

GVR - Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam

20/08/2019

TẮC ĐẤT TẮC VÀNG

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Hồng (Phân tích cơ bản)
hongnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	19,212
Giá đóng cửa	16,500
Upside	+17%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	16,500

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	4,000
Vốn hóa (VND. bil)	67,200
Giá cao nhất trong 52 tuần	16,800
KLGD trung bình 10 phiên	2,210,690
Sở hữu nước ngoài	0.65%



Chart (1 year)



Tổng quan công ty: Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam được thành lập năm 2006 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án thí điểm hình thành Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam và Quyết định số 249/2006/QĐ-TTg ngày 30/10/2006 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Công ty mẹ - Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 19,212 đồng/cổ phiếu dựa trên dựa trên phương pháp DCF cho phần kinh doanh cốt lõi và phương pháp đánh giá lại tài sản đầu tư dài hạn và giá trị kỳ vọng từ việc chuyển nhượng đất. BSC cho rằng giá trị giao dịch GVR hiện nay chủ yếu phản ánh mảng kinh doanh cốt lõi, chưa phản ánh tiềm năng chuyển đổi đất cho địa phương và giá trị các công ty con.

Luận điểm đầu tư

1. Giá cao su 2019 được dự báo có xu hướng phục hồi nhẹ, tăng theo giá cao su thế giới.
2. Mảng kinh doanh gỗ khả quan nhờ triển vọng ngành hưởng lợi từ hiệp định thương mại CPTPP, EVFTA.
3. Xu hướng chuyển đổi đất nông nghiệp thành KCN

Catalyst

1. Lợi nhuận đột biến từ chuyển đổi đất cao su thành KCN: Giai đoạn 1(2019 – 2020): hơn 1,500 ha NTC, VSIP, sân bay Long Thành và giai đoạn 2 (2021- 2025) chuyển đổi 7,000 ha ở các tỉnh Đông Nam Bộ với giá chuyển nhượng khoảng 600 triệu đồng/ ha.
2. Tập đoàn GVR chủ trương thoái vốn khỏi các công ty con không hiệu quả và chuyển sàN HOSE vào quý 3/2019.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019. Chúng tôi dự báo DT và LNST của tập đoàn GVR năm 2019 đạt 23,650 tỷ đồng (+19.97% yoy) và 3,728 tỷ đồng (+11.84% yoy) dựa trên giả định chủ yếu 3 mảng kinh doanh:

1. Doanh thu mảng cao su đạt 15,406 tỷ đồng (+27% yoy), biên LNG đạt 13% đến từ sản lượng tiêu thụ đạt 450 - 460 tấn (+20% yoy) và giá bán cao su đạt 34.5 triệu/tấn (+5% yoy)
2. Doanh thu mảng kinh doanh gỗ đạt 3,818.32 tỷ (+10% yoy), biên LNG đạt 26%
3. Kinh doanh KCN đạt 1,289 tỷ đồng với việc cho thuê (ii) các KCN hiện hữu khoảng 400 ha (+7% yoy) và 2 KCN mới (An Điền và Pleiku) (ii) giá cho thuê KCN tăng khoảng +15.7% yoy.

Cập nhật KQKD 6T.2019. DT và LNST lần lượt đạt 7,611 tỷ đồng (+35% yoy) và 1,058 tỷ đồng (+34% yoy).

Rủi ro đầu tư

1. Rủi ro chậm tiến độ chuyển giao đất.
2. Biến động giá cao su và giá gỗ.

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 19,292 dựa trên phương pháp DCF cho phần kinh doanh cốt lõi và phương pháp đánh giá lại tài sản: (1) tài sản đầu tư dài hạn và (2) giá trị kỳ vọng từ việc chuyển nhượng đất. Chúng tôi khuyến nghị dựa trên những yếu tố sau:

Tiềm năng chuyển đổi đất cao su thành đất khu công nghiệp	- GVR sở hữu quỹ đất lớn khoảng 407,800 ha. Quỹ đất của GVR khi chuyển đổi thành đất KCN có lợi thế (1) quỹ đất sạch chiếm phần lớn giúp DN ít phải đền bù nhiều cho dân cư và (2) chi phí giải phóng mặt bằng thấp. - Nhu cầu đất KCN tăng cao nhờ dòng vốn FDI. - Giá đất chuyển nhượng KCN dự kiến tăng mạnh khoảng gấp đôi giai đoạn 2017 – 2018.
Thoái vốn và chuyển sà HOSE	- Thoái vốn ngoài ngành: GVR có kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2019-2020 các mảng kinh doanh không cốt lõi với giá trị sổ sách khoảng 2,200 tỷ đồng, DN sẽ dùng nguồn tiền này để tái đầu tư vào các mảng kinh doanh chính như gỗ, cao su, khu công nghiệp và nông nghiệp công nghệ cao. - Chuyển sà HOSE: Theo nghị quyết ĐHCĐ, GVR sẽ chuyển sà HOSE vào quý 3/2019.
Dự báo giá cao su trong nước phục hồi	- Giá cao su thế giới trong 7 tháng 2019 phục hồi mạnh đạt mức trung bình 200.6 JPY/kg tăng 18% với trung bình năm 2018. - Mặc dù, giá cao su đã chứng kiến sự phục hồi tốt nửa đầu năm 2019, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng giá cao su sẽ không còn nhiều và bình ổn ở mức 34 – 35 triệu đồng/năm (+5% yoy) do các yếu tố cơ bản chưa hỗ trợ thị trường (tiêu thụ ô tô trung quốc, tình trạng dư cung).
Kinh doanh gỗ khả quan	- GVR sở hữu 13 công ty chế biến gỗ trong đó gỗ ghép tấm chiếm 60% thị phần trong nước, gỗ MDF chiếm 50% thị phần nên có ưu thế hưởng lợi lớn từ chiến tranh thương mại và các hiệp định kinh tế. - Bên cạnh triển vọng xuất khẩu tốt, CPTPP giúp hạ thuế xuất khi nhập máy móc, thiết bị và công nghệ từ các quốc gia phát triển như Nhật Bản, Canada... giúp các doanh nghiệp ngành gỗ cải thiện chi phí. - Diện tích thanh lý bình quân hàng năm đạt 10,000 ha cao su, GVR luôn chủ động nguồn cung nguyên liệu các sản phẩm làm từ gỗ.
Định giá 19,212 đồng/cp	- Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi rơi vào khoảng 15,075 đồng/cp. - Giá trị đánh giá lại các công ty con rơi và lợi nhuận kỳ vọng từ chuyển nhượng đất vào khoảng 4,137 đồng/cp.

