

## Tăng tỷ trọng

**Giá mục tiêu** 31,900 VND

**Giá đóng cửa** 26,850 VND

14/12/2016

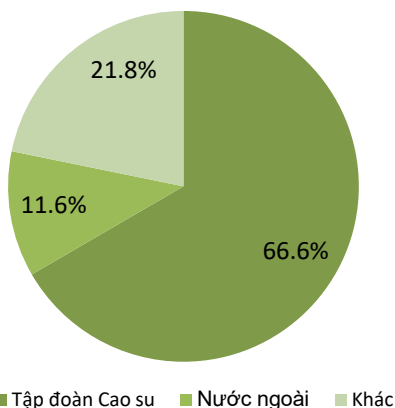
**Nguyễn Văn Sơn**  
(+84-4) 6250-9999- Ext: 558  
[Sonnnguyen@phs.vn](mailto:Sonnnguyen@phs.vn)

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	PHR
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	813
CP đang lưu hành (triệu)	78.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,183
Biên độ 52 tuần (đồng)	15,000~28,000
KLGD trung bình 3 tháng	230,000
Beta	0.34
Sở hữu nước ngoài	5.31%
Ngày niêm yết đầu tiên	18/08/2009

### Cổ đông lớn

Tập đoàn Cao su	66.62%
Nước ngoài	5.31%
Khác	28.07%



### Biến động giá

	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8	7	10
%	44.4%	36.8%	62.5%

## Triển vọng kinh doanh khả quan nhờ diễn biến giá cao su thế giới tích cực

### Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2016

Xu hướng đi xuống của giá cao su thế giới từ năm 2011 trở lại đây, kéo theo hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cao su sụt giảm. Trong đó, kết quả kinh doanh Công ty CP Cao su Phước Hòa (PHR) cũng liên tục suy giảm. Theo báo cáo tài chính 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu thuần đạt 770 tỷ đồng, giảm 7.6% yoy; lợi nhuận gộp đạt 79.8 tỷ đồng, giảm 8.2% yoy. Tuy nhiên, nhờ tiết giảm các chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cùng với việc công ty đã đẩy mạnh thanh lý vườn cây hết tuổi khai thác, nên đã giúp kết quả lợi nhuận sau thuế của công ty có sự tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 133 tỷ đồng tăng 84.7% so với cùng kỳ.

Hiện nay, PHR đang hoạt động kinh doanh trên ba mảng chính, bao gồm: mảng khai thác và kinh doanh mủ cao su, mảng chế biến gỗ, mảng kinh doanh khu công nghiệp.

- **Mảng khai thác và kinh doanh cao su là hoạt động chính chiếm tỷ trọng lớn về doanh thu và lợi nhuận.** Hiện tại, công ty đang sở hữu khoảng gần 25,000 ha đất trồng cao su. Trong đó, có 9,184 ha trồng ở Campuchia thông qua công ty con là Công ty TNHH phát triển cao su Phước Hòa – Kampong Thom.

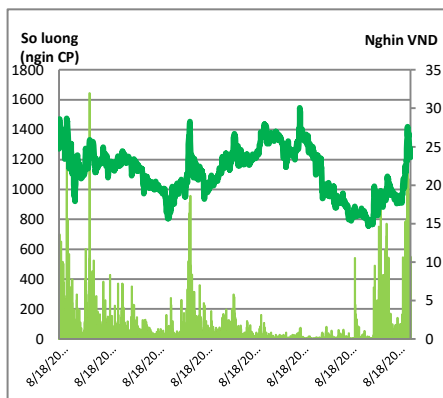
Năng suất của vườn cây nhóm I, II của PHR liên tục duy trì trên 2 tấn/ha, đây thuộc mức cao nhất của ngành. Tuy nhiên, cơ cấu vườn cây của PHR không tối ưu khi tỷ lệ cây già đến giai đoạn thanh lý và tái thiết (nhóm III) và vườn cây trẻ chưa đến tuổi khai thác chiếm hơn 70% diện tích. Năm 2016, công ty có kế hoạch sẽ khai thác 17,600 tấn mủ quy khô, năng suất bình quân là 1.93 tấn/ha. Đồng thời, thu mua khoảng 10,000 tấn mủ quy khô từ các hộ khoán và bên ngoài. Kế hoạch năm 2016 tiêu thụ 27,600 tấn mủ, giá bán bình quân 26 triệu đồng/tấn.

