



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trường phòng cao cấp

Giá urê phục hồi từ mức thấp hiện tại

Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% dự báo giá urê Trung Đông trung bình cho năm 2023 từ 539 USD/tấn xuống còn 450 USD/tấn (tương đương 90% mức trước xung đột Ukraine - Nga).

Tính đến giữa tháng 2/2023, giá urê Trung Đông trung bình từ đầu năm đến nay đạt 411 USD/tấn, thấp hơn 29% so với mức trung bình của quý 4/2022. Tuy nhiên, theo các doanh nghiệp trong ngành, giá urê hiện tại có thể đã chạm đáy, điều này sẽ kích thích nhu cầu urê cao hơn trong những tháng tới. Ngoài ra, giá khí đốt ở Châu Âu dù đã giảm kể từ cuối tháng 8/2022 nhưng vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao 18 USD/MMBTU - cao hơn 17% so với mức trước xung đột và cao hơn 3,8 lần so với mức trước dịch COVID-19. Do đó, Châu Âu có thể ưu tiên nhập khẩu urê với giá cạnh tranh hơn tự sản xuất và chỉ một số nhà máy urê chạy bằng khí ở Châu Âu vốn tạm ngừng sản xuất vào năm 2022 có thể hoạt động trở lại vào năm 2023. Trong năm 2023, nguồn cung lớn hơn từ Trung Quốc và Nga đang góp phần vào nguồn cung urê toàn cầu; tuy nhiên mức đóng góp vẫn thấp hơn so với trước thời điểm xung đột Nga - Ukraine. Nguồn cung tăng và nhu cầu phục hồi sẽ không gây thêm áp lực lên giá urê. Trong khi đó, chúng tôi hầu như vẫn duy trì giả định về giá urê Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027 (tương đương mức trung bình 15 năm) do chúng tôi kỳ vọng giá dầu thô, khí đốt và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn.

Chúng tôi loại bỏ giả định chênh lệch 7% giữa giá bán bình quân (ASP) của DPM và DCM so với giá urê quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Năm 2022, ASP của DPM và DCM thấp hơn khoảng 4%-8% so với giá urê Trung Đông trung bình, một phần do cả 2 công ty này đều hỗ trợ nông dân. Do giá urê đã giảm kể từ tháng 10/2022 xuống mức phù hợp vào giữa tháng 2/2023, chúng tôi cho rằng cả 2 công ty sẽ không hỗ trợ nông dân trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá urê Trung Đông thấp hơn và giả định thấp hơn về mức tăng của tỷ giá USD/VND, chúng tôi giảm ASP trung bình bằng VND của DPM và DCM khoảng 13%-14% trong năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ urê toàn cầu và trong nước sẽ tăng vào năm 2023, qua đó hỗ trợ cho sự phục hồi giá urê. Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng nhu cầu urê toàn cầu sẽ tăng vào năm 2023 do 1) giá urê giảm mạnh và 2) nhu cầu về an ninh lương thực. Ngoài ra, DPM cho biết nhu cầu phân bón trong nước giảm 20%-30% YoY trong năm 2022 chủ yếu do giá phân bón tăng cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ urê trong nước sẽ phục hồi vào năm 2023 do chúng tôi dự báo giá urê sẽ giảm khoảng 30% YoY. Chúng tôi cũng dự báo sản lượng bán urê sẽ tương đối ổn định YoY cho cả DPM và DCM vì chúng tôi tin rằng cả 2 công ty sẽ dự trữ một số hàng tồn kho cho năm 2023 và ưu tiên thị trường trong nước hơn thị trường quốc tế sau khi xuất khẩu mạnh vào năm 2022.

Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho DPM và DCM từ MUA xuống KHẢ QUAN và giảm giá mục tiêu tương ứng 7% xuống 40.100 đồng/cổ phiếu và 15% xuống 27.700 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTST giai đoạn 2023-2027 cho DPM và 15% cho DCM.

Định giá và lợi suất cổ tức hấp dẫn. DPM đang giao dịch ở mức P/E 2023/2024 lần lượt là 8,0 lần/9,6 lần – thấp hơn 27%/12% so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi dự báo DPM sẽ trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn 3.000-5.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 8%-13%) trong giai đoạn 2023-2027. DCM đang giao dịch ở mức P/E 2023/2024 lần lượt là 8,7 lần/7,5 lần - thấp hơn 20%/31% so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi dự báo DCM sẽ trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn 1.800-2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 7%-8%) trong giai đoạn 2023-2027.

Yếu tố hỗ trợ: Chi trả cổ tức cao hơn dự kiến; nhu cầu urê cao hơn dự kiến hoặc nguồn cung urê thấp hơn dự kiến sẽ khiến giá urê tăng hoặc duy trì ở mức cao.

Rủi ro: Giá urê toàn cầu giảm mạnh hơn kỳ vọng; giá dầu nhiên liệu (FO) và giá khí đầu vào trong nước cao hơn dự kiến.

Hình 1: Các cổ phiếu sản xuất phân bón - Dữ liệu chính

Mã	KN	GTVH trUSD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN còn lại trUSD	ADTV 30D trUSD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	LS cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
DPM	KHÁ QUAN	647	59,6%	100,0%	523	2,6	39.000	40.100	2/16/23	2,4%	12,8%	15,2%
DCM	KHÁ QUAN	570	75,6%	49,0%	214	3,0	25.400	27.700	2/16/23	9,1%	7,1%	16,1%

Nguồn: Bloomberg, VCSC. Cập nhật ngày 16/02/2023.

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 2022 %	EPS g 2023F %	EPS g 2024F %	P/E TTM (x)	P/E 2022 (x)	P/E 2023F (x)	P/E 2024F (x)	EV/ EBITDA 2023F (x)	ROE 2023F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ Vốn CSH quý gần nhất %
DPM	39.000	79,2%	-58,7%	-16,6%	3,3	3,3	8,0	9,6	2,2	17,2%	1,1	-59,6%
DCM	25.400	134,5%	-60,7%	15,7%	3,4	3,4	8,7	7,5	0,8	15,6%	1,3	-84,3%

Nguồn: Bloomberg, VCSC. Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo. Cập nhật ngày 16/02/2023.

