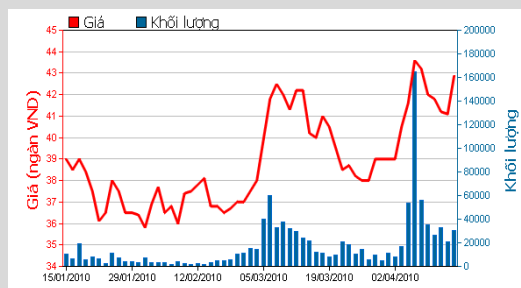


Ngày 27/04/2010

**MCK: PHR (HSX)****BẢN CẬP NHẬT LẦN 2****CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU PHƯỚC HÒA****NĂM GIỮ****ĐỊNH GIÁ****47.800****Chuyên viên: Lương Thị Minh Trâm****Email: tram.ltm@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – 342****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (27/04/2010)	41.900
Giá cao nhất (52 tuần)	50.000
Giá thấp nhất (52 tuần)	30.700
Số CP đang lưu hành	80.128.017
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.357
Trailing P/E (x)	13
P/E (EPS 2010) (x)	9,6
P/BV (BV 31/12/09) (x)	2,9

**Đồ thị giá từ ngày 15/01-27/04/2010**

Nguồn: HSX

**CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA**

Ấp 2A – Xã Phước Hòa – Huyện Phú Giáo

Tỉnh Bình Dương

ĐT: +84 65 03 65 71 11

Fax: +84 65 03 65 71 10

Website: www.phuruco.vn

**NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – CAO SU TỰ NHIÊN**

Báo cáo này là bản cập nhật “Báo cáo phân tích PHR, VDSC phát hành ngày 05/01/2010”. Trên cơ sở giá cao su tiếp tục tăng, một số thông tin mới từ Đại hội cổ đông và tiến độ các dự án Công ty dự kiến thực hiện trong năm 2010, chúng tôi phát hành báo cáo cập nhật với mục đích đưa ra dự phóng về triển vọng kết quả kinh doanh PHR trong năm 2010 theo các kịch bản giá cao su. Từ đó, nhà đầu tư có thể xem xét biến động giá cao su trên thị trường và tham khảo mức giá chúng tôi đưa ra để có quyết định phù hợp đối với cổ phiếu PHR.

Ở mức giá cao su tiêu thụ bình quân dự kiến thận trọng là 47 triệu đồng/tấn, chúng tôi nâng mức định giá PHR lên 47.800 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa là 3.830 tỷ đồng, cao hơn mức giá tham chiếu ngày 28/04/2010 khoảng 15%. Trong trường hợp giá cao su các quý cuối năm không thấp dưới 55 triệu đồng/tấn, mức giá hợp lý có thể được nâng lên mức 57.100 đồng/CP.

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2009	2010 KH	Q1/2010	2010(F)
Doanh thu	1.067,6	1.040	245	1.228
Lợi nhuận trước thuế	344,3	349	102	465
Lợi nhuận sau thuế	260,6	268		348
Vốn điều lệ	813,0			813
Vốn chủ sở hữu	994,7			1.160
Tổng tài sản	1.832,6			2.011
ROE	26,2			30,0
ROA	14,2			17,3
EPS (VNĐ)	3.227			4.348
Giá trị sổ sách (VNĐ)	12.234			14.268
Tỷ lệ cổ tức	20%	20%		20%

Nguồn: PHR, VDSC ước tính

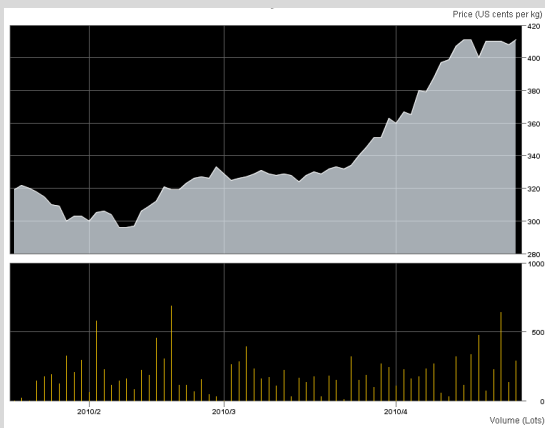
**Giá cao su đã tăng thêm 22% kể từ báo cáo cập nhật PHR được VDSC đưa ra vào tháng 01/2010.**

