

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên cao cấp

## Nâng giá mục tiêu do dự báo giá urê cao hơn

**Giá urê trong quý 4/2021 cao hơn đáng kể so với dự kiến.** Giá urê toàn cầu đã tăng gần gấp đôi trong tháng 10 và tháng 11/2021 so với giá trung bình trong quý 3/2021 lên khoảng 800-900 USD/tấn. Chúng tôi nâng dự báo giá urê trung bình năm 2021 của DPM và DCM thêm 12% lên khoảng 440 USD/tấn.

**Chu kỳ giá urê.** Trong 15 năm qua, giá urê đã hoàn thành 3 chu kỳ và hiện đang ở trong đợt tăng thứ tư. Chúng tôi nhận thấy những điểm tương đồng và khác biệt giữa chu kỳ trước (2007-2008-2009) và chu kỳ tăng hiện tại (2020-2021-2022). Điểm tương đồng là mối tương quan chặt chẽ giữa giá dầu thô (đầu vào), giá nông sản (đầu ra) và giá urê. Sự khác biệt là do gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19 gây ra, chi phí vận chuyển tăng, giá khí đốt cao kỷ lục (có thể kéo dài đến năm 2022) và các quy định chặt chẽ hơn về môi trường ở Trung Quốc và EU. Chúng tôi kỳ vọng những yếu tố này sẽ hỗ trợ giá urê duy trì ở cao trong năm 2022 và những năm tiếp theo. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình là 70 USD/thùng vào năm 2022, đi ngang YoY, tương phản với sự sụt giảm của giá dầu thô trong năm 2009 sau khi giá urê đạt đỉnh theo chu kỳ vào năm 2008.

**Chúng tôi dự báo giá urê toàn cầu trung bình đạt 625 USD/tấn trong năm 2022, tăng 25% so với mức 500 USD/tấn vào năm 2021, khi chúng tôi cho rằng có sự thiếu hụt phân bón toàn cầu do:** 1) hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê trên toàn cầu có khả năng thấp hơn do giá khí đốt cao và chi phí lao động tăng cao dẫn đến một số nhà sản xuất urê phải đóng cửa các nhà máy; 2) triển vọng nhu cầu ổn định trong năm 2022, đặc biệt là cho mục đích sử dụng công nghiệp; 3) tình hình gián đoạn nguồn cung tiếp tục do các hạn chế do dịch COVID-19 gây ra; 4) giá khí đốt cao duy trì ở Châu Âu trong phần lớn năm 2022 (Cơ quan Năng lượng Quốc tế dự báo giá LNG giao ngay trung bình cao hơn khoảng 5% so với năm 2021, trong khi giá khí đốt ở Châu Âu hiện cao hơn 2-3 lần so với chu kỳ trước); 5) Lệnh cấm xuất khẩu hiện tại của Trung Quốc và các giới hạn đối với xuất khẩu của Nga được công bố vào đầu tháng 11 có thể tiếp tục duy trì cho đến giữa năm 2022. Do đó, chúng tôi dự báo giá urê toàn cầu trung bình trong giai đoạn 2021-2022 là 563 USD/tấn, cao hơn khoảng 30% so với chu kỳ tăng mạnh trong giai đoạn 2007-2008.

**Chúng tôi kỳ vọng giá urê trong nước sẽ biến động tương tự giá thế giới với mức chiết khấu đáng kể.** Chúng tôi tăng giá bán urê dự phóng 2022 trung bình cho DPM và DCM lên khoảng 30% lên 493 USD/tấn (+12% YoY). Mức này tương ứng với mức chiết khấu 20% so với giá thế giới và so với mức chiết khấu 10% vào năm 2021 khi chúng tôi giả định rằng các nhà sản xuất urê trong nước sẽ tiếp tục hỗ trợ nông dân. Chúng tôi tăng dự báo giá bán giai đoạn 2023-2026 trung bình thêm 2,0%. Chúng tôi dự báo chi phí sản xuất của DPM và DCM trong năm 2022 là 250-300 USD/tấn, mức cạnh tranh so với các nhà sản xuất quốc tế (do chi phí khí đốt rẻ hơn và chi phí khấu hao, lao động và bảo trì thấp hơn). Do đó, chúng tôi kỳ vọng DPM và DCM sẽ ghi nhận biên lợi nhuận gộp đáng kể là 200-250 USD/tấn urê vào năm 2022.

**Chúng tôi tăng giá mục tiêu cho DPM thêm 18,6% lên 64.400 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA.** Chúng tôi tăng dự báo tổng LNST các năm 2021/2022 và mức tổng cho giai đoạn năm 2021-2026 lên lần lượt 30%/96% và 15% do giá bán urê dự báo cao hơn mặc dù đã giả định mức tăng phí vận chuyển 20% lên 2,5 USD/MMBTU đối với chi phí khí đầu vào trong giai đoạn dự báo của DPM. Chúng tôi cũng tăng gấp đôi dự phóng DPS các năm 2021/2022/2023 lên lần lượt 3.000/4.000/5.000 đồng, tương ứng với lợi suất cổ tức từ 6-10%. DPM hiện đang đang giao dịch với P/E dự phóng 2022 là 6,9 lần và EV/EBITDA là 2,5 lần, dựa theo dự báo của chúng tôi.

**Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho DCM thêm 19,2% lên 49.600 đồng/CP và duy trì khuyến nghị MUA.** Chúng tôi tăng dự phóng LNST năm 2021/2022 và tổng dự báo LNST giai đoạn 2021-2026 lần lượt là 37%/102% và 24% do giá bán urê dự báo cao hơn. DCM đang giao dịch với P/E

dự phóng 2022 là 9,2 lần, EV/EBITDA là 3,6 lần và lợi suất cổ tức là 3%, dựa theo dự báo của chúng tôi.

**Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi.** Giá urê trong nước thấp hơn nhiều so với giá quốc tế; giá urê toàn cầu hạ nhiệt nhanh hơn dự kiến; giá xăng và/hoặc chi phí vận chuyển quốc tế thấp hơn dự kiến.

**Hình 1: Các cổ phiếu sản xuất phân bón VCSC theo dõi: Dữ liệu chính**

Mã	KN	GTVH trUSD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN còn lại trUSD	ADTV 30N trUSD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	LS cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DPM	MUA	868	59,6%	100,0%	786	12,2	51.000	64.400	15/12/21	26,3%	5,9%	32,2%
DCM	MUA	881	75,6%	49,0%	386	12,3	38.250	49.600	15/12/21	29,7%	3,1%	32,8%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

**Hình 2: Các cổ phiếu sản xuất phân bón VCSC theo dõi – Tổng hợp định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)**

Mã	Giá CP VND/CP	EPS g 2020 %	EPS g 2021F %	EPS g 2022F %	P/E trượt (x)	P/E 2020 (x)	P/E 2021F (x)	P/E 2022F (x)	EV/ EBITDA 2022F (x)	ROE 2022F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/Vốn CSH quý gần nhất (x)
DPM	51.000	84,4%	325,6%	18,2%	15,3	34,7	8,2	6,9	2,5	29,1%	2,2	-49,1%
DCM	38.250	55,4%	161,3%	37,7%	21,6	33,2	12,7	9,2	3,6	28,0%	3,1	-55,7%

Nguồn: Bloomberg, VCSC. Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo.

## Tổng hợp các thay đổi dự báo

**Hình 3: Thay đổi trong giá bán và dự báo lợi nhuận ròng của DPM**

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2021-2026F
<b>Giá bán urê (USD/tấn)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	448	502	381	343	343	343	393
- Dự báo trước đây	396	374	351	351	351	351	362
- Thay đổi	13,2%	34,1%	8,5%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	8,6%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Tổng cộng</b>
- Dự báo mới	2.950	3.487	1.999	1.398	1.359	1.349	12.543
- Dự báo trước đây	2.276	1.776	1.672	1.692	1.713	1.736	10.865
- Thay đổi	29,6%	96,3%	19,6%	-17,4%	-20,7%	-22,3%	15,4%

Nguồn: DPM, VCSC ước tính

**Hình 4: Thay đổi trong giá bán và dự báo lợi nhuận ròng của DCM**

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2021-2026F
<b>Giá bán urê (USD/tấn)</b>							<b>Trung bình</b>
- Dự báo mới	431	483	410	349	349	349	395
- Dự báo trước đây	395	374	351	351	351	351	362
- Thay đổi	9,0%	29,1%	16,7%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	9,1%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)</b>							<b>Tổng cộng</b>
- Dự báo mới	1.735	2.389	1.471	1.465	1.583	1.669	10.312
- Dự báo trước đây	1.264	1.182	996	1.583	1.637	1.662	8.324
- Thay đổi	37,3%	102,1%	47,7%	-7,5%	-3,3%	0,5%	23,9%

Nguồn: DCM, VCSC ước tính

## Mục lục

<b>Tổng hợp các thay đổi dự báo</b> .....	<b>2</b>
<b>Cập nhật ngành</b> .....	<b>4</b>
Giá urê toàn cầu tăng mạnh trong năm 2021 .....	4
Chu kỳ giá urê toàn cầu .....	5
Triển vọng nhu cầu urê toàn cầu .....	7
Chúng tôi dự báo giá urê quốc tế trung bình vào năm 2022 sẽ cao hơn khoảng 25% so với năm 2021 .....	9
Giá urê Việt Nam đang theo sát giá urê thế giới .....	10
Giá cổ phiếu của các nhà sản xuất urê và giá urê toàn cầu.....	12
<b>Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) [MUA +32,2%]</b> .....	<b>13</b>
<b>CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) [MUA +32,8%]</b> .....	<b>16</b>
<b>Phụ lục</b> .....	<b>19</b>