Tổng hợp thay đổi dự báo

Hình 3: Giá bán của DPM và thay đổi dự báo lợi nhuận ròng

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2023-2027F
Giá bán urê (USD/tấn)						Trung bình
- Dự báo mới	450	400	350	350	350	380
- Dự báo trước đây	501	386	347	347	347	386
- Thay đổi dự báo	-10,2%	3,6%	0,8%	0,8%	0,8%	-1,5%
LNST sau lợi ích CĐT (tỷ đồng)						Tổng cộng
- Dự báo mới	2,307	1,923	1,271	1,258	1,243	8,002
- Dự báo trước đây	3,054	1,933	1,326	1,313	1,296	8,922
- Thay đổi dự báo	-24,5%	-0,5%	-4,2%	-4,1%	-4,1%	-10,3%

Nguồn: DPM, VCSC

Hình 4: Giá bán của DCM và thay đổi dự báo lợi nhuận ròng

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2023-2027F
Giá bán urê (USD/tấn)						Trung bình
- Dự báo mới	450	400	350	350	350	380
- Dự báo trước đây	497	388	357	357	357	391
- Thay đổi dự báo	-9,5%	3,1%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-2,8%
LNST sau lợi ích CĐT (tỷ đồng)						Tổng cộng
- Dự báo mới	1.682	1.945	1.421	1.450	1.494	7.993
- Dự báo trước đây	2.390	1.977	1.630	1.666	1.708	9.371
- Thay đổi dự báo	-29,6%	-1,6%	-12,8%	-12,9%	-12,5%	-14,7%

Nguồn: DCM, VCSC

Cập nhật ngành

Thị trường urê toàn cầu

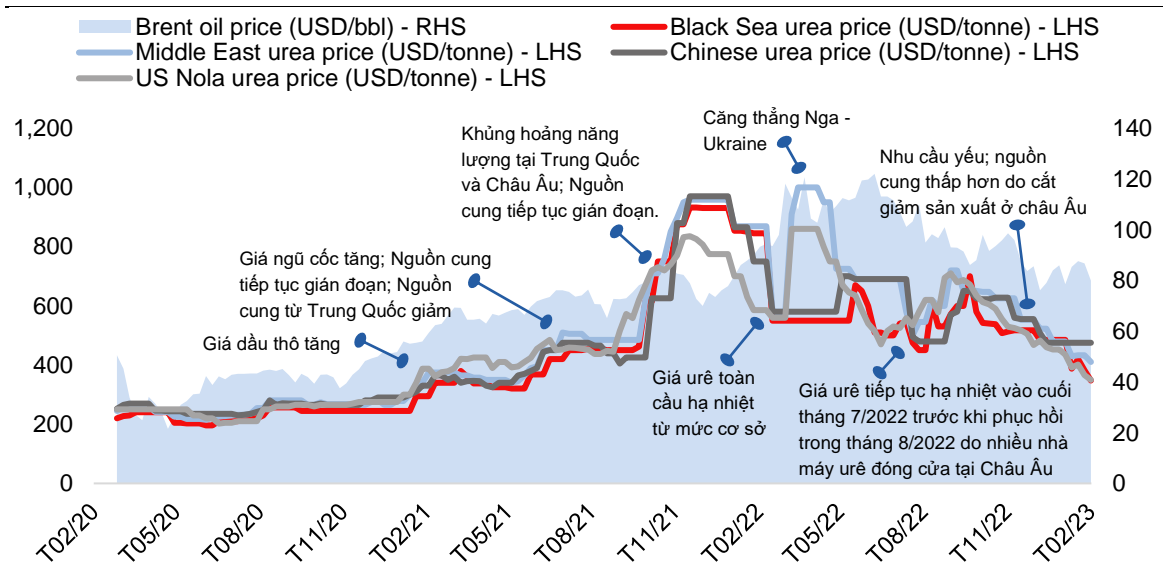
Trong năm 2022, giá urê Trung Đông trung bình đạt 700 USD/tấn (+32% YoY) — phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng đà tăng mạnh này là do 1) giá khí đốt tự nhiên tăng cao dẫn đến cắt giảm sản xuất urê ở Châu Âu và 2) xuất khẩu urê từ Trung Quốc giảm.

Tuy nhiên, giá urê Trung Đông đã giảm kể từ tháng 10/2022 do 1) nhu cầu urê thấp do giá urê tăng cao, 2) việc sản xuất trở lại của một số nhà máy urê chạy bằng khí đốt ở Châu Âu do giá khí đốt tự nhiên giảm và 3) xuất khẩu urê tăng từ Trung Quốc kể từ tháng 8/2022. Tính đến giữa tháng 2/2023, giá urê Trung Đông trung bình từ đầu năm đến nay là 411 USD/tấn — thấp hơn 29% so với mức trung bình của quý 4/2022.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% dự báo giá urê Trung Đông năm 2023 từ 539 USD/tấn xuống còn 450 USD/tấn. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá urê hiện tại có thể đã chạm đáy, điều này sẽ kích thích nhu cầu urê cao hơn trong những tháng tới. Ngoài ra, giá khí đốt ở Châu Âu dù đã giảm kể từ cuối tháng 8/2022 nhưng vẫn ở mức cao 18 USD/MMBTU - cao hơn 17% so với mức trước xung đột Nga – Ukraine và cao hơn 3,8 lần so với mức trước dịch COVID-19 (Hình 9). Do đó, châu Âu có thể ưu tiên nhập khẩu urê với giá cạnh tranh hơn tự sản xuất và chỉ một số nhà máy urê chạy bằng khí đốt ở châu Âu đã tạm ngừng sản xuất vào năm 2022 có thể hoạt động trở lại vào năm 2023. Ngoài ra, các doanh nghiệp trong ngành cho rằng xuất khẩu urê của Trung Quốc sẽ tăng trong năm 2023 so với năm 2022 do chi phí sản xuất cạnh tranh đối với các nhà máy urê chạy bằng than so với các nhà máy urê chạy bằng khí đốt ở Châu Âu và việc Trung Quốc mở cửa trở lại vào năm 2023. Chúng tôi cũng kỳ vọng xuất khẩu urê của Nga sẽ tăng vào năm 2023 nhờ hạn ngạch xuất khẩu phân đạm cao hơn, trong đó có urê. Những yếu tố này sẽ làm tăng nguồn cung urê, mặc dù ở mức thấp hơn so với trước xung đột Nga-Ukraine. Ngoài ra, nguồn cung urê tăng và nhu cầu phục hồi sẽ không gây thêm áp lực lên giá urê. Trong khi đó, chúng tôi hầu như vẫn duy trì giả định về giá urê Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027F (trung bình 15 năm) do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí đốt và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn.

