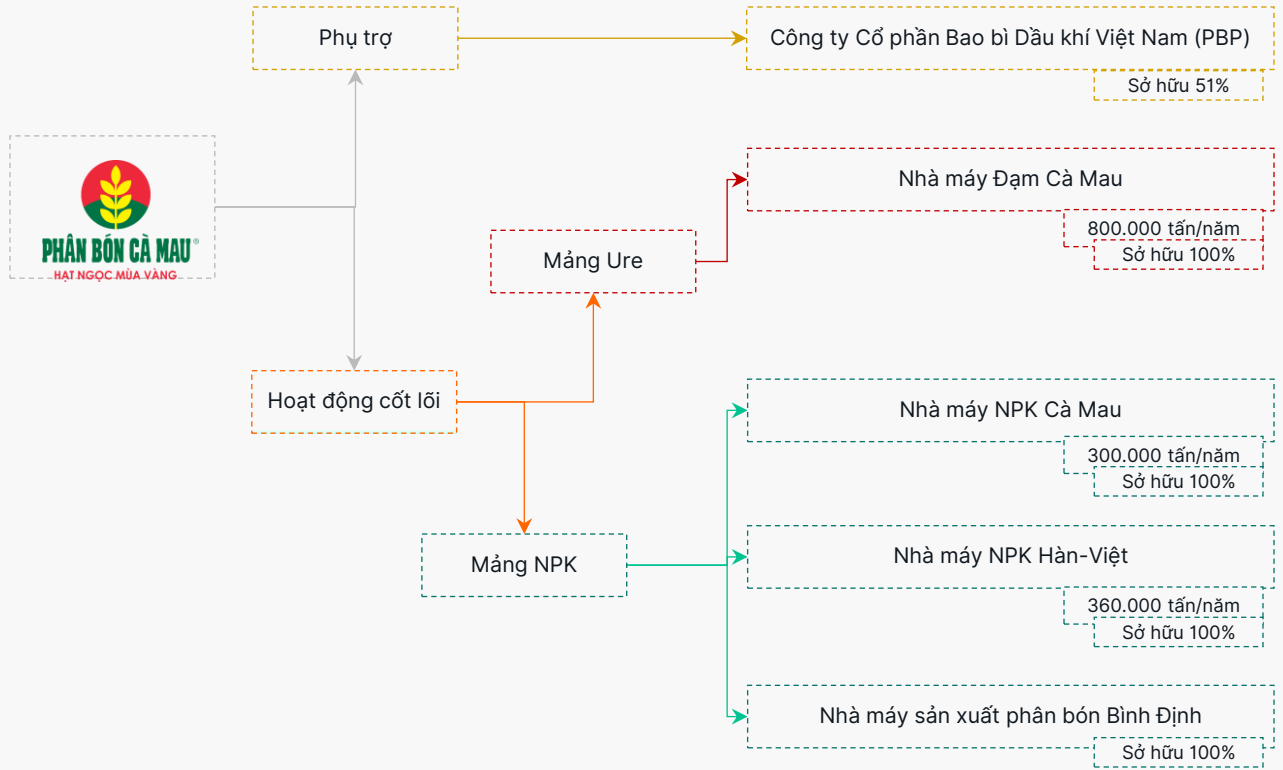
Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



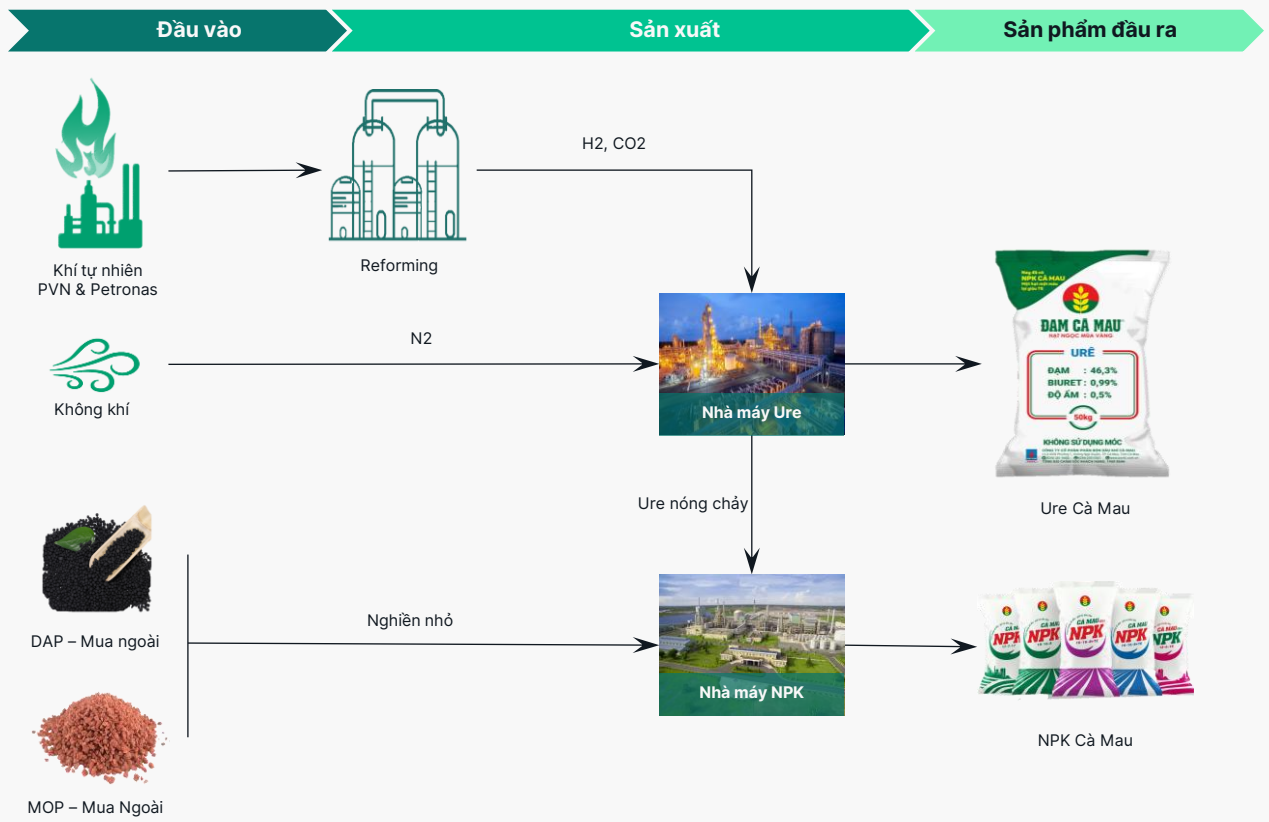
DCM có cơ cấu cổ đông tương đối cô đặc khi PVN chiếm 75.56% tỷ lệ sở hữu. Điều này cho thấy PVN vẫn có thể thoái vốn mà không chịu áp lực duy trì tỷ lệ sở hữu nhà nước tối thiểu trên 51% trong bối cảnh Nghị quyết 79 – NQ/TW về phát triển kinh tế nhà nước

DCM đặc biệt lợi thế trong cơ cấu sở hữu so với DPM về khả năng tận dụng nghị quyết này. Tỷ lệ sở hữu của DPM chỉ ~60% cho thấy PVN ít có khả năng thoái vốn trong tương lai nhằm tiếp tục duy trì quyền kiểm soát doanh nghiệp. Mặt khác, nghị quyết 79 cho phép doanh nghiệp sử dụng toàn bộ nguồn thu từ cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Do đó, DCM có khả năng tăng vốn mạnh hơn DPM nếu thoái vốn. Đồng thời, tỷ lệ sở hữu cao hơn giúp DCM được ưu tiên hơn về chiến lược phát triển dài hạn của PVN nhằm phục vụ mục tiêu, chính sách từ nhà nước

► Cơ cấu tổ chức



► Chuỗi giá trị



► Tổng quan về nguyên liệu đầu vào – Khí tự nhiên

Lịch sử phân bổ và cơ chế mua khí đầu vào của DCM
Nguồn: Kafi Research

	Trước 2020	2020	2021	2022	2023-2024	2025-2026	Từ 2027
Tỷ trọng PVN	10%	10%	10%	28.50%	~49-50%	~49-50%	~49-50%
Tỷ trọng Petronas	90%	90%	90%	72%	~50-51%	~50-51%	~50-51%
Cơ chế tính giá mua	46% HSFO (PVN) + 12.7%Brent (Petronas)					46% HSFO (PVN) + 13.7%Brent (Petronas)	
Khác	Phí vận chuyển 1.09 USD/MMBtu					+1.00 USD/MMBtu với thỏa thuận mua khí mới	

