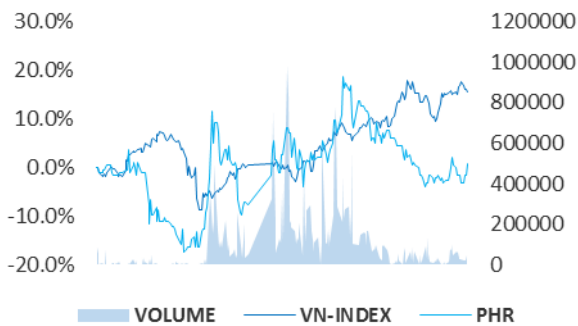


Khuyến nghị MUA

Giá thị trường (VND) **21.900 (03/11/16)**
 Giá mục tiêu (VND) **26.400 (+20,55%)**

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Biến động giá và khối lượng



Thông tin cổ phiếu

Ngành	Cao su tự nhiên
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.719
Số lượng CP lưu hành	78.490.047
Beta	0,34
Free Float (%)	n/a
Giá cao nhất 52 tuần	22.500
Giá thấp nhất 52 tuần	14.700
KLGB bình quân 10 phiên	363.656

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	66,62
Asia Value Investment Limited	4,99
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	2,96

Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài

CĐ NĐT nước ngoài	10,98%
Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài	49,00%

Tổng quan chung

CTCP Cao su Phước Hòa tiền thân là đồn điền cao su Phước Hòa, sau ngày Miền Nam hoàn toàn giải phóng, đổi tên thành Nông trường Cao su Quốc Doanh Phước Hòa. Đây là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Ngành nghề kinh doanh chính của PHR bao gồm hoạt động trồng cây cao su; khai thác và chế biến mủ cao su; chế biến gỗ cao su. Với tổng diện tích đất trồng cao su 15.277 ha; diện tích khoán cao su tiêu điền 1.000 ha cùng với sản lượng cao su chế biến hàng năm xấp xỉ 30.000 tấn, Phước Hòa hiện đang là một trong những DN dẫn đầu trong ngành hiện tại.

Triển vọng từ diễn biến tích cực của giá cao su

• **Giá cao su thế giới đã phục hồi từ đầu năm** khi mặt bằng giá cao su thế giới tại thời điểm cuối tháng 9/2016 cao hơn khoảng 32% so với thời điểm đầu năm 2016. Trong nước, giá cao su cũng diễn biến tích cực hơn dự báo khi đạt mức trung bình khoảng 30 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với mức 26 triệu đồng/tấn (theo như kế hoạch) trong 6 tháng đầu năm 2016. Theo khảo sát của Hiệp hội cao su Việt Nam, giá cao su bán ra của các DN trong nước trễ hơn 2-3 tháng so với diễn biến giá cao su của thế giới. Do đó, giá cao su trong Q4 được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể.

• **Doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành trồng và khai thác cao su tự nhiên** với diện tích khai thác lên tới 9.110 ha cùng năng suất khai thác đạt 2.070 kg/ha, lớn nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Các nông trường trồng cao su của PHR chủ yếu tập trung tại Bình Dương, ngoài ra, Công ty đã và đang triển khai dự án trồng cao su tại Campuchia với diện tích lên đến 9.184 ha và đã bắt đầu khai thác 503ha từ năm 2016.

• **Cơ cấu sản phẩm cao cấp chiếm tỷ trọng cao** với sản phẩm sản xuất chủ lực của Công ty là SVR CV 50,60 (39,72%) và Latex (12,44%) (Năm 2015). Các sản phẩm này chủ yếu được xuất khẩu với giá bán cao hơn khoảng 10% so với các dòng còn lại. Loại sản phẩm này có các yêu cầu đầu vào tương đối cao, phục vụ cho sản xuất dụng cụ y tế, găng tay, vỏ lốp xe, ... Thị trường đầu ra rất bền vững và ổn định do PHR đã xây dựng được một hệ thống khách hàng lâu dài và uy tín với hơn 50% sản lượng được phân phối trực tiếp tới nhà sản xuất.

• **Thanh lý vườn cao su đem lại nguồn thu lớn** khi cơ cấu vườn cây của PHR có tới 60% diện tích thuộc về nhóm cây già. Trong 9T2016, thu nhập từ thanh lý cây cao su đem về cho PHR 111 tỷ đồng (gấp 3 lần so với cùng kỳ 2015) đã giúp cho lợi nhuận của Công ty được cải thiện đáng kể. Trong vòng 5 năm tới, mỗi năm PHR sẽ có khoảng 1.000 ha cao su đến kỳ hạn thanh lý với thu nhập trung bình ước tính đạt 100 tỷ đồng/năm (lợi nhuận từ hoạt động này ước đạt khoảng 50 tỷ đồng/năm).

Rủi ro đầu tư

• **Cạnh tranh từ các doanh nghiệp trong ngành** khi hiện tại có khá nhiều doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành trồng và khai thác cao su tự nhiên như Cao su Tây Ninh (TRC); Cao su Đồng Phú (DPR); Cao su Hòa Bình (HRC); Cao su Quảng Nam (VHG); ... khiến cho lượng cung ngày một tăng mạnh. Ngoài ra, các Doanh nghiệp mới tham gia vào ngành như Nông nghiệp Hoàng Anh Gia Lai (HNG) bắt đầu đi vào khai thác với năng suất tương đối cao do vườn cây đang đạt độ tuổi cạo mủ tối ưu.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2013A	2014A	2015A	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,895.8	1,605.0	1,227.3	1,124
% tăng trưởng	-53.4%	-15.3%	-23.5%	-7.8%
LNST Cty mẹ (tỷ đồng)	371.6	263.8	211.7	225.6
% tăng trưởng	431.6%	-29.0%	-19.7%	6.6%
Tỷ suất LNST(%)	19.6%	16.4%	17.2%	21.7%
ROA	11.0%	7.8%	6.5%	6.3%
ROE	17.4%	11.8%	9.8%	10.0%
EPS (VND)	4,740	3,360	2,700	2,874
Book Value (VND)	26,510	27,710	26,980	29,889
P/E (lần)(*)	6.37	7.98	6.04	9.18

(Nguồn: PHR, DNSE tổng hợp và ước tính, Tính theo giá CP ngày 03/11/2016)



TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa tiền thân đồn điền cao su Phước Hòa, sau ngày Miền Nam hoàn toàn giải phóng, đổi tên thành Nông trường Cao su Quốc Doanh Phước Hòa.

Năm 1982, Công ty Cao su Phước Hòa được Tổng cục Cao su Việt Nam thành lập và là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.

Năm 2007, chuyển đổi thành Công ty Cổ phần.

Năm 2009, chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh với mã chứng khoán là PHR.