Cuối tháng 1/2010, giá cao su đạt 3.200 USD/tấn (SMR CV), đến cuối tháng 4 giá cao su tăng mạnh lên mức 3.916 USD/tấn (SMR CV), đây là mức cao nhất trong vòng 2 năm trở lại đây. Nguồn: Malaysian Rubber Board

Theo dự báo của hiệp hội cao su Thái Lan, sản lượng cao su thiên nhiên của 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia (chiếm khoảng 70% sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu) sẽ tiếp tục sụt giảm do El-Nino gây khô hạn. Trong khi đó, mức tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn thế giới năm 2010 dự kiến vào khoảng 10,43 triệu tấn (theo Hiệp hội cao su Việt Nam (VRA)), tăng 8% so với năm 2009. Sự phục hồi của nền kinh tế, xu hướng tăng của giá và sự tăng trưởng của ngành công nghiệp ô tô sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ cao su tăng mạnh, trong điều kiện nguồn cung thấp sẽ hỗ trợ cho sự tăng giá cao su.

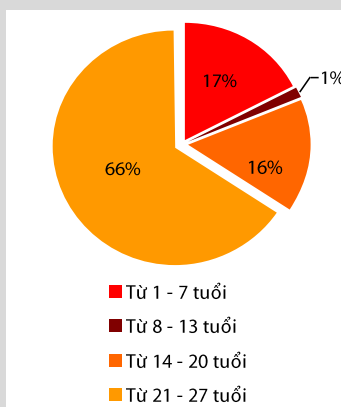
Tại Việt Nam, nhu cầu nhập khẩu cao su của Trung Quốc đang tăng lên do Trung Quốc vừa giảm thuế nhập khẩu cao su khiến các doanh nghiệp nước này tăng cường thu mua. Đây cũng là nguyên nhân đẩy giá cao su tăng trong thời gian gần đây.

## Diễn biến giá cao su từ tháng 02-04/2010



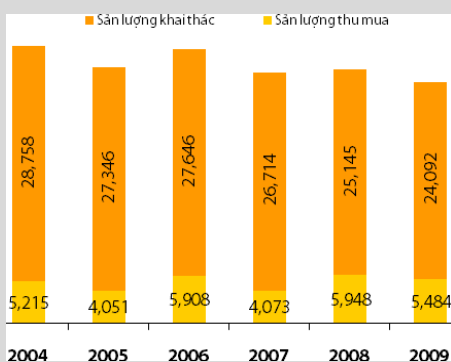
Nguồn: Sicom

## Cơ cấu tuổi cây



Nguồn: BCB

## Thống kê sản lượng từ 2004-2009



Nguồn: Báo cáo thường niên

Năm 2010 hứa hẹn là một năm tăng trưởng mạnh của ngành cao su khi giá cao su được các chuyên gia dự báo sẽ tăng 30% so với 2009, tức đỉnh điểm có thể lên tới 3.850 USD/tấn. Nhưng tính tới thời điểm này giá cao su đã vượt so với dự đoán, khi tăng 32% lên mức 3.916 USD/tấn (SMR CV). Đây tiếp tục là cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành cao su thiên nhiên nói chung và PHR nói riêng khi hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng nhiều từ biến động giá cao su.