Các hạn chế xuất khẩu phân bón của Trung Quốc có hiệu lực từ giữa tháng 10/2021 và được gia hạn đến cuối năm 2022. Tính đến thời điểm công bố báo cáo này, Trung Quốc chưa đưa ra bất kỳ thông báo nào về chính sách xuất khẩu phân bón của nước này từ năm 2023 trở đi. Tuy nhiên, Nga đã gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân đạm (bao gồm urê, amoniac và amoni nitrat) đến tháng 5/2023, nâng hạn ngạch lên gần 11,8 triệu tấn so với 8,3 triệu tấn như trước đây.

Hình 5: Diễn biến giá urê thế giới



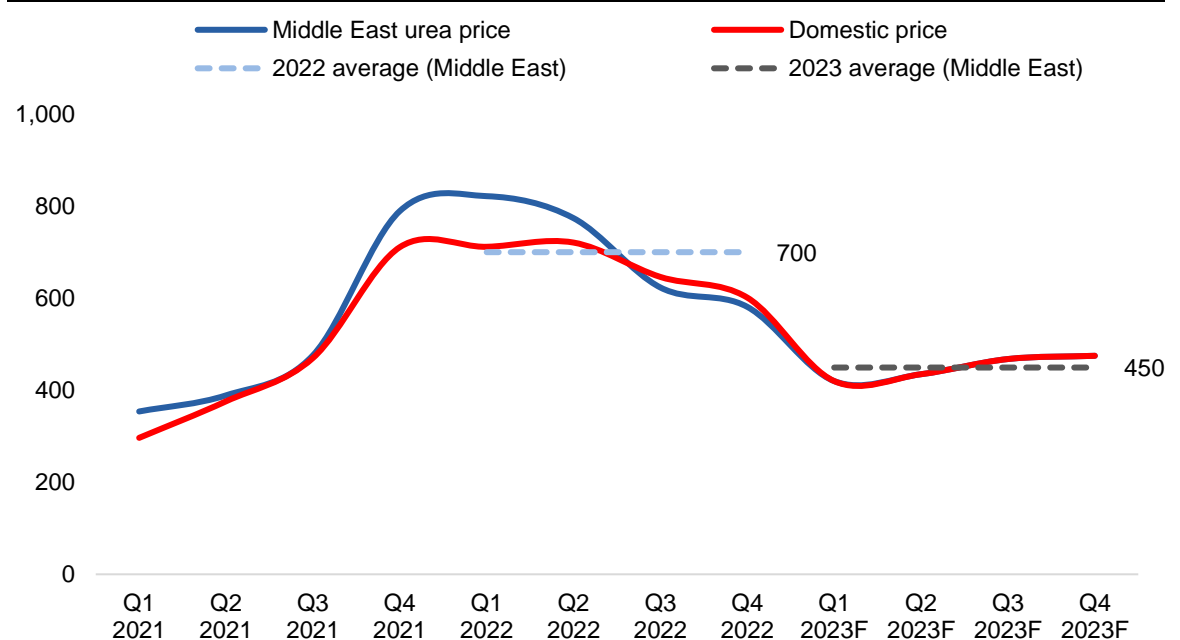
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Lưu ý: Giá Urê là dữ liệu theo tuần và được cập nhật đến ngày 16/02/2023.

Thị trường urê trong nước

Mặc dù thời tiết thuận lợi cho các hoạt động nông nghiệp trong năm 2022, nhưng nhu cầu urê của Việt Nam ước tính giảm 20%-30% YoY do 1) giá urê tăng cao cũng như 2) xung đột Nga-Ukraine và các chính sách hạn chế xuất khẩu urê ảnh hưởng đến việc xuất khẩu urê sang Việt Nam.

