

## 3 Quý đầu năm đã vượt xa kế hoạch lợi nhuận cả năm 2010

HOSE - Vietnam  
Rubber

# Neutral

Price (2011/01/07): VND\$ 62,000

Target Price: VND\$ 72,500

Ho Thuy Ai  
(+84-8) 5413-5479  
[aiho@phs.vn](mailto:aiho@phs.vn)

### Thông tin cơ bản

Vốn điều lệ	VND 172.61 tỷ
CP đang lưu hành	17,160,970,
Biên độ giá 52 tuần	VND 33,500 ~ VND 72,500
Vốn hóa	VND 1,070 tỷ
Tổng tài sản 2009	VND 437 tỷ
Tổng vốn CSH 2009	VND 369 tỷ
Lượng CP tối đa nhà ĐTN được sở hữu	8,457,878
Lượng CP Nhà ĐTN còn được phép mua	6,724,878
Sở hữu nước ngoài	10.04%
P/E (2009)	16.22
P/B (2009)	2.89
Cổ tức bằng tiền 2009	VND 2,000
Tỷ lệ cổ tức trên giá	3.25%
EPS 2010E	6,781
ROE 2010E	29.7%
ROA 2010E	25.2%

\* Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%. đối với ngành ngân hàng là 30%.

### Hồ sơ doanh nghiệp

HRC được thành lập từ sự sáp nhập Nông Trường Cao Su Hòa Bình và Xí Nghiệp Cao Su Hòa Bình của Công Ty Cao Su Bà Rịa vào năm 2003. Công ty chính thức hoạt động vào ngày 02/05/2004 với vốn điều lệ 96 tỷ đồng và được niêm yết trên HOSE vào cuối năm 2006. Vốn điều lệ của HRC được nâng lên thành 172.61 tỷ trong năm 2007 và duy trì cho đến nay.

**Hoạt động kinh doanh:** (i) trồng, khai thác và chế biến mủ cao su; (ii) mua bán và gia công chế biến mủ cao su thô; (iii) đầu tư vào các công ty khác. HRC tự chủ về nguyên liệu, xuất khẩu chiếm hơn 50% tổng doanh thu còn chi phí lao động trực tiếp thì chiếm đến 60% tổng chi phí sản xuất.

**Diện tích khai thác:** theo chương trình thanh lý kết hợp với trồng mới cây cao su, diện tích khai thác đang giảm dần trong 4 năm qua. Chương trình này kéo dài từ năm 2006 tới 2015. Diện tích đã giảm từ 4,831 ha trong năm 2006 xuống còn 3,380 ha trong năm 2009 và sẽ xuống còn 2,874 ha trong năm 2010.

**Sản lượng:** sản lượng giảm dần do diện tích khai thác bị thu hẹp. Năm 2005 khai thác được 9,226 tấn mủ cao su, năm 2006 chỉ còn 5,481 tấn và ước tính còn khoảng 4,260 tấn vào năm 2010. Xu hướng suy giảm sẽ kéo dài tới năm 2014, khi mà sản lượng chạm đáy 2,014 tấn, sau đó sẽ gia tăng trở lại. Từ năm 2022, HRC dự báo sẽ sản xuất trung bình 8,000 tấn cao su mỗi năm.

### Năm 2010:

+Kế hoạch 2010: HRC đặt ra kế hoạch từ đầu năm như sau

- Doanh thu: 200 tỷ đồng (-1.5% yoy)
- LNTT: 60 tỷ đồng (-16.1% yoy)

+ 3Q-2010: tổng doanh thu đạt 256.3 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 74.9 tỷ đồng (đều tăng 32.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu đã vượt 28.1% so với kế hoạch cả năm trong khi lợi nhuận vượt tới 36.2%. Điều này có được là nhờ vào giá cao su tăng ở mức chưa từng có trong năm 2010.

+ Ước tính doanh thu năm 2010 có thể đạt 386 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 17 tỷ đồng.

