Báo cáo cổ phiếu: DCM

Khí neo theo dầu đất lên trong khi giá urê đi ngang: quý 4/2026 lãi ít chứ chưa lỗ; P/E thấp là P/E đỉnh chu kỳ

CTCP – Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM) · urê, NPK, kinh doanh phân bón · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 30,1 nghìn đ (10/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST Q4/2026F	LNST 2026F	GIÁ KHÍ Q4 (CÔNG THỨC)	LÃI GỘP URÊ / TẤN
30,1 nghìn đ · 10/11/2026	**26,8** nghìn đ · **–11%**	**122** tỷ đ · –151 đến 391	**2.404** tỷ đ · 2027F: 1.189	**12,1** USD/MMBtu · Q3: 9,6	**3,8** tr đ · Q4F (Q3: 4,3; Q2: 7,1)

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG GIẢM TỶ TRỌNG	CỔ TỨC TIỀN
NẮM GIỮ	**30,1** nghìn đ	**26,8** nghìn đ (–11%)	**< 24,1** nghìn đ	**31,2–40,6** nghìn đ	**6,6%** /năm

Hành động: giữ vị thế, chưa mua thêm trước BCTC quý 4/2026; tích lũy khi giá dưới 24,1 nghìn đ (P/B dưới phân vị 25). **Hạ về THEO DÕI** nếu quý 4 lỗ trước thuế và giá urê nội địa dưới 12.000 đ/kg; **nâng lên TÍCH LŨY** nếu Brent về dưới 85 USD trong khi urê FOB Trung Đông giữ trên 450 USD/t.

KẾT LUẬN

Lợi nhuận DCM là chênh lệch giữa giá urê bán ra và giá khí neo theo dầu. Q3/2026 LNTT 501 tỷ (Q2 1.184) vì giá urê thực nhận giảm 22% trong khi giá vốn/t gần như đứng yên. Quý 4, giá khí công thức lên ~12,1 USD/MMBtu (Brent tháng 9–10 cao) nên lãi gộp urê/t giảm tiếp còn ~3,8 tr đ. AAS dự báo **Q4/2026 lãi ít: LNTT ~137 tỷ, LNST ~122 tỷ** (thận trọng –151, tích cực 391); khả năng lãi ~65%.

Kế hoạch điều chỉnh ngày 05/11 ngầm định quý 4 lỗ 117 tỷ LNST – nằm giữa kịch bản thận trọng và cơ sở; AAS dự báo theo phương trình kinh doanh, không theo kế hoạch. Giá 30,1 nghìn đ tương ứng P/E 2027F 13,4x trên lợi nhuận bình thường hóa; giá trị hợp lý 26,8 nghìn đ – NẮM GIỮ, nhận cổ tức ~6,6%.

URÊ TỰ SẢN XUẤT

3.912 tỷ LN gộp 9T/2026

- Giá thực nhận Q3 12,08 tr đ/t (Q2 15,39)
- Giá vốn Q3 7,82 tr đ/t, theo khí trễ ½ quý
- XK 56% DT urê 9T; Q3 chủ yếu nội địa

NPK + HÀNG HÓA

938 tỷ LN gộp 9T/2026

- DT 8.258 tỷ, biên 11%
- NPK Q3 lãi gộp ~305 tỷ
- Theo mùa vụ nội địa

TÀI CHÍNH

5.319 tỷ tiền ròng 30/09/2026

- Cổ tức 2.000 đ/cp/năm
- Quỹ KHCN trích ~10% LNTT
- Đã tất toán dự phòng tiền khí 2023 (Q4/2025)

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 17.734 tỷ (+43%), LNTT 2.563 tỷ (+49%), LNST 2.285 tỷ; đỉnh Q2 (LNTT 1.184 tỷ), Q3 giảm còn 501 tỷ.
2. **Urê quyết định:** lãi gộp/t 4,46 → 7,08 → 4,26 tr đ (Q1–Q3/2026); giá vốn urê/t đi theo giá khí công thức (neo giá dầu tháng trước) chậm khoảng nửa quý.
3. **Q4/2026F:** LNTT ~137 tỷ, LNST ~122 tỷ (−151 đến 391); khả năng lãi ~65%. Kế hoạch DCM ngầm định lỗ 117 tỷ; AAS không dùng kế hoạch làm giả định.
4. **2026F LNST ~2.404 tỷ** (+23%), 2027F ~1.189 tỷ khi giá urê và khí bình thường hóa.
5. **NẮM GIỮ**, giá trị hợp lý 26,8 nghìn đ (−11%); tích lũy dưới 24,1 nghìn, giảm tỷ trọng 31,2–40,6 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: biến khí thành urê; lợi nhuận là chênh lệch giữa giá urê và giá khí neo theo giá dầu

- **Một sản phẩm quyết định lợi nhuận:** urê chiếm 51% doanh thu nhưng 76% lãi gộp 9T/2026. NPK và hàng hóa kinh doanh lại có doanh thu lớn (8.258 tỷ) nhưng biên mỏng (17% và 7%).
- **Giá khí neo theo giá dầu, giá urê theo cung cầu phân bón:** hai giá đi cùng chiều khi khủng hoảng năng lượng (Hormuz 2026) nhưng lệch pha nhau, nên biên urê dao động mạnh từ quý này sang quý khác. Mỗi 1 USD/MMBtu giá khí ≈ 0,6 triệu đồng giá vốn trên mỗi tấn urê.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) sản lượng urê tiêu thụ; (2) giá bán urê thực nhận (nội địa ~44%, xuất khẩu ~56% 9T/2026); (3) giá khí theo HSFO/Brent tháng trước; (4) quỹ phát triển KHCN trích ~10% LNTT; (5) lãi tiền gửi trên ~8.026 tỷ tiền và tiền gửi.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** tồn kho 4.321 tỷ (30/09/2026), phải thu khách hàng chỉ 313 tỷ (bán thu tiền trước); vay ngắn hạn 2.699 tỷ tài trợ hàng hóa nhập khẩu, có tiền gửi cầm cố.