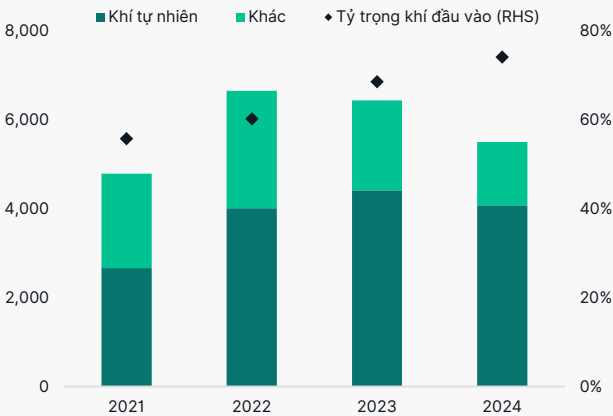
Hiện nay, nguyên liệu đầu vào chính cho hoạt động sản xuất cốt lõi của DCM – khí tự nhiên vẫn được lấy từ nguồn duy nhất là mỏ PM3-CAA-Cái Nước thuộc bể Malay – Thổ Chu.

Giai đoạn trước 2022, cụm đạm của DCM trong tổ hợp Khí – Điện – Đạm được ưu tiên nhận cố định 90% nhu cầu đầu vào từ PVN với giá <50% so với mua từ Petronas vốn chiếm 10% nhu cầu thực tế.

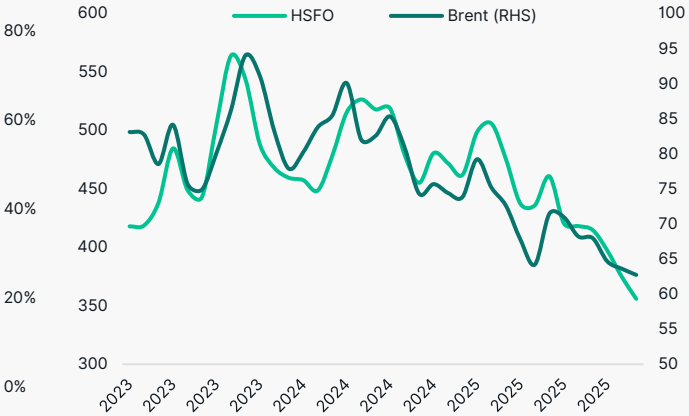
Từ 2022 trở về sau, nguyên tắc phân bổ khí cho cụm Khí – Điện – Đạm được thay đổi. Tỷ trọng phân bổ của PVN cho cả cụm là như nhau. Do đó, DCM không còn được hưởng ưu đãi như trước và tỷ trọng mua khí từ PVN và Petronas dần đạt xấp xỉ 50/50.

Ngoài ra, từ 2025, thỏa thuận mua khí mới sẽ tăng thêm 1USD/MMBtu. Đồng thời, từ 2027 trở đi, khí mua từ Petronas sẽ thay đổi từ neo theo giá dầu Brent với tỷ lệ tăng từ 12.7% lên 13.7%. Do đó giá đầu vào tăng, biên gộp của DCM trong thời gian tới sẽ chịu áp lực không nhỏ.

Cơ cấu giá vốn mảng Ure
Đơn vị: Tỷ VND - Nguồn: DCM, Kafi Research



Giá dầu Brent và HSFO Singapore
Nguồn: Ship & Bunker, Trading Economic, Kafi Research



Ngoài ra, tỷ trọng chi phí khí tự nhiên trong cơ cấu giá vốn của sản phẩm Ure cũng chiếm tỷ trọng đáng kể và biến động trong khoảng 60-75% tùy thuộc vào xu hướng giá dầu thế giới.

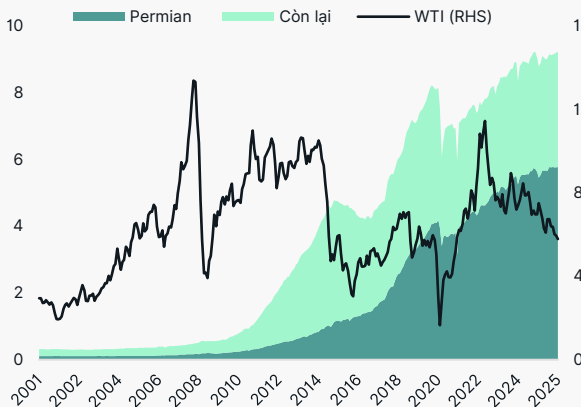
Theo tìm hiểu và ước tính của Kafi, lượng khí cần thiết quy đổi sang đơn vị trị nhiệt để sản xuất 1 tấn Ure quy đổi theo quy trình Reforming trung bình khoảng 20.6 MMBtu.

Trong khi đó, giá dầu Brent (USD/Bbl) và HSFO Singapore (USD/tấn) có xu hướng biến động cùng chiều. Do đó, giá khí đầu vào của DCM chịu ảnh hưởng rất lớn từ sự kiện địa chính trị và các yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến cung cầu dầu thô như thay đổi trong hoạt động khai thác dầu khí và năng lượng thay thế như điện.

Xu hướng giá dầu 2026-2030

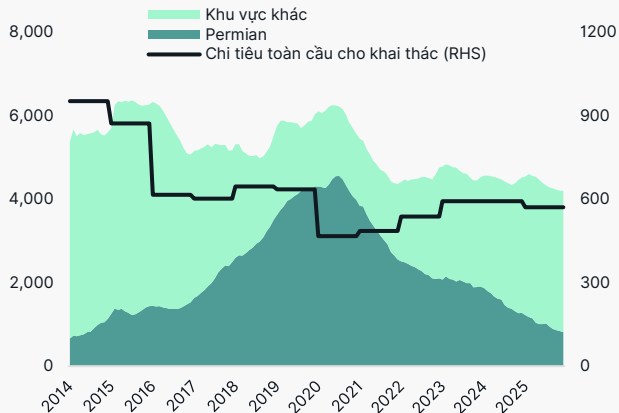
Sản lượng ngành dầu đá phiến Mỹ

Đơn vị: MMBbl/D và USD/Bbl | Nguồn: IEA, Kafi Research



Lượng DUCs tại Mỹ và đầu tư cho hoạt động khai thác

Đơn vị: USD (tỷ giá 2024) | Nguồn: IEA, Kafi Research



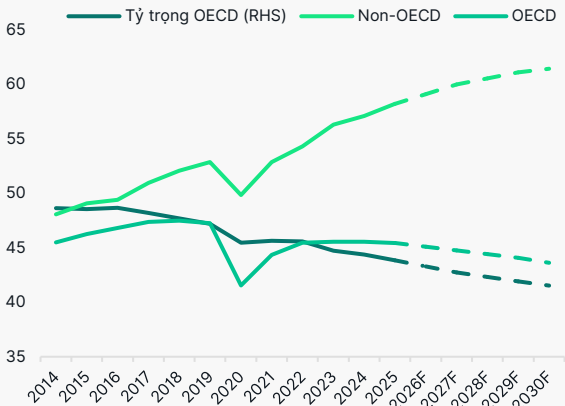
Theo báo cáo từ Cơ quan Năng lượng Quốc tế - IEA từ 2014-2024, Mỹ chiếm 90% mức tăng nguồn cung toàn cầu. Sự bùng nổ sản lượng khai thác dầu đá phiến đã đẩy sản lượng dầu của Mỹ từ 8 triệu thùng/ngày (MMBbl/D) lên hơn 20 triệu thùng/ngày. Năm 2025 đánh dấu lượng dầu đá phiến khai thác được của Mỹ đạt mức kỷ lục mọi thời đại giúp quốc gia này trở thành một trong những nơi cung cấp dầu thô lớn nhất thế giới.

Tuy nhiên, xu hướng tăng sản lượng sẽ chững lại khi đến cuối 2025, số lượng giếng dầu được khoan nhưng chưa đưa vào khai thác (DUCs) đã giảm còn hơn 5000 DUCs. Ngoài ra, lượng đầu tư vào hoạt động thăm dò, khoan giếng mới ở mức thấp cho thấy ngành dầu đá phiến Mỹ đang chịu ảnh hưởng từ thuế quan của chính quyền Trump cùng giá dầu giảm.

