

Cao su Việt Nam

THÊM VÀO

Nguyễn An Thiên Trang

Chuyên viên

trang.nguyenan@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 116

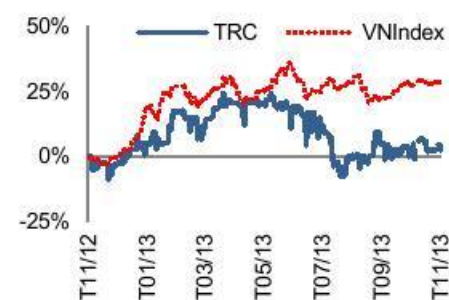
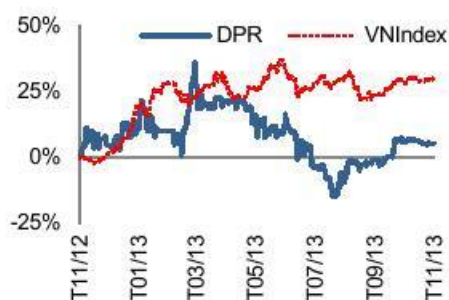
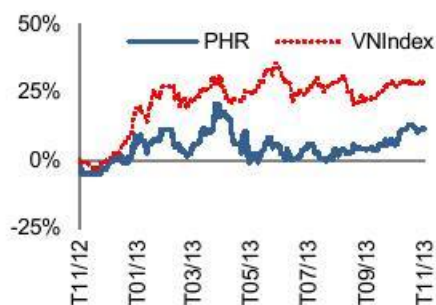
Đánh giá cao:

- PHR, DPR, TRC

Không khuyến nghị:

- TNC, HRC

So sánh tương đối diễn biến vs. VNI



Trả cổ tức cao dù ở đáy chu kỳ

Việt Nam là nước sản xuất cao su tự nhiên lớn thứ 5 trên thế giới, nhưng do chỉ chiếm 9% sản lượng toàn cầu nên không tạo được sức ảnh hưởng lên giá cao su. Ngoài ra, 4 trong 5 công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán là các công ty con của Tập Đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam (VRG), do đó biên lợi nhuận được bảo hộ nhưng cũng có nhiều yếu tố cản trở tăng trưởng. Với tỉ lệ nợ thấp và chu kỳ vốn lưu động hiệu quả, các công ty cao su trên sàn luôn có chính sách trả cổ tức hấp dẫn, lợi suất 6-10% kể cả khi giá cao su giảm sâu như năm nay. Nhiều khả năng tỷ lệ trả cổ tức sẽ tăng khi giá cao su phục hồi. Giá cổ phiếu rất ổn định và nhìn chung chỉ điều chỉnh mạnh trong thời gian các công ty trả cổ tức.

Biên lợi nhuận gộp ổn định dưới sự quản lý của VRG

VRG đặt giá bán mục tiêu (dựa trên giá trên thị trường toàn cầu) và dự toán chi phí sản xuất (bằng cách điều chỉnh chính sách tiền lương cho người lao động) cho toàn tập đoàn, nhờ vậy ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của 4/5 các công ty cao su niêm yết. Tỷ lệ tiền lương được xét theo doanh thu khoản 40% hàng năm, hạn chế lợi nhuận tăng mạnh khi giá cao su tăng. Nhưng khi giá cao su giảm trong năm nay, tỷ lệ này bị cắt xuống 36-38%. Do vậy, các công ty cao su có biên lợi nhuận gộp ổn định và luôn tạo lợi nhuận bất chấp sự biến động của giá cao su thế giới.

Giá cao su dường như vẫn ở mức thấp trong thời gian tới

Trong quá khứ, giá cao su tự nhiên trên thế giới biến động cùng chiều với giá dầu thô, do dầu thô chiếm một phần lớn trong chi phí sản xuất cao su tổng hợp. Hiện nay, giá dầu thô đang giao dịch cao hơn nhiều so với giá cao su tự nhiên, cho thấy có khả năng giá cao su có thể tăng lên để thu hẹp khoảng cách về giá. Tuy nhiên, ngành cao su vẫn vẫn thận trọng, nên chúng tôi cho rằng khả năng giá cao su tăng dường như là rất khó xảy ra.

Chúng tôi đánh giá cao: CTCP Cao su Phước Hòa (PHR), CTCP Cao su Đồng Phú (DPR) và CTCP Cao su Tây Ninh (TRC)

Những công ty này có diện tích trồng cây cao su lớn nhất, có khả năng sinh lợi cao nhất và có cấu trúc tài chính lành mạnh nhất; cả ba đều là công ty con của VRG. Mặc dù giá cao su giảm 26% trong hai năm nay, nhưng tỷ lệ trả cổ tức vẫn giữ nguyên mức 30-50%, lợi suất 6-10% liên tục trong 5 năm qua. Là các công ty không nợ được VRG bảo hộ trong chu kỳ giảm giá cao su, giá cổ phiếu ngành cao su dường như khá rẻ ở mức PER trung bình là 5,0 lần so với mức trung bình của ngành là 6,7 lần trong khu vực.

Các chỉ số chính	PHR	DPR	TRC	HRC	TNC
	NĂM GIỮ	THÊM VÀO	THÊM VÀO	Không khuyến nghị	
Giá hiện tại (VNĐ)	31.100	48.000	42.000	N/A	N/A
Giá mục tiêu (VNĐ)	30.000	54.000	50.000	N/A	N/A
Giá trị vốn hóa thị trường (triệu USD)	112	100	59	41	13
GTGD bình quân 30 ngày(USD)	15.000	190.000	1.000	700	19.000
Diện tích khai thác ở VN (ha)	10.700	7.200	5.400	1.800	1.300
Diện tích khai thác ở Campuchia (ha)	6.700	6.300	6.500	N/A	N/A
Năm thu hoạch ở Campuchia	2016	2017	2018	N/A	N/A
Tuổi cây cao su (trung bình)	23,2	19,5	18,0	26,0	15,7
Sở hữu nước ngoài (%)	17,9	31,4	30,8	5,4	1,6
Biên lợi nhuận ròng (%)	29,5	40,2	32,7	8,1	28,8
ROA (%)	15,0	19,0	22,0	9,0	13,0
ROE (%)	24,0	24,0	27,0	11,0	15,0
Nợ/CSH (%)	12,7	3,2	1,0	20,5	0,1
Tỷ suất cổ tức (%)	9,6	6,3	7,1	5,1	8,7
PER (x)	6,9	5,3	5,0	14,1	6,5

Nội dung cập nhật

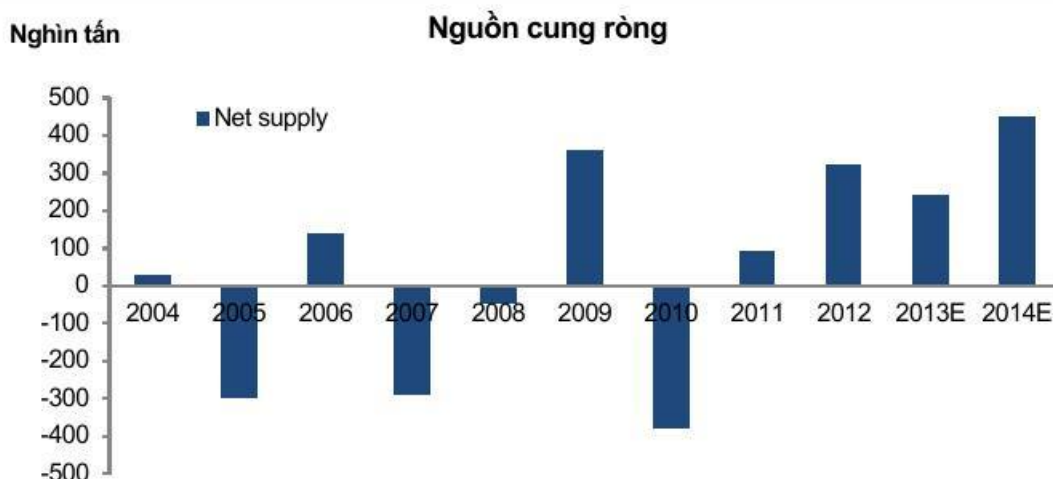
- Ngành cao su tự nhiên trên thế giới: Thặng dư trong 2013 và 2014
- Giá cao su và giá dầu thô có liên hệ mạnh nhưng đang yếu dần trên thị trường quốc tế
- Ngành cao su tự nhiên Việt Nam: quản lý bởi Tập Đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam (VRG)
- Các công ty cao su được niêm yết trên sàn chứng khoán

Cung-cầu cao su tự nhiên thế giới cho thấy thặng dư trong năm 2013 và 2014

Tổ chức Nghiên cứu Cao su thế giới (IRSG) được thành lập vào năm 1944 với tư cách là cơ quan quốc tế duy nhất đại diện cho ngành cao su thế giới. IRSG chủ yếu thu thập số liệu thống kê và phân tích để đưa ra dự báo cung-cầu thế giới. Theo số liệu của tổ chức này, thặng dư cao su tự nhiên được cho là sẽ giảm từ 322.000 tấn trong năm 2012 xuống 240.000 tấn trong năm 2013 nhưng sẽ tăng lên 450.000 tấn trong năm 2014. Mức thặng dư giảm trong năm nay có thể hỗ trợ giá cao su, cho đến nay giá mặt hàng này đã giảm gần 20% tính từ đầu năm 2013.