ĐẦU VÀO: KHÍ PM3-CAA, LÔ 46 CÁI NƯỚC

Khí thiên nhiên (PV GAS bán từ 2025, thay PVN)
~23,5 MMBtu cho 1 tấn urê
giá = 50% × 46% HSFO + 50% × 12,7% Brent + cước 1,09 USD/MMBtu, theo giá dầu tháng trước · Trên BCTC: giá vốn urê, chi phí NVL 9T/2026 7.785 tỷ

Nguyên liệu NPK, hàng hóa nhập khẩu
mua hàng hóa 9T/2026: 4.333 tỷ
DAP, kali, SA cho NPK và kinh doanh lại · Trên BCTC: giá vốn NPK, giá vốn hàng hóa

→

SẢN XUẤT TẠI KCN KHÁNH AN, CÀ MAU

Nhà máy Đạm Cà Mau
~950 nghìn tấn urê quy đổi (KH 2026)
urê hạt đục, urê bổ sung phụ gia; máy móc chính đã hết khấu hao từ Q4/2023 · Trên BCTC: khấu hao ~110 tỷ/quý

NPK Cà Mau
DT 9T/2026 3.578 tỷ, biên 17%
dây chuyền hóa học, phụ thuộc nguyên liệu nhập · Trên BCTC: DT, giá vốn thành phẩm NPK

→

BÁN HÀNG: NỘI ĐỊA + XUẤT KHẨU

Urê
DT 9T/2026 9.392 tỷ, XK 56%
nội địa: ĐBSCL, Tây Nguyên, Campuchia; XK: Đông Nam Á, Mỹ Latinh, lô đầu tiên sang Mỹ 02/2026 · Trên BCTC: DT thành phẩm urê

Kinh doanh hàng hóa phân bón
DT 9T/2026 4.680 tỷ, biên 7%
doanh thu lớn, lãi mỏng; tăng mạnh 2026 · Trên BCTC: DT, giá vốn hàng hóa

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn (gồm KH)	−74,4
Chi phí bán hàng	−6,4
Quản lý doanh nghiệp	−5,0
Tài chính ròng, khác	0,2
Thuế	−1,6
= LNST	12,9

Urê tự sản xuất đem lại 76% lãi gộp trước giảm trừ 9T/2026.

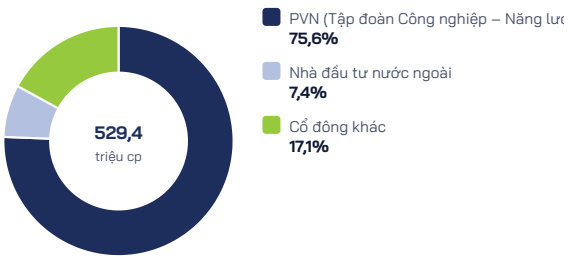
Nguồn: BCTC hợp nhất DCM (thuyết minh doanh thu, giá vốn theo sản phẩm và chi phí theo yếu tố 9T/2026); công thức giá khí tổng hợp từ tài liệu ĐHĐCĐ DCM và hợp đồng mua bán khí PM3-CAA; AAS tính.

Cổ đông: PVN nắm 75,56%, khối ngoại 7,4%

- **Doanh nghiệp nhà nước chi phối:** PVN nắm 75,56% vốn; tự do chuyển nhượng hẹp (24%). Cổ tức tiền đều đặn: 3.000 đ/cp (2023), 2.000 đ/cp (2024, 2025, 2026).
- **Khối ngoại còn nhiều room:** nắm 7,4%, room 49% còn 220 triệu cổ phiếu.

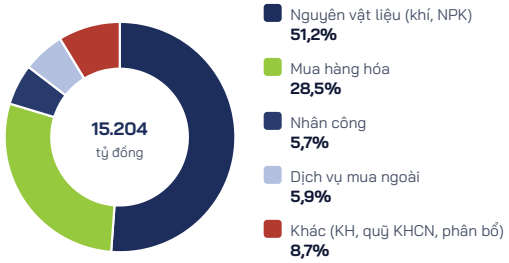
Cơ cấu cổ đông

% vốn



Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố 9T/2026

% tổng



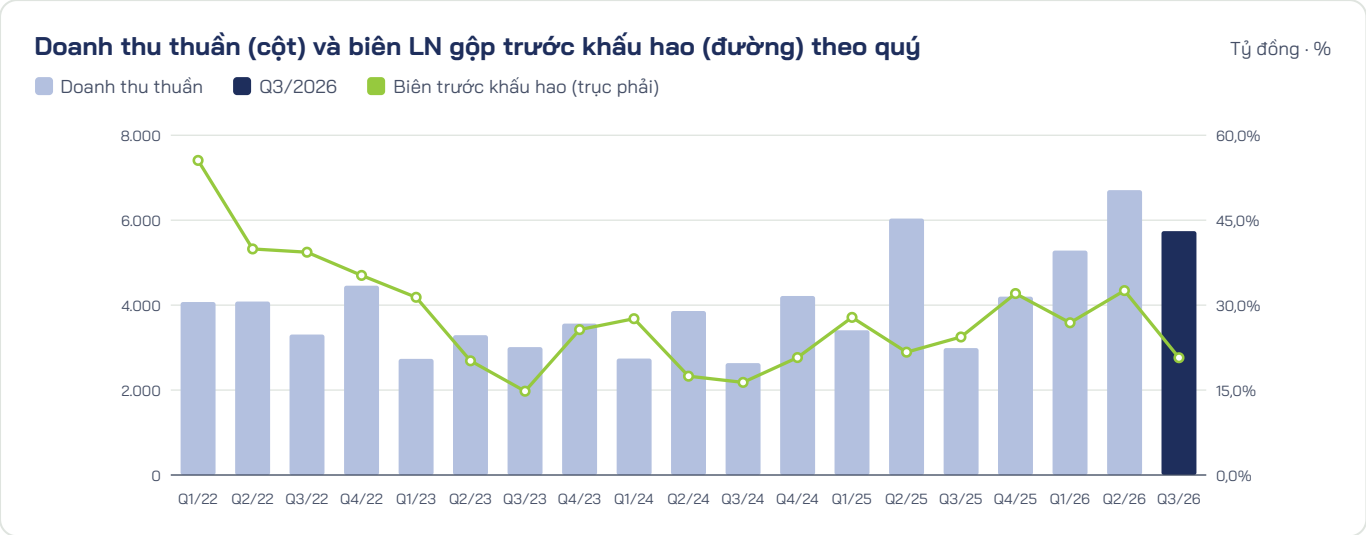
Nguồn: BCTN DCM (PVN 75,56%), kho AAS (room khối ngoại 09/11/2026), thuyết minh 34 BCTC hợp nhất quý 3/2026.

