

Nắm giữ (từ Mua vào)

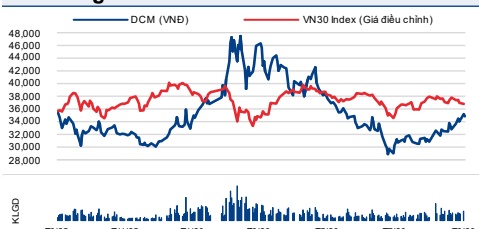
Giá mục tiêu: VNĐ36,400 (từ VNĐ49,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/9/2026)	34,850
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,900-47,459
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,783
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,450
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	710
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	231
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.36%
Tỷ lệ freefloat	24.4%
Cổ đông lớn	PVN (75.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	13.0	4.72	(2.22)
So với chỉ số	17.0	9.64	(4.88)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,102	4,772	6.9
2027F	4,119	4,115	0.1
2028F	3,275	4,578	(28.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt đục duy nhất tại Việt Nam. DCM hiện đang chiếm 30% thị phần trên thị trường urea nội địa.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

Trưởng phòng cao cấp
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nguồn cung khí được đảm bảo nhưng chi phí dự kiến tăng

- HSC giảm 27% giá mục tiêu của DCM xuống 36.400đ do tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028 đã bù trừ tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2027 và giảm giả định WACC. Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ đối với DCM.
- HSC giảm 27% giá mục tiêu của DCM xuống 36.400đ do tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2027-2028 đã bù trừ tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2027 và giảm giả định WACC. Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ đối với DCM.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,3 lần.

Sự kiện: Cập nhật giá khí sau ĐHCĐ bất thường

Tại ĐHCĐ bất thường ngày 23/9, cổ đông DCM đã thông qua Sửa đổi bổ sung số 12, bổ sung nguồn khí từ cụm mỏ ND-UM vào hợp đồng cung cấp khí hiện tại. Dòng khí đầu tiên dự kiến được bàn giao trong Q4/2028. Nguồn khí mới đóng vai trò thiết yếu trong việc bù đắp sản lượng suy giảm từ mỏ PM3-CAA và đảm bảo đủ nguyên liệu đầu vào để nhà máy vận hành liên tục. Giá khí ND-UM được ấn định ở mức cơ sở 10,39 USD/MMBTU từ Q4/2028 và tăng 2,25% mỗi năm sau đó. Cơ chế giá mới giúp giảm mức độ phụ thuộc của DCM vào giá dầu Brent và nâng cao khả năng dự báo chi phí nhưng có thể làm tăng mặt bằng chi phí khí dài hạn và khiến lợi nhuận nhạy cảm hơn với chu kỳ phân bón. Nguồn khí ND-UM sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận khi giá urê tăng nhanh hơn chi phí khí nhưng khả năng bảo vệ lợi nhuận sẽ thấp hơn khi giá phân bón suy yếu.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận các năm 2027-2028

HSC nhìn chung giữ nguyên dự báo năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 2.701 tỷ đồng (tăng trưởng 41%) và doanh thu thuần đạt 23.045 tỷ đồng (tăng trưởng 35,9%). Tuy nhiên, chúng tôi giảm 12,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống 2.180 tỷ đồng (giảm 19,3%), chủ yếu do nâng giả định chi phí khí sau khi EIA cập nhật dự báo giá dầu. Đồng thời, HSC giảm 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2028 xuống 1.734 tỷ đồng (giảm 20,5%), chủ yếu do nâng giả định chi phí khí khi nguồn khí ND-UM bắt đầu được cung cấp từ Q4/2028.