Theo quan điểm của chúng tôi, trong mười năm từ 2004-2014, tình hình cung-cầu cao su biến động thất thường, không theo một chu kỳ nào cụ thể. Tính thất thường này cho thấy chúng ta luôn bị giới hạn trong việc đưa ra dự báo chính xác cung-cầu cụ thể của ngành cao su.

Hình 1: Thặng dư ròng trong giai đoạn 2013-2014



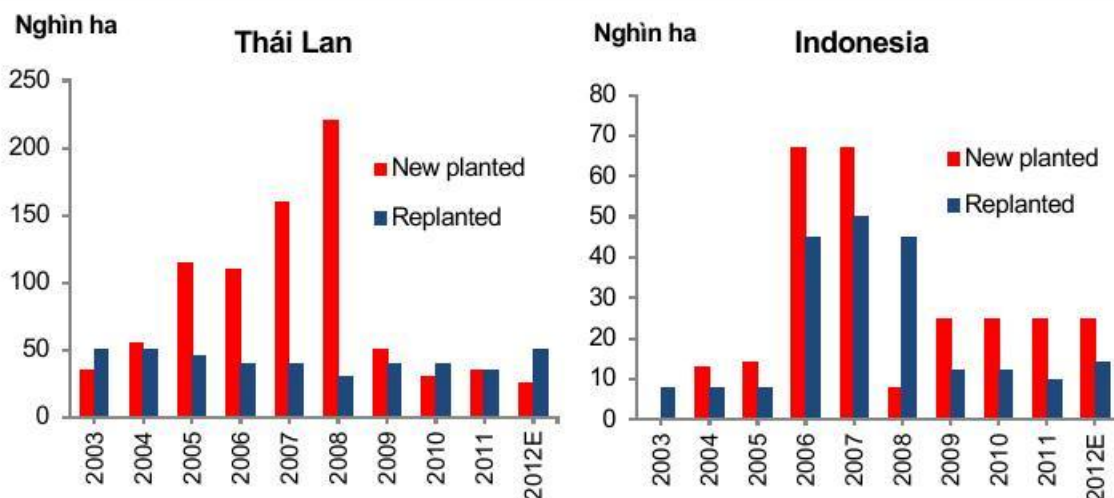
Nguồn: IRSG, 2012

Chúng tôi cho rằng dự báo thặng dư do IRSG đưa ra trong năm 2013-2014 phần lớn là do bên cung, đặc biệt là Thái Lan và Indonesia, riêng 2 nước này chiếm 60% sản lượng của thế giới. Cả hai nước đã mở rộng diện tích trồng cao su lớn hơn rất nhiều trong năm 2006-2007 so với các nước khác.

Nhu cầu

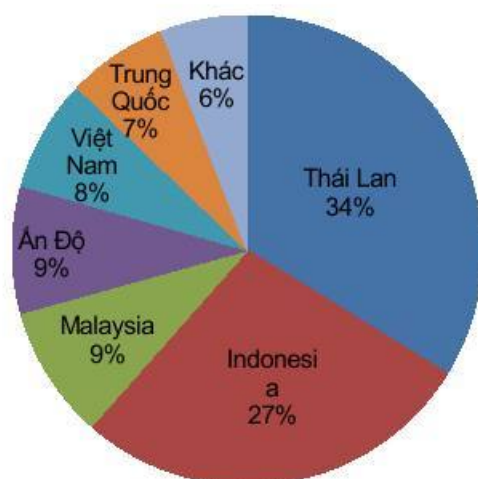
Bình thường cây cao su mất khoảng bảy năm thì mới bắt đầu được khai thác lấy mủ. Hiện tại các cây cao su được trồng trong năm 2006-2007 ở Thái Lan và Indonesia đã trưởng thành và bắt đầu sản xuất một lượng mủ đáng kể.

Hình 2: Thái Lan và Indonesia trồng cao su với số lượng lớn trong giai đoạn 2006-2007, những cây này sẽ bắt đầu lấy mùa trong năm 2013-2014

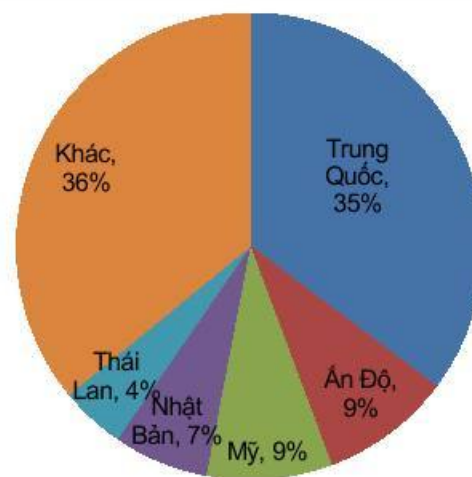


Nguồn: IRSG, 2012

Hình 3a: Thái Lan và Indonesia – hai nước sản xuất cao su nhiều nhất



Hình 3b: Trung Quốc – Nước tiêu thụ nhiều nhất



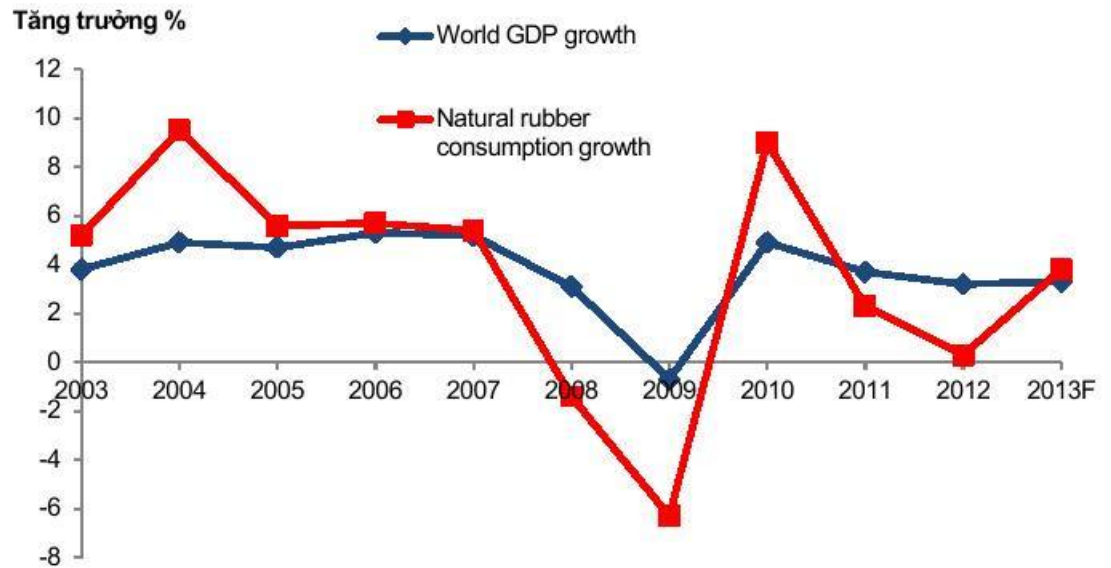
Nguồn: IRSG, 2012

Theo IRSG, trong năm nay lượng tiêu thụ cao su tự nhiên có khả năng sẽ tăng nhẹ 3,9% so với cùng kỳ năm trước và sẽ tiếp tục giữ nguyên tốc độ này cho đến năm 2014, phần lớn là nhờ các thị trường mới nổi chiếm 70% lượng tiêu thụ toàn cầu.

Nguồn cung

70% lượng tiêu thụ cao su trên thế giới được dùng cho ngành công nghiệp sản xuất lốp xe. Sản lượng lốp xe thế giới tăng là nhờ doanh thu bán xe hơi và các phương tiện chở hàng hạng nhẹ tăng lên, đây là ngành có liên hệ trực tiếp với tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Do đó, ngành sản xuất lốp xe là động lực thúc đẩy kinh tế toàn cầu. Hình dưới đây thể hiện sự tương quan giữa GDP thế giới và tiêu thụ cao su tự nhiên.

