Company Report: PetroVietnam Fertilizer and Chemical Corporation (HOSE: DPM)

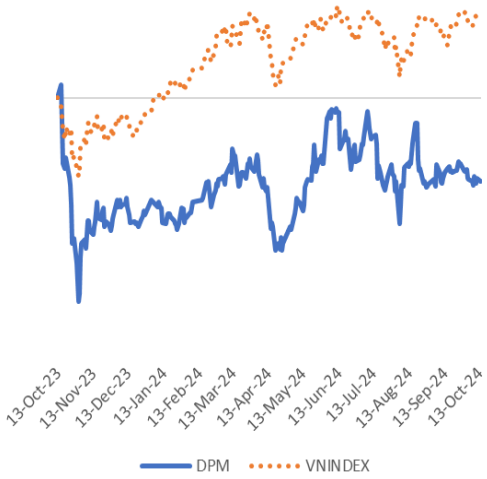
Analyst:
Nguyễn Đức Bình
binhnd@gtjas.com.vn
(024) 35.730.073 – ext: 704

14-OCT-2024

Báo cáo lần đầu DPM: Cho những vụ mùa bội thu

Khuyến nghị:	**MUA**
6-18m TP:	**VND 40,500**
Giá cp hiện tại:	VND 35,000

Tỷ suất sinh lời lũy kế cổ phiếu 12M (%)



Chúng tôi đánh giá cổ phiếu DPM có tiềm năng tăng giá từ việc giá khí tự nhiên trên thế giới có thể tăng nhẹ trong trung hạn thời gian sắp tới. Một catalyst nữa cho cổ phiếu DPM là việc Quốc hội đang xem xét thông qua việc đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT. Nếu mặt hàng phân bón được đưa vào diện chịu thuế GTGT, sẽ giúp cho các doanh nghiệp ngành phân bón trong nước được khấu trừ thuế, giúp giảm chi phí sản xuất và tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu. DPM là doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, vị thế lớn trong ngành. Chúng tôi định giá cổ phiếu DPM ở mức **40,500 đồng/cp** (giá mục tiêu 6-18 tháng), tương đương **+15.71%** so với mức giá hiện tại, và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DPM**.

Thay đổi giá cp	1M	3M	12M
Thay đổi giá %	-1.41	-6.54	-11.62
Thay đổi VN-Index %	+2.77	+0.44	+11.40
Giá TB (VND)	35,462	35,454	34,747

Sources: Guotai Junan (VN), investing.com

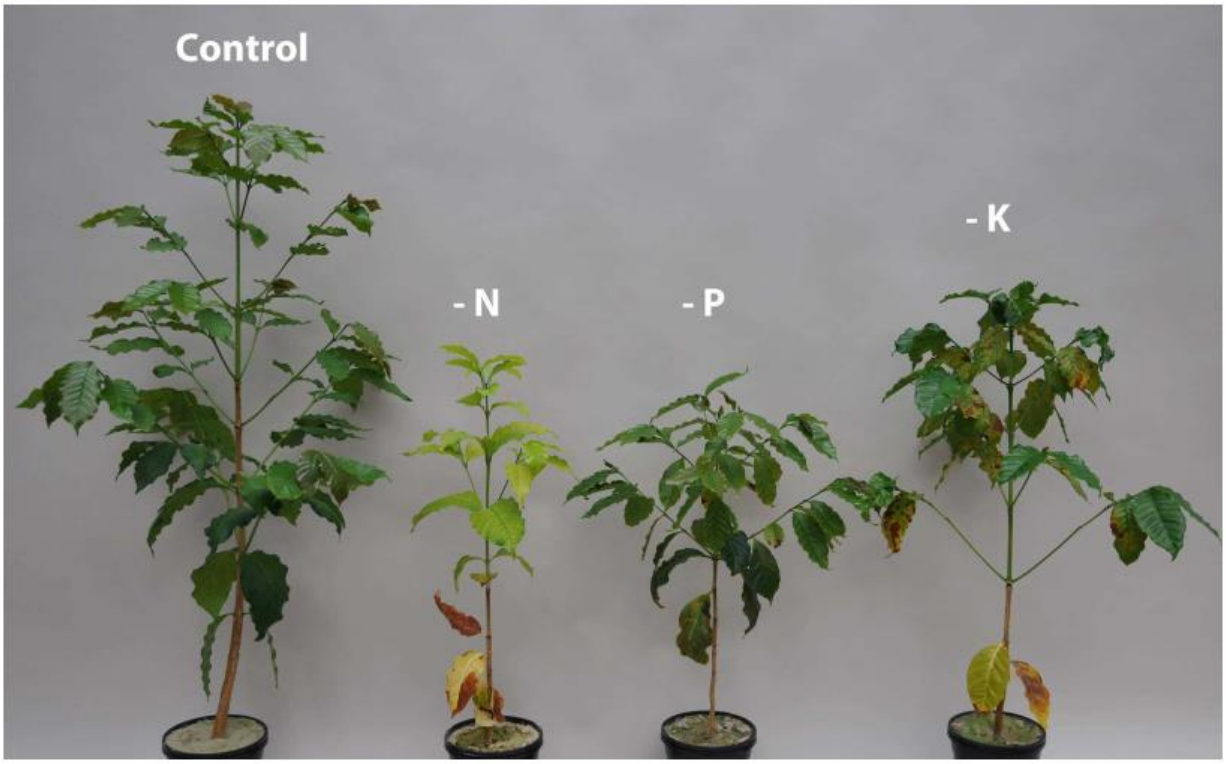
Year	Net Sales (VND b)	PATMI (VND b)	Assets (VND b)	Equity net MI (VND b)	EPS (VND)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2021A	12,786	7,749	13,917	10,515	7,415	5,000	24.72	33.52
2022A	18,627	13,581	17,699	13,831	14,218	7,000	35.20	45.71
2023A	13,569	1,030	13,309	11,370	1,028	2,000	3.35	4.12

SL cp lưu hành (triệu cp)	319.3	Cổ đông lớn (%)	PVN 59.59%
Vốn hóa TT. (VND b)	13,775	Free float (%)	45
Volume giao dịch TB 10 ngày (cp)	2,574,700		
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	38,190/26,910		

Sources: the Company, FiinPro X, Guotai Junan (VN)

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ SẢN PHẨM PHÂN BÓN HÓA HỌC

Ngành phân bón là nền tảng của nền nông nghiệp toàn cầu, cung cấp các chất dinh dưỡng thiết yếu cho cây trồng và đóng góp đáng kể vào an ninh lương thực trên toàn thế giới. Phân bón có thể chia ra thành 2 loại: phân bón hữu cơ và phân bón hóa học. Theo báo cáo của FAO năm 2019, phân bón cả hóa học và hữu cơ ước tính đóng góp trực tiếp và gián tiếp vào việc tạo ra 95% thực phẩm toàn cầu. Ví dụ về việc đóng góp gián tiếp của phân bón cho sản xuất thực phẩm là việc sản xuất thịt bò, thịt lợn: tuy bò, lợn không trực tiếp sử dụng phân bón, thức ăn chăn nuôi cho bò, lợn (ngô, đậu nành, cám) được sản xuất nhờ sự hỗ trợ của phân bón. Điều này có nghĩa là chỉ có 5% thực phẩm toàn cầu được tạo ra mà không cần tới phân bón. Theo số liệu khác của The Economist, vào năm 1960, thực phẩm thu hoạch mà không cần dùng đến phân bón hóa học đã nuôi sống khoảng 87% dân số thế giới. Đến năm 2015, tỷ lệ này đã giảm xuống chỉ còn 52% dân số. Như vậy, vào năm 2015, phân bón hóa học đóng góp vào việc nuôi sống 48% dân số thế giới. Tỷ lệ này đến nay có thể đã cao hơn. Điều này cho thấy tầm quan trọng của phân bón hóa học. Bài phân tích này tập trung vào sản phẩm phân bón hóa học, là sản phẩm của DPM (từ đây, có thể gọi tắt là phân bón).



Ảnh minh họa hậu quả của việc thiếu N, P, hoặc K đối với thực vật (Nguồn: Yara International)

Phân bón hóa học có thể chia ra 3 loại chính: phân bón gốc nitơ - N (trong đó nguyên liệu chi phí cao nhất để sản xuất ra là khí đốt tự nhiên), kali - K (cung cấp kali dưới dạng K2O) và phốt phát - P (cung cấp phốt pho dưới dạng P2O5). Ngoài ra, còn một loại phân bón nữa là NPK cung cấp cả 3 dưỡng chất N, P, và K cho cây trồng. N, P, và K là ba chất dinh dưỡng quan trọng, không thể thay thế đối với cây trồng. Thiếu một trong ba dưỡng chất kể trên, cây trồng sẽ không thể phát triển bình thường. Bên cạnh N, P, K, cây trồng còn cần đến một số chất dinh dưỡng thứ yếu khác là lưu huỳnh, magiê, và canxi. Thông thường, trong phân bón hóa học cho cây sẽ có trộn lẫn một lượng các loại dưỡng chất thứ yếu.

