

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

25/08/2025

Phân bón Cà Mau (DCM)

Lợi nhuận cải thiện nhờ giá urea tăng mạnh

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
(+84) 24-7303-5333 nguyenn1@kbsec.com.vn

Mua

Giá mục tiêu	VND 46,800
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	37,500 – 38,500
Lợi nhuận kỳ vọng 1	22%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	34,000 – 35,000
Lợi nhuận kỳ vọng 2	34%

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng điểm mua cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

Hoạt động kinh doanh

DCM hoạt động trong lĩnh vực sản xuất urea và NPK với công suất nhà máy hiện tại đạt lần lượt 800,000/660,000 tấn/năm. Đối với mảng urea, DCM nắm giữ 32% thị phần nội địa và 40% thị phần tại thị trường Campuchia.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Giá urea tăng mạnh là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

KBSV kỳ vọng giá urea tiếp tục duy trì ở vùng cao trong 2025 – 2026 nhờ (1) nguồn cung khí phục vụ sản xuất phân bón tại EU và Trung Đông sẽ tiếp tục bị hạn chế trong 2025 – 2026 do căng thẳng địa chính trị trong khu vực và (2) nhu cầu tiêu thụ tại Ấn Độ được dự báo tiếp tục gia tăng trong 2H2025

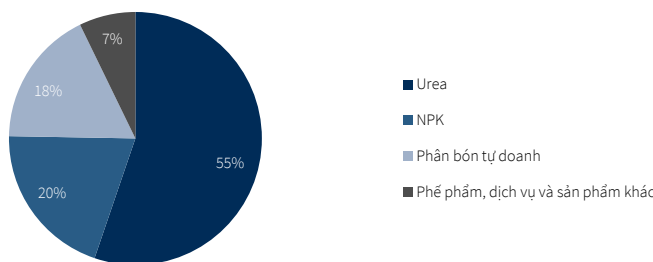
Nhu cầu tiêu thụ ổn định, tiếp tục mở rộng mảng urea và tối ưu mảng NPK

Động lực tăng trưởng trong trung hạn của DCM tới từ (1) tăng 25% công suất mảng urea, (2) tăng thị phần mảng NPK lên 17% sau khi mua KVF (hiện đang ở mức 7%), (3) đầu tư dự án xử lý khí công nghiệp và hóa chất

Tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn

DCM dự kiến chi trả cổ tức tiền 2,000 VND/cổ phiếu trong 2025, tỷ suất cổ tức 4.8%. KBSV ước tính LNST của DCM tăng 64% YoY trong 2025 và kỳ vọng cổ tức tiền được nâng lên mức 2,500 VND/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất cổ tức 6%.

Cơ cấu doanh thu 2024

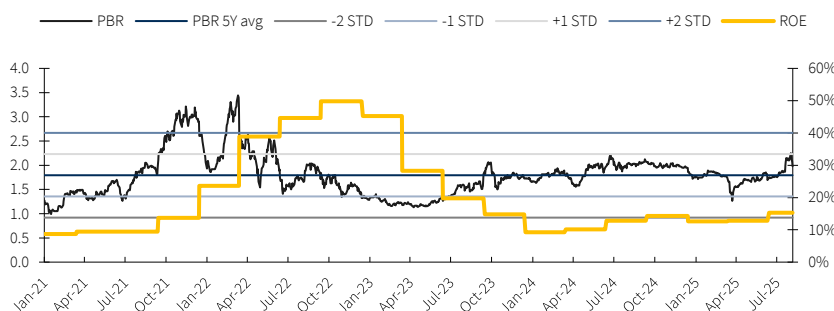


Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Tương quan mặt bằng giá

ROE của DCM có xu hướng hồi phục từ cuối 2023 (sau giai đoạn giá urea tạo đỉnh) và đã cải thiện lên vùng 15.4% (so với mức 9.2% tại 4Q2023). DCM đang được giao dịch với PBR ở mức 1.8x (tương ứng với vùng trung bình 5 năm), KBSV ước tính ROE của DCM đạt 19.4% trong 2025, xứng đáng với PBR mục tiêu ở mức 2.4x (+1.5 STD so với trung bình 5 năm).