Hình 4: Tiêu thụ cao su so với tăng trưởng GDP



Nguồn: IRSG, Ngân hàng Thế giới, 2012

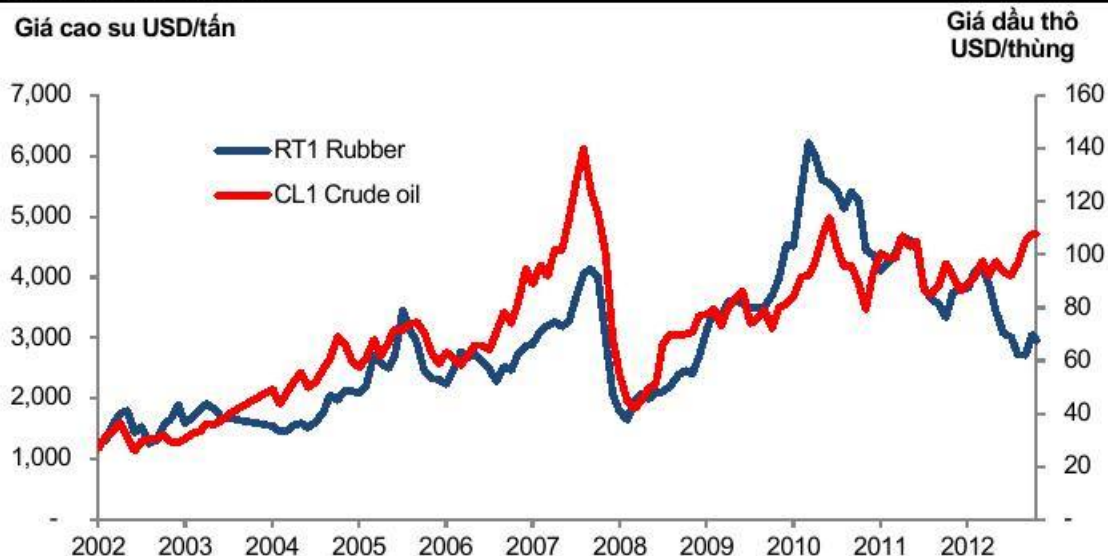
IRSG dự báo nhu cầu cao su trong năm 2013 sẽ tăng nhiều hơn năm 2012 dựa trên những dự báo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đưa ra hồi tháng tư về mức tăng trưởng 3,3% của kinh tế toàn cầu. Triển vọng đối với nhu cầu thế giới được cải thiện có thể khiến lượng thặng dư giảm nhẹ trong năm nay.

Mối quan hệ giữa cao su và dầu thô: mạnh trong quá khứ nhưng đang yếu dần?

Dầu thô là nguyên liệu chủ yếu dùng để sản xuất cao su tổng hợp, vật liệu thay thế cao su tự nhiên. Theo lịch sử, biến động của giá cao su có mối tương quan chặt chẽ với giá dầu. Khi giá dầu thấp, cao su tổng hợp sẽ rẻ và nhu cầu mua cao su tự nhiên giảm. Khi giá dầu tăng, cao su tổng hợp trở nên đắt đỏ và nhu cầu cao su tự nhiên tăng lên. Kết quả cuối cùng cho thấy giá dầu ảnh hưởng mạnh và biến động cùng chiều đến giá cao su tự nhiên.

Tuy nhiên, mối tương quan này dường như bắt đầu yếu dần do hiện nay cao su tự nhiên đang có thặng dư lớn. Ngoài ra, mối tương quan này còn bị ảnh hưởng bởi mức độ thay thế lẫn nhau giữa cao su tự nhiên và cao su tổng hợp – chênh lệch giữa giá cao su và giá dầu hiện tại được thể hiện ở hình dưới.

Hình 5: Khoảng cách giữa giá dầu thô và giá cao su tự nhiên vào thời điểm hiện tại, liệu khoảng cách này có thể được thu hẹp?



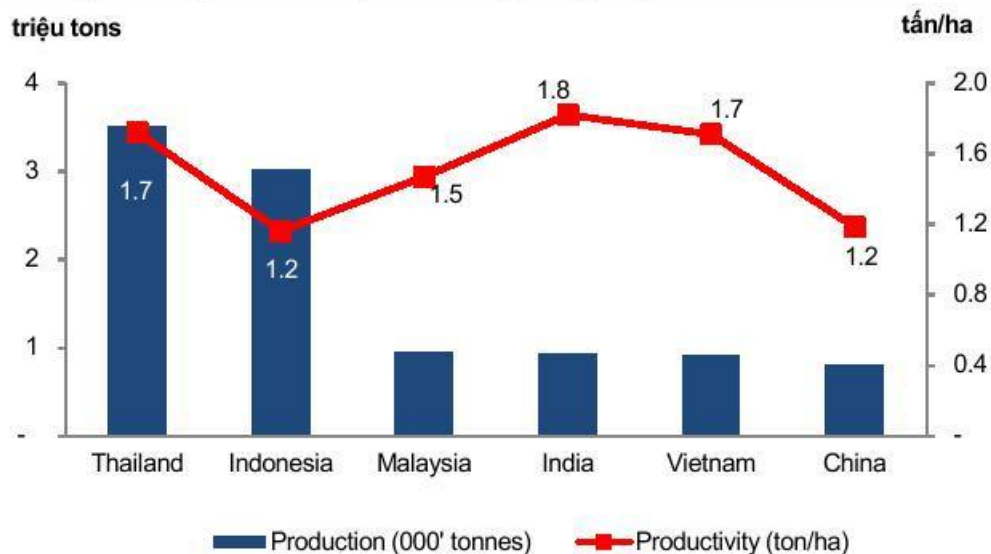
Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC

Giá dầu thô đang tạo khoảng cách cao so với giá cao su tự nhiên, đặc biệt là sau xung đột giữa Mỹ và Syria trong năm 2013 khiến giá dầu thô tăng lên mức cao nhất trong vòng ba năm qua. Giá dầu thô tiếp tục tăng trong khi giá cao su lại giảm nhẹ. Thường thì, khoảng cách giữa hai mặt hàng này sẽ thu hẹp lại khi giá cao su có khuynh hướng tăng theo giá dầu. Tuy nhiên, do hiện nay cao su đang thặng dư 322.000 tấn trong năm 2013 và 450.000 tấn trong năm 2014, chúng tôi cho rằng rất khó dự báo chính xác xu hướng giá cao su sắp tới. Tổ chức IRSG có đưa ra dự báo cung-cầu thế giới nhưng cũng không dự báo xu hướng giá cả.

Cao su Việt Nam đứng thứ hai về năng suất nhưng chỉ chiếm 9% sản lượng thế giới – không tác động đến giá cao su

Trong các nước sản xuất cao su tự nhiên, sản lượng của Việt Nam chỉ chiếm 9% sản lượng thế giới, thấp hơn nhiều so với Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Ấn Độ. Tuy nhiên, năng suất trung bình đạt 1,71 tấn/ha, cao thứ hai thế giới chỉ sau Ấn Độ (1,82 tấn/ha).

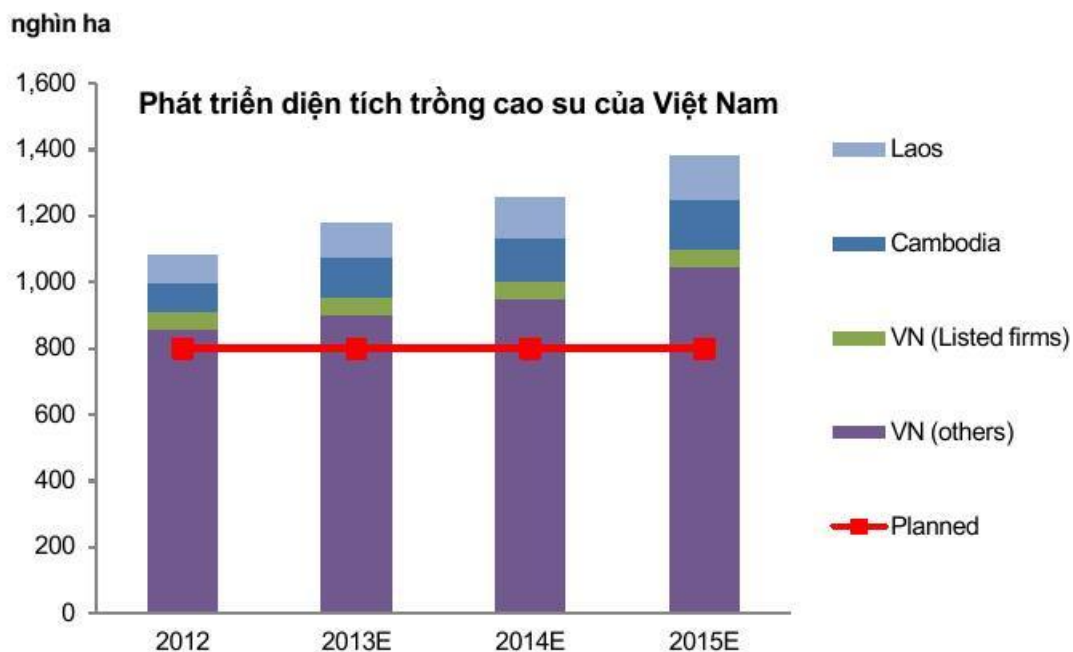
Hình 6: Vị thế của ngành cao su Việt Nam trên thị trường thế giới



Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC

Theo quy định của Quyết định số 750/QĐ-TTG và 124/QĐ-TTG của Thủ tướng, tổng diện tích trồng cao su trong nước sẽ được giữ ở mức 800.000 ha. Tuy nhiên, mục tiêu được Chính phủ đặt ra thấp hơn số liệu thực tế. Cuối năm 2012, tổng diện tích trồng cao su đạt 910.500 ha và đang tiếp tục được mở rộng. Có nhiều khả năng Việt Nam sẽ có nhiều hơn một triệu ha cao su trong giai đoạn 2015-2020, đặc biệt là khi những cây cao su trồng ở Campuchia và Lào được bắt đầu lấy mủ.