2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNTT 2.563 tỷ (+49%), đỉnh ở Q2 khi urê thế giới lên ~700 USD/t; Q3 giảm còn 501 tỷ

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	9.870	15.925	12.571	13.456	16.631	12.432	17.734	+43%
LN gộp trước khấu hao	3.931	6.864	2.931	2.736	4.333	2.987	4.795	+61%
Biên trước khấu hao	39,8%	43,1%	23,3%	20,3%	26,1%	24,0%	27,0%	+3,0 điểm
Chi phí bán hàng	−420	−698	−801	−1.014	−1.176	−825	−1.128	+37%
Chi phí quản lý	−528	−653	−549	−481	−968	−509	−887	+74%
EBITDA	**3.218**	**5.751**	**1.766**	**1.286**	**2.247**	**1.695**	**2.831**	**+67%**
Khấu hao (LCTT)	−1.386	−1.398	−1.083	−268	−342	−246	−301	+22%
EBIT	1.832	4.353	683	1.018	1.905	1.449	2.530	+75%
Tài chính ròng	122	241	550	305	297	270	25	−91%
LNTT	1.956	4.596	1.255	1.522	2.207	1.721	2.563	+49%
LNST	**1.826**	**4.321**	**1.110**	**1.428**	**1.962**	**1.528**	**2.285**	**+50%**
Biên gộp báo cáo	28,2%	35,8%	16,2%	18,7%	24,3%	22,4%	25,6%	+3,2 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất DCM (kho AAS); AAS tính. LN gộp trước khấu hao = LN gộp + 83% khấu hao (tỷ lệ khấu hao trong giá vốn theo thuyết minh 9T/2026).

- **Q2/2026 là đỉnh:** LNTT 1.184 tỷ khi giá urê thế giới bình quân ~694 USD/t (gián đoạn Hormuz) và DCM đẩy xuất khẩu (DT urê XK 2.684 tỷ trong quý). Q3 LNTT 501 tỷ (+32% so cùng kỳ, −58% so Q2).
- **Hết khấu hao từ Q4/2023:** khấu hao giảm từ ~1.398 tỷ/năm (2022) xuống ~342 tỷ (2025), nên LN gộp báo cáo gần bằng LN gộp tiền mặt.
- **Hai khoản chi phí mới chạy theo lợi nhuận:** trích quỹ phát triển KHCN 9T/2026 249,6 tỷ (cùng kỳ 95,4), tương đương 8,9% lợi nhuận trước trích quỹ; phân bổ giá trị tiềm năng phát triển 102,9 tỷ. Cả hai nằm trong QLDN, làm QLDN Q2 lên 555 tỷ.



Nguồn: BCTC hợp nhất DCM; AAS tính.

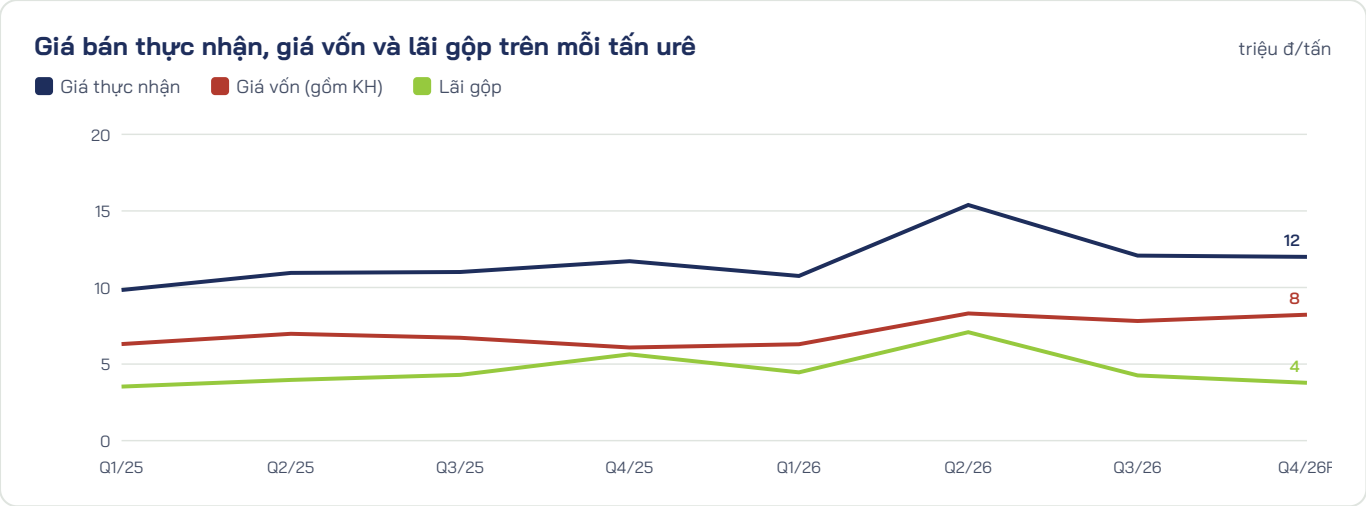
3 Urê quyết định lợi nhuận: lãi gộp 4,3 triệu đ/tấn ở Q3/2026, từ 7,1 ở Q2 khi giá bán giảm nhanh hơn giá khí

Tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	LN gộp 9T/2025	LN gộp 9T/2026	Biên 9T/2026
Urê tự sản xuất	**6.245**	**9.392**	**2.294**	**3.912**	**41,7%**
trong đó xuất khẩu	2.933	5.289			
NPK tự sản xuất	2.753	3.578	501	612	17,1%
Hàng hóa phân bón kinh doanh lại	3.098	4.680	161	326	7,0%
Phế phẩm, CO2, dịch vụ	824	656	315	267	40,7%
Giảm trừ doanh thu (chiết khấu)	−488	−572	−488	−572	
Tổng (doanh thu thuần, LN gộp)	**12.432**	**17.734**	**2.783**	**4.545**	**25,6%**

Nguồn: thuyết minh 28, 30 BCTC hợp nhất quý 3/2026 (lũy kế 9 tháng, có cột so sánh); AAS tính. Lãi gộp từng sản phẩm tính trước giảm trừ doanh thu.

Urê theo quý	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Sản lượng tiêu thụ (nghìn t)	248	222	125	205	272	253	213
Doanh thu urê (tỷ đ)	2.438	2.430	1.376	2.403	2.924	3.894	2.573
Giá thực nhận (tr đ/t)	9,83	10,95	11,01	11,72	10,75	15,39	12,08
Giá vốn (tr đ/t)	6,30	6,98	6,71	6,08	6,29	8,31	7,82
Lãi gộp (tr đ/t)	**3,53**	**3,97**	**4,30**	**5,64**	**4,46**	**7,08**	**4,26**
Lãi gộp urê (tỷ đ)	876	881	537	1.156	1.212	1.792	908
Urê thế giới WB (USD/t)	404	400	488	399	538	694	399
Khí công thức trễ ½ quý (USD/MMBtu)	8,48	8,16	7,87	7,74	7,57	9,78	10,75

Nguồn: doanh thu, giá vốn urê từ thuyết minh BCTC quý 1, 2, 3/2026 (hiệu các mốc lũy kế); Q4/2025 = năm 2025 công bố − 9 tháng; sản lượng urê tiêu thụ từ số liệu ngành Vietdata (Q1/2026 khớp 272 nghìn tấn doanh nghiệp công bố; cả năm 2025 suy ra giá 10,81 tr đ/t so với 10,745 công bố); AAS tính.



Nguồn: AAS tính; Q4/2026F theo kịch bản cơ sở.

- **Giá bán phản ứng mạnh, giá vốn phản ứng chậm hơn một nhịp:** Q2/2026 giá thực nhận lên 15,39 tr đ/t (+43% so Q1) trong khi giá vốn chỉ lên 8,31; sang Q3 giá bán về 12,08 nhưng giá vốn vẫn 7,82 vì khí tính theo dầu tháng 6–8 (Brent ~85 USD) còn cao.
- **Xuất khẩu là đòn bẩy giá:** DT urê xuất khẩu Q2/2026 2.684 tỷ, Q3 chỉ 740 tỷ (phù hợp số liệu ngành: xuất khẩu urê cả nước Q3 −64% so Q2). Q3 DCM bán nội địa nhiều hơn (1.834 tỷ) với giá thấp hơn.
- **NPK và hàng hóa bù một phần:** NPK Q3 lãi gộp ~305 tỷ (Q2 ~180), hàng hóa ~152 tỷ (Q2 ~109). Nhưng hai mảng này biên mỏng, phụ thuộc mùa vụ nội địa.

4 Giá khí: công thức PM3-CAA đẩy chi phí khí Q4/2026 lên ~12,1 USD/MMBtu, cao nhất từ 2022, vì Brent tháng 9–10 tăng vọt

Quý	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26F
Brent tháng trước, bình quân (USD/thùng)	75,7	67,8	69,1	63,7	80,5	104,4	97,0	106,7
Giá khí công thức (USD/MMBtu)	**8,54**	**7,77**	**7,97**	**7,50**	**7,64**	**11,92**	**9,57**	**12,12**
Quy ra chi phí khí / tấn urê (tr đ)	5,28	4,80	4,93	4,64	4,72	7,37	5,92	7,49

Nguồn: Brent: World Bank (giá giao ngay, đến 09/2026), giá kỳ hạn tháng gần (10–11/2026); công thức theo hợp đồng mua bán khí PM3-CAA và Lô 46 Cái Nước (sửa đổi bổ sung số 11, bên bán chuyển sang PV GAS 2025); AAS tính.

- **Giá khí đi sau giá dầu một tháng, rồi vào giá vốn urê sau thêm khoảng nửa quý** (qua tồn kho urê khoảng một tháng): mỗi 1 USD/MMBtu giá khí làm giá vốn urê tăng ~0,6 triệu đồng/tấn, đúng bằng định mức tiêu hao 23,5 MMBtu/tấn.
- **Q4/2026 khí đắt nhất năm:** Brent giao ngay tháng 9 bình quân 116,8 USD (World Bank), tháng 10 ~108 → giá khí công thức Q4 ~12,1 USD/MMBtu so với 9,6 ở Q3. Theo độ trễ nửa quý, giá vốn urê Q4 ~8,23 tr đ/t (Q3 7,82). Nếu dùng giá Brent kỳ hạn (thấp hơn giá giao ngay trong khủng hoảng) thì giá khí Q4 ~11,1.

