Cập nhật Ngành Hóa chất – Q3/2026

DGC · CSV · DDV · LAS · DPM · DCM · BFC · GVR · PHR · DPR · TRC

Cập nhật Quý 3/2026 · Số liệu kết quả kinh doanh đến 30/09/2026 · Giá cổ phiếu & định giá đến 23/11/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Q3/2026, 11 doanh nghiệp hóa chất niêm yết (hóa chất cơ bản, phân bón, cao su) đạt LNST cổ đông mẹ **5.185 tỷ đồng (+26,9% so cùng kỳ)**, đi ngang so với Q2; lũy kế 9 tháng **15.147 tỷ đồng (+34,0%)**. Mức tăng gần như chỉ đến từ cao su: riêng **GVR chiếm 64,3%** lợi nhuận toàn ngành nhờ 1.779 tỷ đồng bồi thường đất khu công nghiệp. Không tính GVR, lợi nhuận Q3 **giảm 15,6% so cùng kỳ**. Phân bón đi xuống mạnh nhất, lợi nhuận giảm 74,0% so với Q2 khi giá urê bình quân quý giảm 42,4% (World Bank). **TCBS Research** dự phóng LNST cổ đông mẹ 2026 của nhóm đạt 18.345 tỷ đồng (+34,2%), 9 tháng đã đạt 82,6%. Quan điểm của chúng tôi theo nhóm mã: **tích cực với DPR**, mã có lợi nhuận đến từ mảng mủ, tiền ròng bằng 91% vốn hóa và P/E dự phóng 2026 5,9 lần. **Trung lập với DPM, DCM, CSV, TRC**: lợi nhuận urê của DPM, DCM đã qua đỉnh nhưng tiền ròng lớn là vùng đệm cho định giá; CSV dự kiến tăng trưởng nhờ giá axit nhưng sản lượng bị giới hạn khi nhà máy Tân Bình 2 dừng sản xuất; P/B của TRC đã vượt dải lịch sử 5 năm, phản ánh kỳ vọng bồi thường đất chưa ghi nhận. **Tiêu cực với GVR, PHR** vì lợi nhuận 2026 chủ yếu là thu nhập đất một lần và P/E cốt lõi khoảng 19–20 lần. **Tiêu cực với DGC, DDV, BFC, LAS** khi chưa thấy điểm đảo chiều về nguyên liệu và chi phí lãi vay.

ĐIỂM NHẤN

01 Lợi nhuận tăng, nhưng chỉ nhờ cao su

Nhóm cao su lãi **4.065 tỷ đồng**, 78,4% toàn ngành. Hóa chất cơ bản (-30,4%) và phân bón (-35,8%) đều giảm so cùng kỳ.

02 Thu nhập đất lên mức kỷ lục

Lợi nhuận khác chiếm **45%** LNTT Q3 của GVR và **88%** của PHR; riêng GVR ghi nhận 1.779 tỷ đồng bồi thường, hỗ trợ khi bàn giao đất (cùng kỳ 131 tỷ).

03 Phân bón rơi từ đỉnh Q2

Giá urê bình quân Q3 **399,2 USD/tấn** (-42,4% QoQ). DPM lãi 40 tỷ đồng (−82,9% YoY), DDV lãi 10 tỷ đồng với biên gộp chỉ **3,7%**.

04 DGC nhích lên từ đáy

LNST cổ đông mẹ 478 tỷ đồng, +25,8% QoQ, biên gộp 20,5% (Q2: 18,9%), nhưng vẫn -36,4% YoY do khai trường 25 tạm dừng.

CẦN THEO DÕI

01 Lợi nhuận Q4/2026 hạ nhiệt

Theo dự phóng của TCBS Research, Q4/2026 của DPM dự kiến lãi khoảng **158 tỷ đồng** (-31,1% YoY), DCM khoảng 126 tỷ đồng (-71,0% YoY); thu nhập đất của GVR, PHR khó dự báo theo quý.

02 Giá urê vụ Đông Xuân

Giá urê tháng 10 đạt **420 USD/tấn**, nhỉnh 5,2% so bình quân Q3; Trung Quốc đã cấp thêm hạn ngạch xuất khẩu urê trong quý.

03 Tồn kho nguyên liệu giá cao ở nhóm DAP

DDV còn khoảng **685 tỷ đồng** nguyên vật liệu tồn kho mua giá cao, sẽ đi vào giá vốn Q4 dù giá lưu huỳnh hợp đồng Trung Đông tháng 10 đã giảm 45–70 USD/tấn.

QUY MÔ & THỊ TRƯỜNG

Vốn hóa nhóm theo dõi	**172.457** tỷ đồng
Số doanh nghiệp	**11** mã
Giá urê BQ Q3/26 (World Bank)	**399,2** USD/tấn
Giá cao su TSR20 BQ Q3/26	**2,26** USD/kg

KẾT QUẢ Q3/2026

Doanh thu thuần	**29.181** tỷ · +17%
LNST cổ đông mẹ	**5.185** tỷ · +27%
LNST cổ đông mẹ 9T	**15.147** tỷ · +34%
Tỷ trọng GVR trong LNST Q3	**64,3** %

ĐỊNH GIÁ & CHẤT LƯỢNG

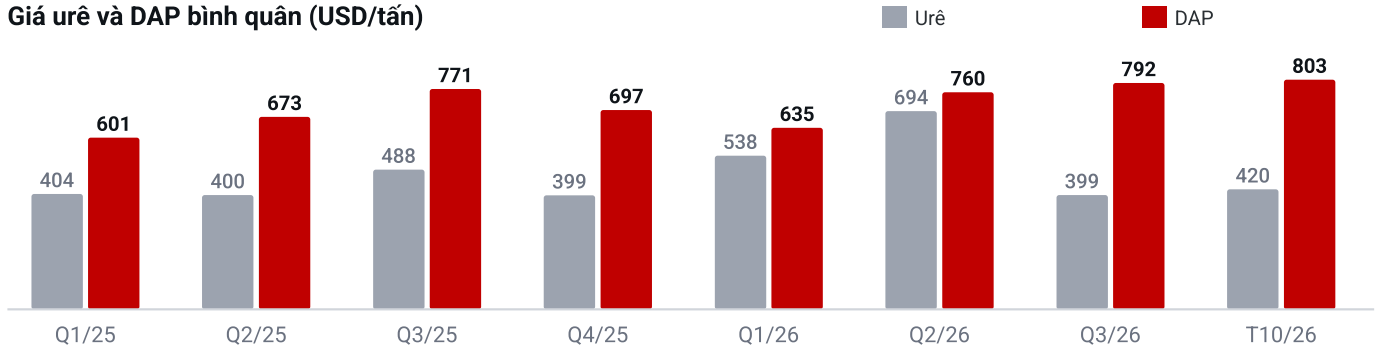
P/E trung vị	**7,6** lần
P/B trung vị	**1,10** lần
Số mã tăng LNST so cùng kỳ	**5** / 11
Tiền ròng/vốn hóa toàn nhóm	**33,4** %