Hình 7: Diện tích trồng cao su ở Lào và Campuchia khá nhỏ so với diện tích ở Việt Nam



Nguồn: Dự toán của Chính phủ, ước tính của VCSC, VRG

Nhờ phát triển đồn điền trồng cao su ở Lào và Campuchia, tổng sản lượng của Việt Nam có thể tăng tối đa 1,1 triệu tấn, tương đương 10% sản lượng thế giới, tức là vẫn có ảnh hưởng rất ít đối với thị trường cao su thế giới.

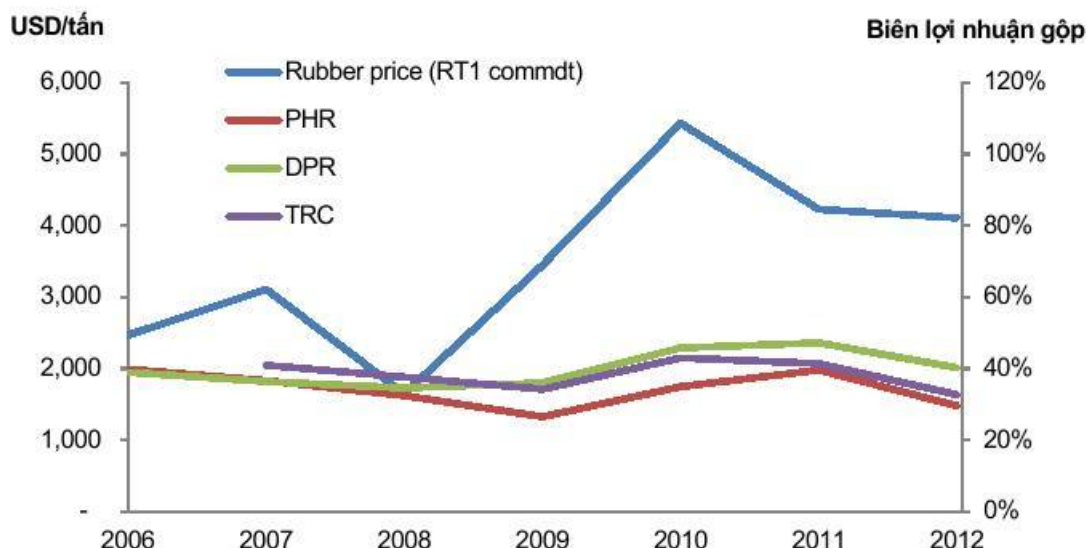
Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (MARD), 83% tổng sản lượng của Việt Nam được xuất khẩu, chủ yếu qua Trung Quốc (44%) và Malaysia (21%).

Tập Đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam quản lý hoạt động của tất cả các công ty con

Tập Đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam (VRG) được Chính phủ thành lập để quản lý thị trường cao su trong nước cũng như thực hiện mục tiêu sản xuất của cả nước. VRG quản lý khoảng 44% diện tích canh tác còn 56% còn lại thuộc về khối tư nhân. Tất cả các công ty cao su tự nhiên được niêm yết hiện nay đều là công ty con của VRG, trừ CTCP Cao su Thống Nhất (TNC).

Vào đầu năm, VRG đề ra giá bán mục tiêu và quỹ lương cho từng công ty. Do quỹ lương phụ thuộc giá cao su nên các công ty cao su không thể hưởng lợi nhuận lớn khi giá cao su tăng. Khi giá cao su giảm mạnh, VRG đặt mức giá bán sàn cho giá bán của các công ty con cũng như điều chỉnh lại cơ chế lương bổng để giúp cho các công ty cao su không bị thua lỗ. Vì vậy, các công ty cao su đều có biên lợi nhuận ổn định ngay cả khi giá cao su thể giới biến động mạnh.

Hình 8: Giá cao su biến động mạnh nhưng biên lợi nhuận gộp của các công ty cao su ổn định

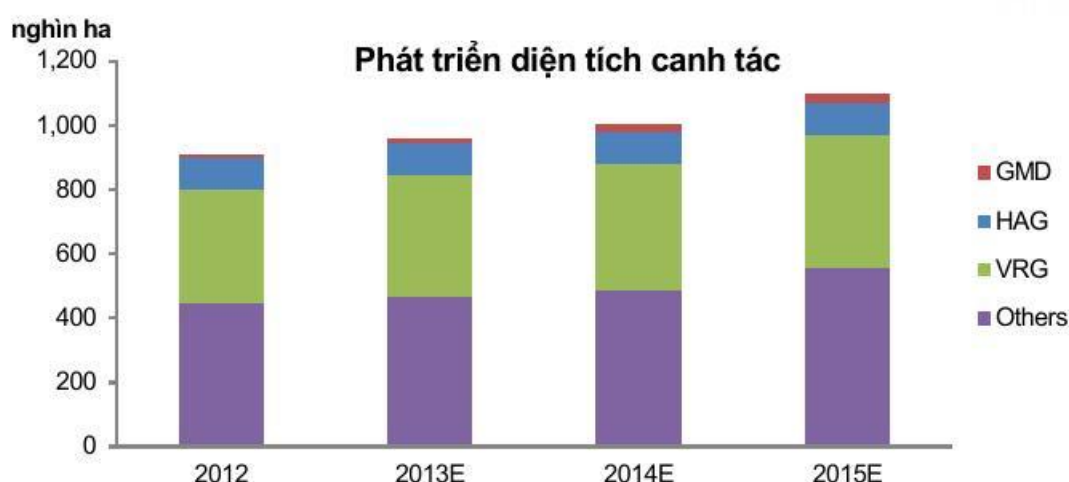


Nguồn: Bloomberg, VCSC ước tính

VRG bắt đầu đầu tư ra các nước khác do không có đủ quỹ đất tại Việt Nam. Đến nay, tập đoàn đã có 70.000 ha cao su được canh tác tại Campuchia và hàng nghìn ha tại Lào. VRG dự kiến sang năm 2014 sẽ trồng 100.000 ha cao su tại Lào và 100.000 ha tại Campuchia.

Dù khiêm tốn hơn nhiều về quy mô, các công ty thuộc lĩnh vực tư nhân cũng phát triển mạnh, đặc biệt là hai tập đoàn đa ngành nghề lớn được niêm yết là CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG) và CTCP Gemadept (GMD). HAG sở hữu 51.000 ha đất canh tác cao su tại Lào, Campuchia, Việt Nam và dự kiến đến cuối năm nay sẽ mở rộng quỹ đất lên 100.000 ha. GMD cũng đang nộp đơn xin phép trồng 29.000 ha tại Campuchia nhưng đến cuối năm 2012 chỉ mới canh tác được 5.500 ha.

Hình 9: VRG vẫn giữ vị thế cao trong ngành cao su



Nguồn: Số liệu công ty, ước tính của VCSC

Các công ty cao su được niêm yết

Hiện nay có năm công ty cao su được niêm yết trên sàn GDCK. Tất cả các công ty này đều có cấu trúc tài chính tương tự nhau với chỉ số đòn bẩy thấp và khả năng sinh lời cao. Trong số năm công ty này, ba công ty dẫn đầu là CTCP Cao su Phước Hòa (PHR), CTCP Cao su Đồng Phú (DPR), and CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) với giá trị vốn hóa lớn, diện tích canh tác lớn và các chỉ số tài chính lành mạnh.

Về phần CTCP Cao su Hòa Bình (HRC), công ty đã có đến 50% diện tích cao su quá thời hạn khai thác (trên 24 năm so với mức trung bình trong ngành cao su là 20 năm). Các cây cao su già có năng suất khai thác thấp khiến công ty có biên lợi nhuận gộp, ROA và ROE thấp hơn so với các công ty cao su được niêm yết khác.

Trong khi đó, CTCP Cao su Thống Nhất (TNC) lại có quy mô rất khiêm tốn với diện tích đất canh tác chỉ rộng 2.000ha. Công ty cũng hoạt động kém hiệu quả hơn so với ba công ty dẫn đầu.