**Sản lượng khai thác cao su của PHR trong các năm tới sẽ giảm do diện tích khai thác bị thu hẹp. Tuy nhiên, công ty đã có những kế hoạch bổ sung diện tích vườn cây có thể giúp gia tăng sản lượng khai thác từ năm 2015.**

Hiện nay, PHR đang lợi thế khi sở hữu 5 đồn điền cao su diện tích 15.218 ha, trong đó có 11.079 ha đang khai thác. Tuy nhiên với diện tích cây trong độ tuổi từ 21-27 chiếm 66% diện tích khai thác thì sản lượng khai thác trong những năm tới của PHR sẽ giảm bình quân khoảng 1.500 tấn cao su/năm khi công ty tiến hành thanh lý khoảng 600- 800 ha cao su già cỗi.

Năm	ĐVT	2005	2006	2007	2008	2009
DT khai thác	ha	14.358	13.813	13.304	12.509	11.810
Năng suất	Tấn/ha	1,90	2,00	2,01	2,01	2,04
SL khai thác	Tấn	27.346	27.646	26.713	25.145	24.092

Nguồn: Báo cáo thường niên

PHR gặp bất lợi khi có năng suất thấp hơn các công ty trong ngành do đất ít màu mỡ (diện tích đất xấu chiếm tỷ lệ khoảng trên 20%) cộng thêm diện tích khai thác bị thu hẹp. Đây là trở ngại lớn của PHR trong chiến lược gia tăng lợi nhuận trong thời gian sắp tới. Để duy trì sản lượng đáp ứng nhu cầu của khách hàng, trước mắt công ty đã tăng cường thu mua mủ cao su từ các hộ tư nhân để bù đắp phần thiếu hụt trên.

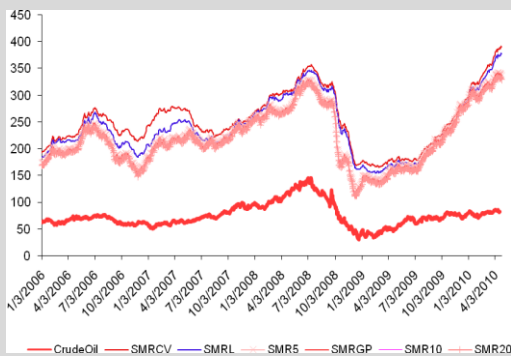
Về phát triển dài hạn, công ty đã tiến hành trồng cây cao su ở Campuchia để mở rộng diện tích khai thác trong bối cảnh quỹ đất ngày càng bị thu hẹp. Đây là dự án trồng cây cao su với tổng diện tích quy hoạch 9.184 ha; diện tích có khả năng trồng cao su 8.000 ha, đây được xem là dự án triển vọng nhất của PHR với ưu thế góp 100% vốn sở hữu toàn dự án. Dự án đang ở giai đoạn đầu kiến thiết cơ bản từ năm 2009 và dự kiến bắt đầu khai thác mủ vào năm 2015. Trong năm 2009 Công ty đã khai hoang được 545 ha và đã trồng được 503 ha tại Kampongthom. Những năm sau dự kiến trung bình công ty tiến hành trồng thêm 2000 ha/năm. Dự kiến khi dự án đi vào khai thác từ năm 2015 sẽ là nguồn đóng góp lớn vào lợi nhuận của Công ty.

**Kết quả kinh doanh Q1/2010 thuận lợi trong bối cảnh giá cao su ở mức cao.**

Theo thông tin mới vừa cập nhật từ PHR, tính tới Q1/2010 Công ty đã tiêu thụ được 4.800 tấn mủ (sản lượng khai thác trong Q1 là 2.700 tấn) hạch toán doanh thu 245 tỷ đồng, giá bán cao su bình quân đạt 51 triệu đồng/tấn, tăng 27,5% so với kế hoạch đầu năm. Với giá bán cao và kiểm soát chi phí tốt (giá thành bình quân là 28 triệu đồng/tấn), lợi nhuận trước thuế Q1/2010 của PHR đạt 102 tỷ đồng, tương đương 30% kế hoạch năm. Trong đó, có 13 tỷ từ thanh lý cây cao su và 9 tỷ đồng từ hoạt động đầu tư tài chính khác.