Nhóm phân bón	Tên thương mại	%N	%P2O5	%K2O
Phân bón gốc N	AN - Ammonium nitrate	33.5	0	0
	CAN – Calcium Ammonium Nitrate	26	0	0
	UAN - Urea Ammonium Nitrate	32	0	0
	Urea	46	0	0
Phân bón gốc P	DAP – Diammonium Phosphate	18	46	0
	MAP - Monoammonium Phosphate	11	52	0
Phân bón gốc K	MOP - Muriate of Potash	0	0	60
Phân bón NPK	NPK 15-15-15	15	15	15

Bảng các loại phân bón hóa học chủ yếu và hàm lượng các dưỡng chất (Nguồn: Agricultural Market Information System)

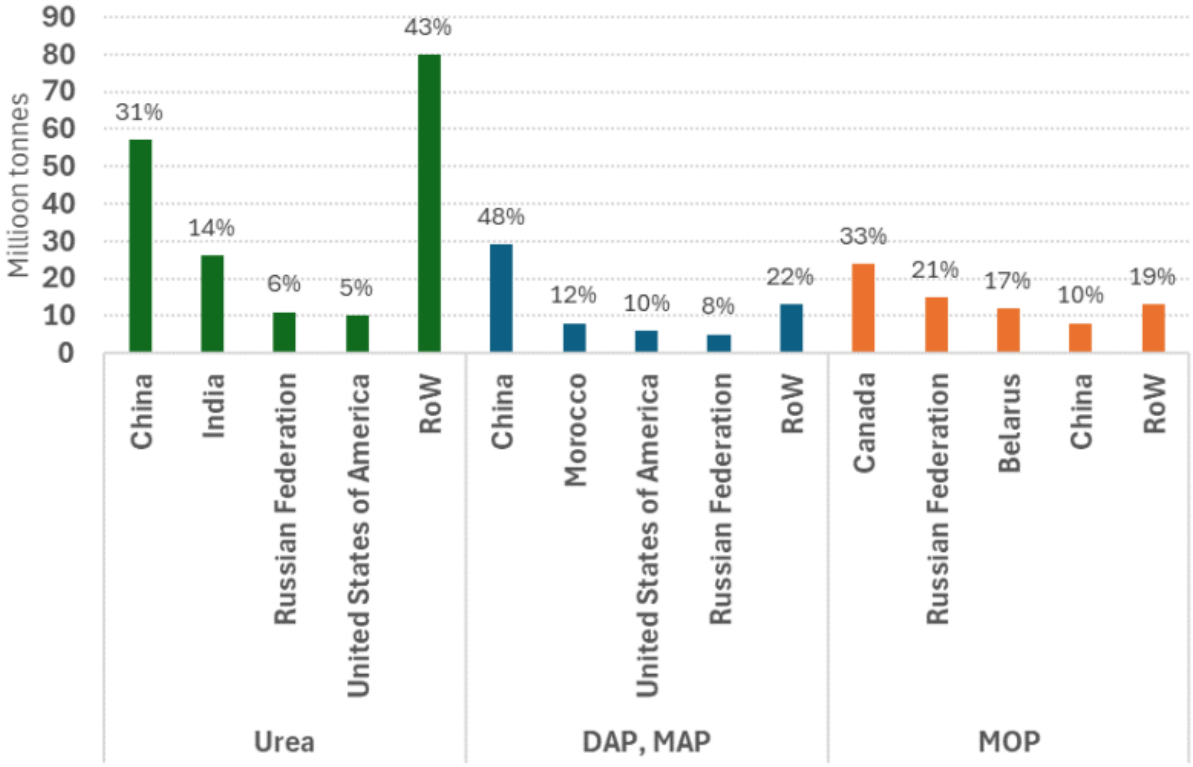
Một thông tin đáng lưu ý là: Đất có khả năng giữ lại phốt pho và kali trong thời gian lâu hơn nitơ. Nông dân phải sử dụng phân bón bổ sung nitơ thường xuyên hơn. Ngược lại, nông dân có thể quyết định bỏ qua việc bón phân P và K tùy theo bối cảnh thị trường. Do đó, việc sử dụng phân bón phốt phát và kali trên toàn cầu có thể thay đổi từ năm này sang năm khác. Điều này khác với việc sử dụng phân bón bổ sung nitơ. Do đó, nhu cầu phân bón gốc nitơ có mức độ ổn định cao hơn so với các loại phân bón gốc K, P.

SẢN XUẤT PHÂN BÓN HÓA HỌC

Nitơ (N) có nhiều trong không khí. Amoniac được tạo ra bằng cách trộn nitơ từ không khí và hydro từ khí thiên nhiên hoặc than đá dưới nhiệt độ và áp suất cao. Amoniac có thể được sử dụng trực tiếp để bón phân nhưng chủ yếu được sử dụng làm tiền chất để sản xuất các loại phân bón khác. Nó được trộn với carbon dioxide để sản xuất urea, loại phân bón gốc N được sử dụng rộng rãi nhất. Amoniac cũng có thể được sử dụng để tạo ra nitrid acid, sau đó lại được trộn chung với loại acid này để sản xuất nitrates. Cuối cùng, Urea Ammonium Nitrate (UAN) được thu hoạch bằng cách trộn dung dịch urea hòa tan được đun nóng với dung dịch Ammonium Nitrate hòa tan được đun nóng.

Phốt pho có nhiều trong và được chiết xuất từ đá phosphate. Đá phosphate có thể được xử lý bằng sulfuric acid để tạo ra phosphoric acid. Phosphoric acid sau đó được trộn với amoniac. Quá trình này tạo ra các loại phân bón phosphate được sử dụng rộng rãi nhất: diammonium

phosphate (DAP) và monoammonium phosphate (MAP).
Kali được khai thác từ quặng kali. Quặng kali được tinh chế để thu được kali muriate (MOP). MOP có thể được sử dụng để bón phân. MOP cũng có thể tiếp tục được xử lý bằng acid, sẽ thu được kali nitrate và kali sulphate.
Các loại phân bón hóa học sau đó có thể được trộn thêm các chất dinh dưỡng khác cho cây trồng và đem sử dụng, hoặc trộn lẫn nhau để tạo ra phân NPK.



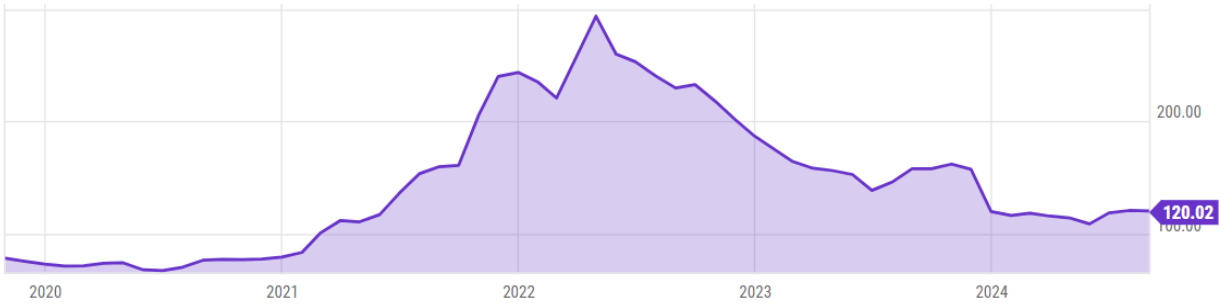
Sản lượng sản xuất (triệu tấn) các loại phân bón của các quốc gia năm 2021 (Nguồn: Agricultural Market Information System)

Việc sản xuất phân bón hóa học đòi hỏi nguồn tài nguyên dồi dào. Việc sản xuất phân bón gốc P và gốc K chỉ tập trung ở một số quốc gia trên thế giới. Theo số liệu trong giai đoạn 2018-2022, Trung Quốc, Ma-rốc, Mỹ, và Nga sản xuất khoảng 80% sản lượng phân bón gốc P toàn cầu. Cùng giai đoạn, Canada, Nga, Belarus, Trung Quốc sản xuất khoảng 80% sản lượng phân bón gốc K toàn cầu. Đây là những quốc gia có nguồn tài nguyên P hoặc K lớn.
Riêng nitơ có thể khai thác được từ không khí, nên có thể được sản xuất ở bất cứ đâu trên thế giới. Tuy nhiên, quy trình sản xuất phân bón gốc N đòi hỏi đầu vào năng lượng lớn. Do đó, sản xuất phân bón gốc N phát triển mạnh ở các quốc gia có nguồn tài nguyên khí thiên nhiên hoặc than đá dồi dào. Trung Quốc, Ấn Độ, Nga, Mỹ là các quốc gia sản xuất nhiều urea nhất thế giới. 4 quốc gia này chiếm hơn 50% sản lượng urea sản xuất trên toàn cầu, số liệu trong giai đoạn từ 2018-2022.

DIỄN BIẾN GIÁ PHÂN BÓN HÓA HỌC THẾ GIỚI

Giá phân bón hóa học đã đặc biệt tăng mạnh vào năm 2021 do một số yếu tố, chủ yếu là do chi phí năng lượng và vận tải tăng khi các nền kinh tế hoạt động trở lại sau giãn cách bởi đại dịch COVID-19. Cuộc xâm lược của Nga vào Ukraine và các lệnh trừng phạt đối với Nga của Mỹ và đồng minh sau đó đã khiến giá cả tăng cao hơn nữa. Nga là quốc gia sản xuất phân bón hóa học rất

quan trọng. Năm 2021, có 25 quốc gia nhập khẩu >30% nhu cầu phân bón của họ từ Nga. Các lệnh trừng phạt áp dụng vào tháng 12 năm 2021 đối với Belarus, quốc gia sản xuất 17% phân bón gốc kali của thế giới, khiến tình hình trở nên tồi tệ hơn.



