

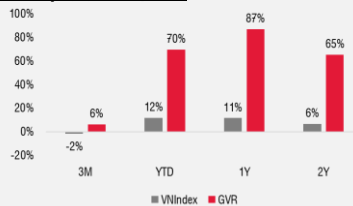
## Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 27/06/2024  
**NGÀNH:** BẤT ĐỘNG SẢN  
**CVPT cao cấp:** Ngô Thị Kim Thanh  
**Email:** [thanhntk@ssi.com.vn](mailto:thanhntk@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-28 3636 3688 ext. 3053

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **36.100 Đồng**  
**Giá CP ngày 26/06/2024:** 35.950 Đồng  
**% Tăng giá:** **+0,4%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 5.669  
**Giá trị vốn hoá (tỷ VND):** 143.800  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 4.000  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 4.558.059  
**Giá cao nhất/thấp nhất 52T (NĐ):** 36,2/16,6  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 150,2  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 0,5  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 96,8

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) được thành lập từ năm 1975. Ngày 26/12/2017, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt phương án cổ phần hóa. VRG hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần từ ngày 1/6/2018. VRG hiện quản lý 394.782 ha diện tích trồng cao su, sản lượng bình quân 500.000 tấn cao su/năm - chiếm 30% tổng sản lượng cao su Việt Nam. Ngoài ra, VRG hiện có 5 công ty sản xuất sản phẩm công nghiệp, 18 nhà máy sản xuất gỗ cao su, MDF và phát triển 11 KCN tại các công ty con, công ty liên kết.

## Tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ giá cao su đạt mức cao nhất từ năm 2022

**Kết quả kinh doanh 5T2024.** Theo ban lãnh đạo, GVR đạt khoảng 7,12 nghìn tỷ đồng doanh thu, tương đương 28,5% kế hoạch năm của công ty. Lợi nhuận trước thuế đạt 1.108 tỷ đồng (+32% svck), hoàn thành 32,2% kế hoạch năm của công ty. Kết quả kinh doanh tích cực nhờ giá cao su tăng mạnh, tăng hơn 18% svck.

**Về quá trình chuyển đổi đất từ cao su sang phát triển khu công nghiệp.** GVR đang ưu tiên hoàn thiện các thủ tục pháp lý, đảm bảo phê duyệt đầu tư và thực hiện đầu tư phát triển khu công nghiệp, phù hợp với chiến lược quy hoạch sử dụng đất ở nhiều tỉnh từ năm 2025 đến năm 2030. Tổng diện tích đất KCN đến năm 2025 -2030 dự kiến là 23.444 ha (+3,57 lần so với năm 2024), tập trung ở các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa - Vũng Tàu.

**Lợi nhuận từ đền bù đất cây cao su tại các KCN từ năm 2025.** Trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt đạt 24,5 nghìn tỷ đồng (+10,7% svck) và 3,7 nghìn tỷ đồng (+11,4% svck), cao hơn kế hoạch đặt ra của công ty, chủ yếu nhờ giá cao su tăng. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LNST tăng 50,5% svck nhờ lợi nhuận đến từ hỗ trợ đền bù đất trồng cây cao su tại các KCN như Cao su Đồng Nai, Cao su Bà Rịa, Cao su Dầu Tiếng và Cao su Phú Riềng.