Các đơn vị trực thuộc:

STT	Tên	Chức năng
1	Nông trường Cao su Bồ Lá	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
2	Nông trường Cao su Hưng Hòa	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
3	Nông trường Cao su Tân Hưng	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
4	Nông trường Cao su Lai Uyên	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
5	Nông trường Cao su Hội Nghĩa	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
6	Nông trường Cao su Nhà Nai	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
7	Xí nghiệp cơ khí chế biến xây dựng	
	Nhà máy chế biến Bồ Lá	Chế biến mủ cao su. Năng suất nhà máy là 6.000 tấn/năm, gồm 1 dây chuyền sơ chế mủ cốm (6.000 tấn/năm)
	Nhà máy chế biến mủ ly tâm	Chế biến mủ cao su. Năng suất nhà máy là 3.000 tấn/năm
	Nhà máy chế biến Cua Paris	Chế biến mủ cao su. Năng suất nhà máy là 18.000 tấn/năm, gồm 2 dây chuyền sơ chế mủ cốm (12.000 tấn/năm) và 1 dây chuyền sơ chế mủ tạt (6.000 tấn/năm)

(Nguồn: PHR)

Công ty con/Công ty liên kết:

STT	Tên	Ngành nghề Kinh doanh	Vốn điều lệ	Tỷ lệ vốn góp
1	Công ty TNHH phát triển cao su Phước Hòa Kampong Thom	Trồng, chăm sóc, khai thác và chế biến mủ cao su	1.130 tỷ	100%

2	Công ty Cổ phần Cao su Trường Phát	Chế biến gỗ ghép	50 tỷ	70%
3	Công ty Cổ phần khu công nghiệp Tân Bình	Đầu tư xây dựng và kinh doanh kết cấu hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp	160 tỷ	80%
4	Công ty TNHH MTV cao su Phước Hòa Đắk Lắk	Trồng, chăm sóc, khai thác và chế biến mủ cao su	100 tỷ	100%
5	Công ty Cổ phần khu công nghiệp Nam Tân Uyên	Đầu tư xây dựng và kinh doanh kết cấu hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp	160 tỷ	32,85%
6	Công ty Cổ phần bóng thể thao ngôi sao Geru	Sản xuất, mua bán các dụng cụ thể thao	22 tỷ	26,82%

(Nguồn: PHR)

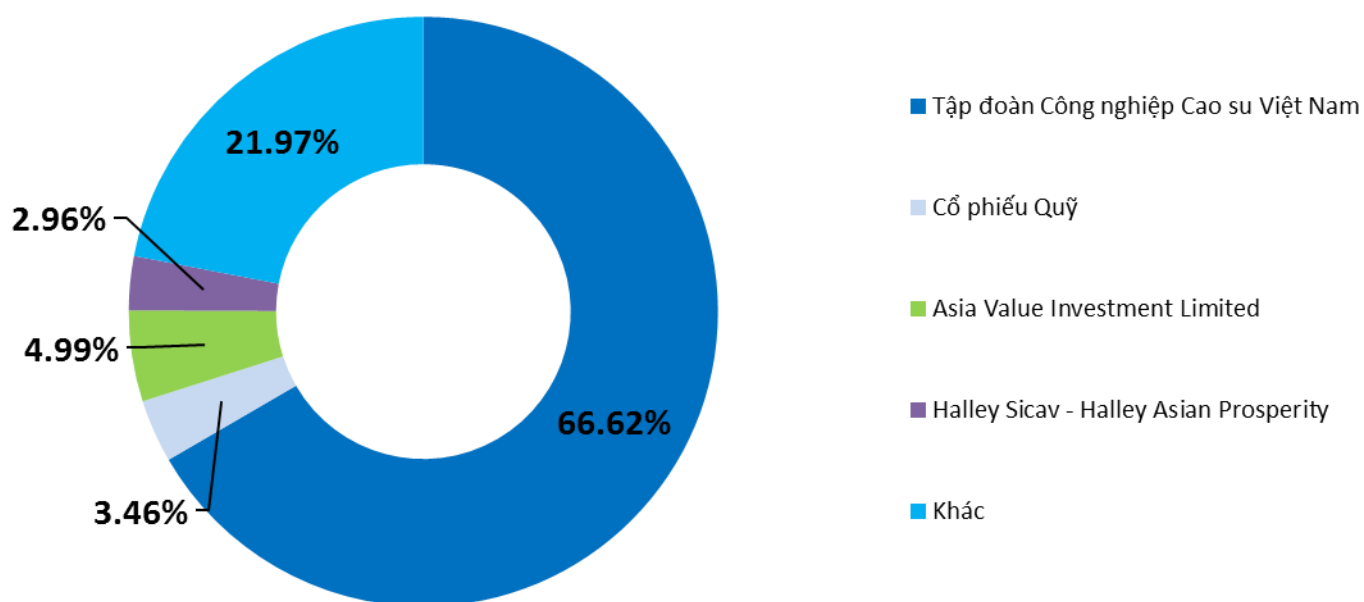
Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của PHR khá cô đặc, với duy nhất 1 cổ đông lớn, sở hữu tới 67% vốn điều lệ là Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.

Tập đoàn này cũng sở hữu tỷ lệ cổ phần chi phối trong các doanh nghiệp cao su khác như Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh (TRC): 60%; Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (DPR): 60%; Công ty Cổ phần Cao su Hòa Bình (HRC): 55%.

Hội đồng quản trị và Ban Tổng giám đốc của PHR đang nắm giữ 0,2% số cổ phần của Công ty.

Cơ cấu Cổ đông PHR tại ngày 01/11/2016



TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU

Diễn biến giá cao su thế giới

Sau khi tạo đỉnh vào cuối năm 2011, giá cao su thế giới đã trải qua giai đoạn lao dốc tương đối mạnh trong vòng hơn 4 năm tiếp theo.

Tuy vậy, giá cao su đã có dấu hiệu phục hồi và tạo đáy kể từ khoảng thời gian đầu năm 2016.



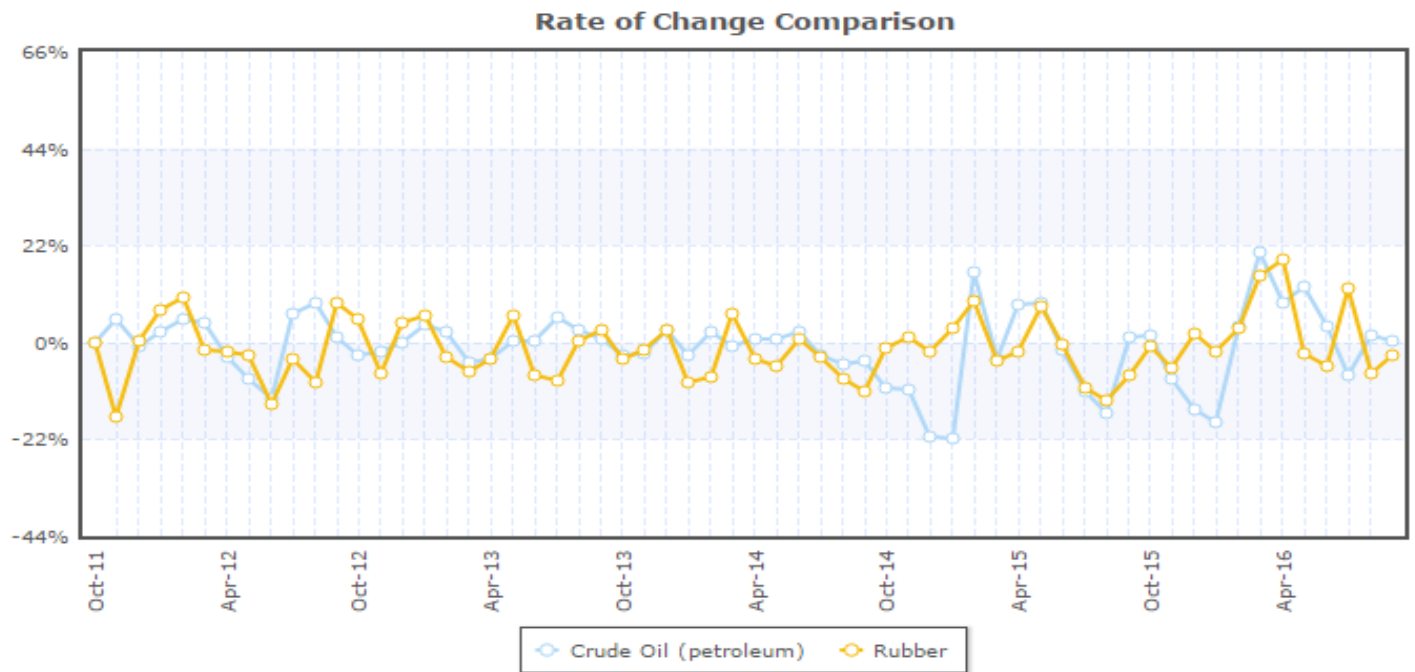
(Nguồn: TradingEconomics/Đơn vị: JPY/kg)