Kafi cho rằng, xu hướng sắp tới của ngành sẽ tiếp tục tập trung phát triển công nghệ khai thác, quản trị vốn, tối ưu hóa chi phí và lợi nhuận thay vì tiếp tục gia tăng sản lượng để mở rộng quy mô như trước đây

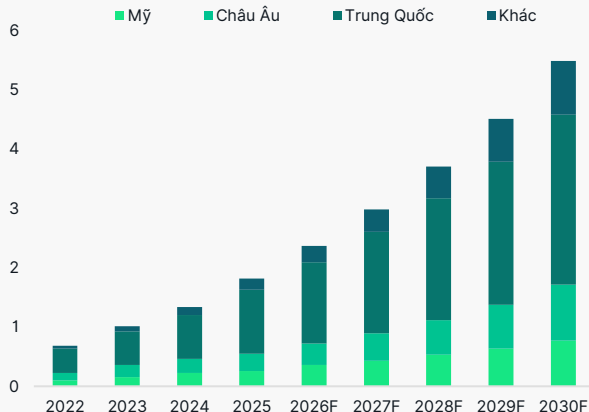
Dự báo nhu cầu dầu trong tương lai

Đơn vị: MMBbl/D- Nguồn: IEA, Kafi Research



Lượng dầu bị thay thế bởi xe điện

Đơn vị: MMBbl/D - Nguồn: IEA, Kafi Research



Nhu cầu năng lượng toàn cầu đang dịch chuyển nhờ giai đoạn bùng nổ trong doanh số bán xe điện và chuyển đổi sản xuất điện từ dầu mỏ sang khí đốt.

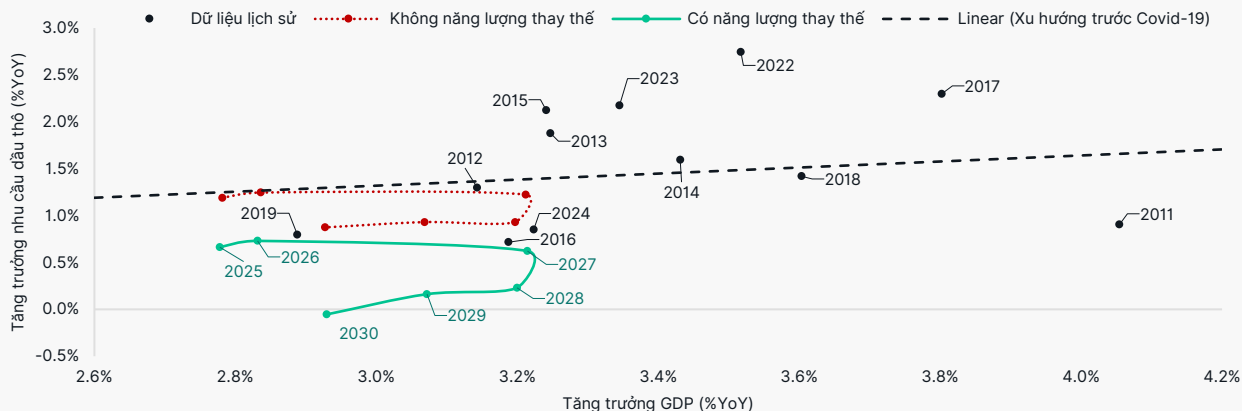
Trung Quốc là quốc gia chiếm 60% tăng trưởng nhu cầu dầu thô trên thế giới được dự báo sẽ giảm dần nhu cầu trong tương lai nhờ năng lượng tái tạo. Ngoài ra, Ả Rập đang dần đầu xu hướng thay thế dầu mỏ trong sản xuất điện bằng khí đốt và năng lượng tái tạo cho thấy khả năng cao trong suy giảm nhu cầu dầu thô.

Ngược lại, các quốc gia đang phát triển và mới nổi tại Châu Á lại tăng nhu cầu năng lượng từ dầu – dẫn đầu bởi Ấn Độ sẽ bù trừ phần nào mức giảm từ các quốc gia phát triển.

Xu hướng giá dầu 2026-2030

Tăng trưởng nhu cầu dầu thô và GDP toàn cầu lịch sử, dự báo 2026-2030 với không/có yếu tố năng lượng thay thế

Đơn vị: % | Nguồn: IEA, Kafi Research



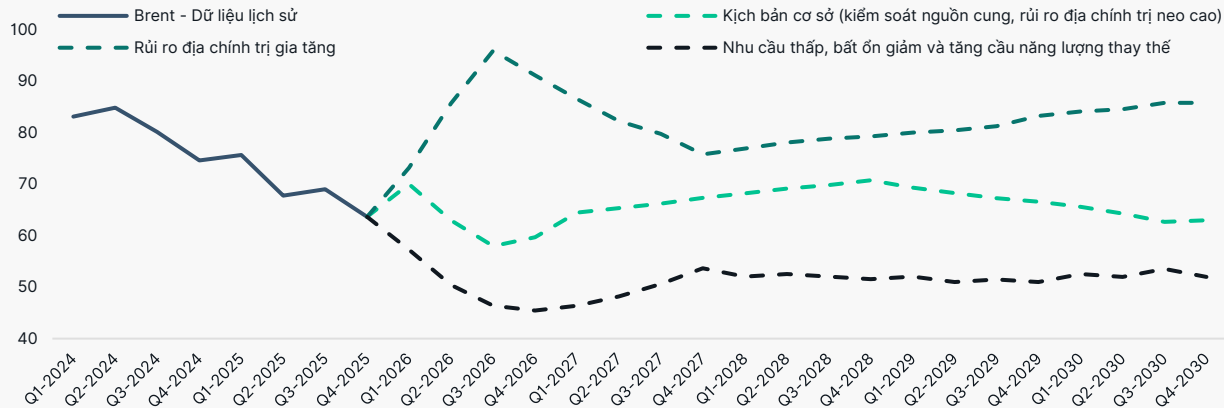
Kỳ vọng về tăng trưởng GDP toàn cầu trong hai năm tới tương đối thấp khi căng thẳng thương mại, phi toàn cầu hóa và già hóa dân số tại những quốc gia có tỷ trọng GDP lớn như Trung Quốc đang trở nên tiêu cực hơn.

Ngoài ra, mối quan hệ giữa tăng trưởng tiêu thụ dầu mỏ và tăng trưởng GDP kể từ sau đại dịch gần như phù hợp với xu hướng chung trước đại dịch. Tuy nhiên, việc cân nhắc đến yếu tố chuyển dịch sang các nguồn năng lượng thay thế và năng lượng tái tạo của các quốc gia chiếm nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ lớn trước đây là cần thiết.

Trong năm 2026 và 2027, tăng trưởng tiêu thụ dầu so với GDP vẫn theo xu hướng cũ. Tuy nhiên, từ 2028 đến 2030, tăng trưởng trong nhu cầu dầu mỏ sẽ bắt đầu giảm dần và ít phụ thuộc vào tăng trưởng GDP như trước. Việc thay thế dầu mỏ trong các hoạt động kinh tế và sản xuất điện bởi các nguồn khác sẽ bù đắp vào cơ cấu GDP và làm giảm nhu cầu.

Dự báo giá dầu giai đoạn 2026-2030

Đơn vị: USD/Bbl – Nguồn: IEA, Goldman Sachs, Kafi Research



Từ các yếu tố trên, có ba kịch bản giá dầu giai đoạn 2026-2030 như sau:

Kịch bản Cơ sở - Khả năng CAO: Thừa cung từ Mỹ, giá dầu trong 3Q-2026 sẽ giảm về mức dưới 60\$, sau đó bật tăng trở lại khi dự trữ toàn cầu giảm và kiểm soát nguồn cung từ ngành dầu đá phiến. Xu hướng tăng tiếp diễn đến cuối 2028 sẽ suy giảm do năng lượng thay thế. Ngoài ra, nỗ lực hòa bình tại Nga – Ukraine không có tiến triển, rủi ro địa chính trị vẫn neo cao.

Rủi ro địa chính trị tăng - Khả năng TRUNG BÌNH: Căng thẳng tại Trung Đông leo thang làm đứt gãy chuỗi cung ứng khiến giá dầu tăng vọt, sau đó điều chỉnh và duy trì mức cao nhờ cân bằng cung cầu từ OPEC+.