Các dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 của HSC nhìn chung sát với bình quân dự báo thị trường trong năm 2026-2027 nhưng thấp hơn đáng kể trong năm 2028, chủ yếu do giả định chi phí khí cao hơn khi nguồn khí ND-UM bắt đầu được cung cấp. Theo các dự báo mới, lợi nhuận thuần giảm với tốc độ CAGR 3 năm là 1,7% (so với mức tăng trưởng 8,8% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,3 lần. HSC giảm 26,6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 36.400đ do hạ đáng kể dự báo lợi nhuận năm 2027-2028, mặc dù lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2027 và giảm giả định WACC xuống 10,7% từ 14% trước đó.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,287	2,190	3,163	2,636 ▼	2,136 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,222	1,915	2,701	2,180 ▼	1,734 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,102	4,119 ▼	3,275 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,500 ▲	2,500 ▲	2,500 ▲
BVPS (đồng)	19,162	20,228	22,321	23,527 ▼	23,975 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.46	5.98	3.47	4.30	5.67
P/E ĐC (lần)	15.1	9.63	6.83	8.46	10.6
Lợi suất cổ tức (%)	5.74	5.74	7.17	7.17	7.17
P/B (lần)	1.82	1.72	1.56	1.48	1.45
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	41.0	(19.3)	(20.5)
ROAE (%)	12.2	18.4	24.0	18.0	13.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nguồn cung khí được đảm bảo hơn nhưng giá đã sát giá trị hợp lý

Nguồn khí ND-UM dự kiến bắt đầu được cung cấp từ Q4/2028, giúp bù đắp sản lượng suy giảm từ lô PM3-CAA và hỗ trợ nhà máy vận hành ổn định. Trong giai đoạn khai thác ổn định, nguồn khí này dự kiến đáp ứng 45,7-60,6% nhu cầu khí của DCM. Tuy nhiên, cơ chế giá khí ND-UM có thể khiến lợi nhuận của DCM nhạy cảm hơn với chu kỳ phân bón. Nguồn khí này sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận khi giá ure tăng nhanh hơn chi phí khí nhưng khả năng bảo vệ lợi nhuận sẽ thấp hơn khi giá phân bón suy yếu. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng giảm lần lượt 12,5% và 29,8% dự báo năm 2027 và 2028 do nâng giả định chi phí khí. Chúng tôi cũng giảm 26,6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 36.400đ, chủ yếu do hạ dự báo lợi nhuận. DCM đang giao dịch thấp hơn bình quân quá khứ về cả P/E và EV/EBITDA; HSC hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ trên cơ sở định giá.

Nguồn khí Nam Du-U Minh dự kiến bắt đầu được cung cấp từ Q4/2028

Tại ĐHCĐ bất thường ngày 23/9, cổ đông DCM đã thông qua Sửa đổi bổ sung số 12 đối với hợp đồng mua bán khí, bổ sung nguồn khí Nam Du-U Minh vào hợp đồng hiện tại. DCM hiện phụ thuộc vào nguồn khí từ PM3-CAA, mỏ khí khai thác chung giữa Việt Nam và Malaysia. Tuy nhiên, trữ lượng tại lô này đang suy giảm, do đó nguồn khí Nam Du-U Minh đóng vai trò cần thiết trong việc bù đắp phần thiếu hụt nguồn cung.

Các thông tin chính về việc bổ sung nguồn khí Nam Du-U Minh bên cạnh nguồn khí hiện tại từ PM3-CAA như sau:

Lượng khí cung cấp

Từ ngày Sửa đổi bổ sung số 12 có hiệu lực đến ngày 24/4/2032, sản lượng khí theo hợp đồng hằng năm là 495 triệu mét khối tiêu chuẩn (Sm^3), với lượng khí nhận tối thiểu hằng năm là 445,5 triệu Sm^3 .

Lượng khí từ lô PM3-CAA sẽ được điều chỉnh dựa trên lượng khí cung cấp từ ND-UM. Trong giai đoạn khai thác ổn định của ND-UM, lượng khí nhận tối thiểu hằng năm là 269,74 triệu Sm^3 , trong khi lượng khí ngày tối đa là 0,81 triệu Sm^3 /ngày.

Theo HSC được biết, sản lượng khí theo hợp đồng là 495 triệu Sm^3 /năm, tương đương khoảng 95% công suất hoạt động của nhà máy. Trong đó, DCM được bảo đảm cung ứng tối thiểu 445,5 triệu Sm^3 /năm, qua đó đảm bảo công suất hoạt động tối thiểu khoảng 85%. Nếu nguồn khí sẵn có vượt các ngưỡng này, DCM có thể tiếp nhận sản lượng cao hơn.

Trong giai đoạn khai thác ổn định, lượng khí tối thiểu từ ND-UM là 269,74 triệu Sm^3 /năm, tương đương 45,71-60,55% tổng nguồn khí cung cấp, tùy thuộc vào công suất hoạt động của nhà máy.

