

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Bộ phận

Phân tích Nghiên cứu

Nguyễn Anh Thương

Email: thuong.na@mhbs.vn

**Công ty Cổ phần
Chứng khoán MHB**

Trụ sở chính:

**Tầng 2, 161 Đồng Khởi, Opera
View, Q.1, TpHCM**

Tel: 38.241.567

Fax: 38.241.572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội:

**Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu,
Hàn Kiếm, Hà Nội**

Tel: 626 82888

Fax: 627 02146

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR)



Ngày phát hành: 01/07/2010

MỤC LỤC

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP	4
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ.....	8
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH.....	10
PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH	13
PHÂN TÍCH SWOT	15
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ.....	16
NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ.....	17

Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa

Mã CK: PHR

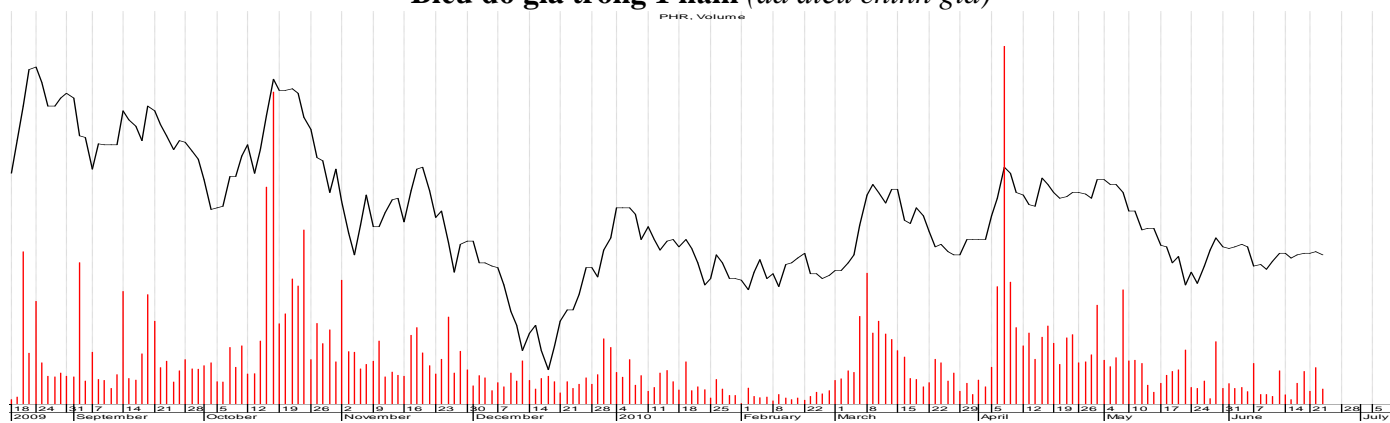
Sàn niêm yết: HSX

Ngày: 01/07/2010

Khuyến nghị đầu tư GIỮ Giá hiện tại 38.000 Giá mục tiêu 40.500

Ngành	Cao su tự nhiên	Vốn điều lệ	813 tỷ đồng	EPS 4Q	3.933 đồng
Lĩnh vực	Nguyên vật liệu	GTVH thị trường	3.085 tỷ đồng	BV	13.385 đồng
Giá hiện tại	38.000 đồng	Khối lượng niêm yết (cổ phiếu)	81.300.000	P/E	9,7 lần
Giá cao nhất trong 52 tuần	50.000 đồng	KLLHBQ 4 quý gần nhất (cổ phiếu)	80.634.044	P/B	2,9 lần
Giá thấp nhất trong 52 tuần	30.700 đồng	KLGD BQ 30 ngày (cổ phiếu)	102.098	Beta	

Biểu đồ giá trong 1 năm (đã điều chỉnh giá)



Hội Đồng Quản Trị		Ban điều hành		Ban kiểm soát	
Nguyễn Văn Tân	Chủ tịch	Nguyễn Văn Tân	TGD	Hồ Mộng Vân	Trưởng Ban
Phạm Văn Thành	Ủy viên	Lê Phi Hùng	Phó TGD	Nguyễn Văn Tước	Thành viên
Lê Phi Hùng	Ủy viên	Trương Văn Quanh	Phó TGD	Vũ Quốc Anh	Thành viên
Trương Văn Quanh	Ủy viên	Nguyễn Văn Ngọc	Phó TGD		
Nguyễn Đức Thắng	Ủy viên	Đặng Đôn Cư	Phó TGD		
		Dương Văn Khen	KTT		

DVT: tỷ đồng

TÓM TẮT

Chỉ tiêu	2008	2009
Tổng Tài sản	1.824	1.869
Nợ phải trả	945	706
Vốn chủ sở hữu	882	1.017
Doanh thu thuần	1.092	1.068
Tăng trưởng doanh thu thuần	-0,5%	-2,2%
Lợi nhuận gộp	354	283
Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần	32%	26%
Lợi nhuận sau thuế	283	267
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-3,4%	-5,7%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	26%	25%
Lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ	283	267
ROA	16%	14%
ROE	32%	23%
EPS	3.492	3.225

Kết quả kinh doanh quý 1/2010 của PHR và số liệu dự báo của MHBS cho năm 2010.