Sau 4 năm suy giảm liên tiếp, giá cao su trung bình đã đi ngang trong 9T2016. Trong 9T2016, giá cao su đạt mức trung bình \$1.06/tấn, ngang bằng với mức trung bình của năm 2015, sau 4 năm liên tiếp suy giảm với mức CAGR là 22.4%. Sự suy giảm của giá cao su là kết quả của việc dư cung trong thời gian dài, khiến lượng hàng tồn kho tăng lên gấp đôi trong vòng 5 năm.

Sự phục hồi tốt của giá cao su là kết quả của nhiều yếu tố tác động, bao gồm:

- **Giá cao su đang được hỗ trợ tích cực bởi giá dầu.** Dầu thô là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất cao su tổng hợp, là sản phẩm thay thế cao su tự nhiên trong nhiều lĩnh vực. Do vậy, việc giá dầu phục hồi từ đầu năm đã làm tăng chi phí sản xuất cao su tổng hợp và giúp cải thiện nguồn cầu cho cao su tự nhiên. Khảo sát giai đoạn 1999-2016, mối tương quan giữa giá cao su và giá dầu là 83.1%.

Tương quan giá cao su và giá dầu trong 5 năm qua:



(Nguồn: Indexmundi)

- **Các chính sách cắt giảm sản lượng hỗ trợ.** Ngày 4/2/2016, Hội đồng Cao su Quốc tế Ba bên (ITRC) đã quyết định cắt giảm xuất khẩu cao su thiên nhiên tổng cộng 615,000 tấn cao su, trong giai đoạn 6 tháng bắt đầu từ ngày 1/3/2016.

Tiếp đó, bắt đầu từ tháng 9/2016, ITRC tiếp tục đồng thuận cắt giảm xuất khẩu 85.000 tấn cao su bắt đầu từ tháng 9 đến tháng 12 năm 2016.

Như vậy, trong năm 2016, 3 nước sản xuất cao su thiên nhiên hàng đầu thế giới là Indonesia, Thái Lan và Malaysia sẽ giảm xuất khẩu tổng cộng là 700.000 tấn.

Indonesia, Thái Lan và Malaysia cung cấp 67% lượng cao su thiên nhiên trên thế giới. Bên cạnh cắt giảm xuất khẩu, các quốc gia cũng đồng ý tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên trong nước thông qua các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng để góp phần giảm lượng cao su tồn kho và sớm cải thiện giá.

- **Ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết làm tăng giá cao su.** Theo đó, Hiện tượng La Nina nối tiếp El Nino sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng cao su tự nhiên trong ngắn hạn. Dữ liệu lịch sử cho thấy tình trạng mưa kéo dài sẽ ảnh hưởng một phần tới năng suất khai thác mủ cao su, qua đó sẽ tác động tích cực tới giá cao su tự nhiên.

Cây cao su ưa nước nhưng không chịu được úng nước và gió. Cây có thể chịu được tối đa 4 tháng nắng hạn, nhưng sẽ làm giảm năng suất thu hoạch. Cây cao su thường được cạo mủ 9 tháng/năm. Cây

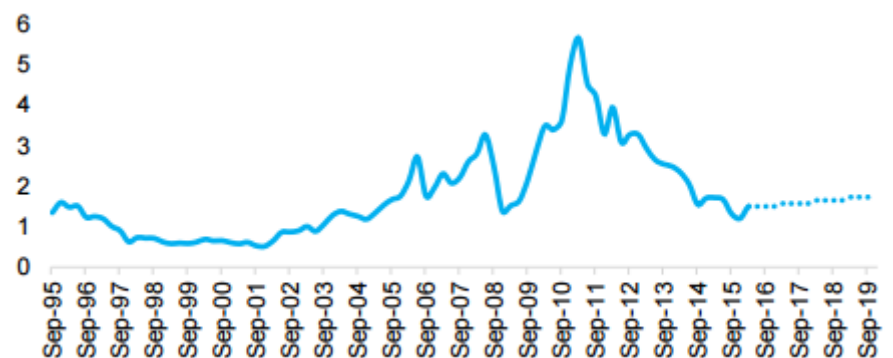
cao su phải được thu hoạch trong điều kiện thời tiết khô ráo, để không làm ảnh hưởng đến chất lượng mủ cao su tạo ra.

Hiện tượng El-nino dẫn đến khô hạn ở một số nước sản xuất trọng yếu như Indonesia, Thái lan và Ấn độ, qua đó làm sụt giảm sản lượng cao su sản xuất trong 2016. Bên cạnh đó, thời tiết khô hạn cũng gián tiếp tạo nên sương mù cho Malaysia và Indonesia, khiến cây cao su thiếu nắng và ảnh hưởng đến chất lượng cao su.

Trong khi đó, hiện tượng La-nina được dự báo sẽ xuất hiện vào cuối 2016, cũng ảnh hưởng đáng kể đến sản xuất cao su. Theo đợt La-nina năm 2011, lượng mưa tăng cao đã gây lũ lụt ở Thái Lan, dẫn đến thiếu hụt lượng cung và đẩy giá cao su lên mức cao nhất trong lịch sử vào năm 2011. Bên cạnh đó, việc lượng mưa tăng cao hơn bình thường sẽ ảnh hưởng không tốt lên chất lượng mủ cao su, và giảm số lượng ngày cạo mủ của cao su trong năm

Dự báo giá cao su

Theo dự báo gần đây nhất của Worldbank, giá cao su tự nhiên trong năm 2016 sẽ ở mức khoảng 1,5 USD/kg thay vì 1,4 USD/kg theo số liệu trước đây.



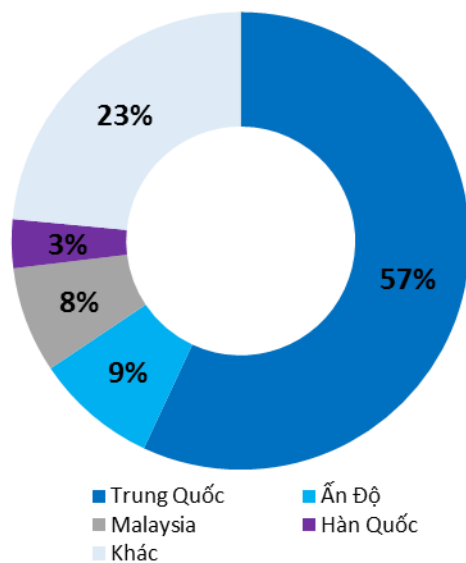
(Nguồn: WorldBank)



(Nguồn: Statista)

Trong khi đó, theo dự báo của Hiệp hội Cao su Malaysia, giá cao su sẽ tạo đáy trong năm 2016 và bắt đầu chu kỳ tăng trở lại với tốc độ tăng trung bình 0,04 – 0,12 USD/kg mỗi năm cho đến năm 2025.