1. Tổng quan thị trường

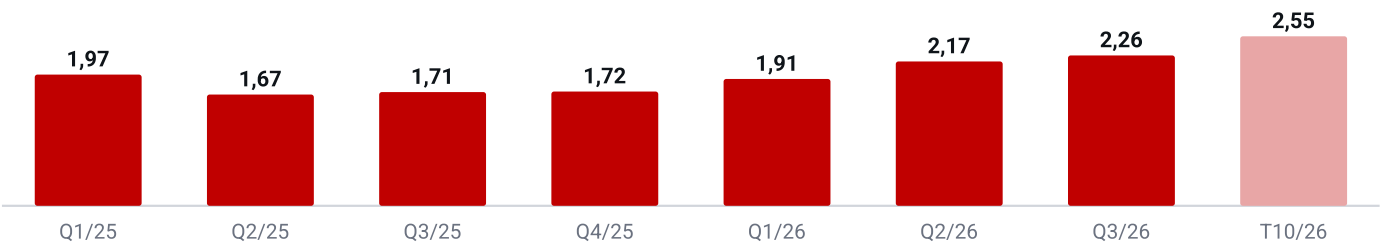
1.1. Urê về lại mặt bằng trước cú sốc Hormuz, DAP và cao su vẫn ở vùng cao

Theo World Bank, giá urê bình quân Q3/2026 chỉ còn **399,2 USD/tấn**, giảm 42,4% so với đỉnh Q2 (693,5 USD/tấn) và thấp hơn 18,2% so cùng kỳ, khi Trung Quốc nới hạn ngạch xuất khẩu: tổng hạn ngạch lên khoảng 5–6 triệu tấn đến cuối tháng 9, xuất khẩu urê của nước này đạt 403 nghìn tấn trong tháng 7 và 520 nghìn tấn trong tháng 8 (SunSirs). Ngược lại, giá DAP bình quân quý lên **791,8 USD/tấn** (+2,8% YoY) và giá cao su TSR20 đạt **2,26 USD/kg** (+32,4% YoY). Sang tháng 10, urê nhích lên 420 USD/tấn, TSR20 lên 2,55 USD/kg, cao nhất trong chuỗi số liệu từ 2024. Trong tháng 11, giá thanh toán hợp đồng TSR20 kỳ hạn tháng 12 trên sàn SGX giảm về 2,33 USD/kg (23/11), thấp hơn 8,5% so với bình quân tháng 10.

Giá urê và DAP bình quân (USD/tấn)



Giá cao su TSR20 bình quân (USD/kg)



Nguồn: World Bank, Pink Sheet cập nhật 03/11/2026 (bình quân quý của giá tháng); cột T10/26: giá bình quân tháng 10/2026; giá thanh toán TSR20 kỳ hạn tháng 12 ngày 23/11: SGX. TCBS tính toán.

1.2. Kênh truyền dẫn theo phân khúc

- **Urê: giá bán giảm nhanh hơn giá vốn.** Biên gộp DPM giảm từ 23,8% xuống 14,1%, DCM từ 31,3% xuống 19,1%; giá khí đầu vào thường biến động theo giá dầu, trong khi giá dầu Brent bình quân Q3 vẫn cao hơn khoảng 41% cùng kỳ.
- **DAP, NPK, lân: giá bán cao không bù được chi phí.** Giá lưu huỳnh giao ngay tại Vancouver vượt 1.000 USD/tấn trong mùa hè; biên gộp DDV còn 3,7%. BFC tăng sản lượng 36% nhờ chính sách bán hàng, nhưng chi phí bán hàng tăng 132%.
- **Hóa chất cơ bản: hưởng lợi từ giá axit.** Giá bán bình quân axit sulfuric của CSV (công ty mẹ) tăng 289%, sản lượng phốt pho vàng của công ty con tăng 56%; DGC vẫn chịu giá vốn cao do dùng quặng mua ngoài.
- **Cao su: giá tăng, lượng giảm.** Xuất khẩu cao su 10 tháng đạt khoảng 1,2 triệu tấn (−16,8%), trị giá 2,54 tỷ USD (−2,5%), giá bình quân 2.060,5 USD/tấn (+17,2%) theo Bộ Nông nghiệp và Môi trường. Xuất khẩu phân bón 10 tháng đạt 2,33 triệu tấn (+31,9%), 1,26 tỷ USD (+68,6%) theo Bộ Công Thương.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Q3 diễn biến đúng kịch bản trong báo cáo trước: **lợi nhuận phân bón urê giảm tốc mạnh** khi cú sốc nguồn cung qua đi, còn nhóm cao su có cả giá mủ và thu nhập đất hỗ trợ. Điểm chúng tôi đánh giá thấp là giá lưu huỳnh neo cao lâu hơn dự kiến, nên nhóm DAP chưa qua đáy trong Q3.

2. Kết quả kinh doanh Q3/2026

2.1. Tổng lợi nhuận đi ngang so với Q2, cơ cấu dịch chuyển hẳn sang cao su

LNST CỔ ĐÔNG MẸ Q3
5.185 tỷ
+26,9% YoY; -2,2% QoQ

LNST CỔ ĐÔNG MẸ 9T
15.147 tỷ
+34,0% so cùng kỳ

TỶ TRỌNG GVR TRONG Q3
64,3 %
Nhóm cao su chiếm 78,4%

SỐ MÃ TĂNG YOY
5 / 11
CSV, DCM, GVR, PHR, DPR

Mã	Doanh thu Q3	YoY	LNST cổ đông mẹ Q3	YoY	QoQ	LNST cổ đông mẹ 9T	YoY
DGC	2.469	-12,3%	478	-36,4%	+25,8%	1.267	-47,3%
CSV	814	+59,6%	85	+47,9%	-34,3%	258	+49,5%
DDV	1.290	-7,6%	10	-95,7%	-92,1%	256	-48,4%
LAS	660	-6,8%	16	-20,3%	+18,6%	66	-53,6%
DPM	4.128	+10,7%	40	-82,9%	-95,5%	1.348	+59,7%
DCM	5.742	+92,1%	430	+31,1%	-59,6%	2.282	+49,6%
BFC	3.051	+48,2%	60	-1,4%	+80,1%	218	-19,1%
GVR	9.506	+2,3%	3.336	+75,8%	+54,2%	7.750	+71,1%
PHR	658	+6,7%	427	+64,4%	+17,1%	1.070	Gấp 2,4 lần
DPR	559	+16,0%	199	+44,7%	Gấp 2,4 lần	385	+50,9%
TRC	303	+26,8%	104	-11,1%	Gấp 2,5 lần	246	+10,6%
Tổng	**29.181**	**+17,5%**	**5.185**	**+26,9%**	**-2,2%**	**15.147**	**+34,0%**
Không tính GVR	**19.675**	**+26,6%**	**1.849**	**-15,6%**	**-41,1%**	**7.397**	**+9,1%**

Đơn vị: tỷ đồng. LNST cổ đông mẹ: lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ. YoY: so cùng kỳ năm trước; QoQ: so quý trước. Thứ tự: hóa chất cơ bản → phân bón → cao su. Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 các doanh nghiệp, TCBS tổng hợp; tăng trưởng tính trên số chưa làm tròn.