Chỉ tiêu	Quý 1/2009	Quý 1/2010	% tăng trưởng
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	173	252	46%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	22	78	255%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	13%	31%	
	% hoàn thành kế hoạch 2010	Dự kiến 2010	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	24%	1.367	
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	29%	304	

Ngành cao su tự nhiên có nhiều triển vọng trong năm 2010 và những năm sắp tới do sự phục hồi kinh tế kéo theo sự gia tăng nhu cầu cao su tự nhiên phục vụ cho ngành công nghiệp, trong khi nguồn cung bị thu hẹp do ảnh hưởng thời tiết xấu.

PHR là doanh nghiệp lớn thuộc Tập đoàn cao su Việt Nam với quy mô lớn nhất trong số 5 doanh nghiệp cao su đang niêm yết. Hiện tại PHR đang trong quá trình đầu tư trồng cao su tại Campuchia. Đây là dự án lớn mang tính chiến lược đối với PHR trong những năm tới.

Sản lượng khai thác hàng năm của PHR trong giai đoạn 2010-2012 sẽ sụt giảm do thanh lý, trồng mới vườn cây. Tuy nhiên sự sụt giảm này không đáng kể và từ năm 2015 sản lượng khai thác sẽ tăng mạnh do các dự án trồng cao su đến giai đoạn khai thác.

Trong những năm qua, doanh thu, lợi nhuận của PHR chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính - trồng khai thác cao su. Với sản lượng khai thác giảm nhẹ hàng năm thì giá bán cao su sẽ là nhân tố quyết định đến kết quả hoạt động chính của PHR trong các năm sắp tới. Tuy nhiên, PHR có các khoản đầu tư lớn vào các hoạt động khác (kinh doanh bất động sản, đầu tư tài chính) nên chúng tôi kỳ vọng các hoạt động này sẽ đóng góp lợi nhuận cho công ty trong thời gian tới.

Chúng tôi ước tính giá trị PHR vào khoảng 40.500 đồng/cổ phiếu và khuyến nghị **XEM XÉT GIỮ** cổ phiếu PHR.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Tóm tắt quá trình hình thành và phát triển:

- PHR tiền thân là đồn điền cao su Phước Hòa, sau 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.
- Năm 1993, Công ty Cao su Phước Hòa được thành lập lại và là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.
- Tháng 08/2009 PHR niêm yết 81.300.000 cổ phiếu trên HSX.

Hoạt động kinh doanh chính

- Trồng cây cao su, khai thác chế biến mủ cao su.
- Mua bán, chế biến gỗ cao su.
- Thi công xây dựng và sửa chữa cầu đường, công trình giao thông và khu dân cư, cơ sở hạ tầng khu công nghiệp...
- Kinh doanh địa ốc.
- Đầu tư tài chính.

Giới thiệu doanh nghiệp

PHR là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam, là một trong những công ty có diện tích cao su lớn của ngành, nằm trong top 5 đơn vị quản lý diện tích và sản lượng cao su lớn nhất ngành. Năng suất và chất lượng sản phẩm của công ty luôn đạt thứ hạng cao trong ngành cao su.

PHR có tổng diện tích đất cao su: 15.800 ha; Diện tích khoán cao su tiêu điền: 1.000 ha.

Diện tích và sản lượng khai thác của công ty có xu hướng giảm do trong thời gian tới công ty tiến hành thanh lý vườn cây để tái canh, trồng lại theo yêu cầu, kỹ thuật mới, tăng năng suất khai thác.

Các chỉ tiêu	2008	2009	2010	2011
Diện tích khai thác (ha)	12,509	12,173	11,373	11,014
Sản lượng khai thác (tấn)	25,145	23000	21,609	20,927

Nguồn: BCB

Công ty có 3 nhà máy chế biến mủ cao su, tổng công suất thiết kế: 27.000 tấn/năm

Nhà máy	Công suất (tấn/năm)
Nhà máy chế biến Bô Lá	6,000
Nhà máy chế biến mù ly tâm	3,000
Nhà máy chế biến Cua Paris	18,000

Nguồn: PHR

Chỉ tiêu	2008	2009	2010	2011	2012
Sản lượng chế biến (tấn)	28,000	26,500	25,200	24,000	23,000

Nguồn: PHR

Hội đồng quản trị, Ban điều hành

Các thành viên trong ban lãnh đạo của PHR là những người có nhiều kinh nghiệm trong ngành, đồng thời có thời gian làm việc nhiều năm tại công ty. Do đó Ban lãnh đạo có sự am hiểu sâu rộng về ngành nghề kinh doanh, có sự gắn bó chặt chẽ với công ty. Chúng tôi đánh giá cao kinh nghiệm và sự gắn bó lâu dài của Ban lãnh đạo công ty. Điều này tạo nền tảng phát triển vững chắc cho công ty trong tương lai.