Thị phần xuất khẩu cao su 9T2016



(Nguồn: Tổng cục Hải quan)

Thực trạng Ngành cao su Việt Nam

Việt Nam hiện đang là quốc gia có lượng cao su xuất khẩu lớn thứ 4 thế giới với thị phần xuất khẩu khoảng 10%. Ba quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia, thuộc Hội đồng Cao su Quốc tế Ba bên (ITRC) cung cấp đến 67% tổng sản lượng cao su toàn cầu. Do vậy, Việt Nam không tạo được ảnh hưởng lên mức giá cao su thế giới.

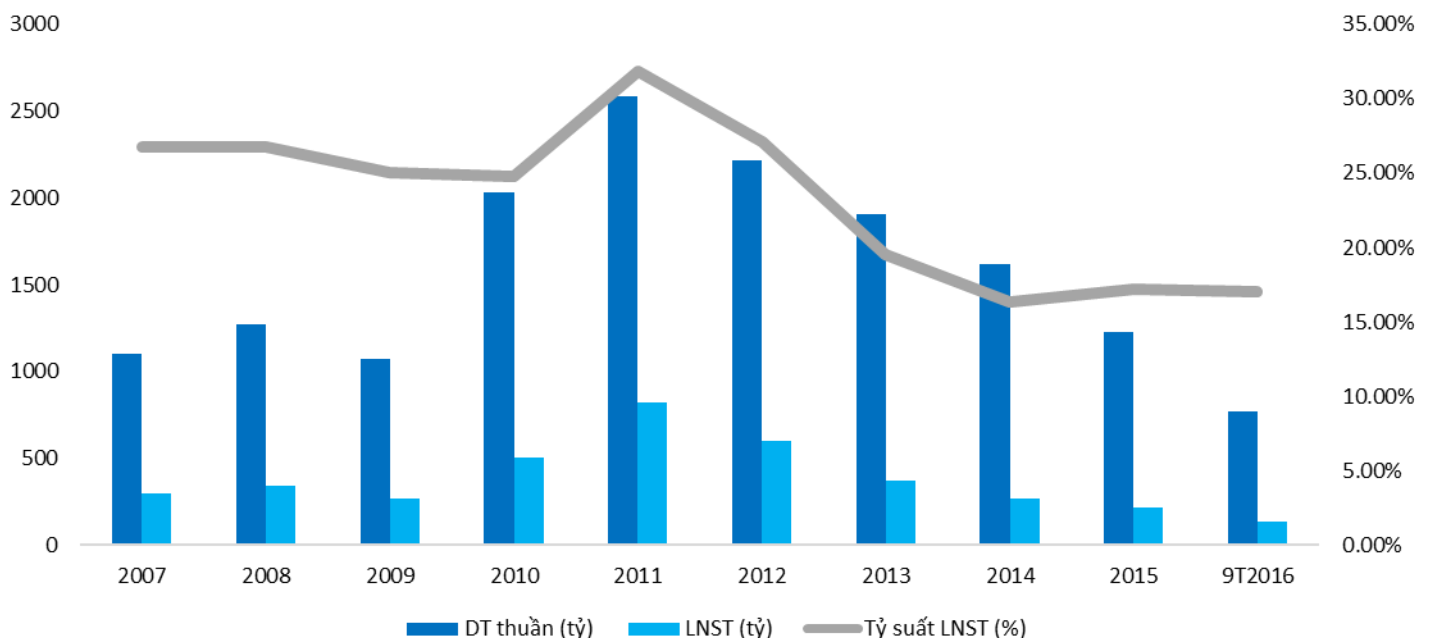
Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải quan, xuất khẩu cao su thiên nhiên trong 9 tháng đầu năm 2016 ước đạt 867.951 tấn với giá trị gần 1,1 tỷ USD (tăng 16,6% về lượng và tăng gần 2% về trị giá so với cùng kỳ năm ngoái).

Trung Quốc và Ấn Độ là 2 thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2016, chiếm 65,5% thị phần. Chín tháng đầu năm 2016, giá trị xuất khẩu cao su sang hai thị trường này tăng lần lượt là 19,5% và 14,4% so với cùng kỳ năm 2015.

Chất lượng cao su thấp và xuất khẩu phụ thuộc vào Trung Quốc. 80% sản lượng cao su sản xuất của Việt Nam là loại cao su thô và chất lượng thấp. Hiện tại ngành cao su Việt Nam chủ yếu thụ thuộc vào Trung Quốc bằng con đường xuất khẩu tiểu ngạch. Xuất khẩu cao su sang Trung Quốc chiếm tới 48% tổng sản lượng cao su xuất khẩu.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CAO SU PHƯỚC HÒA

Kết quả Hoạt động kinh doanh giai đoạn 2011 - 2015



(Nguồn: BCTC PHR)

Tình hình kết quả kinh doanh của PHR phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến của giá cao su thế giới, do đó, kể từ năm 2011, dưới sức ép của giá cao su suy giảm, hoạt động sản xuất kinh doanh của PHR cũng chứng kiến sự sụt giảm tương ứng.

Doanh thu thuần năm 2015 giảm xuống còn bằng một nửa so với năm 2011, biên lợi nhuận ròng cũng giảm mạnh từ mức trên 31,84% năm 2011 xuống còn 17,23% năm 2015.

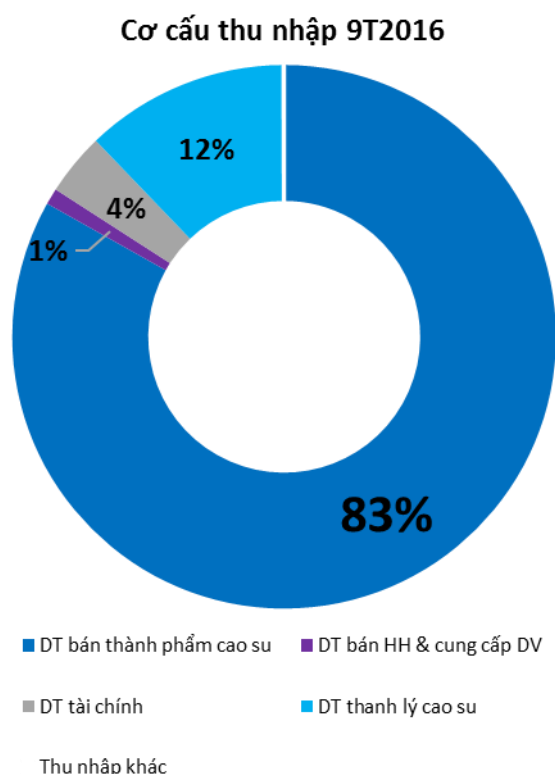
Tuy vậy, 9T2016 bắt đầu xuất hiện những tín hiệu tích cực khi biên lợi nhuận ròng của PHR gần như đi ngang so với năm 2015 (đạt 17,02%) cho thấy ảnh hưởng tích cực từ đà tăng của giá cao su thế giới đã phần nào tác động đến kết quả kinh doanh của Công ty.