Bảng 1: Đóng góp của nguồn cung khí từ mỏ Nam Du – U Minh, DCM

Trong giai đoạn khai thác ổn định, lượng khí từ mỏ ND-UM sẽ đóng góp 45,71%-60,55% tổng nguồn cung khí, tùy thuộc vào công suất hoạt động của nhà máy

	Tối thiểu	Thông thường	Vận hành hiện tại
Công suất hoạt động của DCM	85%	97-100%	112%-115%
Tổng nguồn cung khí (triệu Sm^3 /năm)	445,5	495	590
Trong đó: ND-UM (triệu Sm^3 /năm)	269,74	269,74 (0,74 triệu Sm^3 /ngày)	Tối đa 0,81 triệu Sm^3 /ngày (295,65)
Ước tính tỷ trọng đóng góp của ND-UM	60,55%	54,50%	45,71%

Nguồn: DCM, HSC

Lộ trình bổ sung nguồn khí ND-UMss

Dòng khí đầu tiên từ ND-UM dự kiến được cung cấp chậm nhất trong Q4/2028. Nếu việc cung cấp chậm hơn thời hạn này, chế tài do thiếu hụt sản lượng sẽ được áp dụng từ ngày ngày 1/1/2029.

Thỏa thuận cũng quy định giai đoạn vận hành thử kéo dài 30 ngày và có thể gia hạn thêm tối đa 10 ngày, trước khi chuyển sang giai đoạn nâng dần công suất và sau đó là giai đoạn khai thác ổn định.

Công thức tính giá khí

Giá khí ND-UM được xác định như sau: $P_{n3} = 10,39 \text{ USD/MMBTU} \times (1 + 2,25\%)^t$, trong đó, t là số năm tính từ thời điểm bắt đầu cung cấp khí vào năm 2028. Mức giá ban đầu là 10,39 USD/MMBTU, chưa bao gồm chi phí vận chuyển, VAT và các loại thuế áp dụng khác; giá tăng cố định 2,25% mỗi năm. Theo đó, giá khí đầu vào bình quân của DCM sau khi bổ sung nguồn khí ND-UM từ Q4/2028, chưa bao gồm VAT, được tính như sau:

$$(100\% - \text{tỷ trọng khí ND-UM}) \times \text{giá khí PM3-CAA} + \text{tỷ trọng khí ND-UM} \times \text{giá khí ND-UM} + \text{phí vận chuyển}$$

Lưu ý, phí vận chuyển hiện ước tính ở mức 1,09 USD/MMBTU, chưa bao gồm VAT.

Bảng 2: Công thức tính giá khí trong giai đoạn 2026-2032, DCM

Công thức giá khí PM3-CAA sẽ có một số điều chỉnh nhỏ từ năm 2027, trong đó tỷ trọng khí có nguồn gốc từ Malaysia trong công thức giá sẽ tăng từ 12,7% lên 13,7% giá dầu Brent. Nguồn cung khí ND-UM sẽ bắt đầu đóng góp từ Q4/2028

	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Công suất hoạt động	111.2%	112.4%	115%	115%	115%	115%	115%	115%	115%
Lượng khí tiêu thụ (triệu Sm3)	561,290	576,840	590,134	590,134	590,134	590,134	590,134	590,134	590,134
Nguồn cung PM3-CAA (triệu Sm3)	561,290	576,840	590,134	590,134	441.1	225.3	225.3	225.3	225.3
% đóng góp của PM3-CAA	100%	100%	100%	100%	91%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%
Công thức giá khí PM3-CAA (USD/MMBTU)*	50% HSFO+50%*12.7%Brent			50% HSFO+50%*13.7%Brent					
Nguồn cung từ ND-UM (giai đoạn khai thác ổn định)				53.948	269.74	269.74	269.74	269.74	269.74
% đóng góp của ND-UM				9.1%	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%
Công thức giá khí ND-UM (USD/MMBTU)*	USD10.39* (1+2.25%) ^ t (@2028: t=0)								

Ghi chú: *HSFO: dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh cao; chưa bao gồm phí cước vận chuyển và thuế GTGT.
Nguồn: DCM, HSC