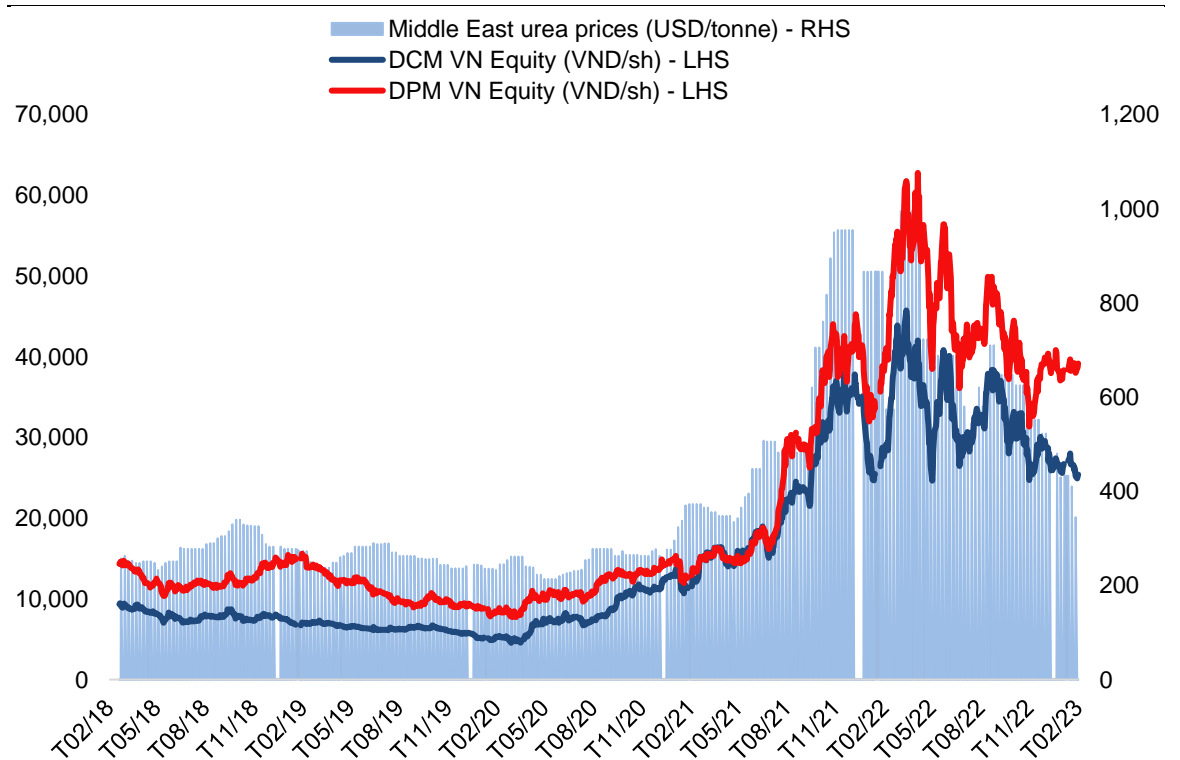
Trong năm 2023, các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng nhu cầu urê trong nước sẽ phục hồi do 1) giá urê thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái và 2) giá nông sản (chủ yếu là gạo) dự kiến sẽ tăng.

Hình 6: Giá urê Trung Đông so với giá urê trong nước (USD/tấn)



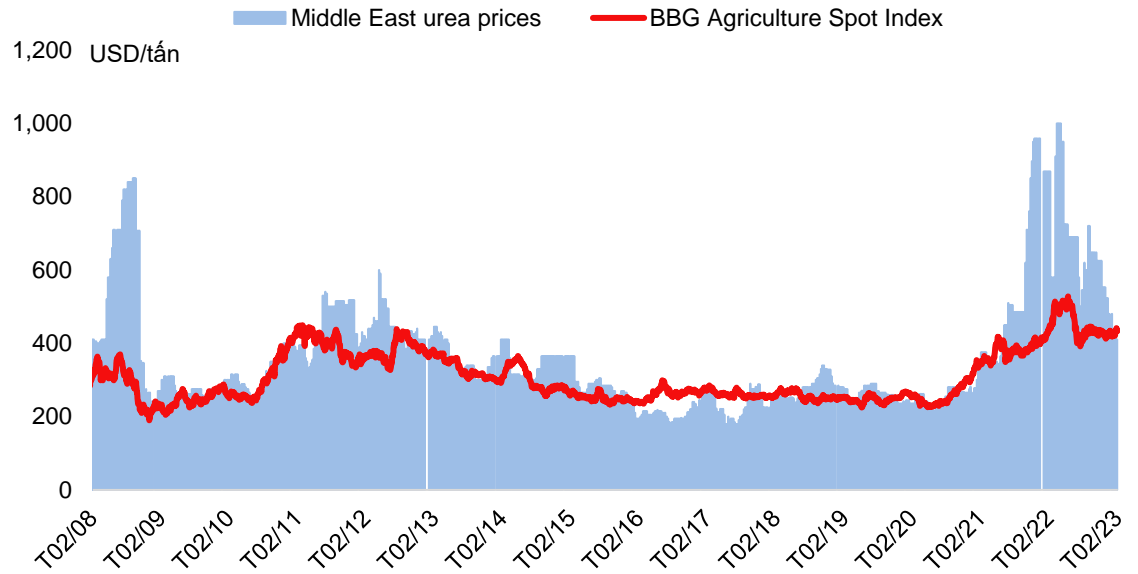
Nguồn: Bloomberg, VCSC, các doanh nghiệp trong ngành. Ghi chú: Số liệu thực tế cho 2021-2022; Dự báo của VCSC cho năm 2023.

Hình 7: Giá cổ phiếu DPM và DCM so với giá urê



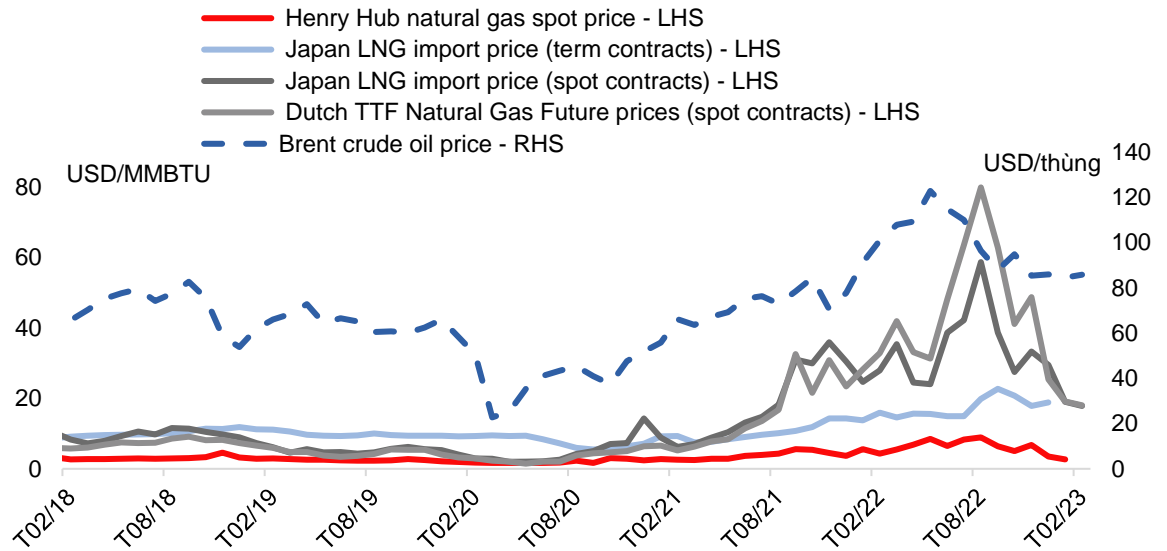
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Lưu ý: Dữ liệu giá urê được cập nhật vào ngày 16/02/2023.