5 Q3/2026: lợi nhuận giảm vì giá urê bán ra giảm nhanh hơn giá khí; cách giải thích theo từng tấn urê đủ tin cậy, theo chỉ số giá thế giới thì không

Q2/2026 → Q3/2026, tỷ đồng	Tác động	Căn cứ
LNTT Q2/2026	**1.184**	**BCTC**
Urê: sản lượng	−283	253 → 213 nghìn t, × lãi gộp/t Q2
Urê: giá bán thực nhận	−706	15,39 → 12,08 tr đ/t (XK giảm mạnh)
Urê: giá vốn/t (khí)	105	8,31 → 7,82 tr đ/t
NPK, hàng hóa, khác, giảm trừ	1	theo thuyết minh (Q2 gồm phần khác, giảm trừ trong số dư)
Chi phí bán hàng	59	417 → 358
Quản lý doanh nghiệp (gồm quỹ KHCN)	401	555 → 154; quỹ KHCN trích theo lợi nhuận
Tài chính ròng	−145	chi phí tài chính Q3 144 tỷ (lãi vay 37, phần còn lại lỗ tỷ giá, chi phí tài chính khác)
Khác, làm tròn, chênh lệch số liệu	−114	gồm ~105 tỷ chênh lệch giữa thuyết minh 6T bản quý và bản soát xét
LNTT Q3/2026	**501**	**BCTC**

Nguồn: BCTC hợp nhất DCM quý 2, 3/2026 và thuyết minh theo sản phẩm; AAS tính.

- **Giá bán là nguyên nhân lớn nhất:** giá urê thực nhận giảm 3,31 tr đ/t (−22%), làm mất ~706 tỷ lãi gộp; giá vốn/t gần như không giảm vì khí theo dầu tháng 6–8 vẫn cao.
- **Vì sao giá DCM giảm ít hơn giá thế giới:** chỉ số urê thế giới giảm 42% từ Q2 sang Q3 nhưng giá DCM thực nhận giảm 22%, vì giá bán nội địa ổn định hơn và hợp đồng xuất khẩu ký trước.

6 Chất lượng lợi nhuận: dự phòng tiền khí 2023 (~634 tỷ) đã tất toán ở Q4/2025; từ 2026 chi phí bảo dưỡng không còn trích trước

Dự phòng phải trả và hoàn nhập

Cuối quý	Q4/22	Q2/23	Q4/23	Q1/24	Q4/24	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q3/26
Dự phòng phải trả ngắn hạn	763	1.359	1.292	624	617	759	663	1	1
Chi phí dự phòng trên LCTT (quý)	348	298	−15	14	30	61	−101	−564	−80

Nguồn: BCĐKT, LCTT hợp nhất DCM (kho AAS); AAS tổng hợp.

- **Dự phòng phải trả gồm hai phần:** (1) chi phí tiền khí 7 tháng đầu 2023 phải trả PVN, trích trước theo sửa đổi bổ sung số 10 hợp đồng 3918/HĐ-DKVN chờ quyết toán (589 tỷ cuối 2023 → 634 tỷ 30/09/2025); (2) dự phòng bảo dưỡng tổng thể trích dần theo kế hoạch rồi dùng khi dừng máy (2025: trích lên 227 tỷ ở Q2, dùng ~199 tỷ ở Q3).
- **Q4/2025: số dư về 0, LCTT cả năm ghi hoàn nhập dự phòng không dùng tiền ~588 tỷ (khớp đến đồng với biến động các khoản dự phòng).** Thuyết minh không nói hoàn nhập vào khoản mục nào. Hai khả năng: (a) ghi giảm giá vốn → LNST Q4/2025 (435 tỷ) chứa ~550 tỷ một lần; (b) đi kèm ghi nhận chi phí khí quyết toán thực tế (cùng quý phát sinh phải trả PV GAS/Khí Cà Mau ~708 tỷ, phải trả PVN 527 tỷ về 0) → gần trung tính. Số liệu nghiêng về (b): giá vốn urê/t Q4/2025 chỉ thấp hơn mức bình thường theo giá khí ~0,4 tr đ/t (~84 tỷ). AAS vẫn loại Q4/2025 khỏi mẫu hiệu chỉnh cho thận trọng.

- **Từ 2026 không còn trích trước bảo dưỡng** (số dư 0,5 tỷ): chi phí đợt dừng máy 20/9–5/10/2026 ghi thẳng vào chi phí khi phát sinh, một phần rơi vào Q4 (cơ sở ~70 tỷ).
- **Quỹ phát triển KHCN chạy theo lợi nhuận:** trích 249,6 tỷ trong 9T/2026 ≈ 10% lợi nhuận trước trích; quý 4 lãi ít thì khoản trích cũng nhỏ.
- **Phải thu PVN 261 tỷ** về quyết toán giá khí năm 2018 (NQ 2202/NQ-DKVN 03/04/2024) và hóa đơn điều chỉnh; giá trị tiềm năng phát triển sẽ được điều chỉnh cùng quyết toán này. Chưa đưa vào dự báo.

Kế hoạch điều chỉnh của DCM so với kết quả quý 4 thực tế

Năm	Thời điểm điều chỉnh	LNST KH điều chỉnh	LNST 9 tháng	Q4 ngầm định	Q4 thực tế	Q4 trừ khoản một lần*
2023	12/2023 (giảm 34%)	916	617	299	492	492
2024	Q4/2024 (tăng 43,9%)	1.144	1.056	88	372	239
2025	12/2025 (tăng 87%)	1.448	1.528	−80	434	−120
2026	**05/11/2026 (tăng 83%)**	**2.168**	**2.285**	**−117**	**?**	**–**

Nguồn: nghị quyết điều chỉnh kế hoạch SXKD của DCM các năm 2023–2026 (thông tin công bố); BCTC hợp nhất; AAS tính. LNST hợp nhất.