So với công thức hiện hành (50% HSFO + 50% × 13,7% Brent), cơ chế giá mới này giúp giảm mức độ phụ thuộc của DCM vào giá dầu Brent, đồng thời tăng khả năng dự báo chi phí khi giá dầu tăng mạnh. Tuy nhiên, mặt hạn chế là DCM sẽ hưởng lợi ít hơn khi giá dầu giảm, trong khi giá khí ND-UM vẫn tăng cố định 2,25% mỗi năm bất kể diễn biến của thị trường phân bón. Nhìn chung, việc chuyển sang sử dụng nguồn khí ND-UM sẽ góp phần ổn định lợi nhuận dài hạn do chi phí nguyên liệu đầu vào ít phụ thuộc hơn vào giá dầu. Tuy nhiên, cơ chế này cũng có thể làm tăng mặt bằng chi phí dài hạn so với công thức hiện tại vốn gắn với giá dầu. Do đó, tác động đến lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào chu kỳ phân bón. Nguồn khí ND-UM sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận nhiều hơn khi giá ure tăng nhanh hơn chi phí khí, trong khi công thức hiện tại có khả năng bảo vệ lợi nhuận tốt hơn khi cả giá ure và giá dầu cùng giảm.

Định hướng phát triển đến năm 2050

DCM đặt mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu hợp nhất lên 35 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 11%. Trong giai đoạn 2036-2050, tăng trưởng doanh thu dự kiến chậm lại còn 2-4%/năm; các sản phẩm mới từ hoạt động R&D đóng góp 42-68% doanh thu, trong khi xuất khẩu và kinh doanh quốc tế chiếm 30-40%. Về hiệu quả hoạt động, Công ty đặt mục tiêu ROE bình quân trên 10% và ROA trên 5% trong giai đoạn 2031-2050.

Để đạt các mục tiêu này, DCM tập trung vào ba trụ cột chiến lược: (1) củng cố mảng phân bón cốt lõi; (2) mở rộng sang lĩnh vực hóa chất và khí công nghiệp, đồng thời từng bước phát triển các sản phẩm hóa chất xanh; và (3) đầu tư vào công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch, bao gồm công nghệ vi sinh, enzym, nuôi cấy mô, tạo giống, chế biến nông sản và dược liệu, thực phẩm chức năng và nông nghiệp đô thị.

Theo đó, DCM kỳ vọng duy trì tăng trưởng doanh thu cao và bảo vệ tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn 2028-2032 bằng cách mở rộng nguồn đóng góp lợi nhuận sang các lĩnh vực hóa chất, nông nghiệp, công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch. Sự đa dạng hóa này sẽ giúp bù đắp áp lực từ chi phí khí đầu vào tăng trong mảng phân bón.

Trong mô hình dự báo, HSC đã ghi nhận doanh thu CO₂ từ Q3/2026 nhưng chưa có đủ thông tin để dự báo doanh thu từ các dòng sản phẩm mới khác.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Sau khi xem xét các yếu tố trên, HSC:

- Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 2.701 tỷ đồng (tăng trưởng 41%) và doanh thu thuần ở mức 23.045 tỷ đồng (tăng trưởng 35,9%).
- Giảm 12,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống 2.180 tỷ đồng (giảm 19,3% so với năm 2026), chủ yếu do nâng giả định chi phí khí sau khi EIA cập nhật dự báo giá dầu.
- Giảm 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2028 xuống 1.734 tỷ đồng (giảm 20,5% so với năm 2027), chủ yếu do nâng giả định chi phí khí sau khi EIA cập nhật dự báo giá dầu, cùng với việc nguồn khí ND-UM bắt đầu được cung cấp từ Q4/2028.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, DCM

Lợi nhuận thuần của DCM được dự báo sẽ giảm với tốc độ CAGR 3 năm là 1,7% (so với mức tăng trưởng 8,8% trong dự báo trước đó)

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu	23,003	23,045	0.2%	35.9%	23,766	25,013	5.2%	8.5%	23,766	25,712	8.2%	2.8%
Lợi nhuận thuần	2,732	2,701	-1.1%	41.0%	2,491	2,180	-12.5%	-19.3%	2,469	1,734	-29.8%	-20.5%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Giả định doanh thu & chi phí đầu vào cũ và mới, DCM