Hội Đồng Quản Trị			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Nguyễn Văn Tân	Chủ tịch	Cử nhân kinh tế	20 năm làm việc tại công ty
Phạm Văn Thành	Ủy viên	Thạc sỹ kinh tế	12 năm kinh nghiệm trong ngành
Lê Phi Hùng	Ủy viên	Kỹ sư nông nghiệp	27 năm làm việc tại công ty
Trương Văn Quanh	Ủy viên	Cử nhân kinh tế	30 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Đức Thắng	Ủy viên	Cử nhân kinh tế	
Ban điều hành			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Nguyễn Văn Tân	Tổng giám đốc	Cử nhân kinh tế	20 năm làm việc tại công ty
Lê Phi Hùng	Phó TGD	Kỹ sư nông nghiệp	27 năm làm việc tại công ty
Trương Văn Quanh	Phó TGD	Cử nhân kinh tế	30 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Văn Ngọc	Phó TGD	Cử nhân sư phạm	18 năm làm việc tại công ty
Đặng Đôn Cư	Phó TGD	Cử nhân kinh tế, Luật	28 năm làm việc tại công ty
Dương Văn Khen	Kế toán trưởng	Cử nhân Tài chính-Kế toán	29 năm làm việc tại công ty

Ban kiểm soát			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Hồ Mộng Vân	Trưởng Ban	Cử nhân kinh tế	30 năm kinh nghiệm trong ngành
Nguyễn Văn Tước	Thành viên	Cử nhân Tài chính-Kế toán	28 năm kinh nghiệm trong ngành
Vũ Quốc Anh	Thành viên	Cử nhân kinh tế	20 năm kinh nghiệm trong ngành

Các loại thuế

PHR chịu mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 25%/năm.

Chính sách cổ tức, tỷ lệ trích lập các quỹ

Căn cứ điều lệ của công ty, chính sách cổ tức và trích lập các quỹ như sau:

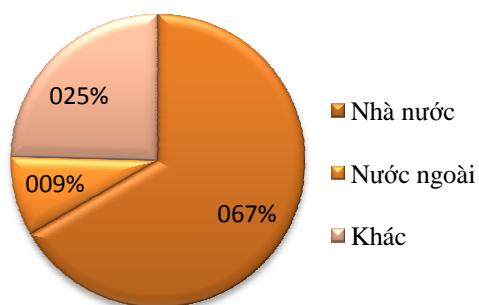
- Kết thúc niên độ tài chính, Hội đồng quản trị có trách nhiệm xây dựng phương án phân phối lợi nhuận và trích lập các quỹ để trình Đại hội đồng cổ đông. Tỷ lệ trích lập các quỹ được quy định như sau:

STT	Quỹ trích lập	Tỷ lệ trích/ LNST	Ghi chú
1	Dự phòng tài chính	5%	Trích đến khi bằng 10% vốn điều lệ
2	Đầu tư phát triển	10%	
3	Khen thưởng phúc lợi	15%	
4	Thưởng Ban quản lý, điều hành	0,3%	

- **PHR có tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền khá cao.** Hội đồng quản trị có thể thanh toán cổ tức giữa kỳ nếu xét thấy việc chi trả này phù hợp với khả năng sinh lời của công ty.
- Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của công ty trong năm 2009 và dự kiến năm 2010

Hình thức trả cổ tức	2009	E2010
Bằng tiền (% / mệnh giá)	20%	20%

Cơ cấu cổ đông của công ty tại ngày 24/06/2010



STT	Cổ đông	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
1	Nhà nước	54.162.060	66,62%
2	Nước ngoài	7.146.270	8,79%
3	Khác	19.991.670	24,59%
Tổng cộng		81.300.000	100%

HSX 24/06/2010

Tập đoàn Cao su Việt Nam là cổ đông lớn của PHR, nắm giữ số lượng cổ phần chi phối, chiếm 66,62% vốn điều lệ của công ty. Đây là một lợi thế của PHR khi nhận được sự hỗ trợ lớn từ Tập đoàn trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên sự chi phối quá lớn từ Tập đoàn có thể gây bất lợi cho công ty trong các quyết định quan trọng đòi hỏi sự nhanh chóng, kịp thời nhưng tự bản thân công ty không tự quyết định được, phải chờ đợi sự phê duyệt từ Tập đoàn.

