

# CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR)

Ngày 20 tháng 3 năm 2015



## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA

Giá hiện tại (19/3/2015):	Đồng	22.100
Giá mục tiêu:	Đồng	24.600
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn:		Giữ
Mức kháng cự:		23.600
Mức hỗ trợ:		20.500
Mã Bloomberg :	PHR VN	Sàn niêm yết:
Ngành:		HSX
Bêta (3 năm):		Cao su
Giá thấp/cao nhất (52 tuần):		0,73
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu):	33.900	20.600
Vốn hóa (tỷ đồng):		78,5
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu):		1.774
KLGD BQ 12 tháng (cp):		24,0
Sở hữu nước ngoài (%):		9.182
		19,3%

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2016F	9,05%	2.464
2015F	9,05%	2.415
2014	9,05%	3.362
2013	13,57%	4.735
2012	13,57%	8.110

	2010-14 CAGR	2015F (tỷ đồng)	2014-19 CAGR
Doanh thu	-5,7%	1.332	1,6%
EBITDA	-22,5%	157	-10,2%
LN ròng	-14,9%	190	-9,0%

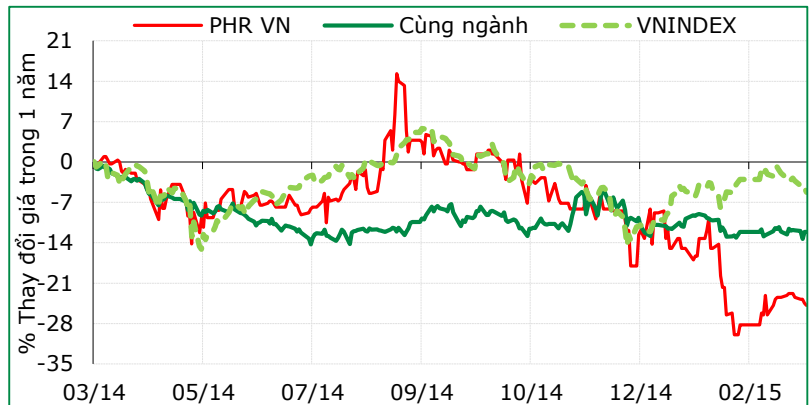
	PHR	Cùng ngành	VNI
P/E	6,57	9,99	12,83
P/B	0,77	0,71	1,85
EBIT/I	5,27	32,78	na
EV/EBITDA	8,03	5,19	9,46
Nợ vay/ VCSH	0,33	0,07	1,13
Biên LN	16,44%	27,56%	9,71%
ROA	7,81%	7,14%	2,76%
ROE	11,97%	9,62%	14,57%

### Giới thiệu công ty:

PHR là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam được thành lập năm 1993. Vào năm 2006, công ty được cổ phần hóa và sau đó niêm yết vào năm 2009.

Các hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm trồng cao su; khai thác, chế biến và xuất khẩu mủ cao su.

Kết quả kinh doanh năm 2014: Doanh thu thuần: 1.605 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 264 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 2.253 tỷ đồng.



Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu cho cổ phiếu của CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) với khuyến nghị **MUA** dài hạn dựa trên những lập luận sau đây:

- ❖ **Giá cổ phiếu phản ứng quá mức trước sự sụt giảm khả năng sinh lợi do giá cao su giảm:** Trong một năm qua, trước sự sụt giảm giá cao su và năng suất, giá cổ phiếu PHR đã giảm nhanh hơn chỉ số VN-Index và nhóm tương đương cùng ngành. Tuy nhiên, khả năng sinh lời dự kiến sẽ được duy trì nhờ vào việc quản lý tốt chi phí và nguồn thu nhập ổn định hàng năm từ thanh lý vườn cây trồng.
- ❖ **Triển vọng ngắn hạn không thuận lợi:** Chúng tôi cho rằng năm 2015 sẽ là một năm khó khăn cho PHR khi giá cao su vẫn ở mức thấp. Hơn nữa, PHR đã trồng lại vườn cây của mình gần đây, diện tích mới đưa vào khai thác sẽ có năng suất thấp trong một vài năm tới.
- ❖ **Triển vọng dài hạn khả quan hơn:** Chúng tôi tin rằng giá cao su sẽ dần phục hồi kể từ năm 2015. Ngoài ra, dự án Cam-pu-chia của PHR sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu lớn từ năm 2016. Bất kỳ sự phục hồi nào của giá cao su sau năm 2015 có thể giúp triển vọng khả quan hơn.
- ❖ **Lợi suất cổ tức hấp dẫn sẽ được duy trì:** Mặc dù khả năng sinh lời hiện đang giảm, chúng tôi tin rằng PHR vẫn có thể duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt tối thiểu là 20% trên mệnh giá, dẫn đến mức lợi suất cổ tức hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện nay.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