Hình 8: Giá urê (USD/tấn) vs chỉ số giá Nông nghiệp BBG (USD)



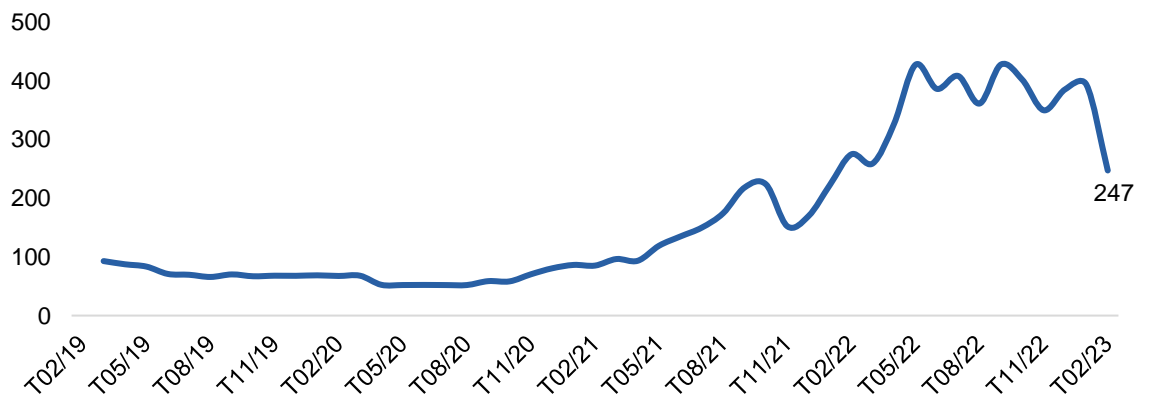
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Lưu ý: Chỉ số Nông nghiệp BBG được cấu thành bởi các chỉ số tương lai của đậu tương, ngô, lúa mì, cà phê, đường và bông.

Hình 9: Giá LNG giao ngay và kỳ hạn toàn cầu so với giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, Investing.com, VCSC

Hình 10: Giá than Newcastle (6.000 kcal/kg) - USD/tấn



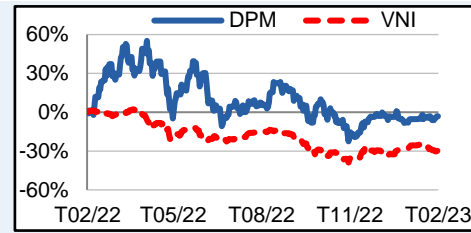
Nguồn: Investing.com, VCSC



Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) [KHẢ QUAN +15,2%]

Cập nhật

Ngành	Hóa nông		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	16/02/2023	Tăng trưởng DT	45,7%	-28,0%	-7,4%	-6,9%
Giá hiện tại	39.000VND	Tăng trưởng EPS (1)	93,7%	-58,7%	-16,6%	-33,9%
Giá mục tiêu	40.100VND	Tăng trưởng EPS (2)	79,2%	-58,7%	-16,6%	-33,9%
Giá mục tiêu gần nhất	43.100VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	5.586	2.307	1.923	1.271
TL tăng	+2,4%	Cổ tức (đồng)	7.000	5.000	5.000	3.000
Lợi suất cổ tức	12,8%	EV/EBITDA	1,0x	2,2x	2,8x	4,2x
Tổng mức sinh lời	+15,2%	P/E (2)	3,3x	8,0x	9,6x	14,5x



(1) cổ tức; (2) báo cáo

		DPM	Peers ⁽³⁾	VNI
GT vốn hóa	647tr USD			
Room KN	523tr USD	P/E (trượt)	3,3x	7,9x
GTGD/ngày (30n)	2,6tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	2,8x
Cổ phần Nhà nước	59,6%	Nợ ròng/CSH	-59,6%	26,6%
SL cổ phiếu lưu hành	391,4tr	ROE	30,0%	21,7%
Pha loãng	391,4tr	ROA	35,3%	10,2%

(3) giá trị trung bình của các CT cùng ngành nước ngoài (P/E trung bình 5 năm)

Tổng quan công ty

DPM là nhà sản xuất ure 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 ure 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.

Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Giá ure phục hồi sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho DPM thêm 7% còn 40.100 đồng/cổ phiếu và điều chỉnh khuyến nghị từ MUA còn KHẢ QUAN. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 thêm 10% tương ứng với giả định giá bán trung bình (ASP) của ure thấp hơn trung bình 5% trong giai đoạn này.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 59% YoY chủ yếu do ASP của ure giảm 31% YoY.
- DPM có năng lực tài chính vững mạnh với lượng tiền mặt ròng là 8,3 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu là -59,6% vào cuối năm 2022, điều này sẽ giúp công ty có thể trả cổ tức tiền mặt ở mức cao từ 3.000-5.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 8%-13%) trong giai đoạn 2023-2027.
- Định giá của DPM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023/2024 là 8,0x/9,6x — chiết khấu 27%/12% so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực — và EV/EBITDA năm 2023 là 2,2x.
- Yếu tố hỗ trợ: Giá ure cao hơn dự kiến; ure được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.
- Rủi ro: Giá ure giảm mạnh hơn kỳ vọng; giá dầu nhiên liệu/khí trong nước tăng.

