

**Cao su thiên nhiên**
**Ngày 23 tháng 08 năm 2013**
**CÔNG TY CP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR)**

<b>Ngô Kinh Luân</b> Chuyên viên phân tích Email: luannk@fpts.com.vn Điện thoại : (84) 8 6290 8686 – Ext : 7595	Giá hiện tại	<b>29.000</b>	<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <span>-15%</span> <span>0%</span> <span>+15%</span> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <span style="background-color: red; color: white; padding: 2px;">Bán</span> <span style="background-color: orange; color: white; padding: 2px;">Giảm</span> <span style="background-color: green; color: white; padding: 2px;">Thêm</span> <span style="background-color: green; color: white; padding: 2px;">Mua</span> </div> <div style="text-align: center; margin-top: 5px;">             Dài hạn  <b>MUA</b> </div>
	Giá mục tiêu	<b>35.300</b>	
	Tăng/giảm	<b>+21%</b>	
	Tỷ suất cổ tức	<b>10,24%</b>	

**Diễn biến giá cổ phiếu PHR**

**Thông tin giao dịch**

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	34.200
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	25.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	81.300.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	78.337.077
KLGD bình quân 3 tháng (cp/phiên)	30.016
% sở hữu nước ngoài hiện tại	17,82%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	813
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.229

Định giá	2011	2012	2013F
EPS cơ bản	10.347	7.636	3.956
BV (đ/cp)	18.645	22.498	26.393
P/E	2,5	3,8	7,4
P/B	1,5	1,3	1,1
ROE	54%	31%	15%
ROA	31%	19%	9%

**Danh sách cổ đông  
(chốt đến 31/03/2013)**

	%
VRG	69%
Ban điều hành	0,094%
Nước ngoài	17,82%
Khác	13,09%

**Tóm tắt nội dung**

- **Vị thế nhóm các nước dẫn đầu trong sản xuất cao su thiên nhiên trên thế giới.** Với vị trí thứ 5 về sản lượng khai thác, thứ 4 về xuất khẩu cao su thiên nhiên, Việt Nam thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà nhập khẩu, là điểm đến của các nhà đầu tư để sản xuất các sản phẩm cao su nhờ có nguồn cao su thiên nhiên và lao động dồi dào.
- **Xét trên phạm vi thế giới cung đã vượt cầu, sức tiêu thụ chậm lại.** Hiện nay nguồn cung cao su thiên nhiên đã vượt nhu cầu tiêu thụ, năm 2012 cung vượt cầu 460.000 tấn; năm nay dự kiến sẽ là 179.000 tấn. Lượng tồn kho tại Trung Quốc tăng cao, sức tiêu thụ tại thị trường này vẫn tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm nay. Hai yếu tố này sẽ là áp lực kiềm hãm sự phục hồi giá cao su trong năm nay.
- **Nhu cầu nội địa sẽ gia tăng.** Theo kế hoạch đưa vào khai thác 2 nhà máy radial của CTCP Cao su Đà Nẵng và CTCP Casumina cùng với việc nâng công suất nhà máy sản xuất găng tay VRG Khải Hoàn của Tập đoàn CN Cao su Việt Nam (VRG). Khi đạt tối đa công suất, các nhà máy này ước tính sẽ giúp gia tăng nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên thêm khoảng 48-58 nghìn tấn/năm, tương đương tăng 32-38% so với hiện tại.
- **PHR lên kế hoạch thanh lý cây cao su trên diện rộng.** Tính đến năm 2013, PHR có hơn 6.800 ha rừng cao su trên 18 năm khai thác. Chính vì vậy trong thời gian tới buộc công ty phải thanh lý số lượng lớn để tái canh trồng mới. Theo dự phóng, bình quân thanh lý từ 700-850ha/năm, tăng mạnh từ 2014 trở đi. Từ 2019 trở đi diện tích thanh lý sẽ giảm, diện tích khai thác sẽ duy trì ổn định.
- **Dự phóng kết quả kinh doanh 2013.** Doanh thu ước tính đạt khoảng 1.717 tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ 2012. Lợi nhuận trước thuế dự phóng đạt 404 tỷ đồng, giảm 46% so với năm trước. EPS forward đạt 3.956 đồng.
- **Gia tăng diện tích khai thác.** Từ 2014-2015 trở đi khi đưa vào khai thác diện tích cao su tại Campuchia sẽ giúp PHR gia tăng diện tích khai thác. Trong 5 năm tới bình quân diện tích khai thác tăng 8%/năm.

Bảng KQKD	2011	2012	2013F
Doanh thu	2.583	2.213	1.717
Lợi nhuận gộp	1.021	653	369
Lợi nhuận trước thuế	1.003	753	404
Lợi nhuận sau thuế	822	601	310

Bảng CĐKT	2011	2012	2013F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.088</b>	<b>3.101</b>	<b>3.527</b>
Tài sản ngắn hạn	1.444	1.234	1.069
Tài sản dài hạn	1.643	1.866	2.457
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.088</b>	<b>3.101</b>	<b>3.527</b>
Nợ ngắn hạn	1.256	971	1.082
Nợ dài hạn	50,6	81,8	318
Vốn chủ sở hữu	1.761	2.024	2.099

- **Tăng trưởng bình quân 7%/năm giai đoạn 2013-2018.** Mặc dù kế hoạch thanh lý cây cao su nhiều trong các năm tới nhưng nhờ diện tích khai thác gia tăng từ Campuchia giúp công ty duy trì được tăng trưởng sản lượng trong 5 năm tới. Với dự báo giá cao su tiếp tục duy trì ở mức thấp, doanh thu trong 5 năm tới chỉ tăng trưởng khoảng 7%/năm thấp hơn mức 19% của giai đoạn 2008-2012.
- **Tăng trưởng dài hạn bình quân đạt 3%/năm.** Diện tích khai thác tăng trưởng từ 2015 trở đi. Tuy nhiên từ năm 2017 năng suất khai thác bình quân bắt đầu tăng mạnh. Doanh thu và lợi nhuận gộp sẽ tăng mạnh giai đoạn 2017-2018 sau đó tăng chậm sau 2019 do khấu hao gia tăng và diện tích thanh lý sụt giảm. Từ năm 2019 về sau diện tích thanh lý sẽ giảm, diện tích khai thác theo đó sẽ duy trì ổn định. Bình quân tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2019-2025 đạt 3%/năm và duy trì ổn định từ sau 2025.

### Khuyến nghị

*Trong năm 2013, hoạt động kinh doanh của PHR sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng giá cao su thiên nhiên ở mức thấp. Rủi ro cần lưu ý là lợi nhuận trước thuế (LNTT) ước tính sẽ giảm mạnh khoảng 40-46% so với cùng kỳ năm trước do giá bán cao su và giá trị thanh lý cây cao su đều giảm. Với giá hiện tại 29.000đ (ngày 23/08/2013) thì P/E forward của PHR là 7,4x. Điều này cho thấy PHR đang được đánh giá cao hơn mức P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước (4,5x) và khu vực (6,8x).*

*Tuy nhiên về dài hạn, dựa trên cơ sở định giá FCFF thì giá mục tiêu là 35.300 đồng, cao hơn giá thị trường hiện tại 21%, tương ứng P/E forward 2013 vào khoảng 8,9x cao hơn bình quân ngành nhờ vào kỳ vọng tăng trưởng sản lượng từ vườn cây cao su tại Campuchia và nguồn thu lớn, ổn định từ hoạt động thanh lý cây cao su trong 5 năm tới. Vì vậy tôi khuyến nghị **MUA** đầu tư dài hạn đối với cổ phiếu này.*

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Doanh thu thuần (*)</b>	Triệu đồng	2.213.744	<b>1.717.506</b>	1.631.466	1.753.594	1.964.137	2.208.008
<b>LN gộp</b>	Triệu đồng	653.981	<b>369.375</b>	379.565	387.814	472.332	578.296
<b>LNST</b>	Triệu đồng	604.938	<b>314.043</b>	359.610	376.667	427.271	546.415
<b>EPS</b>	Đồng	7.396	<b>3.956</b>	4.536	4.754	5.396	6.911
<b>DPS</b>	Đồng	3.000	<b>3.086</b>	3.039	3.090	3.238	3.455
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	%	-	<b>-22%</b>	-5%	7,5%	12%	13%
<b>Tăng trưởng LN gộp</b>	%	-	<b>-44%</b>	3%	2%	22%	22%
<b>Tăng trưởng LNST</b>	%	-	<b>-48%</b>	15%	5%	13%	28%
<b>Tăng trưởng EPS</b>	%	-	<b>-47%</b>	15%	5%	14%	28%
<b>Tỷ suất cổ tức</b>	%	41%	<b>78%</b>	67%	65%	60%	50%
<b>ROE</b>	%	32%	<b>15%</b>	17%	16%	17%	20%
<b>ROA</b>	%	20%	<b>9%</b>	10%	10%	10%	12%
<b>P/E</b>	Lần	4,1	<b>7,4</b>	6,4	6,1	5,4	4,2
<b>P/B</b>	Lần	1,1	<b>1,1</b>	1,0	1,0	0,9	0,8

(\*): Chưa tính doanh thu thanh lý cây cao su

**Kết quả định giá theo FCFF và P/E (\*)**
**FCFF**

Cơ sở định giá	Diễn giải
Tăng trưởng 2014-2018	7%
Tăng trưởng 2019-2025	3%
Tăng trưởng dài hạn	3%
Phần bù rủi ro thị trường	11,63%
Lãi suất phi rủi ro	9,87%
Beta	0,9
WACC	17,24%
<b>Giá</b>	<b>35.294</b>

**P/E**

**Xét các công ty quy mô lớn trong ngành hiện đang niêm yết trong nước** thì P/E forward cho năm nay ở mức 4,5x.

Doanh nghiệp trong nước	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E forward	ROE 2012	Tăng trưởng doanh thu 4 năm gần nhất
CTCP Cao su Đồng Phú	90,8	3,83	26,4%	17,4%
CTCP Cao su Tây Ninh	56,9	4,17	28,6%	13,6%
CTCP Cao su Hòa Bình	38,9	7,79	18,9%	14,3%
<b>Bình quân theo vốn hóa thị trường</b>		<b>4,50</b>	<b>25,3%</b>	<b>14,9%</b>
<b>PHR</b>	<b>109,5</b>		<b>31,9%</b>	<b>19,4%</b>

Nguồn: Reuters

**Xét tương quan ngành trong khu vực**, ước tính P/E bình quân ngành của 3 quốc gia Indonesia, Trung Quốc và Thái Lan vào khoảng 10x. Tuy nhiên theo thống kê của Domadaran thì rủi ro thị trường và quốc gia của Việt Nam cao hơn Indonesia 30%, Thái Lan là 36% và Trung Quốc là 43%. Vì vậy, theo tôi ước tính P/E sẽ chiết khấu về mức 6,8x.