Giao dịch cổ đông lớn và cổ đông nội bộ trong 12 tháng gần nhất

Người Tổ chức thực hiện	Mối quan hệ với công ty	Giao dịch		Số CP nắm giữ		Thời gian thực hiện	Mục đích
		Loại	Khối lượng	Trước giao dịch	Sau giao dịch		
Lê Thị Hoa	Vợ - Chủ tịch HĐQT	Bán	5.400	57.000	51.600	12/04/2010 - 12/06/2010	Giải quyết tài chính
Trương Thế Hùng	Con - Thành viên HĐQT	Bán	2.000	2.000	0	22/04/2010 - 22/06/2010	Giải quyết tài chính
Trương Thế Hùng	Con - Thành viên HĐQT	Bán	2.000	4.000	2.000	14/01/2010 - 14/04/2010	Giải quyết tài chính
Võ Thị Hoàng Hồng	Vợ - Thành viên HĐQT	Bán	20.000	20.000	0	11/03/2010 - 12/04/2010	Giải quyết tài chính
Hồ Kim Chi	Vợ - Kế toán trưởng	Bán	25.000	25.000	0	18/01/2010 - 29/01/2010	Giải quyết tài chính
Hồ Mộng Vân	Trưởng Ban kiểm soát	Mua	1.140	0	1.140	28/09/2009 - 28/10/2009	Đầu tư cá nhân

Theo báo cáo mới nhất, PHR vừa mua vào 200.000 cổ phiếu nâng tổng số lượng cổ phiếu quỹ hiện có lên 1.171.983 cổ phiếu.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ

Đầu tư vào công ty con

PHR sở hữu 2 công ty con hoạt động trong cùng lĩnh vực kinh doanh chính là trồng, khai thác mủ cao su, chế biến gỗ cao su. Tuy nhiên 2 công ty con này chỉ mới bước đầu hoạt động nên đóng góp doanh thu, lợi nhuận rất thấp. **Dự án trồng cao su thông qua công ty con tại Campuchia hứa hẹn sẽ đem lại nguồn thu lớn cho công ty trong tương lai. Đây là dự án lớn, mang tính chiến lược của công ty.**

STT	Tên công ty con	Vốn điều lệ (Tỷ)	Nơi thành lập và hoạt động	Tỷ lệ phần sở hữu và quyền biểu quyết (%)	Hoạt động chính
1	CTCP Cao su Trường Phát	50	Bình Dương	65%	Khai thác, chế biến gỗ cao su
2	Công ty TNHH phát triển cao su Phước Hòa Kampong Thom tại Campuchia	935	Campuchia	100% (40% vốn tự có 60% vốn vay)	Trồng, khai thác chế biến mủ cao su

Đầu tư vào công ty liên doanh

PHR thực hiện liên doanh góp vốn vào 3 công ty với tổng vốn góp tại thời điểm cuối năm 2009 là 143 tỷ đồng. Các công ty liên doanh chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực đầu tư xây dựng khu công nghiệp, các dự án giao thông.

STT	Tên công ty liên kết	Tỷ lệ phần sở hữu và quyền biểu quyết (%)	Nơi thành lập và hoạt động	Hoạt động chính	Giá trị góp vốn tại ngày 31/12/2009 (tỷ)
1	CTCP KCN Nam Tân Uyên	37,22%	Bình Dương	Đầu tư xây dựng và kinh doanh kết cấu hạ tầng khu công nghiệp...	56,2
2	Công ty TNHH XD KD CSHT Cao su Việt Nam	29,04%	Bình Dương	Đầu tư các dự án giao thông và xây dựng và các dịch vụ khác	82,7

Ngoài ra tại thời điểm 31/12/2009 PHR còn đầu tư tài chính dài hạn khác với **tổng vốn đầu tư 259 tỷ đồng, phần lớn tập trung vào lĩnh vực trồng khai thác cao su và lĩnh vực thủy điện**. Đây là 2 lĩnh vực chưa thể mang lại lợi nhuận ngay cho công ty trong thời gian ngắn nhưng hứa hẹn tiềm năng trong những năm tới.

Hiện tại các khoản đầu tư của PHR chưa đem lại lợi nhuận cao cho công ty do đặc thù ngành cao su tự nhiên đòi hỏi thời gian đầu tư kéo dài vài năm. Tuy nhiên trong tương lai khi các dự án cao su bắt đầu khai thác sẽ đem lại khoảng doanh thu, lợi nhuận lớn cho công ty.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Các chỉ tiêu	ĐVT	Kế hoạch năm 2009	Thực hiện năm 2009	TH/KH năm 2009	Kế hoạch năm 2010
Sản lượng khai thác	Tấn	23.000	24.092	104,7%	21.500
Sản lượng thu mua	Tấn	3.500	5.431	155,2%	4.000
Tiêu thụ	Tấn	29.000	32.393	111,7%	26.000
Năng suất	Tấn/ha	1,90	2,04	107,4%	1,95
Giá bán bình quân	Triệu/tấn	22	32	144,9%	40
Doanh thu từ vườn cây công ty	Tỷ đồng	728	852	117,0%	880
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	330	344	104,3%	349
Cổ tức dự kiến	%	15	20	133,3%	20
Đầu tư	Tỷ đồng	196	328	167,3%	325
Trồng cao su ở Campuchia	Ha	500	503	100,6%	2.000

Nguồn: PHR

Nền kinh tế thế giới năm 2009 có nhiều khó khăn, thị trường cao su tự nhiên vì thế cũng gặp nhiều bất lợi nhất định, nhất là nhu cầu tiêu thụ suy giảm, giá bán rớt mạnh vào thời điểm đầu năm. Tuy nhiên đối với PHR, đây là năm đầu tiên sau cổ phần hóa và được xem là năm kinh doanh thành công khi công ty hoàn thành vượt kế hoạch đề ra trong tất cả các chỉ tiêu. Với diễn biến thuận lợi của ngành cao su tự nhiên vào những tháng cuối năm 2009, PHR đã điều chỉnh tăng kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trong năm.