Tính tới tháng 10/2016, công ty đã khai thác được 11,746 tấn mủ, đạt 66.7% kế hoạch, thu mua 10,587 tấn mủ, đạt 100.587% kế hoạch. Giá bán bình quân 10 tháng đầu năm là 30 triệu đồng/tấn. Tổng doanh thu từ mủ đạt 721.6 tỷ đồng.

Triển vọng tích cực từ giá cao su thế giới được dự báo tạo đáy vào năm 2016 và phục hồi trở lại từ năm 2017 đang tạo ra động lực tăng doanh thu và lợi nhuận từ mảng kinh doanh mủ khả quan trong những năm tới.

Bên cạnh đó, với đặc điểm vườn cây nhóm III chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vườn, sẽ giúp cho lợi nhuận từ việc thanh lý cây trong giai đoạn tới của công ty sẽ rất ổn định. Chúng tôi ước tính, công ty sẽ thanh lý mỗi năm hơn 1,000 ha trong vòng 5 năm tới. Đây là nguồn thu khá ổn định của công ty.

- **Mảng chế biến gỗ là mảng mang lại doanh thu và lợi nhuận thứ 2 sau mảng khai thác và kinh doanh cao su.** Hiện mảng kinh doanh này được thực hiện lại công ty con là Công ty cổ phần Cao su Trường Phát mà PHR đang sở hữu với tỷ lệ 70%. Lũy kế 10 tháng đầu năm 2016, công ty đã thu mua, sản xuất và gia công 22,070 m3 gỗ phôi, từ gỗ phôi sản xuất 5,682 m3 gỗ ghép, 19.2 bộ pallet. Tiêu thụ 13,461 m3 gỗ phôi (trong đó xuất khẩu 2,790



m3), 5,460 m3 gỗ ghép (trong đó xuất khẩu 2,667 m3), 19.2 bộ pallet. Tổng doanh thu 146 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 5.63 tỷ đồng.

Nhờ tận dụng được nguồn nguyên liệu dồi dào từ hoạt động thanh lý vườn cây của công ty mẹ sẽ giúp hoạt động chế biến các sản phẩm từ gỗ cao su của công ty Trường phát tương đối ổn định.

#### ➤ **Mảng kinh doanh khu công nghiệp kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai.**

Công ty đang hoạt động mảng khu công nghiệp thông qua một công ty con là Công ty CP khu công nghiệp Tân Bình với tỷ lệ sở hữu 80% và một công ty liên kết là công ty Khu công nghiệp Nam Tân Uyên với tỷ lệ sở hữu 32.85%.

Hiện tại, lũy kế tới tháng 10/2016, tổng diện tích cho thuê trong khu công nghiệp Tân Uyên là 113.74 ha, đạt tỷ lệ lấp đầy là 46.52%. Với vị trí nằm trong khu vực năng động, thuận tiện về thu hút đầu tư. Tiềm năng lấp đầy toàn bộ khu công nghiệp là khá lớn, điều này tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ mảng khu công nghiệp cho PHR trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 4 năm 2016 sẽ được cải thiện theo hướng tích cực hơn khi giá cao su đang diễn biến thuận lợi. Theo báo cáo hoạt động kinh doanh tháng 10/2016 của công ty cho biết, giá bán bình quân trong tháng 10 đạt trên 31 triệu đồng/tấn, tăng 19.2% so với kế hoạch và tăng 3.3% so với bình quân của 9 tháng đầu năm.

Theo kế hoạch sản xuất quý 4 năm 2016, công ty sẽ khai thác 7,786 tấn mủ quy khô và thu mua 4,500 tấn. Tuy nhiên, công ty có thể chỉ tiêu thụ 6,700 tấn với giá bán bình quân khoảng 32 triệu đồng/tấn. Chúng tôi ước tính, doanh thu từ bán mủ cao su trong quý 4 năm 2016 là 214 tỷ đồng, lợi nhuận gộp ước đạt 46.9 tỷ đồng.

Lợi thế vườn cây già đến giai đoạn thanh lý đang đóng góp phần lớn lợi nhuận cho PHR khi 9 tháng đầu năm thu nhập từ thanh lý cây tới 110.9 tỷ đồng. Kế hoạch quý 4/2016 công ty sẽ tiếp tục thanh lý 650.56 ha. Do đó, công ty có thể sẽ thu về khoảng 70 tỷ đồng từ việc thanh lý này. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2016 của công ty ước đạt lần lượt là 1,100 tỷ đồng và 210 tỷ đồng, tương đương EPS năm 2016 là 2,583 đồng.