Với giá hiện tại 29.000 đồng (ngày 23/08/2013) thì P/E forward của PHR là 7,4x. Điều này cho thấy PHR đang được đánh giá cao hơn ngành trong nước và khu vực.

Tuy nhiên nếu theo định giá FCFF mức giá là 35.300 đồng, tương ứng P/E kỳ vọng sẽ ở mức 8,9x. Vì vậy xét về dài hạn phù hợp để đầu tư.

Ngành khu vực	P/E forward	Sau chiết khấu
Indonesia	11,00	8,04
Trung Quốc	14,00	8,54
Thái Lan	8,02	5,44
<b>Bình quân theo quy mô sản lượng</b>		<b>6,8</b>

(\*)Phần định giá này tạm thời tôi không xét dự án cao su Daklak và Khu CN Tân Bình do hiện tại các dự án này vẫn chưa rõ ràng, chưa có cơ sở hoàn thành chắc chắn. Phần này sẽ được cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Hoạt động kinh doanh chính của Cao su Phước Hòa

Cao su Phước Hòa tiền thân của đồn điền cao su Phước Hòa, được tổng cục Cao su Việt Nam thành lập năm 1982. Cổ phần hóa năm 2007, chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM ngày 18/08/2009.

Tính đến 31/03/2013, vốn chủ sở hữu đạt 2.082,5 tỷ đồng – 99,2 triệu USD; tổng tài sản đạt 2.964,3 tỷ đồng – 141,2 triệu USD.

Cao su Phước Hòa là công ty trồng và sản xuất cao su thiên nhiên niêm yết lớn nhất hiện nay cả về quy mô vốn, tổng tài sản và rừng cao su. Phước Hòa có thế mạnh trong các dòng sản phẩm mủ giá trị cao như SVR CV 50,60, SVR L và 3L. Tổng diện tích vườn cao su của Phước Hòa hiện nay đạt 22.489 ha, trong đó diện tích khai thác đạt 11.000 ha. Công ty đang trồng cao su tại Campuchia với tổng diện tích lên đến 7.600 ha và lên kế hoạch trồng khoảng 8.000 ha tại Đaklak.

### Cơ cấu sản phẩm và năng lực sản xuất

Hiện tại công ty có 3 nhà máy chế biến mủ cao su, tổng công suất thiết kế 27.000 tấn/năm.

SVR CV50,60 là dòng sản phẩm chủ lực chiếm 54% trong cơ cấu sản phẩm. Tiếp theo là nhóm SVR L-3L-5 (14%); SVR 10-20(21%), còn lại là latex và các sản phẩm khác.

### Thị trường tiêu thụ

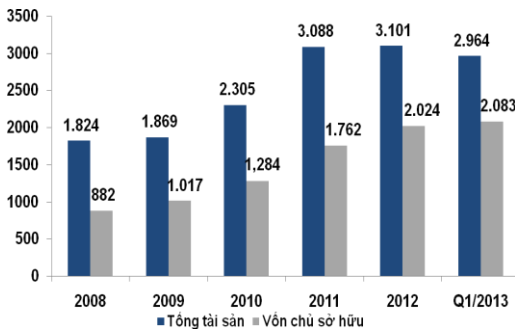
Các kênh tiêu thụ chính của công ty bao gồm: xuất khẩu trực tiếp, ủy thác xuất khẩu, các công ty thương mại, công ty sản xuất trong nước,... Trong đó xuất khẩu chiếm khoảng 50% tổng doanh thu của công ty, thị trường xuất khẩu chính bao gồm:

Châu Á: Nhật, Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc, Ấn Độ,...

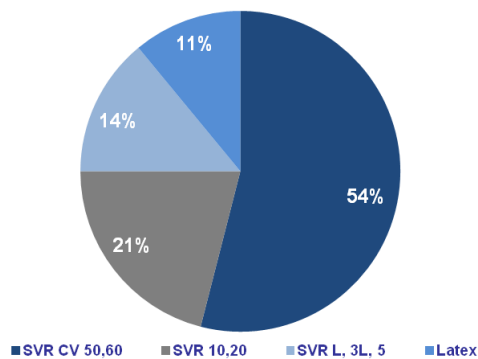
Châu Âu: Đức, Ý, Thổ Nhĩ Kỳ, Pháp, Tây Ban Nha,...

Châu Mỹ: Mỹ, Brazil, Canada, Argentina, Mexico, Peru,...

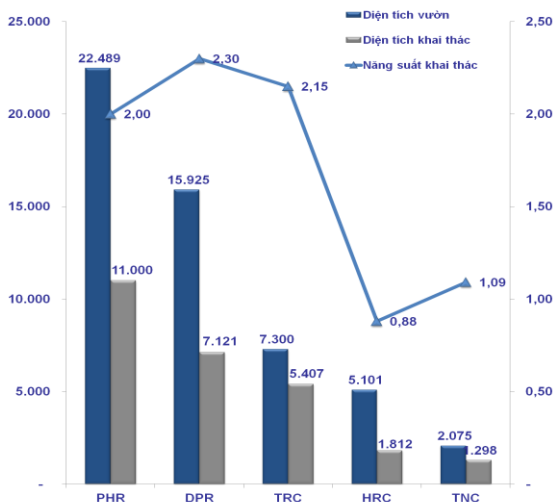
### Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu



### Cơ cấu sản phẩm



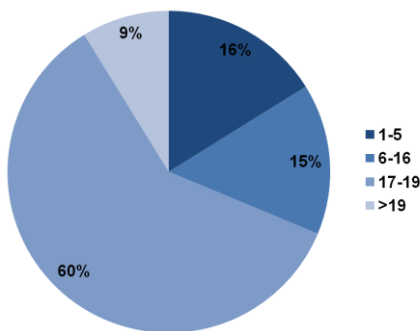
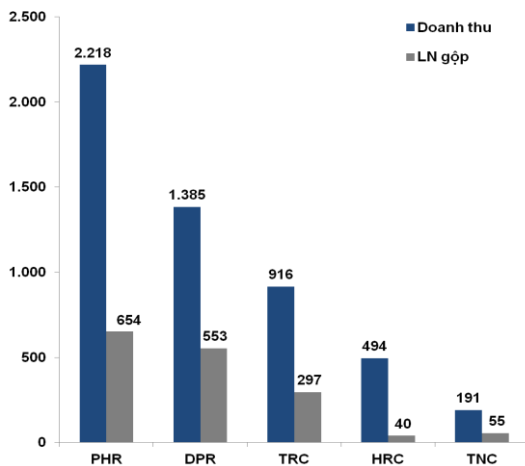
### Diện tích cao su và năng suất khai thác



### Vị thế của Cao su Phước Hòa so với nhóm các doanh nghiệp cao su niêm yết

	31/03/2013 (tỷ đồng)	PHR	DPR	TRC	HRC	TNC
<b>Vốn điều lệ</b>		813	430	300	172	193
<b>Tổng tài sản</b>		2.964	2.730	1.734	624	368
<b>Vốn chủ sở hữu</b>		2.082	2.220	1.360	474	337

Trong 5 doanh nghiệp cao su thiên nhiên niêm yết, PHR là doanh nghiệp đứng đầu về quy mô doanh thu và lợi nhuận gộp. Năm 2012 doanh thu đạt 2.218 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 654 tỷ đồng. Tuy nhiên nếu xét về hiệu quả lợi nhuận thì PHR vẫn thấp hơn Cao su Đồng Phú và Cao su Tây Ninh. Cụ thể, bình quân giai đoạn 2008-2012, tỷ suất lợi nhuận gộp của PHR đạt 33,6% so với DPR là 42,1% và TRC là 38,2%. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế PHR đạt 35,1% so với

**Doanh thu & LN gộp**


DPR là 41,7% và TRC là 42,1%. Nguyên nhân làm cho tỷ suất lợi nhuận của PHR thấp hơn so với DPR và TRC là do: **(1) Giá vốn hàng bán** của PHR cao do trả lương công nhân cao hơn DPR và TRC; **(2) Chi phí lãi vay** bình quân 2010-2012 của PHR cao gấp 4 lần so với DPR và khoảng 10 lần so với TRC do PHR sử dụng đòn bẩy tài chính lên đến 1,7 lần trong khi đó DPR và TRC chỉ đạt 1,3 và 1,2 lần; **(3) PHR** cổ phần hóa sau khi Nghị định số 24/2007/NĐ-CP có hiệu lực nên **phải chịu mức thuế suất thuế TNDN cao hơn so với DPR và TRC**. Theo đó, PHR chịu mức thuế suất 25%, DPR và TRC chỉ chịu mức 7,5% đến năm 2018 đối với mảng kinh doanh cao su; **(4) PHR** phải chịu **định giá lại tài sản để CPH** ở mức cao dẫn đến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao trong các năm qua. Tuy nhiên nếu xét về bản chất thì PHR vẫn là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, điển hình trong ngành, tăng trưởng bền vững.

**Cơ cấu vườn cây của PHR**

Vườn cây của PHR có tỷ trọng già nhiều, trong đó khoảng 9% trên 19 năm tuổi, 60% nằm trong độ tuổi 17-19. Hiện tại công ty duy trì khoảng 16% diện tích kiến thiết cơ bản chuẩn bị thay thế các rừng cây cao su già.

**Kế hoạch đầu tư phát triển tương lai**

**Phước Hòa đang triển khai đầu tư các dự án lớn bao gồm:**

Dự án	Chi tiết đầu tư	Tiến độ
<b>Cao su Phước Hòa Kampong Thom (Campuchia)</b>	Tổng vốn đầu tư: 1.131 tỷ đồng Tổng diện tích dự án: 9.184 ha, trong đó diện tích trồng cao su là 7.600 ha; diện tích còn lại sẽ xây dựng nhà máy, khu văn phòng và nhà ở CB-CNV.	Đã hoàn thành 7.600 ha cao su. Cuối 2014 sẽ khai thác 500 ha đầu tiên (trồng năm 2009).
<b>Cao su DakLak</b>	Tổng vốn đầu tư: 1.200 tỷ đồng Tổng diện tích: 12.000 ha, trong đó chỉ trồng cao su khoảng 6.500-7.000 ha; diện tích còn lại sẽ dùng để xây dựng nhà máy, khu văn phòng và nhà ở cho CB-CNV.	Đã trồng được 313 ha. Hết năm nay sẽ trồng thêm 300 ha.
<b>Khu CN Tân Bình</b>	Quy mô 350 ha. Vốn điều lệ: 160 tỷ đồng. Tổng vốn đầu tư 772 tỷ đồng trong đó PHR góp 80%.	Đã có giấy phép kinh doanh, đang triển khai đầu tư hạ tầng và xây dựng hệ thống xử lý nước thải.