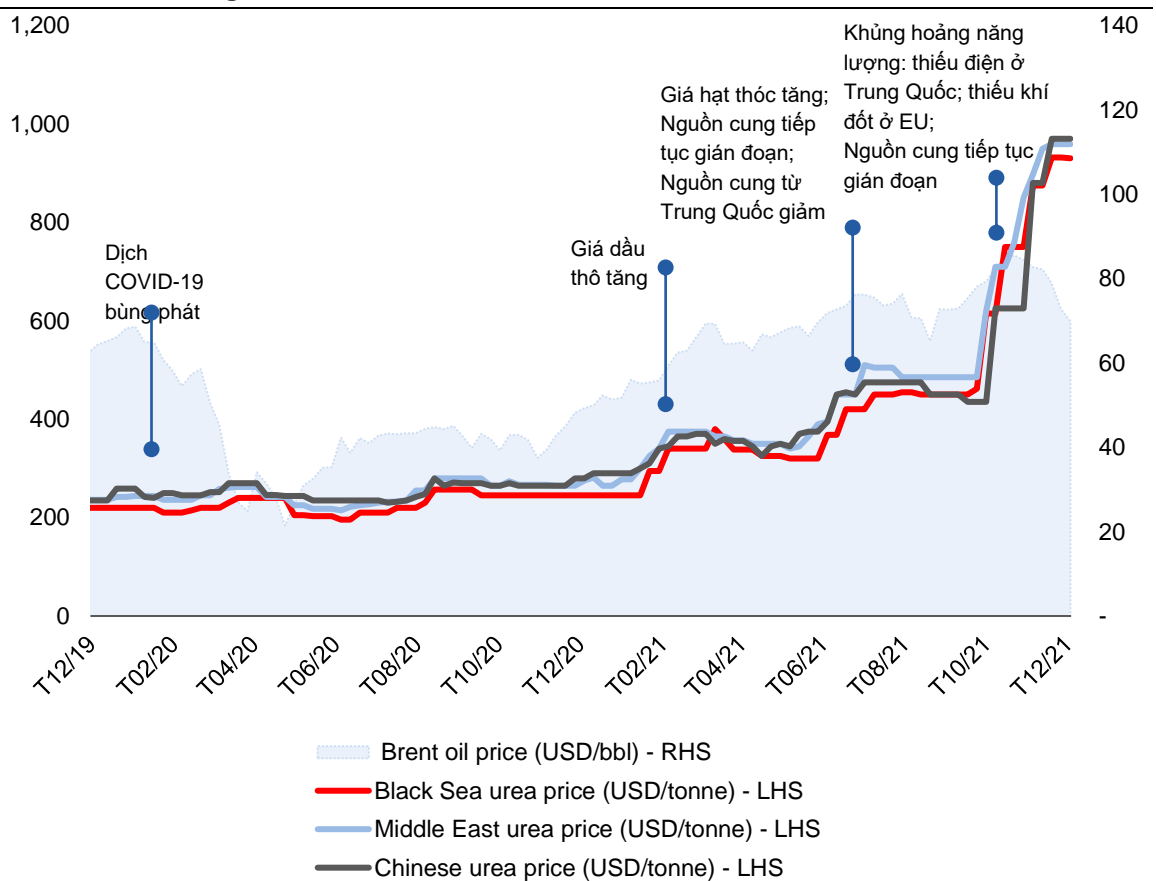
## Cập nhật ngành

### Giá urê toàn cầu tăng mạnh trong năm 2021

Giá urê toàn cầu bắt đầu tăng từ đầu năm 2021, sau khi giá dầu Brent tăng trong quý 4/2020. Giá urê tiếp tục cho thấy đà tăng tích cực trong nửa đầu năm 2021 và đặc biệt tăng mạnh trong quý 2/2021, được hỗ trợ bởi sự kết hợp của (1) giá dầu thô cao hơn, (2) gián đoạn nguồn cung và (3) nhu cầu nông sản cao hơn. Trong tháng 7 và tháng 8/2021, giá urê đã giảm khoảng 5-10%, trước khi tăng trở lại từ cuối tháng 9/2021 khi Trung Quốc đặt kế hoạch các nhà sản xuất trong nước hạn chế xuất khẩu urê để đảm bảo cung cấp cho tiêu dùng trong nước.

Urê là loại phân bón phổ biến cho nông nghiệp. Urê cũng được sử dụng cho mục đích công nghiệp (ví dụ, urê được bơm vào hệ thống khí thải của các phương tiện chạy bằng động cơ diesel để giảm lượng khí thải, đây là yêu cầu đối với xe tải, xe cá nhân và máy cày ở một số quốc gia, chẳng hạn như ở Hàn Quốc và Úc). Giá urê toàn cầu đã tăng gần gấp đôi trong tháng 10 và tháng 11/2021 so với giá trung bình trong quý 3, do nhu cầu ổn định trên toàn thế giới. Ngoài ra, tình trạng thiếu điện ở Trung Quốc và thiếu khí đốt ở EU, cũng như giá khí đốt kỷ lục ở EU và Châu Á đã góp phần làm tăng giá urê, cùng với việc tiếp tục gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19 gây ra.

**Hình 5: Diễn biến giá urê toàn cầu**



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

## Chu kỳ giá urê toàn cầu

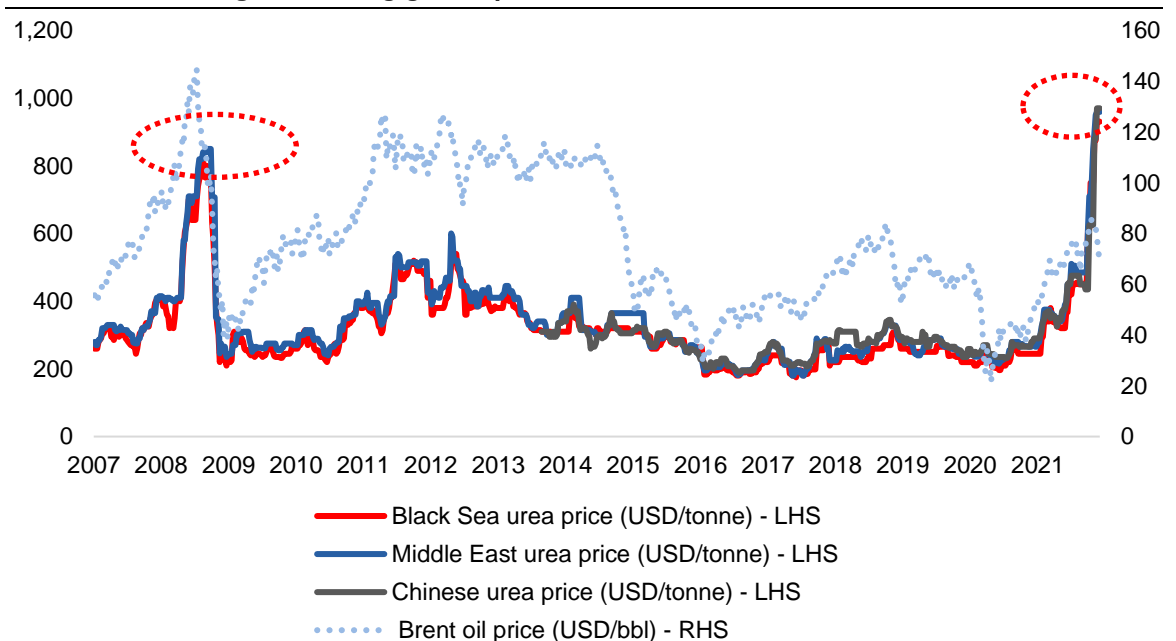
Trong 15 năm qua, giá urê đã hoàn tất 3 chu kỳ và hiện đang ở chu kỳ tăng thứ tư. Chúng tôi nhận thấy những điểm tương đồng và khác biệt giữa chu kỳ 2007-2008-2009 và chu kỳ tăng hiện tại (2020-2021-2022), như minh họa bên dưới. Điểm tương đồng chính là tương quan chặt chẽ giữa giá dầu thô (đầu vào), giá nông sản (đầu ra) và giá urê. Sự khác biệt là sự gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19 gây ra, giá khí đốt cao kỷ lục (có khả năng tiếp tục trong năm 2022) và các quy định nghiêm ngặt hơn về môi trường ở Trung Quốc và EU. Trung Quốc - nhà xuất khẩu phân bón lớn - chiếm 31% nguồn cung urê toàn cầu vào năm 2020 - đã giảm sản lượng urê đốt than kể từ năm 2018 để bảo vệ môi trường. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ hỗ trợ giá urê cao trong năm 2022 và những năm tiếp theo.

**Hình 6: So sánh giữa 2 chu kỳ giá urê**

Yếu tố	Chu kỳ 2007-2008-2009	Chu kỳ 2020-2021-2022
<b>Giá urê</b>	Đỉnh là 800 USD/tấn Giá urê trung bình năm 2008 tăng 65% so với năm 2007, sau đó giảm 51% do giá dầu giảm vào năm 2009	Đỉnh là 1.000 USD/tấn, cao hơn 25% so với mức đỉnh của chu kỳ 2007/09 Giá urê trung bình năm 2021 tăng 65% so với năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng giá urê trung bình năm 2022 sẽ tăng so với năm 2021 trước khi giảm mạnh trong những năm tiếp theo.
<b>Phạm vi giá dầu</b>	120-140 USD/thùng Giá dầu giảm 70% trong năm 2009	70-90 USD/thùng Chúng tôi dự báo giá dầu đạt 70 USD/thùng trong năm 2022, đi ngang so với năm 2021
<b>Giá khí</b>	Giá khí tại EU là khoảng 35 EUR/Mwh	Giá khí tại EU nằm trong khoảng 90-120 EUR/Mwh
<b>Chỉ số giá nông sản</b>	320 USD	380 USD, cao hơn khoảng 20% so với mức đỉnh của chu kỳ 2007/09