Giá ure phục hồi từ mức cơ sở thấp do nhu cầu ure phục hồi. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá ure trung bình hiện tại ở Trung Đông (411 USD/tấn) có thể đã chạm đáy, điều này sẽ kích thích nhu cầu ure cao hơn trong những tháng tới. Chúng tôi giảm dự báo giá ure Trung Đông trung bình cho năm 2023 từ 539 USD/tấn còn 450 USD/tấn (90% mức trước xung đột Nga-Ukraine). Trong khi đó, chúng tôi nhìn chung vẫn duy trì giả định về giá ure Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027 do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí đốt và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn. Do giá ure đã giảm kể từ tháng 10/2022 xuống mức hợp lý vào giữa tháng 2/2023, chúng tôi cho rằng DPM và DCM sẽ không hỗ trợ nông dân trong giai đoạn 2023-2027. Do đó, chúng tôi loại bỏ mức chênh lệch 7% giữa giá bán trung bình của DPM và DCM so với giá ure quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá ure Trung Đông thấp hơn và giả định thấp hơn về mức trượt giá của VND so với USD, chúng tôi đã giảm dự báo giá bán trung bình bằng VND của DPM và DCM thêm khoảng 13%-14% trong năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ ure trong nước sẽ tăng vào năm 2023. Theo DPM, nhu cầu phân bón trong nước giảm 20%-30% YoY vào năm 2022 do giá phân bón tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ ure trong nước sẽ phục hồi vào năm 2023 do chúng tôi dự báo giá ure sẽ giảm 31% YoY. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng bán của DPM sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023

mặc dù đợt bảo dưỡng kéo dài 1 tháng dự kiến vào quý 2/2023 do công ty dự trữ một số hàng tồn kho để bán vào năm 2023.

Nguồn cung khí đầu vào được đảm bảo. DPM cho biết nếu lượng khí từ mỏ khí giá rẻ Bạch Hổ và các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long không đáp ứng đủ nhu cầu trong giai đoạn 2023-2025, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) sẽ cho phép DPM dùng khí từ các mỏ khí ở bể Nam Côn Sơn. Chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DPM sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023 do chúng tôi kỳ vọng giá dầu nhiên liệu thấp hơn trong năm 2023 sẽ bù đắp cho tỷ lệ khí cao hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	18.627	13.414	12.427	11.569	Tiền và tương đương	1.884	3.094	2.916	2.824
Giá vốn hàng bán	-10.746	-9.653	-9.122	-9.138	Đầu tư TC ngắn hạn	7.080	7.080	7.080	7.080
Lợi nhuận gộp	7.881	3.761	3.305	2.432	Các khoản phải thu	267	93	61	34
Chi phí bán hàng	-978	-855	-841	-796	Hàng tồn kho	3.920	2.645	2.499	2.503
Chi phí quản lí DN	-559	-592	-598	-564	TS ngắn hạn khác	476	476	476	476
LN thuần HĐKD	6.345	2.315	1.867	1.072	Tổng TS ngắn hạn	13.628	13.388	13.033	12.918
Doanh thu tài chính	365	538	509	500	TS dài hạn (gộp)	12.963	13.263	13.563	13.863
Chi phí tài chính	-85	-67	-57	-46	- Khấu hao lũy kế	-9.508	-9.907	-10.307	-10.706
Trong đó, chi phí lãi vay	-65	-67	-57	-46	TS dài hạn (ròng)	3.455	3.355	3.256	3.156
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	3	3	3	Đầu tư TC dài hạn	12	12	12	12
Lợi nhuận/(chi phí) khác	19	19	19	19	TS dài hạn khác	652	652	652	652
LNTT	6.646	2.807	2.340	1.547	Tổng TS dài hạn	4.120	4.020	3.921	3.821
Thuế TNDN	-1.040	-477	-398	-263	Tổng Tài sản	17.748	17.408	16.954	16.739
LNST trước CĐTS	5.606	2.330	1.942	1.284	Phải trả ngắn hạn	869	737	696	697
Lợi ích CĐ thiểu số	-20	-23	-19	-13	Nợ ngắn hạn	202	119	119	119
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	5.586	2.307	1.923	1.271	Nợ ngắn hạn khác	1.952	1.272	992	784
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi	5.586	2.307	1.923	1.271	Tổng nợ ngắn hạn	3.023	2.127	1.807	1.601
EBITDA	6.860	2.715	2.266	1.471	Nợ dài hạn	505	689	570	451
EPS báo cáo, VND	11.847	4.892	4.078	2.696	Nợ dài hạn khác	181	181	181	181
EPS điều chỉnh, VND	11.847	4.892	4.078	2.696	Tổng nợ	3.709	2.997	2.557	2.232
EPS pha loãng, VND	11.847	4.892	4.078	2.696	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	7.000	5.000	5.000	3.000	Vốn cổ phần	3.914	3.914	3.914	3.914
DPS/EPS (%)	59%	102%	123%	111%	Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	9.917	10.267	10.233	10.330
Tăng trưởng					Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	45,7%	-28,0%	-7,4%	-6,9%	Lợi ích CĐTS	186	210	229	242
Tăng trưởng LN HĐKD	79,1%	-63,5%	-19,4%	-42,6%	Vốn chủ sở hữu	14.039	14.412	14.397	14.507
Tăng trưởng LNTT	74,9%	-57,8%	-16,6%	-33,9%	Tổng cộng nguồn vốn	17.748	17.408	16.954	16.739
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	93,7%	-58,7%	-16,6%	-33,9%	CP lưu hành cuối năm (tr)	391	391	391	391
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	42,3%	28,0%	26,6%	21,0%	Tiền đầu năm	2.529	1.884	3.094	2.916
Biên LN từ HĐ %	34,1%	17,3%	15,0%	9,3%	Lợi nhuận sau thuế	5.586	2.307	1.923	1.271
Biên EBITDA	36,8%	20,2%	18,2%	12,7%	Khấu hao	514	400	400	400
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	30,0%	17,2%	15,5%	11,0%	Thay đổi vốn lưu động	-254	637	-144	-183
ROE %	30,0%	17,2%	15,5%	11,0%	Điều chỉnh khác	-881	0	0	0
ROA %	35,3%	13,1%	11,2%	7,5%	Tiền từ hoạt động KD	4.965	3.344	2.179	1.488
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-90	-300	-300	-300
Số ngày tồn kho	113,7	100,0	100,0	100,0	Đầu tư, ròng	-3.354	0	0	0
Số ngày phải thu	11,6	11,6	11,6	11,6	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.444	-300	-300	-300
Số ngày phải trả	27,9	27,9	27,9	27,9	Cổ tức đã trả	-1.956	-1.957	-1.957	-1.174
TG luân chuyển tiền	97,5	83,8	83,8	83,8	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2	-83	0	0
CS thanh toán hiện hành	4,5	6,3	7,2	8,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-195	184	-119	-119
CS thanh toán nhanh	3,2	5,1	5,8	6,5	Tiền từ các hoạt động TC khác	-11	23	19	13
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,5	1,6	1,8	Tiền từ hoạt động TC	-2.156	-1.833	-2.057	-1.280
Nợ/Tài sản	4,0%	4,6%	4,1%	3,4%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.698	1.805	1.090	410
Nợ/Vốn sử dụng	4,8%	5,3%	4,6%	3,8%	Tiền cuối năm	2.126	3.931	5.022	5.432
Nợ/Vốn CSH	-59,6%	-66,0%	-65,7%	-65,4%					
Khả năng thanh toán lãi vay	97,9	34,4	33,0	23,3					