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Công nghiệp Cao su hữu tổng diện tích cao su khoảng 407,800 ha. Trong đó khoảng 196,749 ha thuộc công ty mẹ và hơn 211,000 ha thuộc các công ty con. Vườn cao su tại một số công ty con niêm yết của GVR có diện tích khoảng như sau: Cao Su Phước Hòa (14,734 ha), Cao su Đồng Phú (9,340 ha), Cao su Hòa Bình (5,061 ha), Cao su Tây Ninh (7,005 ha), Cao Su Tân Biên (6,175 ha), Cao su Bà Rịa (8,507 ha), Cao su Thống Nhất (1,880 ha). DN có 3 mảng kinh doanh chính là cao su, gỗ và đầu tư vào các khu công nghiệp:

- **Mảng kinh doanh cao su:** Năm 2018, GVR có diện tích kinh doanh cao su khoảng 201,083 ha, diện tích cao su kiến thiết cơ bản đạt 206,717 ha với năng suất trung bình 1.5 tấn/ha, riêng khu vực Đông Nam Bộ năng suất cao hơn đạt 1.9 tấn/ha. Trung bình mỗi năm GVR chế biến trên 350,000 tấn mủ cao su. Doanh thu mủ cao su 2018 đạt 10,071 tỷ đồng (đóng góp 62% vào tổng doanh thu), biên lợi nhuận gộp 1H.2018 ở mức 23%, 2H.2018 giảm xuống còn 15%. Nguyên nhân biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2018 giảm mạnh do giá bán giảm mạnh ở mức 31-32 triệu đồng/tấn (-18% YoY) trong khi giá vốn ở mức giảm -8% yoy. Với sản lượng cao su tiêu thụ trung bình mỗi năm khoảng 400-450 nghìn tấn, kết quả kinh doanh GVR sẽ phụ thuộc nhiều vào giá cao su.
- **Mảng kinh doanh gỗ:** GVR hiện có 13 nhà máy chế biến các sản phẩm gỗ như ván MDF, gỗ ghép, gỗ tinh chế. Doanh thu mảng chế biến gỗ năm 2018 đạt 3,471 tỷ đồng (chiếm khoảng 18% tổng doanh thu), biên LNG mảng gỗ ở mức khá cao trung bình năm 2018 đạt 28%. Năm 2018, tập đoàn sản xuất 311,193 m3 gỗ ghép tấm chiếm khoảng 60% nguồn cung của thị trường và 953,026 m3 gỗ MDF sản xuất, chiếm 50% thị phần trong nước.
- **Mảng bất động sản khu công nghiệp:** Ngoài hoạt động kinh doanh cao su và gỗ, GVR đang quản lý 12 khu công nghiệp với tổng diện tích khoảng 6,000 ha và diện tích thương phẩm khoảng 4,013 ha. Năm 2018, diện tích cho thuê được 378 ha (đạt 131% kế hoạch đặt ra) với tỷ lệ lấp đầy hơn 85%. Các khu công nghiệp của GVR có quy mô lớn, giá đền bù thấp, nền đất cao nên chi phí đầu tư thấp. Chúng tôi nhận thấy các KCN này phần lớn nằm ở khu kinh tế trọng điểm phía nam nên được hưởng lợi làn sóng đầu tư khu công nghiệp khiến cho giá cho thuê tăng cao và KQKD năm 2018 khả quan.

Bảng một số khu công nghiệp GVR đang sở hữu

Các Khu công nghiệp	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Quỹ đất (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Diện tích cho thuê 2018 (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
CTCP KCN Nam Tân Uyên*	Bình Dương	42,30%	659	95	4,61	61%
CTCP KCN An Điền	Bình Dương	92,67%	447	55	30	56%
CTCP KCN Dầu Giây	Đồng Nai	77,05%	192	65	30	56%
CTCP KCN Long Khánh	Đồng Nai	76,00%	150	60	33	85%
CTCP KCN Bắc Đồng Phú (Bắc và Nam Đồng Phú)	Bình Phước	45,38%	146	20	37,2	68%
CTCP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	55,38%	207	22	34	78%
CTCP KCN Tân Bình	Bình Dương	59,64%	983	35	45	15%
CTCP Thống Nhất (KCN Bàu Xéo)	Đồng Nai	36,07%	328	60	11	97%
CTCP KCN Hố Nai	Đồng Nai	57,35%	302	84	60	43%

Nguồn: BSC Research (*: bao gồm KCN Nam Tân Uyên 3)

Luận điểm đầu tư**Luận điểm 1. Tiềm năng chuyển nhượng đất cao su thành khu công nghiệp**

GVR sở hữu quỹ đất lớn khoảng 407,800 ha, là doanh nghiệp có diện tích cao su lớn nhất trong ngành. Quỹ đất của GVR khi chuyển đổi thành đất KCN có lợi thế (1) quỹ đất sạch chiếm phần lớn giúp DN ít phải đền bù cho dân cư và (2) chi phí giải phóng mặt bằng thấp.

FDI tăng trưởng mạnh cùng chiến tranh thương mại là động lực thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu KCN. Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, ước tính trong 6 tháng đầu năm 2019, các KCN, khu kinh tế đã thu hút FDI với số vốn đăng ký mới đạt khoảng 8.7 tỷ USD, chiếm 48.3% tổng lượng FDI, trong đó các tỉnh ở phía Nam (Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước) là tâm điểm thu hút. Do đó, chúng tôi cho rằng GVR sẽ đẩy mạnh công tác chuyển nhượng, trả lại đất cho địa phương để kịp thời đáp ứng nhu cầu xây dựng KCN đang có dấu hiệu tăng trưởng mạnh. DN dự kiến việc chuyển nhượng đất sớm nhất gồm: **(1)** Giai đoạn 1 (2019 – 2020), GVR phê duyệt Phước Hòa sẽ bàn giao 355 ha Nam Tân Uyên 3; 691 ha cho VSIP và 350 ha dự án Cảng hàng không Long Thành. **(2)** Giai đoạn 2 (2021 – 2025): GVR định hướng phát triển khoảng 7,000 ha ở khu vực Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Dương, Bình Phước, Tây Nguyên. Ngoài ra tập đoàn chủ trương đầu tư vào các KCN An Điền, Nam Tân Uyên, Tân Bình và Pleiku.

