



Công ty Cổ phần cao su Hoà Bình

Mã chứng khoán: HRC / Sàn: HOSE

Ngành:

Cao su

Giá hiện tại (02.06.2011):

VND58,500/CP

Khuyến nghị đầu tư: Lợi nhuận ròng ước tính VND126 tỷ, tương đương mức EPS ~VND7,300/cổ phiếu. Mức giá hiện nay của HRC là VND58,500/cổ phiếu, P/E giao dịch ở mức ~8.x, cao hơn so với mức trung bình ngành (6x) và sắp xỉ mức P/E thị trường (9.5x). Mức cổ tức công ty trong năm 2011 dự kiến 20% bằng tiền mặt, thấp hơn các doanh nghiệp cao su niêm yết (30%), tỷ suất cổ tức ~3.4%. Thanh khoản cổ phiếu rất thấp, khuyến nghị BÁN đối với HRC.

LNR tăng trưởng 45% trong năm 2010 và 62% trong Q1/2011

Trong BCTC 2010 thể hiện công ty đạt mức tăng trưởng doanh thu cao nhất từ trước tới nay. Doanh thu thuần đạt VND412 tỷ (+ 103%) và LNR VND95 tỷ (+45%). Kết quả này chủ yếu đến từ các nguyên nhân sau:

- Doanh thu tăng 103% chủ yếu do giá bán bình quân tăng mạnh, tăng 135% (VND 27 triệu/tấn lên VND63.5 triệu), sản lượng tiêu thụ chỉ tăng nhẹ 2% (từ 6,301 tấn lên 6,452 tấn).
- Doanh thu tăng 103% trong khi LNR chỉ tăng 45% do giá vốn hàng bán tăng mạnh, tăng 108% (từ VND161 tỷ lên VND334 tỷ), chủ yếu do sản lượng cao su thu mua tăng mạnh làm tăng giá thành sản xuất cao su, tăng 96% (từ VND156 tỷ lên VND304 tỷ). Biên lợi nhuận gộp của hoạt động thu mua tiêu diễn khá thấp, chỉ khoảng 2%, chủ yếu đáp ứng các đơn hàng và duy trì thị phần.

Q1/2011, HRC đạt VND191 tỷ doanh thu thuần (+ 312%) và VND44 tỷ (+62%) LNR. Như vậy công ty đã hoàn thành 66% kế hoạch doanh thu cao su (VND288 tỷ) và 46% kế hoạch lợi nhuận sau thuế (VND95 tỷ). Kết quả này đạt được chủ yếu từ giá bán trung bình trong quý 1 tăng mạnh đạt ~VND100 triệu/tấn (+ 94% yoy) và sản lượng giao bán cao 1,895 tấn (44% kế hoạch năm)

Dự phóng LNR năm 2011 là VND126 tỷ, cao hơn 32.5% so với kế hoạch công ty

VND' triệu	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
Doanh thu	202,645	411,801	448,000	420,800	419,200
Lợi nhuận ròng	65,456	95,188	126,267	108,820	110,869
% Tăng/giảm LNR	-25.6%	45.4%	32.7%	-13.8%	1.9%
EPS (VND)	3,805	5,534	7,341	6,327	6,446
DPS	2,000	2,500	2,000	2,000	2,000
Tỷ suất cổ tức	3.40%	4.20%	3.40%	3.40%	3.40%
ROE	18%	23%	19%	22%	22%
ROA	15%	19%	14%	17%	18%
P/E (x)	15.5	10.7	8.04	9.33	9.15
P/BV (x)	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0

Nguồn: SBS,HRC

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá

Cao nhất (52 tuần)	VND72,500
Thấp nhất (52 tuần)	VND38,500
KLGD trung bình (3 tháng)	12,793

Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	17,260,970
Mệnh Giá	VND10,000
Vốn hóa (tỷ VND)	VND 984B
Sở hữu tối đa nước ngoài	49%
Tỷ lệ nước ngoài sở hữu	9.79%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	55.06%

Nguồn: SBS

GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SBS

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH (VND'Tỷ)

Năm	2009	2010	Q1,11
Doanh thu	203	412	191
Lợi nhuận gộp (VND'tỷ)	51	106	49
LNST (VND'tỷ)	65	95	44
Tổng tài sản	437	502	537
ROE (%)	18.1	23.2	9.7%
EPS (VND/CP)	3,792	5,515	6,616