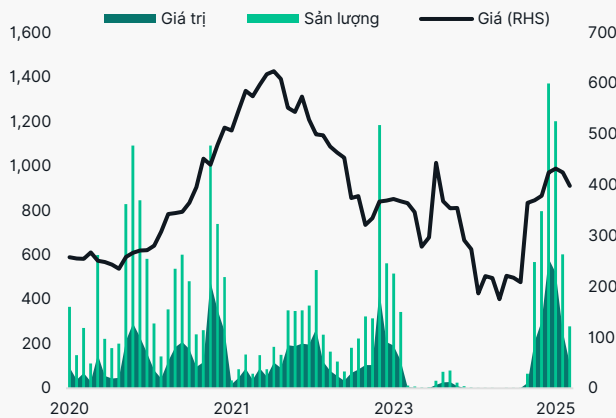
Nhu cầu thấp - Khả năng THẤP: Nga – Ukraine đạt thỏa thuận hòa bình khiến nguồn cung từ Nga tăng lên kéo giá dầu giảm sâu dưới 50\$. Sau đó tăng trở lại vào cuối 2027 do dự trữ giảm nhưng duy trì mức thấp đến cuối thập kỷ do chuyển dịch nhu cầu năng lượng.

Luận điểm đầu tư

► Luận điểm 1: Xuất khẩu Ure mở rộng trong bối cảnh cực kỳ thuận lợi

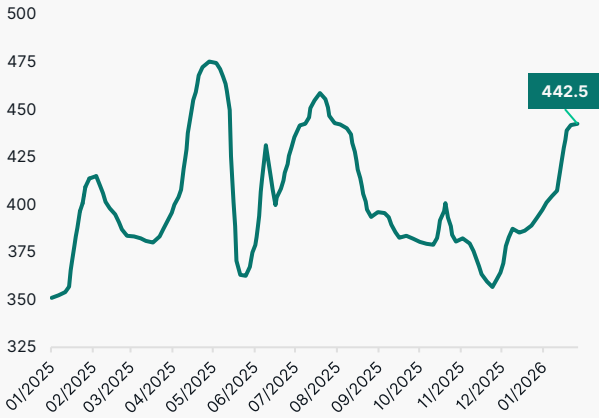
Sản lượng xuất khẩu Ure của Trung Quốc

Đơn vị: USD, Kg, USD/Tấn | Nguồn: Hải quan Trung Quốc



Giá bán Ure thế giới đến 02/02/2026

Đơn vị: USD/Tấn | Nguồn: Trading Economics

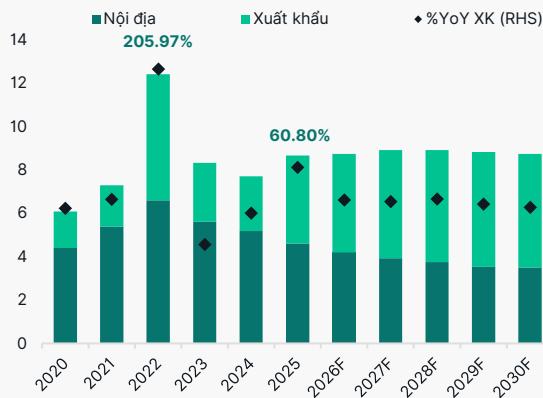


Năm 2025 ghi nhận sự trở lại của Trung Quốc trên thị trường Ure thế giới khi nước này đã tăng cường xuất khẩu mật hàng này trở lại sau hơn 1 năm hạn chế từ đầu 2024. Theo Cục Hải quan Trung Quốc, lượng Ure xuất khẩu từ giữa 2025 đã đạt mức bình thường như năm 2023 trở về trước. Đặc biệt, giá bán Ure cũng tăng vọt ngay trong thời điểm đó.

Hơn nữa, giá bán Ure lại tiếp tục tăng từ đầu 2026 và đạt mức 442.50 USD/tấn vào ngày 02/02/2026. Nguyên nhân là do căng thẳng tại Trung Đông đang gia tăng và nhu cầu lớn của Ấn Độ. Trung Đông vốn là nhà cung cấp lớn của thế giới, việc gia tăng căng thẳng ở khu vực này, đặc biệt là Iran đã làm thắt chặt nguồn cung. Song song với đó là Ấn Độ đã đóng thầu nhập khẩu và chốt mua khoảng 1 triệu tấn Ure vào đầu năm nay. Tác động kép này là nguyên nhân chính khiến giá bán Ure tăng cao, tạo lợi thế xuất khẩu cho các doanh nghiệp như DCM.

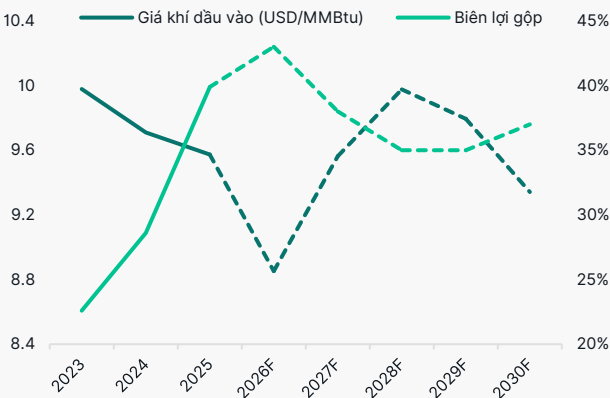
Cơ cấu doanh thu mảng Ure

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Giá khí đầu vào và Biên lợi nhuận gộp

Đơn vị: USD/MMBtu, % | Nguồn: DCM, Kafi Research



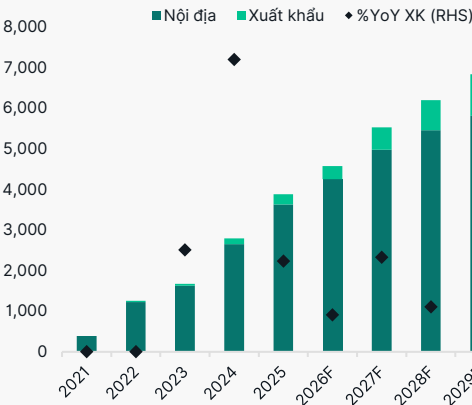
Ngoài ra, hoạt động xuất khẩu của DCM đang có tiến triển rất tốt khi lập đỉnh tăng 60.8% kể từ đỉnh cũ ~206% vào năm 2022. Hơn nữa, Kafi cho rằng biên gộp mảng Ure tương lai được cải thiện khi Úc đã cấp chứng chỉ loại 1 cho sản phẩm Ure hạt dục và cho phép DCM bán với giá cao nhất tại thị trường này.

Một yếu tố hỗ trợ khác là giá khí đầu vào. Giá khí của DCM theo thỏa thuận được neo theo giá Brent và HSFO vốn biến động cùng xu hướng. Kafi đã đưa ra các dự báo về giá dầu trong 2026 sẽ giảm (theo [kịch bản cơ sở](#)). Do đó, giá khí đầu vào của DCM năm 2026 nhìn chung sẽ giảm mạnh kết hợp các yếu tố trên giúp cải thiện biên lợi gộp đáng kể. Hiệu ứng tích cực này sẽ bắt đầu yếu dần từ 2027 trở đi khi thị trường dầu mở bắt đầu điều chỉnh dựa theo cung - cầu.