Bảng Quỹ đất của GVR sau cổ phần hóa

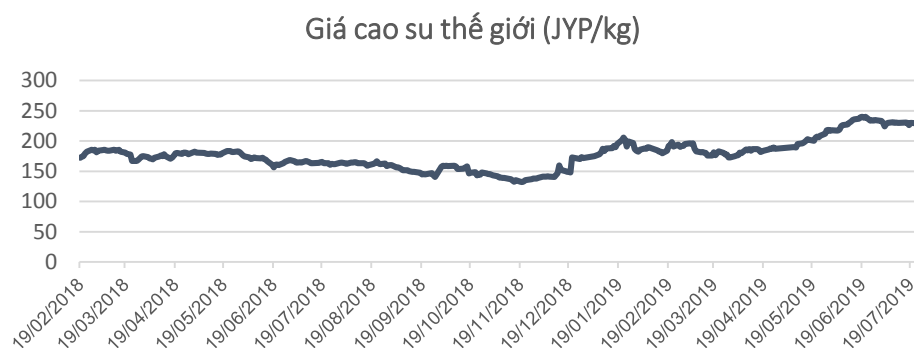
Đơn vị	Đất nông nghiệp (ha)	Đất phi nông nghiệp (ha)	Tổng (ha)
Công ty mẹ và các công ty con	212,295	4,078	216,373
Quỹ đất của các công ty CP - TNHH quản lý	261,781	13,776	275,557
Đất trong nước	118,192	7,800	125,992
Cao su	117,799	2,436	120,235
Đông Nam Bộ	58,915	881	59,796
Tây Nguyên	19,705	320	20,025
Duyên hải Miền Trung	4,581	299	4,880
Miền núi phía Bắc	34,597	937	35,534
Công nghiệp cao su	-	27	27
Chế biến gỗ	-	142	142
Khu công nghiệp		4,438	4,438
Thủy điện	393	752	1,145
Khác	-	5	5
Đất ngoài nước	143,589	5,975	149,564
Lào	28,311	968	29,279
Campuchia	115,278	5,008	120,286

Nguồn: GVR, BSC Research

Giá đất chuyển nhượng KCN dự kiến tăng khoảng gấp đôi giai đoạn 2017 – 2018. Theo doanh nghiệp chia sẻ PHR và NTC đã thương lượng xong giá đền bù cho Nam Tân Uyên 3 sẽ là 2.5 tỷ (cao gấp gần 2 lần so với trước đây -1.3 tỷ/ha). Với việc chuyển nhượng 691 ha cho VSIP, PHR sẽ nhận 1.3 tỷ/ha trên diện tích bàn giao và 20% lợi nhuận của dự án, đồng thời PHR sẽ góp vốn thêm ít nhất 20% vốn điều lệ, tổng số tiền đền bù sẽ không thấp hơn 2.5 tỷ/ha. Với dự án sân bay Long Thành, giá đền bù khoảng 600 triệu đồng/ha (gấp 2.4 lần giá ban đầu khoảng 250 triệu đồng/ha). Theo đó, lợi nhuận dự kiến từ việc PHR bàn giao NTC và VSIP khoảng và chuyển nhượng sân bay Long Thành khoảng 8,065 tỷ đồng.

Luận điểm 2. Giá cao su trong nước kỳ vọng hồi phục nhẹ sau thời kỳ giảm sâu năm 2018.

Giá cao su thế giới trong 7 tháng 2019 phục hồi mạnh đạt mức trung bình 200.6 JPY/kg tăng 18% với giá trung bình năm 2018. Nguyên nhân giá cao su thế giới phục hồi tốt: (1) Giá dầu trong 7 tháng 2018 đạt mức 57.5 USD/barell (+2.8% so với quý 4/2018) khiến tăng giá cao su tổng hợp tăng, kích thích cầu tiêu thụ cao su tự nhiên, (2) Ba nước sản xuất cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới là Thái Lan, Indonesia và Malaysia đã quyết định cắt giảm nguồn cung khoảng 300,000 tấn để hỗ trợ tăng giá cao su trên thị trường quốc tế, (3) Thời tiết tại Vân Nam Trung Quốc đang vào mùa khô hạn, tác động đến sản lượng khai thác mủ cao su, Vân Nam đóng góp cung cấp 50% tổng sản lượng cao su của Trung Quốc.



Nguồn: BBG, BSC Research

Mặc dù, giá cao su đã chứng kiến sự phục hồi tốt nửa đầu năm 2019. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng giá cao su sẽ không còn nhiều và tăng nhẹ ở mức 34 – 35 triệu đồng/năm (+5% yoy) do các yếu tố cơ bản chưa hỗ trợ thị trường:

- Sản lượng tiêu thụ ô tô ở Trung Quốc chững lại: sản lượng 6 tháng năm 2019 đạt 10.1 triệu xe (-14% yoy), năm 2018 đạt 23.7 triệu xe (-4.02% yoy). Theo dự báo của ngân hàng Goldman Sachs, doanh số thị trường ô tô toàn cầu có thể giảm 7% năm 2019. Chúng tôi cho rằng xét trong dài hạn, nhu cầu cao su tự nhiên phụ thuộc lớn vào nhu cầu lốp ô tô và nhu cầu tiêu thụ ô tô.
- Tình trạng dư cung tiếp diễn. Mặc dù 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia có động thái cắt giảm sản lượng cung của nhằm hỗ trợ tăng giá, chúng tôi đánh giá hành động này chỉ mang tính thời vụ, ngắn hạn. Ngoài ra, Theo ARNP dự báo năm 2019 tăng trưởng lượng cung (+4.6% YoY) lớn hơn khi lượng cầu (+4.2% YoY), hàng tồn kho ước tính vẫn mức cao hơn 1.1 triệu tấn.
- Giá cao su đang ở mức thấp nên ngay khi giá cao su phục hồi, các nhà đầu cơ sẽ bán ồ ạt hoặc các nước lớn sẽ tăng cường sản lượng làm tăng nguồn cung, ngay lập tức giá cao su lại giảm xuống.

Vì vậy, chúng tôi giả định thận trọng giá cao su trong nước sẽ phục hồi nhẹ năm 2019 sẽ đạt trung bình tối thiểu khoảng 34 - 35 triệu/tấn (+5% yoy).