Với kết quả kinh doanh Q1/2010 vừa công bố cho thấy tình hình kinh doanh của công ty đang tiến triển thuận lợi. Do đặc điểm mùa vụ, hơn 70% sản lượng mủ khai thác cả năm được thu vào 2 quý cuối năm, nếu giá cao su bình quân cả năm ở mức 47 triệu đồng/tấn và những khoản lợi nhuận từ các dự án sẽ được hạch toán trong năm 2010, hoàn toàn có thể kỳ vọng vào mức tăng trưởng cao về kết quả doanh thu và lợi nhuận của PHR trong năm nay.

Giá cao su so với giá dầu (2006-2010)



Nguồn: Malaysian Rubber Board

### Thanh lý cây cao su sẽ đem lại cho Công ty khoản lợi nhuận ổn định

Mặc dù công ty gặp bất lợi về độ tuổi của vườn cây cao su do vậy năng suất và diện tích khai thác của công ty trong vài năm tới sẽ giảm dần. Nhưng xét về ngắn hạn công ty sẽ có một khoản thu đáng kể từ hoạt động thanh lý vườn cây cao su bù đắp lại phần sụt giảm về sản lượng khai thác.

Trong 2 tháng đầu năm 2010, Công ty đã tiến hành thanh lý 154 ha vườn cao su (giá thanh lý bình quân 78 triệu đồng/ha), lợi nhuận thu được từ việc thanh lý đạt là 13 tỷ đồng. Theo kế hoạch PHR sẽ tiến hành thanh lý 800 ha. Như vậy, lợi nhuận từ thanh lý theo ước tính của chúng tôi vào khoảng 50-60 tỷ đồng.

### Bên cạnh hoạt động chính thì hoạt động đầu tư tài chính được coi là nguồn đóng góp quan trọng vào lợi nhuận của Công ty trong các năm sau

Ngoài lĩnh vực kinh doanh chính, tận dụng lợi thế sở hữu quỹ đất lớn và nguồn tiền nhàn rỗi công ty đã tiến hành đầu tư vào các hoạt động khác như: dự án xây dựng khu công nghiệp, cơ sở hạ tầng, khu dân cư, dự án thủy điện. Tính tới 31/12/2009 Công ty đã góp 564 tỷ đồng vào 17 dự án.

Trong năm 2009 một số dự án PHR góp vốn đã đi vào hoạt động như dự án thủy điện Sông Côn, KCN Nam Tân Uyên và dự án khu dân cư Phước Hòa với giá trị giải ngân tới 31/12/2009 là 143 tỷ đồng. PHR dự kiến ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ 3 dự án trong năm 2010. Cụ thể hạch toán 20 tỷ lợi nhuận từ dự án Khu Dân cư Phước Hòa, 8 tỷ đồng lợi nhuận từ Khu công nghiệp Nam Tân Uyên và 10 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án Thủy điện Sông Côn. Các dự án khác vẫn đang trong giai đoạn đầu tư hoặc xây dựng trong tương lai gần chưa đem lại lợi nhuận.

Trong năm 2010 PHR tiếp tục kế hoạch góp vốn vào 18 dự án, nhiều dự án trong ngành và liên quan đến ngành với tỷ lệ vốn góp từ 4%- 100%. Dự kiến vốn đầu tư là 324 tỷ đồng.