► **L luận điểm 2: Luật thuế VAT giúp xâm nhập sâu vào thị trường NPK nội địa**

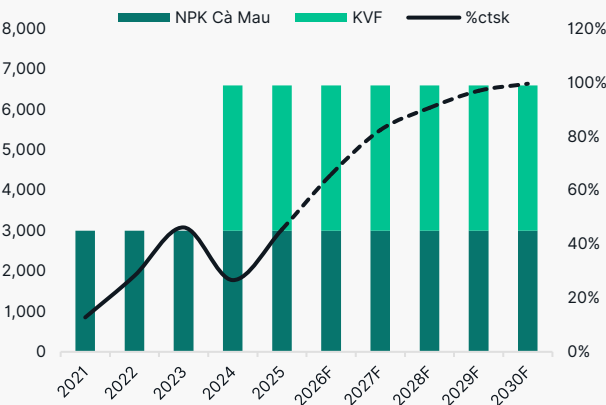
Cơ cấu doanh thu mảng NPK

Đơn vị: Tỷ vnd | Nguồn: DCM, Kafi Research



Sản lượng tiêu thụ của NPK

Đơn vị: USD (tỷ giá 2024) | Nguồn: IEA, Kafi Research

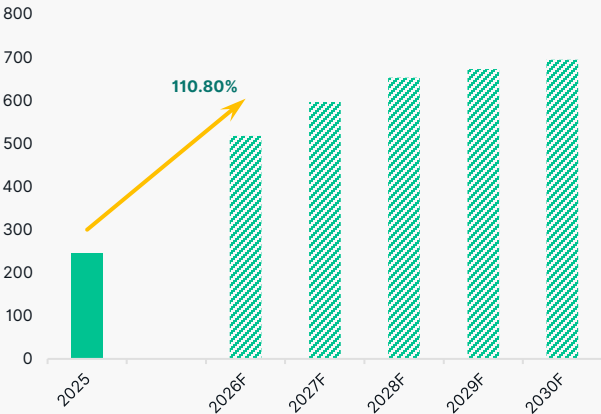


Mảng NPK của DCM đã có những bước tiến đáng kể từ 2021 khi doanh thu liên tục tăng trưởng đặc biệt là hoạt động xuất khẩu hai năm gần đây tăng mạnh. Tuy nhiên, Kafi cho rằng DCM có chiến lược tập trung xâm nhập thị trường nội địa hơn là mở rộng xuất khẩu khi thị trường này vẫn còn phân mảnh và khó cạnh tranh về chất lượng sản phẩm so với sản phẩm nhập khẩu (trang 6).

Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ vẫn chiếm tỷ trọng khiêm tốn so với công suất thiết kế (cstk). Kể từ năm 2024, DCM đã mua lại Nhà máy NPK Hàn Việt (KVF) với công suất 360.000 tấn NPK/năm giúp nâng tổng công suất từ 300.000 lên 660.000 tấn NPK/năm. Tuy nhiên, hoạt động sản xuất và tiêu thụ sản phẩm vẫn khá chậm do tính phân mảnh của thị trường. Mặc dù trong 9 tháng 2025 đã có mức tăng trưởng tiêu thụ ~40% so với cuối 2024 nhưng chỉ chiếm 37% so với tổng công suất tối đa. Điều đó cho thấy dư địa phát triển mảng NPK đối với DCM vẫn còn rất lớn và được kỳ vọng sẽ trở thành mũi nhọn thứ hai trong bối cảnh mảng Ure trong nước của DCM đã sớm bão hòa.

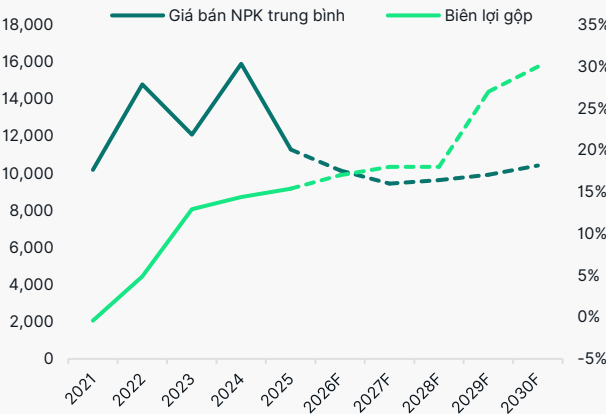
Lượng tiền hoàn về từ thuế VAT

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Giá bán và biên gộp

Đơn vị: x1,000 VND/Tấn, % - Nguồn: DCM, Kafi Research



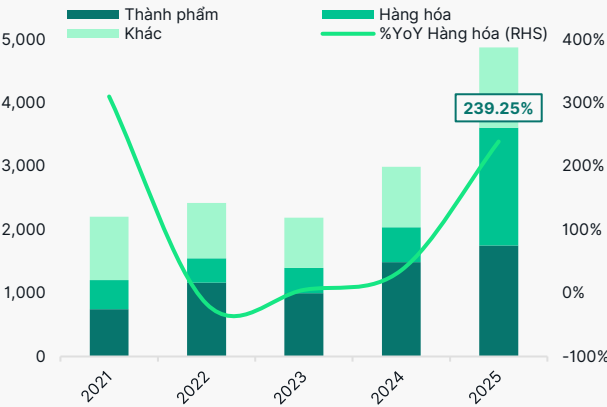
Luật thuế VAT áp dụng lên các sản phẩm phân bón có hiệu lực kể từ tháng 7/2025 sẽ giúp DCM có kế tiết kiệm hàng trăm tỷ từ giá vốn. Theo ban lãnh đạo DCM, số tiền hoàn về từ thuế chiếm khoảng 3.8% trong tổng giá vốn từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Năm 2026 sẽ là năm đầu tiên DCM hưởng toàn bộ lợi ích từ luật thuế này khi 2025 chỉ có một nửa số tiền được hoàn lại so với lý thuyết do luật có hiệu lực từ giữa năm.

Kafi kỳ vọng rằng DCM có khả năng tận dụng một phần nguồn tiết kiệm này để giảm giá sản phẩm NPK bán trong nước, tăng sản lượng bán ra và xâm nhập sâu hơn thị trường nội địa. Biên gộp trong lịch sử cho thấy sự cải thiện liên tục từ mức lỗ nhẹ -0.42% khi giới thiệu sản phẩm cho đến hơn 15% vào 2025. Do đó, hoàn toàn có cơ sở khi cho rằng biên lợi gộp NPK sẽ tiếp tục được cải thiện kể cả khi DCM chủ động giảm giá bán

► **L luận điểm 3: Tự doanh hàng hóa phân bón mở rộng nhờ hoàn thiện chuỗi cung ứng**

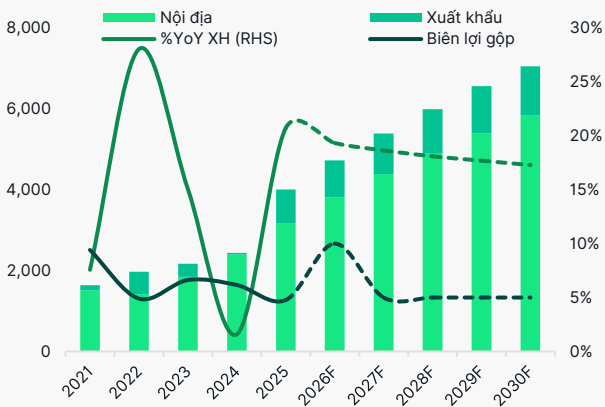
Cơ cấu hàng tồn kho

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Cơ cấu doanh thu mảng tự doanh phân bón

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Mảng tự doanh hàng hóa phân bón cũng cho những tín hiệu tích cực ở hiện tại và cả kỳ vọng trong tương lai. Việc mở rộng xuất khẩu mảng NPK và Ure đã kéo theo tăng trưởng doanh thu xuất khẩu vượt bậc 20.7% năm 2025.

Tuy nhiên, mảng tự doanh chỉ đóng góp đáng kể vào doanh thu tổng với tỷ trọng hơn 20%. Trong khi tỷ trọng vào lợi nhuận không đáng kể do biên gộp thấp và dao động mức 8%.

Dù vậy, DCM vẫn có chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá thấp để phục vụ cho hoạt động tự doanh cho năm 2026. Lượng hàng tồn kho năm 2025 đạt gần 5,000 tỷ chủ yếu do giá trị hàng hóa đã phình to gần 240% trong cơ cấu.

Chi phí XDCB dở dang các dự án Logistic của DCM tại thời điểm ra BCTC cuối năm

Đơn vị: VND | Nguồn: DCM, Kafi Research

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kho chứa vỏ bao - Xưởng sản phẩm	3,871,758,521.00	-				
Dự án nâng cấp nền bãi chứa hàng hóa			10,233,557,863.00	-		
Dự án cải tạo mặt đường, thoát nước			6,236,686,527.00	-		
Dự án cảng Nhơn Trạch					291,152,904,919.00	215,652,904,919.00
Mái che mưa cho hệ thống sản phẩm nhà máy DCM					71,706,557,946.00	-
Dự án bổ sung kho 12.000 tấn NMD						125,505,126,061.00

Không chỉ đầu tư mạnh tay cho hàng tồn kho, trong những năm qua, DCM đã liên tục đầu tư cho các dự án kho, bãi nhằm phát triển và hoàn thiện chuỗi cung ứng cho hoạt động xuất khẩu và phân phối sản phẩm trong nước.