Luận điểm 3. Kinh doanh gỗ khả quan

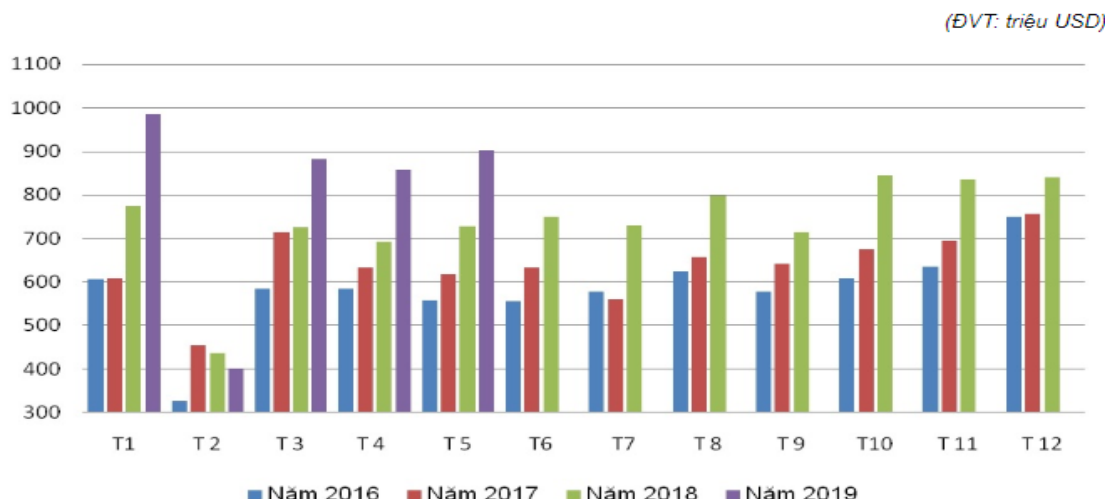
Tình hình kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng gỗ từ Việt Nam sang các nước tăng mạnh, đặc biệt là Mỹ do chiến tranh thương mại, Mỹ áp dụng mức thuế lên các mặt hàng gỗ của Trung Quốc, làm giảm tính cạnh tranh sản phẩm. Đây là cơ hội cho gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam tăng cường xuất khẩu sang các nước. Theo số liệu của Tổng Cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) của Việt Nam trong tháng

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

5/2019 đạt 902 triệu USD (+23.89% yoy). Hoa kỳ là thị trường xuất khẩu G&SPG lớn nhất của Việt Nam, đạt 1,839 tỷ USD (+35% yoy) và chiếm 46% tổng kim ngạch xuất khẩu G&SPG của cả nước.

Bảng kim ngạch xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ của Việt Nam theo tháng (2016 – 2019)



Nguồn: Tổng cục hải quan

Chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh gỗ của GVR sẽ khả quan có nhiều dư địa tăng trưởng do (1) GVR được hưởng lợi gián tiếp từ triển vọng xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ tích cực (2) GVR sở hữu 13 công ty chế biến gỗ trong đó gỗ ghép tấm chiếm 60% thị phần trong nước, gỗ MDF chiếm 50% thị phần nên có ưu thế hưởng lợi lớn từ các hiệp định kinh tế. Cụ thể, CPTPP giúp hạ thuế xuất khi nhập máy móc, thiết bị và công nghệ từ các quốc gia phát triển như Nhật Bản, Canada... giúp các doanh nghiệp ngành gỗ tiết kiệm chi phí, cải thiện lợi nhuận và (3) diện tích thanh lý bình quân hàng năm đạt 10,000 ha gỗ cao su, GVR luôn chủ động nguồn cung nguyên liệu các sản phẩm làm từ gỗ.

Luận điểm 4. Thoái vốn và chuyển sà HOSE

- **Thoái vốn ngoài ngành:** DN có kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2019-2020 các mảng kinh doanh không cốt lõi với giá trị sổ sách khoảng 2,200 tỷ đồng, dùng nguồn tiền này để tái đầu tư vào các mảng kinh doanh chính như cao su, gỗ, khu công nghiệp và nông nghiệp công nghệ cao. GVR đang sở hữu nhiều công ty và bộ máy khá cồng kềnh, chúng tôi cho rằng thoái vốn là chiến lược đúng đắn và kỳ vọng DN sẽ tiếp tục thoái vốn thêm các công ty không hiệu quả, tinh gọn bộ máy hoạt động.
- **Chuyển sà HOSE:** Theo nghị quyết ĐHCĐ, GVR sẽ chuyển sà HOSE vào quý 3/2019. Chúng tôi kỳ vọng sau chuyển sà, việc công bố thông tin từ phía doanh nghiệp sẽ minh bạch hơn đồng thời sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư lớn quan tâm.

Cập nhật KQKD 1H.2019 khả quan.

DT và LNST lần lượt đạt 7,611 tỷ đồng (+35% yoy) và 1,058 tỷ đồng (+34% yoy) hoàn thành 31.4% kế hoạch doanh thu và 25.4% kế hoạch lợi nhuận đến từ (1) Mảng kinh doanh mủ cao su DT đạt 4,484 tỷ đồng (+59% yoy) đóng góp 59% tổng doanh thu với biên lợi nhuận gộp ở mức 13%. Doanh thu mủ cao su tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng nhưng giá cao su vẫn ở mức thấp 32 – 33 triệu đồng/tấn. (2) Doanh

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

thu từ gỗ đạt 1,579 tỷ đồng (+7% yoy). **(3)** Thu nhập khác từ việc thanh lý cây cao su đạt 525 tỷ đồng (+14% yoy) chủ yếu đến từ thanh lý gỗ cây cao su. Ngoài ra, doanh thu chưa thực hiện dài hạn tăng đạt 7,890 tỷ đồng (+13% yoy) đến từ cho thuê hạ tầng KCN, cho thấy mảng KCN tiếp tục có kết quả khả quan.