Ảnh: Chỉ số giá phân bón hóa học của World Bank tính đến tháng 8 năm 2024 (được tính toán từ giá các nguyên liệu sản xuất phân bón như đá phốt phát tự nhiên, các hóa chất kali và nitơ, và các loại phân bón phốt phát và urea; giá năm 2010 = 100; nguồn: YCharts)

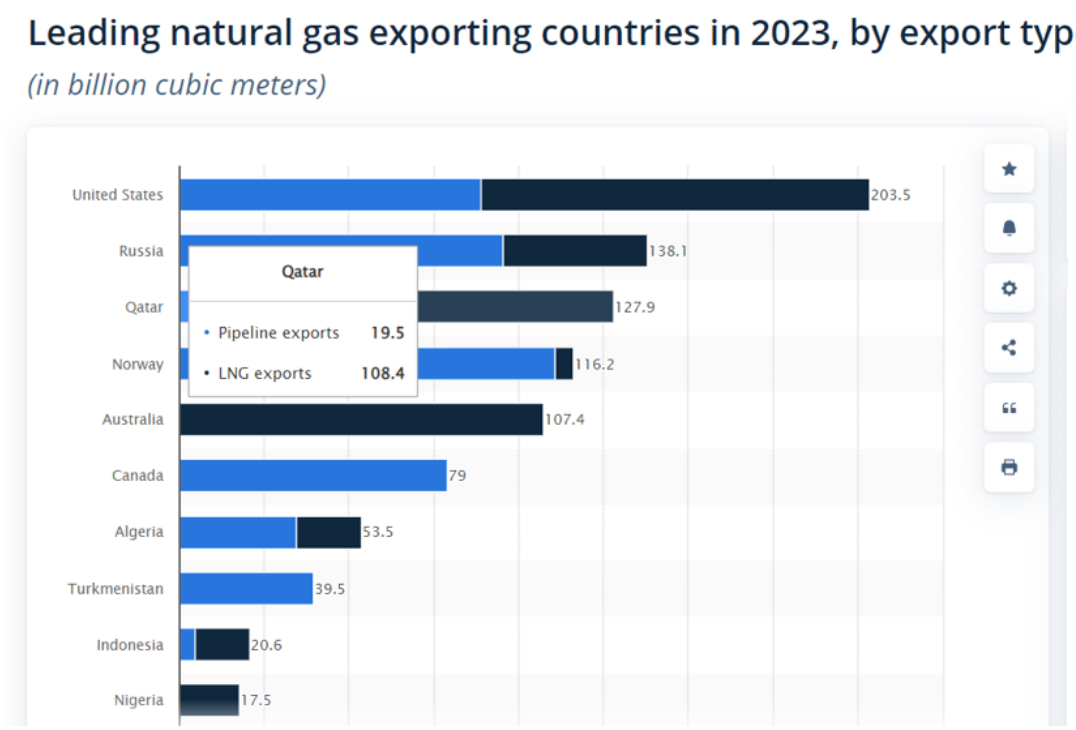
Từ giữa năm 2022 tới tháng 8/2024, việc giảm giá năng lượng đã thúc đẩy sản xuất và cải thiện nguồn cung, giúp giảm giá phân bón hóa học. Bên cạnh đó, các quốc gia Châu Âu đã nhập khẩu phân bón từ Nga trở lại với giá rẻ, sau một giai đoạn cấm nhập khẩu ngắn, giúp giảm bớt áp lực cho giá phân bón hóa học toàn cầu.

Nói chung, giá phân bón hóa học trên thế giới thường chịu những tác động từ các yếu tố kinh tế, môi trường và địa chính trị. Trong đó, yếu tố có vẻ ảnh hưởng mạnh nhất tới giá phân bón là yếu tố năng lượng. Khí tự nhiên hoặc than đá (chủ yếu là khí tự nhiên) là đầu vào đóng góp chủ yếu vào chi phí của phân bón gốc nitơ. Theo ước tính của Financial Times năm 2024, khoảng 70%-80% chi phí của một nhà sản xuất phân bón gốc nitơ là chi phí khí tự nhiên. Do đó, những cú sốc đối với thị trường năng lượng vẫn tiếp tục gây ra rủi ro cho giá phân bón hóa học toàn cầu.

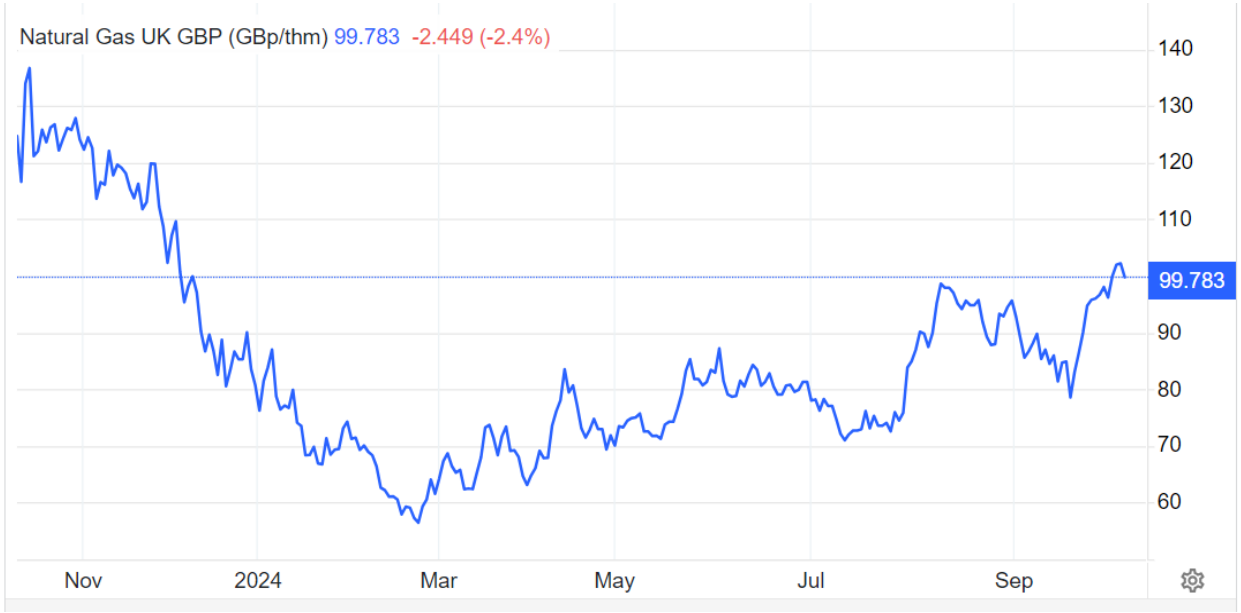
Về những diễn biến gần đây:

- Những căng thẳng tại khu vực Trung Đông hiện nay đang làm dấy lên lo ngại về an ninh năng lượng toàn cầu. Lời thề trả đũa Iran của Israel sau cuộc tấn công tên lửa lớn vào nước này ngày 02/10/2024 đang thu hút sự chú ý của thị trường tài chính toàn cầu. Trữ lượng khí tự nhiên tại các quốc gia vùng Vịnh được ước tính chiếm khoảng 1/3 trữ lượng toàn cầu. Riêng Iran có trữ lượng khí tự nhiên đứng thứ 2 thế giới, chiếm khoảng 14-17% tổng trữ lượng trên toàn cầu, sau Liên Bang Nga. Tuy nhiên, Iran không phải là nước xuất khẩu khí tự nhiên lớn. Qatar, một quốc gia khác trong khu vực vịnh Ba Tư, là nước có sản lượng dự trữ khí tự nhiên lớn thứ 3 thế giới và là nước xuất khẩu khí tự nhiên lớn thứ 3 thế giới (dữ liệu năm 2023, theo Statista). Khí tự nhiên xuất khẩu từ Vịnh Ba Tư sẽ đi qua eo biển Hormuz trên các tàu chở khí tự nhiên hóa lỏng (LNG). Xung đột vũ trang ở khu vực Trung Đông và Iran có rủi ro cắt đứt một phần nguồn cung khí tự nhiên toàn cầu tại eo biển Hormuz, tạo áp lực tăng giá cho nguồn năng lượng này. Trong năm 2024 nói chung và thời gian quanh sự kiện ngày 02/10/2024 nói riêng, giá dầu và giá khí tự nhiên đều có xu hướng tăng do những lo ngại về rủi ro căng thẳng tiếp tục leo thang ở khu vực Trung Đông - Iran. Tại thị trường Anh và châu Âu, 2 thị trường nhập khẩu khí tự nhiên, giai đoạn cuối tháng 9 đầu tháng 10 năm 2024 đều chứng khiến sự tăng giá mạnh của hợp đồng futures khí tự nhiên. Sự tăng giá của khí tự nhiên sẽ dẫn tới áp lực tăng giá các sản phẩm phân bón gốc nitơ.

- Bên cạnh ảnh hưởng tới giá khí tự nhiên dẫn đến ảnh hưởng trực tiếp tới giá phân bón hóa học, căng thẳng ở khu vực Trung Đông - Iran còn tiếp tục có ảnh hưởng tiêu cực tới chuỗi cung ứng toàn cầu, vì Biển Đỏ và kênh đào Suez ở Trung Đông chiếm vai trò đặc biệt quan trọng trong chuỗi cung ứng và thương mại toàn cầu. Từ năm 2023, căng thẳng địa chính trị ở khu vực Biển Đỏ đã dẫn tới việc các chuyến tàu vận chuyển phải thay đổi hành trình khiến chi phí vận chuyển toàn cầu tăng cao, từ đó tiếp tục gây áp lực lên giá phân bón toàn cầu.
- Theo Reuters cuối tháng 9/2024, gói kích thích của Trung Quốc tháng 9 năm 2024, bao gồm cả việc cắt giảm lãi suất, mạnh hơn dự kiến và đánh dấu nỗ lực mới nhất của các nhà hoạch định chính sách nước này nhằm khôi phục niềm tin vào nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Khi nền kinh tế Trung Quốc được kích thích, các chuyên gia nhận định điều đó sẽ giúp giá dầu và nhiều loại hàng hóa khác (trong đó có phân bón hóa học) tăng cao hơn.
- Cũng theo Reuters ngày 09/10/2024, nhu cầu khí tự nhiên từ Mỹ sẽ tiếp tục tăng mạnh do nhu cầu sử dụng điện của nền kinh tế này. Mỹ cũng đang thay thế dần các nhà máy điện than bằng các nhà máy điện khí tự nhiên nhằm đạt mục tiêu Net Zero. Mỹ là quốc gia xuất khẩu khí tự nhiên, tuy nhiên nhu cầu sử dụng nội địa lớn có thể dẫn tới việc giảm xuất khẩu, ảnh hưởng tới nguồn cung toàn cầu.
- Một tin tức khác của Bloomberg ngày 09/10/2024 báo cáo rằng nguồn cung khí tự nhiên sẽ tăng chậm trong tương lai gần do nhiều dự án LNG trên thế giới đang được triển khai chậm. Điều này sẽ gây áp lực lên giá khí tự nhiên, từ đó gây áp lực tới giá phân bón.