Ngoài ra còn có một vài dự án góp vốn khác, công ty có kế hoạch thoái vốn trong giai đoạn 2015-2020 như: Thủy điện Kontum (góp 28,46 tỷ đồng-15%); CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (góp 130 tỷ đồng-20%); Cao su Sơn La (góp 20 tỷ đồng-4%); Thủy điện Geruco sông Gôn (góp 57 tỷ đồng-19%),...

Theo kế hoạch thì đến 2018 toàn bộ diện tích 7.600 ha của dự án Phước Hòa-Kampong Thom sẽ có thể được đưa vào khai thác giúp gia tăng đáng kể diện tích khai thác của Phước Hòa. Dự án DakLak đến 2017 mới trồng hoàn tất vì vậy trong 3-5 năm tới chưa có sự đóng góp lớn từ dự án này và khi đi vào khai thác sẽ mất 5-6 năm để đạt sản lượng cao. Vì vậy tôi tạm thời không xét dòng tiền từ dự án này trong quá trình định giá công ty.

Đối với dự án KCN Tân Bình hiện vẫn đang trong giai đoạn đầu, tương lai vẫn còn bỏ ngõ, việc đầu tư xây dựng và khả năng lấp đầy KCN này vẫn chưa có gì chắc chắn. Vì vậy, tôi tạm thời loại dự án này trong quá trình phân tích định giá công ty.

*Giá cao su thiên nhiên giảm, xuất khẩu chậm lại làm giảm hiệu quả kinh doanh*

### Rủi ro đầu tư

#### Rủi ro biến động giá cao su thiên nhiên

Một điều dễ nhận thấy là giá cao su biến động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của công ty. Trong khi đó, đây là yếu tố mang tính thị trường, nằm ngoài tầm kiểm soát của công ty nói riêng và toàn ngành nói chung. Ngành cao su thiên nhiên nước ta còn phụ thuộc và phải tham chiếu chủ yếu theo khu vực, đặc biệt là thị trường Thái Lan, Singapore và Malaysia. Năm nay vì giá cao su giảm mạnh sẽ làm lợi nhuận của công ty không đạt như kế hoạch và sẽ giảm nhiều so với năm 2012.

#### Rủi ro thị trường tiêu thụ

Thị trường tiêu thụ phụ thuộc khá nhiều vào Trung Quốc, đây là một yếu tố tạo ra rủi ro tiềm ẩn cho không chỉ riêng Phước Hòa mà cả ngành cao su thiên nhiên của Việt Nam. Trong cơ cấu xuất khẩu thì công ty không xuất khẩu trực tiếp sang Trung Quốc tuy nhiên trong số 30-40% sản lượng bán nội địa cho các công ty thương mại trong nước thì hầu hết là xuất sang Trung Quốc. Vì vậy gián tiếp công ty cũng bị ảnh hưởng từ sức cầu của thị trường này khá lớn.

*Thiên tai, dịch bệnh gây thiệt hại mỗi năm lên đến vài trăm ha cao su*

#### Rủi ro thiên tai, dịch bệnh

Mỗi năm công ty phải đối mặt với thiên tai, dịch bệnh làm cây cao su gãy đổ do mưa bão; vườn cây bị hư hại do dịch bệnh. Ước tính thiệt hại hàng chục ngàn cây tương đương vài trăm ha mỗi năm gây ảnh hưởng đến diện tích, mật độ cây khai thác, làm ảnh hưởng đến năng suất và sản lượng khai thác vườn cây của công ty.

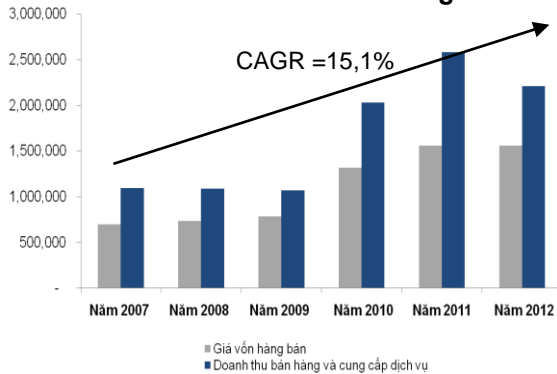
*Thanh khoản thấp phù hợp đầu tư dài hạn*

#### Rủi ro thanh khoản của cổ phiếu PHR

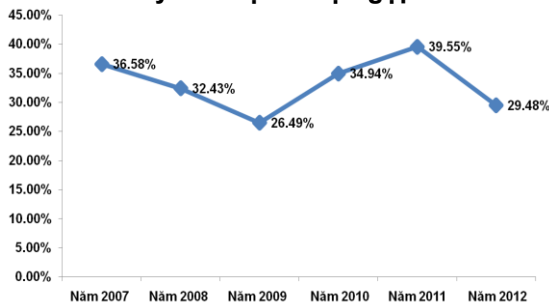
Đặc thù ngành cao su thiên nhiên là ngành có thanh khoản thấp trên thị trường do tỷ lệ sở hữu của Tập đoàn CN Cao su Việt Nam (VRG), cổ đông nội bộ và các tổ chức khá cao dẫn đến lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường thấp. Đây cũng là yếu tố tác động đến khả năng thu hút nhà đầu tư đối với cổ phiếu PHR.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÒNG

**Doanh thu – Giá vốn hàng bán**



**Tỷ suất lợi nhuận gộp**



### Hoạt động sản xuất kinh doanh

Trong giai đoạn 2007-2012, doanh thu đạt tăng trưởng bình quân 15,1%/năm. Riêng giai đoạn 2007 đến 2009 doanh thu giảm liên tục do giá cao su lao dốc từ mức 3.100 USD/tấn xuống mức 1.300 USD/tấn. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, giá cao su đã có sự hồi phục ấn tượng nhất trong lịch sử, giá đã tăng từ 1.300 USD/tấn vào đầu năm 2009 lên mức đỉnh điểm là 6.200 USD/tấn vào tháng 02/2011.

Sự biến động doanh thu, lợi nhuận của công ty tương quan chặt chẽ với biến động giá cao su thiên nhiên. Trong suốt 6 năm qua, công ty cũng đã trải qua giai đoạn doanh thu sụt giảm 2007-2009 và giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ 2009-2011.

Tỷ suất lãi gộp bình quân đạt 30-33%/năm.

### Cơ cấu chi phí và giá vốn

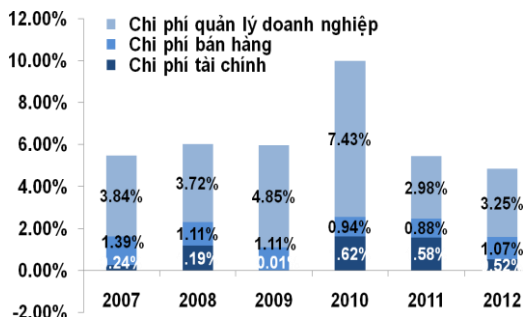
Trong cơ cấu giá vốn, lương công nhân chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 65-75%; sơ chế và phân bón chiếm tỷ lệ tương đương nhau, mỗi loại chiếm khoảng 5-8% và khấu hao khoảng 2-5%.

Trong giai đoạn 2007-2012, nếu loại bỏ năm 2010 (năm công ty tăng lương cho CB-CNV làm cho chi phí QLDN tăng đột biến) thì bình quân trong giai đoạn này chi phí bán hàng và QLDN lần lượt chiếm khoảng 1% và 3-4% so với doanh thu.

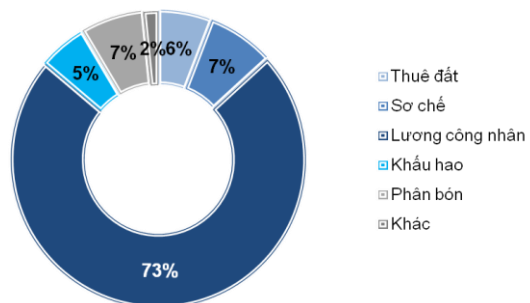
Chi phí tài chính phụ thuộc vào cơ cấu vay ngoại tệ và VND cùng với các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh, bình quân chi phí tài chính chiếm khoảng 1% doanh thu.

Đối với khoản trích lập dự phòng các khoản đầu tư tài chính, đây là khoản mục biến động liên tục và không đủ cơ sở chắc chắn để dự phóng vì vậy trong quá trình phân tích định giá, tôi giả định duy trì ở mức hiện tại.

**Cơ cấu chi phí**



**Giá vốn**

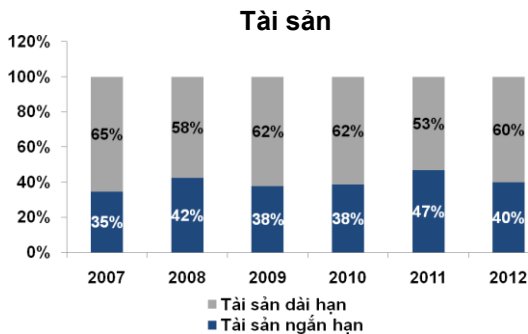


Nguồn: BCTC kiểm toán PHR, FPTS

## Tình hình tài chính

### Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

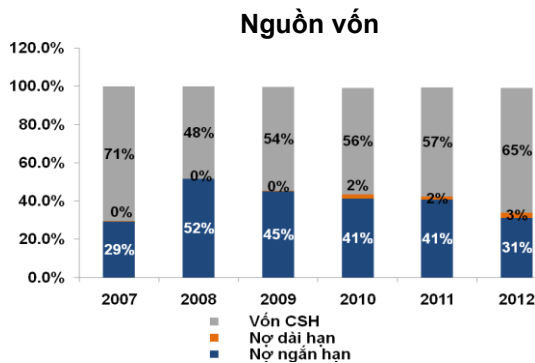
#### Tài sản



Trong cơ cấu tài sản của PHR, tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 40%; tài sản dài hạn duy trì quanh mức 60-62%. Tuy nhiên xét riêng tài sản cố định thì trong 3 năm trở lại đây công ty tiến hành đầu tư mở rộng rừng cao su sang Campuchia làm tỷ trọng tài sản cố định/tổng tài sản tăng từ 36% năm 2009 lên 45% vào năm 2012.

Về các khoản đầu tư dài hạn khác tập trung phần lớn vào các khoản đầu tư công ty liên doanh, liên kết tuy nhiên trong tương lai công ty sẽ tiến hành thoái vốn khỏi một số dự án như đã trình bày bên trên. Xét trong 3-4 năm tới công ty vẫn tập trung cho dự án Campuchia, các khoản đầu tư còn lại sẽ không có biến động đáng kể.

#### Nguồn vốn



Nguồn: PHR, FPTS

Trong giai đoạn 2009-2012, nhờ vào kết quả kinh doanh tốt giúp cho lợi nhuận để lại tăng cao làm gia tăng nguồn vốn CSH của công ty. Theo đó tỷ trọng vốn CSH trong tổng nguồn vốn được cải thiện đáng kể, tăng từ 48% năm 2008 lên mức 65% năm 2012. Tỷ lệ nợ vay thường chiếm 7-9% trong tổng nguồn vốn của công ty. Cơ cấu nợ vay/tổng nguồn vốn duy trì ở tỷ lệ 20:80.