Phân khúc	LNST cổ đông mẹ Q3	YoY	QoQ	Tỷ trọng Q3	LNST cổ đông mẹ 9T	YoY
Hóa chất cơ bản (DGC, CSV)	564	-30,4%	+10,5%	10,9%	1.525	-40,8%
Phân bón (DDV, LAS, DPM, DCM, BFC)	556	-35,8%	-74,0%	10,7%	4.170	+27,2%
Cao su (GVR, PHR, DPR, TRC)	4.065	+68,6%	+53,3%	78,4%	9.451	+73,3%

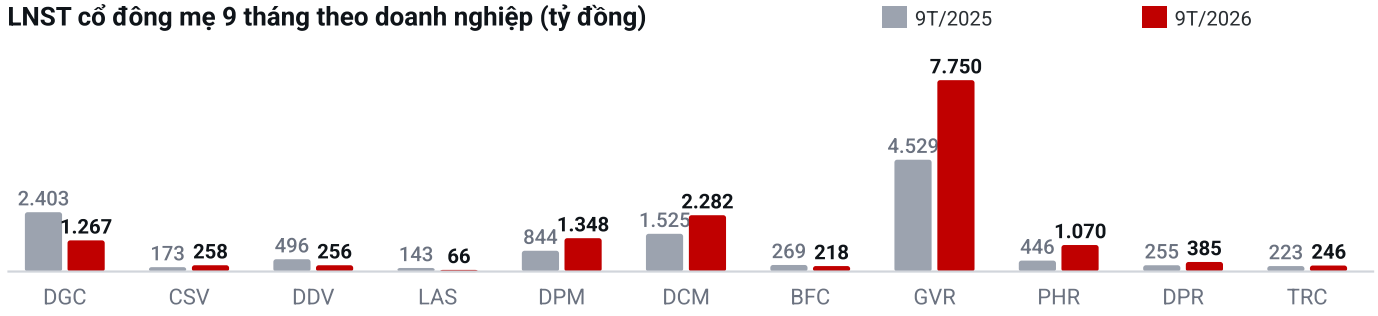
- **GVR quyết định gần hết mức tăng.** GVR lãi 3.336 tỷ đồng (+75,8% YoY), quý cao nhất từ trước đến nay; cùng PHR và DPR, ba mã cao su tăng thêm 1.667 tỷ đồng so cùng kỳ, lớn hơn mức tăng của cả ngành (1.098 tỷ đồng).
- **Phân bón giảm 74,0% so với Q2.** Lợi nhuận nhóm còn 556 tỷ đồng từ 2.139 tỷ đồng: DPM giảm 95,5% QoQ, DDV giảm 92,1%. DCM là mã duy nhất trong nhóm còn tăng mạnh so cùng kỳ (+31,1%) nhờ nền Q3/2025 thấp và xuất khẩu urê 9 tháng đạt 150% kế hoạch năm.
- **Doanh thu tăng +17,5%, nhanh hơn Q2 (+4,1%).** DCM (+92,1%), CSV (+59,6%) và BFC (+48,2%) tăng mạnh nhất; doanh thu của DGC, DDV, LAS giảm. Lợi nhuận không theo kịp doanh thu do biên gộp phân bón thu hẹp.
- **Nền so sánh không còn thấp.** Q3/2025 đã có thuế GTGT 5% đầu vào được khấu trừ với phân bón (áp dụng từ 01/07/2025), nên mức giảm YoY của nhóm phân bón phản ánh trực tiếp giá bán và chi phí.

2.2. Chất lượng lợi nhuận: phần một lần tăng, phần chu kỳ giảm

Ba mã cao su GVR, PHR, DPR ghi nhận tổng lợi nhuận khác **2.598 tỷ đồng** trong Q3, gấp 4,5 lần cùng kỳ, trong khi lợi nhuận cốt lõi của nhóm phân bón giảm mạnh. Với các quý tới, chúng tôi đánh giá nhóm cao su trên **lợi nhuận đã tách thu nhập đất**, còn nhóm phân bón theo biên gộp ở mặt bằng giá urê 400–420 USD/tấn.

Mã	Cấu phần chi phối lợi nhuận Q3/2026	Tính chất	Đánh giá
DGC	Biên gộp 20,5% (Q2: 18,9%; cùng kỳ 31,1%): dùng quặng mua ngoài khi khai trường 25 tạm dừng; lưu huỳnh, điện, than cốc, amoniac tăng giá	Chu kỳ	Đáy biên gộp có thể đã qua ở Q2, nhưng phục hồi rõ cần nguồn quặng tự khai thác
CSV	Giá bán axit sulfuric (công ty mẹ) +289%, HCl +72%; phốt pho vàng của công ty con: sản lượng +56%, giá +22%; biên gộp 23,1% (Q2: 33,5%)	Chu kỳ	Nhà máy Tân Bình 2 dừng sản xuất từ sau 15/08 giới hạn sản lượng các quý tới
DDV	Giá vốn +13,9% do lưu huỳnh tăng giá, khó tìm nguồn; biên gộp 3,7%, kinh doanh chính lỗ khoảng 4 tỷ đồng	Chu kỳ	Q4 còn chịu giá vốn từ 685 tỷ đồng nguyên liệu tồn kho mua giá cao
DPM	Biên gộp 14,1% (Q2: 23,8%) khi giá urê giảm 42,4% QoQ; lãi tiền gửi −47,6% YoY	Chu kỳ	Lợi nhuận phụ thuộc giá urê nội địa vụ Đông Xuân; sản lượng 9T đã vượt kế hoạch
DCM	Doanh thu +92,1% trên nền thấp; biên gộp 19,1% (Q2: 31,3%) do giá urê giảm và tỷ trọng NPK, tự doanh tăng; tài chính thuần lỗ 88 tỷ đồng	Chu kỳ	Dư địa xuất khẩu urê đã dùng hết (150% kế hoạch); nhà máy bảo dưỡng 20/09–07/10
BFC LAS	BFC: sản lượng +36% nhờ chính sách bán hàng, chi phí bán hàng +132%, lãi vay tăng; LAS: biên gộp ổn định 16,5% nhưng lãi vay +68%	Chu kỳ	Phụ thuộc mùa vụ Đông Xuân; chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận khi nợ ròng còn cao
GVR	Lợi nhuận khác 1.998 tỷ đồng (45% LNTT): bồi thường, hỗ trợ bàn giao đất 1.779 tỷ, thanh lý vườn cây 452 tỷ; lợi nhuận gộp mảng mủ +15,2% nhờ giá bán	Một lần	Lợi nhuận bán hàng chỉ +1,5% do trích Quỹ khoa học và công nghệ 256,5 tỷ đồng; lợi nhuận quý theo nhịp bàn giao đất
PHR	Lợi nhuận khác 470 tỷ đồng (88% LNTT) từ bồi thường đất, dự án VSIP III và thanh lý vườn cây; lợi nhuận cốt lõi chỉ 5 tỷ đồng, biên gộp 15,3%	Một lần	Mủ thu mua gấp 1,4 lần mủ tự khai thác nên giá bán cao không cải thiện biên gộp; Q4 là mùa khai thác cao điểm
DPR	Giá bán mủ 63,2 triệu đồng/tấn (+30%), sản lượng −3,3%; biên gộp 42,6%; lợi nhuận khác 131 tỷ đồng (đã dự trù trong kế hoạch năm); chi phí quản lý gấp 5,5 lần do trích Quỹ khoa học và công nghệ ngay từ Q3	Hỗn hợp	Mảng mủ tốt nhất nhóm; Q4 có nền so sánh thấp vì năm 2025 trích quỹ vào Q4
TRC	Doanh thu 303 tỷ đồng, cao nhất kể từ Q4/2012; lợi nhuận khác chỉ 8 tỷ đồng (cùng kỳ 46 tỷ) vì thanh lý vườn cây đã ghi nhận trong nửa đầu năm	Lặp lại	Lợi nhuận cốt lõi tăng; kế hoạch năm phụ thuộc bồi thường đất