Diễn biến P/B và ROE của DCM



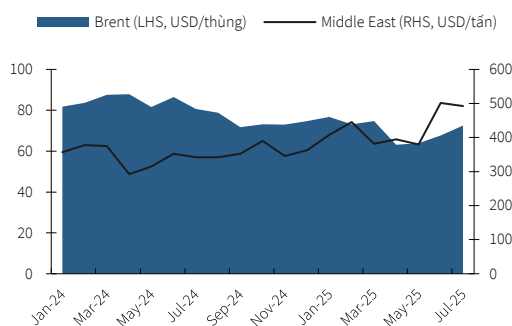
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Giá urea đầu ra hưởng lợi từ (1) nguồn cung khí sản xuất eo hẹp, (2) nhu cầu tiêu thụ gia tăng từ Ấn Độ và (3) biện pháp hạn chế nhập khẩu phân bón vào EU

1. Kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá urea tăng, giá khí thấp

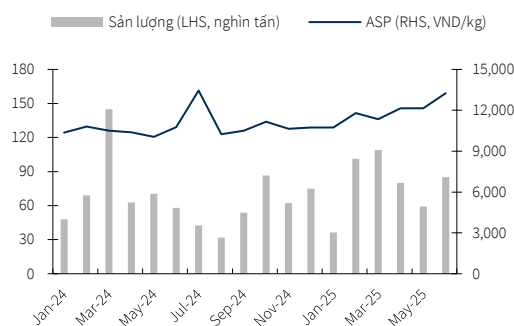
Tính tới cuối tháng 07/2025, giá Urea tại Trung Đông và Trung Quốc tăng lần lượt 36%/74% YTD, phản ánh tình trạng (1) hoạt động sản xuất bị gián đoạn trong bối cảnh nguồn cung khí eo hẹp, giá khí tăng cao do tác động tiêu cực của diễn biến địa chính trị liên quan tới EU – Nga và Israel – Iran và (2) nhu cầu tiêu thụ nội địa tại Ấn Độ tăng mạnh từ đầu năm tới nay. Bên cạnh đó, (3) thuế nhập khẩu Urea từ Nga và Belarus vào EU chính thức có hiệu lực từ 01/07/2025 (chi tiết tại bảng 03). Với diễn biến tích cực trên thị trường quốc tế, giá Urea bán buôn của DCM tại thị trường nội địa tăng đã tăng 30% từ đầu năm tới nay (theo Agromonitor), tác động tích cực lên KQKD 1H2025 với LNST cổ đông sau điều chỉnh đạt 1,168 tỷ VND, tăng 32% YoY. Chúng tôi cho rằng giá urea sẽ tiếp tục được neo ở vùng cao nhờ (1) nguồn cung khí tại EU và Trung Đông tiếp tục bị hạn chế do tác động của căng thẳng địa chính trị, (2) nhu cầu tiêu thụ tại Ấn Độ được dự báo tiếp tục tăng mạnh trong 2H2025 do nguồn cung thấp, (3) nhu cầu nhập khẩu vào EU tăng mạnh trước rủi ro tăng giá do tác động của thuế bổ sung. KBSV kỳ vọng giá bán Urea trung bình của DCM trong 2025/2026 đạt 11,400/11,300 VND/kg (tăng 20%/0% YoY).