Cơ cấu doanh thu

Doanh thu của PHR chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi là bán các sản phẩm khai thác từ cây cao su.

Ngoài ra, Công ty còn có một số hoạt động kinh doanh khác đến từ Các công ty con và Công ty liên kết nhưng tỷ trọng chiếm không lớn bao gồm cung cấp dịch vụ phát triển khu công nghiệp và mua/bán, chế biến gỗ cao su.

Đáng chú ý, hàng năm, PHR đều thu được từ hoạt động thanh lý cây cao su một khoản thu nhập khá đáng kể.

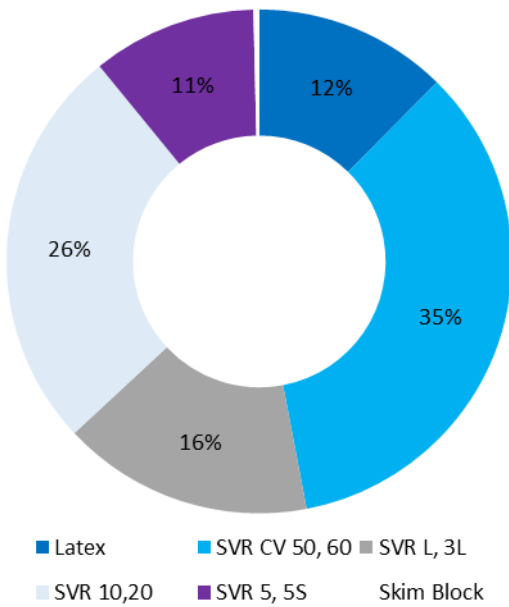


Cơ cấu Sản phẩm chuyên biệt và năng suất cao

PHR luôn có vị thế tốt trong ngành cao su tự nhiên do Công ty tập trung vào sản xuất các sản phẩm cao cấp với giá thành vượt trội so với các dòng sản phẩm còn lại.

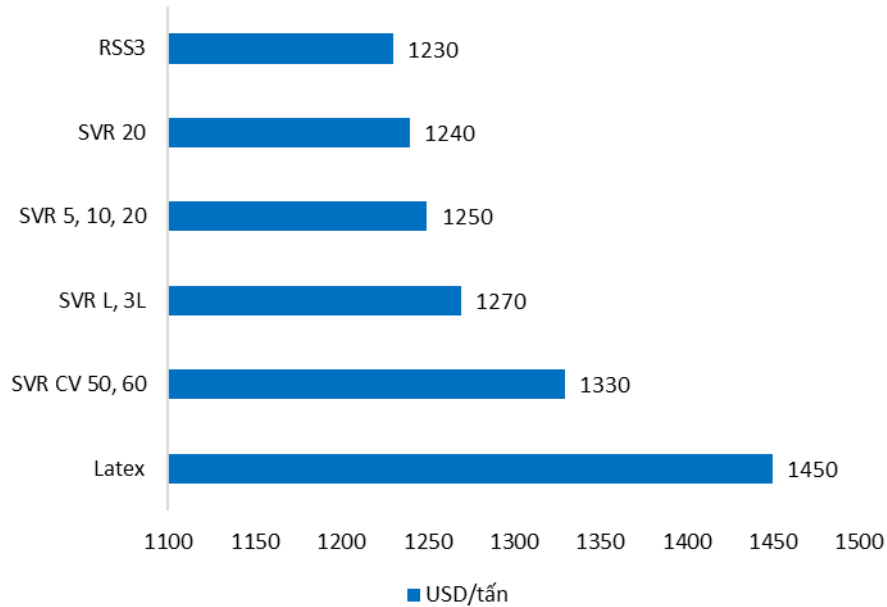
Tỷ trọng sản phẩm cao cấp của PHR chiếm 52% và chỉ đứng sau TRC (60%), vượt xa các doanh nghiệp còn lại như DPR (32%); HRC (30%); ...

Cơ cấu chủng loại sản phẩm năm 2016



(Nguồn: PHR)

Giá bán các sản phẩm cao su

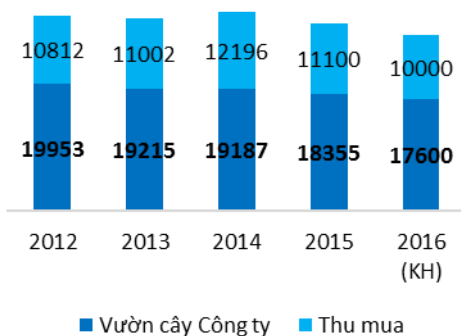


(Nguồn: Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam, Giá tính ngày 31/12/2015)

Công dụng tương ứng của các sản phẩm PHR sản xuất

Loại mủ đầu vào	Sản phẩm	Ứng dụng
Mủ nước – được lấy trực tiếp từ cây cao su	Latex (ly tâm)	Găng tay y tế
	SVR L, 3L	Dây cáp, Găng tay công nghiệp, Cao su màu
	SVR CV 50, 60	Vòng cao su, Mặt bên lốp xe
Mủ phụ - từ quá trình ly tâm mủ nước	Skim	Giá trị khoảng 70% so với loại chính phẩm SVR 3L
Mủ tạp (Mủ dây, mủ chén, mủ đất)	SVR 10, 20	Sản xuất lốp xe

Sản lượng cao su hàng năm (tấn)



(Nguồn: PHR)

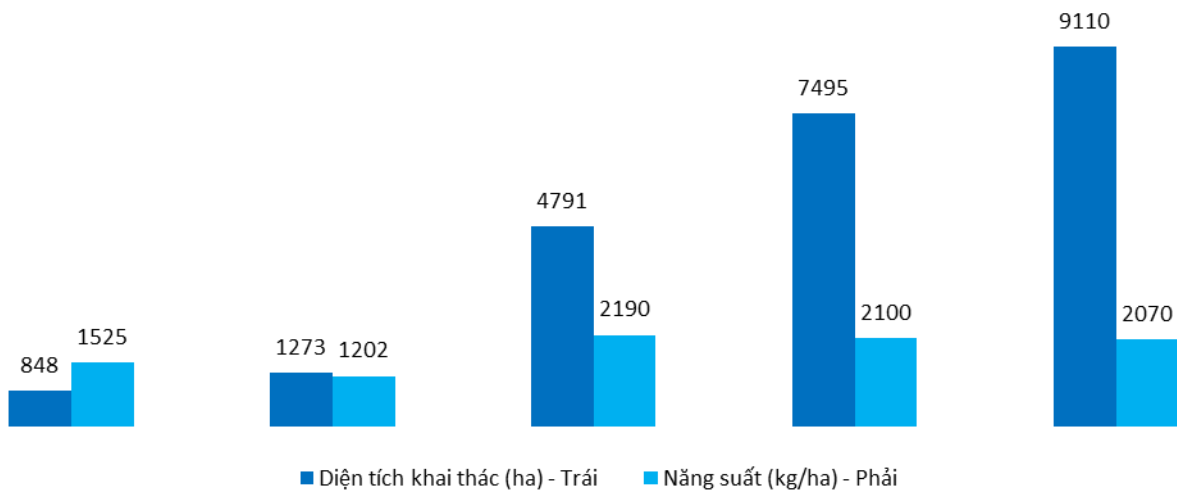
Tình hình khai thác đứng đầu ngành

Trước những diễn biến không thuận lợi của giá cao su thế giới, trong các năm từ 2012 đến nay, PHR đã chủ động giảm sản lượng khai thác và thu mua cao su; thay vào đó, Công ty tập trung thanh lý các vườn cây đã quá độ tuổi khai thác và bắt đầu mở rộng các vườn cây mới năng suất cao để đón đầu xu hướng phục hồi trở lại của giá cao su.