Dự báo KQKD và định giá

Dự báo kết quả kinh 2019. Chúng tôi dự báo DT và LNST của tập đoàn GVR năm 2019 đạt 23,650 tỷ đồng (+19.97% yoy) và 3,728 tỷ đồng (+11.84% yoy) dựa trên giả định chủ yếu 3 mảng kinh doanh:

- Doanh thu mảng cao su đạt 15,406 tỷ đồng (+27% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt 13% với giả định sản lượng tiêu thụ đạt 450 - 460 tấn (+20% yoy) và giá bán cao su đạt 34.5 triệu/tấn (+5% yoy)
- Doanh thu mảng kinh doanh gỗ đạt 3,818.32 tỷ (+10% yoy), biên LNG đạt 25% với giả định giá bán tương đương so với cùng kỳ tuy nhiên sản lượng xuất gỗ tăng +10% bởi ngành gỗ đang có triển vọng khả quan nhờ hưởng lợi CPTPP giảm thuế nhập khẩu máy móc, cải thiện biên LNG.
- Kinh doanh khu công nghiệp đạt 1,289 tỷ đồng với (ii) diện tích cho thuê các KCN hiện hữu khoảng 400 ha (+7% yoy) và (ii) giá cho thuê KCN tăng mạnh khoảng +15.7% yoy.

Định giá. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu GVR vào khoảng 19,212 đồng/cổ phiếu với phương pháp DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi và phương pháp đánh giá lại tài sản (các công ty con và việc bàn giao đất). Giá cổ phiếu GVR đang giao dịch chủ yếu phản ánh phần lớn hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện tại của GVR, tuy nhiên chưa phản ánh tiềm năng từ việc chuyển nhượng đất:

1. Đánh giá mảng kinh doanh cốt lõi

Chúng tôi định giá mảng kinh doanh cốt lõi với phương pháp FCFF với giả định hệ số chiết khấu là 10.3%, tăng trưởng dài hạn của dòng tiền 2%/năm. Giá trị cổ phiếu GVR từ hoạt động kinh doanh cốt lõi ước tính 15,075 VND/cổ phiếu.

WACC		FCFF					
Lãi suất phi rủi ro	4,00%	2019	2020	2021	2022	2023	
Hệ số rủi ro	0,8	LNST	3.728	4.372	4.513	5.229	6.084
Chi phí VCSH	12,80%	Lãi suất *(1-t)	-570	-667	-699	-814	-952
Chi phí lãi vay	4,40%	Khấu hao	1.091	1.126	1.191	1.247	1.348
D/E	27,00%	- thay đổi VLD	1.307	607	642	717	282
Tax rate	21,00%	- thay đổi TSCĐ	1.490	1.508	2.573	2.495	2.937
WACC	10,30%	FCFF	7.046	6.946	8.220	8.874	9.699
Tăng trưởng dòng tiền dài hạn	2%	Giá trị hiện tại FCFF	7.046	6.258	6.738	6.573	6.509
		Lũy kế FCFF	7.046	13.304	20.042	26.615	33.124
		Giá trị dòng tiền cuối cùng					103.116

2. Đánh giá lợi nhuận từ việc bàn giao lại đất cho địa phương

Tổng diện tích đất GVR cần bàn giao lại cho địa phương là khoảng 27,940 ha (bảng phụ lục). Trong thời gian sớm nhất, DN dự kiến sẽ chuyển nhượng khoảng hơn 1,500 ha giai đoạn 1 và 7,500 ha giai đoạn

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

2(chúng tôi đã đề cập ở trên). Các dự án VSIP, Nam Tân Uyên và KCN Tân Lập của PHR, giá chuyển nhượng sẽ khoảng 2.5 tỷ đồng/ha đã thương lượng xong, dự án chuyển đổi 400ha sân bay Long Thành giai đoạn 1 với giá đền bù dự kiến là 600 triệu đồng/ha. Chúng tôi nhận thấy mức giá đền bù tăng liên tiếp gần 2 lần so với giai đoạn 2017 - 20018 và các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương và Bình Phước đang là tâm điểm thu hút FDI với giá cho thuê KCN tăng cao, theo đó chúng tôi cho rằng giá vốn đền bù cũng sẽ tăng lên khoảng 1.5 – 2 lần cho các năm sau. Do đó, chúng tôi giả định giá đền bù giai đoạn 2: 7,500 ha (Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước, Tây Ninh) và 1,700 ha sân bay Long sẽ khoảng 1 tỷ/ha. Dựa trên tiến độ doanh nghiệp chia sẻ, chúng tôi giả định thời gian chuyển nhượng cụ thể dưới đây.

Bảng kế hoạch chuyển nhượng của GVR và giả định thời gian phân bổ các dự án

Các dự án chuyển nhượng	Giá chuyển nhượng (triệu/ha)	Diện tích (ha)	Thời gian chuyển nhượng	Thành tiền (tỷ đồng)	Giá trị chuyển nhượng phân bổ các năm (tỷ đồng)					
					2019	2020	2021	2022	2023	2024
VSIP	2,500	691	2019 - 2020	1.728	864	864				
Nam Tân Uyên 3	2,500	355	2019 - 2020	888	888					
Khu công nghiệp Gỗ của PHR	2,500	200	2019 - 2020	500	500					
Một số KCN khác	600	100	2019 - 2020	60	60					
Chuyển nhượng Sân bay long thành giai đoạn 1	600	350	2019 - 2020	210	210					
Chuyển nhượng Sân bay long thành giai đoạn 2	1,000	1.700	2019 - 2020	1.700		1.700				
Các dự án khác (Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Phước, Tây Nguyên)	1,000	7.000	2021 - 2025	7.000			1.750	1.750	1.750	1.750

Nguồn: BSC Research

Theo đó, chúng tôi ước tính tổng giá trị kỳ vọng từ việc bàn giao đất theo tiến độ như trên vào khoảng 8,065 tỷ đồng được ghi nhận trong vòng 5 năm. Tuy nhiên, chúng tôi lưu tiến độ chuyển đổi đất chưa có kế hoạch cụ thể ngoài một số dự án trong bảng trên, thời gian chuyển đổi có thể kéo dài hơn giả định.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh thu chuyển nhượng đất (tỷ đồng)	2,552	2,564	1,875	1,875	1,875	1,875
LN gộp chuyển nhượng đất (tỷ đồng)	2,501	2,513	1,838	1,838	1,838	1,838
Thuế TNDN	20%	20%	20%	20%	20%	20%
LNST (tỷ đồng)	2,001	2,01	1,47	1,47	1,47	1,47
NPV (tỷ đồng)	8,065					

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

3. Đánh giá lại giá trị các công ty con

GVR có thành viên gồm: 20 công ty TNHH MTV Cao su, 51 công ty cổ phần cao su, 4 đơn vị sự nghiệp, 13 công ty gỗ, 12 công ty khu công nghiệp và 20 công ty thuộc ngành khác. Một số công ty con của GVR niêm yết: CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) (66.6%), CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) (60%), CTCP Cao su Đồng Phú (DPR) (55.8%), CTCP Cao Su Hòa Bình (HRC) (55.1%), CTCP Cao su Tân Biên (RTB) (98.5%), CTCP Gỗ MDF Quảng trị (MDF) (84.8%) và CTCP KCN Nam Tân Uyên (51%).