Bình quân giai đoạn 2008-2012, nợ ngắn hạn chiếm 41% và nợ dài hạn chiếm khoảng 2% tổng nguồn vốn. Xét riêng vốn vay dài hạn thì từ năm 2009 đến nay công ty đã gia tăng vay dài hạn nhằm đầu tư dự án cao su tại Campuchia, nâng tỷ trọng vay dài hạn lên mức 1,3% tổng nguồn vốn tính đến cuối năm 2012.

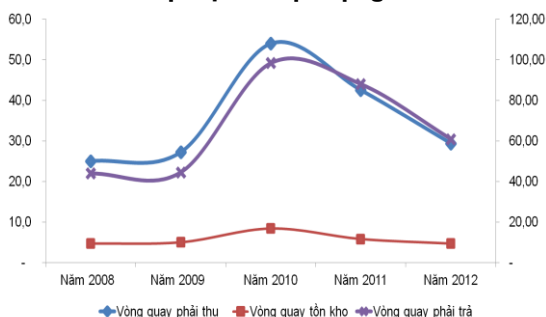
### Đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán

PHR là doanh nghiệp sử dụng nợ cao nhất trong 5 doanh nghiệp cao su thiên nhiên niêm yết. Bình quân 3 năm gần nhất 2010-2012, đòn bẩy tài chính của PHR đạt 1,7 lần trong khi đó DPR, TRC và HRC vào khoảng 1,3 lần và TNC ở mức 1,1 lần. Với việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao nhưng nhờ vào việc tích lũy lợi nhuận qua các năm, các tỷ số thanh toán của công ty mặc dù thấp hơn so với các công ty trong ngành nhưng vẫn đảm bảo ở mức an toàn. Trong đó, bình quân 2008-2012, tỷ số thanh toán hiện hành đạt 1,0 lần; tỷ số thanh toán nhanh đạt 0,8 lần.

### Hiệu quả sử dụng tài sản

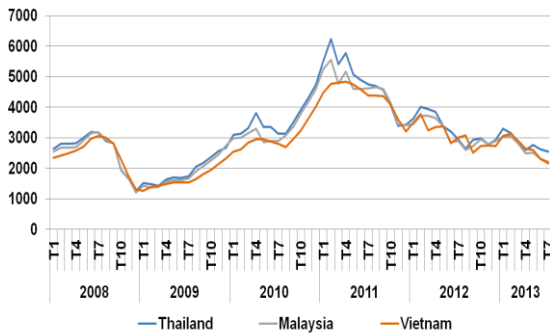
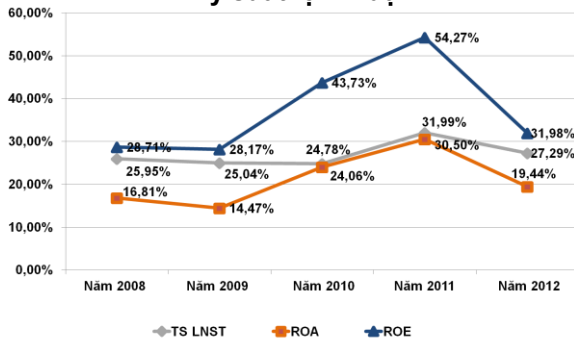
Trong 5 năm qua, hiệu quả hoạt động cũng như tăng trưởng kinh doanh của công ty đều phản ánh theo diễn biến giá cao su thiên nhiên. Trong đó năm 2010 là năm đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao nhất. Đây cũng là năm PHR đạt hiệu quả kinh doanh rất tốt. Nếu loại bỏ năm 2010 và 2011 lúc giá cao su đang ở mức cao thì có thể thấy các chỉ tiêu tương đối ổn định, cụ thể như: bình quân vòng quay phải thu ở mức 27 vòng/năm tương đương 13

### Hiệu quả hoạt động

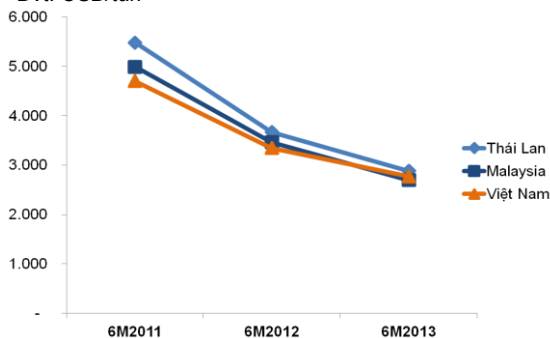
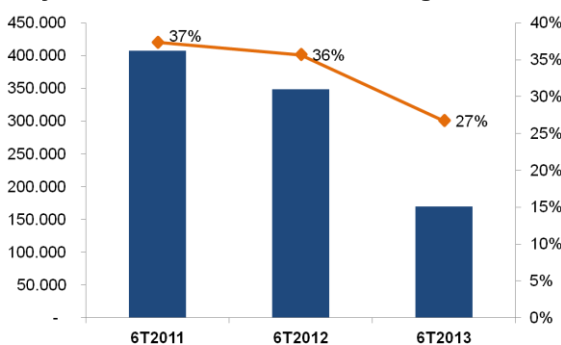




ngày; vòng quay tồn kho khoảng 4,8 vòng/năm tương đương 65 ngày; vòng quay phải trả khoảng 60 vòng tương đương 6-8 ngày; vòng quay tổng tài sản khoảng 0,65 vòng. Chu kỳ tiền mặt của công ty vào khoảng 70 ngày bao gồm từ khâu tiếp nhận nguyên liệu mủ đến khi sản xuất ra thành phẩm, tồn kho chờ xuất bán và thu tiền về.

**Diễn biến giá cao su thiên**

**Tỷ suất lợi nhuận**

**Giá cao su bình quân 6 tháng qua các năm**

Đvt: USD/tấn


**Tỷ suất LNTT/Doanh thu 6 tháng đầu năm**


Nguồn: PHR, FPTs

### Tỷ suất lợi nhuận sau thuế, ROE và ROA

Tỷ suất lợi nhuận của PHR biến động đồng biến với diễn biến giá cao su thiên nhiên. Đặc biệt trong giai đoạn 2009-2011, cao su thiên nhiên hình thành xu hướng tăng giá dài hạn đã giúp cho lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận của công ty tăng cao. Bên cạnh đó, PHR thường xuyên thanh lý cây cao su già, khoảng 500-600 ha/năm giúp mang về nguồn lợi nhuận đáng kể cho công ty. Chính điều này giúp cho tổng lợi nhuận sau thuế của PHR tăng trưởng khá cao, bình quân đạt 21%/năm.

Chỉ tiêu (%)	2008	2009	2010	2011	2012	BQ
Tỷ suất LNST	25,95	25,04	24,78	31,99	27,29	27,64
Đòn bẩy tài chính	1,68	1,94	1,81	1,77	1,63	1,77
VQ TTS	0,65	0,58	0,97	0,96	0,72	0,74
<b>ROE Dupont</b>	<b>28,30</b>	<b>28,17</b>	<b>43,73</b>	<b>54,27</b>	<b>31,98</b>	<b>29,00</b>
<b>ROA</b>	<b>16,81</b>	<b>14,47</b>	<b>24,06</b>	<b>30,50</b>	<b>19,44</b>	<b>17,00</b>

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013

Lũy kế 6 tháng 2013, PHR tiêu thụ được 10.511 tấn giảm 9,3% so với cùng kỳ năm 2012 (11.589 tấn), đạt 39,5% kế hoạch cả năm (26.000 tấn). Doanh thu công ty mẹ đạt 646 tỷ đồng, giảm 25% so với cùng kỳ 2012, đạt 34,8% kế hoạch 2013. LNTT công ty mẹ đạt 170 tỷ đồng chỉ bằng 1/2 so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 33,7% kế hoạch 2013. Trong đó, lợi nhuận từ cao su chỉ đạt 96 tỷ đồng, thanh lý cây cao su đạt 64,9 tỷ đồng còn lại là lợi nhuận tài chính.

Tỷ suất LNTT/doanh thu giảm xuống mức 27%, mức thấp nhất trong 3 năm qua.

Chỉ tiêu	Đvt	6 tháng 2013	6 tháng 2012	% cùng kỳ 2012	% KH2013
Sản lượng tiêu thụ	Tấn	<b>10.511</b>	11.589	90,7%	39,5%
Xuất khẩu	Tấn	<b>5.085</b>	6.031	84,3%	-
Nội địa	Tấn	<b>5.426</b>	5.557	97,6%	-
Giá bán	triệu đồng/tấn	<b>60,5</b>	73,4	82,4%	97,6%
Doanh thu	Tỷ đồng	<b>646</b>	860	75,1%	34,8%
LNTT	Tỷ đồng	<b>170</b>	343	49,6%	33,7%

Do giá cao su giảm mạnh nên để đạt doanh thu ở mức cao và duy trì lương cho công nhân, công ty sẽ gia tăng thu mua cao su nhiều hơn mức 7.000 tấn theo kế hoạch đầu năm. Vì vậy, theo dự phóng, năm nay công ty sẽ tiêu thụ khoản 29.600 tấn cao su, với giá bán bình quân giả định đạt 52-55 triệu đồng/tấn (giảm 20% so với năm 2012) thì doanh thu năm nay ước tính đạt 1.717 tỷ đồng (chưa bao gồm

thanh lý cây cao su), đạt khoảng 92,5% kế hoạch (1.857 tỷ đồng), giảm 22% so với năm 2012. Nếu xét riêng mảng kinh doanh cao su của công ty mẹ dự phóng đạt 1.653 tỷ đồng, giảm 25% so với năm 2012.

Chi tiêu (Tỷ đồng)	KH2013	2013F	%KH	% so với 2012
Doanh thu	1.857	<b>1.717</b>	92,5%	78%
LNTT	504	<b>404</b>	80,2%	54%

Theo kết quả dự phóng, lợi nhuận trước thuế năm nay ước đạt 404 tỷ đồng, giảm 46% so với năm 2012. Doanh thu giảm 22% nhưng lợi nhuận trước thuế giảm 46% chủ yếu là do (1) Giá bán cao su giảm, như phân tích bên trên, công ty sẽ gia tăng sản lượng thu mua mủ bên ngoài nhưng lợi nhuận đóng góp từ mủ thu mua không cao (<1% doanh thu). (2) Dự báo lợi nhuận từ thanh lý cây cao su sẽ giảm khoảng 30-36% so với năm trước dẫn đến tổng lợi nhuận trước thuế giảm mạnh hơn doanh thu.