Tiêu chí	Khuyến nghị			Không khuyến nghị	
	PHR	DPR	TRC	HRC	TNC
Sàn GD	HOSE	HOSE	HOSE	HOSE	HOSE
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	112	100	59	41	13
KLGD 30 ngày (USD)	15.000	190.000	1.000	700	19.000
Cổ phần của khối ngoại (%)	17,9	31,4	30,8	5,4	1,6
Diện tích canh tác tại VN (ha)	22.000	16.000	7.300	5.100	2.000
Diện tích canh tác tại CPC (ha)	7.600	9.000	7.600	N/A	N/A
Cổ phần của VRG (%)	66,0	56,0	62,0	55,0	
Biên LN gộp	29,5	40,2	32,7	8,1	28,8
ROA	15,0	19,0	22,0	9,0	13,0
ROE	24,0	24,0	27,0	11,0	15,0

Nợ/CSH	12,7	3,2	1,0	20,5	0,1
--------	------	-----	-----	------	-----

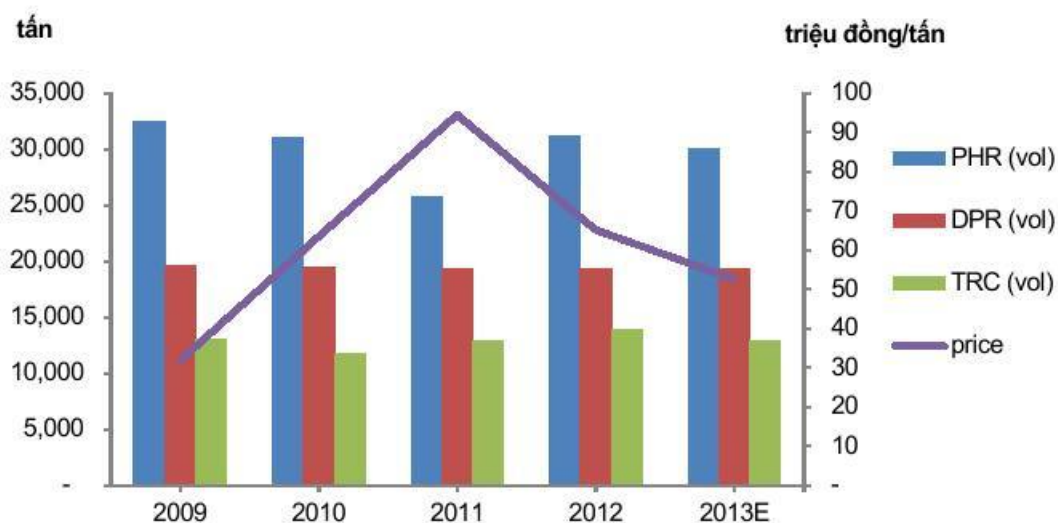
Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC

Ba công ty dẫn đầu đều là công ty con của VRG, nên cấu trúc cũng như hoạt động tương tự nhau vì cùng theo sự chỉ đạo của VRG về giá bán và chi phí nhân công.

Doanh thu chủ yếu do giá bán quyết định

Tăng trưởng doanh thu gần như phụ thuộc vào biến động của giá cao su, do các công ty không còn đất khai thác ở Việt Nam.

Hình 10: Sản lượng ổn định, giá bán biến động



Nguồn: Ước tính của VCSC

Theo kế hoạch đầu tư mở rộng của VRG, các công ty cao su con ở Việt Nam cũng đầu tư sang Campuchia.

Trong số ba công ty dẫn đầu, PHR sẽ có tăng trưởng nhanh nhất do công ty sở hữu 100% công ty con đầu tư tại Campuchia và bắt đầu khai thác sớm nhất là vào năm 2016.

	PHR	DPR	TRC
Diện tích khai thác của VN (ha)	10.700	7.200	5.400
Diện tích khai thác của CPC (ha)	6.700	6.300	6.500
Sở hữu công ty Campuchia	100%	58%	100%
Năm suất (tấn/ha)	2	2,3	2,15
Năm khai thác tại Campuchia	2016	2017	2018

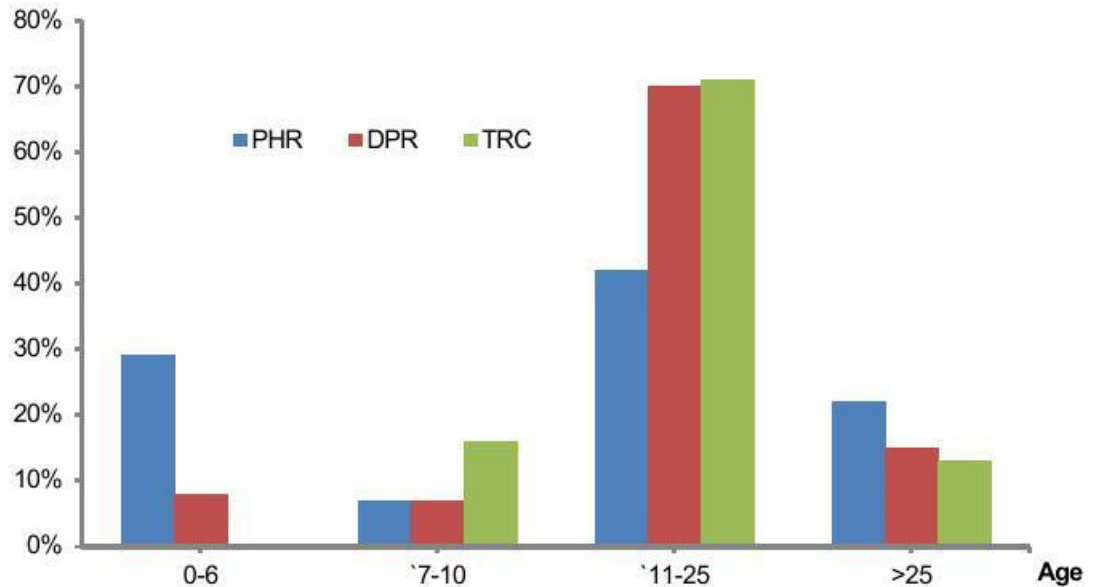
Nguồn: Ước tính của VCSC

Biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp của các công ty khác nhau do cơ cấu sản phẩm và tuổi cây cao su khác nhau.

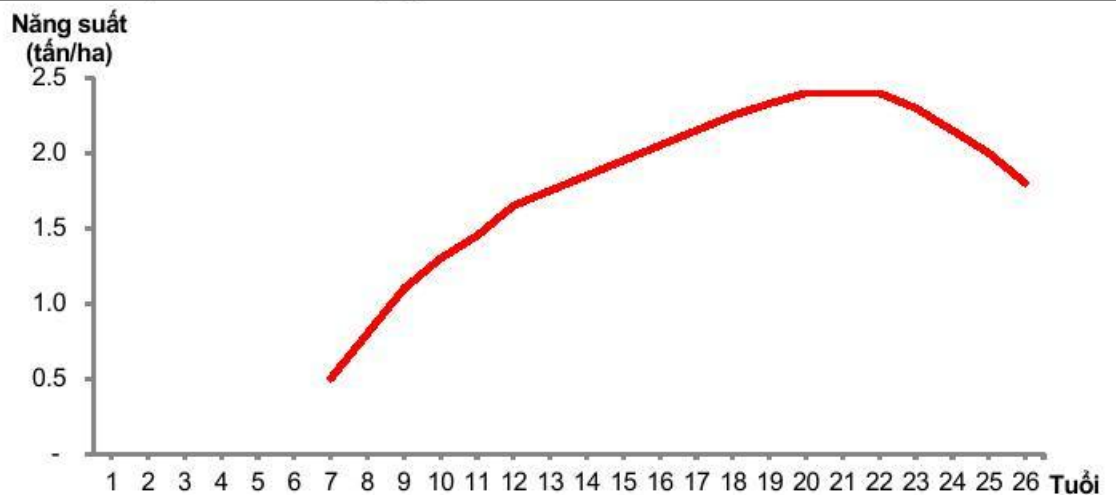
PHR có tỷ lệ cây cao su quá tuổi khai thác cao nhất trong khi phần lớn cây của DPR đang trong độ tuổi có năng suất cao nhất (11-25 năm theo Hình 12). Vì vậy, PHR có biên lợi nhuận gộp thấp nhất (30%) trong khi biên lợi nhuận gộp của TRC là 33% và của DPR là cao nhất khoảng 40%.