Biểu đồ 1. Tương quan giá dầu và giá Urea Trung Đông



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Tương quan tiêu thụ và giá Urea của DCM



Nguồn: DCM, KBSV

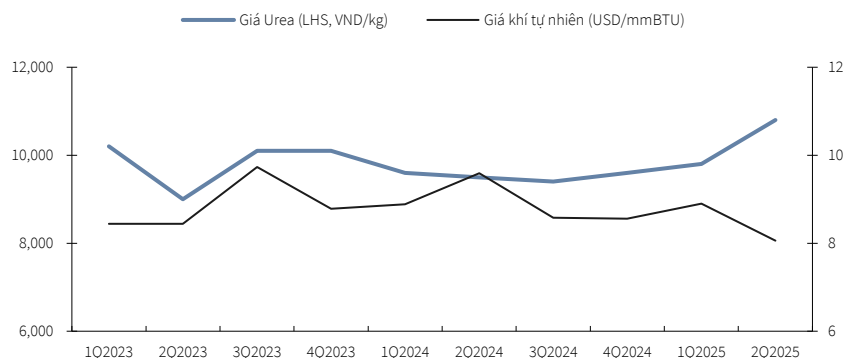
Bảng 3. Thuế nhập khẩu phân bón vào EU áp dụng từ ngày 01/07/2025

	2025	2026	2027	2028+
Thuế giá trị đơn hàng	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Thuế cố định theo tấn	40 - 45 EUR/tấn	60 - 70 EUR/tấn	80 - 95 EUR/tấn	315 - 430 EUR/tấn
Mức trần nhập khẩu	2.7 triệu tấn	1.8 triệu tấn	0.9 triệu tấn	0.9 triệu tấn

Nguồn: KBSV

Biên lãi gộp được hỗ trợ nhờ (1) kỳ vọng giá khí đầu vào duy trì ở mức thấp trong 2025 – 2026 và (2) luật thuế GTGT cho phân bón được áp dụng từ 01/07/2025

Giá dầu Brent và FO đã giảm lần lượt 9%/7% YTD, giúp giá khí đầu vào của DCM giảm 6% YTD. Chi phí đầu vào thuận lợi giúp biên lãi gộp của DCM đạt 22% trong 1H2025 (so với 20% cùng kỳ). Trong dài hạn, DCM sẽ ký hợp đồng mua khí mới với cơ chế giá mới cộng thêm 1 USD/mmBTU cho sản lượng khí mua từ VIEG và Petronas. Ban lãnh đạo đánh giá rằng mức giá theo hợp đồng mới sẽ cạnh tranh hơn so với giá mua từ các nguồn khí mới trong nước, đảm bảo năng lực cạnh tranh bền vững của DCM. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá dầu đạt 68/65 USD/thùng trong 2025/2026, phù hợp với dự báo chung của thị trường. KBSV ước tính biên lãi gộp của DCM đạt lần lượt 22.1%/22.7% trong 2025/2026, được hỗ trợ một phần nhờ 102/205 tỷ VND hoàn thuế VAT trong 2H2025/2026 sau khi luật thuế GTGT sửa đổi bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2025.

Biểu đồ 4. Diễn biến giá Urea và giá khí đầu vào của DCM

Nguồn: DCM, KBSV

Bảng 5. Giá dầu được dự báo dao động quanh vùng 65-68 USD/thùng trong 2025-2026

	3Q2025	4Q2025	1Q2026	2Q2026	3Q2026	4Q2026
Median	67	64	64	63	65	66
Morgan Stanley	68	65	60	60	60	60
JP Morgan Chase	63	61	55	57	57	60
Citigroup	66	63	65	65	65	65
UBS Group	68	68	68	68		
BofA Merrill Lynch	66	61	68	70	70	72
Goldman Sachs	63	59	57	56	55	55
BNP Paribas	52	65	71	76	81	83
Standard Charter	66	59	55	58	66	70
MUFG	63	62	64	62	63	60
HSBC	67	65	65	65	65	65

Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Nhu cầu tiêu thụ ổn định, tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ urea và NPK