Quý 1/2010 giá cao su tự nhiên duy trì ở mức cao với giá bán bình quân của công ty đạt 51,5 triệu đồng/tấn cao gần gấp đôi giá bán bình quân 26,3 triệu/tấn của quý 1/2009. Do đó **lợi nhuận trước thuế quý 1/2010 của công ty đạt 102 tỷ đồng bằng 270% quý 1/2009. Với kết quả như trên, công ty đã hoàn thành 29% kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2010.**

Phân tích cơ cấu doanh thu, chi phí và lợi nhuận

Doanh thu, lợi nhuận của PHR phần lớn đến từ hoạt động kinh doanh chính: trồng khai thác, kinh doanh mủ cao su, gỗ cao su. **Năm 2009, lĩnh vực kinh doanh chính đạt 1.044 tỷ đồng doanh thu, chiếm 98% tổng doanh thu toàn công ty.** Hoạt động kinh doanh bất động sản bắt đầu cho doanh thu trong 2009 nhưng tỷ lệ đóng góp rất thấp 2%, đạt 24 tỷ đồng.

Năm 2009 doanh thu thuần của công ty giảm -2,17% so với năm 2008, trong đó doanh thu thuần từ cao su giảm -4,4%. Nguyên nhân chính làm cho doanh thu từ cao su giảm là giá bán bình quân năm 2009 đạt 31,87 triệu đồng/tấn giảm hơn -25% so với giá bán bình quân

năm 2008, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ đã gia tăng đáng kể trong 2009 phần nào bù đắp sự sụt giảm mạnh về giá nên doanh thu năm 2009 chỉ sụt giảm nhẹ.

Năm 2010 hoạt động kinh doanh của công ty được dự báo tốt hơn nhưng có sự thay đổi so với năm 2009, khi sản lượng giảm do thanh lý vườn cây, nhưng giá bán lại được lợi thế tăng cao do sự khan hiếm nguồn cung cao su từ thế giới. **Sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ, giá bán tăng cao sẽ đem lại mức tăng trưởng doanh thu cho công ty trong năm 2010.**

Cuối năm 2009 PHR có các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn chiếm 27% tổng tài sản (trên 500 tỷ đồng). Tuy nhiên, hiệu quả từ hoạt động đầu tư tài chính của công ty khá thấp khi doanh thu tài chính chỉ đạt 42 tỷ đồng, trong đó bao gồm 15 tỷ đồng lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá. Hiệu quả đầu tư tài chính thấp là do PHR tập trung đầu tư dài hạn vào các dự án trồng khai thác cao su, thủy điện và các dự án này đang trong giai đoạn đầu nên doanh thu, lợi nhuận chưa cao.

Một điểm đáng lưu ý là hàng năm **công tác thanh lý vườn cao su sẽ đem lại cho PHR một khoản doanh thu, lợi nhuận khá lớn.** Năm 2009, doanh thu từ thanh lý vườn cao su đạt 123 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 76 tỷ đồng. Theo kế hoạch, hàng năm PHR phải thanh lý, trồng mới khoảng 800 ha vườn cao su. PHR đã chủ động đầu tư mạnh vào công ty cổ phần cao su Trường Phát với mục đích sẽ khai thác tốt hơn diện tích vườn cây thanh lý trong năm 2010 và các năm tới.

Doanh thu, lợi nhuận của PHR từ năm 2010 đến năm 2015 phụ thuộc chủ yếu vào giá bán cao su khai thác từ vườn cây. Do đó biến động giá cao su tự nhiên trên thị trường thế giới sẽ tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của công ty. Trong khi đó sản lượng khai thác của PHR từ năm 2010 đến năm 2012 sẽ giảm khoảng 1.500 - 2.000 tấn mỗi năm do thanh lý, trồng mới. Từ năm 2012 trở đi sản lượng khai thác tăng dần do các dự án trồng mới bắt đầu cho mủ cao su. Từ năm 2015, sản lượng khai thác cao su mới đóng góp lớn vào doanh thu, lợi nhuận của PHR.

Năm 2009 doanh thu thuần từ cao su giảm -4,4% so với năm 2008 nhưng lợi nhuận gộp biên giảm -10% từ 34% xuống 24%. Điều này là do giá vốn hàng bán của cao su tăng cao 11%. **Trong giá vốn thì chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn và có sự gia tăng mạnh từ 31%**

năm 2008 lên 43% năm 2009 (tăng hơn 100 tỷ đồng). Xu hướng tăng lương căn bản của nhà nước là nhân tố tác động lớn đến khoản mục chi phí này của PHR trong năm 2009 và trong những năm sắp tới.