Chúng tôi thấy rằng các công ty con có niêm yết của GVR có giá trị thị trường tăng khá nhiều so với giá trị sổ sách GVR ghi nhận khi IPO. Chúng tôi đánh giá lại giá trị của các công ty niêm yết dựa trên điều chỉnh giá trị thị trường và giữ nguyên giá trị các công ty không đại chúng (do không có thông tin), tổng giá trị chênh lệch khoảng 8485 tỷ đồng (chi tiết bảng dưới đây).

	Các công ty	Mã CP	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị sổ sách (theo xác định giá trị DN (tỷ đồng) (1)	Giá trị thị trường điều chỉnh (tỷ đồng) (2)	Chênh lệch đánh giá lại (tỷ đồng) (2) - (1)
1	CTCP CS Tây Ninh	TRC	60	391	720	329
2	CTCP CS Đồng Phú	DPR	55.8	840	1,080	240
3	CTCP CS Phước Hòa	PHR	66.6	1,126	6,355	5,229
4	CTCP CS Hòa Bình	HRC	55.1	503	649	146
5	CTCP Thể thao Ngôi Sao Geru	GER	83.1	6	11	5
6	CTCP Gỗ MDF VRG Quảng Trị	MDF	97.4	304	496	192
7	CTCP CS Bến Thành	BRC	48.9	57	67	10
8	Công ty CP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC	42.3	47	1,210	1,163
9	CTCP XD địa ốc CS	RCD	30.3	24	29	5
10	CTCP Chế biến Gỗ Thuận An	GTA	10.7	18	14	(4)
11	CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp CS Việt Nam	VRG	15	10	63	53
12	Tổng Công ty Xây dựng Thủy lợi 4 - CTCP	TL4	20.1	24	27	3
13	CTCP EVN Quốc tế	EIC	11.8	44	52	8
14	CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển Năng lượng Vinaconex	VCP	11.4	68	253	185
15	Công ty CP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP	15.3	135	1,056	921
	Tổng giá trị chênh lệch (tỷ đồng)					8,485

BSC cho rằng giá trị giao dịch của cổ phiếu GVR hiện nay chỉ phản ánh chủ yếu hoạt động kinh doanh cốt lõi tuy nhiên chưa phản ánh được giá trị dòng tiền liên quan đến việc chuyển nhượng đất và giá trị của các công ty con. Theo đó, kết hợp (1) đánh giá lại giá trị các công ty con và (2) lợi nhuận từ việc chuyển nhượng đất, BSC cho rằng sau khi GVR cổ phần hóa với số lượng 4 tỷ cổ phiếu, giá trị GVR sẽ tăng lên

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

khoảng 4,217 đồng/cp so với giá trị mảng kinh doanh cốt lõi. **Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu GVR với mức giá hợp lý khoảng 19,212 đồng/cổ phiếu, upside 17% so với giá đóng cửa ngày 20/08/2019.**

Giá trị tăng/giảm từ đánh giá lại tài sản đầu tư dài hạn (tỷ đồng)	8,485
Lợi nhuận từ việc chuyển nhượng đất (tỷ đồng)	8,065
Tổng giá trị đánh giá lại (tỷ đồng)	16,87
Số lượng cổ phiếu sau cổ phần hóa (tỷ)	4
Giá trị đánh giá lại/cp (đồng/cp)	4,137
Giá trị giao dịch hiện tại (phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi) (đồng/cp)	15,075
Giá trị hợp lý	19,212

Phụ lục 1

TT	Địa bàn	Diện tích đất bàn giao (m2)	Trong đó	
			Đất nông nghiệp(m2)	Đất phi nông nghiệp(m2)
1	Công ty mẹ - Tập đoàn	130	-	130
2	Công ty TNHH MTV Tổng công ty Cao su Đồng Nai	100,148,800	95,849,200	4,299,600
3	Công ty TNHH MTV Cao su Nam Giang - Quảng Nam	-	-	-
4	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Thuận	2,543,200	2,542,700	500
5	Công ty TNHH MTV Cao su Quảng Trị	674	628,0	46
6	Công ty TNHH MTV Cao su Quảng Nam	16,454,900	16,454,900	-
7	Công ty TNHH MTV Cao su Quảng Ngãi	3,606,199	3,606,199	-
8	Công ty TNHH MTV Cao su Thanh Hóa	1,816,400	1,793,100	23
9	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Long	-	-	-
10	Công ty TNHH MTV Cao su Lộc Ninh	16	-	16
11	Công ty TNHH MTV Cao su Chư Prông	134	90,0	44
12	Công ty TNHH MTV Cao su Mang Yang	309	271,0	38
13	Công ty TNHH MTV Cao su Hà Tĩnh	22,413,300	21,735,300	678
14	Công ty TNHH MTV Cao su Hương Khê - Hà Tĩnh	31,858,800	31,858,800	-
15	Công ty TNHH MTV Cao su Dầu Tiếng	747	629,0	117
16	Công ty TNHH MTV Cao su Phú Riềng	72,797,465	72,789,500	8
17	Công ty TNHH MTV Cao su Krông Buk	3,516,162	1,587,491	1,928,671
18	Công ty TNHH MTV Cao su Chư Păh	1,311,460	1,306,160	5
19	Công ty TNHH MTV Cao su Eahleo	1,437,704	1,397,704	40
20	Công ty TNHH MTV Cao su Chư sê	8,876,059	8,871,636	4
21	Công ty TNHH MTV Cao su Kon Tum	9,022,500	8,981,000	42
22	Viện nghiên cứu Cao su Việt Nam	1,717,496	1,683,776	34
23	Trung tâm Y tế Cao su	-	-	-
24	Tạp chí Cao su Việt Nam	-	-	-
25	Trường Cao đẳng Công nghiệp Cao su	-	-	-
	Cộng	279,400,164	272,075,304	7,324,860