Không những vậy, theo giám đốc sở cao su trực thuộc bộ Nông nghiệp Campuchia cho biết: giá cao su hiện nay vào khoảng 1,860 USD/tấn. Tuy nhiên, nếu 4 nước Việt Nam, Malaysia, Indonesia và Thái Lan đồng thuận tiếp tục giảm 15% xuất khẩu cao su thì giá mặt hàng này có thể tiếp tục tăng lên mức 2,000 – 2,500 USD vào năm 2017.

Bên cạnh đó, tình hình thời tiết tại các nước xuất khẩu cao su gần đây không mấy thuận lợi. Mưa nhiều trở ngại cho công tác lấy mủ và đóng gói xuất khẩu. Nhiều doanh nghiệp tạm ngưng sản xuất. Kết quả là giá cao su càng được đà tăng giá. Ngoài ra, giá dầu và giá hàng hóa nguyên liệu thô đang có chiều hướng gia tăng cũng sẽ tạo động lực cho giá cao su đi lên trong trung và dài hạn. Hiện tại, giá thành khai thác và thu mua mủ của công ty đang ở mức 25.2 triệu đồng/ tấn, với triển vọng giá cao su diễn biến tích cực góp phần thúc đẩy kết quả kinh doanh của công ty tăng trưởng mạnh mẽ trong các năm tới.

#### **Rủi ro từ biến động giá cao su, thời tiết và giá thuê đất tăng**

Động lực tăng giá cao su trong thời gian qua dựa trên những yếu tố chưa bền vững khi giá cao su tăng chủ yếu là do tình trạng hạn chế nguồn cung từ thỏa thuận cam kết giảm sản lượng của Hội đồng Cao su Quốc tế ba bên ITRC (gồm 3 nước sản xuất cao su thiên nhiên (CSTN) lớn nhất thế

giới là Thái Lan, Indonesia và Malaysia, chiếm 70% sản lượng toàn cầu) nhằm khôi phục lại giá cao su thế giới, sau thời gian suy giảm sâu. Do đó, khi các yếu tố hỗ trợ về nguồn cung thay đổi có thể sẽ ảnh hưởng lên diễn biến của giá cao su.

Chi phí thuê đất của các doanh nghiệp cao su Việt Nam cũng được dự đoán sẽ tăng từ năm 2016 vì năm 2015 là năm cuối cùng trong chặng 5 năm tính tiền thuê đất trồng cao su. Sang năm 2016, tiền thuê đất có thể tăng gấp 3 lần. Tuy nhiên, Hiệp hội Cao su Việt Nam hiện đang đề xuất Bộ Tài chính trình Thủ tướng tạm thời miễn tiền thuê đất vườn cao su tái canh trong thời gian xây dựng cơ bản nhằm tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp.

Thêm vào đó, tác động tiêu cực từ hiện tượng El Nino cũng sẽ ảnh hưởng tới năng suất của cây cao su.

**Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG:** Chúng tôi định giá cổ phiếu PHR ở mức 31,900 VND dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 50%, P/B ước tính năm 2016 là 1.5x và BVPS dự phóng cho năm 2016) và P/E (tỷ trọng 50%, P/E ước tính năm 2016 là 8.0x và EPS kỳ vọng năm 2016). Cổ phiếu PHR đang giao dịch với 26,850 giá đồng, do đó, Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** đối với cổ phiếu này.

	2013	2014	2015	2016E
<b>Doanh thu thuần</b>	1,907	1,615	1,228	1,100
%YoY		-15%	-24%	-10%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	497	275	169	136
%YoY		-45%	-39%	-20%
Biên LN gộp	26%	17%	14%	12%
Biên LN HĐKD	22%	12%	13%	7%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	375	266.8	215	210
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	371.6	263.8	211.6	206
% YoY		-29%	-20%	-3%

*Nguồn PHR, PHS tổng hợp.*

## Sơ lược công ty

### Lịch sử hình thành:

PHR là một trong các đơn vị có diện tích lớn trong ngành cao su Việt Nam với hơn 25,000 ha đất trồng. Các sản phẩm cao su của công ty tập trung phần lớn cho nhu cầu tiêu thụ trong nước, chiếm gần 80% tổng lượng tiêu thụ. Khách hàng lớn nhất của PHR là Casumina và Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.