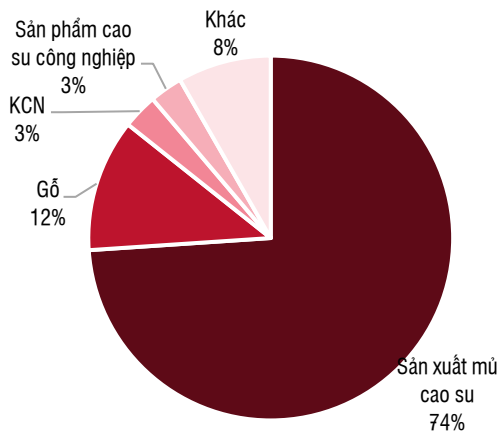
**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi đánh giá triển vọng của GVR khá lạc quan nhờ diện tích đất cao su lớn nhất cả nước, với quỹ đất 394.782 ha trải khắp trên nhiều tỉnh thành như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh... Việc chuyển đổi hơn 23.000 ha đất trồng cao su sang đất KCN là cơ hội đặc biệt để công ty viết tiếp chặng đường tương lai tiếp theo. Chúng tôi cho rằng ngành kinh doanh cao su tự nhiên sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá cao su tăng trong thời gian tới (theo ước tính của chúng tôi, giá cao su tăng 1% sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất cao su của GVR tăng 0,5%). Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho GVR là **36.100 đồng/cổ phiếu** (cao hơn 16% so với giá mục tiêu trước đó do chúng tôi giả định giá cao su cao hơn và tỷ lệ chiết khấu thấp hơn, từ 12% xuống 10,8%). Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GVR.

## KQKD Q1/2024

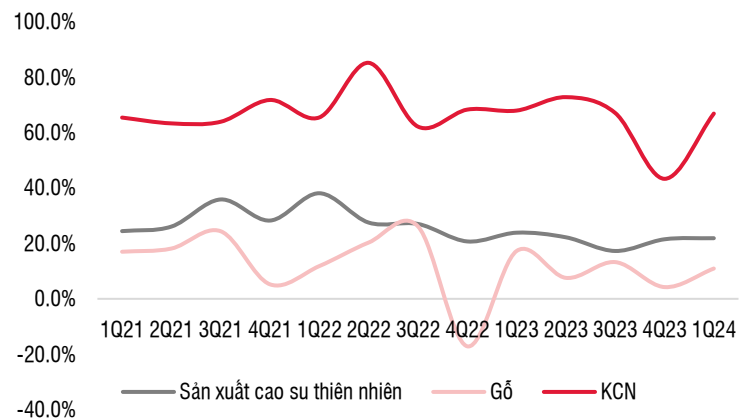
Trong Q1/2024, doanh thu và LNST lần lượt đạt 4,5 tỷ đồng (+10,8% svck) và 650 tỷ đồng (-14% svck) do thu nhập từ hỗ trợ đền bù đất trồng cây cao su giảm. Tăng trưởng chủ yếu đến từ sản xuất cao su tự nhiên, chế biến gỗ, sản xuất kinh doanh sản phẩm cao su và phát triển các KCN. Cụ thể như sau:

- **Sản xuất cao su tự nhiên.** Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (+16% svck) và 395 tỷ đồng (+14% svck). Mặc dù giá cao su tự nhiên tăng 18% svck nhưng sản lượng tiêu thụ cao su lại giảm nhẹ 2% svck đạt 85.000 tấn trong Q1/2024.
- **Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm cao su.** Doanh thu thuần và LNTT đạt 143 tỷ đồng (+53% svck) và 36,6 tỷ đồng, phục hồi đáng kể so với mức lỗ 21 tỷ đồng svck, chủ yếu nhờ tăng trưởng của sản phẩm lốp xe tải và xe máy.
- **Chế biến gỗ cao su:** Tập đoàn đang vận hành 18 nhà máy sản xuất gỗ với tổng sản lượng 1.076 triệu m<sup>3</sup>/năm. Doanh thu của mảng này giảm xuống còn 538 tỷ đồng (-5% svck) trong Q1/2024 do gỗ MDF đôi mặt với nhu cầu giảm và cạnh tranh gay gắt về giá.
- **Khu công nghiệp:** Doanh thu và LNTT từ các KCN đạt 166 tỷ đồng (+3% svck) và 85 tỷ đồng (+5% svck), nhờ giá cho thuê trung bình cao hơn tại các KCN đang hoạt động.