* Q4/2024 trừ khoản giảm giá vốn tiền điện cả năm ~148 tỷ; Q4/2025 trừ toàn bộ hoàn nhập dự phòng tiền khí ~616 tỷ (cận trên, nếu hoàn nhập đi thẳng vào lợi nhuận). Sau thuế ~10%.

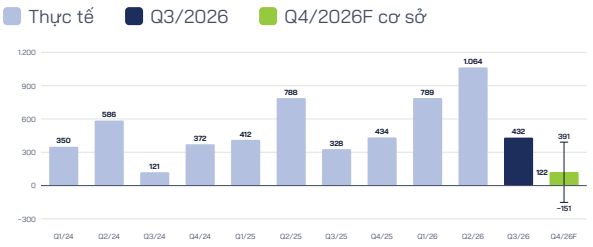
- **Kế hoạch điều chỉnh thường thấp hơn thực tế, nhưng không nhiều như bề ngoài:** theo số báo cáo, LNST quý 4 vượt mức ngầm định từ 192 đến 514 tỷ (2023–2025). Trừ các khoản một lần, mức vượt chỉ còn từ −41 đến 192 tỷ — năm 2025 có thể gần đúng kế hoạch.
- **AAS không dùng kế hoạch làm giả định dự báo:** kế hoạch 05/11/2026 (LNTT 2.419, LNST 2.168 tỷ) ngầm định Q4 LNTT −144 tỷ, LNST −117 tỷ — nằm giữa kịch bản thận trọng (−151) và cơ sở (122) của phương trình. Đây là tín hiệu doanh nghiệp thấy chi phí khí quý 4 cao, phù hợp với phương trình.

7 Dự báo: Q4/2026 lãi ít — LNTT ~137 tỷ, LNST ~122 tỷ (khoảng −151 đến 391); cả năm LNST ~2.404 tỷ

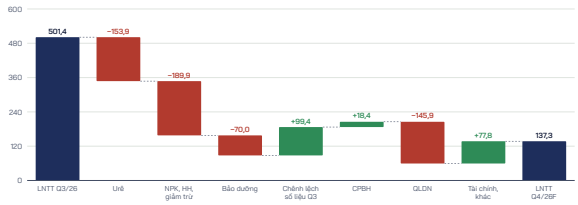
Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
LN gộp urê	492	754	1.027	908	1.156
LN gộp NPK + hàng hóa + khác − giảm trừ − bảo dưỡng	−20	30	70	191	110
LN gộp báo cáo	472	784	1.097	1.099	1.266
LN gộp trước khấu hao	563	876	1.188	1.190	1.346
Chi phí bán hàng	−335	−340	−350	−358	−351
Chi phí quản lý	−300	−300	−300	−154	−459
EBITDA	−19	289	591	–	–
Khấu hao + phân bổ	−144	−144	−144	−110	−96
Tài chính ròng + khác	−7	−7	−7	−85	31
LNTT	**−170**	**137**	**440**	**501**	**487**
LNST — dự báo AAS	**−151**	**122**	**391**	**432**	**434**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế (Q4/2025 có hoàn nhập dự phòng tiền khí; xem mục 6). Khoảng dự báo = kịch bản thận trọng – tích cực.

LNST theo quý, Q4/2026F có vạch thận trọng – tích cực Tỷ đồng



Cầu nối LNTT quý 3 → quý 4/2026F (cơ sở) Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
LNTT 2026F (9T 2.563 + Q4)	**2.393**	**2.700**	**3.003**	**KH điều chỉnh 2.419 (112%); 2025: 2.207**
LNST 2026F	**2.131**	**2.404**	**2.673**	**KH 2.168; 2025: 1.962 (+23%)**
LNST 2027F (bình thường hóa)		**1.189**		urê 830 nghìn t × lãi gộp 4,1 tr đ/t; Brent 85
EPS 2026F / 2027F (đ, 529,4 tr cp)		4.541 / 2.247		

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch điều chỉnh của DCM 05/11/2026.

- **Lãi ít, chưa lỗ – vì sao:** ở giá khí ~10,8 USD/MMBtu, giá vốn urê ~8,23 tr đ/t vẫn thấp hơn giá bán ~12,0 tr đ/t khoảng 3,8 tr đ/t; 200 nghìn tấn urê cho ~754 tỷ lãi gộp, đủ trả CPBH và QLDN. Chỉ lỗ nhẹ khi đồng thời: toàn bộ giá khí Q4 (~12,1 USD/MMBtu) vào giá vốn ngay trong quý (~8,9 tr đ/t), giá bán ~11,6 tr đ/t và urê chỉ bán ~185 nghìn tấn – kịch bản thận trọng, LNTT ~–170 tỷ. Ba kịch bản chỉ khác nhau ở các biến của phương trình urê; kế hoạch của doanh nghiệp không dùng làm giả định.
- **Xác suất:** AAS đánh giá khả năng Q4/2026 lãi (LNTT > 0) khoảng 65%, lỗ khoảng 35%. Ủng hộ lãi: lãi gộp urê/t vẫn dương ~2,7–4,5 tr đ/t ở mọi giả định giá khí hợp lý; NPK vào vụ Đông Xuân; quỹ KHCN tự giảm khi lợi nhuận giảm. Ủng hộ lỗ: Brent giao ngay tháng 9 lên 116,8 USD; nếu giá khí vào giá vốn nhanh hơn nửa quý và xuất khẩu urê tiếp tục yếu, lãi gộp urê/t chỉ còn ~2,7 tr đ.
- **Cả năm và 2027:** LNST 2026F ~2.404 tỷ (+23% so 2025), vượt kế hoạch điều chỉnh +11%. 2027 bình thường hóa (urê ~410 USD/t, Brent ~85, khí ~9,4 USD/MMBtu): LNST ~1.189 tỷ, EPS ~2.247 đ.