Nguồn: GVR

Phụ lục 2

Stt	Địa bàn	Diện tích đất bàn giao(m2)	Trong đó	
			Đất nông nghiệp (m2)	Đất phi nông nghiệp(m2)
I	Đông Nam Bộ	101,213,912	96,747,115	4,466,797
1	Tỉnh Đồng Nai	100,115,800	95,825,200	4,290,600
2	Tỉnh Bình Dương	1,049,045	898	151
3	Tỉnh Bình Phước	16	-	16
4	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu	33	24	9
II	Tây nguyên	97,404,511	95,294,478	2,110,033
5	Tỉnh Đắk Nông	72,797,465	72,789,500	8
6	Tỉnh Đắk Lắk	4,953,866	2,985,195	1,968,671
7	Tỉnh Gia Lai	10,630,680	10,538,783	92
8	Tỉnh Kon Tum	9,022,500	8,981,000	42
III	Duyên hải miền trung	80,781,611	80,033,711	748
9	Tỉnh Phú Yên	1,415,112	1,415,112	-
10	Tỉnh Bình Thuận	2,543,200	2,542,700	500
11	Tỉnh Quảng Trị	674	628	46
12	Tỉnh Quảng Nam	16,454,900	16,454,900	-
13	Tỉnh Quảng Ngãi	3,606,199	3,606,199	-
14	Tỉnh Hà Tĩnh	54,272,100	53,594,100	678
15	Tỉnh Thanh Hóa	1,816,400	1,793,100	23
IV	Tây nam bộ	-	-	-
16	Tỉnh Kiên Giang	-	-	-
V	Thủ đô Hà Nội	130	-	130
IV	TP. Hồ Chí Minh	-	-	-
	Cộng	279,400,164	272,075,304	7,324,860

Nguồn: GVR

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
Doanh thu thuần	-	4,847	7,806	3,414	4,198
LN gộp	-	968	1.797	633	784
DT tài chính	-	171	334	102	206
CP tài chính	-	(186)	(418)	(135)	(189)
Lãi vay	-	(139)	(232)	(130)	(166)
CP bán hàng	-	(115)	(180)	(80)	(93)
CP QLDN	-	(317)	(562)	(283)	(327)
Lãi/lỗ HĐKD	-	582	1.039	280	509
	-	34	1.320	129	353
TN nhập khác (ròng)					
LN trước thuế	-	616	2.359	409	863
LN sau thuế	-	488	1.863	315	744
LN CĐ thiếu số	-	32	399	106	108
LN Cty mẹ	-	456	1.464	209	636
EPS					
TS ngắn hạn	-	16,751	18,388	17,374	17,616
Tiền và ĐT ngắn hạn	-	9,242	10,762	9,861	10,661
	-	2,417	3,086	3,354	2,831
Phải thu ngắn hạn	-	4,124	3,560	3,147	3,095
Tồn kho	-	969	981	1,012	1,027
TS ngắn hạn khác	-	58,251	59,311	59,192	58,442
TS dài hạn	-	1,360	1,528	937	936
Phải thu dài hạn	-	24,696	25,307	27,639	28,002
TSCĐ	-	25,491	25,538	23,147	21,462
TS dở dang dài hạn	-	2,167	2,358	2,410	2,734
TS dài hạn khác	-	75,002	77,700	76,566	76,059
Tổng TS	-	27,032	27,615	26,477	26,284
Nợ phải trả	-	9,648	9,735	7,887	7,956
Nợ ngắn hạn	-	3,381	3,090	2,953	2,803
Vay ngắn hạn	-	17,384	17,880	18,590	18,327
Nợ dài hạn	-	10,202	10,305	10,227	9,750
Vay dài hạn	-	47,970	50,084	50,089	49,775
Vốn chủ sở hữu	-	40,000	40,000	40,000	40,000
Vốn góp	-	1,016	2,903	2,793	3,126
LN chưa phân phối	-	75,002	77,700	76,566	76,059
Tổng nguồn vốn	-				
% yoy DT	-	-	-	-	-
Biên ln gộp	-	20.0%	23.0%	18.5%	18.7%
Lãi vay/DTT	-	2.9%	3.0%	3.8%	4.0%
CP bán hàng/DTT	-	2.4%	2.3%	2.4%	2.2%
CP QLDN/DTT	-	6.5%	7.2%	8.3%	7.8%
Biên ln thuần	-	10.1%	23.9%	9.2%	17.7%

DTT trong 1H2019 tăng mạnh đạt 7,611 tỷ đồng (+35% yoy đến từ (1) Mảng kinh doanh mủ cao su DT đạt 4,484 tỷ đồng (+59% yoy) đóng góp 59% tổng doanh thu với biên lợi nhuận gộp ở mức 13%. Doanh thu mủ cao su tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng nhưng giá cao su vẫn ở mức thấp 32 – 33 triệu đồng/tấn.

Tại 30.6.2019, công ty đang có 4,727 tỷ tiền và tương đương tiền, chiếm 6.3% TTS.

Khoản phải thu dài hạn chủ yếu đến từ khoản cho vay công ty tài chính TNHH MTV Cao Su Việt Nam 932 tỷ.

HTK giảm chủ yếu do thành phẩm cao su giảm 400 tỷ so với đầu năm.

Doanh thu chưa thực hiện 7,980 tỷ đồng chủ yếu từ việc cho thuê hạ tầng, KCN, tăng 14% so với đầu năm.

Biên LN gộp giảm so với năm 2018 chỉ đạt 18.7% do giá bán cao su vẫn ở mức thấp 31-32 triệu (-18% yoy) trong khi giá vốn chỉ giảm -8% yoy.