### Cơ cấu doanh thu trong Q1/2024



### Biên lợi nhuận gộp (%) theo từng mảng hoạt động trong Q1/21-Q1/24



Nguồn: GVR, SSI Research

GVR nắm giữ 16,3 nghìn tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn, chiếm 21% tổng tài sản. Trong khi đó, nợ ngắn hạn và dài hạn giảm xuống còn 5,9 nghìn tỷ đồng (-10% svck), tương ứng hệ số D/E là 0,1x trong Q1/2024.

**Kết quả kinh doanh 5T2024.** Theo ban lãnh đạo, GVR đạt khoảng 7,12 nghìn tỷ đồng doanh thu, tương đương 28,5% kế hoạch năm của công ty. Lợi nhuận trước thuế đạt 1.108 tỷ đồng (+32% svck), hoàn thành 32,2% kế hoạch năm của công ty. Kết quả kinh doanh tích cực nhờ giá cao su tăng mạnh, tăng 18% svck.

## Kế hoạch kinh doanh năm 2024

Công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST hợp nhất cho năm 2024 lần lượt là 24,99 nghìn tỷ đồng (+1% svck) và 3,43 nghìn tỷ đồng (+2% svck), chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng. Kế hoạch năm được ban lãnh đạo đưa ra dựa trên các giả định sau: (i) giá bán trung bình dự kiến tăng 2% và sản lượng tiêu thụ cao hơn 3-4% svck; (ii) nhu cầu đối với sản phẩm MDF tiếp tục yếu do thị trường bất động sản phục hồi chậm và (iii) tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại các KCN của GVR.

### Kế hoạch CAPEX là 1 nghìn tỷ đồng (+77x svck) để phát triển các KCN mới.

Công ty đang cho khai thác 11 dự án KCN tại các công ty con và công ty liên kết, với tổng diện tích 6.566 ha. Ngoài 11 KCN này, công ty đang mở rộng thêm các KCN trọng điểm mới như:

- Dự án Khu công nghiệp NTC3 - Bình Dương (với tổng diện tích 344 ha; trong đó GVR sở hữu 20,42%) đang chờ quyết định nộp tiền sử dụng đất của UBND tỉnh Bình Dương. Sau đó, NTC sẽ nhận bàn giao đất từ UBND tỉnh Bình Dương và xây dựng cơ sở hạ tầng và bắt đầu cho thuê vào năm 2025.
- Các dự án đã được Bộ Kế hoạch và Đầu tư thẩm định và đang trình phê duyệt bao gồm: (a) KCN Bắc Đông Phú (với tổng diện tích 317ha, trong đó GVR sở hữu 28,17%); (b) KCN Rạch Bắp (với tổng diện tích 360 ha, trong đó GVR sở hữu 92,67%); và (c) KCN Minh Long 3 (với tổng diện tích 577,33 ha; trong đó GVR sở hữu 39,8%). Sau đó, các chủ đầu tư KCN sẽ tiến hành bồi thường giải phóng mặt bằng, nộp tiền sử dụng đất và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Kế hoạch **cổ tức bằng tiền mặt** là 3% trên mệnh giá vào năm 2024.

**Về quá trình chuyển đổi đất cao su sang phát triển KCN.** GVR đang ưu tiên hoàn thiện các thủ tục pháp lý, đảm bảo phê duyệt đầu tư và thực hiện đầu tư phát triển khu công nghiệp, phù hợp với chiến lược quy hoạch sử dụng đất ở nhiều tỉnh từ năm 2025 đến năm 2030. Tổng diện tích đất KCN đến năm 2025 -2030 dự kiến là 23.444 ha (+3,57 lần so với năm 2024), tập trung ở các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa - Vũng Tàu.