KBSV ước tính tiêu thụ urea của DCM tăng 6%/5% trong 2025/2026

Thị phần urea của DCM tại thị trường nội địa ước tính đạt 32%. Trong đó, thị phần tại khu vực Đông Nam Bộ ước tính đạt 72% vào cuối 2Q2025 (so với 61% cùng kỳ năm trước). Trong 1H2025, sản lượng xuất khẩu urea của DCM đạt 225 tấn (+29% YoY) với thị trường Campuchia (DCM chiếm 40% thị phần tại 2Q2025) đóng góp 34% sản lượng từ kênh xuất khẩu. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ urea của DCM đạt 851/890 nghìn tấn trong 2025/2026 (tăng 6%/5% YoY)

Động lực tăng trưởng dài hạn tới từ (1) nâng công suất mảng urea, (2) tối ưu sản xuất mảng NPK và (3) phát triển mảng khí công nghiệp và hóa chất

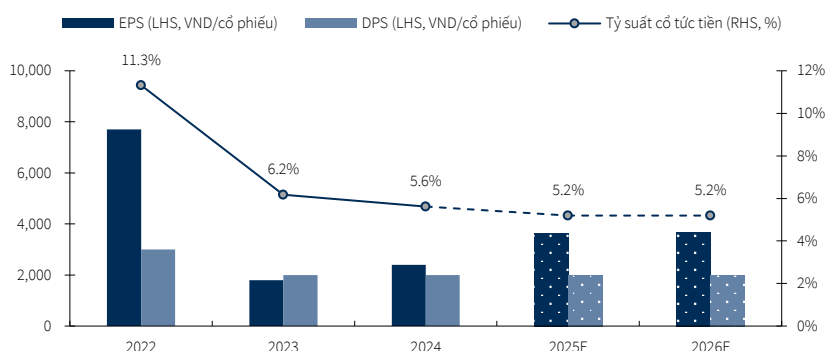
Trong giai đoạn 2025 – 2030, DCM đã lên kế hoạch nâng công suất mảng urea lên 1 triệu tấn/năm (tăng 25% so với công suất hiện tại) để duy trì năng lực cạnh tranh dài hạn. Bên cạnh đó, sau khi sáp nhập KVF (nâng tổng công suất lên 660 nghìn tấn/năm), DCM đặt mục tiêu nâng thị phần mảng NPK trong nước lên 17% (so với mức 7% hiện tại) và (3) đầu tư dự án khí công nghiệp và hóa chất, xử lý các khí N₂, O₂, Ar, H₂ và CO₂

3. Cơ cấu tài chính an toàn, lợi suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Trong 2025, Ban lãnh đạo dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 2,000 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi suất cổ tức tiền 4.8%, tương đối hấp dẫn. KBSV ước tính LNST cổ đông công ty mẹ điều chỉnh của DCM đạt 2,081/1,981 tỷ VND trong 2025/2026 (+64%/-3% YoY) và cổ tức tiền mặt của DCM trong 2025 tăng lên 2,500 VND/cổ phiếu (tương ứng với lợi suất 6% so với vốn hóa hiện tại) nhờ lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng trong năm.

Biểu đồ 6. Dữ liệu lịch sử và dự phóng EPS, DPS và tỷ suất cổ tức tiền mặt của DCM



Nguồn: DCM, KBSV

Rủi ro

Trung Quốc nới lỏng chính sách xuất khẩu phân bón trong 2026

Trung Quốc quay trở lại xuất khẩu urea trong giai đoạn từ tháng 05-09/2025 với hạn mức trần là 4 triệu tấn. Mặc dù sản lượng xuất khẩu tương đối thấp, việc đảo chiều chính sách có thể coi là tín hiệu rủi ro với tác động tiêu cực lên giá urea trong 2026 nếu hạn mức xuất khẩu được nới rộng trong thời gian tới.

Căng thẳng địa chính trị tiếp tục leo thang khiến giá dầu biến động mạnh

Trong trường hợp căng thẳng địa chính trị giữa Nga – Ukraine hay Israel – Iran tiếp tục leo thang, giá dầu có thể tăng mạnh. Điều này sẽ khiến giá khí quay trở lại tăng, tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của DCM.

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.