### Dự phóng & khuyến nghị

Theo kế hoạch năm 2010 với diện tích khai thác 11.026 ha cao su và năng suất ước đạt 1,95 tấn/ha. Công ty dự kiến sẽ tiêu thụ 26.000 tấn mủ cao su, trong đó sản phẩm từ vườn cây cao su là 22.000 tấn được khai thác từ vườn cây công ty và 4.000 tấn được thu mua từ vườn cây tư nhân. Chúng tôi cho rằng kế hoạch sản lượng tiêu thụ PHR đưa ra khá sát với tình hình thực tế của Công ty. Tuy nhiên, kế hoạch doanh thu, lợi nhuận được PHR dựa trên giá bán cao su bình quân khá thận trọng, chỉ khoảng 40 triệu đồng/tấn. Trên cơ sở giá cao su đang ở mức cao và khó giảm sâu do nhu cầu tăng trong điều kiện cung giảm, chúng tôi cho rằng giá bán cao su bình quân của PHR trong năm 2010 có thể đạt 47 triệu đồng/tấn tăng 18% so với giá bán trong kế hoạch của PHR.

Ngoài lợi nhuận từ hoạt động sản xuất và kinh doanh mủ cao su, dự kiến việc thanh lý cây cao su sẽ mang đến khoản lợi nhuận là 50 tỷ đồng và các dự án mà PHR góp vốn sẽ cho lợi nhuận khoảng 40 tỷ đồng.

Do giá cao su là yếu tố quan trọng chi phối kết quả kinh doanh của các công ty cao su nói chung và PHR nói riêng, chúng tôi đưa ra 3 kịch bản (KB) về doanh thu và lợi nhuận năm 2010 của PHR tương ứng với các mức giá cao su như sau:

Chỉ tiêu	KB1	KB2	KB3
<b>Giá BQ (triệu đồng/tấn)</b>	40	47	55
<b>Sản lượng (tấn)</b>	26.000	26.000	26.000
<b>DT (tỷ đồng)</b>	1.041	1.228	1.431
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	279	348	416
<b>EPS (VND/CP)</b>	3.476	4.348	5.193

Ngày 27/04/2010

**Định giá**

P/E (trailing) bình quân ngành cao su hiện nay vào khoảng 12,2 lần. Với đặc điểm thuận lợi chung của ngành là giá cao su đang trong xu hướng tăng, lợi nhuận của các công ty cao su dự kiến sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2010, P/E ngành kỳ vọng có thể giảm thấp hơn con số trên, chúng tôi chiết khấu khoảng 10%. Như vậy, chỉ số P/E bình quân ngành phù hợp là 11.

Công ty	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	LNST 2009 (tỷ đồng)	Trailing P/E
DPR	2.680	217,6	12,3
HRC	659	65,4	10,1
TRC	2.100	158,4	13,3
TNC	312	29,57	10,5
<b>Bình quân</b>		<b>471</b>	<b>12,2</b>

Nguồn: VDSC tổng hợp

PHR là doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô vườn cao su, tuy nhiên năng suất thấp hơn và tốc độ tăng trưởng trong các năm về sau có xu hướng chậm dần do diện tích khai thác giảm. Do đó, chúng tôi cho rằng mức P/E hợp lý đối với PHR bằng mức trung bình ngành là 11. Như vậy, giá hợp lý của PHR tương ứng với 3 kịch bản của EPS như sau:

	KB1	KB2	KB3
EPS (VND/CP)	3.476	4.348	5.193
P <sub>PHR</sub> (VND/CP)	38.235	47.833	57.126

**Thông tin giao dịch**

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
26/4/2010	42.000	187.390	154.280	280.310		
22/4/2010	42.000	319.200	360.210	489.780	6.080	5.000
21/4/2010	41.700	303.600	185.090	188.630	55.500	
20/4/2010	41.600	180.730	125.050	230.810	30.000	
19/4/2010	42.000	278.600	274.060	224.170	45.000	

	Năm 2009					Q1/ 2010	
	DT (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	Cổ tức (%)	DT (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)
PHR	1.067,6	260,6	26,2	14,2	20,0	245,0	102
DPR	648,3	217,6	26,1	17,6	15,0	-	-
HRC	232,0	65,4	17,7	15,0	20,0	46,5	-
TRC	440,3	158,4	25,3	20,0	15,0	99,0	-
TNC	171,6	29,5	12,1	11,0	10,0	-	-



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2010.