Các KCN trên đất cao su chuyển đổi tại các công ty con của GVR nằm trong quy hoạch phát triển KCN đến năm 2030 tại các tỉnh như sau:

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích (ha) trong quy hoạch GP 2021-2030
<b>Tỉnh Đồng Nai</b>		
<b>KCN đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt</b>		
KCN Phước Bình 2	294	
KCN Long Đức 3	244	
KCN Xuân Quê – Sông Nhạn	3.595	
KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp	2.627	
<b>Quy hoạch giai đoạn 2021-2030, KCN chưa được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt</b>		
KCN Phước Bình 2B	260	
KCN Phước Bình 3	250	
KCN Long Khánh – Xuân Thiên	500	
KCN Bàu Xéo 2	380	
<b>Tỉnh Bình Dương</b>		
<b>KCN đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt</b>		

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích (ha) trong quy hoạch GD 2021-2030
KCN Rạch Bắp mở rộng	639	360
KCN Tân Lập I	200	200
KCN VSIP 3	1.000	804
<b>Quy hoạch giai đoạn 2021-2030, KCN chưa được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt</b>		
KCN Tân Uyên 3	556	556
KCN Dầu Tiếng 1A	800	400
KCN Dầu Tiếng 4	732	500
KCN Dầu Tiếng 5	500	320
KCN Phú Giáo 4	1,034	500
<b>Tỉnh Bình Phước</b>		
KCN Minh Hưng III mở rộng	578	
KCN Bắc Đồng Phú mở rộng	317	
KCN Nam Đồng Phú mở rộng	480	
KCN Đông Nam Đồng Phú	1.619	
<b>Các KCN được thêm vào quy hoạch giai đoạn 2021-2030</b>		
KCN Đông Nam Đồng Phú	2.581	
KCN Long Tân	283	
KCN Minh Lập và Minh Hưng	800	
KCN Nam Đồng Phú- Giai đoạn II	900	
KCN Phú Riềng	493	
KCN Long Hà	524	
KCN Bắc Đồng Phú - Giai đoạn III	400	

Nguồn: SSI tổng hợp

**Về kế hoạch thoái vốn khỏi các công ty con:** Một số điểm mấu chốt trong kế hoạch tái cơ cấu giai đoạn 2021-2025 như sau:

- GVR duy trì 100% sở hữu tại 20 công ty con bao gồm các công ty như Cao su Đồng Nai, Cao su Bình Long, Cao su Dầu Tiếng;
- GVR duy trì sở hữu 65% cổ phần tại 13 công ty như Cao su Bà Rịa, Cao su Tân Uyên, Cao su Phước Hòa;
- GVR nắm giữ tỷ lệ sở hữu từ 50-65% tại 9 công ty, bao gồm Cao su Hòa Bình và Cao su Đồng Phú;
- Tỷ lệ sở hữu của GVR dưới 50% tại 17 công ty;
- GVR đang chuyển nhượng phần vốn góp tại 8 công ty, như CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG: Upcom, GVR sở hữu 15,05%) và CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP: HOSE, GVR sở hữu 1,99%).

## Triển vọng

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt đạt 24,5 nghìn tỷ đồng (+10,7% svck) và 3,7 nghìn tỷ đồng (+11,4% svck), cao hơn kế hoạch của công ty. Doanh thu từ sản xuất cao su dự báo đạt 19,5 nghìn tỷ đồng (+16% svck) do sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 537 triệu tấn (+2% svck) và giá bán cao su tăng 16% svck (đạt mức 36,4 triệu đồng/tấn). Giá cao su tăng cao xuất phát từ nguồn cung toàn cầu giảm liên quan đến dịch bệnh và tác động của thời tiết như sự chuyển đổi giữa El Nino và La Nina. Biên lợi nhuận gộp cao su tự nhiên được dự báo sẽ tăng 4% svck lên 25%, nhờ giá bán trung bình cao hơn. Doanh thu chế biến gỗ cao su có thể đạt 2.363 tỷ đồng (-18% svck) với biên lợi nhuận gộp giảm 4% svck do sản lượng thấp hơn. Doanh thu KCN dự kiến tăng 5% svck đạt 935 tỷ đồng, chủ yếu nhờ giá cho thuê cao hơn, với biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 65% (+2% svck).