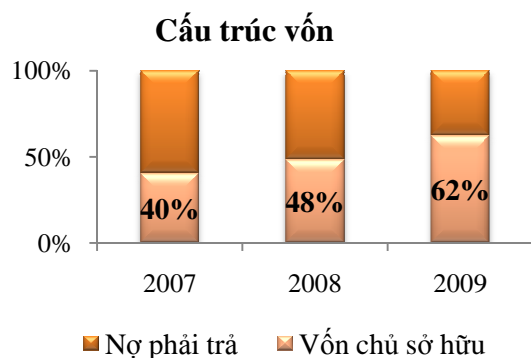
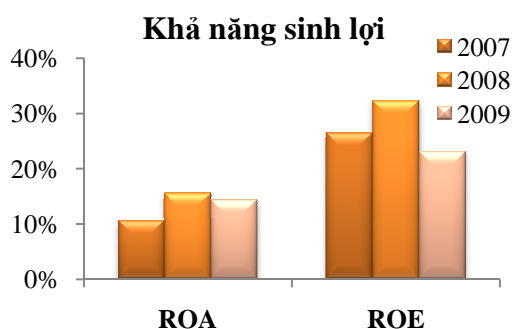
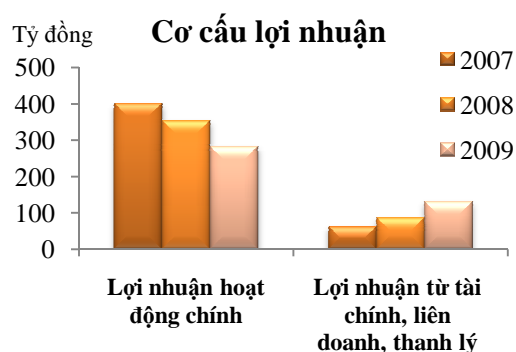
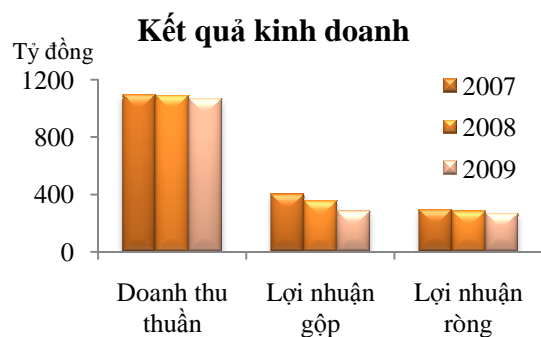
Phân tích các rủi ro đặc thù của PHR

PHR là doanh nghiệp lớn thuộc ngành cao su tự nhiên của Việt Nam, có hoạt động kinh doanh chính gồm trồng khai thác và chế biến mủ cao su tự nhiên xuất khẩu. Do đó PHR có những rủi ro đặc thù của các doanh nghiệp thuộc ngành này như: rủi ro từ biến động bất thường của thời tiết, rủi ro từ biến động giá cao su trên thị trường thế giới, rủi ro từ biến động giá dầu thô, sự phụ thuộc vào ngành sắn lốp thế giới, sự phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên của Trung Quốc...

PHR có các khoản đầu tư lớn, chiếm tỷ trọng gần 40% so với tổng tài sản tại thời điểm cuối quý 1/2010. Trong thời gian tới, vốn đầu tư của PHR sẽ tiếp tục tăng lên do sự góp vốn đầu tư vào công ty con trồng cao su tại Campuchia. Do đó, **PHR sẽ có rủi ro về khả năng thu hồi vốn trong trường hợp hiệu quả đầu tư thấp.**

Sau khi cổ phần hóa, số tiền PHR phải nộp về Tập đoàn là hơn 200 tỷ đồng (lợi nhuận từ giai đoạn là công ty nhà nước). Cuối quý 1/2010, số tiền còn nợ Tập đoàn của PHR là 167,8 tỷ đồng và được ghi nhận là khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn. **Chúng tôi không có thông tin cụ thể về thời gian chi trả khoản nợ này nên ghi nhận là một rủi ro cho PHR trong trường hợp PHR phải trả hết khoản nợ này trong thời gian ngắn.**

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

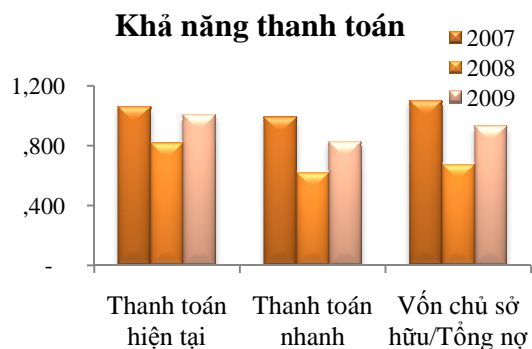


Từ năm 2007 đến năm 2009 tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PHR có sự sụt giảm nhẹ qua từng năm. Năm 2008 giá cao su tăng cao, nhưng sản lượng tiêu thụ của PHR lại giảm gần 10% do đó doanh thu giảm nhẹ so với năm 2007. Trong khi đó năm 2009 sản lượng tiêu thụ tăng 8,7% nhưng giá bán bình quân giảm 25%, kết quả doanh thu thuần năm 2009 vẫn giảm nhẹ so với năm 2008.