Hình 11: Tuổi cây cao su của các công ty được niêm yết



Nguồn: Ước tính của VCSC, số liệu của công ty

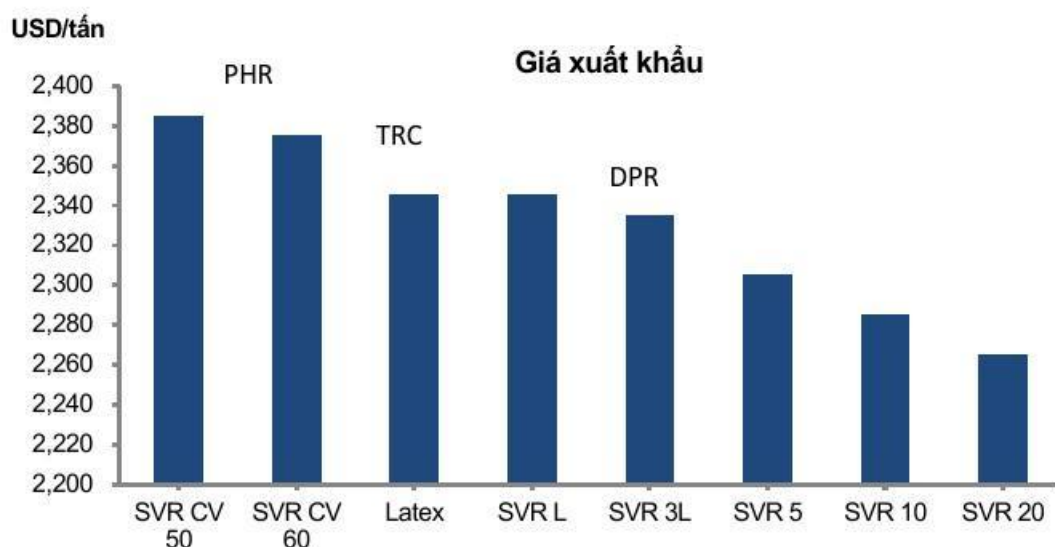
Hình 12: Cây cao su cho sản lượng cao nhất từ năm 11 đến 25 tuổi



Nguồn: Ước tính của VCSC, số liệu của công ty

PHR bán các loại cao su cao cấp như SVR CV50, 60 (chiếm 55% sản lượng). DPR tập trung vào SVR3L (50% sản lượng) còn TRC lại có thể mạnh về Latex (70%).

Hình 13: Giá xuất khẩu của từng chủng loại cao su



Nguồn: VRA, ước tính của VCSC, 10/2013

Định giá

Phương pháp định giá	PE đa trọng số
PER mục tiêu	6,0 lần

Theo số liệu do chúng tôi tổng hợp, các công ty cao su trong khu vực trung bình đang giao dịch tại PER là 6,7 lần, trừ Shandong Yanggu Huatai Che-A và CTCP Cao su Hòa Bình có PER cao bất thường là 115,0 lần và 15,1 lần.

Mã	Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	PE 12T	ROE (%)	ROA (%)	Nợ/TS
600579 CH	Quingdao Yellow Sea Rubber	Trung Quốc	252	7,3		24,1	38,9
000887 CH	Anhui Zhongding Sealing PA-A	Trung Quốc	1.320	13,0	30,3	15,7	29,1
300121 CH	Shandong Yanggu Huatai Che-A	Trung Quốc	224	115,0	2,7	1,7	30
VMSR IN	Vamshi Rubber	Ấn Độ	1	4,9	20,2	6,5	45,0
IDR IN	Indag Rubber	Ấn Độ	22	5,5	34,9	25,2	-
HFT TB	Hwafong Rubber	Thái Lan	53	8,1	13,6	11,1	-
IRC TB	Inoue Rubber	Thái Lan	96	7,8	17,1	8,7	10,5
TNC VN	Cao su Thống Nhất	Việt Nam	12	6,5	13,1	11,6	0,1
HRC VN	Cao su Hòa Bình	Việt Nam	40	15,1	11,2	8,7	20,5
TRC VN	Cao su Tây Ninh	Việt Nam	58	3,7	27,4	22,1	17,1
DPR VN	Cao su Đồng Phú	Việt Nam	96	4,2	23,8	19,1	3,2
PHR VN	Cao su Phước Hòa	Việt Nam	116	5,2	24,2	15,5	12,7
Trung bình				6,7	21,1	14,8	16,9

Nguồn: Bloomberg

So với các công ty cao su khác trong khu vực, các công ty của Việt Nam có giá trị vốn hóa, ROE và ROA tương đương trong khi giao dịch tại PER thấp hơn là 5,0 lần và tỷ lệ nợ/CSH cũng thấp hơn. Chúng tôi cho rằng các công ty cao su Việt Nam xứng đáng được giao dịch tại mức PER cao hơn dù có bị ảnh hưởng đôi chút từ kiểm soát của VRG; vì vậy, chúng tôi cho rằng PER 6,0 lần là hợp lý đối với các mã cao su Việt Nam.

Dù giá cao su đã giảm 26% kể từ khi đạt đỉnh trong năm 2010, các công ty cao su vẫn có thể duy trì được biên lợi nhuận bằng cách cắt giảm chi phí sản xuất (chủ yếu là quỹ lương). Ngoài ra do không nợ, các công ty này cũng không chịu áp lực trả lãi.

Phân tích KQLN

Hình 14: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra (tỷ đồng)

2013E	PHR	DPR	TRC	Ghi chú
Doanh thu	1.770	1.179	732	
Cao su	1.573	992	721	
SL bán ra (tấn)	29.968	18.998	13.763	Không có kế hoạch mở rộng trong năm ngoài
Giá (triệu đồng/tấn)	52,5	52,2	52	Giá cao su giảm 17% so với 2012
Khác	197	187	10	
Giá vốn hàng bán	(1.297)	(746)	(528)	Quỹ lương/doanh thu giảm từ 40% xuống 38%
LN gộp	474	433	203	Biên lợi nhuận gộp giảm (chưa điều chỉnh quỹ lương)
Chi phí QL và bán hàng	(77)	(59)	(33)	
Lợi nhuận từ hoạt động	397	374	170	
Lãi/lỗ từ tỷ giá	3	2	1	Tỷ giá VND/USD tăng 3%
Lãi/lỗ ngoài hoạt động	108	59	110	
EBIT	508	434	281	
Chi phí lãi vay	(20)	(6)	(1)	TRC không có nợ
EBT	488	429	280	
Thuế suất	25,0%	9,0%	10,7%	DPR và TRC được ưu đãi thuế
LNST chia cổ đông	364	390	249	
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	72	43	30,0	
EPS (VND)	5.054	9.070	8.339,5	
Giá mục tiêu	30.000	54.000	50.000	PER mục tiêu 6,0 lần
Giá hiện tại	31.100	48.000	42.000	
TL tăng	-3%	13,4%	19,1%	

Nguồn: Dự báo của VCSC

Cổ tức có thể duy trì tại mức cao

Nợ thấp và vòng quay vốn lưu động hiệu quả nên các công ty cao su có lượng tiền mặt lớn. Ngay cả khi các công ty đầu tư phát triển tại Campuchia, chúng tôi vẫn dự báo cân bằng tiền mặt khả quan trong những năm tới, đủ để duy trì mức cổ tức hiện tại. Tỷ lệ trả cổ tức cao cũng đồng nghĩa với việc VRG luôn có được phần lợi nhuận của mình.

Với giả định các công ty cao su sẽ tiếp tục trả cổ tức tại mức 3.000 đồng/cổ phiếu trong tương lai, dự báo của chúng tôi cho thấy các công ty cao su tự nhiên không hề có rủi ro thiếu tiền mặt.



PHR	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tiền mặt đầu kỳ	323	228	424	637	446	481	474
DT hoạt động	(63)	438	449	99	419	309	268
Dòng tiền đầu tư	22	(28)	25	(139)	(300)	(100)	(50)
DT cấp vốn	(64)	(214)	(260)	(202)	(85)	(215)	(215)
XDCB	(84)	(179)	(105)	(308)	(300)	(100)	(50)
Cổ tức	(119)	(279)	(332)	(156)	(215)	(215)	(215)
Tiền mặt cuối kỳ	228	424	637	446	481	474	477

Nguồn: Bloomberg, Ước tính của VCSC

DPR	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tiền mặt đầu kỳ	39	279	508	822	646	831	910
DT hoạt động	182	514	892	480	453	358	315
Dòng tiền đầu tư	(24)	(193)	(406)	(463)	(100)	(150)	(100)
DT cấp vốn	81	(92)	(172)	(193)	(169)	(129)	(129)
XDCB	(53)	(81)	(132)	(150)	(100)	(150)	(100)
Cổ tức	(0)	(109)	(165)	(219)	(129)	(129)	(129)
Tiền mặt cuối kỳ	279	508	822	646	831	910	996

Nguồn: Bloomberg, Ước tính của VCSC

TRC	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tiền mặt đầu kỳ	150	245	441	675	559	692	778
DT hoạt động	129	368	327	(54)	274	226	199
Dòng tiền đầu tư	(28)	(68)	13	93	(50)	(50)	(100)
DT cấp vốn	(5)	(104)	(105)	(156)	(90)	(90)	(90)
XDCB	(30)	(58)	(25)	(8)	(50)	(50)	(100)
Cổ tức	(15)	(60)	(89)	(132)	(90)	(90)	(90)
Tiền mặt cuối kỳ	245	441	675	559	692	778	787

Nguồn: Bloomberg, Ước tính của VCSC

Hiện tại, PHR có lợi suất cổ tức và tỷ lệ trả cổ tức cao nhất, trong khi DPR và TRC rẻ hơn nếu tính về PER (khoảng 5,0 lần).