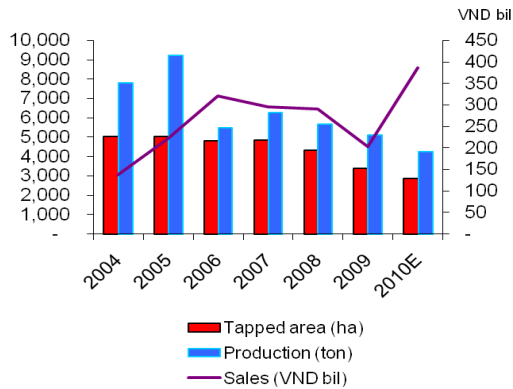
### Định giá:

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 72,500 đồng, tương ứng với P/E 10.7 và EPS 2010 là 6,781 đồng, với các giả định cơ bản là doanh thu 2010 đạt 386 tỷ đồng, lợi nhuận ròng đạt 117 tỷ đồng, vốn điều lệ 172.61 tỷ đồng duy trì không đổi từ năm 2010 cho đến năm 2011.

### Tóm lược tài chính:

Năm	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	LN ròng (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)	CP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2007	296.01	-7.66%	132.91	-6.82%	17.26	7,700	8.1	42.5%	34.5%
2008	289.98	-2.04%	88.03	-33.77%	17.26	5,100	12.2	26.6%	22.2%
2009	202.65	-30.12%	65.46	-25.64%	17.26	3,792	16.3	18.9%	15.9%
2010E	386.27	90.62%	117.04	78.81%	17.26	6,781	9.1	29.7%	25.2%
2011E	435.33	12.70%	120.72	3.14%	17.26	6,994	8.9	27.0%	22.7%

**Diện tích khai thác, sản lượng và doanh thu**



Nguồn: HRC, PHS

**DTT, EBT và EAT của 3 quý so với cả năm**

	3Q- 2008	3Q- 2009	3Q- 2010	Mục tiêu 2010 (tỷ đồng)	2010 (tỷ đồng) (*)
<b>DTT</b>	74%	96%	128%	200	386
<b>EBT</b>	86%	93%	136%	60	129
<b>EAT</b>	86%	94%	136%	55	117

(\*)PHS.

**Giá cổ phiếu HRC trong năm 2010.**



Nguồn : PHS

**Triển vọng:** trong ngắn hạn, sản lượng giảm, do đó, kết quả kinh doanh của HRC phụ thuộc rất lớn vào giá cao su và hoạt động đầu tư vào các công ty khác. Trong dài hạn sẽ sáng sủa hơn khi hoạt động sản xuất được khôi phục và diện tích khai thác gia tăng.

**Tầm nhìn 2010-2015:**

- Kế hoạch tái canh và trồng mới tại công ty:

- Diện tích: 5,096.6 ha
- Thời gian hoàn thành: 11 năm (2006-2016)
- Đã thực hiện (2006-2009): 1,716.6 ha
- Mục tiêu trong 7 năm còn lại (2010-2016): 3,380 ha

- Kế hoạch trồng mới bên ngoài công ty:

- Tổng vốn đầu tư vào các công ty khác giai đoạn 2005-2012: 258 tỷ đồng (tương đương 4,700 ha)
- Đã thực hiện (31/12/2009): 150.15 tỷ đồng
- Mục tiêu 2010-2012: 107.85 tỷ đồng

**Điểm mạnh:** tự chủ được nguồn nguyên liệu; chiến lược phát triển dài hạn; đa dạng hóa danh mục đầu tư; cấu trúc tài chính an toàn; được ưu đãi thuế và chính sách tín dụng

**Điểm yếu:** diện tích khai thác thu hẹp, sản xuất giảm dần tới năm 2015; chịu rủi ro tỷ giá từ doanh thu xuất khẩu; phụ thuộc lớn vào giá cao su thế giới.