Doanh thu thuần giảm nhẹ, trong khi chi phí đầu vào tăng kéo theo sự gia tăng giá vốn hàng bán của PHR qua các năm, kết quả lợi nhuận gộp của PHR giảm từ 400 tỷ đồng năm 2007 còn 283 tỷ năm 2009 (giảm 30%). Tuy nhiên năm 2009 hoạt động tài chính, hoạt động liên kết liên doanh, hoạt động thanh lý vườn cây đã mang lại 132 tỷ đồng cho PHR. Điều này giúp lợi nhuận sau thuế của PHR chỉ giảm 9,2% từ 294 tỷ đồng năm 2007 xuống 267,5 tỷ đồng năm 2009. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của PHR có sự sụt giảm lớn, trong khi các hoạt động phụ có sự gia tăng đáng kể phần nào bù đắp sự sụt giảm của hoạt động chính.

Hệ số khả năng sinh lợi ROA, ROE có sự gia tăng đột biến năm 2008. Tuy nhiên sự gia tăng này không đến từ gia tăng lợi nhuận mà do sự sụt giảm tổng tài sản và vốn chủ sở hữu. ROE của PHR trong 3 năm gần nhất duy trì ở tỷ lệ khá cao (trên 20%).

Xét cấu trúc vốn, PHR sử dụng nhiều nợ phải trả để tài trợ cho nguồn vốn hoạt động sản xuất kinh doanh và có xu hướng giảm dần từ 60% năm 2007 còn 38% năm 2009. Điểm nổi bật trong cơ cấu nợ của PHR là nợ vay ngắn hạn



và dài hạn từ ngân hàng rất thấp, chiếm 7% năm 2007 và 11% năm 2009 trong tổng nợ phải trả. Do đó, PHR có tổng nợ phải trả cao nhưng chi phí trả lãi hàng năm rất thấp.

Hệ số khả năng thanh toán của PHR không cao, nằm trong khoảng 0,6 lần đến 1,1 lần. Nguyên nhân do công ty sử dụng nhiều nợ phải trả để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Năm 2009 khả năng thanh toán của PHR chuyển biến theo hướng tích cực so với năm 2008, hệ số thanh toán hiện tại tăng từ 0,8 lần lên 1 lần, thanh toán nhanh tăng từ 0,6 lần lên 0,8 lần. Xét về khả năng thanh toán tổng thể, hệ số vốn chủ sở hữu so với tổng nợ cải thiện trong năm 2009 và đạt 0,94 lần. **Chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của PHR không cao nhưng vẫn nằm trong ngưỡng an toàn với các hệ số gần bằng 1 và đang có chiều hướng cải thiện tốt.**

PHÂN TÍCH SWOT

Thế mạnh (S)	Cơ hội (O)
<ul style="list-style-type: none"> - PHR là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong 5 doanh nghiệp cao su đã niêm yết. Do đó PHR có nhiều lợi thế hơn khi giá cao su được dự báo tăng cao trong năm 2010. - PHR là doanh nghiệp lớn của ngành cao su nên công ty sẽ nhận được nhiều hỗ trợ từ Tập đoàn cao su Việt Nam. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sự hồi phục kinh tế kéo theo sự gia tăng giá dầu thô, cùng với sự phục hồi của thị trường ô tô thế giới hứa hẹn mang lại nhiều cơ hội cho ngành cao su tự nhiên nói chung và PHR nói riêng. - Dự án trồng cao su ở Campuchia của PHR tạo cơ hội trong tương lai cho công ty nâng sản lượng, mở rộng quy mô, cải thiện hiệu quả sản xuất kinh doanh.
Điểm yếu (W)	Thách thức (T)
<ul style="list-style-type: none"> - Cấu trúc vườn cây cao su của PHR với nhiều diện tích phải thanh lý trồng lại sẽ làm ảnh hưởng đến sản lượng khai thác, kết quả kinh doanh trong những năm tới. - Hiệu quả hoạt động kinh doanh từ hoạt động chính có sự suy giảm trong 3 năm vừa qua. - Hoạt động đầu tư hiện tại chưa mang lại lợi nhuận đáng kể cho công ty mặc dù vốn đầu tư tài chính chiếm tỷ trọng cao trong nguồn vốn. 	<ul style="list-style-type: none"> - Giá cả phụ thuộc vào thị trường thế giới với nhiều biến động. - Thời tiết bất thường ngày càng gia tăng ảnh hưởng đến năng suất vườn cây, làm sụt giảm kết quả kinh doanh. - Sự phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc của các doanh nghiệp xuất khẩu cao su Việt Nam, trong đó có PHR.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng các chỉ tiêu sau để dự báo doanh thu, lợi nhuận của PHR:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sản lượng khai thác (tấn)	24.000	22.500	22.000	24.000	25.000	27.000
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	28.000	27.500	27.000	29.000	30.000	32.000
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	47,81	50,20	52,71	55,34	58,11	59,27