Hình 15: Cổ tức	2009	2010	2011	2012	2013	Giá hiện tại
PHR	2.000	3.000	3.000	3.000	3.000	31.100
DPR	2.000	3.000	5.000	4.000	3.000	48.000
TRC	2.000	3.000	3.500	3.500	3.000	42.000
Lợi suất cổ tức						
PHR	6,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
DPR	4,2%	6,3%	10,4%	8,3%	6,3%	
TRC	4,8%	7,1%	8,3%	8,3%	7,1%	
Tỷ lệ trả cổ tức						
PHR	60,8%	48,6%	29,7%	40,5%	67,0%	
DPR	38,0%	30,0%	26,8%	31,9%	33,1%	
TRC	39,1%	32,8%	20,4%	30,1%	36,0%	

Nguồn: Số liệu công ty, ước tính của VCSC

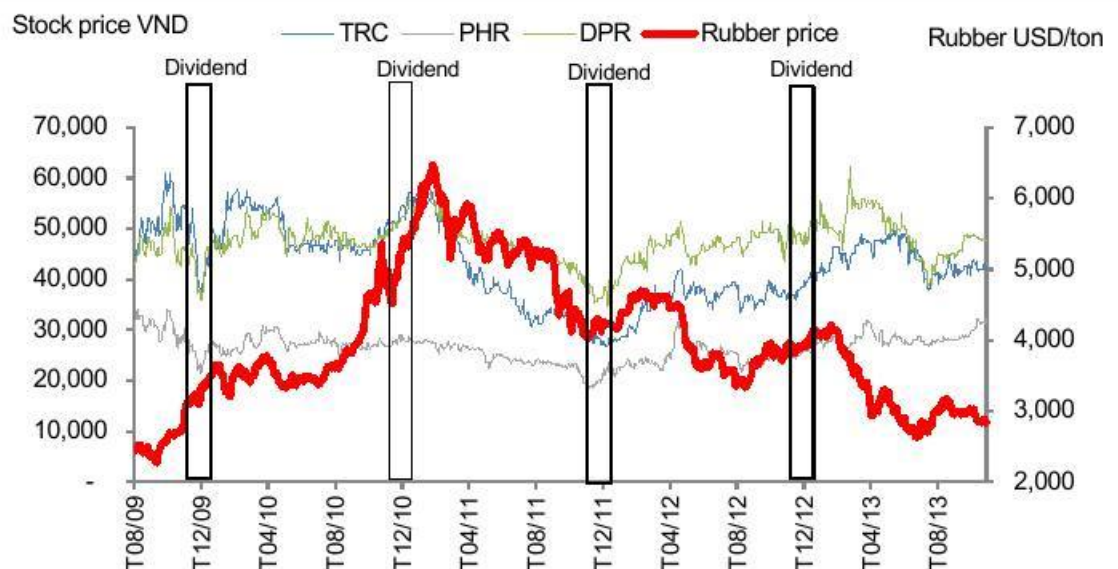
Tuy nhiên, diễn biến giá cổ phiếu từ trước đến nay ít tương quan với giá cao su

Thường thì giá cả một mặt hàng và giá cổ phiếu mặt hàng đó thường tỷ lệ thuận với nhau. Nhưng điều này lại không đúng đối với các mã cao su của Việt Nam, vì vậy, trong đầu tư, vấn đề cổ tức trở nên

đáng chú ý hơn. Dù giá cao su thế giới biến động mạnh, giá cổ phiếu cao su có xu hướng đi ngang trong biên độ khoảng +/-10% trong trung-dài hạn. Giá các mã cao su tự nhiên thường giảm vào tháng mười một và mười hai, khi giá cổ phiếu được điều chỉnh giảm theo giá trị cổ tức được thanh toán. Vì vậy, các mã cao su trên thực tế rất ít biến động theo thay đổi của các yếu tố bên ngoài (biến động của giá cao su, biến động thị trường, v.v.)

Những phản ứng trên cho thấy nhà đầu tư nhận thấy rõ tiềm năng cơ bản của các mã cao su Việt Nam như là kênh đầu tư lợi suất cao dài hạn.

Hình 16: Giá cổ phiếu không bị biến động của giá cao su tác động



Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC

Nếu giá cao su tăng, các công ty cao su có thể tăng lợi nhuận lên cao hơn nhiều. Nhiều khả năng khi ấy các công ty này có thể tăng mức cổ tức hiện tại. Hiện tượng này đã xảy ra trong năm 2011 và 2012 khi giá cao su tăng mạnh lên trung bình 4.500USD/tấn, và 3.300USD/tấn (gần gấp hai lần giá hiện tại là 2.400USD/tấn), DPR đã tăng cổ tức từ 4.000 đồng lên 5.000 đồng/cổ phiếu (Hình 15).

Bên cạnh cổ tức cao, trong luận điểm đầu tư đối với các công ty cao su, chúng tôi cũng xin lưu ý:

- Việc doanh thu bằng USD và tình trạng không có nợ cho phép các công ty cao su hưởng lợi từ việc điều chỉnh tỷ giá USD/VND, mà trong năm nay có thể tiếp tục được điều chỉnh thêm 2%.
- Các công ty cao su sẽ có tăng trưởng trong tương lai một khi vườn cây tại Campuchia bắt đầu được khai thác.

Báo cáo tài chính - PHR

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	2.214	1.770	1.761	1.756
- Giá vốn hàng bán	(1.560)	(1.297)	(1.337)	(1.383)
Lợi nhuận gộp	654	474	424	373
- Chi phí bán hàng	(24)	(19)	(19)	(19)
- Chi phí quản lý DN	(72)	(58)	(57)	(57)
LN thuần HĐKD	558	397	348	297
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	3	0	0
- Lợi nhuận khác	206	108	109	109
EBIT	764	508	457	405
- Chi phí lãi vay	(11)	(20)	(34)	(34)
Lợi nhuận trước thuế	753	488	423	372
- Thuế TNDN	(148)	(122)	(106)	(93)
LNST	605	366	318	279
- Lợi ích CĐTS	(4)	(2)	(2)	(2)
LNST cổ đông CT Mẹ	602	364	316	277
EBITDA	816	509	458	406
Số CP lưu hành (triệu)	72	72	72	72
EPS	8.390	5.075	4.401	3.860

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-14%	-20%	-1%	0%
Tỷ suất LNST	-39%	-29%	-12%	-15%
ROE %	-26%	-34%	-10%	-11%
ROA %	-17%	-40%	-13%	-12%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29,5%	26,7%	24,1%	21,2%
Tỷ suất LNST	27,2%	20,6%	17,9%	15,8%
ROE %	31,6%	17,2%	14,1%	12,0%
ROA %	19,6%	11,3%	9,3%	8,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	77,6	83,4	76,4	76,3
Số ngày phải thu	12,1	13,6	12,1	12,1
Số ngày phải trả	2,8	2,9	2,7	2,7
TG luân chuyển tiền	86,9	94,0	85,8	85,7

Chỉ số TK/đòn bẩy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,1	1,1	1,2
CS thanh toán nhanh	0,7	0,6	0,6	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4	0,5
Nợ / Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,2	0,2	0,2
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	71,2	25,3	13,6	12,1

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	446	481	474	477
+ Đầu tư TC ngắn hạn	119	119	119	119
+ Các khoản phải thu	73	59	58	58
+ Hàng tồn kho	317	276	284	294
+ Tài sản ngắn hạn khác	279	279	279	279
Tổng tài sản ngắn hạn	1.234	1.213	1.215	1.228
+ Tài sản dài hạn	2.051	2.351	2.451	2.501
+ Khấu hao lũy kế	(651)	(652)	(653)	(654)
+ Tài sản dài hạn	1.400	1.699	1.798	1.847
+ Đầu tư tài chính dài hạn	267	267	267	267
+ Tài sản dài hạn khác	200	200	200	200
Tổng tài sản dài hạn	1.867	2.166	2.265	2.314
Tổng Tài sản	3.101	3.379	3.479	3.541
+ Phải trả ngắn hạn	11	10	10	10
+ Vay và nợ ngắn hạn	204	304	304	304
+ Phải trả ngắn hạn khác	756	756	756	756
Nợ ngắn hạn	971	1.070	1.070	1.070
+ Vay và nợ dài hạn	40	70	70	70
+ Phải trả dài hạn	42	42	42	42
Nợ dài hạn	82	112	112	112
Tổng nợ	1.053	1.182	1.182	1.182
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	813	813	813	813
+ LN chưa phân phối	1.211	1.360	1.460	1.522
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	24	24	24	24
Vốn chủ sở hữu	2.048	2.197	2.297	2.359
Tổng cộng nguồn vốn	3.101	3.379	3.479	3.541