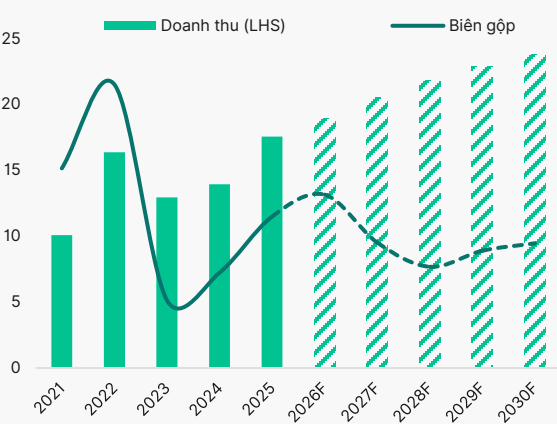
Trong các BCTC cuối năm từ 2020 đến nay, dự án nâng cấp và mở rộng kho chứa, cầu cảng luôn xuất hiện trong mục đầu tư xây dựng cơ bản. Điều đó cho thấy đây là chiến lược mang tính dài hạn của DCM nhằm đẩy mạnh hiệu quả hoạt động xuất khẩu và giảm thiểu chi phí lưu trữ, vận chuyển hàng hóa. Trong số đó, dự án cảng Nhơn Trạch đang nhận được sự quan tâm với mức đầu tư lớn.

Tình hình tài chính

Hoạt động kinh doanh

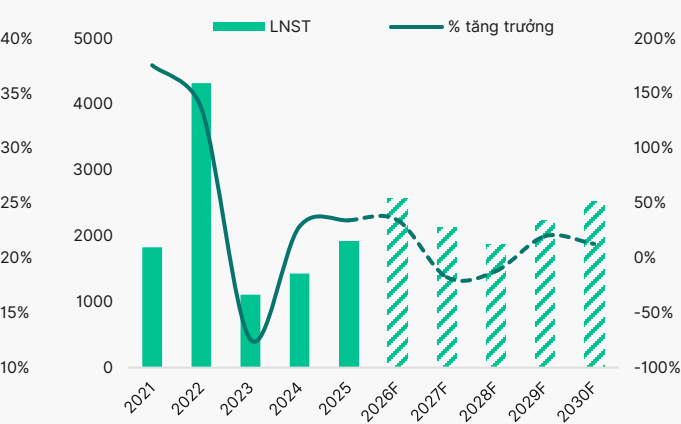
Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp

Đơn vị: Nghìn tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Lợi nhuận sau thuế

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



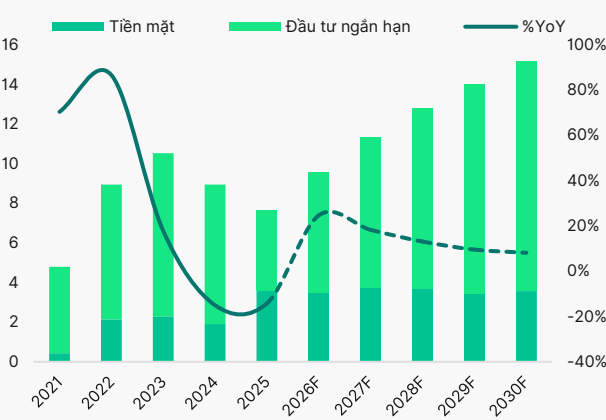
Nhìn chung, hoạt động kinh doanh năm 2025 của DCM đã đạt được cột mốc quan trọng khi tổng doanh thu đã ở mức cao nhất lịch sử hoạt động với hơn 17,000 tỷ vnd. Biên lợi nhuận gộp hơn 23% - mức cao nhất từ 2023 trở lại với sự cải thiện trong hoạt động xuất khẩu Ure là chủ yếu. Lợi nhuận sau thuế cũng đạt được kết quả tốt với hơn 1,400 tỷ vnd (+34,26% YoY).

Việc mở rộng thị phần tại Cambodia và xuất khẩu vào Úc được chúng tôi kỳ vọng sẽ giúp biên gộp và lợi nhuận sau thuế tiếp tục mở rộng. Tuy nhiên, giai đoạn 2027-2028 với sự gia tăng giá khí đầu vào theo dự phóng của chúng tôi có thể thu hẹp biên gộp khoảng 2% mỗi năm trước khi tăng ổn định trở lại do tính chu kỳ của hàng hóa và thị trường dầu khí.

Hoạt động tài chính

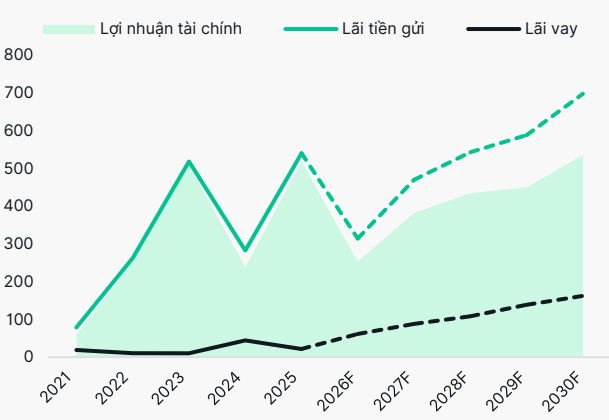
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn

Đơn vị: Nghìn tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Lợi nhuận từ lãi tiền gửi

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



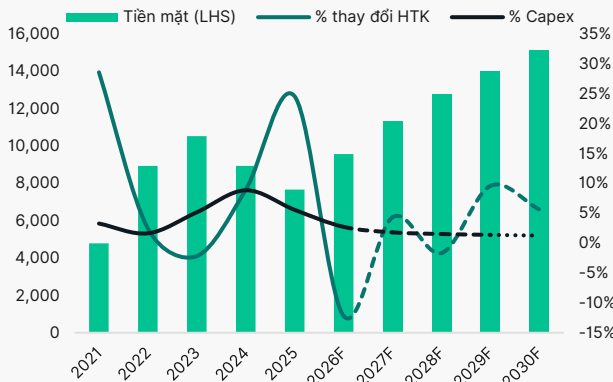
Năm 2025 đánh dấu năm giảm thứ 3 liên tiếp của tổng lượng tiền mặt và tiền gửi kỳ hạn. Hiện tại DCM còn hơn 7,500 tỷ tiền mặt khi đã đầu tư lớn vào dự án cảng Nhơn Trạch và tăng hàng tồn kho kể từ 2024. Do đó, lãi từ tiền gửi ngân hàng 2026 có thể giảm mạnh trước khi tăng trưởng trở lại do trả nợ ngắn hạn.

Theo dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận của lãi tiền gửi trừ đi chi phí lãi vay năm 2025 là hơn 540 tỷ vnd sẽ giảm còn 314 tỷ vnd trong 2026 trước khi tiếp tục tăng trưởng nhờ dòng tiền được bổ sung do môi trường kinh doanh thuận lợi của 2026 theo kỳ vọng. Trong trường hợp DCM không có hoạt động đầu tư đáng kể nào khác như 2025 thì lượng tiền mặt ước tính đến 2027 là hơn 10,000 tỷ giúp DCM tăng tính tự chủ và an toàn vốn khi mở rộng kinh doanh trong tương lai.

► Hoạt động đầu tư và khả năng thanh toán

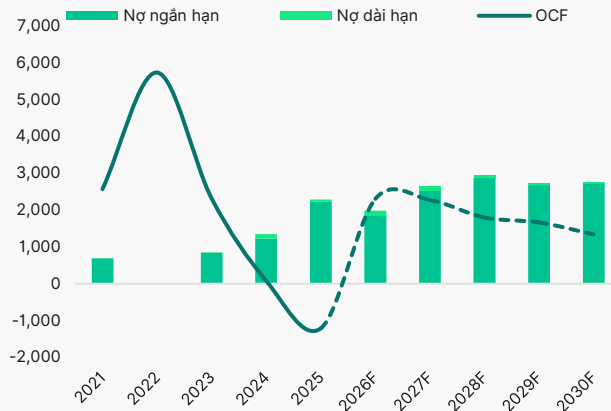
Khả năng tài trợ đầu tư vào hàng tồn kho, Capex

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Khả năng chi trả nợ vay từ OCF

Đơn vị: Tỷ VND | Nguồn: DCM, Kafi Research



Lượng tiền mặt giảm mạnh nhưng vẫn đủ lớn để giúp DCM mua mới tài sản cố định và tăng lượng hàng tồn kho với tỷ trọng luôn dưới 30% tổng tiền mặt và tiền gửi kỳ hạn.