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	
1. Khả năng thanh toán						Hệ số thanh toán tăng nhẹ trở lại
Hsố TT ngắn hạn	-	1.74	1.89	2.20	2.21	
Hsố TT nhanh	-	1.21	1.42	1.68	1.82	
2. Cơ cấu vốn						Cơ cấu tài sản: TSDH chiếm tỉ trọng 77% trong tổng tài sản và đang có xu hướng ổn định. Tỷ lệ nợ vay ở mức trung bình ngành. Chỉ số nợ ngắn hạn/TTS có xu hướng giảm và tăng chỉ số nợ dài hạn./TTS.
TSNH/ TTS	-	0.22	0.24	0.23	0.23	
TSDH/ TTS	-	0.78	0.76	0.77	0.77	
Hsố Nợ/ TTS	-	0.36	0.36	0.35	0.35	
	-	0.56	0.55	0.53	0.53	
Hsố Nợ/ VCSH						
Nợ ngắn hạn / TTS	-	0.13	0.13	0.10	0.10	
Nợ DH / TTS	-	0.23	0.23	0.24	0.24	
3. Năng lực hoạt động						Các chỉ số năng lực hoạt động đều có xu hướng cải thiện, giúp làm giảm chu kỳ lưu chuyển tiền xuống còn 36 ngày
Vquay hàng tồn kho	-	-	5.6	8.1	7.8	
Vquay phải thu	-	-	20.7	30.9	61.4	
Vquay phải trả	-	-	#N/A	46.3	21.6	
Số ngày HTK	-	-	65.7	45.3	46.8	
Số ngày phải thu	-	-	17.6	11.8	5.9	
Số ngày phải trả	-	-	#N/A	7.9	16.9	
CCC	-	-	#N/A	49.3	35.9	
4. Khả năng sinh lời						Khả năng sinh lời trên VCSH tăng trưởng tốt so với đầu năm 2019.
LNST/DTT (%)	-	10.1%	23.9%	9.2%	17.7%	
LNST/VCSH (%)	-	-	-	10.6%	13.7%	
LNST/TTS	-	-	6.1%	7.0%	4.5%	
LN từ HĐKD/DTT	-	12.0%	13.3%	8.2%	12.1%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	-	-	-	1.53	1.53	
DT/TTS	-	-	0.33	0.42	0.27	
EBIT/DT	-	-	0.26	0.24	0.24	
EBT/EBIT	-	-	0.89	0.87	0.86	
lãi ròng/LNTT	-	-	0.79	0.79	0.80	

GVR – Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam

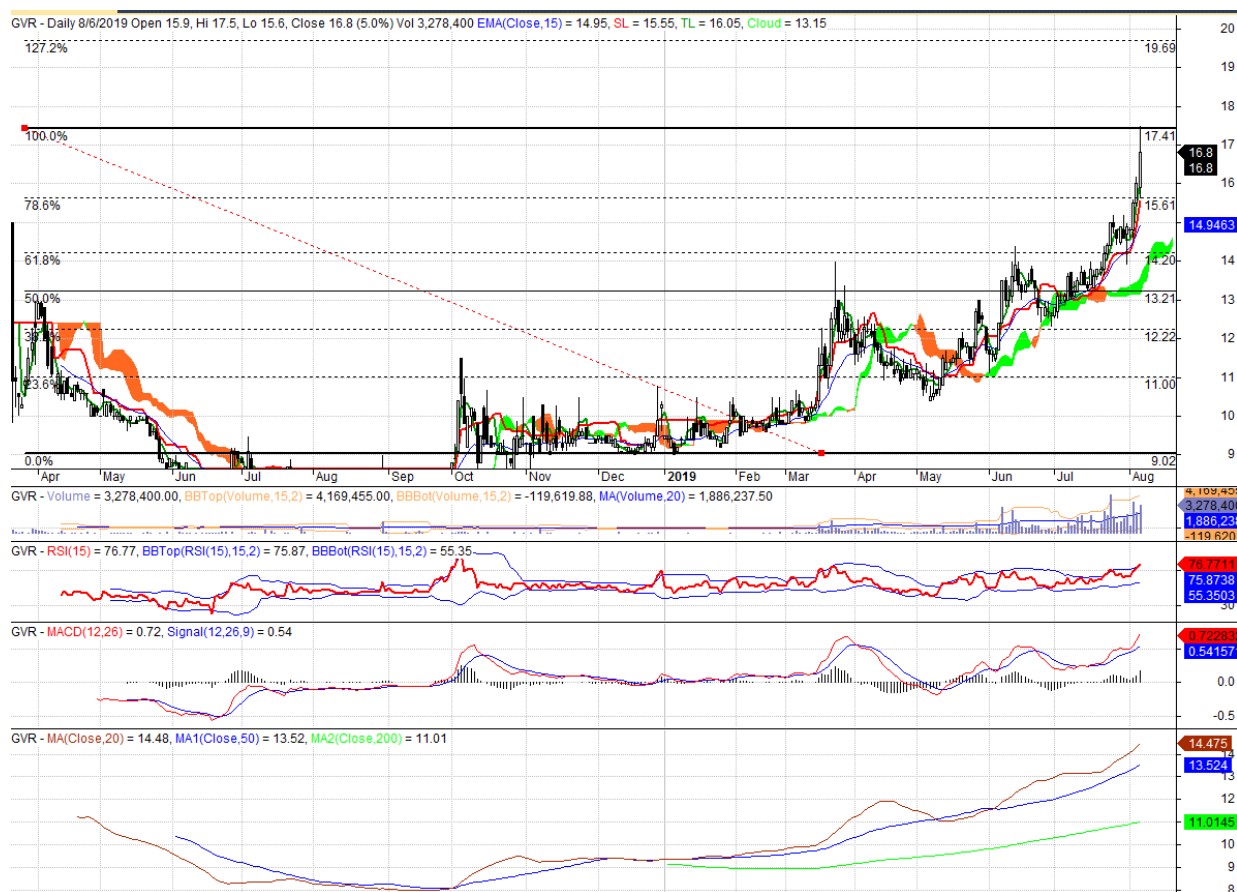
GVR_Xu hướng tăng

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD cắt lên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: vùng mua quá, phá kênh Bollinger trên.
- Đường MAs: 3 đường MA vẫn duy trì xu hướng tăng.

Nhận định: GVR đang nằm trong xu hướng tăng giá từ tháng 03. Thanh khoản cổ phiếu vẫn đang ở mức cao và nằm trên ngưỡng giao dịch trung bình 20 phiên trong các phiên giao dịch gần. Điều này cho thấy cổ phiếu vẫn sẽ là tâm điểm thu hút dòng tiền. Chỉ báo chỉ báo MACD và chỉ báo RSI đều cho thấy cổ phiếu đang nằm trong xu hướng tăng giá. Tuy nhiên, việc cổ phiếu đang nằm tại vùng quá mua và chạm kênh Bollinger trên cho thấy sẽ có một, hai phiên điều chỉnh hoặc tích lũy ngắn hạn. Đường giá cổ phiếu vẫn đang được nâng đỡ bởi dải mây Ichimoku, cho thấy xu hướng tăng vẫn khá vững vàng.

Khuyến nghị: Có thể mua cổ phiếu trong vùng giá từ 15-16. Chốt lãi tại ngưỡng giá 19.7 (Fibonacci 127.2%). Cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 14.



Nguồn: Amibroker, BSC

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp, Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán, Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình, Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy, Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này, Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại, Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước, Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC), Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật, Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV,

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