**Danh mục đầu tư dài hạn của HRC**

Hình thức đầu tư	Tên công ty	Tỷ lệ góp vốn	Giá trị vốn góp (tỷ đồng)	Tình hình hoạt động
Liên kết	Cty TNHH Phát triển Cao su Bà Rịa – Kampong Thom (Campuchia)	30%	60	Khai thác từ 2015 (685 ha); 2017 (5,500 ha); cổ tức từ 2016
Đầu tư dài hạn khác	CTCP Cao su Việt Lào	15%	90	Khai thác từ 2011 (1,642 ha); 2014 (10,000 ha); cổ tức từ 2012
	CTCP CB Gỗ Thuận An	3.7%	1.49	Cổ tức hàng năm
	CTCP Thủy sản An Phú – Đồng Tháp	5%	10	Cổ tức từ 2011
	CTCP KCN Long Khánh	19%	14.44	Hoàn tất hạ tầng 2012
	Quỹ Đầu tư Con Hổ Việt Nam	4%	20.2	Cổ tức hàng năm
	QĐT tăng trưởng Việt Long	10%	30.45	Cổ tức hàng năm
	NHTMCP SHB	0.6%	12.72	Cổ tức hàng năm
	CTCP XD Cao su Đồng Nai	12.5%	2.49	Cổ tức hàng năm
	CTCP Cao su Lai Châu	15%	31.16	Khai thác từ 2014 (870 ha); 2018 (10,000 ha); cổ tức từ 2015
	CTCP Cao su Bình Long-Tà Thiết	10%	3	Khai thác từ 2014 (57 ha); 2017 (1,000 ha); cổ tức từ 2015
Tổng (sau dự phòng 22.47 tỷ đồng)			<b>253.49</b>	

Nguồn: HRC, PHS

## ■ Báo cáo tài chính

### Báo cáo thu nhập

Đơn vị: triệu VND	2007	2008	2009
<b>Doanh thu thuần</b>	296,008	289,976	202,645
Giá vốn hàng bán	176,891	191,025	151,829
<b>Lợi nhuận gộp</b>	119,117	98,951	50,816
Thu nhập từ hoạt động tài chính	10,669	13,473	10,949
Chi phí từ hoạt động tài chính	639	27,119	-8,941
Trong đó: Chi lãi vay	36	28	-
Chi phí bán hàng	5,829	5,663	4,033
Chi phí quản lý chung	12,091	10,009	10,235
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	111,227	69,633	56,438
Thu nhập khác	27,053	23,311	18,432
Chi phí khác	5,369	4,919	3,347
<b>Lợi nhuận từ hoạt động khác</b>	21,684	18,392	15,085
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	132,910	88,025	71,523
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	-	6,067
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	132,910	88,025	65,456

### Bảng cân đối kế toán

	2007	2008	2009
<b>A. Tài sản ngắn hạn</b>	181,186	148,650	106,552
Tiền và các khoản tương đương	53,021	12,748	54,991
Đầu tư ngắn hạn	91,500	90,500	15,000
Các khoản phải thu	9,906	15,240	16,144
Hàng tồn kho	25,627	29,859	20,417
Tài sản ngắn hạn khác	1,132	303	-
<b>B. Tài sản dài hạn</b>	225,839	239,003	330,197
Phải thu dài hạn	139	100	96
Tài sản cố định	82,401	88,037	98,429
Đầu tư bất động sản	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	142,314	149,769	231,045
Tài sản dài hạn khác	984	1,097	627
<b>Tổng tài sản</b>	407,025	387,653	436,749
<b>A. Nợ phải trả</b>	67,191	65,634	67,689
Nợ ngắn hạn	63,520	62,017	56,899
Nợ dài hạn	3,671	3,617	10,790
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	339,834	322,019	369,060
Nguồn vốn và các quỹ	338,141	315,054	360,839
Chi phí và các quỹ	1,693	6,965	8,221
<b>Tổng nguồn vốn</b>	407,025	387,653	436,749

### Phân tích các chỉ số

	2007	2008	2009
Lợi nhuận gộp biên	40.24%	34.12%	25.08%
Lợi nhuận ròng biên	44.90%	30.36%	32.30%
Tăng trưởng EPS	-48.18%	-33.77%	-25.64%
Chỉ số thanh khoản hiện hành	2.85	2.40	1.87
Chỉ số thanh khoản nhanh	2.45	1.92	1.51
Chỉ số thanh khoản tiền mặt	0.83	0.21	0.97
Vòng quay tồn kho	5.16	6.89	6.04
Vòng quay khoản phải thu	20.42	23.06	12.91
Nợ/Vốn CSH	19.8%	20.4%	18.3%
Nợ dài hạn/Vốn CSH	1.1%	1.1%	2.9%

Source: Phu Hung Security

---

#### Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

---

#### Ratings Definition

**Overweight (OW)** = Expected to outperform the local market by >10%

**Neutral (N)** = Expected to in line with the local market by +10%~ -10%

**Underweight (UW)** = Expected to underperform the local market by >10%.

**Not Rated (NR)** = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.  
Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

---

#### Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 413-5479 – Fax: +84 8 4135472 Web: www.phs.vn