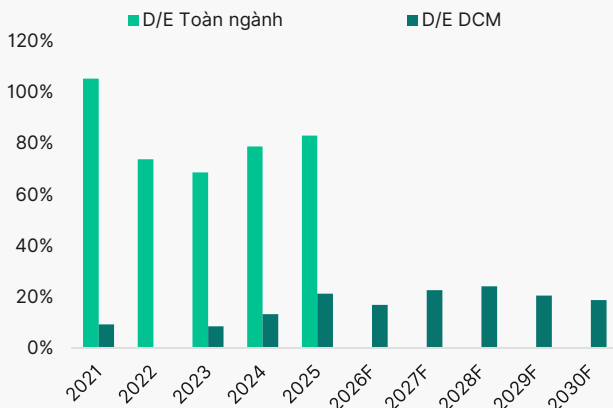
Tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh OCF không đủ để chi trả vốn gốc của các khoảng vay mà chủ yếu là nợ ngắn hạn. Do đó, tuy có bộ đệm tiền mặt lớn và hoàn toàn đủ sức để thanh toán toàn bộ nghĩa vụ nợ. Áp lực từ nợ vay trong hai năm trở lại vẫn là yếu tố đáng để xem xét nếu DCM có dự định phát triển hoạt động kinh doanh và cần đầu tư lớn vào tài sản cố định trong tương lai.

Tuy nhiên, đặt trong bối cảnh toàn ngành, DCM lại duy trì lợi thế ổn định trong kiểm soát rủi ro tài chính

► Tương quan so với trung bình ngành

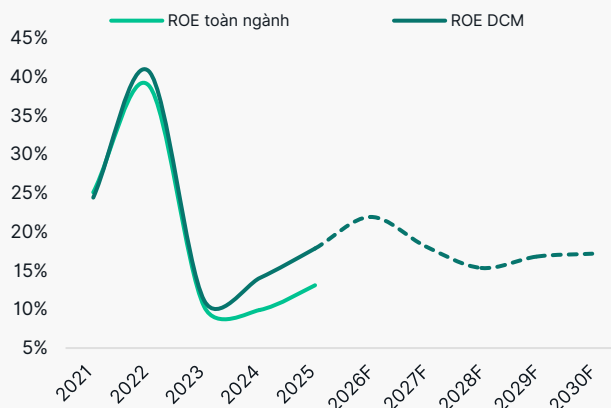
Tỷ lệ Nợ vay/VCSH của DGC và trung bình ngành.

Đơn vị: % | Nguồn: DCM, Kafi Research



ROE của DGC và trung bình ngành

Đơn vị: % | Nguồn: DCM, Kafi Research



Dù nợ ngắn hạn đang tăng cao nhưng DCM vẫn tỏ ra vượt trội so với toàn ngành về chỉ số tài chính.

DCM luôn giữ được tỷ lệ D/E ở mức thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành thậm chí có thời điểm bằng 0. Điều đó cho thấy mức độ an toàn tài chính của doanh nghiệp là vượt trội so với các đối thủ, kết hợp với doanh thu và lợi nhuận đạt đỉnh khiến DCM trở thành doanh nghiệp đáng để đầu tư trong thời gian sắp tới.

Chỉ số ROE của DCM lại tương đồng so với ngành và hơn khoảng 1-2% trong giai đoạn 2021-2023. Kể từ 2024 trở đi, DCM đã vượt qua trung bình toàn ngành phân bốn đáng kể cho thấy có sự cải thiện rõ rệt trong hiệu quả kinh doanh.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

► Tổng hợp định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM). Mức giá mục tiêu 47,109 đồng (tăng 12.16%) theo phương pháp DCF và P/E. Mức giá này đã được chúng tôi cân nhắc dựa trên môi trường kinh doanh thuận lợi trong năm sau với giá khí đầu vào giảm mạnh, hoạt động xuất khẩu được đẩy mạnh do chuỗi cung ứng hoàn thiện, số tiền hoàn trả từ thuế VAT giúp DCM có lợi thế hơn về giá bán sản phẩm NPK

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
DCF		
FCFF	46,346	30%
FCFE	45,844	30%
P/E		
P/E lịch sử	51,192	28%
P/E ngành	42,651	12%
Giá mục tiêu	47,109	
Giá ngày 04/02/2026	42,000	
Tiềm năng tăng giá	12.16%	

► Phương pháp DCF

CAPM		WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4.18%	VCSH/Nguồn vốn	60.87%
Beta	0.91	Nợ vay/VCSH	21.25%
Phần bù rủi ro thị trường	8.36%	Chi phí sử dụng nợ	4.00%
Chi phí sử dụng VCSH	13.00%	Thuế suất	12.00%
		Chi phí nợ vay sau thuế	3.52%
		WACC	11.52%

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp - FCFF	(1,162)	2,251	2,768	1,762	2,200	1,496
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn						1.50%
Giá trị hiện tại của FCFF		2,090	2,448	1,506	1,828	1,213
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng						9,690
Nợ vay ròng	934	(301)	668	287	(214)	33
Chi phí vay nợ*(1 - thuế suất)	19	54	77	95	122	143
Dòng tiền tự do VCSH - FCFE	(247)	1,896	3,359	1,954	1,864	1,386
Giá trị hiện tại của FCFE		1,743	2,914	1,628	1,513	1,100
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng						7,701

	FCFF	FCFE
Giá trị doanh nghiệp	19,146	16,598
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng	7,672	7,672
Vay nợ	2,282	-
Giá trị VCSH	24,536	24,270
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	529	529
Giá cổ phiếu - đến cuối 2026F	46,346	45,844
Giá hiện tại	42,000	42,000
Tiềm năng tăng giá	10.35%	9.15%

Độ nhạy trong kết quả từ FCFF và FCFE

Nguồn: Kafi Research

		Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn						
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	10.0%	47,152	48,292	49,558	50,973	52,563	54,366	56,424
	10.5%	45,863	46,881	48,005	49,255	50,651	52,221	53,999
	11.0%	44,694	45,607	46,612	47,722	48,955	50,332	51,881
	11.5%	43,630	44,453	45,355	46,346	47,441	48,658	50,017
	12.0%	42,658	43,403	44,215	45,105	46,083	47,164	48,364
	12.5%	41,767	42,444	43,178	43,980	44,857	45,823	46,889
	13.0%	40,948	41,564	42,231	42,956	43,747	44,613	45,565
		Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn						
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
Chi phí sử dụng VCSH	11.5%	46,470	47,236	48,075	48,998	50,017	51,150	52,416
	12.0%	45,567	46,259	47,015	47,843	48,753	49,759	50,877
	12.5%	44,738	45,367	46,051	46,796	47,613	48,511	49,504
	13.0%	43,976	44,549	45,170	45,844	46,580	47,386	48,272
	13.5%	43,273	43,797	44,362	44,974	45,640	46,366	47,161
	14.0%	42,623	43,103	43,619	44,177	44,781	45,438	46,154
	14.5%	42,020	42,461	42,934	43,443	43,994	44,590	45,238

► Phương pháp P/E

P/E và các chỉ số liên quan của những đối thủ được so sánh với DCM

Nguồn: FiinPro, Kafi Research

Mã	Tên doanh nghiệp	Sàn	Vốn hóa	EPS Trượt	Giá đóng cửa 04/02/2026	P/E trượt
DPM	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	HOSE	16,998	1,579	26,900	17.04
BFC	Phân bón Bình Điền	HOSE	2,824	5,421	65,800	12.14
LAS	Hóa chất Lâm Thao	HNX	1,907	1,447	17,800	12.30
NFC	Phân lân Ninh Bình	HNX	901	9,096	60,700	6.67
VAF	Phân lân Văn Điển	HOSE	753	4,323	19,900	4.60
SFG	Phân bón Miền Nam	HOSE	491	644	10,450	16.24
PCE	Phân bón và Hóa chất DK Miền Trung	HNX	192	2,536	19,100	7.53
PSE	Phân bón và hóa chất dầu khí Đông Nam Bộ	HNX	136	1,324	10,600	8.01
PSW	Phân bón hóa chất dầu khí Tây Nam Bộ	HNX	133	1,172	7,800	6.65
DCM	Đạm Cà Mau	HOSE	20,276	3,618	42000	11.61
Trung vị ngành						8.01