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LNST tăng 50,5% svck nhờ lợi nhuận đến từ hỗ trợ đền bù đất trồng cây cao su tại các KCN như Cao su Đồng Nai, Cao su Bà Rịa, Cao su Dầu Tiếng và Cao su Phú Riềng.

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	26.226	25.483	22.138	24.552	28.031
% tăng trưởng	24,20%	-2,83%	-13,13%	10,90%	14,17%
Lợi nhuận gộp	7.575	6.342	4.963	5.891	6.586
Biên lợi nhuận gộp	28,88%	24,89%	22,42%	23,99%	23,50%
Thu nhập tài chính	831	885	1.115	1.148	1.183
Chi phí tài chính	-716	-696	-618	-587	-558
SG&A	-2.189	-2.354	-2.455	-2.774	-2.887
Thu nhập khác	82	658	165	330	1.743
LNTT	6.212	5.701	4.123	4.508	6.810
Lợi nhuận ròng	4.158	3.838	3.372	3.759	5.658
Tăng trưởng LN ròng (%)	10,29%	-7,70%	-12,14%	11,47%	50,53%
EPS (VND)	1.040	807	646	940	1.415

Nguồn: GVR, SSI Research

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá triển vọng của GVR khá lạc quan nhờ diện tích đất cao su lớn nhất cả nước, với quý đất 394.782 ha trải khắp trên nhiều tỉnh thành như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh... Việc chuyển đổi hơn 23.000 ha đất trồng cao su sang đất KCN là cơ hội đặc biệt để công ty viết tiếp chặng đường tương lai tiếp theo. Chúng tôi cho rằng ngành kinh doanh cao su tự nhiên sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá cao su tăng trong thời gian tới (theo ước tính của chúng tôi, giá cao su tăng 1% sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất cao su của GVR tăng 0,5%). Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho GVR là **36.100 đồng/cổ phiếu** (cao hơn 16% so với giá mục tiêu trước đó do chúng tôi giả định giá cao su cao hơn và tỷ lệ chiết khấu thấp hơn, từ 12% xuống 10,8%). Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GVR.

**Rủi ro:** (i) Việc chuyển đổi đất trồng cao su sang phát triển KCN có thể gặp khó khăn và chậm tiến độ; và (ii) Nhu cầu cao su nói chung có thể giảm do nền kinh tế toàn cầu gặp khó khăn.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	4.370	5.564	6.766	8.430
+ Đầu tư ngắn hạn	11.212	11.355	11.755	11.873
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.763	2.546	2.151	2.065
+ Hàng tồn kho	4.131	3.360	3.085	3.239
+ Tài sản ngắn hạn khác	974	1.017	1.098	1.186
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>23.450</b>	<b>23.842</b>	<b>24.855</b>	<b>26.792</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	675	657	690	725
+ GTCL Tài sản cố định	33.981	34.438	37.193	37.937
+ Bất động sản đầu tư	1.419	1.344	1.309	1.270
+ Tài sản dài hạn dở dang	12.102	10.774	10.101	10.505
+ Đầu tư dài hạn	2.827	2.957	3.104	3.260
+ Tài sản dài hạn khác	3.994	4.049	3.847	3.654
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>54.998</b>	<b>54.220</b>	<b>56.245</b>	<b>57.351</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>78.448</b>	<b>78.062</b>	<b>81.100</b>	<b>84.143</b>
+ Nợ ngắn hạn	10.391	9.653	8.687	7.819
Trong đó: vay ngắn hạn	2.817	3.003	2.402	1.922
+ Nợ dài hạn	14.542	13.432	13.164	12.900
Trong đó: vay dài hạn	4.596	3.577	3.398	3.228
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>24.932</b>	<b>23.085</b>	<b>21.851</b>	<b>20.719</b>
+ Vốn góp	40.000	40.000	40.000	40.000
+ Thặng dư vốn cổ phần	199	326	326	326
+ Lợi nhuận chưa phân phối	5.020	5.187	5.966	6.860
+ Quý khác	72	41	49	59
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>53.516</b>	<b>54.977</b>	<b>57.193</b>	<b>59.799</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>78.448</b>	<b>78.062</b>	<b>81.100</b>	<b>84.143</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.343	3.249	3.411	4.093
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-539	-1.087	-1.196	-1.315
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.712	-921	-1.013	-1.114
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-908</b>	<b>1.241</b>	<b>1.202</b>	<b>1.664</b>
Tiền đầu kỳ	5.304	4.370	5.564	6.766
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>42</b>	<b>5.564</b>	<b>6.766</b>	<b>8.430</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,26	2,47	2,86	3,43
Hệ số thanh toán nhanh	1,86	2,12	2,51	3,01
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,42	0,58	0,78	1,08
Nợ ròng / EBITDA	0,35	0,14	-0,23	-0,56
Khả năng thanh toán lãi vay	9,02	7,43	6,95	10,2
Ngày phải thu	39,7	42	32	26,9
Ngày phải trả	9,7	10,8	10,3	9,4
Ngày tồn kho	79,2	71,4	60,3	55,1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,68	0,7	0,71	0,71
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,13	0,12	0,11	0,09
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,47	0,42	0,38	0,35
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,14	0,12	0,1	0,09
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,05	0,05	0,04	0,03