Doanh thu tài chính năm nay sẽ giảm do lãi suất tiền gửi đã giảm từ đầu tháng 07. Tóm lại lợi nhuận năm nay sẽ giảm mạnh, dự phóng ROE sẽ giảm từ 31% xuống chỉ còn 15%. Đây là mức thấp nhất trong 5 năm qua.

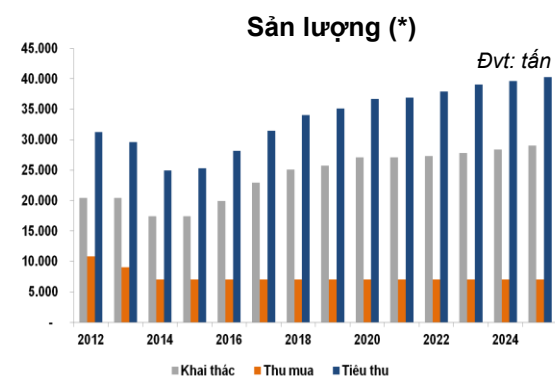
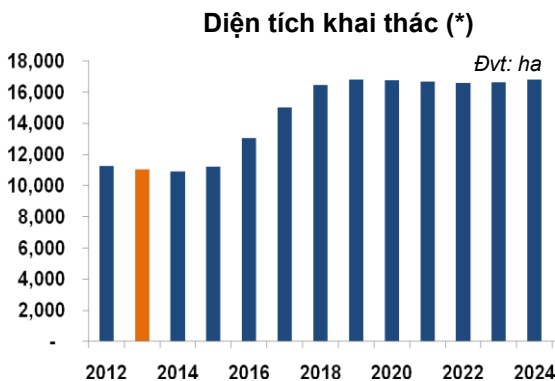
### Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2014-2025

#### Sản lượng tiêu thụ

Với kế hoạch trồng tái canh và mở rộng rừng cao su sang Campuchia thông qua dự án Phước Hòa KampongThom (7.600 ha), dự kiến diện tích khai thác của PHR trong 5 năm tới 2013-2018 sẽ gia tăng chậm với tốc độ 8%/năm. Diện tích tăng tuy nhiên năng suất có xu hướng giảm do công ty thanh lý bớt rừng già và diện tích mới vào khai thác năng suất vẫn còn thấp trong 5 năm đầu. Điều này dẫn đến năng suất chung của toàn công ty bị giảm nên sản lượng chỉ tăng nhẹ. Bên cạnh đó, mỗi năm công ty lên kế hoạch sẽ thu mua từ 5.000-7.000 tấn cao su từ nông dân nhằm duy trì sản lượng mủ chế biến và xuất bán hàng năm dao động trong khoảng 26.000 tấn/năm. Theo dự phóng sản lượng tiêu thụ có thể đạt mức trên 30.000 tấn từ năm 2017 trở đi. Dự kiến tăng trưởng khoảng 7%/năm giai đoạn 2013-2018; 3%/năm cho giai đoạn 2019-2025.

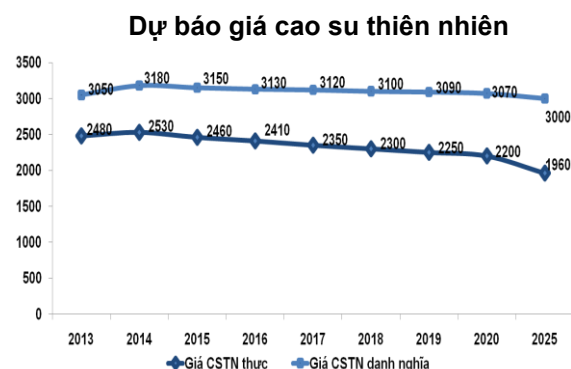
#### Dự báo giá cao su

Theo dự báo của World Bank, giá cao su sẽ theo xu hướng giảm về dài hạn. Kèm theo đó là dự báo của IMF về sự giảm giá của giá dầu từ nay đến năm 2025, đó cũng chính là cơ sở để dự báo giá cao su sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong tương lai. Về dài hạn giá cao su bình quân sẽ xoay quanh 2.600-3.000 USD/tấn.

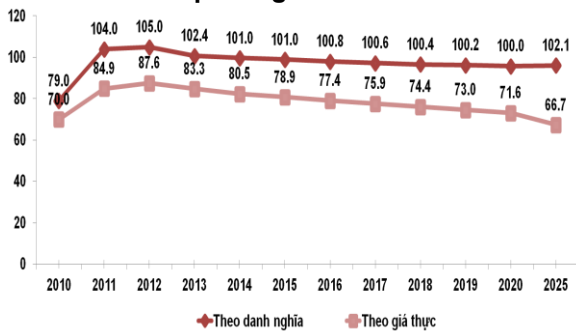


(\*) Chưa tính dự án Daklak

Nguồn: PHR, FPTSD dự phóng

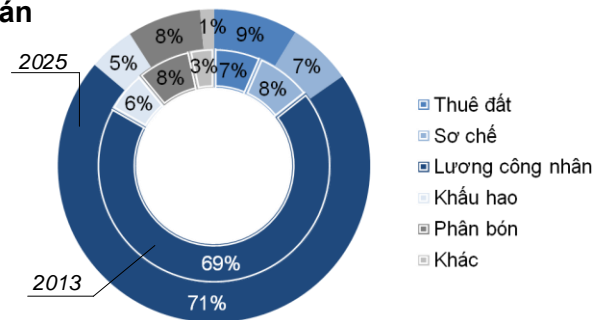


### Dự báo giá dầu thô



Nguồn: Worldbank, IMF

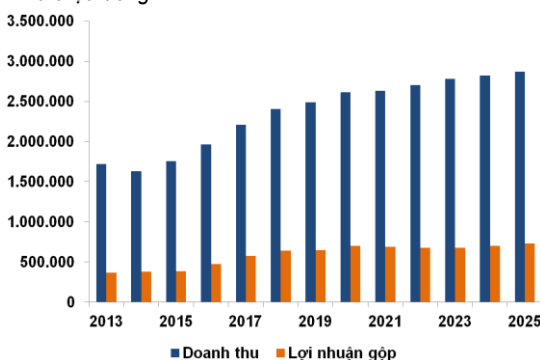
### Giá vốn hàng bán



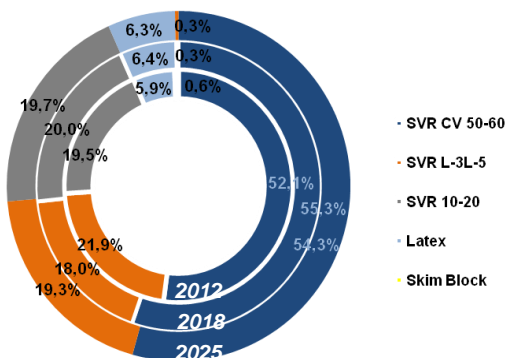
Cơ cấu giá vốn của công ty bao gồm mủ khai thác và mủ thu mua. Trong đó chi phí lương công nhân, khấu hao, chi phí sở chế, phân bón,...là các khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất. Cụ thể, lương công nhân chiếm khoảng 70-75%, khấu hao, chi phí sở chế và phân bón chiếm tỷ trọng ngang nhau từ 5-8%. Tính tổng thì giá vốn hàng bán sẽ chiếm từ 68-78% doanh thu.

### Doanh thu – Lợi nhuận gộp

Đvt: triệu đồng



### Cơ cấu doanh thu



Nguồn: FPTS dự phóng

### Doanh thu – Lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự báo doanh thu kinh doanh cao su của PHR trong năm 2013 sẽ giảm khoảng 22% so với năm 2012, nguyên nhân là do giá bán bình quân giảm hơn 20% so với năm ngoái, ước đạt 52 triệu đồng/tấn.

Do năng suất khai thác giảm dần, ước tính sản lượng chỉ tăng khoảng 6%/năm trong 5 năm tới. Dự báo xu hướng giá cao su duy trì ở mức thấp (2.600-3.000 USD/tấn) kèm theo dự phóng tỷ giá điều chỉnh tăng 2%/năm, dựa trên cơ sở đó chúng tôi dự báo tổng doanh thu của công ty đạt tăng trưởng ở mức 7%/năm trong giai đoạn 2013-2018, thấp hơn mức 19%/năm của giai đoạn 2008-2012.

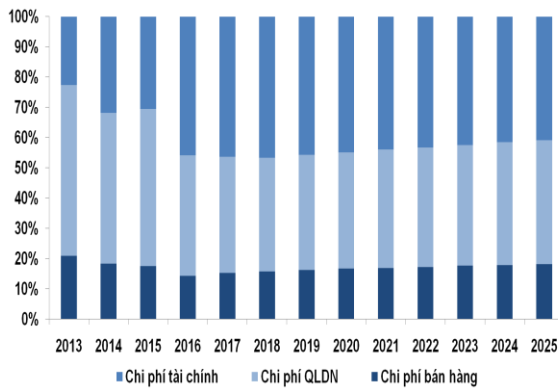
Theo mức giá bán dự phóng bên trên thì doanh thu và lợi nhuận gộp sẽ tăng chậm trong 2 năm tới và dự kiến tăng mạnh từ năm 2017 trở đi. Đây là thời điểm khoảng 5.000 ha cao su bên Campuchia được khai thác giúp gia tăng sản lượng cũng như gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

Trong cơ cấu doanh thu, mủ SVR CV50,60 chiếm tỷ trọng lớn nhất từ 52-55%; tiếp đến là nhóm mủ SVR L-3L-5 ; SVR 10-20 còn lại là mủ latex và skim block. Về dài hạn khi sản lượng mủ khai thác gia tăng sẽ giúp cho tỷ trọng doanh thu mủ khai thác tăng dần, gia tăng hiệu quả kinh doanh cho công ty.

### Cơ cấu chi phí

Trong cơ cấu chi phí của công ty, chi phí tài chính và chi phí QLDN chiếm tỷ trọng cao nhất. Trong đó chi phí tài chính chiếm 23%, chi phí QLDN chiếm 58% trong tổng chi phí.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp** được phân theo định mức cho từng khoản mục bao gồm: lương, khấu hao tài sản, thuế, lệ phí, văn phòng phẩm, dịch vụ mua ngoài...ước tính chiếm 3-4% doanh thu.

**Cơ cấu chi phí**


**Chi phí tài chính** sẽ tăng trong các năm tới do công ty tăng vay nợ dài hạn để đầu tư mở rộng rừng cao su. Bao gồm chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá. Trong đó chi phí lãi vay sẽ thay đổi phụ thuộc vào lãi suất thị trường và nhu cầu vay vốn đầu tư của công ty qua các năm. Chênh lệch tỷ giá sẽ được tính theo doanh thu xuất khẩu và biến động tỷ giá để ước tính. Theo kinh nghiệm kiểm soát trong quá khứ của Phước Hòa cùng với giả định tỷ giá trượt 2-3%/năm dựa theo dự báo của HSBC và EIU (tổ chức nghiên cứu kinh tế độc lập của Anh) thì chi phí này sẽ dao động khoảng 0,5% doanh thu mỗi năm.