Nguồn: SBS

Bùi Đăng bảo

Trưởng nhóm ngành

Email: bao.bd@sbsc.com.vn

Nguyễn Thị Huyền Dương

Nhân viên phân tích

Email: duong.nth@sbsc.com.vn



Việt Nam | Thị Trường Chứng Khoán

Sản lượng khai thác 2010 sụt giảm mạnh so với 2009

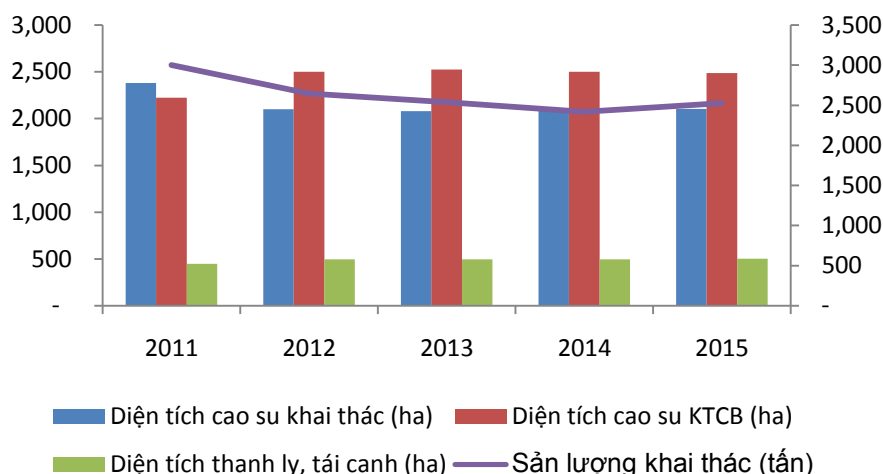
	2009	2010	%Tăng/ giảm
Diện tích cao su khai thác	3,380	2,874	-15%
Sản lượng cao su khai thác (tấn)	5,118	3,873	-24%
Sản lượng cao su thu mua (tấn)	689	3,086	348%
Sản lượng tồn kho đầu năm (tấn)	1,230	736	-40%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	6,301	6,452	2%
Năng suất bình quân (tấn/ha)	1.51	1.35	-11%
Giá bán trung bình (triệu/tấn)	32.15	63.59	98%

Nguồn: SBS, HRC

Sản lượng cao su khai thác trong năm 2010 sụt giảm mạnh so với năm 2009 (giảm 24%) do năng suất trung bình chỉ đạt 1.35 tấn/ha, giảm 11% so với năm 2009 và diện tích khai thác thấp hơn 15%. HRC là một trong những doanh nghiệp cao su có cơ cấu vườn cây trên 24 tuổi chiếm tỷ trọng cao, chiếm 44% trong tổng diện tích cao su (năm 2010) – 100% diện tích cao su đang khai thác, dẫn tới năng suất trung bình thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp niêm yết khác trong ngành, công ty đang tiến hành thanh lý và tái canh toàn bộ vườn cây già cỗi, trung bình mỗi năm thanh lý 500 ha cho tới năm 2015.

Để bù lại sự sụt giảm về sản lượng khai thác, công ty đẩy mạnh thu mua từ bên ngoài. Sản lượng thu mua cao hơn 3 lần so với năm 2009 đạt 3,086 tấn. Do đó, sản lượng tiêu thụ năm 2010 vẫn tăng nhẹ 2%. Cùng đó là tác động tích cực từ sự tăng giá bán trung bình 2010 đạt VND63.59 triệu/tấn (+98% yoy), giúp doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2010.

Kế hoạch thanh lý và tái canh vườn cây đến năm 2015



Nguồn: SBS, HRC

Tổng diện tích cao su của công ty hiện nay là 5,098 ha, trong đó diện tích khai thác 2,380 ha, còn lại là diện tích vườn cây đang trong giai đoạn kiến thiết cơ bản. Toàn bộ 2,380 ha diện tích khai thác đều vào giai đoạn cuối của quá trình khai thác, do đó công ty đang tiến hành khai thác "tận thu" toàn bộ diện tích này trong vòng 4 năm. Mỗi năm thanh lý trung bình 500 ha, năng suất trung bình chỉ dao động ~ 1.2 tấn/ha cho tới khi được cải thiện từ vườn cây mới tái canh, ước tính năng suất trung bình vườn cây công ty chỉ bắt đầu đạt mức cao 1.73 tấn/ha vào năm 2022. Sản lượng khai thác của công ty sụt giảm mỗi năm trung bình 4% và ở mức thấp nhất là 2,420 tấn vào năm 2014.