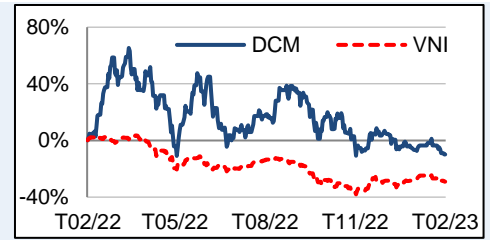
Nguồn: DPM, VCSC



CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) [KHẢ QUAN +16,1%]

Cập nhật

Ngành	Hóa nông		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	16/02/2023	Tăng trưởng DT	61,3%	-25,8%	-5,8%	-5,5%
Giá hiện tại	25.400VND	Tăng trưởng EPS	134,5%	-60,7%	15,7%	-26,9%
Giá mục tiêu	27.700VND	LNST (tỷ đồng)	4.275	1.682	1.945	1.421
Giá mục tiêu gần nhất	32.600VND	Cổ tức (đồng)	2.500	1.800	2.000	2.000
TL tăng	+9,1%	EV/EBITDA	0,8x	1,1x	0,9x	1,0x
Lợi suất cổ tức	7,1%	P/E ⁽²⁾	3,4x	8,7x	7,5x	10,3x
Tổng mức sinh lời	+16,1%	P/E ⁽³⁾	3,4x	6,7x	7,0x	9,3x



			DCM	Peers ⁽¹⁾	VNI
GT vốn hóa	570tr USD				
Room KN	214tr USD	P/E (trượt) ⁽³⁾	3,4x	7,9x	13,6x
GTGD/ngày (30n)	3,0tr USD	P/B (hiện tại)	1,3x	2,8x	1,7x
Cổ phần Nhà nước	75,6%	Nợ ròng/CSH	-84,3%	26,6%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	530tr	ROE	47,2%	21,7%	14,1%
Pha loãng	530tr	ROA	33,8%	10,2%	2,2%

Tổng quan công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất ure hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy ure hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm và nhà máy NPK với công suất 300.000 tấn/năm.

(1) giá trị trung bình của các CT cùng ngành nước ngoài (P/E trung bình 5 năm); (2) báo cáo; (3) P/E điều chỉnh theo giá định chính sách chiết khấu 20 năm thông thường

Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Giá ure phục hồi, cổ tức hấp dẫn hỗ trợ giá cổ phiếu

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho DCM thêm 15% còn 27.700 đồng/cổ phiếu và điều chỉnh khuyến nghị từ MUA còn KHẢ QUAN. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2023-2027 thêm 15% tương ứng với giá định giá bán trung bình (ASP) của ure thấp hơn 6% trong giai đoạn này.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2023 sẽ giảm 61% YoY do chúng tôi cho rằng ASP của ure giảm 30% YoY sẽ ảnh hưởng việc giá khí đầu vào trung bình giảm 8% YoY và sản lượng bán cao hơn.
- Năng lực tài chính của DCM mạnh mẽ với lượng tiền mặt ròng là 8,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu là -84,3% vào cuối năm 2022, điều này sẽ hỗ trợ cho mức cổ tức tiền mặt dự kiến của chúng tôi là 1.800-2.000 đồng/cổ phiếu/năm (lợi suất 7%-8%) trong giai đoạn 2023-2027.
- Định giá của DCM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023/2024 là 8,7x/7,5x — thấp hơn 20%/31% so với P/E trượt trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực.
- Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức năm 2022/sản lượng bán năm 2023 cao hơn dự kiến; triển khai lại việc thoái vốn Nhà nước; ure được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.
- Rủi ro: Giá ure giảm mạnh hơn kỳ vọng; giá dầu nhiên liệu/khí trong nước cao hơn.

Giá ure phục hồi từ mức cơ sở thấp do nhu cầu ure phục hồi. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá ure Trung Đông trung bình hiện tại (411 USD/tấn) có thể đã chạm đáy, điều này sẽ kích thích nhu cầu ure cao hơn trong những tháng tới. Chúng tôi giảm dự báo giá ure Trung Đông trung bình cho năm 2023 từ 539 USD/tấn còn 450 USD/tấn (90% mức trước xung đột Nga-Ukraine). Trong khi đó, chúng tôi hầu như vẫn duy trì giá định về giá ure Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027 do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí đốt và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn. Do giá ure đã giảm kể từ tháng 10/2022 xuống mức hợp lý vào giữa tháng 2/2023, chúng tôi cho rằng DPM và DCM sẽ không hỗ trợ nông dân trong giai đoạn 2023-2027. Do đó, chúng tôi loại bỏ mức chênh lệch 7% giữa giá bán trung bình của DPM và DCM so với giá ure quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá ure Trung Đông thấp hơn và giá định thấp hơn về mức trượt giá của VND so với USD, chúng tôi đã giảm dự báo giá bán trung bình bằng VND của DPM và DCM thêm khoảng 13%-14% trong năm 2023.

