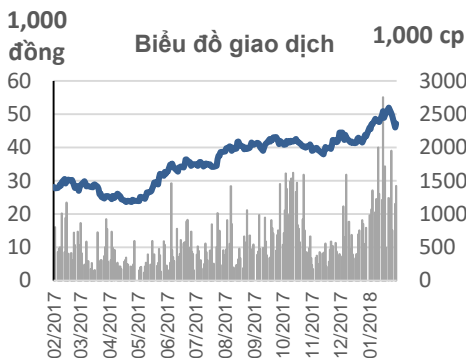


**PHR (HOSE)**

**CTCP Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR) – Dòng tiền lớn đột biến**

Đánh giá	TĂNG TỶ TRỌNG
Ngành Cao Su	
Giá thị trường (VND):	<b>46,800</b>
Giá mục tiêu (VND):	<b>55,500</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	18.6%
Suất sinh lợi cổ tức:	4.3%
Suất sinh lợi bình quân năm:	<b>22.9%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	9%	9%	17%	75%
Tương đối	-3%	-3%	-14%	13%

Thông kê	30/01/2018
SL lưu hành (triệu cp)	78.5
Vốn hóa (dự kiến)	3,610
Vốn hóa (triệu USD)	159
% khối ngoại sở hữu	12%
SL cp tự do (triệu cp)	24.1
KLGD TB 3 tháng (cp)	395k
VND/USD	22,750
Index: VNIndex / HNX	1110/127

Cơ cấu sở hữu	30/01/2018
Vietnam Rubber Group (VRG)	69%
Cổ đông khác	31%

Nguồn: PHR, KISV research

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457

[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

**Quan điểm đầu tư:**

- PHR là top 3 đồn điền cao su mang lại lợi nhuận lớn nhất cho Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG) với tổng diện tích hơn 15k ha và quỹ đất ở vị trí thuận lợi.
- Mảng cao su chính hồi phục với dự báo giá cao su có thể tăng từ 20%-30% trong năm 2018 và sự gia tăng năng suất từ vườn cây 7.6k ha tại Campuchia sau 2020.
- Chính sách cấm khai thác gỗ nguyên liệu của Trung Quốc từ 2017 sẽ đẩy giá thanh lý gỗ và gia tăng đáng kể lợi nhuận khác của PHR (chiếm trung bình 40% tổng LNST) trong 3 năm 2018-2020.
- Tiền đền bù đất dự án Nam Tân Uyên 3 (350ha) và dự án KCN VSIP III (691ha) dự kiến sẽ đem lại khoảng 1,000 tỷ đồng tiền đền bù cho PHR trong 2018-2020, cộng với 20% lợi nhuận từ hoạt động cho thuê đất tương lai của VSIP III.
- Khoản đầu tư vào khu công nghiệp Nam Tân Uyên và khu công nghiệp Tân Bình có thể đem lại dòng tiền lớn trong dài hạn với các dự án mở rộng.
- Lũy kế 2017, doanh thu của PHR tăng 24% yoy trong khi LNST tăng 31% YoY chủ yếu do giá thanh lý gỗ cao su tăng mạnh và giá cao su tự nhiên hồi phục.

**Bắt lợi:**

- Quỹ khen thưởng phúc lợi rất cao do đặc tính thâm dụng lao động của ngành, chiếm đến 20% tổng LNST hằng năm.
- Sau năm 2020 sẽ không còn dòng tiền lớn từ thanh lý gỗ cao su và đền bù đất
- PHR nhiều khả năng phải bán lại 32.85% cổ phần của NTC cho VRG.

**Định giá:**

- Sử dụng phương pháp tổng hợp thành phần (sum-of-the-parts), chúng tôi định giá PHR với mức giá mục tiêu **55,500đ cuối 2018**. Tại mức giá thị trường 46,800 đồng/cp, tổng mức sinh lời 23% bao gồm 2,000 đồng/cp cổ tức tiền mặt. **Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG.**

Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	1,227	1,178	1,637	1,889	1,733
Tăng trưởng (%)	-23.5%	-4.0%	38.9%	15.4%	-8.3%
LN hoạt động (tỷ đồng)	79	78	125	195	231
Biên lợi nhuận (%)	6.4%	6.6%	7.6%	10.3%	13.3%
LN khác	145	124	216	830	957
LNST (tỷ đồng)	215	223	339	889	1,109
Biên lợi nhuận (%)	17.5%	18.9%	20.7%	47.1%	64.0%
SLCP lưu hành (triệu cp)	81.3	81.3	78.5	78.5	78.5
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,157	2,243	3,456	9,061	11,305
Tăng trưởng (%)	-19.8%	4.0%	54.1%	162.2%	24.8%
ROE (%)	10%	10.1%	14.8%	33.8%	33.9%
Nợ ròng/VCSH (%)	1%	0%	-3%	-27%	-45%
PE (x)	21.7	20.9	13.6	5.2	4.1
PB (x)	1.8	1.7	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA (x)	30.4	29.7	21.2	12.1	7.4
Cổ tức (VND)	1,972	1,730	2,000	2,000	2,000

## I. Cập nhật KQKD cả năm 2017

### Kết quả kinh doanh

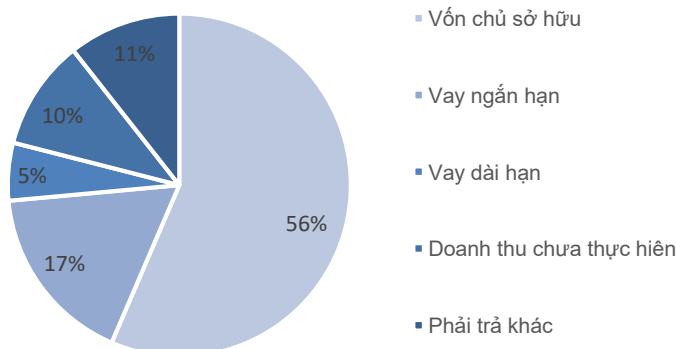
- Lũy kế 2017, đường doanh thu của PHR tăng mạnh 23.7% yoy bởi vì: (1) giá bán cao su tự nhiên bình quân tăng mạnh lên 40.4 triệu đồng/tấn từ mức 30.5 triệu đồng/tấn của năm 2016 (2) Hoạt động cho thuê KCN Tân Bình tăng trưởng tốt.
- Bên cạnh đó, nhờ hoạt động thanh lý gỗ cao su ("lợi nhuận khác") tăng đột biến, lợi nhuận sau thuế của PHR tăng 31% so với cùng kỳ. Hiện hoạt động thanh lý gỗ đã chiếm hơn 2/3 lợi nhuận ròng của PHR.
- Đến hết Q4-2017, EPS trailing 12 tháng hiệu chỉnh của PHR đạt 4,306 đồng, tăng 1,019 đồng (~31% so với cùng kỳ), tương ứng với mức P/E trailing là 10.9 lần hiện tại ở mức giá 46,800 đồng/cp.
- Lợi suất trên vốn điều lệ của công ty tăng mạnh lên mức 43.1%, thuộc nhóm cao nhất trong ngành cao su nói chung và trong tập đoàn VRG nói riêng.
- Cuối Q3-2017, PHR nợ ròng trên VCSH chỉ 5%, thể hiện rủi ro tài chính thấp.

	2016	2017E	YoY
DT Thuần (tỷ đồng)	1,278	1,581	+23.7%
Lợi nhuận khác (tỷ đồng)	101	216	+113.9%
LNST (tỷ đồng)	258	338	+31.0%
Biên LNST (%)	20.2%	21.4%	
ROE (%)	32.8%	43.1%	
LNST sau khi trích lập quỹ KTPL (tỷ)	206	270	
SLCP lưu hành (triệu cp)	78.5	78.5	
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3,287	4,306	+31.0%
Cổ tức (VND)	1,800	2,000	+11.1%

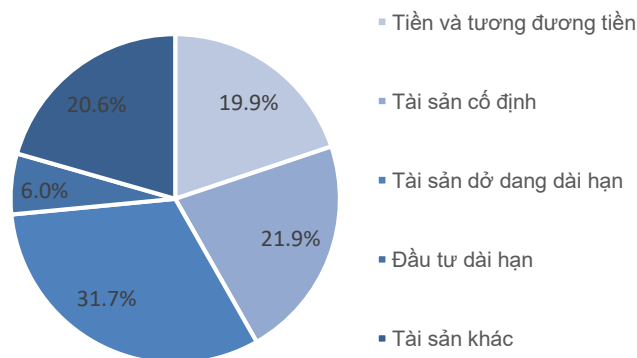
### Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

Về cơ cấu tài sản, tài sản cố định & các tài sản dở dang dài hạn (xấp xỉ 2,266 tỷ vào ngày 30.09.2017) – gồm các vườn cây kiến thiết cơ bản, vườn cây tái canh của PHR – chiếm tỷ trọng lớn nhất 54% tổng tài sản. Về cơ cấu nguồn vốn, 56% nguồn vốn đến từ vốn chủ sở hữu, 22% là các khoản vay ngân hàng và 10% là doanh thu chưa thực hiện hợp nhất từ hoạt động cho thuê trả tiền một lần từ KCN Tân Bình. Nợ vay chỉ bằng 40% vốn chủ sở hữu, cơ cấu vốn khá an toàn.

**Cơ cấu nguồn vốn PHR 30.09.2017**



**Cơ cấu tài sản PHR 30.09.2017**



Nguồn: PHR, KISV research

## II. Triển vọng ngắn hạn (2018-2020)

### (1) Mở khai thác mủ cao su chính hồi phục

- Trên quan điểm của chúng tôi, bối cảnh (1) giá dầu tăng trưởng mạnh 60% trong năm 2017 và giá cao su thế giới chưa phản ánh, (2) thỏa thuận kim hãm 500,000 tấn sản lượng của 3 nước Thái Lan-Indonesia-Malaysia trong Q1/2018 và (3) nhu cầu tiêu thụ ô tô phục hồi và cơn sốt sản xuất xe ô tô điện toàn cầu là những động lực chính giúp giá cao su tự nhiên có thể tăng trở lại 20%-30% so với 2017.

Oil & Rubber correlation from 2000-2017



Nguồn: Bloomberg, KISV research

- 65% sản phẩm của PHR là mủ SVR-CV 50,60 có giá bán cao hơn và biên lợi nhuận tốt hơn so với các loại mủ SVR-3L, SVR-10 khác. Giá bán bình quân của PHR trong năm 2017 là 40.1 triệu đồng/tấn, cao hơn so với mức bình quân 39.1 triệu/tấn của toàn tập đoàn VRG.

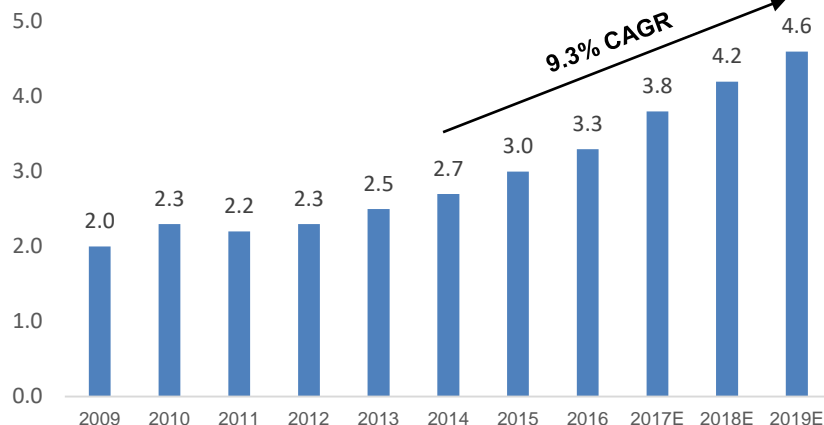
- Một điểm trừ lớn trong mảng cao su tự nhiên của PHR là hoạt động thanh lý hơn 4,000ha vườn cây cao su trong 3 năm tới. Hoạt động này dẫn đến sự suy giảm tất yếu trong sản lượng khai thác. Nhưng công ty đặt mục tiêu sẽ duy trì tổng sản lượng ở mức ~30,000 tấn bằng hoạt động thu mua và sự đóng góp thêm từ vườn cây Kampong Thom – Cambodia.

Song trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng năng suất và biên lợi nhuận khai thác vườn cây Cambodia này chưa thể đạt được hiệu quả gần với vườn cây trong nước. Và ngay cả khi vườn cây Kampong Thom bắt đầu cho năng suất tốt, suất đầu tư cao và chi phí vận chuyển lớn cũng khó có thể đem lại biên lợi nhuận tốt như các nông trường Đông Nam Bộ truyền thống.

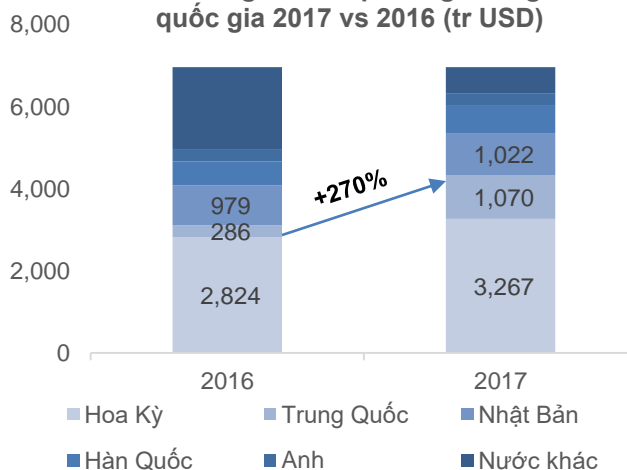
Cao su tự nhiên	2016	2017E	2018F	2019F	2020F
Tổng diện tích trồng cao su (ha)	15,258	14,900	14,550	14,209	13,859
Sản lượng nội địa (tấn)	16,406	13,555	11,123	8,331	5,729
Sản lượng Cambodia (tấn)	215	1,065	1,668	2,470	3,881
Sản lượng khai thác (tấn)	16,406	14,620	12,791	10,801	9,610
Sản lượng thu mua (tấn)	14,424	17,429	17,000	19,000	21,000
Tổng Sản lượng (tấn)	30,830	32,049	29,791	29,801	30,610
Giá bán bq (triệu VND/tấn)	30.8	40.4	49.5	58.1	68.3
Giá thành bq (triệu VND/tấn)	29.0	34.1	40.0	46.5	54.8
DT từ sp cao su (tỷ)	950	1,294	1,474	1,733	2,091
LN từ cao su (tỷ)	55	202	282	348	415

**(2) Thanh lý gỗ cao su đem lại lợi nhuận đột biến**

- Mảng thanh lý gỗ của PHR rất triển vọng trong giai đoạn 2018-2020 nhờ vào ba động lực chính sau: (1) chính sách đóng cửa rừng của Trung Quốc làm thiếu hụt nguồn cung và gia tăng đột biến nhu cầu gỗ công nghiệp cao su (2) nhu cầu mua sắm nội thất hoàn thiện nhà ở tại Việt Nam được dự phóng tăng ít nhất 9.3% CAGR (3) xu hướng thay đổi của người tiêu dùng trẻ với sự ưa thích các sản phẩm gỗ công nghiệp với giá rẻ và thiết kế bắt mắt hơn so với gỗ tự nhiên.

**Nhu cầu nội thất và trang trí nội thất Việt Nam**

Nguồn: BMI, PwC forecasts

**Xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ sang các quốc gia 2017 vs 2016 (tr USD)**

Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, KISV research

- Theo ban lãnh đạo PHR, giá gỗ cao su trong năm 2017 đã tăng gấp đôi lên mức 300-350 triệu VND/ha so với mức 150-175 triệu VND/ha trong năm 2016.

Điều này có thể giải thích do Trung Quốc hiện đang thiếu hụt 50 triệu m3 gỗ - khoảng 8% tổng sản lượng gỗ - do chính sách đóng cửa rừng tại 14 tỉnh. Cụ thể, năm 2017 xuất khẩu gỗ & các sản phẩm gỗ của Việt Nam sang Trung Quốc tăng trưởng 270% lên trên 1 tỷ USD lần đầu tiên. Hơn nữa, nhu cầu tiêu thụ và gia công xuất khẩu trong nước Việt Nam hiện cũng đang bị thiếu hụt gần 8 triệu m3 gỗ, tạo điều kiện rất lớn để mặt bằng giá thanh lý gỗ cao su này khả năng rất cao sẽ được giữ vững ở mức 350-400 triệu/ha trong tương lai gần.

- Do đó, với kế hoạch thanh lý 1300ha mỗi năm cho đến 2020 – tức thanh lý tổng cộng gần 4,000ha vườn cao su tuổi già còn lại, chúng tôi dự phóng tổng dòng tiền thanh lý lũy kế 3 năm có thể đạt đến 1,509 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng vô cùng lớn trong cơ cấu lợi nhuận tương lai của PHR.

Thanh lý gỗ cao su	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Diện tích thanh lý (ha)	586	619	1,375	1,330	1,369
Giá thanh lý trung bình (triệu/ha)	175	350	350	383	383
Giá thành thanh lý (triệu/ha)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Lợi nhuận từ thanh lý (tỷ đồng)</b>	<b>102</b>	<b>216</b>	<b>480</b>	<b>507</b>	<b>522</b>

Nguồn: KISV research

**(3) Đền bù đất của KCN VSIP và Nam Tân Uyên 3**

- Theo ban lãnh đạo PHR, hiện toàn bộ các thủ tục xin cấp phép mở rộng của cả hai KCN VSIP3 (691ha) và NTC3 (350ha) đều đã hoàn tất – chỉ còn tồn tại duy nhất phần giá đền bù cho hai khu đất chưa được Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam VRG phê duyệt. Hiện giá đền bù cho cả hai khu đất dự kiến là 1 tỷ/ha, riêng đối với trường hợp của VSIP3 thì PHR còn được chia thêm 20% lợi nhuận hoạt động cho thuê đất.

- Nếu trong trường hợp sớm nhất khi VRG phê duyệt cả hai dự án vào Q2-2018 sau khi IPO, dòng tiền đột biến từ đền bù đất của PHR lũy kế trong 3 năm dự kiến đạt 1,041 tỷ đồng sau khi trừ thuế và quỹ phúc lợi.

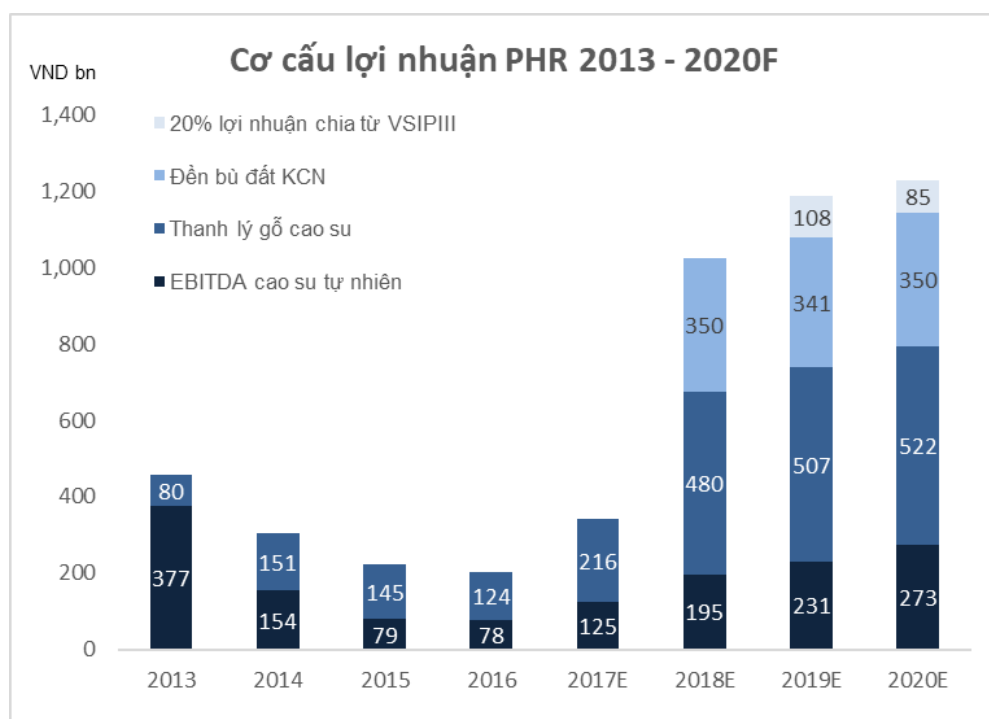
Khu công nghiệp đền bù đất	2018F	2019F	2020F
Đền bù cho Nam Tân Uyên 3 (ha)	100	100	150
Đền bù VSIPIII (ha)	250	241	200
Giá đền bù (triệu/ha)	1,000	1,000	1,000
<b>Lợi nhuận từ đền bù đất (tỷ đồng)</b>	<b>350</b>	<b>341</b>	<b>350</b>
<b>20% lợi nhuận từ VSIPIII (tỷ đồng)</b>	<b>-</b>	<b>108</b>	<b>85</b>

Nguồn: KISV research

**(4) Cơ cấu nguồn thu**

Trong giai đoạn 2013-2014, do giá cao su tự nhiên vẫn còn ở mức cao – phần lớn lợi nhuận gộp của PHR đến từ mảng cốt lõi này. Tuy nhiên kể từ giai đoạn khó khăn 2015 trở đi, do giá cao su thấp, các vườn cây của PHR đã trên 25 năm tuổi cũng như giá thanh lý gỗ đột ngột tăng mạnh, lợi nhuận từ thanh lý liên tục chiếm chủ đạo trên 2/3 lợi nhuận gộp.

Trên kế hoạch của công ty, yếu tố thị trường và dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận từ thanh lý gỗ và đền bù khu công nghiệp sẽ chiếm tỷ trọng trên 80% trong giai đoạn ngắn 2018-2020 tới. Ngược lại, mặc dù hồi phục nhưng mảng cao su tự nhiên sẽ không phải là câu chuyện chính trong 3 năm tiếp theo đối với PHR.



Nguồn: KISV research

### III. Triển vọng dài hạn (sau 2020)

#### - 492 ha dự án gỗ keo lai ở Đắk Lak

Theo ban lãnh đạo PHR, hiện công ty đang trồng 492ha gỗ keo lai tại dự án Phước Hòa-Đắk Lak. Suất đầu tư nằm trung bình 20-25 triệu/ha, sau 5 năm có thể khai thác để lấy gỗ sản xuất ván MDF. Giá bán có thể đạt đến 200 triệu/ha.

Với quy hoạch tổng dự án là 12,000ha cho rừng gỗ keo lai trồng tại Đắk Lak của Phước Hòa, chúng tôi đánh giá đây là phương án thay thế sau 2020 khi 4,000ha vườn cây cao su già của PHR đã bán hết trong khi nhu cầu thị trường cho gỗ công nghiệp đang còn tiềm năng rất lớn.

#### - Khu công nghiệp Tân Bình mở rộng 1,055ha

Dự án KCN Tân Bình (PHR nắm 80% cổ phần) tọa lạc tại xã Tân Bình, huyện Bắc Tân Uyên, tỉnh Bình Dương – cách 61.8km so với cảng Cát Lái, TPHCM. Hiện giá thuê khu công nghiệp này dao động từ 30-40USD/m<sup>2</sup>, thấp hơn 50% so với các khu công nghiệp trong trung tâm Bình Dương vì vị trí tương đối không thuận lợi bằng.

Dù vậy, KCN Tân Bình hiện đang có 245ha đất cho thuê, đã lấp đầy nhanh được 200ha trong vòng 3 năm. Ban lãnh đạo tiết lộ rằng trong tương lai 5 năm tới, dự án sẽ mở rộng thêm 1055 ha, nâng tổng diện tích cho thuê lên gấp 6 lần so với hiện tại.

#### - Cho thuê đất phát triển nông nghiệp công nghệ cao

Hiện PHR đang dành ra 1000ha nhằm mục tiêu cho thuê đối với các đơn vị có nhu cầu phát triển nông nghiệp công nghệ cao. Một số đối tác đã liên hệ và kí hợp đồng hợp tác với các loại cây như mía đường, chuối, ... Giá cho thuê đất hằng năm là 25 triệu đồng/ha. Một số dự án có tiềm năng PHR sẽ xem xét góp vốn cổ phần.

#### IV. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp **định giá tổng hợp thành phần (sum-of-the-parts)** cho trường hợp của PHR bởi vì:

- (1) PHR có dòng tiền từ khá nhiều mảng kinh doanh và các khoản đầu tư khác nhau
- (2) Hai trên ba mảng kinh doanh chính của PHR, bao gồm thanh lý gỗ và đền bù đất cho các khu công nghiệp, có lợi nhuận đột biến trong 3 năm 2018-2020 nhưng không thể tiếp tục ở mức cao như vậy sau đó.
- (3) Phương pháp như P/E và P/B cho tổng lợi nhuận sau thuế và tài sản ròng của PHR sẽ không đưa ra bức tranh chung chính xác bằng việc áp dụng phương pháp định giá khác nhau cho mỗi mảng.

Tổng hợp các mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Tổng giá trị (tỷ đồng)
1. Cao su tự nhiên	EV/EBITDA	1,521
2. Thanh lý gỗ cao su	FCFF	934
3. Đền bù đất từ VSIP & NTC	FCFF	673
4. Giá trị cổ phần đầu tư vào NTC	Giá thị trường	436
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp (EV)</b>		<b>3,565</b>
Tiền mặt ròng (trừ nợ vay)		792
<b>Giá trị thực cổ phần</b>		<b>4,357</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		78.5
<b>Giá trị thực/cổ phiếu</b>		<b>VND 55,500</b>

*Nguồn: KISV research, vui lòng xem chi tiết định giá ở phụ lục (\*)*

Theo tính toán của chúng tôi, hai mảng cao su tự nhiên và thanh lý gỗ cao su chiếm chủ đạo gần 70% tổng giá trị doanh nghiệp (enterprise value). Dù dòng tiền tương lai của PHR đóng góp lớn từ hai mảng này, mức định giá của chúng tôi cho hai mảng đều dựa trên giả định giá cao su tăng từ 15%-20% từ mức trung bình của 2017, và giá thanh lý gỗ cao su chỉ duy trì quanh mức 350-380 triệu/ha trong bối cảnh nguyên liệu gỗ đang thiếu hụt trầm trọng tại cả Trung Quốc và Việt Nam.

Do đó, với triển vọng ngắn hạn 3 năm tiếp theo khá hấp dẫn đối với trường hợp của PHR, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với giá mục tiêu **55,500đ/cp**, tổng mức sinh lời **23%/năm** bao gồm **2,000 đ/cp** cổ tức tiền mặt .



## Phụ lục: Chi tiết định giá tổng hợp thành phần (sum-of-the-parts)

Mô hình “tổng hợp thành phần” của PHR	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>						
WACC	15%					
<b>1. Giá trị mảng cao su tự nhiên</b>	<b>1,521</b>					
EBITDA mảng cao su tự nhiên	243					
EV/EBITDA trung bình ngành cao su 2010-2017	6.3x					
<b>2. Giá trị mảng thanh lý gỗ</b>	<b>934</b>					
Dòng tiền dự phóng từ hoạt động thanh lý gỗ		507	522			
Dòng tiền chiết khấu, trừ thuế & quỹ khen thưởng PL		303	272			
Dòng tiền thanh lý gỗ đều đặn giai đoạn sau 2020				92		
Tốc độ tăng trưởng vĩnh cửu (terminal growth)				1%		
Giá trị vĩnh cửu mảng thanh lý gỗ sau 2020				359		
<b>3. Giá trị mảng đền bù KCN VSIP &amp; Nam Tân Uyên</b>	<b>673</b>					
Dòng tiền đền bù đất KCN từ VSIP & NTC		341	350			
Dự phóng phần chia 20% lợi nhuận từ VSIP III		108	85	100	116	134
Dòng tiền chiết khấu, trừ thuế & quỹ khen thưởng PL		269	226	45	67	67
<b>4. Giá trị cổ phần của khoản đầu tư vào NTC</b>	<b>436</b>					
Giá thị trường NTC – UPCOM 26/01/2018	83,000	VND				
Lượng cổ phần NTC mà PHR nắm giữ	5 triệu cp	(32.85% cổ phần)				
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp (EV)</b>	<b>3,565</b>					
Tiền mặt ròng cuối 2018	792					
<b>Giá trị thực cổ phần PHR</b>	<b>4,357</b>					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	78.5					
<b>Giá trị thực/cổ phiếu</b>	<b>55,500</b>	<b>VND</b>				

Nguồn: KISV research



MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PHR				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần	1,178	1,637	1,889	1,733
Tăng trưởng (%)	-4.0%	38.9%	15.4%	-8.3%
GVHB	1,020	1,401	1,565	1,384
Biên LN gộp (%)	13.4%	14.4%	17.1%	20.1%
Chi phí BH & QLDN	80	111	128	117
EBITDA	126	173	243	282
Biên lợi nhuận (%)	10.7%	10.6%	12.9%	16.3%
Khấu hao	48	48	48	52
Lợi nhuận từ HĐKD	78	125	195	231
Biên LN HĐKD (%)	6.6%	7.6%	10.3%	13.3%
Chi phí lãi vay ròng	-58	-54	-9	-85
Lãi/lỗ khác	124	216	830	957
Thuế	36	55	145	163
Thuế suất hiệu dụng (%)	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Lợi nhuận ròng	223	339	889	1,109
Biên lợi nhuận (%)	18.9%	20.7%	47.1%	64.0%
Lợi nhuận bằng tiền	271	387	937	1161
LN cho công ty mẹ	176	271	711	887
Số lượng CP (triệu)	81.3	78.5	78.5	78.5
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,243	3,456	9,061	11,305
Tăng EPS (%)	4.0%	54.1%	162.2%	24.8%
Cổ tức (VND)	1,730	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	79.9%	57.9%	22.1%	17.7%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN  
EBIT = EBITDA – Khấu hao  
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi  
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác  
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017E	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	8.8	8.8	8.8	8.8
Vòng quay HTK (x)	4.0	4.0	4.0	4.0
Vòng quay phải trả (x)	1.7	1.7	1.7	1.7
Thay đổi vốn lưu động	-160	36	-28	44
Capex	291	100	100	100
Dòng tiền khác	-4	0	0	0
Dòng tiền tự do	143	251	865	1,017
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	141	157	157	157
Thay đổi nợ ròng	-3	-94	-708	-860
Nợ ròng cuối năm	10	-84	-792	-1,653
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,751	3,657	2,949	2,088
Tổng VCSH	2,296	2,410	2,964	3,695
Lợi ích cổ đông thiểu số	59	59	59	59
VCSH	2,236	2,351	2,905	3,635
Giá trị sổ sách/cp (VND)	27,507	29,944	37,005	46,311
Nợ ròng / VCSH (%)	0%	-3%	-27%	-45%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	-0.5	-3.3	-5.9
Tổng tài sản	3,860	3,207	3,939	4,031

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017E	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	10.1%	14.8%	33.8%	33.9%
ROA (%)	5.8%	10.6%	22.6%	27.5%
ROIC (%)	8%	13%	39%	49%
WACC (%)	13%	15%	15%	15%
PER (x)	-5.3%	-2.2%	24.2%	34.4%
PBR (x)	20.9	13.6	5.2	4.1
PSR (x)	1.7	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA (x)	3.1	2.2	1.9	2.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%

## Liên hệ:

**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

## Phòng Phân tích Doanh nghiệp

**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Trần Thị Ngọc Mai**

Chuyên viên Phân tích – Bất  
động sản, Bán lẻ  
(+84 28) 3914 8585 (x

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích – Dầu  
khí, Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng không  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích – Hàng  
tiêu dùng, Nông nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

## Phòng Phân tích Vĩ mô

**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

## Phòng Khách hàng Định chế

**Lâm Hạnh Uyên**

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định  
chế  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.