Trong tình hình giá cao su có nhiều biến động theo chiều hướng giảm, để đảm bảo thu mua có lãi, Công ty đã điều chỉnh giá thu mua mủ nguyên liệu theo kịp với biến đổi của thị trường, xây dựng cơ chế giá cả linh hoạt đối với từng đối tượng khách hàng, tạo điều kiện để khách hàng gắn bó lâu dài và PHR ổn định được lượng mủ thu mua.

Diện tích khai thác cao su của PHR dẫn đầu trong ngành với năng suất khá cao.

So sánh một số DN cao su



(Nguồn: DNSE Research tổng hợp)

Mặc dù có cơ cấu vườn cây không được tối ưu khi 64,7% là vườn cây nhóm 3 mật độ cây cạo ít, năng suất thấp và gặp khó khăn cho công nhân khi cạo mủ nhưng năng suất trung bình của PHR vẫn ở mức cao so với các DN trong ngành do Công ty đã thực hiện tốt công tác tổ chức quản lý ngay từ đầu năm, tận thu sản lượng mủ trước khi cây rụng lá, đồng thời chuẩn bị tốt công tác khởi cạo; thiết kế máng chắn mưa, vật tư khai thác, điều chỉnh sắp xếp lao động để hạn chế tối đa tình trạng thiết hụt lao động.

Sản lượng sản xuất

Công ty hiện đang sở hữu 3 Nhà máy sản xuất và chế biến cao su với tổng công suất lên tới 27.000 tấn/năm, trong đó có 4 dây chuyền sơ chế mủ cốm (21.000 tấn/năm) và 1 dây chuyền sơ chế mủ tạp (6.000 tấn/năm). Giai đoạn 2013 – 2015, Công ty vẫn vận hành ở mức công suất gần 100%.

.

TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ, THỰC HIỆN DỰ ÁN

Các khoản đầu tư lớn

Trong năm 2015 và 9T2016, Công ty chỉ tập trung đầu tư cho dự án Cao su tại Campuchia, tại Đắc Lắc và Công ty CP Khu Công nghiệp Tân Bình, không đầu tư dự án khác và đang cùng Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam thoái vốn các dự án khác theo lộ trình đã đăng ký.

Năm 2016 cũng làm năm PHR bắt đầu có thể khai thác cao su trên diện tích 503ha.

Các công ty con, Công ty liên kết

Công ty Phước Hòa Kampong Thom

Năm 2015, Công ty thực hiện chăm sóc 7.662,28 vườn cây Kiến thiết Cơ bản (KTCB) theo đúng quy trình kỹ thuật, vườn cây sinh trưởng tốt. Hoàn thành việc kê khai chứng từ theo chuẩn mực kế toán Campuchia.

Công ty cũng đã hoàn chỉnh hồ sơ pháp lý chuyển sang pháp nhân, báo cáo đánh giá tác động môi trường và tiếp tục hoàn thành công tác tồn đọng về thuế; làm việc với ngân hàng SHB và một số ngân hàng tại Campuchia để tiến hành vay vốn đầu tư.

Công ty Trường Phát

Năm 2015, Công ty đã sản xuất và gia công 33.672 m³ gỗ phôi, thu mua 4.891 m³, tiêu thụ 36.764 m³ (trong đó xuất khẩu 11.095 m³ gỗ phôi). Sản xuất 12.328 m³ gỗ ghép tấm, tiêu thụ 5.107 m³ (trong đó xuất khẩu 1.918 m³). Sản xuất 11.960 m³ bộ pallet.

Tổng Doanh thu Công ty Trường phát trong năm 2015 đạt 291,28 tỷ đồng (trong đó, giá trị xuất khẩu đạt gần 5,6 triệu USD), lợi nhuận sau thuế đạt 10,05 tỷ đồng (đạt 100,35% kế hoạch năm).

Công ty Phước Hòa – Đắc Lắc

Năm 2015, Công ty thực hiện chăm sóc 166,35 ha vườn cây KTCB, phòng trị sâu bệnh, chăm sóc vườn ươm, vườn nhân. Đôn đốc đơn vị tư vấn, hoàn thiện các thủ tục pháp lý và thủ tục bàn giao đất.

Đến cuối năm 2015 đã bàn giao hơn 400 ha đất để phục vụ trồng tái canh năm 2016.

Công ty Cổ phần Khu công nghiệp Tân Bình

Năm 2015, khối lượng thực hiện Xây dựng cơ bản của Công ty đạt 104,31 tỷ đồng (lũy kế từ đầu dự án đạt 147,27 tỷ đồng). Doanh thu trong năm 6,5 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 1,75 tỷ.

Đến cuối năm 2015, Công ty đã thu hút được 17 nhà đầu tư (trong đó có 14 nhà đầu tư trong nước và 03 nhà đầu tư nước ngoài), lũy kế diện tích đã cho thuê đạt 55,9 ha (tỷ lệ 22,86% diện tích thương phẩm), có 06 dự án đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư với tổng vốn đầu tư 171,4 tỷ đồng.

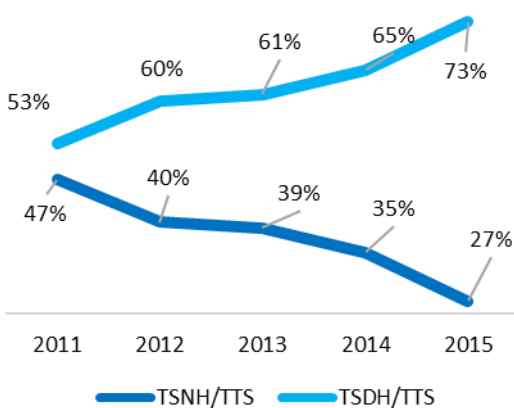
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản dịch chuyển dần về tài sản dài hạn

Các dự án đầu tư của PHR có giá trị tương đối lớn và yêu cầu thời gian đầu tư dài hạn, do vậy, tỷ trọng tài sản dài hạn của PHR đã tăng khá nhanh từ mức 53% lên đến 73% trong cơ cấu tài sản.

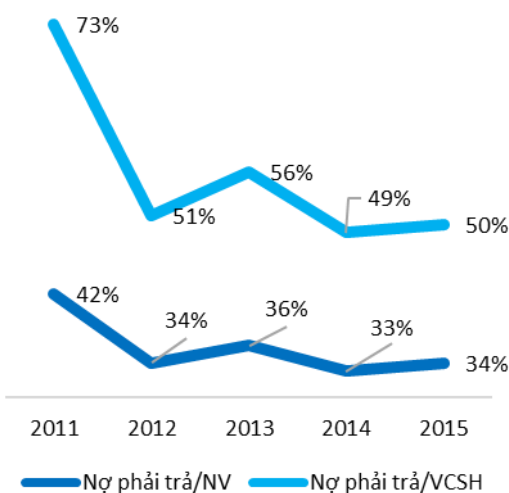
Tuy nhiên, với đặc thù của ngành cao su, khi cây cao su cần tới 5-7 năm từ lúc trồng cho đến khi cạo mủ, việc đầu tư dài hạn là thiết yếu cho sự tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp. So với ngành, tỷ trọng tài sản dài hạn của PHR vẫn còn ở mức thấp hơn con số 87,4% trung bình ngành.