Triển vọng công ty năm 2011

	Kế hoạch công ty	SBS dự phóng	% Tăng giảm
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	4,300	5,600	30%
Sản lượng khai thác (tấn)	3,000	3,000	0%
Sản lượng thu mua (tấn)	1,000	2,500	150%
Doanh thu cao su (VND triệu)	288,100	448,000	56%
Doanh thu cao su khai thác (VND triệu)	221,100	248,000	12%
Doanh thu cao su thu mua (VND triệu)	67,000	200,000	199%
Giá vốn cao su khai thác (VND triệu)	129,591	138,880	7%
Giá vốn cao su thu mua (VND triệu)	65,770	196,000	198%
LNG cao su khai thác (VND triệu)	91,509	109,120	19%
LNG cao su thu mua (VND triệu)	1,230	4,000	225%
BLNG cao su khai thác	41.4%	44.0%	6%
BLNG cao su thu mua	1.8%	2.0%	9%

Nguồn: HRC, SBS

Sản lượng khai thác tiếp tục sụt giảm được bù đắp từ thu mua bên ngoài và giá bán trung bình cao. Theo kế hoạch cải tạo vườn cây nên sản lượng khai thác 2011 tiếp tục sụt giảm, sản lượng khai thác theo kế hoạch công ty là 3,000 tấn. Chúng tôi ước tính công ty sẽ tiến hành thu mua khoảng 2,500 tấn so với kế hoạch là 1,000 tấn nhằm khai thác công suất nhà máy (công suất nhà máy 6,000 tấn). Với sản lượng tồn kho cuối năm 2010 là 1,200 tấn, sản lượng tiêu thụ năm nay dự phóng khoảng 5,600 tấn (tồn kho cuối năm 2011 sẽ là 1,100 tấn) - hiện nay công ty đã ký kết hợp đồng xuất khẩu trên 3,000 tấn. Giá bán trung bình 2011 ước tính VND80 triệu/tấn – 4 tháng đầu năm 2011 giá bán trung bình của công ty là VND101 triệu/tấn.

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh cao su theo SBS dự phóng là VND448 tỷ cao hơn 56% so với kế hoạch công ty đề ra, trong đó doanh thu từ cao su khai thác là VND 248 tỷ và doanh thu từ cao su thu mua là VND200 tỷ.

Lợi nhuận từ thanh lý vườn cây chiếm tỷ trọng cao. Lợi nhuận từ thanh lý vườn cây chiếm 35% cơ cấu lợi nhuận trước thuế của công ty, ước tính doanh thu từ thanh lý vườn cây là VND 50 tỷ cao hơn 54% so với kế hoạch của công ty với mức giá trung bình VND100 triệu/ha, chi phí thanh lý vườn cây chiếm 5% doanh thu. Do đó lợi nhuận từ thanh lý vườn cây là VND47.5 tỷ.

Biên lợi nhuận gộp. Biên LNG của hoạt động kinh doanh từ cao su khai thác ước tính 44% dựa trên giá thành trung bình là VND44.8 triệu/tấn với giá bán trung bình là VND80 triệu/tấn, BLNG cao su thu mua là 2% với giá thành trung bình VND78.4 triệu/tấn với cùng mức giá bán trung bình ước tính VND80 triệu/tấn.

Thuế suất ưu đãi. HRC sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 15% và giảm 50% của hoạt động sản xuất kinh doanh chính đến hết năm nay nếu công ty có tỷ trọng sản lượng xuất khẩu chiếm từ 50% tổng sản lượng tiêu thụ.

Triển vọng các dự án đầu tư. Các dự án cao su đầu tư bên ngoài hiện nay của công ty đều trong giai đoạn xây dựng cơ bản, do đó trong giai đoạn này chưa có đóng góp vào lợi nhuận công ty cho đến năm 2015.

Như vậy ước tính lợi nhuận sau thuế công ty đạt VND126 tỷ, EPS năm 2011 ~ VND 7,300/cổ phiếu



Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh 2011

VND' triệu	2007	2008	2009	2010	2011F
Doanh thu cao su	296,008	290,002	202,645	411,801	448,000
Giá vốn	176,891	191,025	151,829	306,133	334,880
Lợi nhuận gộp	119,117	98,951	50,816	105,668	113,120
Doanh thu hoạt động tài chính	10,669	13,473	10,949	6,664	3,269
Chi phí tài chính	639	27,119	(8,941)	5,752	504
Chi phí lãi vay	36	28	-	164	164
Chi phí bán hàng	5,829	5,663	4,033	6,180	8,960
Chi phí quản lý doanh nghiệp	12,091	10,009	10,235	14,387	17,920
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	111,227	69,633	56,438	86,013	89,005
Lợi nhuận khác	21,684	18,392	15,085	20,500	47,500
Lợi nhuận trước thuế	132,910	88,025	71,523	106,513	136,505
Thuế	-	-	6,067	11,325	10,238
Lợi nhuận sau thuế	132,910	88,025	65,456	95,188	126,267
EPS	9,889	5,094	3,805	5,534	7,341