Chúng tôi giảm dự báo giá khí đầu vào năm 2023 thêm 7% sau khi giảm dự báo giá dầu nhiên liệu năm 2023 thêm 10% như đã nêu trong [Báo cáo cập nhật GAS](#) ngày 08/02/2022 của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động dài hạn của nhà máy urê của DCM đạt 106%. Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bán urê hàng năm đạt 850.000 tấn trong giai đoạn 2023-2027 (hiệu suất hoạt động là 106%) do chúng tôi kỳ vọng 1) nhu cầu trong nước sẽ tăng khi giá urê giảm và 2) nhu cầu vững chắc đối với urê của DCM từ nước ngoài (ví dụ: từ Campuchia và Ấn Độ).

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)					Bảng CĐKT (tỷ đồng)				
	2022	2023F	2024F	2025F		2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	15.924	11.809	11.130	10.520	Tiền và tương đương	2.126	3.931	5.022	5.432
Giá vốn hàng bán	-10.313	-9.348	-8.552	-8.624	Đầu tư TC ngắn hạn	6.812	6.812	6.812	6.812
Lợi nhuận gộp	5.611	2.461	2.578	1.895	Các khoản phải thu	187	236	314	383
Chi phí bán hàng	-699	-554	-518	-485	Hàng tồn kho	2.272	2.029	1.856	1.872
Chi phí quản lí DN	-604	-521	-476	-434	TS ngắn hạn khác	237	237	237	237
LN thuần HĐKD	4.308	1.386	1.584	977	Tổng TS ngắn hạn	11.634	13.245	14.240	14.736
Doanh thu tài chính	301	439	520	569	TS dài hạn (gộp)	15.499	15.799	16.099	16.399
Chi phí tài chính	-60	-38	-37	-36	- Khấu hao lũy kế	-13.243	-14.648	-15.131	-15.615
Trong đó, chi phí lãi vay	-10	-12	-10	-9	TS dài hạn (ròng)	2.257	1.151	968	785
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	3	3	3	3	TS dài hạn khác	303	303	303	303
LNTT	4.551	1.790	2.071	1.513	Tổng TS dài hạn	2.559	1.454	1.271	1.087
Thuế TNDN	-271	-107	-123	-90	Tổng Tài sản	14.193	14.700	15.511	15.823
LNST trước CĐTS	4.281	1.683	1.948	1.423	Phải trả ngắn hạn	1.021	951	987	1.114
Lợi ích CĐ thiểu số	-5	-2	-2	-2	Nợ ngắn hạn	3	219	192	186
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	4.275	1.682	1.945	1.421	Nợ ngắn hạn khác	1.913	1.913	1.722	1.550
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	4.275	1.682	1.945	1.421	Tổng nợ ngắn hạn	2.937	3.084	2.902	2.849
EBITDA	5.708	2.792	2.068	1.460	Nợ dài hạn	1	0	0	0
EPS báo cáo, VND	7.427	2.921	3.379	2.469	Nợ dài hạn khác	634	634	634	634
EPS điều chỉnh, VND	7.427	2.921	3.379	2.469	Tổng nợ	3.572	3.718	3.536	3.484
EPS pha loãng, VND	7.427	2.921	3.379	2.469	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	2.500	1.800	2.000	2.000	Vốn cổ phần	5.294	5.294	5.294	5.294
DPS/EPS (%)	34%	62%	59%	81%	Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	5.298	5.655	6.648	7.010
Tăng trưởng					Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	61,3%	-25,8%	-5,8%	-5,5%	Lợi ích CĐTS	29	31	33	35
Tăng trưởng LN HĐKD	135,1%	-67,8%	14,3%	-38,4%	Vốn chủ sở hữu	10.621	10.980	11.975	12.339
Tăng trưởng LNTT	132,7%	-60,7%	15,7%	-26,9%	Tổng cộng nguồn vốn	14.193	14.700	15.511	15.823
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	134,5%	-60,7%	15,7%	-26,9%	SL cổ phiếu lưu hành, tr	530	530	530	530
Khả năng sinh lời					LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	35,2%	20,8%	23,2%	18,0%	Tiền đầu năm	428	2.126	3.931	5.022
Biên LN từ HĐ %	27,1%	11,7%	14,2%	9,3%	Lợi nhuận sau thuế	4.275	1.682	1.945	1.421
Biên EBITDA	35,8%	23,6%	18,6%	13,9%	Khấu hao	1.400	1.406	483	483
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	26,8%	14,2%	17,5%	13,5%	Thay đổi vốn lưu động	227	125	-60	-131
ROE %	47,2%	15,6%	16,9%	11,7%	Điều chỉnh khác	-117	0	0	0
ROA %	33,8%	11,6%	12,9%	9,1%	Tiền từ hoạt động KD	5.786	3.212	2.368	1.774
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-133	-300	-300	-300
Số ngày tồn kho	79,2	79,2	79,2	79,2	Đầu tư, ròng	-2.241	0	0	0
Số ngày phải thu	4,3	7,3	10,3	13,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-2.374	-300	-300	-300
Số ngày phải trả	32,1	37,1	42,1	47,1	Cổ tức đã trả	-948	-1.324	-953	-1.059
TG luân chuyển tiền	51,4	49,4	47,4	45,4	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-687	217	-27	-7
CS thanh toán hiện hành	4,0	4,3	4,9	5,2	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2	-1	0	0
CS thanh toán nhanh	3,2	3,6	4,3	4,5	Tiền từ các hoạt động khác	0	2	2	2
CS thanh toán tiền mặt	0,7	1,3	1,7	1,9	Tiền từ hoạt động TC	-1.637	-1.107	-978	-1.064
Nợ/Tài sản	0,0%	1,5%	1,2%	1,2%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.698	1.805	1.090	410
Nợ/Vốn sử dụng	0,0%	2,0%	1,6%	1,5%	Tiền cuối năm	2.126	3.931	5.022	5.432
Nợ/Vốn CSH	-84,3%	-96,1%	-97,5%	-98,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	419,2	117,7	153,9	103,2					

Nguồn: DCM, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Phúc Thanh Ngân, 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 HOÃN	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

Trụ sở chính

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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Đồng Đa

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

– Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán -

Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
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 điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, 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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

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.