Cơ cấu tài sản qua các năm



(Nguồn; PHR)

Cơ cấu nợ phải trả



Nguồn vốn vay giảm dần, thay thế bằng nguồn vốn của sở hữu

Năm 2015, nợ phải trả chiếm 34% trong cơ cấu nguồn vốn của PHR, thấp hơn đáng kể so với mức 42% vào năm 2011.

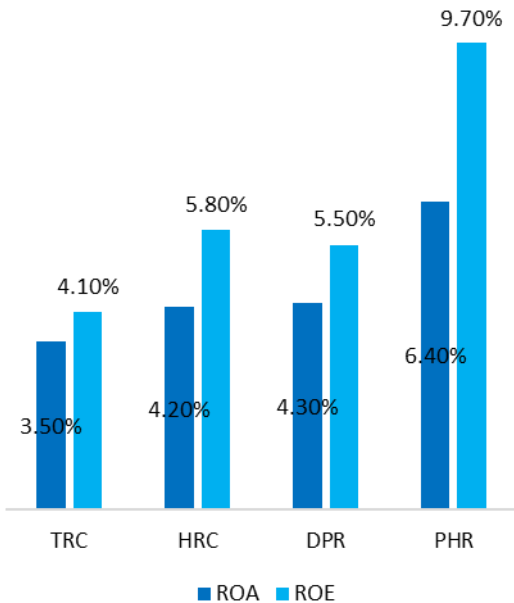
Cơ cấu đòn bẩy tài chính đang dần được cải thiện theo chiều hướng tích cực hơn mặc dù Công ty vẫn duy trì mức trả cổ tức bằng tiền mặt khá cao do PHR có được nguồn thặng dư vốn chủ sở hữu cũng như nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối khá lớn (chiếm 17,1% tổng vốn chủ sở hữu (tại ngày 30/09/2016).

Ngoài ra, PHR cũng sở hữu một lượng khá lớn quỹ đầu tư phát triển (tại thời điểm 30/09/2016 là 985 tỷ đồng, chiếm 43,7% vốn chủ sở hữu, 27,4% tổng nguồn vốn) đảm bảo cho Công ty có một nguồn tài chính dồi dào để thực hiện các dự án đầu tư dài hạn cũng như xây dựng, nâng cấp các nhà

máy, dây chuyền sản xuất sản phẩm cao cấp mà không phải quá lệ thuộc vào nguồn vốn vay nợ bên ngoài.

Khả năng sinh lời đứng đầu ngành

Các chỉ số về khả năng sinh lời ROA và ROE của PHR đều dẫn đầu trong số các doanh nghiệp trong cùng ngành cho thấy Công ty có sự quản lý và sử dụng vốn cũng như tài sản của mình rất hiệu quả.



Khả năng hoạt động được duy trì tốt

Các chỉ số về ngày phải thu thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành, trong khi chỉ số ngày phải trả được kéo dài trong năm 2015 cho thấy sự cải thiện tích cực trong khả năng chiếm dụng vốn của PHR.

Vòng quay hàng tồn kho cũng tăng lên mức 5,82 vòng năm 2015 so với mức 4,95 vòng năm 2014 cho thấy Công ty chỉ giữ lượng hàng tồn kho trong vòng 2,1 tháng.

Tại ngày 30/09/2016, PHR đang có 204,5 tỷ đồng hàng tồn kho (chiếm 5,7% tổng tài sản); trong đó, chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang (102,9 tỷ) cho Khu dân cư Phước Hòa dưới dạng thuế chuyển đổi mục đích sử dụng đất, chi phí đền bù cho người dân, chi phí lập dự án đầu tư, quy hoạch chi tiết và một số chi phí ban đầu của dự án khu dân cư. Dự án này tới thời điểm hiện tại đã phân lô bán nền và đang chờ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất.

Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao và ổn định qua các năm

Trong các năm từ 2011, PHR luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt rất cao so với thị giá (lợi suất cổ tức trung bình đạt 13%/năm) và luôn ở mức cao so với các doanh nghiệp cao su khác cùng ngành.

Điều này thể hiện tình hình tài chính lành mạnh cũng như dòng tiền sản xuất kinh doanh thực dương, đều đặn và ổn định của Công ty.

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt	35%	30%	30%	15%	35%	15%

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong 9T2016, PHR đã khai thác được 9.813,73 tấn mủ quy khô, chế biến theo kế hoạch đặt hàng được 18.959,22 tấn mủ thành phẩm.

Tính riêng trong quý 3, doanh thu thuần của Công ty tăng 15% so với cùng kỳ năm trước lên 355,6 tỷ đồng, giá vốn hàng bán tăng mạnh hơn làm lợi nhuận gộp giảm 13% còn 25,7 tỷ đồng. Tuy vậy, nhờ lợi nhuận khác từ thanh lý cây cao su là 62 tỷ đồng, PHR đạt lãi ròng 64 tỷ đồng, tăng mạnh so với 11 tỷ đồng cùng kỳ năm 2015.

Doanh thu thuần lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 770,3 tỷ đồng (giảm nhẹ 7,6% so với cùng kỳ); thu nhập từ hoạt động thanh lý cây cao su tăng lên đáng kể đạt 111 tỷ đồng giúp cho PHR đạt 160,7 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 131,1 tỷ đồng, tăng mạnh 88% so với cùng kỳ, vượt 31% kế hoạch đặt ra cho cả năm 2016.

Năm 2016, Chúng tôi ước tính sản lượng sản phẩm sản xuất từ cao su của PHR đạt khoảng 30.000 tấn sản phẩm với giá bán trung bình 30 triệu đồng/tấn (-2,6% yoy) do ảnh hưởng tích cực từ đà tăng của giá cao su thế giới. Doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi ước đạt 900 tỷ đồng.

Theo diễn biến trong quá khứ, quý 4 hàng năm luôn là quý đạt mức lợi nhuận ròng cao nhất của PHR do Công ty đẩy mạnh thanh lý cây cao su đã quá tuổi khai thác vào giai đoạn này, với diện tích vườn cao su trong kế hoạch thanh lý hàng năm khoảng 1.000 ha, 9T2016, PHR đã thu về được 111 tỷ đồng, Chúng tôi ước tính Công ty sẽ thu về thêm 100 tỷ đồng thu nhập từ hoạt động này trong quý cuối năm.

Doanh thu tài chính ước tính vẫn duy trì ở mức các năm trước do hoạt động của các công ty con, công ty liên kết vẫn ổn định cũng như các khoản

đầu tư ngắn hạn và dài hạn của PHR không có quá nhiều thay đổi đáng kể trong năm 2016.

Chúng tôi dự phóng năm 2016, PHR đạt 1.124 tỷ đồng doanh thu thuần (-15,3% yoy); lợi nhuận sau thuế đạt 225,5 tỷ đồng (+6,6% yoy) do việc đẩy mạnh hoạt động thanh lý vườn cây cao su.

Giai đoạn 2017 – 2025: Doanh thu của PHR được kỳ vọng tăng trưởng tích cực và ổn định khi theo như dự báo, giá cao su thế giới sẽ bước vào chu kỳ tăng trở lại cho đến năm 2025 và đạt mức 2,3 USD/kg (Hiệp hội cao su Malaysia); Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép CAGR của PHR trong giai đoạn 2017 – 2025 đạt 15%.