8 Sức khỏe tài chính: tiền ròng ~5.319 tỷ (~10.048 đ/cp); dòng tiền 2025 âm do tồn kho hàng hóa, 2026 đã dương lại

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	849	1.349	2.282	3.590	2.707
Tiền + tiền gửi kỳ hạn	10.526	8.942	7.672	7.917	8.026
Tiền ròng	**9.678**	**7.594**	**5.390**	**4.327**	**5.319**
Vốn chủ sở hữu	9.993	10.177	10.794	11.495	11.883
Hàng tồn kho	2.169	2.992	4.891	5.764	4.321

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2026
LNST	4.321	1.110	1.428	1.962	2.285
CFO	5.732	2.313	78	−776	1.311
Chi đầu tư TSCĐ	−147	−544	−791	−695	−546
Cổ tức đã trả	−948	−1.590	−1.059	−1.059	−1.051

Nguồn: BCTC hợp nhất DCM; AAS tính.

- **Bảng cân đối mạnh:** tiền và tiền gửi 8.026 tỷ so với vay 2.707 tỷ (30/09/2026); trong đó ~2.219 tỷ tiền gửi cầm cố cho khoản vay, 332 tỷ tiền gửi tại ngân hàng được chuyển giao bắt buộc chưa trích dự phòng.
- **CFO 2025 âm 776 tỷ** do tồn kho hàng hóa tăng mạnh (4.891 tỷ cuối 2025); 9T/2026 CFO 1.311 tỷ khi giải phóng hàng tồn giá thấp.
- **Đầu tư sắp tới:** nâng công suất nhà máy urê lên 125% thiết kế, vốn 800–1.000 tỷ, khởi công cuối 2026, hoàn thành Q3/2027; khí Nam Du–U Minh giá 10,39 USD/MMBtu tăng 2,25%/năm từ cuối 2028 (không gắn giá dầu).

9 Định giá: P/E 4 quý 5,9x là P/E đỉnh chu kỳ; giá trị hợp lý ~26,8 nghìn đ (−11%) trên lợi nhuận bình thường hóa 2027

Hiện tại (10/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2016	z 3 năm	Trung vị từ 2016	Trung vị 3 năm
P/E 4 quý	5,9x	11%	−1,94	10,7x	12,0x
P/B	1,34x	45%	−1,96	1,38x	1,81x
P/E 2026F / 2027F	6,6x / 13,4x				
Tỷ suất cổ tức (2.000 đ)	6,6%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC DCM; AAS tính. P/E hiện tại dùng LNST 4 quý đến Q3/2026; phân vị và z dùng BCTC sau 45 ngày.

Phương pháp	Căn cứ	Giá trị (nghìn đ)
P/E 10x × EPS 2027F	EPS 2027F 2.247 đ (lợi nhuận năm bình thường hóa); P/E trung vị từ 2016 10,7x. Không dùng EPS 2026 vì là năm đỉnh chu kỳ giá urê	22,5
P/B 1,38x × BVPS cuối 2026F	BVPS 30/09/2026 22.383 đ + LNST Q4F = 22.614 đ; P/B trung vị từ 2016	31,2
Giá trị hợp lý (bình quân)	**Chưa gồm cổ tức tiền ~6,6%/năm**	**26,8 (−11%)**

Nguồn: AAS tính.

- **P/E thấp là bẫy chu kỳ:** lợi nhuận 4 quý gần nhất (2.717 tỷ) gồm quý đỉnh Q2/2026; khi giá urê về 400–450 USD/t và khí theo Brent ~85–95 USD, LNST năm chỉ ~1.189 tỷ, P/E 2027F 13,4x. Bảng dưới cho thấy nhóm P/E 8–10x của DCM có lợi suất 250 phiên trung vị âm.
- **Cổ tức đều:** 2.000 đ/cp/năm (2024–2026), lợi suất ~6,6%; tiền ròng ~10.048 đ/cp đỡ giá.

P/E 4 quý	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
≤ 6x	+30%	+31%	301
6–8x	+49%	+26%	239
8–10x	+19%	−10%	373
10–12x	+22%	+12%	732
12–15x	+57%	+23%	547
> 15x	+8%	+1%	237

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
< −1,5	+29%	+6%	460
−1,5 … −0,5	+70%	+63%	274
−0,5 … 0,5	+19%	+11%	786
0,5 … 1,5	+32%	−13%	339
> 1,5	+43%	+43%	321

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 2016 xếp theo P/E hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh (gồm cổ tức). Các phiên chồng lấn nên số phiên không phải số lần độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B cuối 2026F	Căn cứ	Hành động
< 17,5	< 0,78x	P/B dưới phân vị 10 (0,78x)	**Mua mạnh**
17,5 – 24,1	0,78 – 1,07x	P/B phân vị 10–25 (0,78–1,07x)	**Tích lũy từng phần**
24,1 – 31,2	**1,07 – 1,38x**	**Quanh giá trị hợp lý 26,8 nghìn; gồm giá hiện tại**	**Nắm giữ**
31,2 – 40,6	1,38 – 1,79x	P/B trên trung vị đến phân vị 75 (1,79x)	**Giảm tỷ trọng**
> 40,6	> 1,79x	P/B trên phân vị 75; chỉ hợp lý ở đỉnh chu kỳ giá urê	**Chốt lời**