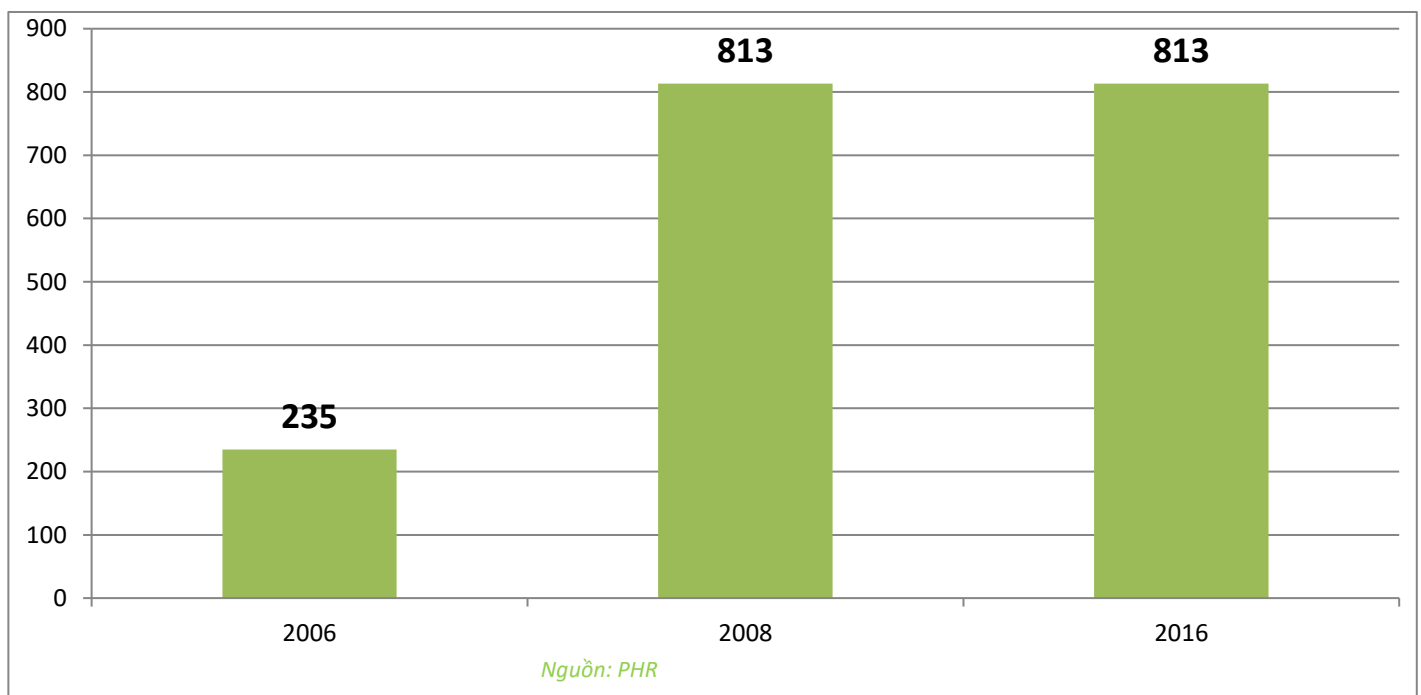
- Tiền thân của Công ty là đồn điền cao su Phước Hòa. Sau ngày miền Nam hoàn toàn giải phóng, đổi tên thành Nông trường Cao su Quốc Doanh Phước Hòa.
- Năm 1982, Công ty Cao su Phước Hòa được Tổng cục Cao su Việt Nam thành lập và đến năm 1993, Công ty Cao su Phước Hòa được thành lập lại theo quyết định số 142NN/QĐ ngày 04/03/1993 của Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp & Công nghiệp thực phẩm (nay là Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn), là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.
- Sau 15 năm hoạt động kinh doanh, Công ty được cổ phần hóa vào 3/3/2008 và chính thức được niêm yết trên sàn HOSE vào 18/8/2009 với mã giao dịch PHR.



### Ngành nghề kinh doanh:

- Trồng cây cao su
- Hoạt động dịch vụ trồng trọt
- Khai thác, chế biến mủ cao su
- Bán buôn phân bón hóa chất
- Bán lẻ xăng dầu
- Mua bán gỗ cao su
- Chế biến gỗ cao su