---

## NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014 .....	3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014 .....	4
TRIỂN VỌNG NĂM 2015 .....	5
ĐỊNH GIÁ .....	6
Phương pháp so sánh P/E .....	6
Mô hình DCF .....	7
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY .....	8
DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU.....	8
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	8
KẾT LUẬN.....	9
LIÊN HỆ .....	13

## KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014

*Doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh do xu hướng giảm của giá cao su nhưng PHR vẫn hoàn thành kế hoạch lợi nhuận ròng.*

**Kết quả năm 2014 bị ảnh hưởng tiêu cực do giá cao su giảm nhưng vẫn hoàn thành kế hoạch lợi nhuận ròng.** Doanh thu thuần của công ty mẹ đạt 1.333 tỷ đồng, giảm 17,4% so với năm 2013. Tổng doanh thu (bao gồm cả doanh thu tài chính và thu nhập khác) đạt 1.642 tỷ đồng, giảm 11,9% so với năm trước nhưng hoàn thành 111,5 % kế hoạch cả năm. Lợi nhuận ròng giảm mạnh 27,0% so với năm 2013 và đạt 271 tỷ đồng, hoàn thành 165,0% kế hoạch lợi nhuận.

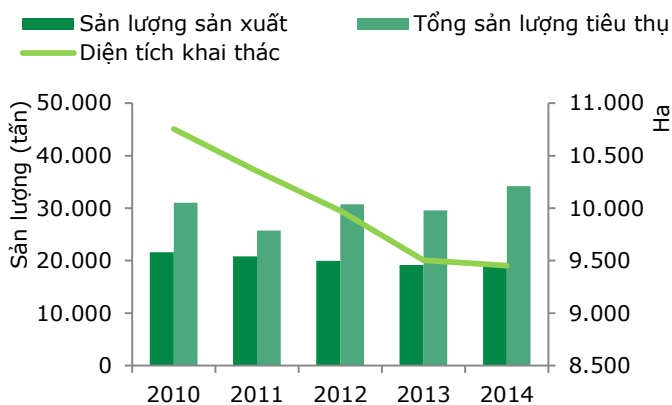
Theo báo cáo tài chính hợp nhất, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 1.605 tỷ đồng (giảm 15,3%) và 263 tỷ đồng (giảm 29,0% so với năm 2013). Mặc dù kết quả kinh doanh năm 2014 của PHR giảm mạnh, nhưng kết quả đạt được trên phần lớn tương đồng với dự báo của chúng tôi trong báo cáo phát hành ngày 5 tháng 12 năm 2014. Trong báo cáo đó, chúng tôi đã dự kiến rằng PHR sẽ đạt 197 tỷ đồng lợi nhuận ròng, con số này thấp hơn 66 tỷ đồng so với kết quả thực hiện. Nguyên nhân là do trong quý 4 năm 2014, PHR đã ghi nhận 64 tỷ đồng thu nhập bất thường. Khoản thu nhập này là phần bồi thường mà công ty nhận được khi chuyển mục đích sử dụng từ đất trồng cao su sang đất sản xuất tại CTCP Nam Tân Uyên.

**Khả năng sinh lời ở mức thấp nhất trong năm năm qua.** Giá cao su giảm chính là yếu tố chính dẫn đến khả năng sinh lời của PHR giảm trong những năm gần đây. Giá bán của công ty đạt mức cao nhất vào năm 2011 và sau đó đã giảm mạnh.

Sản lượng sản xuất giảm gần đây cũng khiến khả năng sinh lời giảm. Hiện nay, khoảng ba phần tư số cây cao su của PHR đều trên 24 tuổi và cần được thay thế. PHR thanh lý khoảng 1.000 ha cây cao su hàng năm nhưng diện tích cây mới đưa vào khai thác mỗi năm lại ít hơn so với diện tích thanh lý, dẫn đến diện tích khai thác giảm. Các cây mới cũng có năng suất sản xuất thấp hơn trong những năm đầu của quá trình khai thác, dẫn đến tổng sản lượng sản xuất giảm trong những năm gần đây.

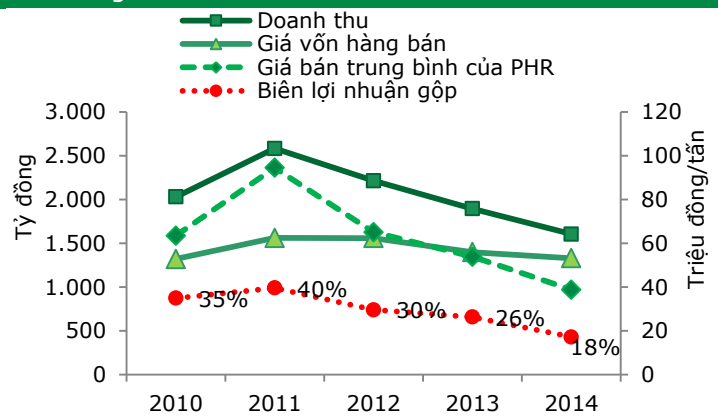
Mặc dù tổng sản lượng sản xuất giảm, tổng sản lượng bán ra đã tăng nhẹ do gia tăng sản lượng từ các hoạt động thu mua. Tuy nhiên hoạt động này có biên lợi nhuận gộp rất thấp ở mức khoảng 2,2% trong năm 2014.