Ảnh: Qatar là nước xuất khẩu khí tự nhiên quan trọng, đứng thứ 3 thế giới về sản lượng xuất khẩu khí tự nhiên năm 2023 (Nguồn: Statista)



Ảnh: Giá futures khí tự nhiên tại thị trường Anh đã có xu hướng tăng trong giai đoạn trong năm 2024, đặc biệt trong cuối tháng 9 đầu tháng 10, do lo ngại về căng thẳng địa chính trị vùng Vịnh (Nguồn: Trading Economics, số liệu trích xuất ngày 10/10/2024)

Diễn biến giá futures urea 1 năm vừa qua (Nguồn: Trading Economics). Giá urea trên thế giới đã có diễn biến tăng trong nửa cuối năm 2024 theo diễn biến giá khí tự nhiên. Đặc biệt, sau sự kiện xung đột giữa Israel-Iran đầu tháng 10/2024, tính đến ngày 12/10/2024, giá futures urea đạt 332.25 USD/T, đã tăng 8.91% so với cuối tháng 9.

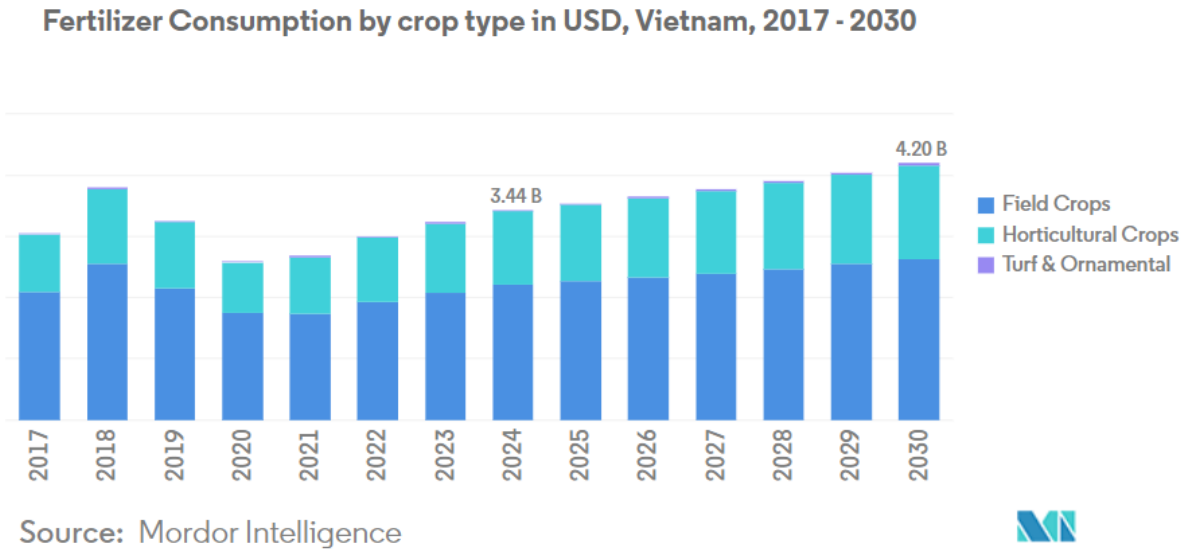
Như vậy, chúng tôi dự báo giá phân bón hóa học toàn cầu sẽ tăng trong thời gian sắp tới. Động lực tăng giá là do giá khí tự nhiên tăng, đến từ những nguyên nhân như lo ngại về căng thẳng ở Trung Đông-vịnh Ba Tư có thể làm gián đoạn nguồn cung, nhu cầu từ nền kinh tế Mỹ làm giảm xuất khẩu khí tự nhiên trên thế giới, các dự án LNG trên thế giới đang triển khai chậm. Ngoài ra, kinh tế Trung Quốc đang được kích thích dẫn đến nhu cầu phân bón toàn cầu tăng lên, và chi phí vận chuyển toàn cầu tiếp tục ở mức cao. Một yếu tố cần theo dõi là tình hình xung đột ở Trung Đông. Nếu căng thẳng tiếp tục leo thang, giá khí tự nhiên có thể tăng cao hơn nữa và đẩy giá phân bón hóa học toàn cầu tăng cao.

TỔNG QUAN NGÀNH PHÂN BÓN HÓA HỌC VIỆT NAM

Việt Nam có nền nông nghiệp phát triển mạnh và là một nước xuất khẩu nhiều sản phẩm nông nghiệp ra thế giới. Các sản phẩm nông nghiệp xuất khẩu chính của nông nghiệp Việt Nam là hạt óc chó, cà phê, và gạo với tổng giá trị xuất khẩu của 3 sản phẩm này lên tới gần 8 tỷ USD năm 2021, theo số liệu của FAO. Một nền nông nghiệp lớn dẫn đến nhu cầu về phân bón rất lớn để hỗ trợ cho nền nông nghiệp. Đặc biệt là nhu cầu phân bón cho lúa và các loại cây lương thực. Lúa là cây trồng chính ở Việt Nam, vì gạo là loại lương thực chính tại Việt Nam.

Lúa là cây trồng chính trên khắp cả nước. Theo Mordor Intelligence, lúa chiếm diện tích canh tác lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 81.8% thị phần (trong tổng diện tích đất nông nghiệp), tiếp theo là ngô với 10.2%. Năm 2022, sản lượng gạo của Việt Nam đạt khoảng 43.9 triệu tấn. Việt Nam là một trong những nước sản xuất và xuất khẩu gạo hàng đầu sang các nước trên thế giới. Các vùng trồng lúa chính trong nước là Đồng bằng sông Hồng và Đồng bằng sông Cửu Long. Một nửa lượng gạo xuất khẩu của Việt Nam đến từ Đồng bằng sông Cửu Long. Tại Đồng bằng song Cửu Long, có ba vụ mùa lúa chính trong năm: đông xuân hay đầu mùa, hè thu hay giữa mùa, và thu đông hay vụ mùa. Tại Đồng bằng sông Hồng, có hai vụ mùa lúa chính trong năm là vụ chiêm xuân (từ tháng 11 tới tháng 5) và vụ mùa (từ tháng 5 tới tháng 11).

Tại Việt Nam, trong số 3 chất dinh dưỡng chính, nitơ được bón với lượng cao hơn trong một năm, trung bình là 221.43 kg/ha đối với các loại cây trồng trên đồng ruộng vì nitơ hỗ trợ tăng đẻ nhánh, phát triển diện tích lá, hình thành hạt, làm đầy hạt, tổng hợp protein, cũng như tăng năng suất và chất lượng hạt ở các loại cây trồng trên đồng ruộng. Cây lúa có lượng bón nitơ cao với trung bình 328.04 kg/ha. Như vậy, do đặc điểm cây nông nghiệp ở Việt Nam, phân bón gốc nitơ được sử dụng nhiều và có nhu cầu lớn. Loại phân bón được sử dụng nhiều nhất tại Việt Nam là phân urea, chiếm khoảng 1/3 giá trị phân bón hóa chất được sử dụng.

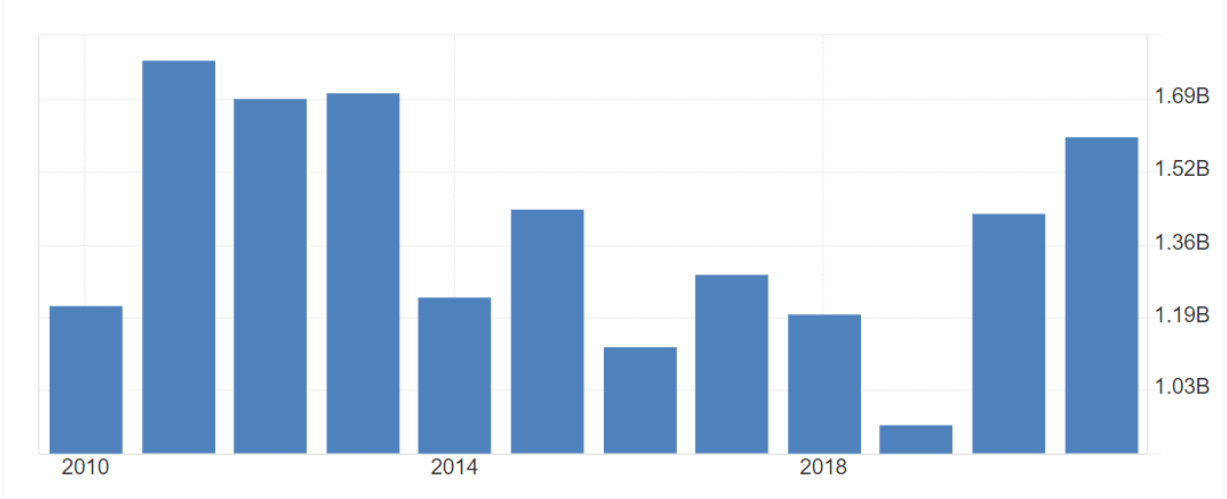


Giá trị phân bón hóa học được sử dụng tại Việt Nam (phân loại theo loại cây trồng) và dự báo tới năm 2030 (Nguồn: Mordor Intelligence).