HSC tăng bình quân 18% các giả định chi phí khí trong giai đoạn 2026-28 (chủ yếu năm 2027), dựa trên dự báo giá dầu Brent cập nhật từ EIA; đồng thời nâng giả định về sản lượng tiêu thụ phù hợp với mục tiêu tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2026-30 của doanh nghiệp

	2026F				2027F				2028F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	82.0	89.0	8.5%	31.0%	51.80	74.00	42.9%	-16.8%	72.0	71.2	-1.1%	-3.8%
Dầu MFO (USD/tấn)	523.3	567.3	8.4%	34.6%	312.2	468.8	50.2%	-17.4%	469.6	451.1	-3.9%	-3.8%
Chi phí khí (USD/MMBTU)	10.2	10.9	7.3%	27.8%	6.80	9.70	42.6%	-11.4%	9.2	9.6	4.2%	-1.2%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	880	880	0.0%	-0.5%	880	860	-2.3%	-2.3%	880	900	2.3%	4.7%
NPK	450	450	0.0%	36.9%	450	500	11.1%	11.1%	450	550	22.2%	10.0%
Phân bón nhập khẩu	380	400	5.3%	16.6%	380	480	26.3%	20.0%	380	550	44.7%	14.6%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	13.4	13.0	-3.2%	19.2%	12.9	12.8	-1.0%	-1.9%	12.9	12.2	-5.2%	-4.2%
NPK	13.7	12.9	-5.6%	9.7%	13.0	12.3	-5.2%	-4.8%	12.9	12.3	-4.4%	0.1%
Phân bón nhập khẩu	13.2	15.0	13.5%	28.2%	13.2	15.0	13.9%	0.4%	12.9	14.7	14.2%	-2.1%

Nguồn: HSC

Ước tính KQKD Q3/2026

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2026 đạt 360 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 4.820 tỷ đồng (tăng 62%). Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ tăng. Các giả định chính như sau:

- Sản lượng tiêu thụ urê Q3/2026 dự báo đạt 188.200 tấn, tăng 35,5% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước tăng mạnh. Sản lượng tiêu thụ NPK dự kiến đạt 88.250 tấn, tăng 160%, trong khi sản lượng hàng thương mại có thể giảm 10% xuống 73.000 tấn.
- Giá bán urê bình quân trong Q3/2026 ước tính đạt khoảng 12.200đ/kg, tăng 23% so với cùng kỳ nhưng giảm 20% so với quý trước. Nguyên nhân chủ yếu là nhu cầu trong nước và quốc tế suy yếu theo mùa vụ, trong khi xuất khẩu của Trung Quốc tăng trong quý tiếp tục gây áp lực lên giá urê quốc tế.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp chung trong Q3/2026 dự kiến giảm xuống 19,9% (từ mức 22% trong Q3/2025 và 31,3% trong Q2/2026). Nguyên nhân chủ yếu là chi phí khí vẫn ở mức cao trong bối cảnh eo biển Hormuz tiếp tục bị phong tỏa trở lại, trong khi giá bán giảm trong quý do yếu tố mùa vụ.

Dự báo Q3/2026 và cả năm 2026 của HSC tương ứng doanh thu thuần Q4/2026 đạt 6.127 tỷ đồng (tăng 35% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 489 tỷ đồng (tăng 25,4%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 26,6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 36.400đ (từ 49.600đ trước đó). Nguyên nhân là tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 đã bù trừ tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2027 và việc giảm giả định WACC xuống 10,7% từ 14% trước đó.

Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4% tại giá mục tiêu mới, HSC hạ khuyến nghị đối với DCM xuống **Nắm giữ** (từ **Mua vào**). Nguồn khí mới từ cụm mỏ Nam Du-U Minh (ND-UM) sẽ giúp củng cố đáng kể khả năng đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào của DCM, giúp nguồn cung khí ổn định hơn và hỗ trợ nhà máy vận hành liên tục trong bối cảnh sản lượng khí từ lô PM3-CAA suy giảm. Tuy nhiên, giá khí ND-UM được ấn định ở mức cơ sở 10,39 USD/MMBTU từ năm 2028 và tăng 2,25% mỗi năm sau đó. Cơ chế này giúp DCM giảm mức độ phụ thuộc vào giá dầu Brent và nâng cao khả năng dự báo chi phí nhưng có thể làm tăng mặt bằng chi phí khí dài hạn, đồng thời khiến lợi nhuận nhạy cảm hơn với chu kỳ phân bón. Nguồn khí ND-UM sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận khi giá ure tăng nhanh hơn chi phí khí nhưng năng bảo vệ lợi nhuận sẽ thấp hơn khi giá phân bón suy yếu.