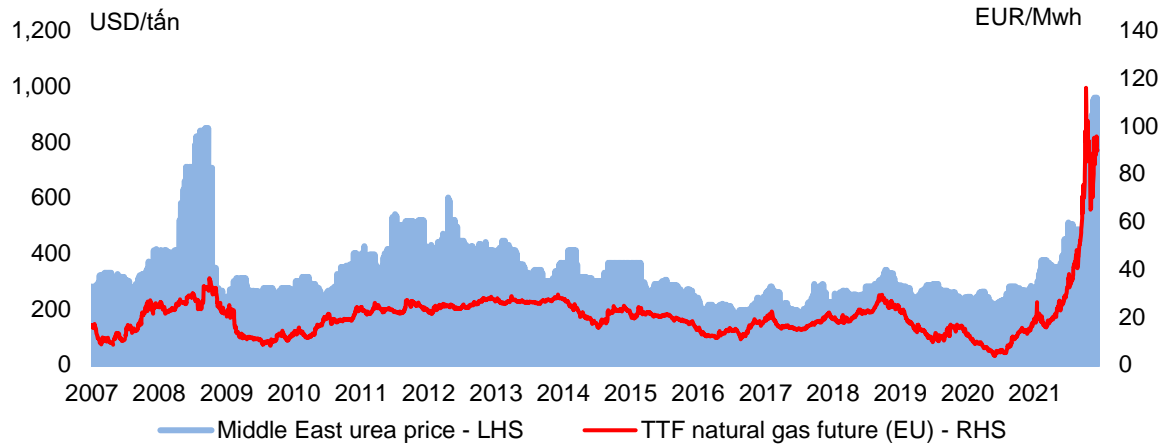
Nguồn: VCSC tổng hợp

**Hình 7: Diễn biến giá urê trong giai đoạn 2007-2021**



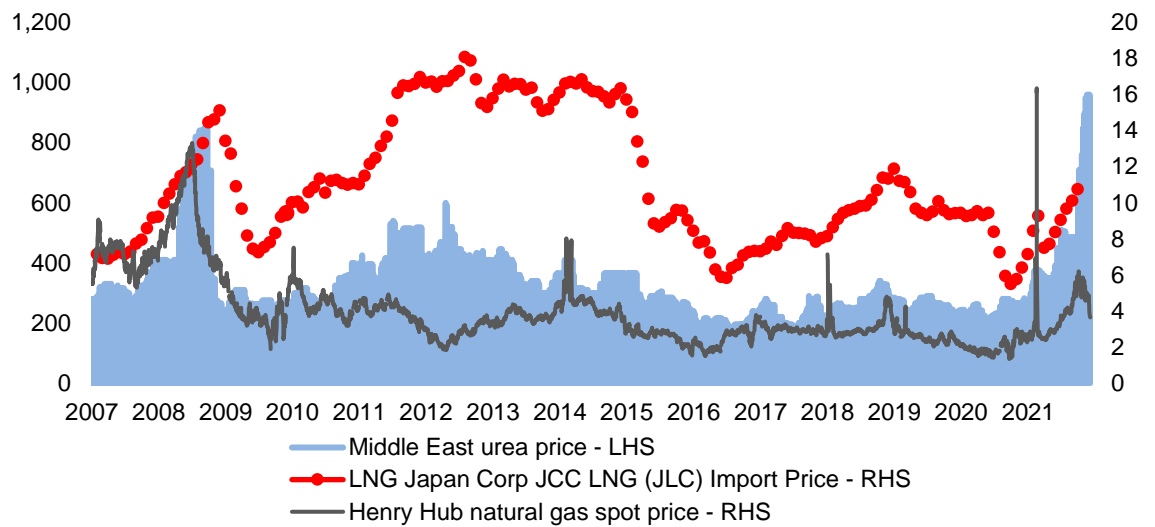
Nguồn: Bloomberg, VCSC

**Hình 8: Giá urê so với giá khí của EU, 2007-2021**



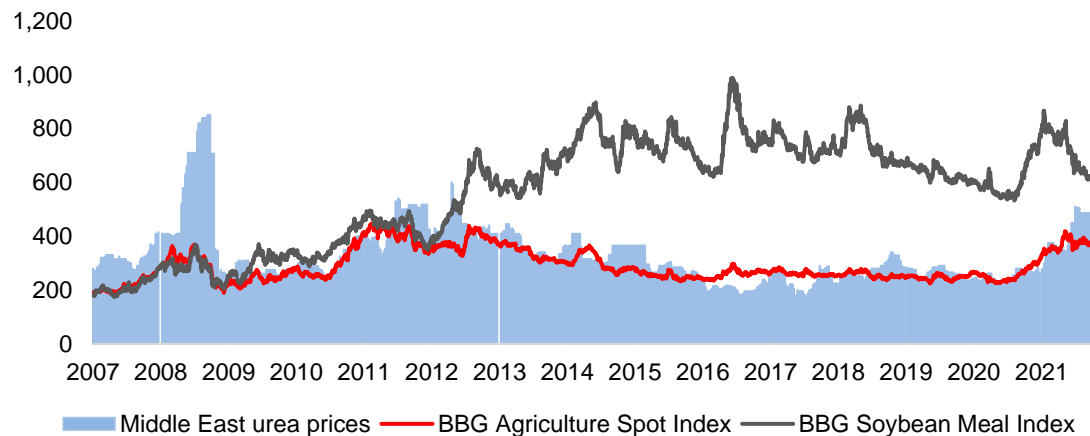
Nguồn: Bloomberg, VCSC

**Hình 9: Giá urê so với giá LNG nhập khẩu của Nhật Bản và giá khí của Mỹ, 2007-2021**



Nguồn: Bloomberg, VCSC

**Hình 10: Giá urê (USD/tấn) và chỉ số giá nông nghiệp (USD), 2007-2021**



Nguồn: Bloomberg, VCSC

## Triển vọng nhu cầu urê toàn cầu

Theo Tổ chức Nông lương Liên hợp quốc (FAO), tổng nhu cầu urê toàn cầu tăng trưởng với tốc độ CAGR 1,1% trong giai đoạn 2016-2020. Nhu cầu urê toàn cầu tiếp tục tăng vào năm 2021 do nhu cầu phân bón. Theo FAO, nhu cầu phân bón từ ngành nông nghiệp chiếm hơn 70% tổng nhu cầu urê toàn cầu vào năm 2021, trong khi 30% còn lại dành cho công nghiệp và các mục đích sử dụng khác.

Urê được sử dụng làm phân bón ở hầu hết các thị trường, bao gồm Bắc Mỹ, Brazil và Ấn Độ. Trong năm 2021, việc mở rộng diện tích trồng trọt trên toàn cầu đã làm cạn kiệt nguồn cung phân bón dư thừa và sản lượng sản xuất đã không thể theo kịp. Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), nhu cầu phân bón urê dự kiến sẽ tăng 4,1% YoY vào năm 2021 và 0,7% YoY vào năm 2022. IFA cũng dự báo nhu cầu phân bón urê sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 1,2% giai đoạn 2022-2025.

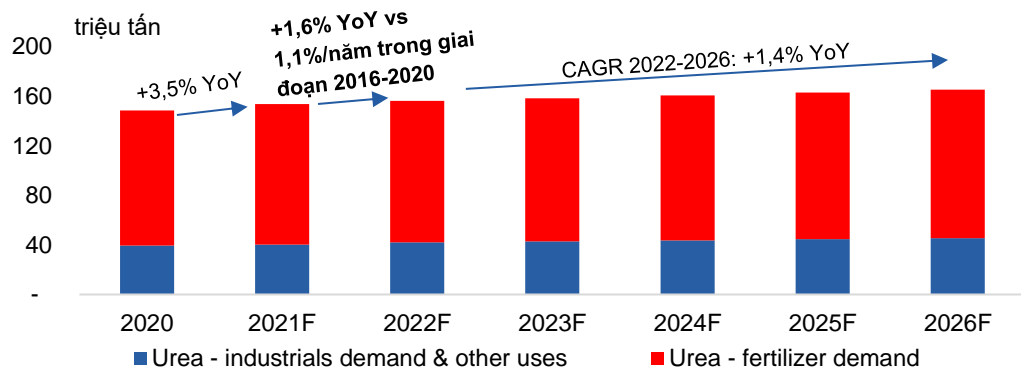
Trong khi đó, đối với các mục đích công nghiệp, urê đóng vai trò là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất chất kết dính, nhựa và chất dẻo. Do đó, sự tăng trưởng của thị trường các sản phẩm này là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu đối với urê. Urê cũng ngày càng được sử dụng nhiều hơn trong ô tô do các quy định thay đổi liên quan đến việc sử dụng nitơ oxit trong động cơ diesel. Urê cũng được sử dụng nhiều để sản xuất nhựa urê-formaldehyde, melamine, chất lỏng thải diesel và thức ăn chăn nuôi. Nhu cầu urê cho các mục đích công nghiệp và sử dụng khác tăng trưởng với tốc độ CAGR 1,7% trong năm 2016 - 2020, gấp đôi so với nhu cầu phân bón. Dựa trên dữ liệu lịch sử từ FAO và dự báo tổng nhu cầu urê tăng trưởng 2,0%/năm trong giai đoạn 2021-2026 từ Expert Market Research (1 công ty nghiên cứu thị trường của Hoa Kỳ), chúng tôi ước tính nhu cầu urê cho mục đích sử dụng công nghiệp đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi COVID-19 vào năm 2021 nhưng sẽ phục hồi mạnh mẽ 4,0% vào năm 2022, trước khi tăng trưởng 2,0% mỗi năm vào năm 2022-2025. Phân khúc này sẽ là động lực tăng trưởng cho tổng nhu cầu urê toàn cầu trong dài hạn.

**Hình 11: Nhu cầu urê trong giai đoạn 2016-2020 (triệu tấn)**

(triệu tấn)	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 2016-2020
<b>Nguồn cung</b>						
Công suất thiết kế	180	185	187	190	187	0.9%
Nguồn cung thực tế	154	155	158	162	160	1.1%
<b>Nhu cầu</b>						
Urê - tổng nhu cầu (công nghiệp và phân bón)	142	143	144	146	148	1.1%
- công nghiệp & các mục đích khác	37	38	38	39	40	1.7%
- nhu cầu phân bón	105	105	106	107	109	0.8%
Urê - nguồn cung dư thừa	12	13	14	15	12	1.3%

Nguồn: FAO, VCSC

**Hình 12: Dự báo nhu cầu urê toàn cầu (\*)**

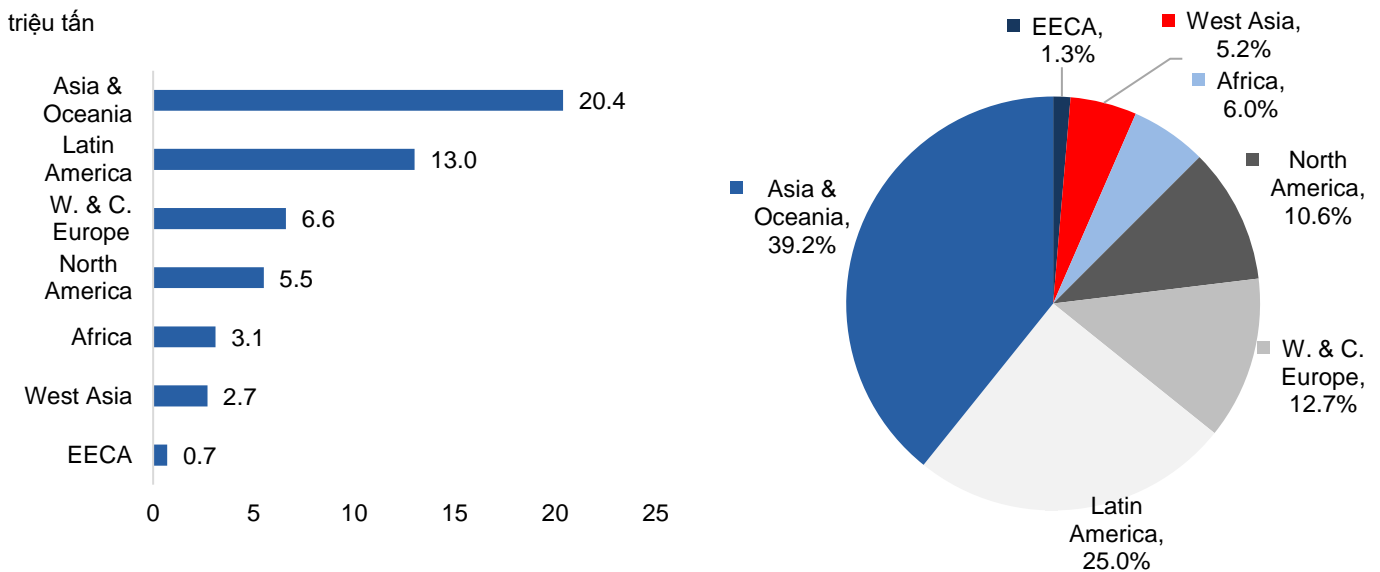


Nguồn: FAO, IFA, VCSC ước tính. Lưu ý: (\*) VCSC ước tính tổng nhu cầu urê toàn cầu dựa trên: (1) nhu cầu urê giai đoạn 2022-2026 tăng với CAGR là 1,2%/năm, theo dự báo của IFA và (2) VCSC giả định rằng nhu cầu urê cho công nghiệp và các mục đích khác sẽ tăng 2,0%/năm.

Theo IFA, Châu Á & Châu Đại Dương là nhà nhập khẩu urê lớn nhất trong tất cả các khu vực.

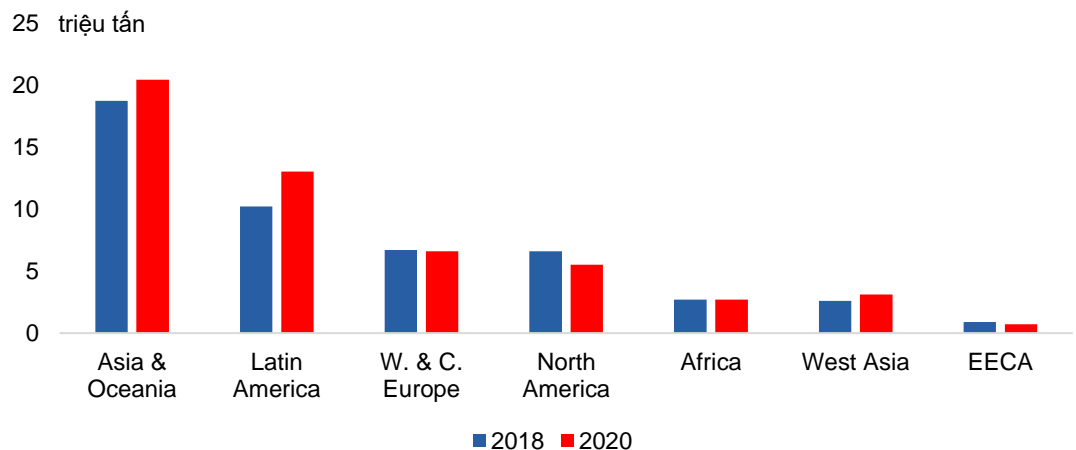
- Theo Tạp chí Phân bón Thế giới (World Fertilizer Magazine), Trung Quốc là nhà sản xuất và tiêu thụ urê lớn nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Trung Quốc cũng là nước xuất siêu urê, xuất khẩu chủ yếu sang Ấn Độ và Bắc Mỹ. Mặc dù hầu hết các nhà xuất khẩu urê là các quốc gia dồi dào khí đốt, Trung Quốc là một nước xuất siêu urê lớn do nguồn nguyên liệu than dồi dào.
- Ấn Độ xếp thứ hai sau Trung Quốc là nước tiêu thụ urê lớn thứ hai ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương, nhưng cũng là nước nhập khẩu lớn nhất trong khu vực. Không giống như Trung Quốc, Ấn Độ nhập khẩu urê để đáp ứng nhu cầu trong nước. Nhập khẩu urê của Ấn Độ chiếm hơn 15% tổng nhập khẩu urê toàn cầu. Trong năm 2021, nhu cầu nhập khẩu toàn cầu vẫn mạnh mẽ và được dẫn dắt bởi nhập khẩu urê của Ấn Độ tăng 8% YoY trong năm tài chính 2020-2021, theo Bộ trưởng Hóa chất và Phân bón của Ấn Độ.
- Các nước nhập khẩu lớn khác bao gồm Brazil, Hàn Quốc và Thái Lan.

**Hình 13: Các nhà nhập khẩu urê lớn theo khu vực vào năm 2020**



Nguồn: IFA

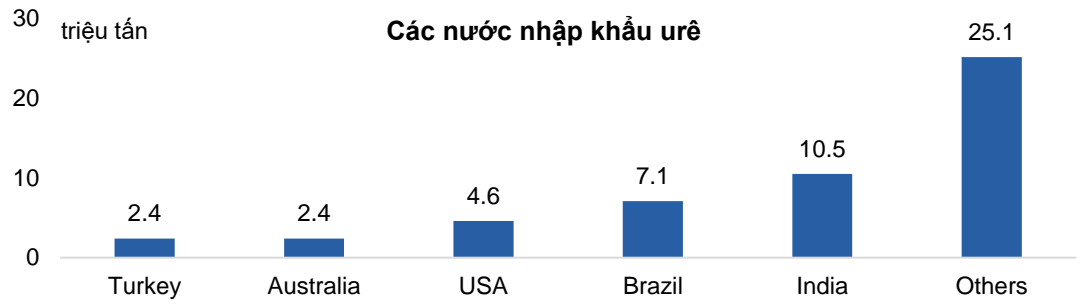
**Hình 14: Những thay đổi chính trong nhập khẩu urê vào năm 2018 và 2020**



Nguồn: IFA



Hình 15: Các nước nhập khẩu urê lớn vào năm 2020



Nguồn: IFA

### Chúng tôi dự báo giá urê quốc tế trung bình vào năm 2022 sẽ cao hơn khoảng 25% so với năm 2021

Chúng tôi dự báo giá urê toàn cầu trung bình vào năm 2022 đạt 625 USD/tấn so với 500 USD/tấn vào năm 2021 do: 1) hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê trên toàn cầu có khả năng thấp hơn; 2) triển vọng nhu cầu năm 2022 mạnh mẽ; 3) gián đoạn nguồn cung do COVID-19; 4) giá khí đốt cao liên tục ở Châu Âu (ngay cả khi Nga đưa đường ống dẫn khí đốt Nord Stream 2 vào vận hành thương mại, giá khí đốt vẫn có thể ở mức cao do vị thế độc quyền của Nga); 5) Động lực giảm khí thải nhà kính của Trung Quốc.

Diễn biến này cho thấy giá urê trung bình giai đoạn 2021-2022 đạt 563 USD/tấn, cao hơn khoảng 30% so với mức tăng trong giai đoạn 2007-2008. Điều này là do: 1) giá khí đốt dự kiến cao hơn khoảng 2-3 lần so với chu kỳ tăng 2007-2008, 2) gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19 gây ra với chi phí vận chuyển tăng cao, 3) các quy định nghiêm ngặt về môi trường của chính phủ để tuân thủ COP26 và chính sách giảm sử dụng than của Trung Quốc, 4) triển vọng nhu cầu mạnh mẽ, đặc biệt là sử dụng trong công nghiệp sau COVID-19. Chúng tôi dự báo mức giá trung bình trong giai đoạn 2023-2026 là 382 USD, giảm khoảng 35% so với mức trung bình dự kiến trong giai đoạn 2021-2022 của chúng tôi và tương đương với mức giá trung bình trong giai đoạn 2011-2015 (thấp hơn khoảng 13% so với mức trung bình giai đoạn 2007-2008).

Hình 16: Dự báo giá urê toàn cầu

	2007-2008	2011-2015	2016-2020	2021-2022	2023-2026F
<b>Giá urê trung bình (USD/tấn, giá FOB, Biển Đen, Trung Đông, Trung Quốc)</b>	435	378	247	563	382

Nguồn: VCSC dự báo, IHS, IFA, Ferretcon và các công ty trong ngành

Chúng tôi đã thấy một số diễn biến mới có thể giữ cho giá urê ở mức cao cho đến năm 2022 và cao hơn năm 2021 so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là giá urê sẽ chỉ ở mức cao trong nửa đầu năm 2022, bao gồm.

**1. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê trên toàn cầu sẽ giảm vào năm 2022 so với năm 2021.** Đặc biệt, dựa trên các cuộc thảo luận với các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê ở EU sẽ giảm từ khoảng 80% vào năm 2021 xuống khoảng 70% trong năm 2022 do giá khí đốt liên tục ở mức cao, chi phí nhân công cao và chi phí tăng để tuân thủ các cam kết COP26. Chúng tôi cũng kỳ vọng hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê Nga sẽ giảm. IEA dự báo giá LNG trung bình năm 2022 đạt 16,8 USD/MMBTU, cao hơn 5% so với giá trung bình năm 2021 là 15,9 USD/MMBTU và cao hơn nhiều so với giá LNG trung bình năm 2020 là 4,2 USD/MMBTU (Hình 23). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê ở Trung Đông sẽ giảm, một phần do thiếu lao động và chi phí bảo trì cao. Chúng tôi cũng cho rằng hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê Trung Quốc sẽ không tăng.

**2. Triển vọng nhu cầu mạnh mẽ ở khu vực Châu Á & Châu Đại Dương** (chiếm khoảng 40% tổng kim ngạch nhập khẩu toàn cầu trong giai đoạn 2018-2020). Triển vọng nhu cầu ở Mỹ Latin cũng tích cực và EU có thể tăng nhập khẩu do chi phí sản xuất trong nước tăng. Cụ thể, theo Gro Intelligence Research có trụ sở tại Mỹ, Trung Quốc, nhà sản xuất nông nghiệp lớn nhất thế giới, có kế hoạch tăng sản lượng ngô, lúa mì và đậu tương vào năm 2022, trong khi Brazil dự kiến sẽ trồng một lượng ngô kỷ lục.

**3. Trung Quốc hạn chế xuất khẩu urê.** Vào ngày 19/10/2021, chính quyền Trung Quốc đã thiết lập các rào cản mới đối với các nhà xuất khẩu phân bón. Các biện pháp mới do chính quyền Trung Quốc thực hiện tuân theo các quy định hải quan có hiệu lực từ ngày 15/10, yêu cầu kiểm tra bổ sung đối với xuất khẩu phân bón. Mặc dù vậy, giá urê tại Trung Quốc vẫn ở mức cao.

**4. Nga - nước xuất khẩu urê lớn nhất - đã áp đặt hạn ngạch xuất khẩu urê cho đến giữa năm 2022.** Vào ngày 05/11/2021, Nga đã công bố hạn ngạch 6 tháng đối với các mặt hàng xuất khẩu phân bón khác nhau. Xuất khẩu phân đạm (bao gồm cả urê) sẽ bị hạn chế ở mức 5,9 triệu tấn. Các biện pháp sẽ bắt đầu vào ngày 01/12/2022 và kéo dài đến tháng 6/2022.

**5. Hạn chế về nguồn cung.** Những khó khăn hiện tại và sự gián đoạn vận chuyển do dịch COVID-19

#### **Rủi ro giá urê toàn cầu hạ nhiệt nhanh hơn dự kiến**

Trong khi chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng của giá urê toàn cầu trong thời gian còn lại của năm 2021 và 3 quý đầu năm 2022, có một số yếu tố không chắc chắn có thể khiến giá urê toàn cầu giảm sớm hơn chúng tôi dự kiến.

- Đầu tiên, Châu Âu và Nga có thể đi đến một thỏa thuận để Nga có thể xuất khẩu nhiều khí đốt tự nhiên hơn sang châu Âu. Trong lịch sử, Nga đã cung cấp khoảng 175-200 tỷ m<sup>3</sup> (bcm) khí đốt tự nhiên cho Châu Âu - tương đương với 35%-40% lượng khí đốt nhập khẩu của Châu Âu. Dự án đường ống dẫn khí Nord Stream 2 - một dự án khổng lồ của Gazprom sẽ giúp cung cấp thêm 55 bcm khí đốt tự nhiên của Nga cho Châu Âu mỗi năm - hoàn thành xây dựng vào ngày 04/10/2021. Đường ống dẫn khí này đang chờ cơ quan quản lý của Đức phê duyệt để đưa vào vận hành thương mại nhằm bán hàng sang Châu Âu. Gazprom trước đó dự kiến sẽ cung cấp 5,6 bcm khí đốt cho Châu Âu vào năm 2021, sau khi được chấp thuận. Tuy nhiên, vào ngày 12/12/2021, Chính phủ Đức cho biết đường ống này không thể được phê duyệt theo hình thức hiện tại khi không đáp ứng các yêu cầu của luật năng lượng Châu Âu,
- Thứ hai, các nước Châu Âu có thể trợ giá khí đốt, điều này có thể giúp các nhà sản xuất urê tăng sản lượng. Gần đây, nhiều nước Châu Âu đã cố gắng hỗ trợ người tiêu dùng bằng cách giảm chi phí (ví dụ: vào tháng 9/2021, Chính phủ Tây Ban Nha cho biết họ sẽ cắt giảm thuế năng lượng để giảm chi phí. Ý và Pháp cũng đang cắt giảm thuế năng lượng, điều này báo hiệu tốt cho việc thông qua chính sách nhằm hạ nhiệt giá urê và hỗ trợ nông dân vào năm 2022.
- Sự gián đoạn nguồn cung do Covid-19 và các biến thể có thể ít hơn dự kiến.

#### **Giá urê Việt Nam đang theo sát giá urê thế giới**

Trong tháng 10 và tháng 11/2021, giá urê bình quân toàn cầu gần như gấp đôi so với quý 3/2021. Giá urê của Việt Nam cũng diễn biến theo đà tăng của giá thế giới với giá bình quân trong tháng 10 và tháng 11 tăng 1,7 lần so với mức trung bình trong quý 3/2021.

Tuy nhiên, giá bán lẻ urê của Việt Nam vẫn thấp hơn khoảng 70-100 USD tương đương thấp hơn 10-15% so với giá thế giới. Chúng tôi cho rằng sự chênh lệch giữa giá urê quốc tế và trong nước phần lớn là do chi phí vận chuyển tăng do COVID-19. Giá urê nhập khẩu (đã bao gồm chi phí vận chuyển) vẫn cao hơn nhiều so với giá trong nước.

Chúng tôi ước tính giá bán hiện tại của DPM/DCM là 700 USD/tấn thấp hơn khoảng 15% so với giá urê Trung Đông (không bao gồm chi phí vận chuyển), hoặc thấp hơn khoảng 20% bao gồm cả chi phí vận chuyển.

**Hình 17: Giá urê trên thị trường quốc tế và tại Việt Nam (USD/tấn)**

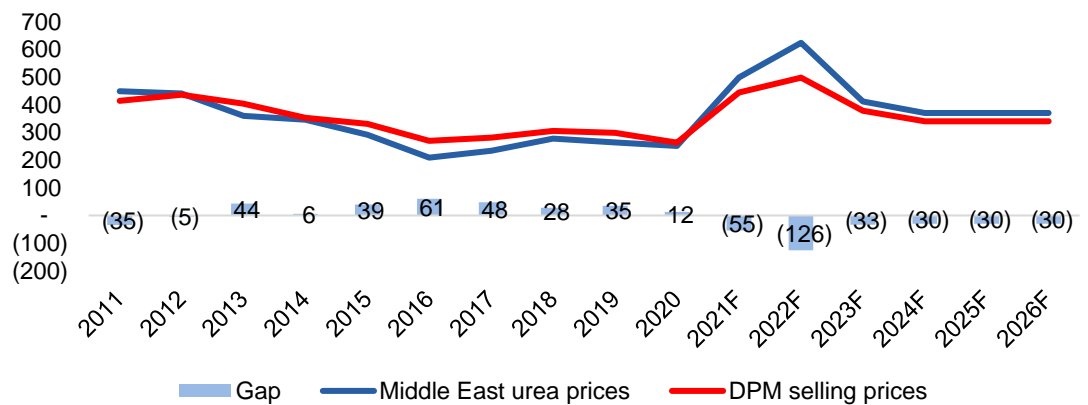
Giá urê tại Trung Đông, FOB		Giá bán buôn urê của Việt Nam (giá của DCM/DPM) (*)		Giá bán lẻ urê của Việt Nam (giá DCM/DPM) (*)	
Quý 3/2021	Tháng 10-11	Quý 3/2021	Tháng 10-11	Quý 3/2021	Tháng 10-11
491	836	330-380	700	400-500	760

Nguồn: Bloomberg, Agromonitor. Ghi chú: (\*) Ước tính của VCSC; phí vận chuyển là 50 USD/tấn.

Nhìn lại giai đoạn 2011-2020, giá urê trong nước của Việt Nam (giá bán DPM/DCM) thường cao hơn giá thế giới từ 10% -15%. Tuy nhiên, vào năm 2021, chúng tôi ước tính giá trong nước thấp hơn khoảng 10% so với giá thế giới. Đối với năm 2022, chúng tôi kỳ vọng chênh lệch sẽ tăng lên khoảng 20% khi chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất urê Việt Nam sẽ bán urê với giá thấp hơn đáng kể so với giá thế giới để hỗ trợ nông dân.

Chúng tôi lưu ý rằng, bất chấp mức giá định chiết khấu định cao hơn này, dự báo của chúng tôi vẫn cho thấy giá urê trong nước sẽ tăng 12% so với cùng kỳ năm trước trong năm 2022, sau khi giá urê toàn cầu dự kiến tăng 25% vào năm 2022.

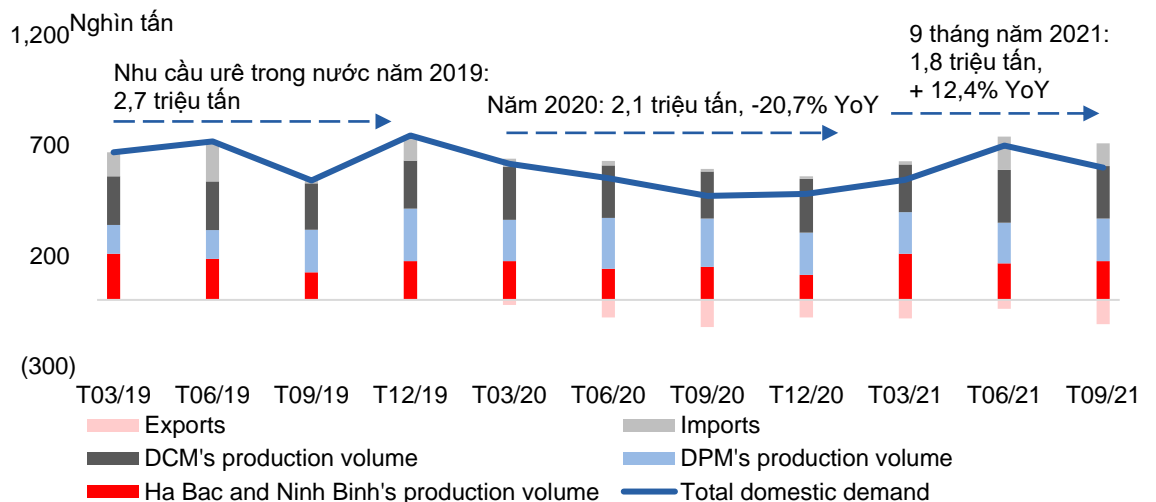
**Hình 18: Chênh lệch giữa giá urê trong nước và thế giới (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, VCSC

Vào năm 2020, chúng tôi ước tính rằng tiêu thụ urê của Việt Nam giảm 21% do hạn hán nghiêm trọng trong 9 tháng đầu năm, xâm nhập mặn và dịch COVID-19. Do điều kiện thời tiết thuận lợi và nhu cầu tiêu thụ gạo tăng mạnh trong 9 tháng năm 2021, chúng tôi ước tính nhu cầu urê phục hồi 12,4% YoY và nhập khẩu urê tăng đáng kể. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu urê trong nước sẽ tăng trở lại mức năm 2019 (trước dịch COVID-19).

**Hình 19: Ước tính của VCSC về nhu cầu urê trong nước (dữ liệu hàng quý)**



Nguồn: MoIT, DPM, DCM, VCSC. Lưu ý: Sản lượng xuất khẩu urê dựa trên số liệu xuất khẩu của DCM.

## Giá cổ phiếu của các nhà sản xuất urê và giá urê toàn cầu

Trong giai đoạn 2019-2021, giá cổ phiếu của DPM và DCM có mối tương quan khá cao với giá urê toàn cầu. Tuy nhiên, mối tương quan không phải lúc nào cũng thuận - ví dụ, giá cổ phiếu DPM giảm trong giai đoạn 2011-2012 trong khi giá urê toàn cầu tăng. Chúng tôi cho rằng điều này là do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đã tăng giá khí đầu vào lên 40% trong thời gian đó. Bên cạnh đó, cơ chế giá đầu vào trước đây của DCM dựa trên ROE đảm bảo 12% trước năm 2019.

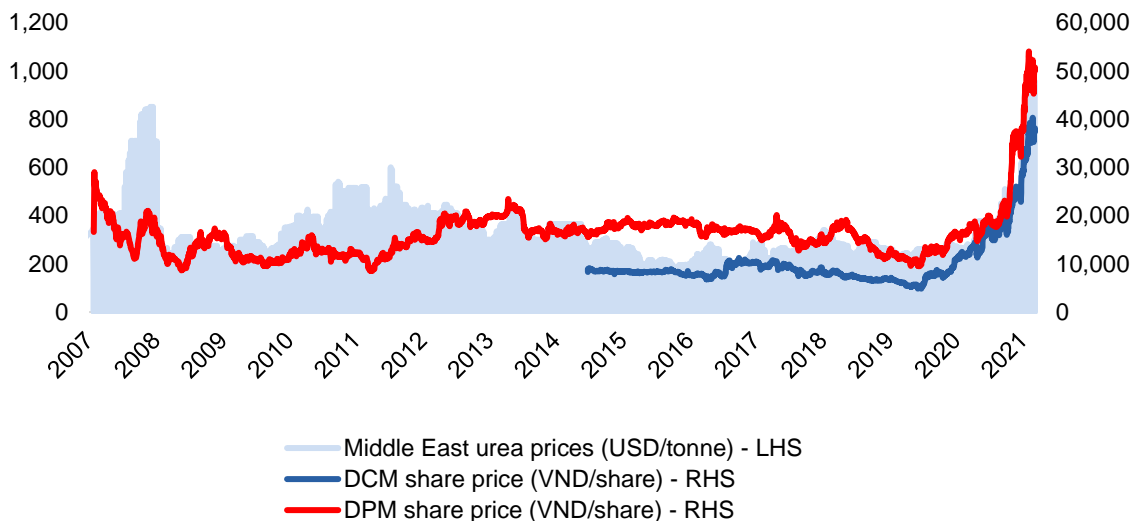
Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu của DPM và DCM sẽ có mối tương quan tích cực với giá dầu thô Brent và giá urê toàn cầu vì chúng tôi kỳ vọng cơ chế giá khí đầu vào sẽ không có nhiều thay đổi, vốn đã biến động theo giá dầu thô Brent và dầu nhiên liệu quốc tế từ năm 2014. Chúng tôi cũng đã kết hợp việc tăng giá vận chuyển khí cho DPM khoảng 20% trong giai đoạn dự báo. Chúng tôi cho rằng giá urê cao trong các tháng 10/11/2021 là do nguyên nhân một phần nhưng các NĐT vẫn còn một số lo ngại về mức chiết khấu giữa giá bán thực tế trong nước và giá thế giới. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng giá urê cao kéo dài hơn dự kiến kéo dài trong hầu hết năm 2022 hiện chưa được phản ánh bởi thị trường.

Trên lý thuyết, giá cổ phiếu của DPM và DCM sẽ diễn biến tương đồng với mức chênh lệch giữa giá urê và giá khí đốt và tương ứng là lợi nhuận hàng quý. Trước đây, khi giá dầu thô và giá nguyên liệu đầu vào đều tăng, việc giá urê tăng chậm hơn cũng không quá bất thường, và tương ứng là mức chênh lệch thu hẹp. Chúng tôi giả định tình huống tương tự trong giai đoạn 2023-2026.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng chúng tôi tin rằng giai đoạn 2020-2022 là một giai đoạn có phần bất thường. Sự gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19, tình trạng thiếu khí tạm thời ở EU và tình trạng thiếu điện tạm thời ở Trung Quốc đang làm tăng giá khí/than quốc tế và tương ứng là giá urê toàn cầu, dẫn đến giá urê trong nước của DCM/DPM tăng nhiều hơn so với giá đầu vào vốn liên quan đến chi phí giá dầu thô. Do đó, giá dầu thô cao hơn đã dẫn đến lợi nhuận và giá cổ phiếu DPM/DCM cao hơn. Nếu giá dầu nhiên liệu trung bình trong quý 4/2021 thấp hơn dự kiến, chênh lệch có thể còn cao hơn, dẫn đến khả năng điều chỉnh tăng thêm đối với dự báo LNST năm 2021 của chúng tôi đối với DPM và DCM.

Chúng tôi kỳ vọng giá urê toàn cầu sẽ giảm từ cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hiệu ứng đối với giá urê trong nước sẽ có độ trễ và/hoặc mức chiết khấu thấp hơn của giá urê trong nước so với giá thế giới. Chúng tôi cũng tin rằng các cam kết của các Chính phủ đối với COP26 trên toàn thế giới cũng sẽ có xu hướng hỗ trợ giá urê trong giai đoạn 2023-2026.

**Hình 20: Giá cổ phiếu của DPM và DCM so với giá urê**



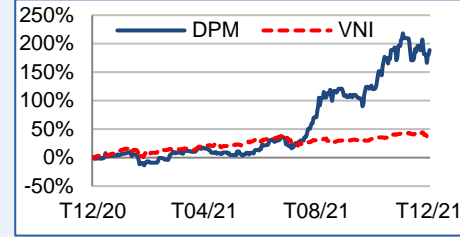
Nguồn: Bloomberg, VCSC



# Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) [MUA +32,2%]

Cập nhật

Ngành	Hóa nông		2020	2021F	2022E	2023F
Ngày báo cáo	15/12/2021	Tăng trưởng DT	1.0%	51.6%	11.0%	-15.8%
Giá hiện tại	51.000VND	Tăng trưởng EPS (1)	63.6%	342.0%	28.3%	-42.7%
Giá mục tiêu	64.400VND	Tăng trưởng EPS (2)	84.4%	325.6%	18.2%	-42.7%
Giá mục tiêu gần nhất	54.300VND	LNST (tỷ đồng)	693	2,950	3,487	1,999
TL tăng	+26,3%	EV/EBITDA	13.9x	3.6x	2.5x	4.6x
Lợi suất cổ tức	5,9%	Giá CP/DTHĐ	26.4x	5.8x	4.9x	9.3x
Tổng mức sinh lời	+32,2%	P/E (2)	34.7x	8.2x	6.9x	12.0x



			DPM	Peers <sup>(3)</sup>	VNI
GT vốn hóa	867,9tr USD	P/E (trượt)	15.3x	7.5x	17.4x
Room KN	786,3tr USD	P/B (hiện tại)	2.2x	3.1x	2.8x
GTGD/ngày (30n)	12,2tr USD	Nợ ròng/CSH	-49.1%	50.5%	N/A
Cổ phần Nhà nước	59,6%	ROE	17.7%	29.4%	15.9%
SL cổ phiếu lưu hành	391,4 tr	ROA	12.9%	11.4%	2.5%
Pha loãng	391,4 tr				
PEG 3 năm	0,2				

(1) cốt lõi; (2) báo cáo

(3) giá trị trung bình của các CT cùng ngành nước ngoài

## Tổng quan công ty

DPM là nhà sản xuất u-rê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy u-rê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Ngô Thùy Trâm

Trưởng phòng

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng Cao cấp

## Giá urê tăng mạnh bù đắp cho mức tăng phí vận chuyển khí đốt

- Chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA khi chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ được hưởng lợi từ giá urê và amoniac (NH3) tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022. Trong khi đó, mảng NPK của công ty là một động lực tiềm năng cho lợi nhuận trung hạn.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 54.300 đồng/CP lên 64.400 đồng/CP chủ yếu do chúng tôi nâng dự báo LNST tổng hợp giai đoạn 2021/2022 và 2021-2026 lên lần lượt là 30%/96% và 15%, nhờ điều chỉnh tăng tương ứng 13%/30% và 8% trong các giả định về giá urê của chúng tôi. Tỷ lệ nợ/vốn CSH cao hơn do các giả định DPS cao hơn của chúng tôi cũng đóng góp thông qua tỷ lệ WACC thấp hơn.
- Chúng tôi tăng gấp đôi dự báo DPS tiền mặt lên 3.000/4.000/5.000 đồng tương ứng cho các năm 2021/2022/2023.
- Chúng tôi dự báo EPS cốt lõi 2022 tăng 28% YoY do chúng tôi kỳ vọng giá bán urê sẽ tăng cao hơn mặc dù ở mức cao vào năm 2021 và sản lượng tiêu thụ tăng 4%. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS năm 2022 đạt 18% YoY do không có khoản lợi nhuận bất thường nào.
- Chúng tôi dự báo tốc độ CAGR EPS cốt lõi 14% trong giai đoạn 2020-2026 sẽ được thúc đẩy bởi giá urê/NH3 tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022 và tăng công suất sử dụng của nhà máy NPK lên 100% vào năm 2023.
- DPM có năng lực tài chính vững chắc với tiền mặt ròng đạt 4,4 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2021.
- DPM đang giao dịch với EV/EBITDA 2022 dự kiến là 2,5 lần – thấp hơn 70% so với EV/EBITDA trượt trung bình của các công ty cùng ngành lựa chọn trong khu vực.
- Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức cao hơn dự kiến, đủ điều kiện khấu trừ thuế GTGT đầu vào 10% từ năm 2023.
- Rủi ro: Giá urê toàn cầu hạ nhiệt nhanh hơn dự kiến.

**Chúng tôi kỳ vọng giá urê trong nước sẽ biến động theo giá urê thế giới với mức chiết khấu đáng kể.** Chúng tôi dự báo giá urê bình quân toàn cầu vào năm 2022 đạt 625 USD/tấn, cao hơn 25% so với mức 500 USD/tấn vào năm 2021, khi chúng tôi kỳ vọng: 1) hiệu suất hoạt động của các nhà máy urê trên toàn cầu có khả năng thấp hơn; 2) triển vọng nhu cầu mạnh mẽ vào năm 2022, đặc biệt là cho mục đích sử dụng công nghiệp; 3) tiếp tục gián đoạn nguồn cung do dịch COVID-19 gây ra; 4) giá khí đốt cao liên tục ở Châu Âu; 5) Trung Quốc nỗ lực giảm khí thải nhà kính. Chúng tôi tăng giá bán urê trung bình giai đoạn 2021/2022 cho DPM lần lượt là 13%/30% lên 488 USD/tấn và 502 USD/tấn (+12% YoY). Điều này tương ứng với mức chiết khấu 20% so với giá toàn cầu vào năm 2022, so với mức 10% vào năm 2021.

**Chúng tôi giả định cước vận chuyển khí sẽ tăng đáng kể.** Hiện tại, chúng tôi tính đến việc tăng 20% giá cước vận chuyển lên 2,5 USD/MMBTU trong giá khí của DPM trong giai đoạn 2022-2026. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ không có thay đổi trong cơ chế biểu giá vận chuyển khí trong năm 2021 so với năm 2020. Chúng tôi giả định rằng DPM sẽ phải sử dụng nhiều khí hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long từ năm 2022.

**Chúng tôi tăng gấp đôi dự báo cổ tức bằng tiền mặt, tương ứng lợi suất cổ tức 6-10%.** Với dự báo LNST tăng gấp 4 lần YoY và triển vọng năm 2022 tích cực, chúng tôi kỳ vọng cổ tức cao hơn trong năm 2021-2023F.

## Báo cáo tài chính

QQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>7.762</b>	<b>11.767</b>	<b>13.063</b>	<b>11.005</b>	Tiền và tương đương	2.279	5.075	7.827	7.992
Giá vốn hàng bán	-6.032	-7.097	-7.520	-7.623	Đầu tư TC ngắn hạn	1.935	1.935	1.935	1.935
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.730</b>	<b>4.671</b>	<b>5.543</b>	<b>3.383</b>	Các khoản phải thu	278	508	590	460
Chi phí bán hàng	-655	-789	-885	-773	Hàng tồn kho	1.468	1.555	1.545	1.566
Chi phí quản lí DN	-409	-449	-599	-520	TS ngắn hạn khác	349	349	349	349
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>666</b>	<b>3.433</b>	<b>4.058</b>	<b>2.090</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>6.310</b>	<b>9.423</b>	<b>12.246</b>	<b>12.303</b>
Doanh thu tài chính	180	147	315	439	TS dài hạn (gộp)	13.117	13.317	13.617	13.917
Chi phí tài chính	-93	-81	-91	-79	- Khấu hao lũy kế	-8.615	-9.166	-9.717	-10.116
Trong đó, chi phí lãi vay	-88	-81	-91	-79	TS dài hạn (ròng)	4.503	4.152	3.901	3.801
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	2	2	2	Đầu tư TC dài hạn	19	19	19	19
Lợi nhuận/(chi phí) khác	95	133	10	10	TS dài hạn khác	467	467	467	467
<b>LNTT</b>	<b>850</b>	<b>3.635</b>	<b>4.296</b>	<b>2.463</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>4.988</b>	<b>4.637</b>	<b>4.386</b>	<b>4.287</b>
Thuế TNDN	-147	-618	-730	-419	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>11.298</b>	<b>14.060</b>	<b>16.632</b>	<b>16.590</b>
LNST trước CĐTS	<b>703</b>	<b>3.017</b>	<b>3.565</b>	<b>2.044</b>	Phải trả ngắn hạn	453	447	474	480
Lợi ích CĐ thiểu số	-10	-66	-78	-45	Nợ ngắn hạn	150	150	150	148
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>693</b>	<b>2.950</b>	<b>3.487</b>	<b>1.999</b>	Nợ ngắn hạn khác	1.378	1.647	1.698	1.321
<b>LN ròng sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>615</b>	<b>2.718</b>	<b>3.487</b>	<b>1.999</b>	Tổng nợ ngắn hạn	1.981	2.245	2.322	1.949
EBITDA	1.217	3.984	4.609	2.490	Nợ dài hạn	900	851	955	806
EPS báo cáo, VND	1.470	6.257	7.395	4.239	Nợ dài hạn khác	167	167	167	167
EPS điều chỉnh, VND	1.304	5.764	7.395	4.239	<b>Tổng nợ</b>	<b>3.048</b>	<b>3.263</b>	<b>3.444</b>	<b>2.923</b>
EPS pha loãng, VND	1.304	5.764	7.395	4.239	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.200	3.000	4.000	5.000	Vốn cổ phần	3.914	3.914	3.914	3.914
DPS/EPS (%)	82%	48%	54%	118%	Thặng dư vốn CP	33	33	33	33
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Lợi nhuận giữ lại	4.140	6.620	8.933	9.366
<b>Tăng trưởng</b>					Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	1,0%	51,6%	11,0%	-15,8%	Lợi ích CĐTS	163	229	308	353
Tăng trưởng LN HĐKD	54,2%	415,4%	18,2%	-48,5%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.250</b>	<b>10.797</b>	<b>13.188</b>	<b>13.666</b>
Tăng trưởng LNTT	82,0%	327,5%	18,2%	-42,7%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>11.298</b>	<b>14.060</b>	<b>16.632</b>	<b>16.590</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	63,6%	342,0%	28,3%	-42,7%	CP lưu hành cuối năm (tr)	391	391	391	391
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN gộp %	22,3%	39,7%	42,4%	30,7%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.978</b>	<b>2.280</b>	<b>5.075</b>	<b>7.827</b>
Biên LN từ HĐ %	8,6%	29,2%	31,1%	19,0%	Lợi nhuận sau thuế	693	2.950	3.487	1.999
Biên EBITDA	15,7%	33,9%	35,3%	22,6%	Khấu hao	551	551	551	400
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,9%	25,1%	26,7%	18,2%	Thay đổi vốn lưu động	-374	-53	6	-262
ROE %	8,4%	31,0%	29,1%	14,9%	Điều chỉnh khác	-116	0	0	0
ROA %	6,1%	23,3%	22,7%	12,0%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>755</b>	<b>3.448</b>	<b>4.044</b>	<b>2.136</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-60	-200	-300	-300
Số ngày tồn kho	85,3	80,0	75,0	75,0	Đầu tư, ròng	-732	0	0	0
Số ngày phải thu	23,5	23,0	23,0	23,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-792</b>	<b>-200</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
Số ngày phải trả	28,2	23,0	23,0	23,0	Cổ tức đã trả	-470	-470	-1.174	-1.566
TG luân chuyển tiền	80,7	80,0	75,0	75,0	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-27	0	0	-2
CS thanh toán hiện hành	3,2	4,2	5,3	6,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-164	-49	104	-148
CS thanh toán nhanh	2,4	3,5	4,6	5,5	Các hoạt động TC khác	0	66	78	45
CS thanh toán tiền mặt	1,2	2,3	3,4	4,1	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-661</b>	<b>-452</b>	<b>-992</b>	<b>-1.671</b>
Nợ/Tài sản	9,3%	7,1%	6,6%	5,8%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-698</b>	<b>2.795</b>	<b>2.752</b>	<b>166</b>
Nợ/Vốn sử dụng	11,3%	8,5%	7,7%	6,5%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.280</b>	<b>5.075</b>	<b>7.827</b>	<b>7.992</b>
Nợ/Vốn CSH	-39,1%	-56,9%	-67,2%	-67,4%					
Khả năng thanh toán lãi vay	7,5	42,2	44,7	26,4					

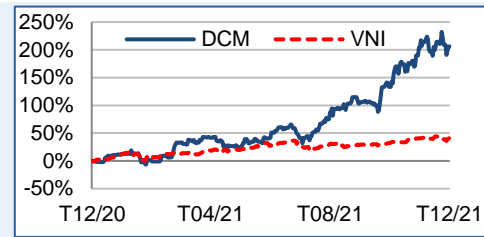
Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của VCSC



# CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) [MUA +32,8%]

Cập nhật

Ngành	Hóa nông		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	15/12/2021	Tăng trưởng DT	7,4%	40,8%	17,7%	-11,8%
Giá hiện tại	38.250VND	Tăng trưởng EPS	55,4%	161,3%	37,7%	-38,4%
Giá mục tiêu	49.600VND	LNST (tỷ đồng)	664	1,735	2,389	1,471
Giá mục tiêu gần nhất	41.600VND	DPS (đồng/CP)	800	1,200	1,200	1,200
TL tăng	+29,7%	EV/EBITDA	9,3x	5,1x	3,6x	4,3x
Lợi suất cổ tức	3,1%	P/E (2)	33,2x	12,7x	9,2x	15,0x
Tổng mức sinh lời	+32,8%	P/E (3)	18,5x	9,6x	7,6x	11,2x



			DCM	Peers (1)	VNI
GT vốn hóa	880,8tr USD	P/E (trượt) (3)	21,6x	7,5x	17,4x
Room KN	386,0tr USD	P/B (hiện tại)	3,1x	3,1x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	12,3tr USD	Nợ ròng/CSH	-55,7%	50,5%	N/A
Cổ phần Nhà nước	75,6%	ROE	15,4%	29,4%	15,9%
SL cổ phiếu lưu hành	530 tr	ROA	10,6%	11,4%	2,5%
Pha loãng	530 tr				
PEG 3 năm (2)	0,4				

### Tổng quan công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất u-rê hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy u-rê hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm. Ngoài ra, DCM còn đang đầu tư vào một nhà máy NPK với công suất 300.000 tấn/năm.

(1) giá trị trung bình của các CT cùng ngành nước ngoài; (2) báo cáo; (3) P/E điều chỉnh theo giá định chính sách chiết khấu 20 năm thông thường

**Ngô Thùy Trâm**

Trưởng phòng

**Đinh Thị Thùy Dương**

Trưởng phòng Cao cấp

## Giá u-rê cao hơn thúc đẩy triển vọng lợi nhuận năm 2022 mạnh mẽ

- Chúng tôi duy trì đánh giá MUA và nâng giá mục tiêu (TP) lên 19%. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực rằng DCM sẽ được hưởng lợi từ giá u-rê bình quân cao hơn trong năm 2021 và 2022, cùng với tăng trưởng dài hạn từ nhu cầu xuất khẩu tăng và phân khúc NPK.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 19% được thúc đẩy bởi mức tăng 24% trong tổng lợi nhuận dự kiến giai đoạn 2021-2026 của chúng tôi sau khi điều chỉnh tăng 10% trong giá bán u-rê dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng giá u-rê sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian tới và hạ nhiệt với tốc độ chậm hơn so với mức giảm từ mức đỉnh trước đó vào năm 2008, điều này sẽ được thúc đẩy bởi sự gián đoạn nguồn cung do COVID-19, chi phí vận chuyển và năng lượng ở mức cao, và nguồn cung từ Trung Quốc và EU giảm do các quy định chặt chẽ hơn về môi trường.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2022 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 37,7% YoY, bất chấp mức cơ sở cao trong năm 2021, nhờ giá bán u-rê tăng 12% YoY cùng với giá khí đầu vào và sản lượng tiêu thụ không đổi.
- Chúng tôi kỳ vọng CAGR EPS cốt lõi đạt 16,6% trong giai đoạn 2020-2026 sẽ được thúc đẩy bởi giá u-rê tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022 và hiệu suất hoạt động tăng cao tại nhà máy NPK.
- DCM có năng lực tài chính mạnh với tiền mặt ròng đạt 161 triệu USD và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt 55,7%, điều này sẽ hỗ trợ mức cổ tức tiền mặt dự kiến cho giai đoạn 2021-2023 của chúng tôi là 1.200 đồng/CP (lợi suất cổ tức 3,1%) và cổ tức tiền mặt 2024-2025 là 2.000 đồng/CP (lợi suất cổ tức 5,2%).
- DCM giao dịch với EV/EBITDA 2022 dự kiến là 3,6 lần – thấp hơn khoảng 60% so với EV/EBITDA trượt trung bình của các công ty cùng ngành lựa chọn trong khu vực.
- Yếu tố hỗ trợ: Tiến độ thoái vốn nhà nước được tiếp tục vào năm 2022; cổ tức tiền mặt cao hơn; mặt hàng phân bón được khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ năm 2023.
- Rủi ro: Giá u-rê toàn cầu hạ nhiệt nhanh hơn dự kiến.

**Việc điều chỉnh luật thuế VAT có thể dẫn đến lợi nhuận bổ sung cho giai đoạn 2023-2026 của DCM.** Từ năm 2015, mặt hàng phân bón không chịu thuế GTGT nên nhà sản xuất không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Các nhà sản xuất phân bón và Bộ Công Thương đã nhiều lần đề xuất sửa đổi luật thuế GTGT - cụ thể đã đề xuất mức thuế GTGT đầu ra 5% đối với sản phẩm phân bón để các nhà sản xuất phân bón được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Diễn biến mới nhất liên quan đến vấn đề này là Bộ Tài chính đã đề xuất đưa các thay đổi về thuế GTGT đối với phân bón



vào dự thảo luật thuế GTGT. Theo DCM, luật thuế VAT mới có thể được thông qua vào năm 2022 và có lợi cho các nhà sản xuất urê. Chúng tôi chưa tính đến sự thay đổi thuế GTGT tiềm năng này trong dự báo của chúng tôi trong giai đoạn 2023-2026. Do chi phí khí đầu vào của DCM đã bao gồm thuế VAT là 10%, chúng tôi ước tính rằng DCM có thể tiết kiệm khoảng 240 tỷ đồng thuế đầu vào mỗi năm. Do đó, việc thay đổi về luật thuế GTGT có thể làm tăng LNST sau lợi ích CĐTTS của DCM trung bình lên khoảng 15% trong giai đoạn 2023-2026 so với dự báo của chúng tôi là không có thay đổi về luật thuế GTGT.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>7.563</b>	<b>10.649</b>	<b>12.530</b>	<b>11.046</b>	Tiền và tương đương	510	2.400	4.450	6.263
Giá vốn hàng bán	-6.250	-7.993	-9.261	-8.948	Đầu tư TC ngắn hạn	2.302	2.302	2.302	2.302
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.312</b>	<b>2.656</b>	<b>3.269</b>	<b>2.097</b>	Các khoản phải thu	45	292	343	303
Chi phí bán hàng	-368	-477	-539	-487	Hàng tồn kho	843	1.314	1.522	1.594
Chi phí quản lí DN	-299	-416	-337	-294	TS ngắn hạn khác	288	288	288	288
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>645</b>	<b>1.763</b>	<b>2.393</b>	<b>1.316</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>3.987</b>	<b>6.595</b>	<b>8.905</b>	<b>10.749</b>
Doanh thu tài chính	128	143	204	286	TS dài hạn (gộp)	15.180	15.380	15.680	15.980
Chi phí tài chính	-63	-30	-23	-21	- Khấu hao lũy kế	-10.463	-11.869	-13.275	-14.680
Trong đó, chi phí lãi vay	-43	-10	-4	-2	TS dài hạn (ròng)	4.717	3.511	2.406	1.300
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	8	8	8	8	TS dài hạn khác	23	23	23	23
<b>LNTT</b>	<b>719</b>	<b>1.884</b>	<b>2.582</b>	<b>1.589</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>4.740</b>	<b>3.534</b>	<b>2.428</b>	<b>1.323</b>
Thuế TNDN	-54	-141	-181	-111	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>8.726</b>	<b>10.129</b>	<b>11.334</b>	<b>12.071</b>
LNST trước CĐTS	<b>665</b>	<b>1.743</b>	<b>2.401</b>	<b>1.478</b>	Phải trả ngắn hạn	713	985	1.015	981
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-9	-12	-7	Nợ ngắn hạn	685	624	108	38
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>664</b>	<b>1.735</b>	<b>2.389</b>	<b>1.471</b>	Nợ ngắn hạn khác	664	598	598	598
<b>LN ròng sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>664</b>	<b>1.735</b>	<b>2.389</b>	<b>1.471</b>	Tổng nợ ngắn hạn	2.063	2.207	1.721	1.616
EBITDA	1.963	3.169	3.799	2.722	Nợ dài hạn	137	75	0	0
EPS báo cáo, VND	1.153	3.013	4.150	2.555	Nợ dài hạn khác	197	197	197	197
EPS điều chỉnh, VND	1.153	3.013	4.150	2.555	<b>Tổng nợ</b>	<b>2.398</b>	<b>2.480</b>	<b>1.919</b>	<b>1.814</b>
EPS pha loãng, VND	1.153	3.013	4.150	2.555	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	800	1.200	1.200	1.200	Vốn cổ phần	5.294	5.294	5.294	5.294
DPS/EPS (%)	69%	40%	29%	47%	Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Lợi nhuận giữ lại	1.008	2.319	4.073	4.908
<b>Tăng trưởng</b>					Vốn khác	2	3	4	4
Tăng trưởng doanh thu	7,4%	40,8%	17,7%	-11,8%	Lợi ích CĐTS	26	35	47	54
Tăng trưởng LN HĐKD	64,0%	173,2%	35,7%	-45,0%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.328</b>	<b>7.648</b>	<b>9.414</b>	<b>10.257</b>
Tăng trưởng LNTT	54,8%	162,2%	37,0%	-38,4%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>8.726</b>	<b>10.129</b>	<b>11.334</b>	<b>12.071</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	55,4%	161,3%	37,7%	-38,4%	CP lưu hành cuối năm (tr)	530	530	530	530
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN gộp %	17,4%	24,9%	26,1%	19,0%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>472</b>	<b>511</b>	<b>2.400</b>	<b>4.450</b>
Biên LN từ HĐ %	8,5%	16,6%	19,1%	11,9%	Lợi nhuận sau thuế	664	1.735	2.389	1.471
Biên EBITDA	26,0%	29,8%	30,3%	24,6%	Khấu hao	1.318	1.406	1.406	1.406
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,8%	16,3%	19,1%	13,3%	Thay đổi vốn lưu động	-196	-513	-230	-65
ROE %	10,7%	24,8%	28,0%	15,0%	Điều chỉnh khác	-108	0	0	0
ROA %	7,0%	18,4%	22,3%	12,6%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.678</b>	<b>2.628</b>	<b>3.564</b>	<b>2.811</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-172	-200	-300	-300
Số ngày tồn kho	62,6	60,0	60,0	65,0	Đầu tư. ròng	-189	0	0	0
Số ngày phải thu	-	10,0	10,0	10,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-360</b>	<b>-200</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
Số ngày phải trả	46,5	45,0	40,0	40,0	Cổ tức đã trả	-318	-424	-636	-636
TG luân chuyển tiền	16,1	25,0	30,0	35,0	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-471	-61	-516	-71
CS thanh toán hiện hành	1,9	3,0	5,2	6,7	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-491	-62	-75	0
CS thanh toán nhanh	1,5	2,4	4,3	5,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	2	9	12	7
CS thanh toán tiền mặt	0,2	1,1	2,6	3,9	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.279</b>	<b>-538</b>	<b>-1.214</b>	<b>-699</b>
Nợ/Tài sản	9,4%	6,9%	1,0%	0,3%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>39</b>	<b>1.889</b>	<b>2.050</b>	<b>1.813</b>
Nợ/Vốn sử dụng	11,5%	8,4%	1,1%	0,4%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>511</b>	<b>2.400</b>	<b>4.450</b>	<b>6.263</b>
Nợ/Vốn CSH	-31,6%	-52,6%	-70,9%	-83,6%					
Khả năng thanh toán lãi vay	14,9	170,7	647,4	736,3					

Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của VCSC

## Phụ lục

Phần sau đây tóm tắt triển vọng của chúng tôi đối với giá dầu, khí đốt, LNG và giá than như được công bố trong báo cáo cập nhật ngành năng lượng của chúng tôi, "[Nhu cầu phục hồi về mức trước dịch COVID-19 sẽ giúp hỗ trợ giá dầu](#)", ngày 21/10/2021.