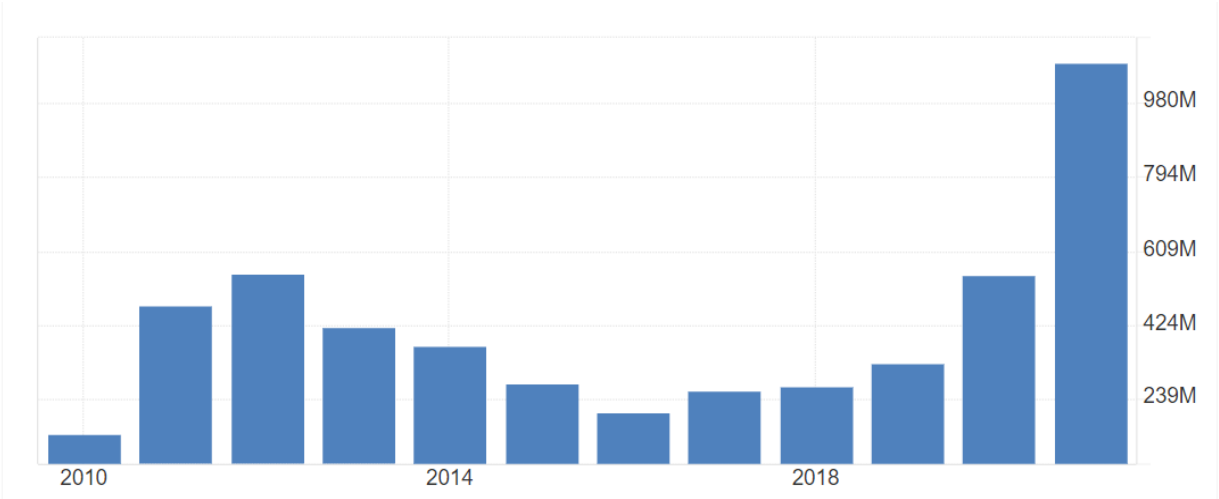
Tổng giá trị phân bón hóa chất sử dụng tại Việt Nam được Mordor Intelligence ước tính là 3.44 tỷ USD cho năm 2024. Sản lượng sử dụng năm 2024 được ước tính là 4.33 triệu tấn. Hiện tại, ngành phân bón trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu nội địa và Việt Nam vẫn đang là một nước nhập khẩu ròng phân bón. Đặc biệt, phân bón gốc K là loại phân bón Việt Nam chưa thể tự sản xuất và

phải nhập khẩu. Theo số liệu từ Research and Markets năm 2024, Việt Nam nhập khẩu khoảng hơn 4 triệu tấn phân bón mỗi năm, trong đó ammonium sulfate, một loại phân bón gốc nitơ, được nhập khẩu nhiều nhất. Trung Quốc hiện là nước cung cấp phân bón lớn nhất cho Việt Nam, chiếm gần 45% tổng lượng phân bón nhập khẩu của Việt Nam. Ngoài ra, Nga, Israel, Lào, Canada và các nước khác cũng là nguồn cung phân bón chính của Việt Nam. Theo dữ liệu từ Trading Economics, năm 2022, Việt Nam nhập khẩu 1.61 tỷ USD phân bón.

Các doanh nghiệp phân bón hóa học Việt Nam cũng xuất khẩu phân bón, chủ yếu cho thị trường Campuchia (khoảng hơn 30% sản lượng và giá trị xuất khẩu). Tiếp đó là Hàn Quốc và nhiều quốc gia trong ASEAN như Malaysia, Myanmar, Phillipines. Sản lượng xuất khẩu phân bón hóa học ước tính cho năm 2024 là hơn 3 triệu tấn. Các loại phân bón xuất chính là ammonium sulfate, diamine phosphate. Theo dữ liệu từ Trading Economics, năm 2022, Việt Nam xuất khẩu 1.08 tỷ USD phân bón. Đây là giá trị xuất khẩu kỷ lục của ngành phân bón Việt Nam. Nhưng nhìn chung, Việt Nam vẫn là nước nhập khẩu ròng phân bón qua nhiều năm. Dữ liệu từ năm 2010-2022 cho thấy Việt Nam liên tục nhập khẩu ròng phân bón hóa học qua các năm.

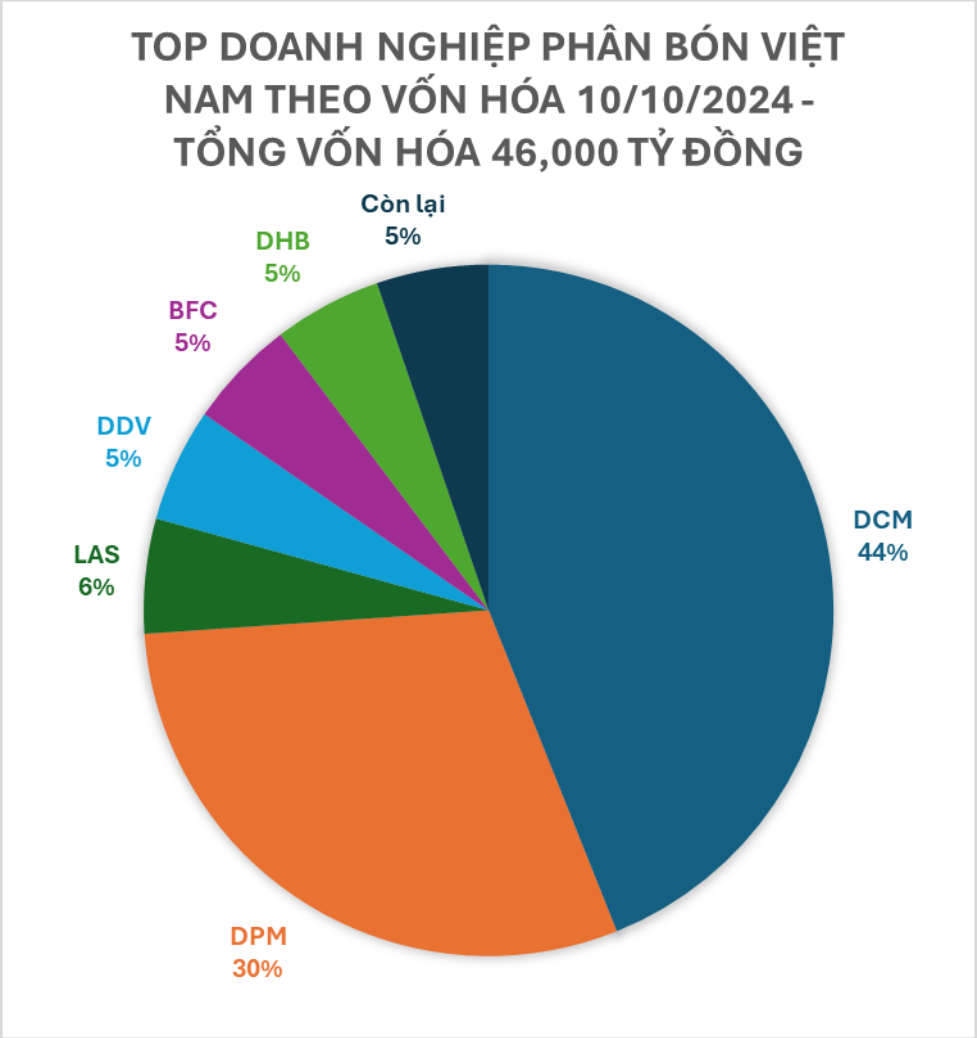


Ảnh: Giá trị nhập khẩu phân bón hóa học của Việt Nam 2010-2022 (Nguồn: Trading Economics)

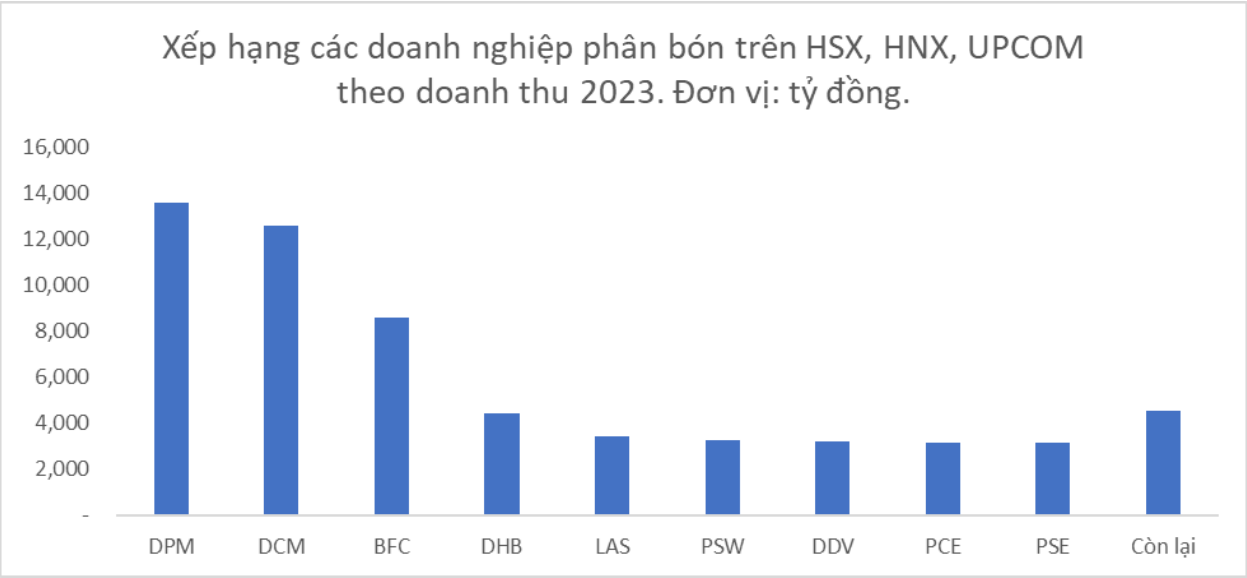


Ảnh: Giá trị xuất khẩu phân bón hóa học của Việt Nam 2010-2022 (Nguồn: Trading Economics)

Theo báo cáo của Research and Markets năm 2024, các doanh nghiệp phân bón Việt Nam chiếm giữ 70% thị phần nội địa, 30% đến từ nhập khẩu. Trong đó, 5 doanh nghiệp phân bón hóa chất lớn nhất chiếm 30% tổng doanh thu của các doanh nghiệp phân bón hóa chất nội địa.



Tỷ trọng vốn hóa của 17 doanh nghiệp ngành phân bón trên HOSE, HNX, UPCOM (Nguồn data: FiinPro X)



(Nguồn data: FiinPro X)

Hiện có khoảng 17 doanh nghiệp Việt Nam đã lên sàn HOSE/HNX hoặc đã có cổ phiếu giao dịch trên UPCOM được xếp vào ngành phân bón, theo dữ liệu của Fiin Group. Tổng vốn hóa thị trường

của 17 doanh nghiệp theo số liệu ngày 10/10/2024 là 46,000 nghìn tỷ đồng. Tổng doanh thu năm 2023 của 17 doanh nghiệp là khoảng 60,000 tỷ đồng. Một số doanh nghiệp được xếp vào ngành khác nhưng có tham gia ngành phân bón. Có thể kể tới DGC thuộc ngành hóa chất, CTCP Vật tư nông sản – APROMACO (chưa lên sàn). Các doanh nghiệp này chủ yếu tham gia vào thị trường phân lân và phân NPK.

Các doanh nghiệp phân bón tại Việt Nam có thể chia ra thành 2 nhóm:

- 1 nhóm chuyên sản xuất urea và các phân bón gốc nitơ tức phân đạm (các doanh nghiệp này cũng sản xuất và tham gia vào thị trường phân NPK). Các doanh nghiệp nhóm này có thể kể tới DCM, DPM, DHB, Đạm Ninh Bình (chưa lên sàn). Thị phần tập trung vào DCM, DPM. Thị phần phân urea của 2 doanh nghiệp này thường chiếm tới hơn 70% (khoảng 60% nếu tính cả thị phần nhập khẩu). Thị phần phân urea còn lại thuộc về DHB, Đạm Ninh Bình, và phân urea nhập khẩu. Hiện tại ở Việt Nam chỉ có 4 nhà sản xuất urea chính và thị phần các doanh nghiệp khác không đáng kể. Đặc thù của việc sản xuất phân đạm đòi hỏi đầu vào năng lượng lớn, nên có rào cản lớn với các doanh nghiệp mới muốn tham gia sản xuất phân đạm. DCM, DPM là công ty con thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, được sự hỗ trợ của tập đoàn mẹ về đầu vào năng lượng, sử dụng đầu vào năng lượng là khí tự nhiên. DHB, Đạm Ninh Bình là công ty con của tập đoàn Hóa chất Việt Nam, cũng được sự hỗ trợ từ tập đoàn mẹ, sử dụng đầu vào năng lượng là than.
- 1 nhóm chuyên sản xuất phân gốc P tức phân lân, và phân NPK. Nhóm này có thể kể tới BFC, LAS, DDV và nhiều doanh nghiệp khác. Một số doanh nghiệp chưa lên sàn nhưng có thị phần cao có thể kể tới Vinacam, Phân bón Việt Nhật. Nhìn chung, thị trường NPK và phân lân có vẻ cạnh tranh hơn thị trường phân đạm. Ví dụ, trên thị trường NPK, 4 doanh nghiệp thị phần lớn nhất là BFC, LAS, Vinacam, và Việt Nhật cùng nhau chiếm khoảng 51% thị phần, và 49% thị phần thuộc về nhiều doanh nghiệp khác (theo Tạp chí Công thương 2024). Thị trường phân lân và phân NPK cũng có sự tham gia của các doanh nghiệp ngoài ngành như DGC, APROMACO khiến thị trường này càng thêm cạnh tranh.

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM

Tháng 09/2024, một cơn bão lớn là bão Yagi đã gây thiệt hại nặng nề tại khu vực các tỉnh phía Bắc và khu vực đồng bằng sông Hồng. Ước tính đã có trên 307.4 nghìn ha lúa, hoa màu, cây ăn quả bị ngập úng, thiệt hại. Nhằm khắc phục hậu quả của bão Yagi, các Chi cục Trồng trọt và Bảo vệ thực vật khuyến cáo nông dân nhanh chóng rút nước và kết hợp bón bổ sung phân lân hoặc NPK cho cây rau màu giúp cây rau màu nhanh chóng phục hồi rễ. Như vậy, mặc dù bão Yagi là một tin tức tiêu cực cho nền kinh tế, các doanh nghiệp phân bón Việt Nam có thể được lợi ích từ sự kiện này do nhu cầu bón phân bổ sung cho rau màu để khắc phục thiệt hại của bão được kích thích. Bên cạnh đó, nông dân ở miền Bắc có thể gia tăng việc bón phân cho các mùa vụ sau để khởi động lại sản xuất nông nghiệp sau mùa vụ bị ảnh hưởng bởi bão. Theo FiinGroup nhận định trong báo cáo về hậu quả của bão Yagi cuối tháng 9/2024, ngành nông nghiệp miền Bắc cần khoảng 6 tháng – 2 năm để phục hồi. Điều này có thể giúp thúc đẩy nhu cầu về phân bón tại miền Bắc trong ngắn-trung hạn.

Về dài hạn, diện tích đất nông nghiệp của Việt Nam có xu hướng giảm, đòi hỏi năng suất cây trồng trên một đơn vị diện tích tăng và từ đó dẫn đến nhu cầu về phân bón tăng. Diện tích đất nông nghiệp giảm là do chuyển đổi mục đích từ đất nông nghiệp sang đất đô thị, đất kinh doanh. Chính phủ Việt Nam quy hoạch diện tích đất lúa đến năm 2030 sẽ giảm 348.77 nghìn ha so với năm

2021, tập trung giảm tại vùng Đồng bằng Sông Hồng (101.8 nghìn ha), vùng Đồng bằng Sông Cửu Long (88.56 nghìn ha), với mục tiêu tăng tỷ lệ đô thị hóa lên 50% vào năm 2030.

Một yếu tố cần theo dõi trong thời gian sắp tới là việc Quốc hội đang thảo luận dự thảo Luật Thuế GTGT sửa đổi, trong đó có điều khoản đưa các mặt hàng phân bón quay lại diện chịu thuế GTGT 5% (hiện tại mặt hàng này thuộc diện không chịu thuế GTGT). Theo báo Kinh tế Sài Gòn ngày 10/09/2024, nhiều chuyên gia nhận định theo luật hiện hành thì các doanh nghiệp phân bón không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào nên phải tính vào giá thành sản phẩm. Nếu đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT, các doanh nghiệp sẽ được khấu trừ thuế đầu vào, giúp chi phí sản xuất giảm. Nếu việc đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT được thông qua, giá bán phân bón nhập khẩu sẽ tăng thêm 5% do chịu thuế GTGT, giá phân bón trong nước thì có thể không tăng do các doanh nghiệp phân bón Việt Nam sẽ được khấu trừ thuế. Điều này giúp gia tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa. Quốc hội Việt Nam sẽ họp để thông qua dự thảo Luật thuế GTGT sửa đổi tại kỳ họp thứ 8 (diễn ra trong tháng 10) và nếu được thông qua thì luật sửa đổi sẽ có hiệu lực từ ngày 01-01-2025. Nhìn chung, các kênh truyền thông Việt Nam nhận định các đại biểu quốc hội về cơ bản đồng tình việc đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế GTGT.

Theo báo cáo của Mordor Intelligence, nhu cầu sử dụng phân bón tại Việt Nam còn được thúc đẩy bởi một động lực nữa, đó là các món ăn Việt Nam nói riêng và các món ăn châu Á nói chung (sử dụng nhiều tới các sản phẩm nông nghiệp sản xuất tại Việt Nam) ngày càng phổ biến trên thế giới. Điều này sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu nông sản Việt Nam và nhu cầu sử dụng phân bón tại Việt Nam. Tổ chức này dự báo giá trị phân bón được sử dụng tại Việt Nam có thể tăng trưởng với tốc độ CAGR 4.6% giai đoạn 2024-2030.

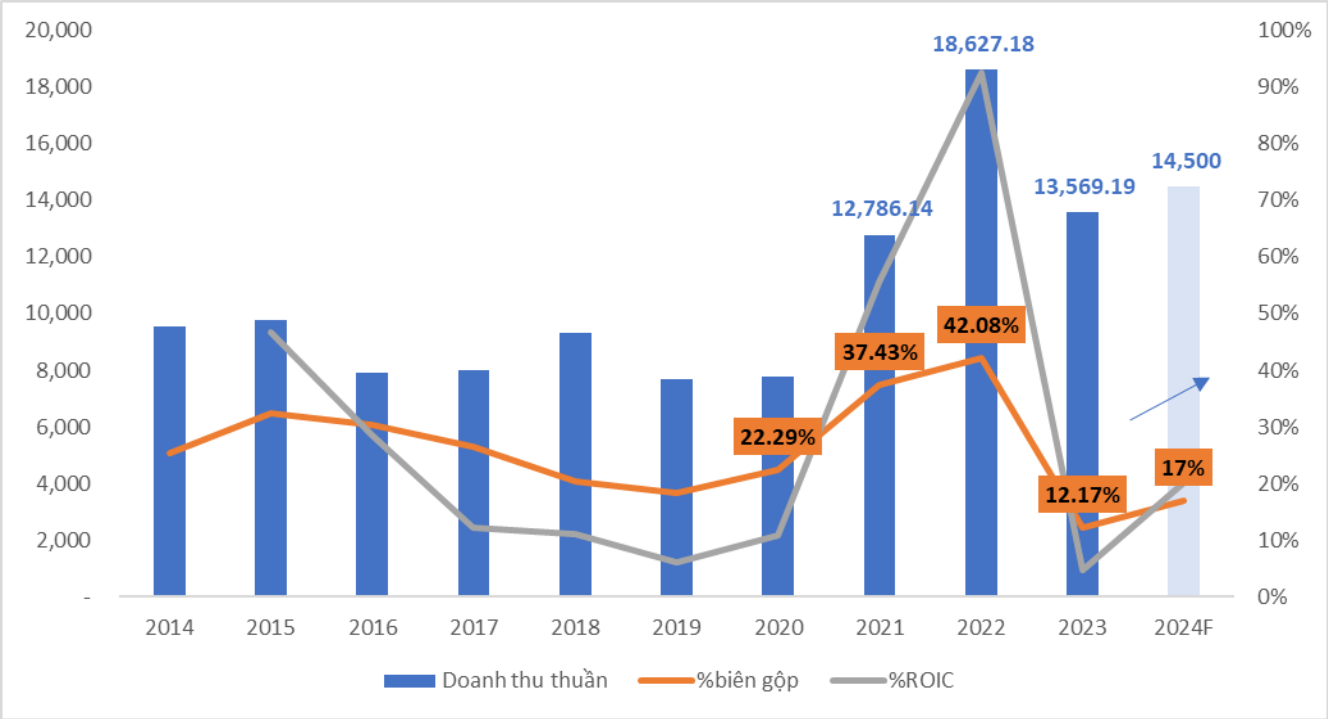
Có thể kể tới 2 rủi ro với tình hình tiêu thụ phân bón hóa học tại Việt Nam. Rủi ro thứ nhất là một số ý kiến cho rằng giá lúa xuất khẩu đang có xu hướng giảm do thời tiết thuận lợi có thể dẫn đến việc nông dân giảm trồng lúa ở các mùa vụ sau, từ đó dẫn đến nhu cầu về phân bón giảm. Chúng tôi đánh giá rủi ro này không quá lớn. Nông dân vẫn thường chuyển đổi các loại cây trồng qua các mùa vụ, từ lúa sang rau màu và ngược lại. Việc chuyển từ trồng lúa sang trồng các loại cây khác có thể làm giảm lượng phân bón sử dụng (đặc biệt là urea), do lúa sử dụng nhiều phân bón hơn, nhưng chúng tôi đánh giá mức độ khác biệt cũng không quá lớn. Bên cạnh đó, số liệu cho thấy Việt Nam vẫn là nước nhập khẩu phân bón hóa học trong nhiều năm gần đây, cho thấy nhu cầu về phân bón hóa học trong nước vẫn rất lớn và sản xuất nội địa vẫn còn nhiều dư địa để đáp ứng nhu cầu về phân bón hóa học trong nước.

Rủi ro thứ hai là việc sử dụng phân bón hữu cơ có thể thay thế cho việc sử dụng phân bón hóa học. Theo số liệu từ một bài báo của theinvestor.vn thì hiện tại 65% sản lượng phân bón sử dụng tại Việt Nam là phân bón hóa học và 35% còn lại là phân bón hữu cơ. Chúng tôi đánh giá rủi ro này cũng không quá lớn. Phân bón hữu cơ là loại phân bón thân thiện hơn với môi trường, tuy nhiên sản lượng sản xuất chưa thể đáp ứng được nhu cầu của ngành nông nghiệp Việt Nam. Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam cũng định hướng khuyến khích sử dụng phân bón hữu cơ và đưa ra quy hoạch đến năm 2050 thì tỷ lệ sử dụng phân bón hóa học và phân bón hữu cơ tại Việt Nam sẽ là 50%-50%. Quy hoạch này cho thấy việc thay thế phân bón hóa học bằng phân bón hữu cơ tại Việt Nam sẽ diễn ra một cách từ từ và sẽ không có sự đột biến trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, như chúng tôi đã trình bày, Việt Nam là nước nhập khẩu ròng phân bón hóa học với giá

trị lớn cho thấy nhu cầu về phân bón hóa học trong nước vẫn còn rất lớn.

CỔ PHIẾU CHÚNG TÔI LỰA CHỌN TRONG NGÀNH PHÂN BÓN: DPM

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE:DPM) là 1 trong 2 doanh nghiệp ngành có vốn hóa và doanh thu lớn nhất ngành phân bón tại Việt Nam, bên cạnh DCM. Vốn hóa ngày 10-10-2024 của DPM là 13,814 tỷ đồng, đứng thứ 2 trong ngành phân bón sau DCM (20,250 tỷ đồng). Tuy nhiên, nếu xét trên doanh thu thuần năm 2023 thì DPM đang là doanh nghiệp lớn nhất ngành phân bón với doanh thu thuần năm 2023 đạt 13,569 tỷ đồng. Cả DPM và DCM đều là công ty thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Tập đoàn Dầu khí Việt Nam sở hữu 75.56% DCM và 59.59% DPM. Cả 2 công ty đều có sản phẩm chủ lực là urea, nhưng cũng sản xuất và kinh doanh phân NPK cũng như kinh doanh nhiều sản phẩm khác. Năm 2023, sản xuất 816 nghìn tấn urea, 120 nghìn tấn NPK, và 55 nghìn tấn NH3.



Doanh thu (cột trái, đơn vị: tỷ đồng), %biên gộp, ROIC của DPM qua các năm. Có thể thấy DPM đã hưởng lợi rất lớn từ việc giá phân bón (cụ thể là urea) toàn cầu tăng trong giai đoạn 2021-2022. Ngược lại, năm 2023 là một năm có kết quả kinh doanh không tốt khi giá phân bón thế giới giảm. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của DPM có thể bước vào giai đoạn hồi phục từ năm 2024. (Nguồn: FiinPro X, GTJASVN RS)

DPM báo cáo công ty là doanh nghiệp có thị phần tiêu thụ urea lớn nhất cả nước, đạt 38% trong năm 2023. DCM báo cáo thị phần urea của công ty các năm ổn định ở mức 30-35%. Như vậy, DPM đang là doanh nghiệp lớn nhất thị trường phân urea nếu xét theo thị phần.

Về kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2024, DPM báo cáo hoàn thành kế hoạch sản xuất và tiêu thụ đề ra: đạt 53% kế hoạch sản xuất và 58% kế hoạch tiêu thụ phân bón urea năm 2024 sau 6 tháng đầu năm. Về sản phẩm NPK thì DPM chỉ hoàn thành 47% kế hoạch sản xuất, nhưng hoàn thành 61% kế hoạch tiêu thụ. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm tăng trưởng lần lượt 2% và 37% so với cùng kỳ năm 2023 và đạt lần lượt là 7,255 tỷ đồng và 495 tỷ đồng. Năm 2024, DPM chỉ đặt mục tiêu doanh thu 12,755 tỷ đồng, giảm 6% yoy. Tuy nhiên, với

tình hình kinh doanh 6 tháng đầu năm và đánh giá của chúng tôi về triển vọng giá phân bón, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024 của DPM có thể đạt 14,500 tỷ đồng, tương đương +6.86% yoy. % biên gộp của DPM cũng hồi phục và đạt khoảng 17% (6 tháng đầu năm 2024, % biên gộp của DPM đã hồi phục lên khoảng 16%).