Phân loại "Chu kỳ / Một lần / Lặp lại" là đánh giá định tính của TCBS Research dựa trên BCTC Q3/2026 và công bố thông tin doanh nghiệp. Lợi nhuận cốt lõi = lợi nhuận gộp − chi phí bán hàng − chi phí quản lý.



Nguồn: BCTC hợp nhất các doanh nghiệp, TCBS tổng hợp.

2.3. Phân hóa: ba quỹ đạo trong Q3

- **Tăng nhờ cao su (GVR, PHR, DPR):** GVR +75,8%, PHR +64,4%, DPR +44,7% YoY; thu nhập đất chiếm phần lớn ở GVR, PHR, còn DPR được hỗ trợ thêm bởi giá bán mủ +30%. TRC giảm 11,1% vì không còn thanh lý vườn cây như cùng kỳ, dù doanh thu cao nhất 14 năm.
- **Tăng nhờ giá bán (CSV, DCM):** CSV +47,9% nhờ giá axit sulfuric; DCM +31,1% trên nền thấp, nhưng giảm 59,6% so với quý kỷ lục Q2.
- **Suy giảm (DGC, DDV, DPM, LAS, BFC):** DDV −95,7% và DPM −82,9% là hai mức giảm sâu nhất; DGC −36,4% nhưng đã tăng 25,8% so Q2; LAS −20,3% và BFC −1,4% do chi phí lãi vay tăng.

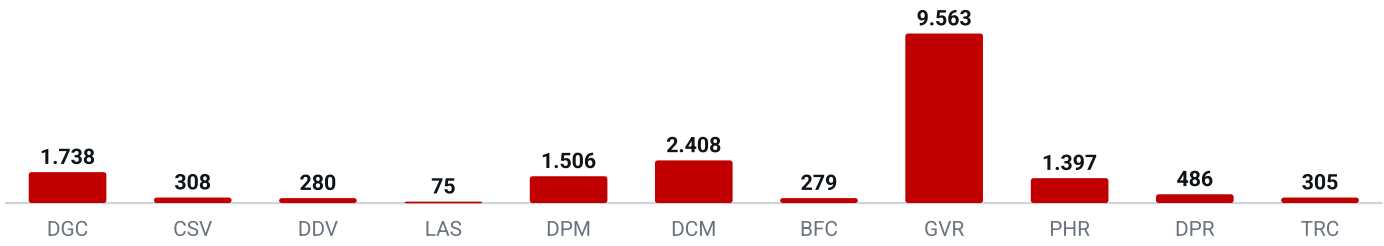
2.4. Dự phóng 2026 của TCBS Research sau KQKD Q3

Tổng dự phóng LNST cổ đông mẹ 2026 của 11 mã hiện ở mức **18.345 tỷ đồng (+34,2%)**, cao hơn 12,7% so với bản trong báo cáo Q2, chủ yếu do GVR, PHR được nâng nhờ thu nhập đất, trong khi DCM, DDV, LAS, DPM bị hạ. Sau 9 tháng, nhóm đã đạt 82,6% dự phóng cả năm.

Mã	Doanh thu 2026F	YoY	LNST cổ đông mẹ 2026F	YoY	Bản sau Q2	ROE 2026F	9T đã đạt
DGC	9.540	-15,3%	1.738	-41,9%	1.693	11,6%	72,9%
CSV	2.868	+32,8%	308	+47,4%	242	17,9%	83,9%
DDV	6.411	+14,0%	280	-55,6%	426	12,1%	91,3%
LAS	3.295	-12,0%	75	-54,3%	80	5,0%	88,6%
DPM	20.043	+21,0%	1.506	+40,4%	1.826	12,9%	89,5%
DCM	22.618	+36,0%	2.408	+22,9%	2.713	21,6%	94,8%
BFC	10.510	-1,0%	279	-10,0%	279	18,4%	78,2%
GVR	34.518	+18,7%	9.563	+79,8%	7.489	16,0%	81,0%
PHR	2.093	+16,6%	1.397	Gấp 2,9 lần	921	31,4%	76,6%
DPR	1.551	+30,6%	486	+68,2%	375	17,9%	79,3%
TRC	928	+10,0%	305	+21,5%	231	13,7%	80,7%
Tổng	**114.375**	**+14,9%**	**18.345**	**+34,2%**	**16.275**	**-**	**82,6%**

Đơn vị: tỷ đồng. Dự phóng của TCBS Research tại ngày 25/11/2026, đã cập nhật sau KQKD Q3 cho cả 11 mã. "Bản sau Q2": dự phóng trong báo cáo ngành ngày 21/09/2026. "9T đã đạt": LNST cổ đông mẹ 9T/2026 so dự phóng cả năm. TRC: tính trên LNST, không dùng EPS vì số cổ phiếu tăng gấp 4 lần sau đợt thưởng 300%.

LNST cổ đông mẹ 2026F theo dự phóng của TCBS Research (tỷ đồng)



Nguồn: TCBS Research.

- **Nhóm urê, DAP bị hạ.** DPM được hạ xuống 1.506 tỷ đồng (+40,4%), tương ứng Q4 lãi khoảng 158 tỷ đồng (-31,1% YoY) với biên gộp Q4 khoảng 24,9%. DCM giữ 2.408 tỷ đồng, Q4 chỉ lãi khoảng 126 tỷ đồng (-71,0% YoY); DDV 280 tỷ đồng (-55,6%).
- **Nhóm cao su được nâng, nhưng phần lớn là một lần.** GVR lên 9.563 tỷ đồng (+79,8%), PHR 1.397 tỷ đồng nhờ thu nhập đất. DPR 486 tỷ đồng (+68,2%), Q4 dự kiến gấp khoảng 3 lần cùng kỳ nhờ giá bán cao và chi phí quản lý về mức thông thường. CSV được nâng lên 308 tỷ đồng, TRC 305 tỷ đồng.

2.5. Tổng hợp đánh giá theo nhóm

Chúng tôi chia 11 doanh nghiệp thành bốn nhóm theo nguồn lợi nhuận và sức khỏe tài chính. Nhận xét từng mã dựa trên các báo cáo cập nhật KQKD Q3 của TCBS Research; báo cáo không kèm giá mục tiêu.