Chúng tôi ước tính doanh thu, lợi nhuận của PHR trong giai đoạn 2010-2015

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (tỷ)	1.367	1.412	1.458	1.642	1.782	1.937
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	304	300	321	347	366	395
EPS (đồng)	3.737	3.695	3.954	4.274	4.505	4.864

Các giả định được chúng tôi đưa vào mô hình định giá

Các giả định:

- Lãi suất chiết khấu WACC được tính trên mức bình quân vốn chủ sở hữu và bình quân nợ trong giai đoạn 2010-2015, chi phí vốn $Re = 16\%$, tỷ lệ tăng trưởng ổn định 3% từ năm 2020.
- P/E bình quân 10,5 lần, P/B bình quân 3 lần.

Tổng hợp các mô hình định giá

Theo các mô hình định giá chúng tôi sử dụng thì giá trị hợp lý của PHR vào khoảng **40.500 đồng/cổ phiếu**.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	41.586	30%	12.476
FCFE	38.855	30%	11.657
P/E	41.293	20%	8.259
P/B	40.155	20%	8.031
Giá hợp lý		100%	40.422

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Giá trị PHR theo các phương pháp định giá chúng tôi sử dụng ước tính vào khoảng **40.500đồng/CP** cao hơn **7%** so với giá đóng cửa ngày 01/07/2010. Ngành cao su tự nhiên có nhiều triển vọng phát triển đồng thời kết quả kinh doanh của PHR trong năm 2010 nhiều khả năng tốt hơn năm 2009. Các dự án trồng cao su hứa hẹn đem lại nhiều lợi nhuận trong tương lai cho công ty. Chúng tôi khuyến nghị **XEM XÉT GIỮ** cổ phiếu PHR với mức giá hiện tại.

Phụ lục Bảng cân đối kế toán, báo cáo hoạt động kinh doanh

DVT: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2010	2011	2012	2013	2014	2015
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	677	747	859	967	1.019	1.103
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	178	194	288	335	335	362
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	117	121	125	134	142	151
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	231	267	275	305	332	363
IV. Hàng tồn kho	142	157	163	183	199	216
V. Tài sản ngắn hạn khác	8	9	9	10	11	12
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	1.271	1.288	1.294	1.352	1.422	1.493
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	644	612	593	635	700	768
1. Tài sản cố định hữu hình	471	405	350	354	379	405
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	172	207	243	281	321	364
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	525	586	625	649	668	688
V. Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	102	90	77	68	54	37
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.948	2.035	2.154	2.318	2.441	2.597
A - NỢ PHẢI TRẢ	881	862	857	914	954	1.001
I. Nợ ngắn hạn	803	794	786	839	873	913
II. Nợ dài hạn	78	68	70	76	81	88
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.063	1.168	1.293	1.399	1.482	1.591
I. Vốn chủ sở hữu	1.007	1.099	1.208	1.299	1.366	1.457
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	56	70	84	100	116	134
C - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	4	4	4	5	5	5
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.948	2.035	2.154	2.318	2.441	2.597
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.367	1.412	1.458	1.642	1.782	1.937
Giá vốn hàng bán	1.018	1.050	1.084	1.221	1.326	1.442
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	350	362	374	421	456	496
Doanh thu hoạt động tài chính	67	62	75	79	85	91
Chi phí tài chính	23	28	29	30	32	22
Chi phí bán hàng	16	18	20	24	28	32
Chi phí quản lý doanh nghiệp	71	78	87	104	121	141
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	306	299	314	341	360	390
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	405	401	429	463	488	527
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	304	300	321	347	366	395

Danh mục các chữ viết tắt

HSX	: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM
CK	: Chứng khoán
CTCP	: Công ty cổ phần
VĐL	: Vốn điều lệ
BCB	: Bản cáo bạch
LNST	: Lợi nhuận sau thuế
LNG	: Lợi nhuận gộp
GTVH TT	: Giá trị vốn hóa thị trường
KLLH BQ	: Khối lượng lưu hành bình quân
KLGD BQ	: Khối lượng giao dịch bình quân
ROA	: Tỷ suất sinh lời trên tài sản
ROE	: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
EPS	: Lợi nhuận trên mỗi cổ phần thường
BV	: Giá trị sổ sách cổ phần thường
P/E	: Tỷ số giá trên EPS
P/B	: Tỷ số giá trên BV

CAM KẾT CỦA PHÒNG PHÂN TÍCH

Tất cả các quan điểm chúng tôi trình bày trong bản báo cáo này phản ánh hoàn toàn quan điểm riêng của chúng tôi đối với thị trường chứng khoán. Chúng tôi không đưa ra các khuyến cáo ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

BẢN QUYỀN

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.