Nguồn: GVR, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>25.421</b>	<b>22.138</b>	<b>24.552</b>	<b>28.031</b>
Giá vốn hàng bán	-19.031	-17.176	-18.661	-21.445
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.390</b>	<b>4.963</b>	<b>5.891</b>	<b>6.586</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	894	1.115	1.148	1.183
Chi phí tài chính	-694	-618	-587	-558
Thu nhập từ các công ty liên kết	204	-208	0	0
Chi phí bán hàng	-592	-591	-603	-615
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.757	-1.864	-2.171	-2.272
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>4.445</b>	<b>2.796</b>	<b>3.678</b>	<b>4.324</b>
Thu nhập khác	1.323	1.318	330	1.743
Lợi nhuận trước thuế	5.768	4.114	4.508	6.810
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>4.804</b>	<b>3.373</b>	<b>3.759</b>	<b>5.658</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>3.882</b>	<b>2.623</b>	<b>2.994</b>	<b>4.878</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	922	750	765	780
EPS cơ bản (VND)	807	646	940	1.415
Giá trị sổ sách (VND)	13.379	13.744	14.298	14.950
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	400	400	400	400
EBIT	6.259	4.591	4.078	5.688
EBITDA	8.718	7.080	4.273	5.883
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-2,9%	-12,9%	10,9%	14,2%
EBITDA	-4,5%	-18,8%	-39,7%	37,7%
EBIT	-8,2%	-26,6%	-11,2%	39,5%
Lợi nhuận ròng	-10,0%	-29,8%	11,4%	50,5%
Vốn chủ sở hữu	3,0%	2,7%	4,0%	4,6%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-0,7%	-0,5%	3,9%	3,8%
<b>Định giá</b>				
PE	43,2	54	37,1	24,7
PB	2,6	2,5	2,4	2,3
Giá/Doanh thu	1,4	1,6	1,5	1,3
Tỷ suất cổ tức	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25,1%	22,4%	24,0%	23,5%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	17,5%	12,6%	15,0%	15,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,9%	15,2%	15,3%	20,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,3%	2,7%	2,5%	2,2%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	6,9%	8,4%	8,8%	8,1%
ROE	9,0%	6,1%	6,6%	9,5%
ROA	4,9%	3,4%	3,7%	5,8%



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành BĐS KCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Dữ liệu

##### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704