**Chi phí bán hàng** sẽ biến động theo sản lượng bán hàng của công ty. Chủ yếu là chi phí đóng gói, bao bì, theo kết quả dự phóng khoảng 1% doanh thu.

### Doanh thu tài chính

Doanh thu tài chính bao gồm lãi tiền gửi ngân hàng, cổ tức được chia, nguồn thu từ các khoản đầu tư tài chính,... trong đó tỷ trọng lớn nhất là lãi tiền gửi nhận được mỗi năm. Với lượng tiền mặt dồi dào sẽ đóng góp nguồn thu tương đối lớn và ổn định vào doanh thu tài chính của công ty. Với nguồn doanh thu tài chính cao và ổn định sẽ giúp mang về một khoản tiền nhằm bù đắp vào các khoản chênh lệch tỷ giá và lãi vay trong thời gian tới.

### Hoạt động thanh lý cây cao su

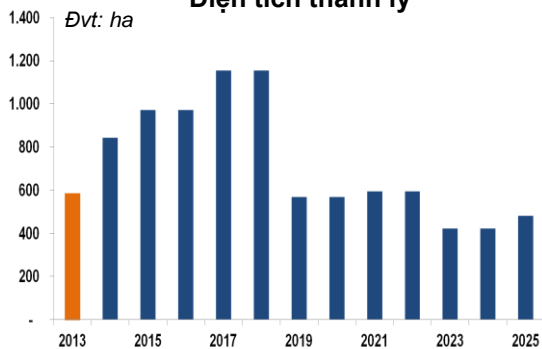
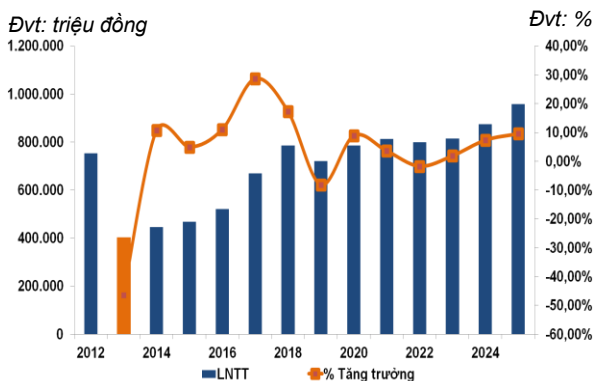
Tính đến năm 2013, PHR có hơn 6.800 ha rừng cao su trên 18 năm khai thác. Chính vì vậy trong thời gian tới buộc công ty phải thanh lý số lượng lớn để tái canh trồng mới. Theo dự phóng từ nay đến 2018 công ty sẽ thanh lý khoảng 5.700 ha, bình quân thanh lý khoảng 700-850 ha/năm, tăng mạnh từ 2014 trở đi. Như vậy mỗi năm doanh thu thanh lý cây cao su sẽ mang về cho công ty từ 100-200 tỷ đồng tùy thuộc vào giá bán và số lượng cây thanh lý mỗi năm. Từ 2019 trở đi diện tích thanh lý sẽ giảm, diện tích khai thác sẽ duy trì ổn định.

### Lợi nhuận và tăng trưởng lợi nhuận

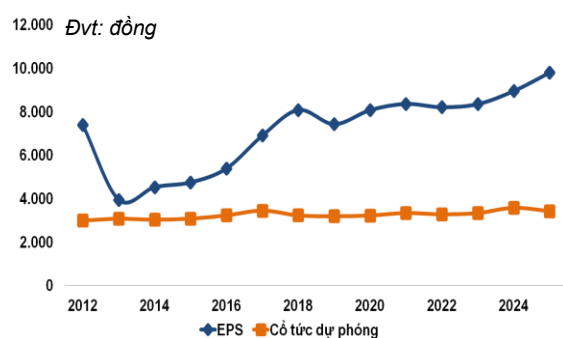
Với mức giá cao su như dự báo bên trên thì lợi nhuận trước thuế dự phóng tăng trưởng chậm trong 2 năm tới và tăng mạnh từ 2017, bình quân trong giai đoạn 2013-2018 tăng 14-16%/năm, thấp hơn giai đoạn 2009-2012 là 29%/năm. Lợi nhuận trước thuế tăng là do đóng góp một phần từ hoạt động thanh lý cây cao su trong các năm tới. Đặc biệt là từ 2014 trở đi, lượng cây thanh lý sẽ gia tăng như trình bày bên trên, trong điều kiện thuận lợi sẽ giúp mang về nguồn thu lớn cho công ty.

Trong thời gian tới với giả định công ty không tăng vốn và vẫn giữ nguyên lượng cổ phiếu như hiện nay thì EPS trong 5 năm tới sẽ xoay quanh 4.000-8.000 đồng đặc biệt sẽ tăng mạnh từ sau 2017 nhờ lợi nhuận được cải thiện.

Theo kế hoạch thì công ty sẽ duy trì mức cổ tức ít nhất là 30% vốn điều lệ mỗi năm.

**Diện tích thanh lý**

**Lợi nhuận trước thuế và Tăng trưởng**


Nguồn: FTPS dự phóng

**EPS & Cổ tức dự phóng**


Nguồn: FTPS dự phóng

Lợi nhuận sẽ giảm trong giai đoạn 2019-2020 do chi phí khấu hao vườn cây tại Campuchia tăng lên theo tuổi khai thác (khai thác từ cuối 2014). Ngoài ra trong giai đoạn này diện tích thanh lý ước tính sẽ giảm mạnh so với giai đoạn 2014-2018 làm giảm lợi nhuận thanh lý. Chính hai yếu tố trên sẽ làm giảm lợi nhuận trước thuế của công ty trong giai đoạn này.

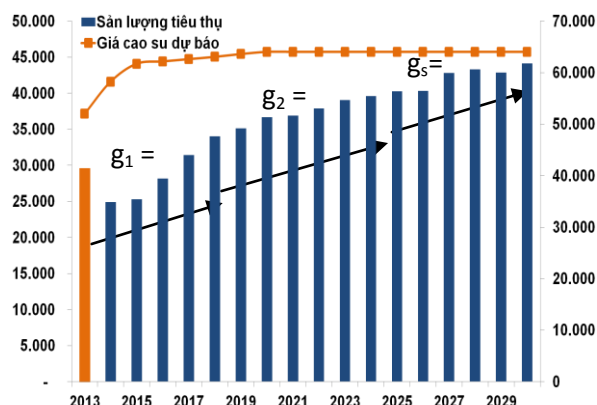
**Bảng kết quả kinh doanh dự phóng**

KQKD (triệu đồng)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.717.506</b>	<b>1.631.466</b>	<b>1.753.594</b>	<b>1.964.137</b>	<b>2.208.008</b>	<b>2.403.806</b>
- Doanh thu cao su	1.539.506	1.451.466	1.562.018	1.751.697	1.968.031	2.144.426
- Giá vốn hàng bán	(1.348.131)	(1.251.901)	(1.365.780)	(1.491.805)	(1.629.712)	(1.761.435)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>369.375</b>	<b>379.565</b>	<b>387.814</b>	<b>472.332</b>	<b>578.296</b>	<b>642.371</b>
- Chi phí bán hàng	(22.264)	(19.901)	(19.461)	(21.786)	(24.525)	(26.331)
- Chi phí quản lý DN	(60.200)	(53.847)	(58.000)	(60.663)	(61.697)	(62.775)
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>97.616</b>	<b>131.216</b>	<b>150.743</b>	<b>150.743</b>	<b>182.799</b>	<b>182.799</b>
<b>LNTT</b>	<b>403.627</b>	<b>446.673</b>	<b>468.707</b>	<b>520.423</b>	<b>669.549</b>	<b>785.521</b>
LNST công ty mẹ	310.492	356.010	373.116	423.542	542.439	634.894
EBITDA	475.454	520.387	542.261	635.597	799.458	933.898
<b>EPS (đồng)</b>	<b>3.956</b>	<b>4.536</b>	<b>4.754</b>	<b>5.396</b>	<b>6.911</b>	<b>8.089</b>
Cổ tức ước tính (đồng/cp)	3.086	3.039	3.090	-	-	-



## MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ (\*)

**Dự phóng tăng trưởng**



Nguồn: FPTTS dự phóng

WACC	Ước tính
Chi phí nợ (Rd)	4%
Thuế suất (T) (*)	25%
Lãi suất phi rủi ro	9,9%
Hệ số beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	11,63%
Chi phí vốn (Re)	20,36%
WACC 2013	17,24%
<b>WACC bình quân giai đoạn 2013-2025</b>	<b>18,35%</b>
(*) Thuế suất thuế TNDN là 25% cho năm 2013, 22% cho giai đoạn 2014-2015, 20% từ 2016 trở đi theo quy định mới về thuế TNDN.	

(\*) Phân định giá này tạm thời tôi không xét dự án cao su Daklak và Khu CN Tân Bình do hiện tại các dự án này vẫn chưa rõ ràng, chưa có cơ sở hoàn thành chắc chắn. Phần này sẽ được cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

### Theo phương pháp FCFF

#### Giai đoạn 1: 2014-2018 tăng trưởng 7%/năm.

Đây là giai đoạn tăng trưởng nhờ vào việc công ty đưa vào khai thác diện tích cao su tại Campuchia.

#### Giai đoạn 2: 2019-2025 tăng trưởng 3%/năm.

Giai đoạn này toàn bộ diện tích Campuchia đã được đưa vào khai thác. Diện tích khai thác sẽ duy trì ổn định. Tăng trưởng dựa vào vườn cao su tại Campuchia bước vào giai đoạn cho năng suất cao, bình quân đạt 1,8-2 tấn/ha.

**Bước sang 2025 trở về sau**, diện tích khai thác sẽ ổn định quanh mức 17.000 ha, năng suất khai thác sẽ duy trì quanh mức 2 tấn/ha. Theo diễn biến tăng trưởng của vườn cây cao su (chưa tính dự án Daklak) cùng với năng suất khai thác ước tính theo độ tuổi, tôi dự phóng từ năm 2025 trở về sau công ty sẽ tăng trưởng ổn định.

Tốc độ tăng trưởng dài hạn sẽ phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên thông qua nhu cầu sản xuất xăm lốp của khu vực và thế giới. **Tôi dự phóng mức tăng trưởng dài hạn cho công ty là  $g_s = 3\%/năm$ .**

### Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Chỉ tiêu (triệu đồng)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F ....	2025F
FCFF	26.671	217.535	69.521	227.064	335.457	898.150
Thời gian dự phóng	12 năm					
Suất chiết khấu (WACC)	17,00%	17,24%	16,98%	17,21%	17,58%	19,68%
Hiện giá của dòng tiền	26.671	185.585	50.723	141.452	177.882	118.961
Hiện giá của dòng tiền (12 năm)	2.025.684					
Giá trị công ty	2.750.147					
(+) Tiền và các CK ngắn hạn	560.839					
(-) Nợ	504.247					
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.806.739					
Lợi ích cổ đông thiểu số	36.544					
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	2.770.195					
Số cổ phiếu LHBQ (CP)	78.490.000					
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>35.294</b>					

### Số liệu độ nhạy của phương pháp FCFF

WACC bình quân / g	5%	3%	1%
<b>19,35%</b>	33.921	32.565	31.506
<b>18,35%</b>	36.730	<b>35.294</b>	34.153
<b>17,35%</b>	40.700	38.539	36.906

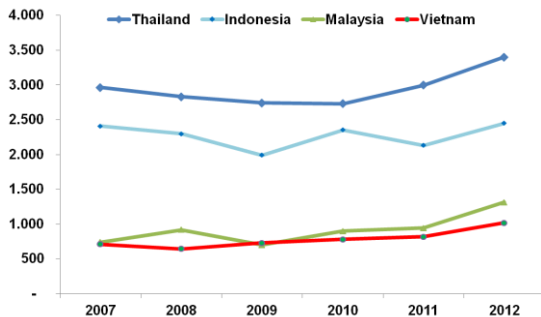
## CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ TẠI 31/03/2013

Khoản mục	% nắm giữ	Đvt	Quy mô	Vốn góp hiện tại	Cập nhật tiến độ
<b>Đầu tư công ty con</b>					
CTCP Cao su Trường Phát	70%	Tỷ đồng	50	10	
Cty TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa - KamphongThom	100%	Tỷ đồng	1.131	600	Đã trồng xong 7.600 ha
Dự án cao su tại Đaklak	100%	Tỷ đồng	1.200	70	Đã trồng được 313 ha. Hết năm nay sẽ trồng thêm 300 ha.
Dự án KCN Tân Bình	80%	Tỷ đồng	160	0,32	Đã có giấy phép kinh doanh, đang hoàn thiện hạ tầng và xây dựng hệ thống xử lý nước thải.
<b>Đầu tư liên doanh, liên kết</b>					
CTCP KCN Nam Tân Uyên	-	Tỷ đồng	-	95,4	Đã cho thuê được hơn 70%
CTy TNHH XDKD Cơ sở hạ tầng Cao su VN	32,72%	Tỷ đồng	268	87,7	Sẽ thoái vốn giai đoạn 2015-2020
<b>Đầu tư dài hạn khác</b>					
CTCP Thủy điện Gruco Sông Gôn	19%	Tỷ đồng	300	57	Sẽ thoái vốn giai đoạn 2015-2020
CTCP Cao su Quasa Geruco Lào	4,86	Tỷ đồng	500	24,3	
CTCP Cao su Sơn La	10%	Tỷ đồng	200	20	
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	15%	Tỷ đồng	1.000	130	Sẽ thoái vốn giai đoạn 2015-2020
CTCP Gỗ Thuận An	7%	Tỷ đồng	104	8,6	Đầu tư dài hạn
CTCP Thủy điện VRG Ngọc Linh	15%	Tỷ đồng	160	28,4	Sẽ thoái vốn giai đoạn 2015-2020
Dự án KDC Phước Hòa	100%	Tỷ đồng	70	71,9	Đã bán được hơn 70% dự án (giá bán BQ 1,2 triệu đồng/m <sup>2</sup> )

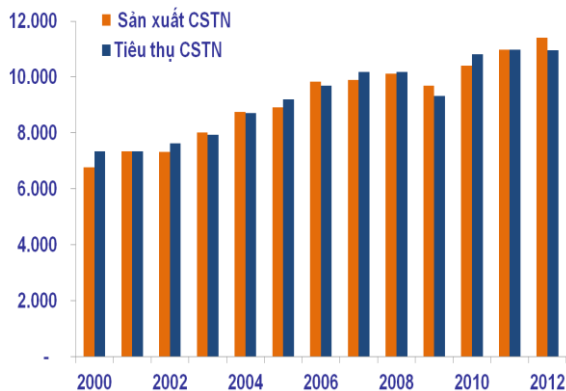
## PHỤ LỤC

### TỔNG QUAN NGÀNH

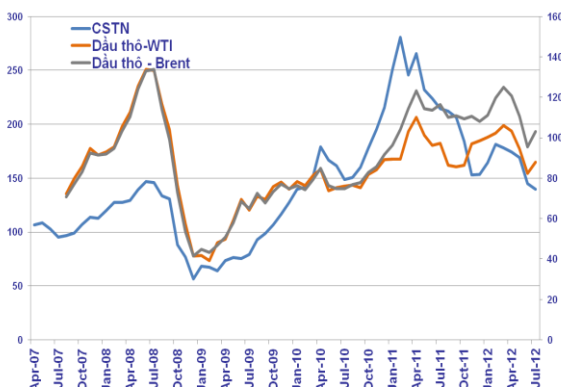
**Xuất khẩu cao su của các nước**



**Sản xuất & Tiêu thụ CSTN trên thế giới qua các năm**



**Tương quan giá dầu – giá CSTN**



Nguồn: Indexmundi, Agroinfo

### Thế giới

Cao su thiên nhiên hiện nay chiếm khoảng 43% tổng nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu, 57% còn lại thuộc về cao su tổng hợp. Châu Á là khu vực tiêu thụ cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới, chiếm 69,7% tổng nhu cầu trên thế giới, kể đến là Châu Âu (13,5%), Bắc Mỹ (10,7%).

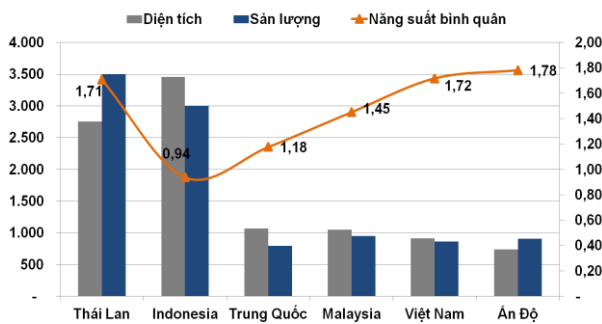
Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Việt Nam là các nước sản xuất cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới, chiếm 82% trong tổng sản lượng sản xuất của thế giới. Nhóm các nước tiêu thụ cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới là Trung Quốc (33,5%), Mỹ (9,5%), Ấn Độ (8,7%), Nhật Bản (6,6%), Malaysia (4,6%). Bốn quốc gia xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới hiện nay là Thái Lan (2,8 triệu tấn), Indonesia (2,45 triệu tấn), Malaysia (1,31 triệu tấn) và Việt Nam (1,02 triệu tấn), chiếm khoảng 87% tổng sản lượng xuất khẩu cao su thiên nhiên toàn cầu.

Từ năm 2008 đến nay, tình trạng thừa cung cao su thiên nhiên thường xuyên xảy ra. Năm 2012, cung vượt cầu 460.000 tấn, tương đương 4,2%, mức cao nhất trong 5 năm qua.

60-70% cao su thiên nhiên sản xuất trên toàn cầu dùng để phục vụ cho ngành sản xuất lốp, vì vậy đặc trưng của ngành cao su thiên nhiên gắn liền với tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là ngành công nghiệp ô tô, sản xuất lốp. Đầu ra của ngành cao su thiên nhiên chính là đầu vào của ngành sản xuất lốp, vì vậy khi giá cao su thiên nhiên tăng sẽ làm tăng giá thành sản xuất của sản phẩm lốp dẫn đến mặt tích cực của ngành này sẽ là mặt tiêu cực của ngành kia. Giá cao su thiên nhiên hiện nay liên thông ở hầu hết các thị trường trên thế giới, biến động hàng ngày và có diễn biến cùng chiều với giá dầu thô. Điều này đồng nghĩa với việc kinh tế phát triển, nhu cầu tiêu thụ ô tô, sản xuất lốp tăng cao dẫn đến giá xăng dầu tăng kéo theo giá cao su thiên nhiên tăng và ngược lại.

Hiện tại, tính đến tháng 4/2013, tồn kho cao su thiên nhiên tại 2 tổng kho lớn Thượng Hải và Thanh Đảo của Trung Quốc đạt mức 480.000 tấn, mức cao nhất trong 3 năm qua, chiếm hơn 16% nhu cầu nhập khẩu cả năm 2013. Với mức tồn kho cao kèm theo nhu cầu nhập khẩu cao su cho sản xuất lốp ô tô của Trung Quốc dự kiến chỉ tăng 0,9% trong năm 2013 cùng với việc nợ công Châu Âu vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện, những yếu tố này sẽ là trở ngại cho việc tăng giá cao su trong thời gian tới. Theo các chuyên gia đầu ngành, năm 2013 giá cao su sẽ giảm trong nửa đầu năm và sẽ kéo dài đà giảm giá trong thời gian tới nếu chưa thấy được sự phục hồi từ các nền kinh tế lớn như Mỹ, Trung Quốc và Nhật Bản.

### Vị thế cao su Việt Nam trong nhóm các nước dẫn đầu

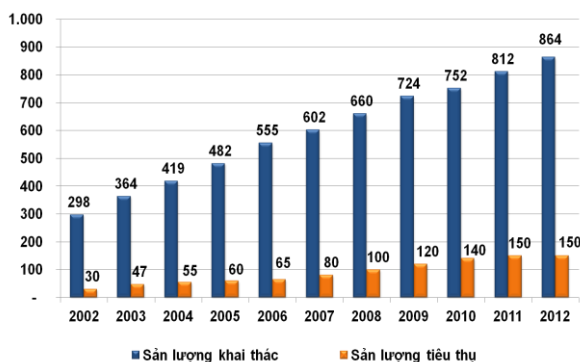


### Trong nước

Đối với ngành cao su thiên nhiên trong nước hiện nay: tính đến cuối năm 2012, Việt Nam đứng thứ 5 thế giới về sản lượng khai thác cao su thiên nhiên với tỷ trọng khoảng 7,6% tương đương 863.600 tấn và đứng thứ 4 về xuất khẩu cao su thiên nhiên trên thế giới, chiếm thị phần khoảng 10,3% tương đương 1,02 triệu tấn. Xét về năng suất khai thác, Việt Nam đang đứng thứ 2 thế giới, năm 2012 đạt 1,71 tấn/ha, đứng đầu là Ấn Độ đạt 1,82 tấn/ha, bỏ xa mức bình quân của toàn thế giới là 1,1 tấn/ha. Bình quân trong 5 năm trở lại đây năng suất của Việt Nam đạt 1,70 tấn/ha, trong khi đó ở Ấn Độ đạt 1,82 tấn/ha, Thái Lan đạt 1,68 tấn/ha, Indonesia đạt 1 tấn/ha và Malaysia đạt 1,46 tấn/ha.

Xét trong phạm vi cả nước đến cuối năm 2012, tổng diện tích trồng cao su đạt 910.500 ha, sản lượng khai thác đạt 863.600 tấn, năng suất bình quân đạt 1,71 tấn/ha. Khu vực Đông Nam Bộ chiếm 46%, Tây Nguyên chiếm 27%, Bắc Trung Bộ chiếm khoảng 7,6% tổng diện tích cao su cả nước. Trong đó, Bình Phước và Bình Dương là 2 khu vực có diện tích trồng cao su lớn nhất cả nước hiện nay.

### Tiêu thụ & Khai thác



Theo số liệu mới nhất thì nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước 3 năm gần đây chiếm khoảng 17-18% so với tổng sản lượng sản xuất cả nước. Tỷ lệ này sẽ được cải thiện kể từ năm 2014 trở đi một khi Công ty cổ phần Cao su Đà Nẵng và Công ty cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam đưa vào khai thác 2 nhà máy lớp radian toàn thép. Đồng thời trong năm 2012 vừa qua, Tập đoàn VRG đã đầu tư mở rộng nâng công suất nhà máy sản xuất găng tay y tế VRG Khải Hoàn từ 1,2 tỷ lên 3,2 tỷ chiếc/năm, điều này hứa hẹn sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước gia tăng trong những năm sắp tới. Dự kiến tiêu thụ trong nước tăng thêm 48-58 nghìn tấn, tương đương tăng thêm 32-38% so với hiện tại, chiếm khoảng 15-20% sản lượng khai thác.

Theo ước tính thận trọng của Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn, sản lượng xuất khẩu cao su năm 2013 sẽ xấp xỉ 1 triệu tấn, giảm nhẹ so với mức 1,02 triệu tấn năm 2012.

Với sự giảm giá trong 6 tháng đầu năm nay, khả năng phục hồi trong 6 tháng tiếp theo vẫn còn bỏ ngỏ nhưng đa số các chuyên gia và tổ chức nghiên cứu đều cho rằng giá sẽ theo xu hướng giảm trong dài hạn. Vì vậy tăng trưởng ngành trong thời gian tới chỉ chủ yếu trông chờ vào tăng trưởng của sản lượng.

**Bảng số liệu tài chính**

KQKD (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017	ĐKKT (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	1.717.506	1.631.466	1.753.594	1.964.137	2.208.008	<b>Tài sản</b>					
- Giá vốn hàng bán	-1.348.131	-1.251.901	-1.365.780	-1.491.805	-1.629.712	+ Tiền và tương đương	441.557	452.109	420.910	519.753	761.385
Lợi nhuận gộp	369.375	379.565	387.814	472.332	578.296	+ Đầu tư TC ngắn hạn	119.282	119.282	119.282	119.282	119.282
- Chi phí bán hàng	-22.264	-19.901	-19.461	-21.786	-24.525	+ Các khoản phải thu	236.829	178.533	210.656	242.989	303.329
- Chi phí quản lí DN	-60.200	-53.847	-58.000	-60.663	-61.697	+ Hàng tồn kho	271.836	287.243	251.862	301.916	402.837
Lợi nhuận thuần HKKD	286.911	305.817	310.353	389.883	492.073	+ Tài sản ngắn hạn khác	0	0	0	0	0
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-2.733	-3.721	-2.821	-2.958	-3.269	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.069.504</b>	<b>1.037.167</b>	<b>1.002.710</b>	<b>1.183.940</b>	<b>1.586.834</b>
- Lợi nhuận khác	97.616	131.216	150.743	150.743	182.799	+ Nguyên giá TSDH	1.231.549	1.271.768	1.629.399	2.135.045	2.533.125
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	425.067	477.447	499.967	587.374	740.848	+ Khấu hao lũy kế	-701.220	-744.159	-786.325	-834.522	-893.102
- Chi phí lãi vay	-21.440	-30.774	-31.260	-66.951	-71.299	+ TSDH ròng	530.329	527.608	843.074	1.300.523	1.640.023
Lợi nhuận trước thuế	403.627	446.673	468.707	520.423	669.549	+ Đầu tư tài chính dài hạn	485.626	485.626	485.626	428.626	298.641
- Thuế TNDN	-100.907	-98.268	-103.116	-104.085	-133.910	+ Tài sản dài hạn khác	229.414	230.511	222.408	173.423	133.144
LNST	314.043	359.610	376.667	427.271	546.415	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2.457.252</b>	<b>2.660.009</b>	<b>3.083.372</b>	<b>3.168.146</b>	<b>3.154.436</b>
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-3.551	-3.600	-3.551	-3.729	-3.976	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.526.756</b>	<b>3.697.176</b>	<b>4.086.083</b>	<b>4.352.086</b>	<b>4.741.269</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	310.492	356.010	373.116	423.542	542.439						
EPS (đ)	3.956	4.536	4.754	5.396	6.911	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>2.016</b>	<b>2.017</b>
EBITDA	475.454	520.387	542.261	635.597	799.458	+ Phải trả ngắn hạn	0	373.158	473.990	490.899	537.195
Khấu hao	-50.386	-42.940	-42.294	-48.223	-58.610	+ Vay và nợ ngắn hạn	186.068	141.070	147.887	147.887	130.563
Tăng trưởng doanh thu	-33,5%	-5,0%	7,5%	12,0%	12,4%	+ Phải trả ngắn hạn khác	293.129	293.074	293.102	293.088	293.095
Tăng trưởng LN HKKD	-68,9%	6,6%	1,5%	25,6%	26,2%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.081.559</b>	<b>1.087.629</b>	<b>1.251.806</b>	<b>1.332.791</b>	<b>1.443.733</b>
Tăng trưởng EBIT	-58,6%	12,3%	4,7%	17,5%	26,1%	+ Vay và nợ dài hạn	318.179	354.695	438.347	442.697	437.502
Tăng trưởng EPS	-60,9%	14,7%	4,8%	13,5%	28,1%	+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>318.179</b>	<b>354.695</b>	<b>438.347</b>	<b>442.697</b>	<b>437.502</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21,5%	23,3%	22,1%	24,0%	26,2%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.399.738</b>	<b>1.442.324</b>	<b>1.690.153</b>	<b>1.775.488</b>	<b>1.881.235</b>
Tỷ suất LNST	18,3%	22,0%	21,5%	21,8%	24,7%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
ROE DuPont	15,2%	16,6%	16,4%	17,4%	20,4%	+ Thặng dư	0	0	0	0	0
ROA DuPont	9,5%	10,0%	9,7%	10,1%	12,0%	+ Vốn điều lệ	813.000	813.000	813.000	813.000	813.000
Tỷ suất EBIT	24,7%	29,3%	28,5%	29,9%	33,6%	+ Cổ phiếu quỹ	-96.654	-96.654	-96.654	-96.654	-96.654
LNST / LNST	77,8%	80,5%	80,4%	82,1%	81,6%	+ LN chưa phân phối	871.738	992.822	1.126.963	1.300.109	1.575.305
LNST / EBIT	95,0%	93,6%	93,7%	88,6%	90,4%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	27.694	31.294	34.845	38.574	42.550
Vòng quay tổng tài sản	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.099.324</b>	<b>2.223.557</b>	<b>2.361.085</b>	<b>2.538.024</b>	<b>2.817.484</b>
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.526.755</b>	<b>3.697.176</b>	<b>4.086.083</b>	<b>4.352.086</b>	<b>4.741.269</b>
ROIC	12,9%	13,5%	13,3%	14,1%	16,8%						
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Lưu chuyển tiền tệ (triệu đồng)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Số ngày phải thu	79,7	81,5	72,0	67,7	78,9	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>446.219</b>	<b>441.557</b>	<b>452.109</b>	<b>420.910</b>	<b>519.753</b>
Số ngày tồn kho	61,3	46,5	40,5	42,2	45,2	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>314.043</b>	<b>359.610</b>	<b>376.667</b>	<b>427.271</b>	<b>546.415</b>
Số ngày phải trả	58,3	54,4	113,2	118,0	115,1	+ Khấu hao lũy kế	50.386	42.940	42.294	48.223	58.610
Thời gian luân chuyển tiền	82,7	73,6	-0,7	-8,1	8,9	+ Điều chỉnh	-127.573	-121.182	-130.253	-145.892	-164.006
COGS / Hàng tồn kho	4,6	4,5	5,1	5,4	4,6	+ Thay đổi vốn lưu động	257.069	40.016	104.118	-65.492	-114.958
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>493.925</b>	<b>321.383</b>	<b>392.825</b>	<b>264.110</b>	<b>326.060</b>
CS thanh toán hiện hành	0,99	0,95	0,80	0,89	1,10		114.361	155.969	179.581	179.581	213.573
CS thanh toán nhanh	0,74	0,69	0,60	0,66	0,82	+ Chi mua sắm TSCĐ	-604.944	-244.600	-473.742	-238.956	-215.133
CS thanh toán tiền mặt	0,41	0,42	0,34	0,39	0,53	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	57.000	129.985
Nợ / Tài sản	0,14	0,13	0,14	0,14	0,12	+ Các hoạt động đầu tư khác	-490.583	-88.631	-294.161	-2.375	128.425
Nợ / Vốn sử dụng	0,19	0,18	0,20	0,19	0,17	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-490.583</b>	<b>-88.631</b>	<b>-294.161</b>	<b>-2.375</b>	<b>128.425</b>
Nợ / Vốn CSH	0,24	0,22	0,25	0,23	0,20	+ Cổ tức đã trả	-242.184	-238.527	-242.526	-254.125	-271.219
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,09	0,10	0,11	0,10	0,09	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-17.669	-44.998	6.817	0	-32.881
Khả năng TT lãi vay	19,83	15,51	15,99	8,77	10,39	+ Thay đổi nợ dài hạn	303.153	61.324	105.845	91.233	91.248
						+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
						<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>43.300</b>	<b>-222.200</b>	<b>-129.864</b>	<b>-162.892</b>	<b>-212.853</b>
						Tổng lưu chuyển tiền tệ	46.642	10.552	-31.199	98.843	241.632
						<b>Tiền cuối năm</b>	<b>441.557</b>	<b>452.109</b>	<b>420.910</b>	<b>519.753</b>	<b>761.385</b>



## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

### Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ 1% đến 15%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên 15%
<b>Kỳ vọng &lt; 3 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá mạnh</b> trong 3 tháng tới
<b>Thêm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>tăng giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Giảm</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá</b> trong 3 tháng tới
<b>Bán</b>	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng <b>giảm giá mạnh</b> trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo nếu có thay đổi.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPT S dựa vào các nguồn thông tin mà FPT S coi là đáng tin cậy. Có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPT S. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPT S có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPT S nắm 4 cổ phiếu PHR và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ  
Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888