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	602	446	481	474
Lợi nhuận sau thuế	52	364	316	277
+ Khấu hao lũy kế	637	1	1	1
+ Thay đổi vốn lưu động	0	55	(8)	(9)
+ Điều chỉnh khác	(555)	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	99	419	309	268
+ Chi mua sắm TSCĐ	(163)	(300)	(100)	(50)
+ Đầu tư khác	24	0	0	0
Tiền từ đầu tư	(139)	(300)	(100)	(50)
+ Cổ tức đã trả	(156)	(215)	(215)	(215)
+ Tăng (giảm) vốn	(14)	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	(32)	130	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(202)	(85)	(215)	(215)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(242)	34	(6)	3
Tiền cuối năm	446	481	474	477

Báo cáo tài chính - DPR

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	1.377	1.179	1.181	1.185
- Giá vốn hàng bán	(824)	(746)	(790)	(843)
Lợi nhuận gộp	553	433	391	342
- Chi phí bán hàng	(14)	(12)	(12)	(12)
- Chi phí quản lý DN	(54)	(46)	(46)	(47)
LN thuần HĐKD	485	374	332	283
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	1	2	0	0
- Lợi nhuận khác	109	59	78	83
EBIT	594	434	410	366
- Chi phí lãi vay	(5)	(6)	(6)	(6)
Lợi nhuận trước thuế	589	429	404	360
- Thuế TNDN	(50)	(39)	(36)	(32)
LNST	538	390	368	328
- Lợi ích CĐTS	1	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	540	390	368	328
EBITDA	637	435	411	367
Số CP lưu hành (triệu)	43	43	43	43
EPS	12.552	9.070	8.559	7.625

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-25%	-14%	0%	0%
Tỷ suất LNST	-37%	-23%	-11%	-15%
ROE %	-32%	-27%	-6%	-11%
ROA %	-33%	-28%	-6%	-11%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40,2%	36,7%	33,1%	28,9%
Tỷ suất LNST	39,2%	33,1%	31,2%	27,7%
ROE %	25,6%	16,3%	13,9%	11,5%
ROA %	20,5%	13,3%	11,6%	9,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	92,6	101,6	90,1	89,7
Số ngày phải thu	15,2	19,1	15,2	15,2
Số ngày phải trả	1,2	1,0	1,1	1,1
TG luân chuyển tiền	106,7	119,6	104,2	103,8

Chỉ số TK/đơn bất TC				
CS thanh toán hiện hành	4,0	4,9	5,1	5,4
CS thanh toán nhanh	3,0	3,8	4,0	4,3
CS thanh toán tiền mặt	1,7	2,5	2,7	2,9
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,0	0,0	0,0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	112,7	73,8	72,5	64,7

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	646	831	910	996
+ Đầu tư TC ngắn hạn	394	394	394	394
+ Các khoản phải thu	74	49	49	49
+ Hàng tồn kho	226	189	200	214
+ Tài sản ngắn hạn khác	177	177	177	177
Tổng tài sản ngắn hạn	1.518	1.641	1.731	1.831
+ Tài sản dài hạn	1.164	1.264	1.414	1.514
+ Khấu hao lũy kế	(313)	(314)	(315)	(316)
+ Tài sản dài hạn	851	950	1.099	1.198
+ Đầu tư tài chính dài hạn	152	152	152	152
+ Tài sản dài hạn khác	300	300	300	300
Tổng tài sản dài hạn	1.303	1.402	1.551	1.650
Tổng Tài sản	2.821	3.043	3.282	3.481
+ Phải trả ngắn hạn	2	2	3	3
+ Vay và nợ ngắn hạn	85	45	45	45
+ Phải trả ngắn hạn khác	290	290	290	290
Nợ ngắn hạn	377	338	338	338
+ Vay và nợ dài hạn	42	42	42	42
+ Phải trả dài hạn	138	138	138	138
Nợ dài hạn	180	180	180	180
Tổng nợ	557	518	518	518
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	147	147	147	147
+ Vốn điều lệ	430	430	430	430
+ LN chưa phân phối	1.603	1.864	2.103	2.302
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	84	84	84	84
Vốn chủ sở hữu	2.264	2.525	2.764	2.963
Tổng cộng nguồn vốn	2.821	3.043	3.282	3.481

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	822	646	831	910
Lợi nhuận sau thuế	540	390	368	328
+ Khấu hao lũy kế	43	1	1	1
+ Thay đổi vốn lưu động	0	62	(11)	(13)
+ Điều chỉnh khác	(103)	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	480	453	358	315
+ Chi mua sắm TSCĐ	(147)	(100)	(150)	(100)
+ Đầu tư khác	(316)	0	0	0
Tiền từ đầu tư	(463)	(100)	(150)	(100)
+ Cổ tức đã trả	(219)	(129)	(129)	(129)
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	85	(40)	0	0
Tiền từ hoạt động TC	(193)	(169)	(129)	(129)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(176)	184	79	86
Tiền cuối năm	646	831	910	996

Báo cáo tài chính - TRC

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	908	732	725	720
- Giá vốn hàng bán	(611)	(528)	(552)	(579)
Lợi nhuận gộp	297	203	173	140
- Chi phí bán hàng	(8)	(6)	(6)	(6)
- Chi phí quản lý DN	(34)	(27)	(27)	(27)
LN thuần HĐKD	256	170	140	107
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	(1)	1	0	0
- Lợi nhuận khác	137	109	116	120
EBIT	391	279	257	227
- Chi phí lãi vay	(1)	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	390	279	256	226
- Thuế TNDN	(42)	(30)	(27)	(24)
LNST	348	249	229	202
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	348	249	229	202
EBITDA	415	280	258	228
Số CP lưu hành (triệu)	30	30	30	30
EPS	11.610	8.296	7.620	6.732

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-24%	-19%	-1%	-1%
Tỷ suất LNST	-42%	-34%	-17%	-24%
ROE %	-31%	-28%	-7%	-9%
ROA %	-32%	-28%	-7%	-9%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32,7%	27,8%	23,9%	19,5%
Tỷ suất LNST	38,4%	34,2%	32,1%	29,3%
ROE %	28,6%	18,0%	15,1%	12,6%
ROA %	23,6%	16,0%	13,5%	11,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	60,3	56,5	59,0	58,8
Số ngày phải thu	19,7	28,3	19,8	19,8
Số ngày phải trả	1,1	0,9	1,1	1,1
TG luân chuyển tiền	78,9	83,8	77,7	77,5

Chỉ số TK/đòn bẩy TC				
CS thanh toán hiện hành	5,6	6,2	6,8	6,8
CS thanh toán nhanh	4,9	5,5	6,0	6,0
CS thanh toán tiền mặt	3,3	4,0	4,5	4,6
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	264,1	428,5	328,2	290,0

tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	559	692	778	787
+ Đầu tư TC ngắn hạn	210	210	210	210
+ Các khoản phải thu	74	39	39	39
+ Hàng tồn kho	76	87	91	96
+ Tài sản ngắn hạn khác	41	41	41	41
Tổng tài sản ngắn hạn	960	1.070	1.160	1.173
+ Tài sản dài hạn	557	607	657	757
+ Khấu hao lũy kế	(206)	(207)	(208)	(209)
+ Tài sản dài hạn	351	400	449	548
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	174	174	174	174
Tổng tài sản dài hạn	525	574	623	722
Tổng Tài sản	1.485	1.644	1.783	1.895
+ Phải trả ngắn hạn	1	2	2	2
+ Vay và nợ ngắn hạn	4	4	4	4
+ Phải trả ngắn hạn khác	166	166	166	166
Nợ ngắn hạn	171	171	171	171
+ Vay và nợ dài hạn	5	5	5	5
+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	5	5	5	5
Tổng nợ	176	176	176	176
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	300	300	300	300
+ LN chưa phân phối	1.009	1.168	1.306	1.418
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.309	1.468	1.606	1.718
Tổng cộng nguồn vốn	1.485	1.644	1.783	1.895

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	675	559	692	778
Lợi nhuận sau thuế	348	249	229	202
+ Khấu hao lũy kế	23	1	1	1
+ Thay đổi vốn lưu động	0	24	(3)	(4)
+ Điều chỉnh khác	(425)	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	(54)	274	226	199
+ Chi mua sắm TSCĐ	68	(50)	(50)	(100)
+ Đầu tư khác	25	0	0	0
Tiền từ đầu tư	93	(50)	(50)	(100)
+ Cổ tức đã trả	(132)	(90)	(90)	(90)
+ Tăng (giảm) vốn	(20)	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn / dài hạn	(5)	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	(156)	(90)	(90)	(90)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(116)	134	86	9
Tiền cuối năm	559	692	778	787

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn An Thiên Trang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

Chuyên viên, Doãn Hải Phương, ext 171

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ, ext 120

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh, ext 173

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.