Kết quả từ hai phương pháp P/E theo ngành và P/E lịch sử

Nguồn: Kafi Research

	P/E ngành	P/E lịch sử
P/E trung vị ngành	8.01	
Premium/Discount	20.78%	
P/E điều chỉnh	9.67	
EPS của DCM - 2026F	4,410	
Giá mục tiêu	42,651	
Giá hiện tại	42,000	
Tiềm năng tăng giá	1.55%	
P/E DCM		11.61
EPS của DCM - 2026F		4,410
Giá mục tiêu		51,192
Giá hiện tại		42,000
Tiềm năng tăng giá		21.88%

Độ nhạy trong kết quả từ hai phương pháp P/E

Nguồn: Kafi Research

		P/E ngành						
		8.17	8.67	9.17	9.67	10.17	10.67	11.17
Tăng trưởng EPS	26.8%	32,226	34,197	36,169	38,140	40,112	42,084	44,055
	31.8%	33,496	35,545	37,595	39,644	41,693	43,743	45,792
	36.8%	34,767	36,894	39,021	41,148	43,275	45,402	47,529
	41.8%	36,037	38,242	40,446	42,651	44,856	47,061	49,265
	46.8%	37,307	39,590	41,872	44,155	46,437	48,720	51,002
	51.8%	38,578	40,938	43,298	45,658	48,019	50,379	52,739
	56.8%	39,848	42,286	44,724	47,162	49,600	52,038	54,476
		P/E lịch sử						
		10.11	10.61	11.11	11.61	12.11	12.61	13.11
Tăng trưởng EPS	26.8%	39,863	41,834	43,806	45,778	47,749	49,721	51,692
	31.8%	41,434	43,484	45,533	47,582	49,632	51,681	53,730
	36.8%	43,006	45,133	47,260	49,387	51,514	53,641	55,768
	41.8%	44,577	46,782	48,987	51,192	53,396	55,601	57,806
	46.8%	46,149	48,431	50,714	52,996	55,279	57,561	59,844
	51.8%	47,720	50,081	52,441	54,801	57,161	59,521	61,882
	56.8%	49,292	51,730	54,168	56,606	59,044	61,482	63,919

Vì quy mô vốn hóa lớn và hiệu quả sử dụng vốn vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong ngành phân bón, Kafi đã sử dụng các chỉ số về CAGR, ROE, quy mô doanh nghiệp và D/E như những trụ cột chính để xác định phần bù cho DCM khi thực hiện so sánh P/E theo trung vị ngành.

Phụ lục báo cáo tài chính

► Kết quả hoạt động kinh doanh

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	15,925	12,571	13,456	16,961	18,999	20,713
Giá vốn hàng bán	(10,221)	(10,539)	(10,942)	(12,926)	(14,157)	(16,301)
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,513	4,035	4,842	4,412
Chi phí bán hàng	(698)	(801)	(1,014)	(1,207)	(1,332)	(1,452)
Chi phí QLDN	(653)	(549)	(481)	(982)	(869)	(948)
Lợi nhuận từ HDKD	4,593	1,232	1,323	2,151	2,955	2,444
Chi phí lãi vay	(10)	(10)	(44)	(70)	(61)	(88)
Lợi nhuận trước thuế	4,596	1,255	1,522	2,157	2,961	2,450
Lợi nhuận sau thuế	4,321	1,110	1,428	1,917	2,606	2,156
<i>LNST cổ đông công ty mẹ</i>	<i>4,316</i>	<i>1,109</i>	<i>1,420</i>	<i>1,915</i>	<i>2,604</i>	<i>2,154</i>

► Bảng cân đối

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản Ngắn hạn	11,624	13,504	12,921	14,449	15,364	17,137
Tiền và tương đương tiền	2,126	2,284	1,903	3,590	3,254	3,791
Đầu tư tài chính ngắn hạn	6,812	8,242	7,039	4,082	6,082	7,582
Phải thu ngắn hạn	188	366	529	1,263	2,536	2,871
Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,950	4,804	3,986	4,111
Tài sản ngắn hạn khác	216	452	500	709	(494)	(1,219)
Tài sản Dài hạn	2,543	1,733	2,808	3,196	3,070	2,859
Phải thu dài hạn	0	0	1	1	1	1
Tài sản cố định	2,207	1,600	1,946	2,175	2,109	1,998
Tài sản dở dang dài hạn	33	88	601	678	618	518
Tài sản dài hạn khác	303	45	260	342	342	342
TỔNG TÀI SẢN	14,167	15,238	15,729	17,645	18,434	19,995
Nợ phải trả	3,561	5,275	5,552	6,905	6,663	8,238
Nợ ngắn hạn	2,874	4,517	4,681	5,982	5,677	7,259
Nợ dài hạn	687	757	871	923	985	979
Vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	10,177	10,740	11,772	11,757
Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294	5,294	5,294	5,294
Vốn và quỹ khác	2,264	2,597	2,968	3,551	4,462	5,216
Lãi chưa phân phối	3,018	2,045	1,883	1,864	1,984	1,215
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	28	33	31	31	32
NGUỒN VỐN	14,167	15,238	15,729	17,645	18,434	19,995

► Lưu chuyển tiền tệ – Phương pháp gián tiếp

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Lưu chuyển thuần từ HDKD	5,732	2,313	78	(1,211)	2,076	2,587
LNST công ty mẹ	4,316	1,109	1,420	1,915	2,604	2,154
Khấu hao TSCD	1,398	1,083	268	339	386	415
Thay đổi vốn lưu động	(1,158)	630	(1,358)	(3,051)	(533)	325
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT	(2,385)	(1,469)	141	3,021	1,328	866
Capex	(147)	(544)	(791)	(427)	(260)	(204)
Cổ tức nhận được	209	505	324	326	385	345
Lưu chuyển thuần từ HĐTC	(1,631)	(754)	(625)	(123)	(1,740)	(1,417)
Tiền thu từ đi vay	1,392	1,703	455	1,775	1,613	1,459
Tiền trả các khoản vay	(2,075)	(867)	(18)	(841)	(1,914)	(790)
Cổ tức đã trả	(948)	(1,590)	(1,059)	(1,055)	(1,438)	(2,085)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,716	90	(406)	1,687	1,664	2,037

► Các chỉ số chính

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng						
Doanh thu	61.35%	-21.06%	7.04%	26.05%	12.02%	9.02%
LNST	136.63%	-74.31%	28.63%	34.26%	35.91%	-17.26%
Tổng tài sản	27.95%	7.56%	3.22%	12.18%	4.47%	8.47%
Tổng VCSH	41.82%	-6.05%	2.15%	5.53%	9.60%	-0.13%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	35.82%	16.16%	18.68%	23.79%	25.49%	21.30%
Tỷ suất LNST	27.13%	8.83%	10.61%	11.30%	13.71%	10.41%
ROE	40.74%	11.14%	14.03%	17.85%	22.13%	18.34%
ROA	30.50%	7.29%	9.08%	10.87%	14.13%	10.78%
Vòng quay tổng TS	1.26	0.85	0.87	1.02	1.05	1.08
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	0.53	2.90	6.75	10.57	12.00	12.00
Số ngày tồn kho	82.60	79.90	86.47	111.09	115.00	92.00
Số ngày phải trả	20.90	43.81	48.84	36.33	30.00	30.00
Thời gian luân chuyển tiền	62.23	38.99	44.38	85.33	97.00	74.00
Thanh khoản						
Chỉ số thanh toán hiện hành	4.04	2.99	2.76	2.42	2.71	2.36
Chỉ số thanh toán nhanh	3.25	2.51	2.13	1.61	2.00	1.79
Chỉ số thanh toán tức thời	3.11	2.33	1.91	1.28	1.64	1.57
Nợ/VCSH	0.00	0.08	0.12	0.21	0.16	0.22
Khả năng thanh toán lãi vay	447.34	123.56	34.30	30.63	48.30	27.86

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.