**Hình 21: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)**

Tổ chức	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Thời điểm dự báo
Bloomberg	69	68	66	70	69	10/2021
EIA	69	66				09/2021
World Bank	56	60	61	62	63	04/2021
Goldman Sachs	71					07/2021
Wood Mackenzie	70	68				10/2021
<b>Dự báo trung bình</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	
<b>Kịch bản cơ sở giá dầu thô của VCSC</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>10/2021</b>

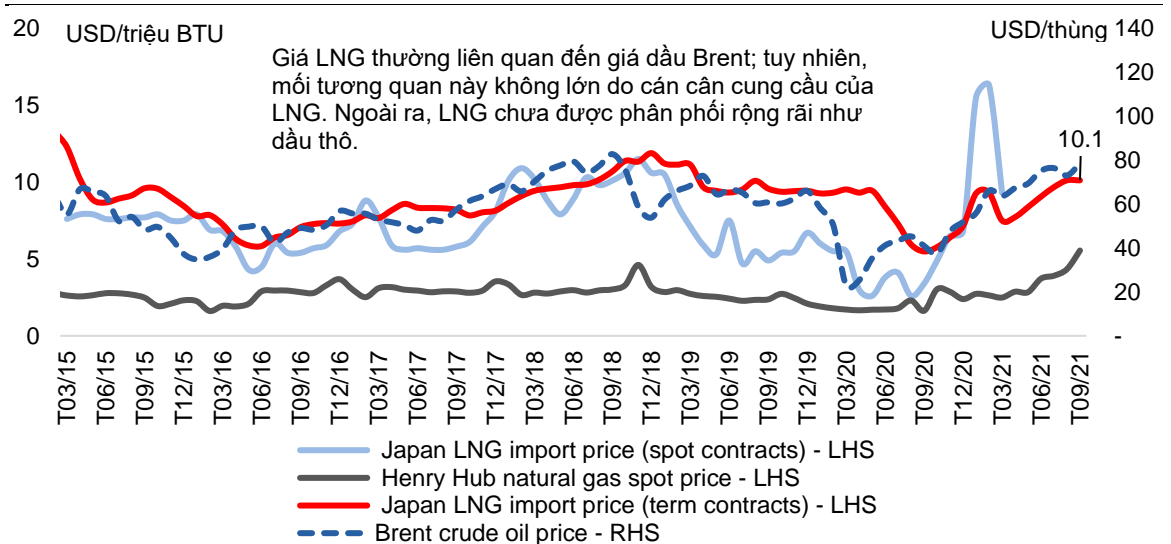
Nguồn: Các tổ chức nêu tên, VCSC

### Giá LNG toàn cầu tăng cùng với giá khí đốt tự nhiên

Giá khí đốt tự nhiên Henry Hub (Mỹ) tăng gấp đôi từ 2,5-3 USD/MMBTU trong nửa đầu năm 2021 lên mức trung bình 5 USD/MMBTU trong quý 3/ 2021. Ngoài ra, giá khí đốt trong tháng 10/2021 tăng mạnh trong bối cảnh thiếu hụt than và khí đốt ở Trung Quốc cũng như tình trạng thiếu khí đốt ở Châu Âu do mức tồn kho thấp hơn mức trung bình cho mùa đông sắp tới. Thị trường khí đốt đã thu hẹp trong vài tháng qua do nhu cầu phục hồi từ tác động nghiêm trọng của dịch COVID-19, lượng khí dự trữ tăng lên trước thời tiết mùa đông lạnh giá ở Mỹ và Châu Á đã gây ra nhu cầu khí đốt bổ sung, một loạt các sự kiện (như cơn bão Ida ở Mỹ vào cuối tháng 8) đã ảnh hưởng đến năng lực sản xuất và xuất khẩu khí đốt của Mỹ, đồng thời việc Nga cung cấp khí đốt cho EU chậm chạp. Theo đó, IEA dự báo giá LNG giao ngay của Nhật Bản sẽ tăng gấp ba lần từ 9 USD/ MMBTU trong quý 1/2021 lên 27 USD/MMBTU vào quý 4/2021.

Trong khi đó, giá LNG của Nhật Bản cho các hợp đồng kỳ hạn đã tăng lên 10 USD/MMBTU trong quý 3/2021 từ 8,5 USD/MMBTU trong nửa đầu năm 2021. Theo IEA, các hoạt động ký hợp đồng LNG cho đến nay trong năm nay cho thấy tiềm năng phục hồi sau khi giảm mạnh vào năm 2020 (-30% YoY của hợp đồng LNG vào năm 2020). Thị trường LNG cho thấy tỷ trọng hợp đồng dài hạn, có điểm đến cố định cao hơn những năm trước nhằm hạn chế rủi ro trong môi trường giá cả đặc biệt biến động.

**Hình 22: Giá LNG giao ngay và kỳ hạn toàn cầu**

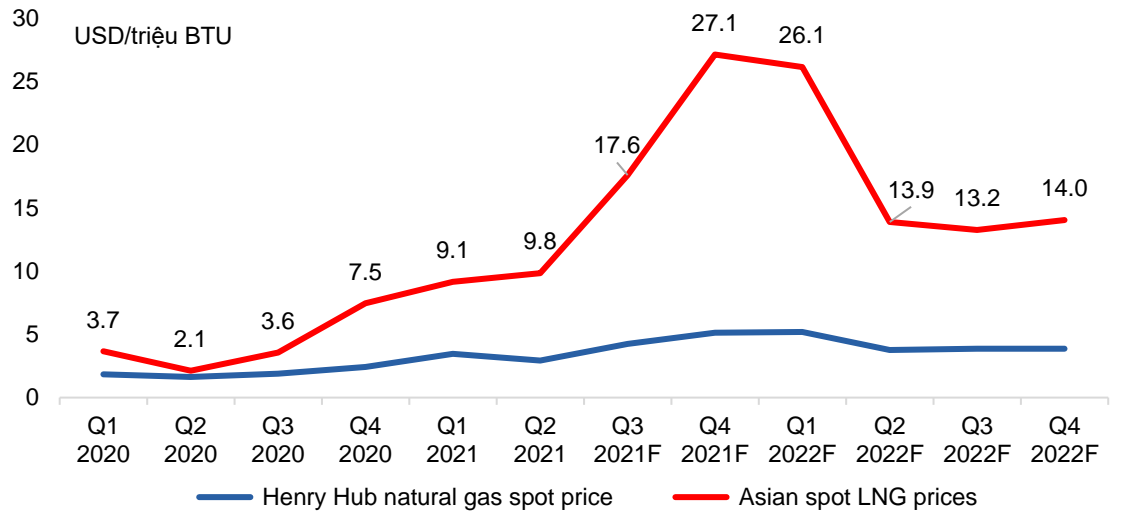


Nguồn: GAS, các công ty trong ngành, VCSC

**Giá LNG giao ngay tại Châu Á sẽ hạ nhiệt vào năm 2022 nhờ nguồn cung tăng**

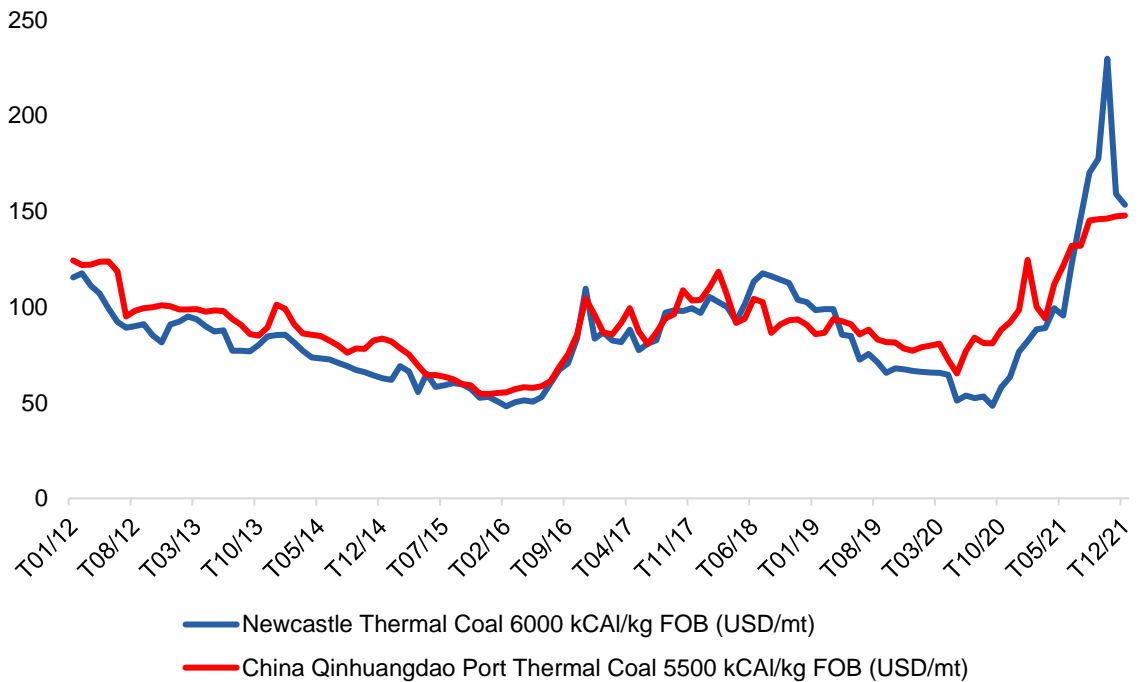
Trong quý 3/2021, nguồn cung thắt chặt hơn dự kiến, nhu cầu tiếp tục phục hồi ở Châu Á và nhu cầu dự trữ mạnh mẽ ở châu Âu đã làm tăng giá LNG giao ngay. Theo IEA, giá khí đốt cao dự kiến sẽ kéo dài đến quý 1/2022. Giá dự kiến sẽ giảm sau khi kết thúc mùa cao điểm cho nhu cầu sưởi ấm (từ tháng 10/2021 đến tháng 3/2022), sau đó là nguồn cung được cải thiện ảnh hưởng đến giá trong nửa cuối 2022.

**Hình 23: IEA dự báo giá LNG sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022 nhờ nguồn cung khả dụng cải thiện**



Nguồn: Dự báo của IEA trong báo cáo thị trường khí quý 4/2021, VCSC

**Hình 24: Giá than quốc tế tiêu chuẩn - Úc và Trung Quốc (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đinh Thị Thùy Dương và Ngô Thùy Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.