NHÓM 1 · CAO SU GẮN QUỸ ĐẤT KHU CÔNG NGHIỆP
GVR · PHR · TRC

Lợi nhuận Q3 cao kỷ lục ở GVR, PHR nhưng phần lớn là thu nhập một lần: lợi nhuận cốt lõi của PHR chỉ 5 tỷ đồng. GVR chiếm **64,6% vốn hóa** toàn nhóm, tiền ròng 31.322 tỷ đồng. Bóc tách tiền ròng và thu nhập đất, P/E cốt lõi của GVR khoảng 19 lần, PHR khoảng 20 lần; TCBS Research khuyến nghị theo dõi tiến độ bồi thường đất trước khi giải ngân. TRC chưa ghi nhận bồi thường từ khu công nghiệp Hiệp Thạnh; P/B 0,99 lần, vượt dải P/B lịch sử 5 năm.

NHÓM 2 · URÊ, ĐÃ QUA ĐỈNH CHU KỲ GIÁ
DPM · DCM

Lợi nhuận Q3 cộng lại 470 tỷ đồng, giảm 76,1% so Q2. Bảng cân đối vững: tiền ròng 6.786 tỷ đồng (DPM) và 5.319 tỷ đồng (DCM, chưa gồm 2.220 tỷ đồng tiền gửi phong tỏa). Lợi nhuận đã qua đỉnh theo chu kỳ giá urê; tiền ròng là vùng đệm cho định giá nhưng chưa tạo động lực tăng giá trong ngắn hạn.

NHÓM 3 · LỢI NHUẬN TỪ HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI
CSV · DPR

Biên gộp Q3 của DPR đạt **42,6%**, cao nhất nhóm, nhờ giá mủ; CSV hưởng lợi giá axit nhưng biên gộp giảm về 23,1% khi giá vốn tăng 66%. TCBS Research đánh giá **DPR là cơ hội đầu tư hấp dẫn**: tiền ròng 2.599 tỷ đồng, bằng 91% vốn hóa, P/E dự phóng 2026 5,9 lần. Hạn chế: quy mô nhỏ, nhất là CSV (vốn hóa 2.243 tỷ đồng).

NHÓM 4 · CHỜ ĐIỂM ĐẢO CHIỀU
DGC · DDV · BFC · LAS

Lợi nhuận giảm do nguyên liệu (DGC, DDV) hoặc chi phí lãi vay (BFC, LAS). DGC có tiền ròng 8.370 tỷ đồng sau khi chi khoảng 3.038 tỷ đồng cổ tức; BFC nợ ròng 1.358 tỷ đồng. Với DDV, chưa có cơ sở kỳ vọng biên gộp phục hồi sớm khi 685 tỷ đồng nguyên liệu giá cao còn chờ vào giá vốn. Yếu tố xúc tác: khai trường của DGC, giá lưu huỳnh và mùa vụ Đông Xuân.

Điểm nhấn vận hành Q3

- **DGC:** khai trường 25 tạm dừng phục vụ điều tra; nhà máy Nghi Sơn (xây dựng dở dang 1.409 tỷ đồng) lắp đặt, chạy thử trong Q4/2026, vận hành đầy đủ từ Q1/2027; BCTC bán niên có ý kiến kiểm toán ngoại trừ.
- **DCM, DPM:** DCM tiêu thụ 741 nghìn tấn urê 9 tháng, xuất khẩu 413 nghìn tấn (150% kế hoạch); DPM tiêu thụ khoảng 647 nghìn tấn urê, Q3 gần như chỉ bán nội địa.
- **CSV:** nhà máy Tân Bình 2 dừng sản xuất sau 15/08; khoảng 82.300 m² tại khu công nghiệp Biên Hòa 1 phải tháo dỡ trước 31/12/2026.
- **Tiến độ kế hoạch năm phân hóa.** Sau 9 tháng, DCM đạt 193% và GVR 155% kế hoạch LNST, PHR (công ty mẹ) 113%; DPM đạt 98% kế hoạch LNTT đã điều chỉnh ngày 04/11, DDV 84% kế hoạch LNTT, DGC 86% kế hoạch LNST hợp nhất, DPR (công ty mẹ) 81% kế hoạch LNST. TRC mới đạt 50% kế hoạch tối thiểu 491 tỷ đồng, phần còn lại dựa vào bồi thường đất khu công nghiệp Hiệp Thạnh.
- **GVR, PHR:** GVR bán 407,7 nghìn tấn mủ trong 9 tháng, giá bình quân 53,7 triệu đồng/tấn; PHR (công ty mẹ) đặt mục tiêu giá bán Q4 khoảng 62 triệu đồng/tấn.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Sau 9 tháng, phần lớn lợi nhuận 2026 của ngành đã được ghi nhận. Từ Q4, chúng tôi theo dõi **lợi nhuận cốt lõi**: lợi nhuận mủ khi giá cao su giữ trên 2,2 USD/kg, biên gộp urê trong vụ Đông Xuân và tốc độ giải phóng tồn kho nguyên liệu giá cao của nhóm DAP. Thu nhập đất của nhóm 1 khó dự báo theo quý và không nên ngoại suy.

3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

3.1. Tiền ròng tăng nhờ GVR, đòn bẩy vẫn tập trung ở nhóm NPK

TIỀN RÒNG TOÀN NHÓM 30/09
57.661 tỷ
33,4% vốn hóa ngày 23/11

TIỀN RÒNG GVR 30/09
31.322 tỷ
54% tiền ròng toàn nhóm

TIỀN RÒNG DGC 30/09
8.370 tỷ
Sau cổ tức ~3.038 tỷ đồng

NỢ RÒNG BFC 30/09
1.358 tỷ
Nợ phải trả/VCSH 1,65 lần

Mã	Tổng tài sản 30/09	Nợ phải trả/VCSH (lần)	Tiền ròng 30/09	Tiền ròng 30/06	Vốn hóa 23/11	Tiền ròng/vốn hóa
DGC	16.514	0,23	8.370	10.197	11.603	72%
CSV	2.470	0,32	526	520	2.243	23%
DDV	3.350	0,52	1.108	1.190	2.118	52%
LAS	2.363	0,68	**-307**	**-400**	1.207	**-25%**
DPM	18.383	0,60	6.786	6.497	12.442	55%
DCM	19.861	0,67	5.319	4.327	16.173	33%
BFC	4.407	1,65	**-1.358**	**-1.667**	3.375	**-40%**
GVR	95.337	0,37	31.322	26.294	111.400	28%
PHR	7.396	0,46	2.695	2.504	6.805	40%
DPR	5.269	0,41	2.599	2.313	2.859	91%
TRC	2.445	0,08	601	558	2.232	27%
Tổng	**177.794**	-	**57.661**	**52.332**	**172.457**	**33%**

Đơn vị: tỷ đồng. Tiền ròng = tiền và tương đương tiền + đầu tư tài chính ngắn hạn − tổng nợ vay; số âm là nợ ròng.
Nguồn: BCTC hợp nhất 30/09/2026 và 30/06/2026, giá đóng cửa 23/11/2026, TCBS tổng hợp.