## Quá trình tăng vốn điều lệ (tỷ VND)



## Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2013	2014	2015	2016 E
Doanh thu thuần	1,907	1,615	1,228	1,100
Giá vốn hàng bán	1,398	1,329	1,057	964
Lợi nhuận gộp	497	275	169	136
Chi phí bán hàng	86.6	82.1	24	16
Chi phí QLDN			66.7	59
Lợi nhuận từ HĐKD	411.2	191.3	156.4	75
Lợi nhuận tài chính	34.7	37.5	37.8	16
Chi phí lãi vay	11.8	31.2	34.6	30
Lợi nhuận trước thuế	489	343.6	261	247
Lợi nhuận sau thuế	375	266.8	215	210
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	371.6	263.8	211.6	206
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016 E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	1,322	1,210	890	1,058
Tiền và tương đương tiền	485.6	465.4	401	380
Đầu tư tài chính ngắn hạn	232.6	359.7	200.6	287
Phải thu ngắn hạn	235	108	107	150
Hàng tồn kho	322	215	148	205
Tài sản ngắn hạn khác	46.6	61.3	33	36
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	2,081	2,219	2,410	2,603
Phải thu dài hạn	-	-	10	-
Tài sản cố định	553	578	533	562
Bất động sản đầu tư	-		10	90
Chi phí xây dựng dở dang	1,067	1,269	1,579	1,602
Đầu tư tài chính dài hạn	448	307	212	233
Tài sản dài hạn khác	13	65	66	116
Lợi thế thương mại	-	-	-	
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>3,403</b>	<b>3,429</b>	<b>3,300</b>	<b>3,661</b>
<b>Nợ phải trả</b>	1,221	1,130	1,107	1,332
Nợ ngắn hạn	981	829	779	840
Nợ dài hạn	239	301	329	491
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	2,182	2,299	2,193	2,329
Vốn điều lệ	813	813	813	813
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	27	46	58	58
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3,403</b>	<b>3,429</b>	<b>3,300</b>	<b>3,661</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2013	2014	2015	2016 E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	102.8	85.4	244	122.4
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-240	5.9	-10.6	-183
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	176.6	-111.4	-297.7	39.6
Tiền trong kỳ	39.4	-20.1	-64.3	-21
Tiền mặt đầu năm	446	485.4	465.3	401
Tiền mặt cuối năm	485.4	465.3	401	380
<b>Định giá</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016 E</b>
EPS (VNĐ)	4,735	3,457	2,602	2,583
BVPS (VNĐ)	27,456	26,752	26,974	28,800
P/E	4.77	6.54	7.2	8
P/B	0.82	0.85	0.69	0.72
<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016 E</b>
<b>Cơ cấu vốn</b>				
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.39	0.35	0.27	0.29
TS dài hạn/Tổng TS	0.61	0.65	0.73	0.71
Tổng Nợ/VCSH	0.56	0.49	0.50	0.57
Tổng Nợ/Tổng TS	0.36	0.33	0.34	0.36
Chỉ số chi trả lãi vay	42.44	12.01	8.54	9.23
<b>Chỉ số thanh khoản</b>				
Thanh khoản hiện thời	1.35	1.46	1.14	1.26
Thanh khoản nhanh	1.02	1.20	0.95	1.02
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Số ngày tồn kho	60.79	47.93	43.39	67.09
Số ngày thu tiền	44.31	24.07	31.37	49.09
Số ngày phải trả	109.87	128.40	167.39	186.55
Vòng quay Vốn lưu động	1.44	1.34	1.38	1.04
Vòng quay TS cố định	3.45	2.79	2.30	1.96
Vòng quay tổng TS	0.56	0.47	0.37	0.30
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Tỷ suất LN gộp	26.1%	17.0%	13.8%	12.4%
Tỷ suất LN HĐKD	21.6%	11.8%	12.7%	6.8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	19.7%	16.5%	17.5%	19.1%
ROE	17.2%	11.6%	9.8%	9.0%
ROA	11.0%	7.8%	6.5%	5.7%

Nguồn: PHR và PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

Fax: (84-8) 5 413 5472

Customer Service: (84-8) 5 411 8855

Call Center: (84-8) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn) Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

#### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên,  
P. Tân Phú, Quận 7,

Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5478

Fax: (84-8) 5 413 5473

#### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam,  
157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp.  
HCM

Điện thoại: (84-8) 3 820 8068

Fax: (84-8) 3 820 8206

#### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn  
Lương, Trung Hòa Nhân Chính,  
Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-4) 6 250 9999

Fax: (84-4) 6 250 6666

#### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town  
2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận  
Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (84-8) 3 813 2401

Fax: (84-8) 3 813 2415

#### Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex,  
19 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm,  
Hà Nội

Phone: (84-4) 3 933 4566

Fax: (84-4) 3 933 4820

#### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần  
Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải  
Phòng

Phone: (84-31) 384 1810

Fax: (84-31) 384 1801