Luận điểm đầu tư vào DPM bao gồm những thông tin đã nêu trên:

- Giá khí tự nhiên có thể bước vào xu hướng tăng trong ngắn hạn vì nhiều yếu tố như căng thẳng Israel-Iran, nhu cầu về khí tự nhiên cho sản xuất điện ở Mỹ, nhiều dự án LNG trên toàn cầu đang chậm tiến độ triển khai, dẫn đến hạn chế nguồn cung khí tự nhiên trong ngắn hạn. Việc giá khí tự nhiên tăng giúp cho giá phân bón thế giới tăng, tạo điều kiện cho DPM tăng giá bán sản phẩm. Chi phí cước vận tải trên toàn cầu tiếp tục ở mức cao cũng là điều kiện để DPM tăng giá bán sản phẩm xuất khẩu và trong nước. Nhu cầu phân bón toàn cầu dự kiến tăng nhờ gói kích thích kinh tế mạnh của Trung Quốc trong tháng 9 vừa qua. Điều này cũng sẽ giúp tăng giá bán của phân bón trên thế giới. Những thông tin này sẽ ảnh hưởng nhiều tới sản phẩm urea, là sản phẩm chủ lực của DPM.
- Nhu cầu phân bón ở miền Bắc Việt Nam được kích thích do việc khắc phục hậu quả của bão Yagi cũng như việc nông dân tăng cường việc nuôi trồng trong ngắn-trung hạn để hồi phục hoạt động sản xuất nông nghiệp sau bão Yagi. Tuy vậy, DPM có thể không được hưởng lợi ngay từ việc khắc phục hậu quả của bão Yagi, do trước mắt nông dân có nhu cầu phân lân/NPK lớn, và sản phẩm phân NPK của DPM chịu nhiều sự cạnh tranh từ các sản phẩm NPK khác. Đặc biệt, sản phẩm NPK của DPM có thể chưa thâm nhập sâu vào thị trường miền Bắc, khác với sản phẩm urea. Đến các mùa vụ sau, khi nhu cầu trồng trọt ở miền Bắc tăng dẫn đến nhu cầu về urea tăng, sản phẩm urea của DPM có thể được thúc đẩy tiêu thụ.
- Việc đưa các mặt hàng phân bón quay lại diện chịu thuế GTGT nhiều khả năng sẽ được Quốc hội thông qua trong kỳ họp tháng 10 và có hiệu lực từ đầu năm 2025. Việc này giúp các doanh nghiệp phân bón Việt Nam được khấu trừ thuế, giúp chi phí sản xuất giảm. Đồng thời, việc này là làm tăng giá phân bón nhập khẩu, gia tăng tính cạnh tranh của sản phẩm phân bón trong nước. Đây là một thông tin tích cực với DPM và tin tức Luật Thuế GTGT sửa đổi được thông qua trong thời gian sắp tới cũng có thể là một catalyst giúp cho cổ phiếu DPM tăng giá.
- Nhu cầu về phân bón tại Việt Nam, đặc biệt là phân đạm, vẫn rất lớn trong dài hạn khi sản xuất trong nước chưa thể đáp ứng và Việt Nam vẫn nhập khẩu ròng phân bón với giá trị lớn. Bên cạnh đó, về dài hạn, các yếu tố như diện tích đất nông nghiệp tại Việt Nam giảm, thực phẩm và các món ăn Việt Nam ngày càng phổ biến trên thế giới, v.v., sẽ tăng nhu cầu sử dụng phân bón tại Việt Nam.
- Sản phẩm chủ lực của DPM là urea, có nhu cầu ổn định hơn các loại phân bón gốc K và gốc P. Có thể coi phân urea như là một loại hàng hóa thiết yếu. Điều này giúp cho DPM có thể tiếp tục tăng trưởng được sản lượng tiêu thụ khi doanh nghiệp tăng giá sản phẩm urea.
- DPM là một trong 2 công ty trong ngành phân đạm (bên cạnh DCM) có vị thế lớn, có vốn hóa lớn, doanh thu và thị phần cao nhất trong thị trường phân đạm, được sự hỗ trợ của tập đoàn mẹ là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, kinh doanh trong ngành ít cạnh tranh. Hiện tại, DCM và DPM đang chiếm phần lớn thị phần trong thị trường phân urea. Thị phần còn lại thuộc về DHB, Đạm Ninh Bình (cũng là các công ty nhà nước thuộc tập đoàn Hóa chất Việt Nam) và phân urea nhập khẩu. Đối thủ cạnh tranh trong nước lớn nhất của DPM là DCM,

một doanh nghiệp trong cùng tập đoàn. Điều này cho thấy mức độ cạnh tranh mà DPM phải chịu là không lớn. Sự cạnh tranh đến chủ yếu từ các sản phẩm phân bón nhập khẩu.

Và ngoài ra còn có thêm một số luận điểm đầu tư cho cổ phiếu DPM:

- Chi phí sản xuất của DPM cũng sẽ bị ảnh hưởng một phần bởi giá khí tự nhiên tăng. Tuy nhiên DPM ký hợp đồng dài hạn mua khí tự nhiên từ các công ty thành viên trong cùng tập đoàn (tập đoàn Dầu khí Việt Nam). Việc điều chỉnh giá mua khí tự nhiên theo chúng tôi có thể sẽ diễn ra chậm hơn so với diễn biến giá khí tự nhiên trên thị trường. Chi phí đầu vào có thể bị điều chỉnh ngay là chi phí vận chuyển, phụ thuộc vào giá dầu nhiên liệu, dự kiến cũng sẽ tăng nếu căng thẳng giữa Israel và Iran diễn biến phức tạp. Tuy nhiên, nhìn chung chúng tôi nhận định giá bán đầu ra của DPM sẽ được điều chỉnh tăng nhanh và mạnh hơn chi phí đầu vào trong thời gian sắp tới. Theo báo Bà Rịa Vũng Tàu tháng 8 năm 2024: "PV GAS và PVFCCo có quá trình hợp tác trong hơn 20 năm qua. PV GAS đã liên tục hỗ trợ PVFCCo trong việc duy trì lượng khí cung cấp ổn định (hơn 10.7 tỷ Sm3 khí), đáp ứng nhu cầu tiêu thụ khí để vận hành tối ưu, hiệu quả Nhà máy Đạm Phú Mỹ ... đảm bảo an ninh lương thực, an ninh nông nghiệp quốc gia." Chúng tôi nhận định một lợi thế nữa của DPM là vai trò quan trọng của DPM trong đảm bảo an ninh lương thực quốc gia. Điều này có thể giúp DPM được hưởng một số hỗ trợ giảm bớt áp lực chi phí đầu vào.
- DPM cũng có những dự án tận dụng khí thải làm khí đốt, giúp giảm tỷ trọng chi phí khí tự nhiên/chi phí sản phẩm và giảm chi phí. DPM báo cáo rằng công ty đã hoàn thành dự án thu hồi khí Offgas và sẽ đưa vào hoạt động trong thời gian sắp tới. Điều này sẽ giúp tiết kiệm và ổn định chi phí đầu vào cho công ty.
- DPM đang có kế hoạch mở rộng sản xuất và tham gia nhiều hơn vào thị trường NPK khi mà sản lượng sản xuất NPK của DPM mới chỉ đạt khoảng 50% công suất thiết kế. Theo số liệu từ FiinGroup, NPK Phú Mỹ chất lượng cao chiếm khoảng 11% thị phần NPK chất lượng cao trong năm 2023. Thị trường phân bón NPK rất cạnh tranh, nhưng việc tham gia nhiều hơn vào thị trường này có thể giúp đa dạng và tăng thêm nguồn thu cho công ty.
- DPM có tình hình tài chính lành mạnh, rủi ro tài chính thấp. Tính đến cuối Q2/2024, DPM có hệ số Equity/Assets là 76%, công nợ phải trả chỉ chiếm 24% tổng tài sản. DPM có tiền gửi ngân hàng, tiền mặt hơn 9,000 tỷ, tương đương 61% tài sản. Doanh nghiệp vay nợ không đáng kể so với tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, và doanh nghiệp có nợ ròng âm. So sánh với DCM: DCM có hệ số Equity/Assets là hơn 58%, tỷ lệ đòn bẩy cũng không quá cao, tuy nhiên có thể thấy tỷ lệ đòn bẩy của DPM thấp hơn nhiều so với DCM.

Với giả định giá khí tự nhiên có thể tăng nhẹ trong thời gian sắp tới (không tăng mạnh như giai đoạn 2021-đầu năm 2022), và một số giả định về hoạt động của DPM, chúng tôi định giá cho cổ phiếu DPM với giá mục tiêu 6-18 tháng là **40,500 đồng/cp**. Mức giá mục tiêu tương đương **+15.71%** so với giá đóng cửa của cổ phiếu ngày 14/10/2024 là 35,000 đồng/cp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Giá khí tự nhiên có thể không tăng như chúng tôi dự báo. Bên cạnh đó, giá gạo xuất khẩu có thể giảm và có thể có tác động tiêu cực tới nhu cầu sử dụng phân bón tại Việt Nam nhiều hơn chúng tôi nhận định. Về dài hạn, sự cạnh tranh của các sản phẩm phân bón hữu cơ là một yếu tố cần theo dõi.

Quốc hội có thể không thống nhất thông qua Luật Thuế GTGT sửa đổi trong tháng 10, bao gồm việc đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT. Mặc dù chúng tôi đánh giá khả năng xảy ra rủi ro này là thấp, trong trường hợp rủi ro xảy ra, kết quả kinh doanh của DPM có thể không thuận lợi như chúng tôi dự phóng và cổ phiếu DPM cũng sẽ mất đi một catalyst và động lực tăng giá trong thời gian sắp tới, có thể khiến cho cổ phiếu không đạt giá mục tiêu đề ra.

Những rủi ro khác như rủi ro hoạt động (tai nạn, cháy nổ, ...), rủi ro địa chính trị trên thế giới có thể ảnh hưởng tới khả năng xuất khẩu sản phẩm của DPM, rủi ro cạnh tranh từ phân bón nhập khẩu.

Rủi ro trong việc định giá: Việc định giá cổ phiếu của chúng tôi dựa trên một số giả định về hoạt động kinh doanh của Công ty. Những giả định này không thể hoàn toàn chính xác. Ngoài ra, môi trường bên trong và bên ngoài luôn thay đổi của công ty có thể khiến thông tin và giả định được sử dụng trong quá trình định giá cũng như kết quả định giá của chúng tôi trong báo cáo này không còn phù hợp sau khi báo cáo được công bố./.

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index.** Kỳ hạn đầu tư**: 6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng>= 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích luỹ	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% đến -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index** Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI JUNAN (VIETNAM) RESEARCH DEPARTMENT

Nguyễn Đức Bình

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext: 704

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext: 703

CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999 Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	R9-10, 1st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội Tel: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	3rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Tel: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696