Cụ thể HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% nhưng giảm hệ số beta xuống 0,8 (từ 1,2 trước đó, theo cập nhật của Bloomberg). Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 5- 7. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 8.

Bảng 5: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	2,733	2,205	1,696	1,079	847	1,210
Thu nhập thuần trừ nợ vay	2,419	1,951	1,501	955	750	1,070
Cộng: Khấu hao	420	431	440	449	458	467
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(261)	(265)	(269)	(273)	(277)	(281)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	733	(1,150)	(1,192)	(167)	(545)	(112)
UFCF	3,312	967	480	964	386	1,145

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tính toán WACC, DCM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	0.8
Chi phí vốn CSH	11.0%
Lãi suất bình quân	6.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ sau thuế	5.3%
Tỷ trọng nợ	5.0%
WACC	10.7%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán DCF, DCM

	Đơn vị	Giá trị cuối 2027
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	2,267
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	8,919
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	11,185
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	9,104
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(1,987)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	19,278
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	529
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	Đồng/cp	36,400

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), DCM

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	36,800	37,900	39,200	40,700	42,300
	3.5%	35,600	36,600	37,700	39,000	40,400
	4.0%	34,500	35,400	36,400	37,500	38,800
	4.5%	33,500	34,300	35,200	36,200	37,300
	5.0%	32,600	33,300	34,100	35,000	36,000