Sản lượng tiêu thụ, diện tích khai thác và giá bán



Nguồn: PHR, VPBS

Khả năng sinh lời



Nguồn: PHR, VPBS

*Thanh lý vườn cây sẽ đóng góp một phần quan trọng vào lợi nhuận ròng trong vài năm tới.*

*Diện tích khai thác của PHR tại Việt Nam giảm qua các năm, trồng lại vườn cây là mục tiêu chính cho đến năm 2020.*

*Sản lượng khai thác ở Cam-pu-chia sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2016 nhưng khả năng sinh lời vẫn là một câu hỏi.*

*Kế hoạch thoái vốn sẽ tạo ra dòng tiền đáp ứng các nhu cầu về vốn cho mảng kinh doanh chính, và tối ưu hóa khả năng sinh lời.*

**Lợi nhuận ổn định từ thanh lý vườn cây đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận ròng.** PHR có kế hoạch thanh lý khoảng 1.000 ha mỗi năm cho đến năm 2020 và thay thế bằng vườn cây trồng mới. Hoạt động này đóng góp khoảng 100 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng hàng năm, năm 2014 là 117,6 tỷ đồng. Nếu giá cao su vẫn ở mức thấp, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính sẽ giảm đáng kể nhưng lợi nhuận từ hoạt động thanh lý sẽ có đóng góp lớn vào lợi nhuận trong vài năm tới. Hơn nữa, khoản lợi nhuận này sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho kế hoạch trồng lại vườn cây của PHR.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014

**Diện tích khai thác của PHR tại Việt Nam sẽ tiếp tục giảm trong năm nay.** Trong năm 2014, PHR đã trồng lại 997,09 ha, hoàn thành 100% kế hoạch năm. PHR có kế hoạch thanh lý khoảng từ 800 đến 1.000 ha mỗi năm và trồng lại với diện tích tương ứng cho đến năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng diện tích khai thác tại Việt Nam sẽ tiếp tục giảm do diện tích mới được đưa vào khai thác nhỏ hơn diện tích thanh lý. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, diện tích khai thác của PHR là 9.450 ha, giảm 0,6% so với năm 2013; diện tích mới chưa được khai thác là 3.432 ha.

**Dự án trồng cao su ở Cam-pu-chia đã hoàn thành nhưng hoãn khai thác cho đến năm 2016.** Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, tổng diện tích trồng cao su ở Cam-pu-chia là 7.584 ha, trong đó, 500 ha trồng vào năm 2009 có thể được khai thác từ năm 2015. Tuy nhiên, do giá cao su hiện đang ở mức thấp, PHR có kế hoạch dời lại việc khai thác sang năm 2016. Bên cạnh đó, giai đoạn đầu khai thác có chi phí cao hơn do các cây cao su non có năng suất thấp, dẫn đến chi phí sản xuất cao. Trì hoãn việc khai thác đến năm 2016 sẽ giúp chi phí sản xuất trên tấn sản phẩm thấp hơn.

Từ năm 2016, chúng tôi kỳ vọng diện tích khai thác tại Cam-pu-chia sẽ là 2.500 ha, đây là diện tích mà PHR đã bắt đầu trồng từ năm 2009 và năm 2010. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án ở Cam-pu-chia không thể tạo ra lợi nhuận trong những năm đầu với giá cao su thấp như hiện nay.

**Đã bán toàn bộ cổ phần của CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG; CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA) và Công ty TNHH Đầu Tư Hạ Tầng VRG.** Trong quý 3 năm 2014, PHR đã bán thành công toàn bộ cổ phần của CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA). Chúng tôi ước tính rằng PHR đã thu về được khoảng 144 tỷ đồng từ hai thương vụ này. Vào tháng 1 năm 2015, PHR đã thoái toàn bộ vốn đầu tư tại Công ty TNHH Đầu Tư Hạ Tầng VRG, trị giá 83,3 tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi.

Trong năm 2015, PHR có kế hoạch tiếp tục thoái vốn tại hai công ty khác là CTCP Thủy điện Sông Côn Geruco và CTCP Thủy điện VRG Ngọc Linh. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, giá trị đầu tư của PHR tại hai công ty này là 85,5 tỷ đồng.

**Cổ tức năm 2014 là 20% trên mệnh giá, và dự kiến không đổi cho năm 2015.** Đại hội cổ đông thường niên của PHR tổ chức vào ngày 12 tháng 3 năm

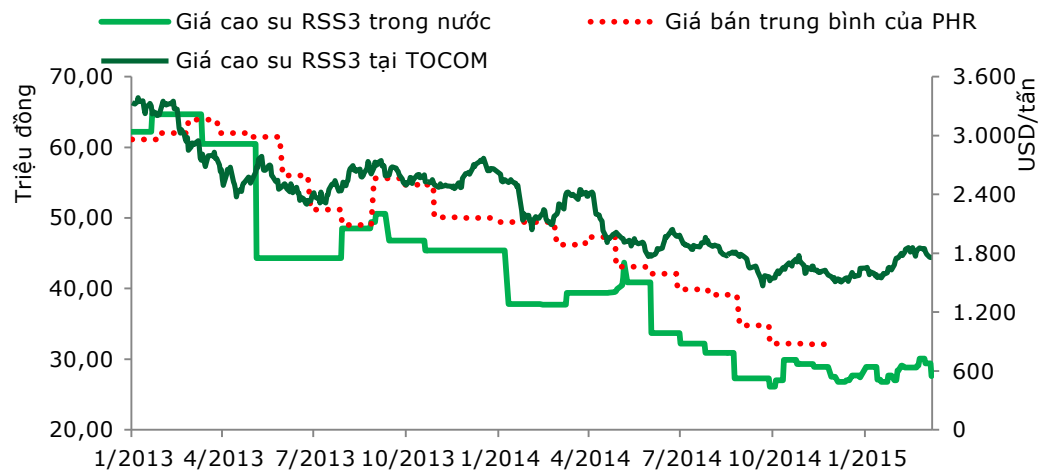
2015 đã thông qua tỷ lệ cổ tức tiền mặt năm 2014 là 20% trên mệnh giá. Tỷ lệ này cho năm 2015 dự kiến được giữ nguyên không đổi.

## TRIỂN VỌNG NĂM 2015

*Sản lượng dư thừa cao su tự nhiên toàn cầu được dự báo sẽ giảm. Giá cao su dự kiến sẽ được phục hồi kể từ năm nay.*

**Sản lượng dư thừa cao su tự nhiên toàn cầu được dự báo sẽ giảm 46% trong năm 2015.** Theo báo cáo hồi tháng 7 năm 2014 của Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG), tổng sản lượng cao su thế giới được dự báo tăng 2% lên 12,28 triệu tấn trong năm 2014, và tăng 2,8% lên 12,64 triệu tấn vào năm 2015, trong khi đó, nhu cầu dự kiến sẽ tăng lên 11,9 triệu tấn (+4,5%) trong năm 2014 và đạt 12,43 triệu tấn trong năm 2015. Nếu vậy, điều này sẽ dẫn đến sản lượng dư thừa khoảng 200.000 tấn trong năm 2015, tương đương mức giảm 46% so với năm 2014.

### Giá cao su thiên nhiên trong nước và thế giới



Nguồn: Bloomberg, VPBS

**Giá cao su đã chạm đáy nhưng xu hướng phục hồi không mạnh.** Giá cao su giảm mạnh trong năm 2014 khiến giá bán ở mức thấp nhất trong vòng năm năm qua. Tại Việt Nam, vào cuối năm 2014, giá cao su và chi phí sản xuất của nhiều nhà sản xuất cao su tự nhiên gần ngang nhau. Chúng tôi kỳ vọng giá cao su sẽ phục hồi từ năm 2015, nếu không sản lượng sản xuất toàn cầu sẽ giảm đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo rằng sự phục hồi trong năm 2015 sẽ ở mức tương đối do những hạn chế sau: (1) giá dầu đang ở mức thấp: sự phục hồi sẽ gặp phải trở ngại do giá dầu thấp như hiện nay, mặc dù giá dầu thấp cũng sẽ kích thích ngành công nghiệp xăm lốp dẫn đến tổng tiêu thụ cao su cũng như cao su tự nhiên tăng lên đáng kể; (2) sự chững lại của nền kinh tế Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới, nhưng các quốc gia mới nổi khác cũng như sự tăng trưởng mạnh mẽ ở Mỹ sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng; và (3) diện tích cao su trồng mới ở Cam-pu-chia và Lào sẽ góp phần gia tăng nguồn cung và tạo ra sự cạnh tranh về giá cả giữa các nhà sản xuất cao su.

**Kế hoạch kinh doanh năm 2015 của PHR sụt giảm mạnh về lợi nhuận ròng.** PHR đặt mục tiêu đạt 115,7 tỷ đồng lợi nhuận ròng cho năm 2015 (đây là kế hoạch cho công ty mẹ; nhưng kết quả thực hiện trong những năm trước

*PHR đưa ra kế hoạch lợi nhuận ròng cho năm 2015 giảm mạnh nhưng chúng tôi cho rằng kế hoạch này quá thận trọng.*

cho thấy không có nhiều khác biệt giữa lợi nhuận ròng của công ty mẹ và kết quả hợp nhất). Kế hoạch này giảm 56,1% so với kết quả năm trước do giá bán cao su hiện tại đang ở mức thấp. Cụ thể, giá bán bình quân dự kiến giảm 18,3% từ 38,5 triệu đồng/tấn trong năm 2014 xuống 31,5 triệu đồng/tấn. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là quá thận trọng. Trên thực tế, giá bán bình quân trong hai tháng đầu năm 2015 ở khoảng 32 đến 33 triệu đồng/tấn. Chúng tôi tin rằng giá cao su sẽ phục hồi từ năm 2015 và lợi nhuận ròng sẽ cao hơn nhiều so với mục tiêu của PHR. Bên cạnh đó, PHR hiện đang cố gắng giảm chi phí sản xuất từ khoảng 36 triệu đồng/tấn xuống 30 triệu đồng/tấn. Chúng tôi kỳ vọng rằng PHR sẽ đạt được 190 tỷ đồng lợi nhuận ròng hợp nhất trong năm 2015, cao hơn 64,2% so với kế hoạch của công ty.

## ĐỊNH GIÁ

Trong báo cáo này, chúng tôi đặt tỷ trọng bằng nhau cho phương pháp định giá DCF và phương pháp P/E. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 24.600 đồng/cổ phiếu, cao hơn 11,3% so với giá thị trường 22.100 đồng tại ngày 19 tháng 3 năm 2014.

Phương pháp định giá	(đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	25.058	50%
P/E	24.136	50%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>24.600</b>

*Nguồn: VPBS*

### Phương pháp so sánh P/E

Hiện có năm công ty cao su tự nhiên niêm yết trên HSX. Tất cả đều có cùng ngành nghề kinh doanh và cùng thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG), ngoại trừ TNC do UBND tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu nắm 51%. Do đó, chúng tôi sử dụng chỉ số P/E của các công ty này làm cơ sở để xác định giá mục tiêu cho PHR.

Chỉ số P/E của những công ty này nằm trong khoảng từ 5,5 lần đến 13,9 lần. Trừ TNC và HRC, các công ty khác có chỉ số P/E khá thấp so với thị trường do nhà đầu tư lo ngại về giá cao su đang ở mức thấp như hiện nay. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng các công ty cao su nói chung và PHR nói riêng sẽ có khoản lợi nhuận đáng kể mỗi năm nhờ vào việc quản lý tốt chi phí sản xuất và khoản thu nhập từ thanh lý vườn cây.

Do chỉ số P/E của các công ty trong ngành có sự phân hóa lớn, chúng tôi dùng mức trung vị cho phương pháp định giá này. Theo đó, chúng tôi áp dụng chỉ số P/E mục tiêu là 10 lần, cao hơn chỉ số P/E hiện tại của PHR (6,6 lần), và kỳ vọng sự thay đổi này sẽ sớm phản ánh vào giá cổ phiếu PHR do các khoản lợi nhuận của công ty được dự đoán sẽ giảm đáng kể trong năm 2015.

Với EPS dự phóng năm 2015 là 2.415 đồng và chỉ số P/E mục tiêu là 10 lần, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu PHR là 24.136 đồng/cổ phiếu.

Công ty cao su niêm yết						
	Tên công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E (lần)	P/B (lần)	ROA (%)	ROE (%)
TRC VN	CTCP Cao su Tây Ninh	760	5,5	0,5	7,81	9,65
DPR VN	CTCP Cao su Đồng Phú	1.485	7,1	0,7	6,47	9,58
TNC VN	CTCP Cao su Thống Nhất	227	12,9	0,8	5,19	5,72
HRC VN	CTCP Cao su Hòa Bình	780	13,9	1,5	8,10	11,12
Trung bình			9,9	0,9	6,89	9,02
<b>Trung vị</b>			<b>10,0</b>	<b>0,7</b>	<b>7,14</b>	<b>9,62</b>
PHR VN	CTCP Cao su Phước Hòa	1.735	6,6	0,8	7,81	11,97

Cập nhật tại ngày 19 tháng 3 năm 2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Mô hình DCF

Dựa vào những giả định dự báo về dòng tiền, chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu của PHR là 25.058 đồng/cổ phiếu bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,45%
Bêta (3 năm)	0,73
Phần bù rủi ro thị trường	8,76%
Chi phí vốn	11,81%

Chi phí nợ	
Lãi suất vay dài hạn	8,92%
Thuế suất	22%
Chi phí lãi vay sau thuế	7,0%

WACC	
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng)	22.100
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	78,49
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.734,63
Nợ (tỷ đồng)	748,29
WACC	10,34%
Tăng trưởng dài hạn	5,0%

Dữ liệu ngày 19 tháng 3 năm 2015; nguồn: Bloomberg, VPBS

So với báo cáo cập nhật lần trước, chúng tôi có sự điều chỉnh nhẹ giả định giá bán cao su trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019 để phản ánh sự kỳ vọng của chúng tôi vào sự phục hồi nhẹ giá cao su năm 2015.

Giá bán cao su của PHR	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Báo cáo ngày 5/12/2014	53,8	38,5	36	40	40	40	40
Báo cáo lần này	53,8	38,5	34	38	38	38	38

Nguồn: PRH, VPBS

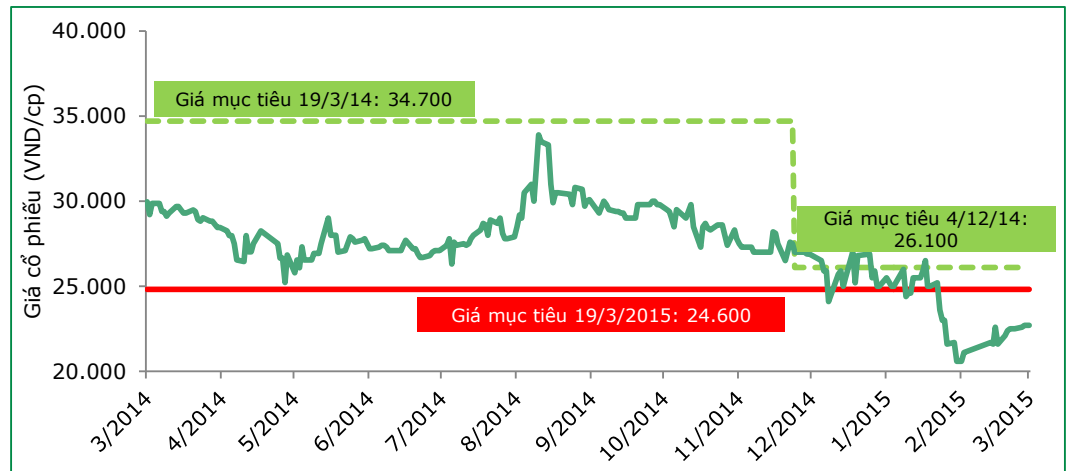


## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với giá bán sản phẩm

	2015	2016	2017	2018	2019	EPS năm 2015 (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	% Thay đổi
<b>Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)</b>								
Giảm 10%	30,6	34,2	34,2	34,2	34,2	2.121	<b>17.300</b>	-30%
Giảm 5%	32,3	36,1	36,1	36,1	36,1	2.268	<b>20.900</b>	-15%
Kỳ vọng của VPBS	34	38	38	38	38	2.415	<b>24.600</b>	0%
Tăng 5%	35,7	39,9	39,9	39,9	39,9	2.562	<b>28.300</b>	15%
Tăng 10%	37,4	41,8	41,8	41,8	41,8	2.709	<b>31.900</b>	30%

## DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Trong báo cáo cập nhật cổ phiếu PHR phát hành ngày 5/12/2014, cổ phiếu giao dịch ở mức giá 27.500 đồng/cổ phiếu và chúng tôi đưa ra khuyến nghị Nắm Giữ với mức giá mục tiêu là 26.100 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 5,1% so với giá thị trường. Sau đó giá cổ phiếu chạm mức giá mục tiêu đó vào ngày 17/12/2014 và dao động quanh vùng này cho đến khi giảm mạnh vào tháng 2 năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ngành cao su sẽ sớm phục hồi dần và giá cổ phiếu PHR sẽ tăng trở lại. Chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu mới là 24.600 đồng/cổ phiếu, cao hơn 11,3% so với giá thị trường.

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy xu hướng giảm điểm của cổ phiếu PHR khi giá cổ phiếu này đã phá vỡ sự hỗ trợ của đường MA 50 ngày tại 29.900 đồng vào ngày 13 tháng 10 năm 2014, và giảm xuống mức giá thấp nhất tại 20.500 đồng vào ngày 10 tháng 2 năm 2015. Sau khi tạo đáy quanh mức giá này và phục hồi trở lại để kiểm tra ngưỡng kháng cự 23.900 đồng của đường MA 50 ngày, giá cổ phiếu PHR đã tiếp tục điều chỉnh cho đến nay.

Khối lượng giao dịch của cổ phiếu PHR mặc dù tăng đáng kể trong thời gian 1 tháng trở lại đây, tuy nhiên vẫn chỉ ở mức khá thấp khi thanh khoản trung



bình mười phiên gần nhất chỉ xấp xỉ 20.000 cổ phiếu, cho thấy cả lực cung và lực cầu đều khá yếu. Giá cổ phiếu PHR hiện tại đang dao động xung quanh đường MA 20 ngày và chưa phát đi tín hiệu về xu hướng.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu PHR tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã	PHR (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	27.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	20.500
MA50 ngày hiện tại	23.600
MA100 ngày hiện tại	25.400
Ngưỡng kháng cự trung hạn	23.600
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	20.500
<b>Khuyến nghị</b>	<b>GIỮ</b>



Nguồn: VPBS

## KẾT LUẬN

Mặc dù giá cao su hiện ở mức thấp sẽ ảnh hưởng xấu đến PHR trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng rằng PHR vẫn có lợi nhuận ổn định nhờ vào việc quản lý tốt chi phí và nguồn thu nhập từ các hoạt động khác như thanh lý cây cao su. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng giá cao su đã chạm đáy và sẽ phục hồi dần kể từ năm 2015. Chúng tôi cho rằng thị trường hiện có cái nhìn khá bi quan đối với ngành cao su tự nhiên và định giá thấp cổ phiếu PHR. Với mức giá mục tiêu là 24.600 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu này.

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>								
Doanh thu từ cao su Việt Nam	1.299	1.081	821	606	647	618	587	556
Tốc độ tăng trưởng	-19%	-17%	-24%	-26%	7%	-4%	-5%	-5%
Doanh thu từ cao su mua ngoài	702	524	496	437	489	489	489	489
Tốc độ tăng trưởng	-14%	-25%	-5%	-12%	12%	0%	0%	0%
Doanh thu từ dự án Campuchia					116	242	366	404
Tốc độ tăng trưởng						109%	51%	11%
Doanh thu khác	213	291	288	288	288	288	288	288
Tốc độ tăng trưởng	41%	36%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>2.215</b>	<b>1.896</b>	<b>1.605</b>	<b>1.332</b>	<b>1.540</b>	<b>1.637</b>	<b>1.730</b>	<b>1.738</b>
Tốc độ tăng trưởng	-14%	-14%	-15%	-17%	16%	6%	6%	0%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>1.507</b>	<b>1.345</b>	<b>1.282</b>	<b>1.072</b>	<b>1.251</b>	<b>1.362</b>	<b>1.468</b>	<b>1.477</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>708</b>	<b>550</b>	<b>323</b>	<b>260</b>	<b>288</b>	<b>276</b>	<b>262</b>	<b>261</b>
Biên lợi nhuận gộp	32%	29%	20%	20%	19%	17%	15%	15%
	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>43</b>
<b>Tổng chi phí bán hàng &amp; QLDN</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>99</b>
Thu nhập từ công ty liên doanh	8	9	11	9	4	4	4	4
<b>EBITDA</b>	<b>622</b>	<b>439</b>	<b>212</b>	<b>157</b>	<b>168</b>	<b>149</b>	<b>128</b>	<b>124</b>
Biên lợi nhuận EBITDA	28%	23%	13%	12%	11%	9%	7%	7%
<b>Khấu hao</b>	52	53	48	52	52	51	51	50
<b>EBIT</b>	<b>570</b>	<b>386</b>	<b>165</b>	<b>105</b>	<b>117</b>	<b>97</b>	<b>77</b>	<b>73</b>
Doanh thu tài chính	46	45	70	44	33	34	35	35
Chi phí tài chính	11	10	32	34	36	36	34	32
Chi phí lãi vay	11	12	31	34	36	36	34	32
<b>Lợi nhuận tài chính ròng</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>10</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>0</b>	<b>4</b>
Lợi nhuận khác	199	69	141	131	131	131	131	131
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>803</b>	<b>489</b>	<b>344</b>	<b>246</b>	<b>245</b>	<b>227</b>	<b>209</b>	<b>208</b>
Thuế TNDN	160	114	77	54	49	45	42	42
	<b>643</b>	<b>375</b>	<b>267</b>	<b>192</b>	<b>196</b>	<b>181</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
	4	4	3	2	2	2	2	2
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>639</b>	<b>372</b>	<b>264</b>	<b>190</b>	<b>193</b>	<b>179</b>	<b>165</b>	<b>165</b>
Biên lợi nhuận ròng	29%	20%	16%	14%	13%	11%	10%	9%
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình (triệu cổ phiếu)	79	78	78	78	78	78	78	78
EPS (Việt Nam Đồng)	8.110	4.735	3.362	2.415	2.464	2.286	2.103	2.100

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Tài sản Ngắn hạn</b>								
Tiền và tương đương tiền	446	486	465	287	314	330	346	333
Đầu tư ngắn hạn	119	233	360	356	356	356	356	356
Phải thu khách hàng	380	235	108	91	105	112	118	119
Hàng tồn kho	316	322	215	176	206	224	241	243
Tài sản khác	22	47	61	61	61	61	61	61
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.283</b>	<b>1.322</b>	<b>1.210</b>	<b>972</b>	<b>1.042</b>	<b>1.084</b>	<b>1.123</b>	<b>1.113</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>								
Nguyên giá	1.200	1.198	1.228	1.215	1.453	1.748	2.004	2.007
Hao mòn lũy kế	651	646	650	702	754	805	856	906
Giá trị còn lại	549	553	578	513	699	942	1.148	1.101
Đầu tư dài hạn	451	448	307	221	221	221	221	221
Tài sản vô hình								
Tài sản dài hạn khác	868	1.081	1.334	1.449	1.290	1.050	828	860
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.868</b>	<b>2.081</b>	<b>2.219</b>	<b>2.183</b>	<b>2.211</b>	<b>2.214</b>	<b>2.198</b>	<b>2.183</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.151</b>	<b>3.403</b>	<b>3.429</b>	<b>3.155</b>	<b>3.253</b>	<b>3.298</b>	<b>3.321</b>	<b>3.295</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>								
Phải trả người bán	11	14	25	21	24	26	28	28
Nợ ngắn hạn	204	544	491	381	409	414	410	351
Nợ ngắn hạn khác	768	424	312	259	300	319	337	338
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>983</b>	<b>981</b>	<b>829</b>	<b>661</b>	<b>733</b>	<b>759</b>	<b>775</b>	<b>717</b>
<b>Nợ dài hạn</b>								
Vay dài hạn	40	197	257	184	168	162	158	182
Nợ dài hạn khác	42	42	44	36	42	44	47	47
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>82</b>	<b>239</b>	<b>301</b>	<b>220</b>	<b>210</b>	<b>206</b>	<b>205</b>	<b>229</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.065</b>	<b>1.221</b>	<b>1.130</b>	<b>881</b>	<b>943</b>	<b>965</b>	<b>980</b>	<b>946</b>
<i>Nợ vay trên vốn đầu tư</i>	<i>10,6%</i>	<i>25,6%</i>	<i>24,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,1%</i>	<i>19,8%</i>	<i>18,8%</i>
<b>Nguồn vốn</b>								
Vốn chủ sở hữu	813	813	813	813	813	813	813	813
Lợi nhuận giữ lại	838	822	483	410	409	392	364	339
Vốn khác	411	520	957	1.005	1.043	1.082	1.117	1.150
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.062</b>	<b>2.155</b>	<b>2.253</b>	<b>2.228</b>	<b>2.264</b>	<b>2.287</b>	<b>2.295</b>	<b>2.303</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	24	27	46	46	46	46	46	46
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.151</b>	<b>3.403</b>	<b>3.429</b>	<b>3.155</b>	<b>3.254</b>	<b>3.298</b>	<b>3.321</b>	<b>3.295</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình (triệu cổ phiếu)	78	78	78	78	78	78	78	78
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (Việt Nam Đồng)	26.268	27.456	28.705	28.385	28.850	29.136	29.238	29.338

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	106	103	85	113	132	110	95	96
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(95)	(240)	6	107	39	65	85	84
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(202)	182	(111)	(398)	(144)	(159)	(164)	(192)
Số dư tiền đầu kỳ	<b>637</b>	<b>446</b>	<b>486</b>	465	287	314	330	346
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(190)</b>	<b>44</b>	<b>(20)</b>	<b>(179)</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>(13)</b>
Số dư tiền cuối kỳ	<b>446</b>	<b>491</b>	<b>465</b>	<b>287</b>	<b>314</b>	<b>330</b>	<b>346</b>	<b>333</b>
Dòng tiền tự do FCFE	(71)	(88)	(61)	72	116	119	123	120

<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
P/E			6,57	9,2 x	9,0 x	9,7 x	10,5 x	10,5 x
Tốc độ tăng P/E			-0,23	(0,3)	4,4	(1,3)	(1,3)	(75,7)
EV/EBIT			11,47	18,0 x	16,2 x	19,4 x	24,5 x	25,7 x
EV/EBITDA			8,0 x	10,9 x	10,1 x	11,5 x	13,3 x	13,8 x
Thị giá/giá trị sổ sách			0,77	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,8 x
Tỷ suất sinh lợi từ cổ tức			9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%

Biên LN gộp	31,97%	29,03%	20,12%	19,53%	18,73%	16,83%	15,14%	15,04%
Biên EBITDA	28,06%	23,15%	13,22%	11,77%	10,94%	9,07%	7,39%	7,11%
Biên LN hoạt động	25,71%	20,35%	10,26%	7,86%	7,57%	5,94%	4,45%	4,23%
Biên LN ròng	28,86%	19,60%	16,44%	14,24%	12,56%	10,96%	9,54%	9,48%
ROA	20,61%	11,45%	7,81%	5,82%	6,10%	5,54%	5,04%	5,04%
ROE	33,44%	17,63%	11,97%	8,46%	8,61%	7,89%	7,20%	7,17%

EBIT/ lãi vay	53,11	32,44	5,27	3,12	3,21	2,73	2,24	2,32
EBITDA / (I + Cap Ex)	3,15	2,07	1,05	1,56	2,06	2,69	3,73	3,81
Nợ vay /tổng nguồn vốn	0,11	0,26	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20	0,19
Nợ vay/tổng vốn chủ sở hữu	0,12	0,34	0,33	0,25	0,26	0,25	0,25	0,23

#### **Chỉ số thanh khoản**

Vòng quay tài sản (lần)	0,7 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	62,6	45,2	24,6	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	2,7	3,7	7,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	76,5	87,4	61,2	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Hệ số thanh khoản hiện hành	1,3 x	1,3 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x
Hệ số thanh khoản nhanh	1,0 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

**Nguyễn Thế Duy**

Chuyên viên Phân tích  
duynt@vpbs.com.vn

**Lê Thị Diệu Linh**

Trợ lý Phân tích  
linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Khắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146



#### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

#### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

#### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.