ĐÌNH GIÁ

Với những dự phóng được nêu ở trên, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E và P/B các công ty cùng ngành Cao su tự nhiên để xác định giá trị hợp lý của PHR.

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B
TRC	751	9.61	0.53
DPR	1,505	9.59	0.59
TNC	174	10.85	0.57
Trung bình		10.02	0.56

(Nguồn: DNSE tổng hợp theo giá cổ phiếu tham chiếu ngày 03/11/2016)

Mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	28,790	80%	23,032
P/B	16,838	20%	3,368
Giá bình quân			26,400

Chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý cho PHR là 26.400đ/CP.

Với mức giá đóng cửa ngày 03/11/2016 là 21.900đ/CP, mức lợi nhuận kỳ vọng trong thời hạn đầu tư ngắn hạn (từ 3 – 6 tháng) đạt 20,55%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu PHR.

KẾT QUẢ HKKD	2013A	2014A	2015A	9T/2016
Doanh thu thuần	1,895.8	1,605.0	1,227.3	770.3
Giá vốn	1,398.3	1,329.7	1,057.8	690.5
Lãi gộp	497.4	275.3	169.5	79.8
Chi phí bán hàng	34.3	39.3	24.1	12.2
Chi phí quản lý	86.6	82.2	66.7	44.5
DT HĐ tài chính	45.1	70.0	72.6	33.9
Chi phí tài chính	10.4	32.4	34.7	22.6
Lợi nhuận khác	68.8	141.4	104.9	111.5
LN Công ty LD, LK	9.3	10.9	39.9	15.2
Lợi nhuận trước thuế	489.3	343.6	261.4	160.7
Thuế TNDN hiện hành	117.4	76.4	48.8	26.4
Thuế TNDN hoãn lại	-3.4	0.4	-2.4	1.2
LN sau thuế	375.3	266.8	215.0	133.1
LNST cổ đông thiểu số	3.6	3.0	3.4	2.0
LNST (Công ty mẹ)	371.6	263.8	211.7	131.1
EBIT	500.7	374.9	296.1	182.3
EBITDA	n/a	422.80	341.00	218.80

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013A	2014A	2015A	9T/2016
Tăng trưởng so với cùng kỳ				
Doanh thu	-53.4%	-15.3%	-23.5%	-7.6%
Lợi nhuận gộp	31.7%	-44.7%	-38.4%	-8.6%
EBITDA	n/a	n/a	-19.3%	-
EBIT	73.1%	-25.1%	-21.0%	-
Lợi nhuận sau thuế	186.6%	-28.2%	-18.5%	82.3%
Tổng tài sản	-25.7%	0.8%	-3.7%	8.7%
Vốn chủ sở hữu	179.4%	4.6%	-2.7%	2.9%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	26.2%	17.2%	13.8%	10.4%
LN HKKD / Doanh thu	19.9%	9.6%	6.4%	3.0%
EBITDA / Doanh thu	-	26.3%	27.8%	28.4%
EBIT / Doanh thu	26.4%	23.4%	24.1%	23.7%
LNST / Doanh thu	19.8%	16.4%	17.2%	17.0%
ROA	11.0%	7.8%	6.5%	3.7%
ROE	17.4%	11.8%	9.8%	5.9%

Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay phải thu	1.34	10.30	12.55	6.57
Vòng quay HTK	5.14	4.95	5.82	3.91
V/q khoản phải trả	2.91	68.37	41.08	29.89

Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	-	2.46	2.47	2.06
Nhanh	-	2.02	2.06	1.63

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0.46	0.37	0.50	0.59
Vay NH/ Vốn CSH	0.25	0.22	0.16	0.21
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0.09	0.11	0.12	0.12

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2013A	2014A	2015A	30/9/16
Tiền & tương đương	485.6	465.5	401.1	306.0
Đầu tư TC NH	232.7	359.7	200.7	287.9
Phải thu NH	234.8	108.1	107.1	150.9
Tồn kho	322.3	215.1	148.3	204.5
TSNH khác	46.6	61.3	33.1	36.3
Tài sản NH	1322.0	1209.7	890.3	985.6
Phải thu DH	0.0	0.0	10.4	6.1
TS cố định	552.7	578.2	532.8	554.1
TS dở dang DH	1067.4	1321.8	1578.5	1602.8
BĐS đầu tư	0.0	0.07	9.9	90.1
Đầu tư TC DH	448.0	306.5	212.2	233.4
TS DH khác	13.2	65.3	66.3	116.5
Lợi thế thương mại	0.0	0.0	0.0	0.0
Tài sản DH	2081.2	2219.1	2410.1	2603.0
TỔNG TÀI SẢN	3403.2	3428.8	3300.4	3588.7

Phải trả người bán	13.7	25.2	26.3	19.9
Phải trả NLĐ	87.2	71.6	75.1	58.1
Vay & nợ NH	543.8	491.2	360.2	478.0
Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
DT chưa thực hiện	41.2	42.3	72.3	226.5

Tổng nợ	981.3	828.9	1107.2	1332.7
Vốn chủ sở hữu	2155.0	2253.1	2193.2	2256.0

Vốn ĐT CSH	813.0	813.0	813.0	813.0
Thặng dư	0.0	1.9	1.9	1.9
Lợi nhuận chưa phân pp	822.1	483.0	313.6	385.0
Quỹ đầu tư phát triển	379.0	822.0	981.8	985.0
Các quỹ khác	0.0	4.9	0.0	0.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.4	46.2	58.4	58.5

TỔNG NGUỒN VỐN	3403.2	3428.8	3300.4	3588.7
-----------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2013A	2014A	2015A	9T/2016
LN TT	489.3	343.6	261.4	160.7
Khấu hao TSCĐ	n/a	47.9	44.9	36.5
Chi phí lãi vay	11.4	31.3	34.7	21.6
Thay đổi VLĐ	n/a	-372.2	-69.6	-8.3
Tiền thuần từ HKKD	102.9	85.4	244.1	48.2
Thay đổi TSCĐ	-178.3	-147.0	-45.5	-120.2
Mua/bán công cụ nợ	-107.2	-2.4	-101.9	-99.8
Lãi cho vay, cổ tức	41.4	41.4	56.7	26.8

Tiền thuần từ HĐ ĐT	-240.1	5.9	-10.6	-193.2
Thu/trả lại vốn góp	4.0	0.0	13.6	0.0
Vay/trả nợ gốc vay	497.6	8.8	-151.1	127.1
Cổ tức, LN đã trả	-316.0	-120.2	-160.3	-91.3

Tiền thuần từ HĐTC	181.7	-111.4	-297.8	35.9
---------------------------	--------------	---------------	---------------	-------------

Tiền thuần trong kỳ	44.4	-20.1	-64.3	-109.1
---------------------	------	-------	-------	--------

Tiền đầu năm	446.2	485.6	465.5	415.1
---------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Ảnh hưởng của tỷ giá	-5.0	0.0	0.0	0.0
----------------------	------	-----	-----	-----

Tiền cuối kỳ	485.6	465.5	401.1	306.0
---------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

(Đơn vị: tỷ đồng)

(Nguồn: BCTC PHR)

Thông tin liên hệ**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM
DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

Trụ sở: Tầng 12A, Centre Building Hapulico Complex, Số

01 Nguyễn Huy Tưởng, Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (04) 7304 7304

Fax: (04) 6262 0656

Website: www.dnse.com.vn**1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ**

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

** Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.