- **Tiền ròng toàn nhóm tăng lên 57.661 tỷ đồng từ 52.332 tỷ đồng cuối Q2**, chủ yếu nhờ GVR (+5.028 tỷ đồng) thu tiền bồi thường. Xét tỷ trọng vốn hóa, DPR (91%), DGC (72%), DPM (55%) và DDV (52%) dẫn đầu; với các mã này, định giá EV thấp hơn nhiều vốn hóa và lãi tiền gửi chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận.
- **DCM có bộ đệm lớn hơn số liệu bảng.** Ngoài khoản trong bảng, DCM có 2.220 tỷ đồng tiền gửi bị phong tỏa bảo đảm cho vay ngắn hạn; vay ngắn hạn giảm còn 2.699 tỷ đồng từ 3.566 tỷ đồng cuối Q2, tồn kho giảm 25% trong quý.
- **Nhóm NPK, lân vẫn nợ ròng.** BFC nợ ròng 1.358 tỷ đồng, tồn kho 2.233 tỷ đồng; LAS nợ ròng 307 tỷ đồng. Chi phí lãi vay Q3 của BFC 31 tỷ đồng (gấp 2,4 lần cùng kỳ), LAS 12 tỷ đồng (+68%).
- **DGC vay ngắn hạn trở lại.** Sau khi chi cổ tức tiền mặt 80% ngày 25/09, DGC có 1.391 tỷ đồng vay ngắn hạn; tiền và đầu tư ngắn hạn còn 9.761 tỷ đồng.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG

Phần lớn doanh nghiệp trong nhóm có tiền ròng, nên bảng cân đối chưa phải rủi ro chính. Với nhóm tiền ròng cao (DPR, DGC, DDV, DPM), P/E nên được đọc cùng EV/EBITDA vì một phần lợi nhuận đến từ lãi tiền gửi; với BFC, LAS, cần theo dõi tồn kho và chi phí lãi vay trong mùa tích trữ hàng Đông Xuân.

4. Cập nhật chính sách

Năm nhóm chính sách tác động trực tiếp đến KQKD Q4/2026 và năm 2027. So với báo cáo trước, điểm mới là Trung Quốc mở rộng hạn ngạch xuất khẩu urê, dòng tiền bồi thường đất của nhóm cao su tăng mạnh trong Q3 và dự thảo đưa thuế xuất khẩu urê về 0%.

Những thay đổi chính

- **Trung Quốc nới xuất khẩu urê, vẫn giữ kiểm soát.** Sau khi hạn chế xuất khẩu từ giữa tháng 3/2026, Trung Quốc cấp hạn ngạch theo từng đợt: khoảng 2 triệu tấn đến cuối tháng 5 và khoảng 5–6 triệu tấn đến cuối tháng 9 sau đợt thứ ba (SunSirs). Giá urê nội địa Trung Quốc kỳ 11–20/11 ở mức 1.768,6 NDT/tấn, gần như đi ngang so với kỳ 01–10/11 (−0,1%, Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc); xuất khẩu urê của Trung Quốc tháng 9 đạt 2,45 triệu tấn (+78,7% YoY) khi hạn ngạch được giải phóng (Hải quan Trung Quốc).
- **Thuế GTGT 5% với phân bón đã hết hiệu ứng nền so sánh.** Từ 01/07/2025, phân bón chịu thuế GTGT 5% và được khấu trừ thuế đầu vào; Q3/2026 là quý đầu tiên so sánh trên cùng nền thuế.
- **Thuế xuất khẩu urê, supe lân, SOP có thể về 0%.** Dự thảo sửa Nghị định 26/2023/NĐ-CP do Bộ Tài chính soạn thảo đề xuất giảm thuế xuất khẩu urê, supe lân và kali sulphat (SOP) từ 5% về 0%; Bộ Tư pháp công bố hồ sơ thẩm định ngày 08/10/2026, đến 25/11 chưa ban hành. TCBS Research ước LNTT mỗi năm của DCM tăng khoảng 203 tỷ đồng, DPM khoảng 93 tỷ đồng nếu giá bán không đổi.
- **EUDR (Quy định chống phá rừng của Liên minh châu Âu)** áp dụng từ 30/12/2026 với doanh nghiệp lớn và vừa, 30/06/2027 với doanh nghiệp nhỏ; doanh nghiệp xuất khẩu cao su sang EU phải chứng minh truy xuất nguồn gốc vườn cây.
- **Chuyển đổi đất cao su sang khu công nghiệp.** Q3 là quý ghi nhận bồi thường lớn nhất: 1.779 tỷ đồng ở GVR. Thời điểm ghi nhận vẫn phụ thuộc thủ tục bàn giao và nghĩa vụ tiền thuê đất theo bảng giá đất mới.

Tác động đến nhóm theo dõi

Mã	Mức độ · kênh · thời điểm	Nội dung tác động
DPM · DCM	Cao · giá bán · Q4/2026–2027	Hạn ngạch xuất khẩu của Trung Quốc là biến số chính của giá urê; CRU dự báo urê hạt đục Trung Đông khoảng 430 USD/tấn tháng 11 và 400 USD/tấn tháng 12. Nếu thuế xuất khẩu về 0%, DCM hưởng lợi rõ nhất vì xuất khẩu 50–60% sản lượng urê.
DDV BFC LAS	Trung bình · chi phí · Q4/2026	Trung Quốc cấm xuất khẩu axit sulfuric từ 01/05/2026; giá lưu huỳnh hợp đồng Trung Đông tháng 10 giảm 45–70 USD/tấn nhưng vẫn trên 800 USD/tấn, áp lực giá vốn DAP, lân còn kéo dài.
GVR · PHR DPR · TRC	Cao · xuất khẩu · từ 30/12/2026	EUDR tăng chi phí truy xuất nguồn gốc, đổi lại lợi thế cho vườn cây có chứng nhận; thị trường Trung Quốc vẫn chiếm khoảng 59% xuất khẩu cao su.
GVR PHR TRC	Cao · lợi nhuận khác · theo quý	Bồi thường đất tạo lợi nhuận lớn nhưng không đều; TRC chưa ghi nhận khoản bồi thường khoảng 354 tỷ đồng (tạm tính) từ khu công nghiệp Hiệp Thạnh.
DGC · CSV	Cao · vận hành · chưa xác định	DGC: thuế xuất khẩu phốt pho vàng 10%, khai trường 25 tạm dừng phục vụ điều tra. CSV: di dời khỏi khu công nghiệp Biên Hòa 1, nhà máy Nhơn Trạch dự kiến vận hành năm 2030.