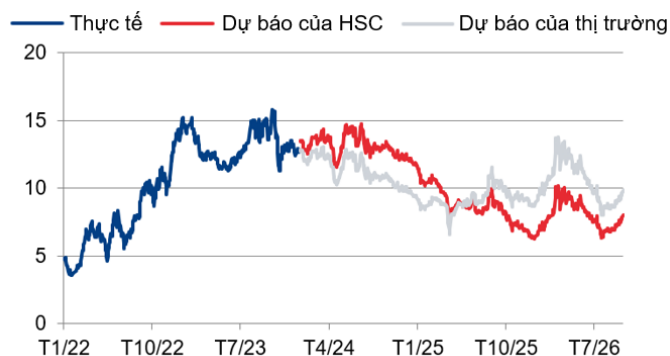
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,3 lần. DCM cũng đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng 12 tháng tới là 3,9 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 4,7 lần.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 10,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	13,456	16,961	23,045	25,013	25,712
Lợi nhuận gộp	2,513	4,035	5,739	5,467	5,050
Chi phí BH&QL	(1,495)	(2,189)	(3,006)	(3,262)	(3,353)
Thu nhập khác	1.12	5.58	8.76	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,019	1,852	2,742	2,205	1,696
Lãi vay thuần	305	305	227	246	253
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,324	2,157	2,969	2,451	1,949
Chi phí thuế TNDN	(94.1)	(239)	(251)	(257)	(205)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.35)	(2.03)	(16.3)	(13.2)	(10.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,222	1,915	2,701	2,180	1,734
Lợi nhuận thuần ĐC	1,222	1,915	2,701	2,180	1,734
EBITDA ĐC	1,287	2,190	3,163	2,636	2,136
EPS (đồng)	2,308	3,618	5,102	4,119	3,275
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,102	4,119	3,275
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	529	529	529	529	529
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,903	3,590	3,226	3,502	3,600
Đầu tư ngắn hạn	7,039	4,082	6,210	5,602	4,731
Phải thu khách hàng	529	1,263	1,206	1,467	1,585
Hàng tồn kho	2,950	4,804	4,882	6,017	6,623
Các tài sản ngắn hạn khác	500	709	826	965	1,047
Tổng tài sản ngắn hạn	12,921	14,449	16,350	17,553	17,586
TSCĐ hữu hình	2,172	2,416	2,259	2,098	1,932
TSCĐ vô hình	364	426	424	419	414
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	272	354	226	319	335
Tổng tài sản dài hạn	2,808	3,196	2,909	2,835	2,680
Tổng cộng tài sản	15,729	17,645	19,259	20,388	20,266
Nợ ngắn hạn	1,229	2,226	1,926	1,926	1,926
Phải trả người bán	1,612	1,764	2,204	2,288	2,400
Nợ ngắn hạn khác	1,556	1,220	1,405	1,562	974
Tổng nợ ngắn hạn	4,681	5,982	6,124	6,520	6,123
Nợ dài hạn	120	56.8	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	751	866	1,271	1,352	1,380
Tổng nợ dài hạn	871	923	1,271	1,352	1,380
Tổng nợ phải trả	5,552	6,905	7,395	7,872	7,502
Vốn chủ sở hữu	10,144	10,709	11,816	12,455	12,692
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.8	31.4	47.8	60.9	71.4
Tổng vốn chủ sở hữu	10,177	10,740	11,864	12,516	12,764
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,729	17,645	19,259	20,388	20,266
BVPS (đ)	19,162	20,228	22,321	23,527	23,975
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(554)	(1,308)	(1,301)	(1,576)	(1,674)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,019	1,852	2,742	2,205	1,696
Khấu hao	(268)	(339)	(420)	(431)	(440)
Lãi vay thuần	305	305	227	246	253
Thuế TNDN đã nộp	(94.1)	(239)	(251)	(257)	(205)
Thay đổi vốn lưu động	(912)	(2,424)	733	(1,150)	(1,192)
Khác	(509)	(1,043)	(481)	(386)	(404)
LCT thuần từ HKKD	77.5	(1,211)	3,389	1,088	588
Đầu tư TS dài hạn	(791)	(427)	(261)	(265)	(269)
Góp vốn & đầu tư	(14,041)	(11,373)	(2,128)	608	871
Thanh lý	4.09	0	0	0	0
Khác	14,786	14,820	371	402	414
LCT thuần từ HĐĐT	(41.6)	3,021	(2,018)	745	1,016
Cổ tức trả cho CSH	(1,059)	(1,055)	(1,324)	(1,324)	(1,324)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	437	934	(412)	(234)	(183)
Khác	(2.91)	(1.60)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(625)	(123)	(1,736)	(1,558)	(1,506)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,284	1,903	3,590	3,226	3,502
LCT thuần trong kỳ	(589)	1,687	(364)	276	97.9
Ảnh hưởng của tỷ giá	208	0.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,903	3,590	3,226	3,502	3,600
Dòng tiền tự do	(714)	(1,638)	3,129	823	319

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.7	23.8	24.9	21.9	19.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.57	12.9	13.7	10.5	8.31
Tỷ suất LNT (%)	9.08	11.3	11.7	8.72	6.74
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.10	11.1	8.47	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.04	26.0	35.9	8.54	2.79
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(28.0)	70.2	44.4	(16.7)	(19.0)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	10.2	56.7	41.0	(19.3)	(20.5)
Tăng trưởng EPS (%)	10.2	56.7	41.0	(19.3)	(20.5)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	41.0	(19.3)	(20.5)
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	25.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	86.6	55.3	49.0	60.7	76.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.2	18.4	24.0	18.0	13.8
ROACE (%)	9.36	16.3	22.1	16.3	12.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.87	1.02	1.25	1.26	1.26
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.08	(0.65)	1.24	0.49	0.35
Số ngày tồn kho	98.4	136	103	112	117
Số ngày phải thu	17.6	35.7	25.4	27.4	28.0
Số ngày phải trả	53.8	49.8	46.5	42.7	42.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.17)	(5.70)	(7.09)	(7.40)	(7.29)
Nợ/tài sản (%)	10.1	16.9	12.4	12.7	13.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.36	0.76	0.98	1.25
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.76	2.42	2.67	2.69	2.87
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.81	0.77	0.48	0.45	0.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.46	5.98	3.47	4.30	5.67
P/E (lần)	15.1	9.63	6.83	8.46	10.6
P/E ĐC (lần)	15.1	9.63	6.83	8.46	10.6
P/B (lần)	1.82	1.72	1.56	1.48	1.45
Lợi suất cổ tức (%)	5.74	5.74	7.17	7.17	7.17

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn