

Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa

(HSX: PHR)

Tiềm năng lớn từ quỹ đất khu công nghiệp

Mua

(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:

VND 61,300

(Upside: +29.3%)

CTCP chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraesasset.com.vn

Tổng quan công ty

CTCP Cao su Phước Hòa (HSX: PHR) là công ty con với tỷ lệ sở hữu 66% của Tập đoàn cao su Việt Nam. Phước Hòa nay PHR hoạt động trong 4 mảng: (1) Cao su, (2) Chế biến gỗ, (3) Khu Công Nghiệp (KCN). PHR cũng góp vốn trong một số đơn vị phát triển KCN lớn như Nam Tân Uyên, CTCP Đầu tư U&I cho KCN Tân Lập 1 hay dự kiến lập liên doanh triển khai dự án VSIP 3.

Dự phóng 2022-2023

Mảng cao su ổn định - Vườn cây Campuchia bù đắp suy giảm sản lượng nội địa

Hiện nay PHR đang quản lý hơn 12,075ha đất cao su ở Việt Nam và 7,630ha đất cao su ở Campuchia. Do quỹ đất ở Bình Dương phù hợp để làm KCN và hạ tầng, chúng tôi đánh giá vườn cây ở Campuchia sẽ đóng góp vai trò quan trọng để bù đắp sản lượng cao su suy giảm tại Việt Nam trong tương lai.

Chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su năm 2022 và năm 2023 của PHR lần lượt đạt 35,931 tấn (+1.5% CK) và 37,652 tấn (+5% CK). Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 42.5 triệu đồng/tấn (-6% CK) và 40.4 triệu đồng/tấn (-5% CK), doanh thu dự phóng cho mảng cao su và chế biến gỗ lần lượt là 1,697 tỷ (+0.3% CK) và 1,746 tỷ (+3% CK).

Mảng KCN - Cổ tức từ VSIP 3 và NTC là động lực chính trong giai đoạn 2023 - 2024

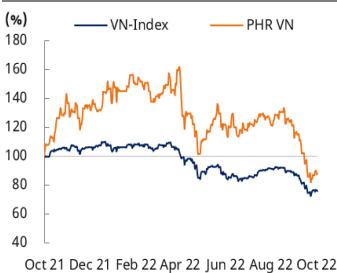
Mảng KCN của PHR hiện đang phát triển 3,000ha KCN và khu đô thị. Chúng tôi cho rằng cuối 2024 PHR có thể đưa vào vận hành thương mại KCN Tân Bình 2 và Tân Lập 1. Trong năm 2022-2023, chúng tôi dự phóng PHR sẽ ghi nhận nốt 15ha từ KCN Tân Bình 1 với dự phóng doanh thu lần lượt đạt 192 tỷ (+0% CK) và 249 tỷ (+30% CK).

Chúng tôi dự phóng từ năm 2022 - 2023, PHR sẽ ghi nhận mức cổ tức lớn hơn từ KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP 3. Chúng tôi dự phóng tổng lợi nhuận được chia và cổ tức nhận được từ NTC và VSIP 3 năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 128.5 tỷ / 478.5 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng trừ cổ đông thiểu số của PHR trong năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 1,028 tỷ đồng (+115% CK) và 1,135 tỷ đồng (+10% CK).

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần với giá trị của PHR theo phương pháp FCFE là 6,514 tỷ đồng. Tổng giá trị chiết khấu (NPV) của cổ phần PHR trong VSIP 3 và NTC lần lượt là 1,930 tỷ đồng và 792 tỷ đồng. Tổng cộng, chúng tôi định giá giá trị mỗi cổ phiếu PHR đạt VND 61,300/cp (upside: +29.3%), PE 2022F / 2023F lần lượt là 7.8x / 7.0x, tỷ suất cổ tức theo thị giá hiện tại ở mức rất hấp dẫn đạt 9.5%.

Dữ liệu



Lợi nhuận HĐKD (22F, tỷ đồng)	261	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,423
Kỳ vọng thị trường LN HĐKD (22F, tỷ đồng)	310	Số lượng CP lưu hành (triệu)	135
Giá hiện tại (19/10/2022)	47,400	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.0
EPS (22F, %)	115	Tỷ lệ sở hữu CE nước ngoài (%)	12.0
P/E (22F, x)	7.8x	Beta (12M)	1.2
P/E thị trường (22F, x)	12.4	Thấp 25 tuần	44,300
VN-Index	1,052	Cao 52 tuần	90,700

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-24.2	-31.3	-15.7
Tương đối	-10.4	-7.5	8.9

Kết quả kinh doanh và dự phóng

FY (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Doanh thu (VND tỷ)	1,558	1,639	1,632	1,945	1,917	2,028
Lợi nhuận HĐKD (VND tỷ)	171	235	275	370	261	304
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	11.0%	14.4%	16.9%	19.0%	13.6%	15.0%
LNST (VND tỷ)	628	450	1,082	478	1,028	1,135
EPS (VND)	4,637	3,320	7,985	3,524	7,589	8,375
ROE (%)	24.6%	19.3%	35.2%	17.2%	30.2%	28.7%
P/E (x)	6.2x	9.0x	6.6x	20.6x	7.8x	7.0x
P/B (x)	0.8x	0.8x	1.1x	1.8x	1.3x	1.2x
Tỷ suất cổ tức (%)	8.0%	6.2%	5.5%	8.3%	7.3%	7.3%

Ghi chú: LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ đã điều chỉnh

Nguồn: PHR, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng cao su – Vườn cây Campuchia bù đắp sản lượng suy giảm từ vườn cây Việt Nam

Hiện nay PHR đang quản lý hơn 12,075ha đất cao su ở Việt Nam và 7,630ha đất cao su ở Campuchia. Trong đó quỹ đất lớn nhất ở Bình Dương của PHR nằm chủ đạo ở các huyện Phú Giáo, Tân Uyên và Bến Cát, vốn có tiềm năng lớn để phát triển KCN và hạ tầng đô thị. Trong giai đoạn 2020 – 2025, PHR đã bàn giao 976ha cây cao su để phát triển KCN VSIP 3 và Nam Tân Uyên mở rộng (NTC 3). Chúng tôi ước tính đến hết năm 2025, PHR sẽ tiếp tục bàn giao tối thiểu 1,280ha cây cao su nữa để phát triển hai KCN là Tân Bình mở rộng (Tân Bình 2) và Hội Nghĩa 1.

Ngoài ra, do giá cao su đã giảm hơn 66% từ USD 3,090/tấn vào tháng 2/2013 xuống chỉ còn USD 1,050/tấn vào năm 2016, giai đoạn 2017 – 2021 PHR đã chủ động thanh lý 4,600ha diện tích cây cao su cho năng suất thấp. Chúng tôi ước tính năm 2022 diện tích khai thác mỏ khả dụng của PHR tại Việt Nam giảm mạnh về mức 7,072ha (sv. 10,287ha năm 2017). Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng mỏ của PHR tại vườn cây Việt Nam năm 2022/2023 lần lượt đạt 9,422 tấn (-10% CK) và 9,705 tấn (+3% CK), thấp hơn 42% so với đỉnh sản lượng mỏ khai thác 16,402 tấn năm 2016.

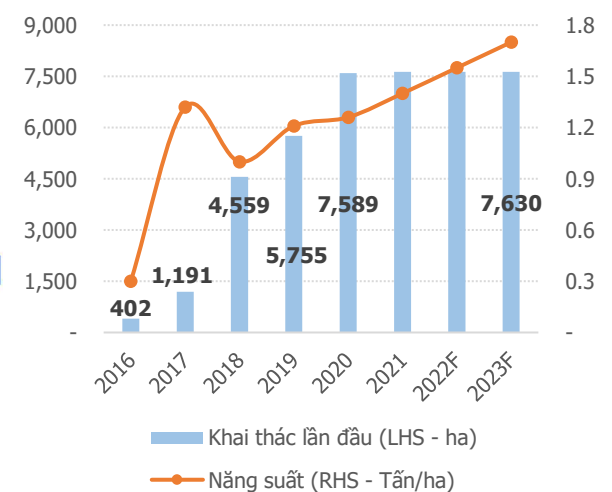
Sản lượng vườn cây Kangpong Thom bước vào giai đoạn tăng trưởng. Từ năm 2008, PHR đã bắt đầu đầu tư vào Campuchia với diện tích gần 7,800ha ở Nông trường Kangpong Thom. Chúng tôi ước tính nông trường Kangpong Thom đã đưa vào khai thác 100% hiệu suất với diện tích vườn ước tính đạt 7,630ha. Với việc sản lượng mỏ ở Bình Dương suy giảm mạnh do giảm diện tích canh tác, chúng tôi đánh giá tăng trưởng khai thác mỏ ở nông trường Kangpong Thom trong giai đoạn 2022 – 2023 sẽ là yếu tố chính giúp PHR duy trì sản lượng khai thác ở mức quanh 23,000 tấn/năm.

Năng suất vườn cây ở Kangpong Thom theo ước tính của chúng tôi đang chuẩn bị bước vào giai đoạn cho mỏ với năng suất tốt nhất cho hơn 1,593ha trồng trong giai đoạn 2009 – 2010. Chúng tôi dự phóng sản lượng mỏ trung bình/ha ở Kangpong Thom sẽ đạt 1.7 tấn/ha trong năm 2023, tương ứng với dự phóng sản lượng mỏ năm 2022/2023 lần lượt là 11,827 tấn (+10.9% CK) và 12,971 tấn (+9.7% CK).

Hình 1. Giá cao su thế giới giai đoạn 2018 – 10/2022 (Đơn vị: USD cent/Kg)



Hình 2: Diện tích đưa vào khai thác & Dự phóng năng suất trung bình hàng năm ở vườn Kangpong Thom



Nguồn: Fipro, Statista, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

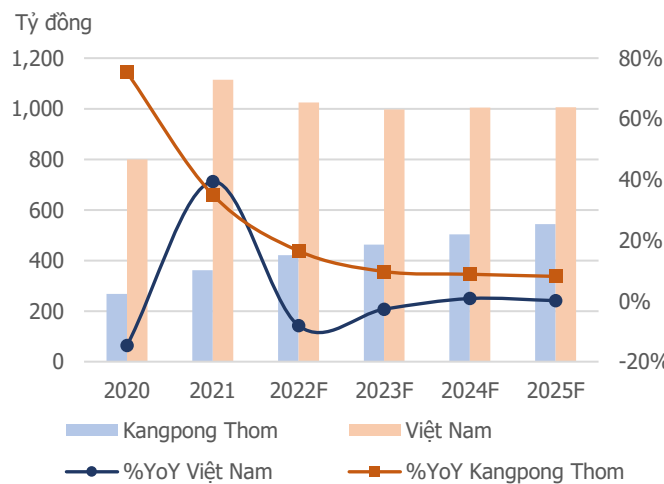
Giá cao su khó có thể tăng mạnh do cầu vẫn vượt cung. Hiện nay, 6 nước sản xuất cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới là Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Ấn Độ và Việt Nam và Trung Quốc với tổng sản lượng chiếm 88% sản lượng của thế giới. Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Việt Nam là 4 nước xuất khẩu cao su thiên nhiên nhiều nhất thế giới, chiếm khoảng 80% tổng giá trị xuất khẩu của

ngành. Ở phía cầu, Trung Quốc và Ấn Độ sản xuất nhiều tuy nhiên chủ yếu tiêu thụ trong nước, không xuất khẩu và hầu hết chỉ mua cao su thô với giá trị thấp.

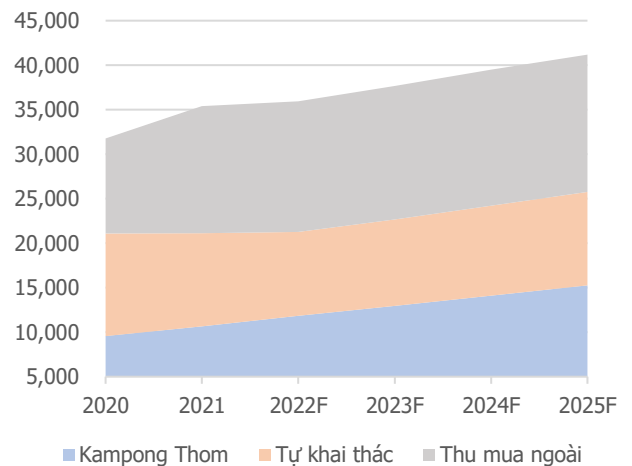
Chúng tôi ước tính năm 2021, ở mảng xuất khẩu mủ cao su, sản lượng phía cung / sản lượng tiêu thụ của cao su thiên nhiên toàn cầu đạt 13.71 triệu tấn / 13.1 triệu tấn, tiếp tục là một năm cung nhiều hơn cầu. Do đó sau thời gian giá cao su tăng mạnh lên mức USD 2,000/tấn vào tháng 2/2021, giá cao su đã điều chỉnh 34% về mức USD 1,322/tấn vào tháng 10/2022. Chúng tôi dự phóng việc nền kinh tế thế giới tiếp tục đối mặt với rủi ro về lạm phát và suy thoái sẽ tác động đến nhu cầu về công nghiệp nặng, qua đó chúng tôi đánh giá giá cao su năm 2022F – 2023F tiếp tục duy trì ở mức thấp USD 1,300 – 1,600/tấn.

Hàng năm, cao su Phước Hòa cũng là đơn vị thu mua từ 13,000 – 15,000 tấn cao su từ nông dân để chế biến và xuất khẩu. Trong giai đoạn 2022F và 2023F, chúng tôi dự phóng sản lượng thương phẩm cao su của PHR lần lượt đạt 35,931 tấn (+1.5% CK) và 37,652 tấn (+5% CK). Với kịch bản giá cao su năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 42.5 triệu đồng/tấn và 40.4 triệu đồng/tấn, doanh thu dự phóng tương ứng cho mảng cao su và chế biến gỗ lần lượt là 1,697 tỷ (+0.3% CK) và 1,746 tỷ (+3% CK).

Hình 3. Doanh thu dự phóng mảng cao su ở Việt Nam và Campuchia



Hình 4. Dự phóng sản lượng cao su của PHR theo loại (Tấn)



Nguồn: PHR, Fipro, Mirae Asset Vietnam Research

Mảng KCN – Lợi nhuận 2023/2024 chủ yếu đến từ cổ tức của VSIP và NTC

PHR hiện nay đang phát triển tổng quy mô KCN khoảng 3,000ha, với quỹ đất tập trung chính ở khu vực Bình Dương. Trong đó, các dự án trọng điểm của PHR tự triển khai sẽ là KCN Tân Bình 2 (Diện tích 1,055ha) và KCN Tân Lập 1 (Diện tích 202ha). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá trong tương lai gần 2023 – 2024, hai dự án trên sẽ khó có thể mở bán sớm khi PHR vẫn chưa nhận được các quyết định pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất và giấy phép xây dựng. Do đó, trong năm 2022 – 2023, nguồn thu từ KCN của PHR dự kiến chủ yếu đến từ 3 yếu tố: (1) Ghi nhận doanh thu từ 15ha còn lại của KCN Tân Bình, (2) Cổ tức và đền bù đất từ VSIP 3, (3) Cổ tức từ NTC 3.

Bảng 1: Các dự án đang triển khai của PHR

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Thời gian triển khai	Trạng thái
Tân Lập 1	51%	202	2020 - 2025	Đã trong quy hoạch KCN 2020 – 2030, dự kiến mở bán từ cuối 2024 – đầu năm 2025
Tân Lập 2	51%	287	2026 – 2030	Nghiên cứu tính khả thi
Tân Bình 2	80%	1,055	2020 – 2025	Đang xin bổ sung trong quy hoạch KCN 2020 – 2030, dự kiến mở bán từ cuối 2025
Tân Bình 3	80%	400	2026 - 2030	Nghiên cứu tính khả thi
KCN – Đô thị Tân Thành	100%	312	2026 – 2030	Nghiên cứu tính khả thi và chủ trương đầu tư
KCN Dịch vụ đô thị Hội Nghĩa	100%	716	2026 – 2030	Đang xin chấp thuận đầu tư, quy hoạch và tiền sử dụng đất
KCN Dịch vụ đô thị Bình Mỹ	100%	1,002	2026 – 2030	Nghiên cứu tính khả thi và chủ trương đầu tư

Nguồn: Bình Dương Z, PHR, NTC, JLL, CBRE, FV Advisory, Mirae Asset Vietnam Research

1. Khu công nghiệp Tân Bình 1

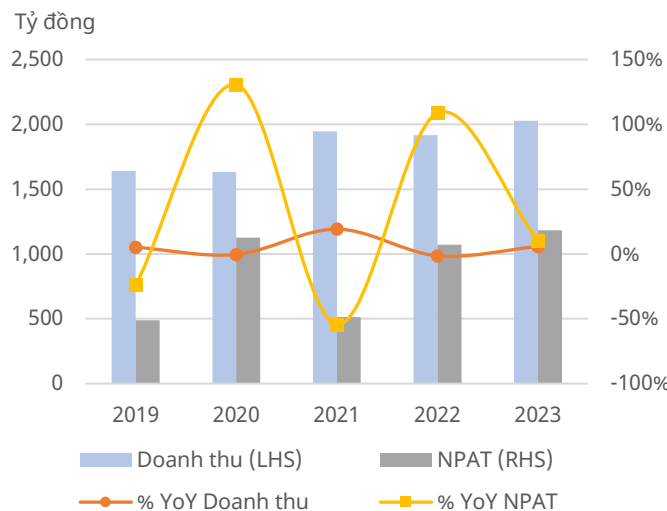
Về mảng KCN, PHR chủ yếu chỉ còn đất từ KCN Tân Bình 1 với tổng diện tích là 15ha. Chúng tôi giả định PHR sẽ cho thuê được 7ha trong năm 2022 với giá USD115/m2 và 8ha trong năm 2023 với giá USD130/m2, doanh thu dự phóng lần lượt sẽ đạt 192 tỷ (+0% CK) và 249 tỷ (+30% CK).

2. Khu công nghiệp VSIP 3

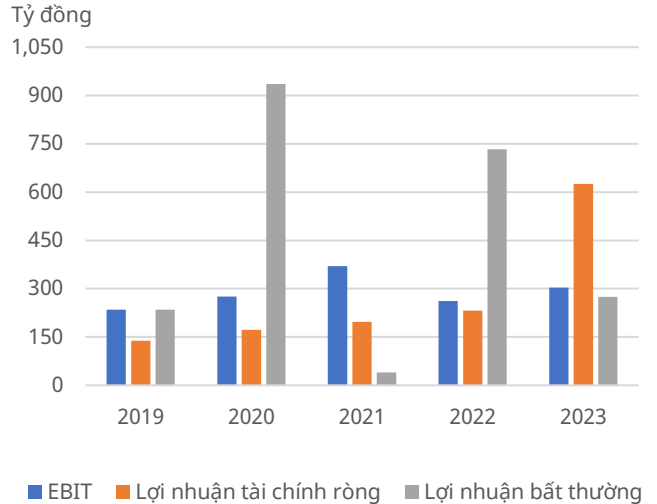
Về mặt hợp tác với VSIP 3, hiện nay PA được trình: (1) PHR sẽ nhận đền bù 1.3 tỷ/ha và (2) 20% vốn góp vào VSIP 3 với định giá 1.2 tỷ/ha dưới hình thức BCC. Trong 4Q2022, chúng tôi dự phóng PHR sẽ tiếp tục ghi nhận 341 tỷ tiền đền bù từ VSIP 3 và nhận phần còn lại 267 tỷ đồng trong 2023. Về tổng thể, chúng tôi ước tính từ năm 2023 mỗi năm PHR sẽ nhận được cổ tức từ 180 tỷ. Hiện nay VSIP 3 đang cho thuê ở mức trên USD140-160/m2 cho 50 năm, cao hơn từ 10%-20% các KCN trong khu vực.

Hiện nay, VSIP 3 có hợp đồng ghi nhớ cho thuê hơn 126ha đất KCN VSIP 3. Từ năm 2023, chúng tôi cho rằng VSIP 3 sẽ ghi nhận doanh thu từ các diện tích đất thương phẩm. Dự phóng diện tích đất thương phẩm cho thuê năm 2023 và 2024 lần lượt là 103ha và 110ha. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tương ứng của VSIP năm 2023 / 2024 lần lượt là 1,528 tỷ / 1,841 tỷ, tương ứng với cổ tức cho PHR sẽ là 244.5 tỷ / 294.6 tỷ đồng.

Hình 5. Dự phóng tăng trưởng doanh thu PHR FY17-22



Hình 6. Đóng góp cơ cấu lợi nhuận trước thuế của PHR

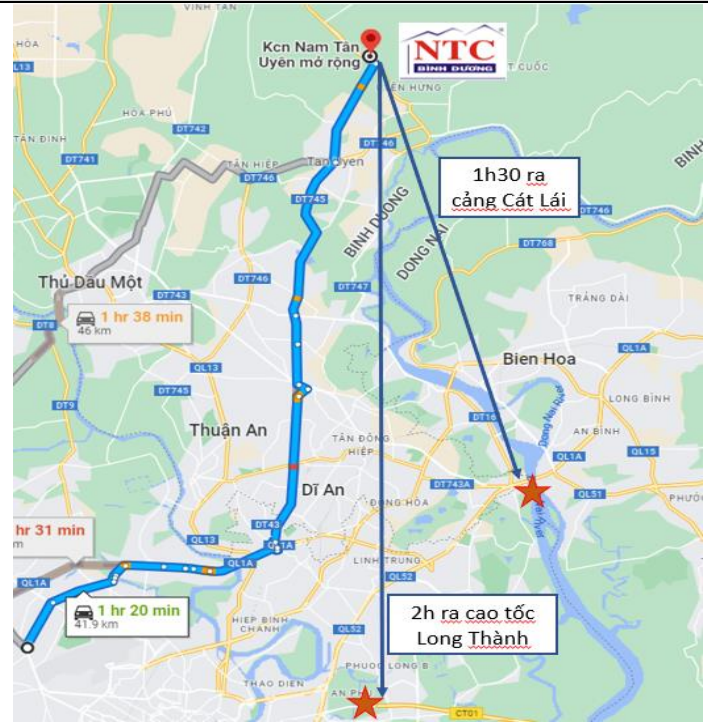


Nguồn: Fipro, PHR, Mirae Asset Vietnam Research / EBIT điều chỉnh theo IFRS, loại trừ lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính khỏi EBIT

Hình 7. Vị trí giao thông của KCN VSIP 3



Hình 8. Vị trí giao thông của KCN NTC 3



Nguồn: Becamex VSIP, NTC, Mirae Asset Vietnam Research

3. Khu công nghiệp NTC 3

a. Vướng mắc pháp lý được tháo gỡ, kỳ vọng dự án NTC-3 sẽ bắt đầu cho thuê vào cuối năm

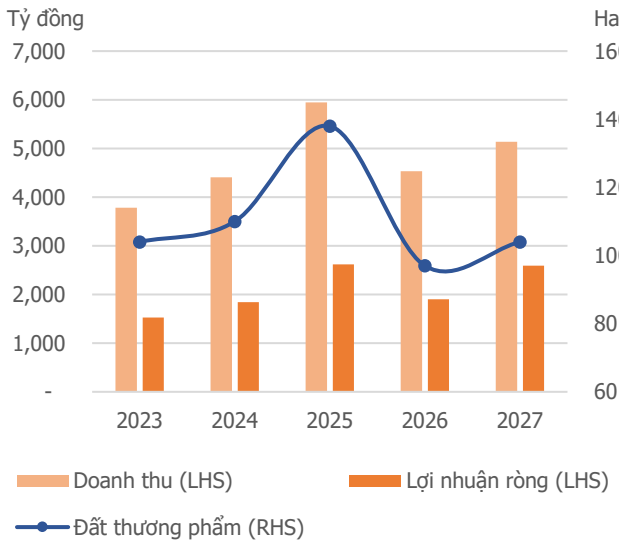
Thông tin trên được chia sẻ tại ĐHCĐ của NTC được tổ chức vào ngày 28/06/2022. Cụ thể dự án KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC-3) được Chính phủ phê duyệt chủ trương từ 2018, theo kế hoạch dự án dự kiến được triển khai từ 2021 tuy nhiên do Nghị định 67/2021/NĐ-CP được ban hành nên UBND cần thực hiện rà soát lại. Sau quá trình làm việc, các bên đã xác định nguồn gốc đất không thuộc phạm vi điều chỉnh của Nghị định 67 và cũng không thuộc diện phải đấu giá đất. Ban lãnh đạo NTC cho biết, Tập đoàn cao su Việt Nam vẫn đang làm việc với cơ quan có thẩm quyền để sớm tháo gỡ vướng mắc nhằm triển khai dự án.

b. Dự phóng từ 2023 lợi nhuận ròng của NTC 3 sẽ tăng trưởng mạnh

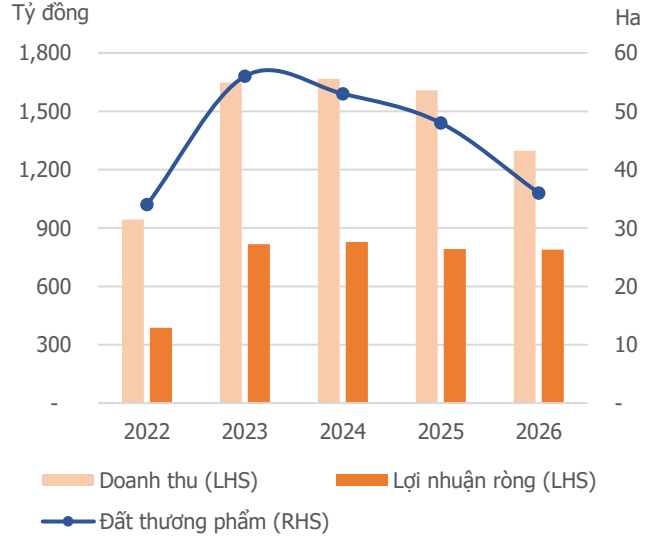
Với diện tích đất thương phẩm 288.52 ha, giá thuê thương phẩm tại khu vực này ước tính USD 100 – 110/m²/chu kỳ thuê, và việc chuyển sang hạch toán doanh thu 1 lần đối với hoạt động cho thuê KCN và hạ tầng, chúng tôi nhận định dự án có thể sẽ đóng góp từ 400 – 800 tỷ đồng LNST hàng năm của NTC trong 5 năm (2022 – 2027). Chúng tôi dự phóng LNST của NTC

Trong năm 2022, chúng tôi cho rằng NTC sẽ kịp bàn giao 11% diện tích thương phẩm, tương đương 26.6ha. Từ năm 2023, chúng tôi dự phóng NTC bán được 55.5ha, tương đương với 19.3% diện tích thương phẩm. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tương ứng của riêng KCN NTC 3 năm 2022 / 2023 lần lượt là 489 tỷ / 891 tỷ, tương ứng với lợi nhuận được chia cho PHR sẽ là 128.5 tỷ / 234 tỷ đồng.

Hình 9. Dự phóng doanh thu/lợi nhuận và diện tích đất thương phẩm của VSIP 3



Hình 10. Dự phóng doanh thu/lợi nhuận và diện tích đất thương phẩm của NTC 3



Nguồn: PHR, Fiinpro, VSIP, Cushman Walkfield, JLL, CBRE, Mirae Asset Vietnam Research

Dự phóng KQKD của PHR năm FY22 – FY23

1. Dự phóng doanh thu hợp nhất tăng trưởng khiêm tốn

Do KCN Tân Bình 2 và KCN Tân Lập 1 chưa đi vào vận hành thương mại nên chúng tôi đánh giá doanh thu của PHR trong giai đoạn 2022 – 2023 vẫn phụ thuộc lớn vào mảng cao su và khó có sự tăng trưởng mạnh. Chúng tôi dự phóng doanh thu của PHR trong năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 1,917 tỷ đồng (-1.4% CK) / 2,027 tỷ đồng (+5.8% CK). Trong đó, doanh thu từ mảng cao su chiếm lần lượt là 75.4% và 72% tổng doanh thu cho năm 2022 và 2023.

2. Lợi nhuận ròng năm 2023 tăng trưởng nhờ cổ tức từ VSIP 3 và NTC 3

Trái ngược với sự tăng trưởng khiêm tốn của doanh thu, lợi nhuận của PHR có sự đa dạng hơn về nguồn thu. Trong giai đoạn 2017 – 2021, nguồn thu từ thanh lý cao su, đền bù đất cao su chiếm tỷ trọng lớn. Hệ quả là năm 2021 khi PHR không ghi nhận khoản đền bù đất cao su, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của PHR năm 2021 chỉ đạt 478 tỷ đồng (-56% CK).

Tuy nhiên, năm 2022 / 2023 chúng tôi ước tính PHR sẽ ghi nhận lần lượt 691 tỷ đồng / 267 tỷ đồng đền bù đất cao su từ VSIP 3. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của PHR sẽ được bù đắp từ phần cổ tức được chia ở KCN Nam Tân Uyên 3 và VSIP 3. Qua đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng trừ cổ đông thiểu số của PHR trong năm 2022 / 2023 lần lượt đạt 1,028 tỷ đồng (+115% CK) và 1,135 tỷ đồng (+10% CK).

3. Là doanh nghiệp trả cổ tức hấp dẫn

Trong giai đoạn từ 2016 – 2021, PHR luôn giữ mức chia cổ tức hấp dẫn với tỷ lệ chia cổ tức/lợi nhuận ròng duy trì trên 50%. Chúng tôi dự phóng năm 2022 – 2023, PHR sẽ tiếp tục chia cổ tức ở mức VND 4,500/cổ phiếu, tương ứng với mức tỷ suất cổ tức theo thị giá hiện tại là 9.4%/năm.

CTCP Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,632	1,945	1,917	2,028
Giá vốn hàng bán	(1,243)	(1,429)	(1,512)	(1,572)
Lợi nhuận gộp	389	516	405	456
Chi phí bán hàng và QLDN	(113)	(147)	(144)	(152)
Lợi nhuận hoạt động	275	370	261	304
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	275	370	261	304
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	210	184	228	621
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	172	197	232	625
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	38	(13)	(4)	(4)
Lợi nhuận trước thuế	1,382	597	1,216	1,194
Thuế TNDN	(257)	(84)	(145)	(12)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	1,125	513	1,071	1,182
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,125	513	1,071	1,182
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,082	477	1,028	1,135
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	43	36	43	47
Lợi nhuận sau thuế	1,125	513	1,071	1,182
Cổ đông công ty mẹ	1,082	477	1,028	1,135
Cổ đông thiểu số	43	36	43	47
EBITDA	378	482	366	427
FCF (Dòng tiền tự do)	456	957	1,071	899
EBITDA Margin (%)	23.2%	24.8%	19.1%	21.1%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	16.9%	19.0%	13.6%	15.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	69.0%	26.4%	55.9%	58.3%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	783.7	254.6	(152.3)	267.7
LNTT	1,382.3	597.5	1,217.0	1,216.1
Chi phí không bằng tiền	(17.0)	18.3	0.4	0.3
Khấu hao	103.0	112.8	104.8	123.4
Khấu trừ	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	91.9	(105.6)	32.1	(177.7)
Tăng giảm phải thu	24.8	(75.0)	1.9	(111.0)
Tăng giảm tồn kho	(44.4)	(67.9)	(38.1)	(33.6)
Tăng giảm phải trả	111.5	37.3	68.3	(33.1)
Các khoản thay đổi khác	(151.2)	(158.6)	(243.4)	(243.2)
LCTT hoạt động đầu tư	(751.2)	315.0	2,981.8	552.9
Tăng giảm Tài sản cố định	(89.5)	(114.9)	148.1	(367.9)
Tăng giảm Tài sản vô hình	82.5	32.2	732.5	275.0
Tăng giảm Mua/Bán công cụ nợ	141.8	204.1	4.0	4.5
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(886.0)	193.6	2,097.2	641.3
LCTT hoạt động tài chính	(275.1)	(858.1)	(629.7)	(504.3)
Tăng giảm nợ phải trả	(106.8)	348.8	(134.3)	(125.4)
Phát hành cổ phiếu	16.5	(16.5)	0	0
Cổ tức đã trả	(418.5)	(636.2)	(542.0)	(542.0)
Khác	233.7	(554.2)	46.6	163.1
Tăng (Giảm) tiền thuần trong năm	(242.7)	(288.5)	2,199.8	316.3
Số dư đầu kỳ	669.7	428.0	139.2	2,339.0
Số dư cuối kỳ	427.0	139.5	2,339.0	2,655.3

Nguồn: PHR, Flnpro, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	3,110.8	2,738.4	3,222.4	3,713.3
Tiền và TDT & Đầu tư ngắn hạn	427	140	2,376	2,828
Phải thu ngắn hạn	67.3	67.2	164.9	123.7
Tồn kho	299.9	338.4	411.3	448.0
Khác	2,316.6	2,192.8	270.2	313.6
Tài sản dài hạn	3,428.1	3,288.7	3,099.2	3,400.0
Tài sản cố định hữu hình	2,529.5	2,476.9	2,248.9	2,507.0
Đầu tư liên kết liên doanh	231.5	215.0	215.0	215.0
Tài sản dài hạn khác	667.1	596.8	635.3	678.0
Tổng tài sản	6,538.9	6,027.1	6,321.6	7,113.3
Nợ ngắn hạn	1,136.9	1,191.7	956.4	1,117.2
Phải trả ngắn hạn	52.4	50.0	69.6	73.9
Vay nợ ngắn hạn	116.4	175.9	88.2	125.9
Nợ ngắn hạn khác	968.1	965.8	798.6	917.4
Nợ dài hạn	2,090.7	1,726.2	1,776.2	1,828.3
Nợ vay dài hạn	528.0	241.8	241.8	241.8
Nợ dài hạn khác	1,562.7	1,484.4	1,534.4	1,586.5
Tổng nợ	3,227.6	2,917.9	2,732.6	2,945.5
Vốn chủ sở hữu	1,907	1,667	2,143	2,620
Vốn góp chủ sở hữu	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư cổ phần	21	21	21	21
Lợi nhuận giữ lại	530.6	291.2	766.8	1,244.4
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	1,404	1,442	1,446	1,548
Tổng nguồn vốn	3,311.3	3,109.2	3,589.0	4,167.8

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	6.6x	20.6x	7.8x	7.0x
P/CF (x)	9.4x	41.6x	-93.4x	0.0x
P/B (x)	1.1x	1.8x	1.3x	1.2x
EV/EBITDA (x)	26.8x	20.2x	23.7x	20.4x
EPS (VND)	7,985	3,524	7,589	8,375
CFPS (VND)	1,879	-656	3,529	6,641
BPS (VND)	48,256	44,474	46,648	52,492
DPS (VND)	3,000	4,500	4,500	4,500
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	36.0%	124.0%	57.0%	52.0%
Lợi suất cổ tức (%)	5.5%	8.3%	7.3%	7.3%
Tăng trưởng doanh thu	-0.4%	19.2%	-1.4%	5.8%
Tăng trưởng EBITDA (%)	18.1%	27.5%	-24.1%	16.7%
Tăng trưởng EBIT (x)	17.1%	34.2%	-29.3%	16.2%
Tăng trưởng EPS (x)	130.6%	-54.4%	108.6%	10.4%
Ngày phải thu (ngày)	15	13	31	22
Ngày tồn kho (ngày)	88	87	99	104
Ngày phải trả (ngày)	15	13	17	17
ROA (%)	17.2%	8.5%	16.9%	16.6%
ROE (%)	35.2%	17.2%	30.2%	28.7%
ROIC (%)	7.2%	10.9%	6.7%	6.8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	100.8%	97.6%	77.0%	71.5%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	270.0%	230.0%	340.0%	330.0%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	-7.0%	-9.0%	60.0%	60.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.5x	18.8x	12.7x	13.4x

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
----------------	------	--------	--------------

--	--	--	--

Stock Ratings

Buy : Relative performance of 20% or greater
 Trading Buy : Relative performance of 10% or greater, but with volatility
 Hold : Relative performance of -10% and 10%
 Sell : Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight : Fundamentals are favorable or improving
 Neutral : Fundamentals are steady without any material changes
 Underweight : Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be HT1eded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Co., Ltd. ("Mirae Asset") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset makes no guarantee, representation or warranty, express, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them

may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or HT1lied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Vietnam International Network**Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336