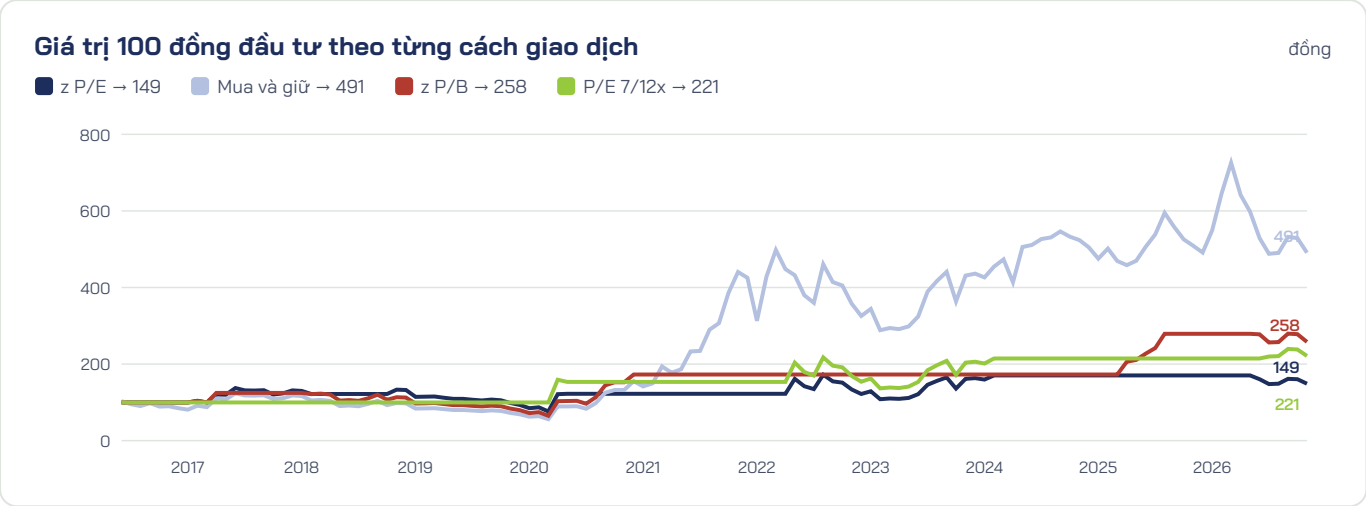
Nguồn: AAS tính trên BVPS cuối 2026F 22.614 đ.

10 Giao dịch: mua khi P/B thấp, không mua theo P/E thấp; hiện ở vùng nắm giữ, chờ số liệu quý 4

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính DCM. Hiện z P/E −1,94, z P/B −1,96.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc chạy lại từ 06/2016 trên giá điều chỉnh (gồm cổ tức); lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), không nhìn trước tương lai; lệnh khớp ở phiên sau tín hiệu; phí 0,4% mỗi chiều.
- **Kết quả:** không quy tắc nào thắng mua và giữ (+16,5%/năm, gồm cổ tức). z P/B tốt nhất (+9,5%/năm); z P/E kém nhất (+3,9%/năm) vì P/E DCM thấp đúng lúc lợi nhuận đỉnh (2022) rồi giá giảm sâu.
- **Hạn chế:** chỉ 3–5 lệnh mỗi quy tắc trong 10 năm; cổ phiếu từng giảm −57% từ đỉnh.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả ba quy tắc đang giữ cổ phiếu (z P/B −2,0). Với cổ phiếu chu kỳ như DCM, mua khi P/B thấp so với lịch sử an toàn hơn mua khi P/E thấp.

Quy tắc (06/2016–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	149	+3,9%	−48%	5	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	258	+9,5%	−52%	4	Có
P/E < 7x mua, > 12x bán (quy tắc mẫu, không tối ưu cho DCM)	221	+7,9%	−43%	3	Có
Mua và giữ	**491**	**+16,5%**	**−57%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 10/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh (gồm cổ tức), đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

Yếu tố hỗ trợ

- **Tiền ròng lớn, cổ tức đều**
- **Hết khấu hao**: chi phí cố định thấp, chịu được giá urê thấp
- **Nâng công suất 125%** (2027) và khí Nam Du–U Minh giá cố định từ 2028
- **Đề xuất thuế xuất khẩu urê 0%**

Rủi ro

- **Giá khí theo dầu**: Brent +10 USD ≈ −105 tỷ LNST/quý
- **Giá urê**: nguồn cung Trung Quốc, Ấn Độ đấu thầu thấp
- **Tiêu thụ nội địa yếu** (lúa giảm phát thải dùng ít đạm)
- **Mỏ PM3-CAA suy giảm**, Petronas có thể ngừng bán bù từ 2028

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH DCM

- **Chưa có cổ phiếu:** chưa mua đuổi trước BCTC quý 4. Chia 3 phần: phần 1 dưới 24,1 nghìn đ (P/B < 1,07x); phần 2 khi có số liệu tiêu thụ quý 4 và giá khí tháng 11–12 hạ nhiệt; phần 3 dưới 17,5 nghìn.
- **Đang nắm giữ:** giữ và nhận cổ tức ~6,6%; giá trị hợp lý 26,8 nghìn đ. Giảm tỷ trọng 31,2–40,6 nghìn, chốt lời trên 40,6 nghìn.
- **Đánh giá lại:** hạ về THEO DÕI nếu Q4/2026 lỗ trước thuế (kịch bản thận trọng) và giá urê nội địa xuống dưới 12.000 đ/kg; nâng lên TÍCH LŨY nếu Brent về dưới 85 USD trong khi urê FOB Trung Đông giữ trên 450 USD/t.
- **Mốc theo dõi:** giá Brent, HSFO Singapore tháng 11–12; giá urê Cà Mau và FOB Trung Đông; tiến độ thông qua đề xuất giảm thuế xuất khẩu urê từ 5% về 0%; BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027); kế hoạch 2027.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 11/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.