Đánh giá của TCBS Research trên cơ sở văn bản và thông tin được công bố đến ngày 25/11/2026.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG

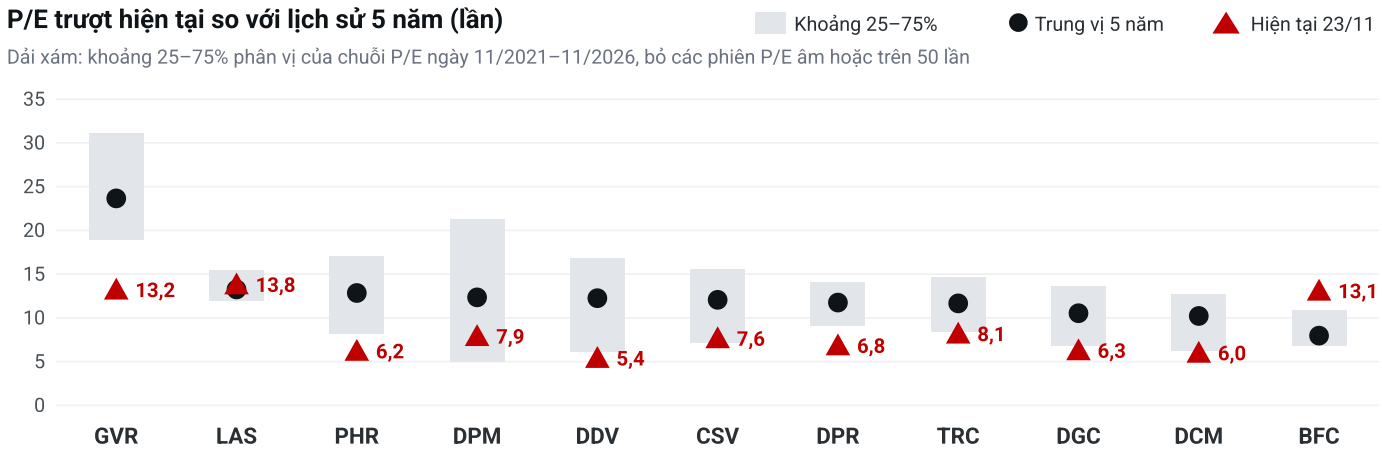
Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc tiếp tục là yếu tố quyết định giá urê và chi phí nguyên liệu DAP. Với nhóm cao su, EUDR và nghĩa vụ tiền thuê đất là rủi ro trung hạn, trong khi bồi thường đất là nguồn lợi nhuận lớn nhưng khó dự báo. Rủi ro chính: Trung Quốc siết lại hạn ngạch làm giá urê tăng trở lại, hoặc nới thêm làm giá giảm sâu hơn.

5. Định giá cổ phiếu

5.1. P/E trượt cần đọc cùng thu nhập một lần và vị trí chu kỳ

- **Vốn hóa toàn nhóm giảm 14,1% so với ngày 24/09/2026**, còn 172.457 tỷ đồng; P/E trung vị 7,6 lần (báo cáo trước: 8,7 lần), P/B trung vị 1,10 lần.
- **P/E của GVR (13,2 lần) và PHR (6,2 lần) bao gồm thu nhập đất.** Lợi nhuận khác chiếm 45% và 88% LNTT Q3 của hai mã; P/E trên lợi nhuận cốt lõi cao hơn nhiều, nên định giá phản ánh giá trị quỹ đất nhiều hơn lợi nhuận mủ.
- **P/E thấp của nhóm phân bón tính trên lợi nhuận gần đỉnh.** DDV (5,4 lần) và DCM (6,0 lần) còn chứa các quý lãi lớn của nửa đầu năm; P/E trượt sẽ tăng khi Q4 thay thế Q4/2025. DGC (6,3 lần) có tiền ròng bằng 72% vốn hóa.
- **P/E dự phóng 2026 thấp nhất ở PHR (4,9 lần) và DPR (5,9 lần), nhưng khác về chất lượng.** Lợi nhuận 2026 của PHR chủ yếu là thu nhập đất, còn lợi nhuận của DPR đến từ mảng mủ.

5.2. P/E so với lịch sử 5 năm



Nguồn: TCBS tính từ chuỗi P/E trượt 4 quý theo ngày của TCBS; GVR, DDV loại 106 và 66 phiên P/E trên 50 lần; điểm hiện tại theo P/E tại Phần 7, giá đến 23/11/2026.

- **Bảy trên 11 mã có P/E dưới khoảng 25–75% của 5 năm, phần lớn tính trên lợi nhuận một lần hoặc lợi nhuận đỉnh chu kỳ.** P/E của PHR (6,2 lần) và GVR (13,2 lần) thấp hơn khoảng 99% và 97% số phiên trong 5 năm vì lợi nhuận 4 quý gần nhất chứa thu nhập đất. Vì vậy, chúng tôi cho rằng **GVR và PHR chưa phải cơ hội đầu tư hấp dẫn** dù P/E đang thấp. DGC (6,3 lần), DDV (5,4 lần) và DCM (6,0 lần) cũng dưới dải, nhưng lợi nhuận của DGC, DDV còn đi xuống theo giá nguyên liệu, còn DCM đã qua đỉnh giá urê.
- **DPR có P/E thấp đi cùng lợi nhuận cốt lõi.** P/E 6,8 lần, thấp hơn khoảng 87% số phiên (trung vị 11,7 lần); lợi nhuận đến từ mảng mủ. Chúng tôi đánh giá **DPR là cơ hội đầu tư hấp dẫn**.
- **BFC là mã duy nhất trên dải.** P/E 13,1 lần, cao hơn khoảng 89% số phiên (trung vị 8,0 lần) dù lợi nhuận 9 tháng giảm 19,1%. CSV, LAS, DPM nằm trong dải. Xét thêm P/B, BFC (2,49 lần) và TRC (0,99 lần) cao hơn dải trung vị ±1 độ lệch chuẩn 5 năm; với TRC, P/E thấp nhưng P/B cao vì thị trường đã tính trước khoản bồi thường đất chưa ghi nhận.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH VỀ ĐỊNH GIÁ

P/E của các mã chênh lệch lớn chủ yếu vì vị trí chu kỳ, tỷ trọng thu nhập một lần và lượng tiền ròng khác nhau. Vì vậy, P/E thấp chỉ có ý nghĩa khi đọc cùng các yếu tố này, kèm P/B và EV/EBITDA (bảng chi tiết tại Phần 7). Báo cáo không đưa khuyến nghị mua, bán hay giá mục tiêu. Rủi ro định giá: giá urê, cao su giảm nhanh hơn dự báo, tiến độ bàn giao đất chậm và mặt bằng định giá chung của thị trường.

6. Rủi ro & lịch theo dõi

6.1. Rủi ro chính

Rủi ro	Nội dung	Mã chịu tác động	Mức độ
Giá urê giảm sâu hơn	Trung Quốc tiếp tục nới hạn ngạch xuất khẩu và vận chuyển qua eo biển Hormuz thông suốt, kéo giá urê về dưới 400 USD/tấn trong vụ Đông Xuân; dự phóng DPM đã hạ, giả định biên gộp Q4 khoảng 24,9%	DPM, DCM	**Cao**
Thu nhập đất không đều	Tiến độ bàn giao, phê duyệt bồi thường và nghĩa vụ tiền thuê đất theo đơn giá mới làm lệch thời điểm ghi nhận lợi nhuận khác giữa các quý; Q3/2026 là mức cao bất thường	GVR, PHR, TRC	**Cao**
Nguyên liệu và pháp lý DGC	Khai trường 25 tạm dừng phục vụ điều tra; ý kiến kiểm toán ngoại trừ chưa được giải quyết; nhà máy Nghi Sơn đã nhiều lần lùi tiến độ	DGC	**Cao**
Giá nguyên liệu phân bón neo cao	Giá lưu huỳnh, amoniac, quặng apatit giảm chậm hơn giá bán; DDV còn 685 tỷ đồng nguyên liệu tồn kho giá cao chưa trích dự phòng	DDV, BFC, LAS	**Trung bình**
Cầu cao su và EUDR	Lượng xuất khẩu cao su 10 tháng giảm 16,8%; chi phí tuân thủ EUDR từ 30/12/2026; giá cao su đã tăng mạnh, rủi ro điều chỉnh khi cầu yếu	GVR, PHR, DPR, TRC	**Trung bình**
Lãi suất và vốn lưu động	Chi phí lãi vay Q3 của BFC gấp 2,4 lần, LAS tăng 68% so cùng kỳ; sẽ còn cao trong mùa tích trữ hàng Đông Xuân	BFC, LAS	**Thấp**

TCBS Research đánh giá; mức độ rủi ro xét trên tác động đến lợi nhuận 12 tháng tới.

6.2. Lịch theo dõi

- **Hằng tháng:** giá urê, DAP, lưu huỳnh, cao su; số liệu xuất khẩu phân bón, cao su; hạn ngạch xuất khẩu phân bón của Trung Quốc; công bố sản lượng tiêu thụ của DPM, DCM.
- **Tháng 11/2026:** DPR thanh toán cổ tức tiền mặt 14% ngày 27/11 (đã chốt quyền 16/11); tiến độ ban hành nghị định giảm thuế xuất khẩu phân bón.
- **Tháng 12/2026:** mùa vụ Đông Xuân; GVR thanh toán cổ tức tiền mặt 4% (10/12) và họp ĐHĐCĐ bất thường (dự kiến 29/12); DGC lắp đặt, chạy thử nhà máy Nghi Sơn; CSV hoàn tất tháo dỡ tại khu công nghiệp Biên Hòa 1 (31/12); EUDR áp dụng với doanh nghiệp lớn và vừa (30/12).
- **Q1/2027:** BCTC năm 2026 kiểm toán (ý kiến kiểm toán của DGC); nhà máy Nghi Sơn vận hành đầy đủ; ĐHĐCĐ thường niên công bố kế hoạch 2027 và cổ tức.

KHUNG THEO DÕI CHO NHÀ ĐẦU TƯ

(1) Với nhóm urê (DPM, DCM), theo dõi giá urê và hạn ngạch xuất khẩu của Trung Quốc thay vì con số lợi nhuận quý; (2) với nhóm cao su, tách thu nhập đất khỏi lợi nhuận mủ khi đánh giá từng quý; (3) với DGC, tiến độ vận hành lại khai trường và Nghi Sơn quan trọng hơn KQKD quý; (4) với DDV, BFC, LAS, giá lưu huỳnh và sức mua vụ Đông Xuân là yếu tố xúc tác chính.

7. Số liệu các doanh nghiệp

Q3/2026 · đơn vị: tỷ đồng · giá đến 23/11/2026 · bấm vào mã để mở báo cáo 1-CLICK

7.1. Kết quả kinh doanh

Mã	DT Q3/25	DT Q2/26	DT Q3/26	YoY	LNST cổ đông mẹ Q3/25	Q2/26	Q3/26	YoY	LNST cổ đông mẹ 9T/26	YoY
DGC	2.817	2.415	2.469	-12,3%	752	380	478	-36,4%	1.267	-47,3%
CSV	510	687	814	+59,6%	58	130	85	+47,9%	258	+49,5%
DDV	1.397	1.784	1.290	-7,6%	221	122	10	-95,7%	256	-48,4%
LAS	708	531	660	-6,8%	20	13	16	-20,3%	66	-53,6%
DPM	3.729	6.986	4.128	+10,7%	236	906	40	-82,9%	1.348	+59,7%
DCM	2.988	6.706	5.742	+92,1%	328	1.065	430	+31,1%	2.282	+49,6%
BFC	2.060	1.698	3.051	+48,2%	61	34	60	-1,4%	218	-19,1%
GVR	9.294	7.083	9.506	+2,3%	1.897	2.163	3.336	+75,8%	7.750	+71,1%
PHR	617	406	658	+6,7%	259	364	427	+64,4%	1.070	Gấp 2,4 lần
DPR	482	280	559	+16,0%	137	82	199	+44,7%	385	+50,9%
TRC	239	127	303	+26,8%	117	42	104	-11,1%	246	+10,6%
Tổng	**24.841**	**28.704**	**29.181**	**+17,5%**	**4.087**	**5.301**	**5.185**	**+26,9%**	**15.147**	**+34,0%**

LNST cổ đông mẹ: lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ. BCTC hợp nhất, TCBS tổng hợp. Thứ tự: hóa chất cơ bản → phân bón → cao su.

7.2. Định giá & sức khỏe tài chính

Mã	Giá (đồng)	Vốn hóa	P/E trượt	P/B	EV/EBITDA	ROE	EPS (đồng)	Giá trị sổ sách/CP	Nợ phải trả/VCSH
DGC	30.550	11.603	6,3	0,89	1,9	12,9%	4.882	34.423	0,23
CSV	20.300	2.243	7,6	1,23	4,5	17,5%	2.665	16.461	0,32
DDV	14.500	2.118	5,4	0,96	2,0	18,2%	2.693	15.115	0,52
LAS	10.700	1.207	13,8	0,86	12,6	6,1%	776	12.495	0,68
DPM	18.300	12.442	7,9	1,10	3,0	14,0%	2.320	16.655	0,60
DCM	30.550	16.173	6,0	1,36	3,2	24,3%	5.132	22.383	0,67
BFC	59.000	3.375	13,1	2,49	8,1	19,2%	4.518	23.685	1,65
GVR	27.850	111.400	13,2	1,76	9,8	13,9%	2.111	15.827	0,37
PHR	27.900	6.805	6,2	1,40	11,5	24,8%	4.519	19.960	0,46
DPR	32.900	2.859	6,8	0,99	2,4	15,4%	4.821	33.311	0,41
TRC	18.600	2.232	8,1	0,99	5,6	12,7%	2.284	18.818	0,08
Tổng	**-**	**172.457**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Trung vị	**-**	**-**	**7,6**	**1,10**	**4,5**	**15,4%**	**-**	**-**	**0,46**

Vốn hóa: tỷ đồng, theo giá đóng cửa 23/11/2026. P/E, EV/EBITDA, ROE, EPS tính trên 4 quý gần nhất; P/B, giá trị sổ sách và Nợ phải trả/VCSH tại 30/09/2026. PHR, TRC: EPS và giá trị sổ sách/CP tính trên số cổ phiếu sau đợt thưởng (PHR 243,9 triệu, TRC 120 triệu cổ phiếu). DGC: giá trị sổ sách đã trừ cổ tức 8.000 đồng/cp thanh toán 25/09/2026. DPR, GVR: giá đã giao dịch không hưởng quyền cổ tức tiền mặt (DPR 1.400 đồng/cp, GVR 400 đồng/cp), giá trị sổ sách tại 30/09 chưa trừ.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ **research.feedback@tcbs.com.vn**. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.