Nguồn: SBS, HRC

Triển vọng công ty 2011 – 2013

Sản lượng khai thác sụt giảm. Trong giai đoạn này công ty vẫn tiếp tục tiến hành thanh lý vườn cây, diện tích khai thác trong năm 2012 sẽ sụt giảm mạnh 12% chỉ còn trên 2,000 ha và tiếp tục sụt giảm 1% cho đến hết năm 2015. Sản lượng khai thác sụt giảm trung bình 4%, do đó biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ giảm thêm vào đó công ty đẩy mạnh thu mua cao su từ bên ngoài. 260ha cao su xây dựng cơ bản từ năm 2006 bắt đầu đưa vào khai thác dần dần vào năm 2012 với năng suất những năm đầu rất thấp đạt 0.6 – 0.7 tấn/ha, nên chưa cải thiện tốt sản lượng khai thác công ty. Như đã nói ở trên, năng suất trung bình toàn bộ diện tích cao su công ty (5,000 ha) chỉ tăng cao, ở mức 1.73 tấn/ha vào năm 2022. Vì vậy trong trung và dài hạn, hoạt động kinh doanh chính của công ty sẽ không tạo lợi nhuận đột biến, ngoại trừ yếu tố hỗ trợ từ giá.

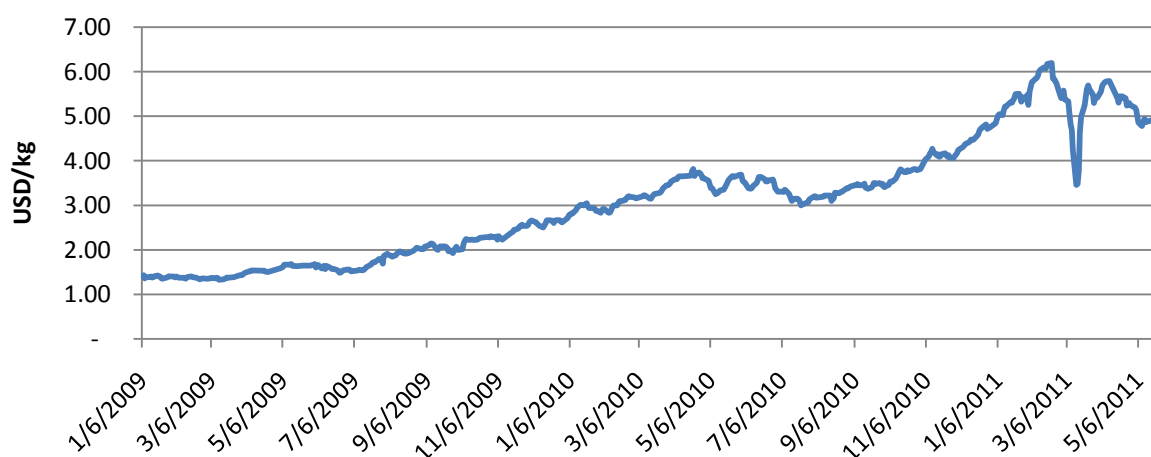
Thuế suất. Một điểm bất lợi khác đối với HRC là bắt đầu từ năm 2012, công ty sẽ không còn được ưu đãi về thuế TNDN (nghĩa là HRC sẽ nộp thuế thu nhập doanh nghiệp ở mức 15%). Theo quy định trước đây, để khuyến khích các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá, đồng thời công ty nằm trong khu vực ưu tiên nên được ưu đãi miễn thuế TNDN trong 3 năm bắt đầu từ năm kinh doanh có lãi và giảm 50% trong 7 năm tiếp theo, theo đó, HRC sẽ được ưu đãi đến 2014. Nhưng do quy định mới từ Bộ Tài Chính, công ty chỉ được ưu đãi hết năm nay, điều này làm lợi nhuận năm 2012 dự phóng giảm 13.8% so với 2011.

Triển vọng giá cao su tích cực. Với diễn biến giá tích cực của giá cao su trong thời gian gần đây và được dự báo khả quan cho tới năm 2013, lợi nhuận ròng công ty sẽ không sụt giảm mạnh (ở mức ~VND 100 - 110 tỷ) nếu giá cao su trung bình được duy trì ở mức theo chúng tôi ước tính là VND80 triệu/tấn, trong khi sản lượng khai thác giảm nhẹ.



VND' triệu	2011F	2012F	2013F
Doanh thu cao su	448,000	420,800	419,200
Giá vốn	334,880	319,648	318,752
Lợi nhuận gộp	113,120	101,152	100,448
Doanh thu hoạt động tài chính	3,269	5,484	8,502
Chi phí tài chính	504	864	864
Chi phí lãi vay	164	164	164
Chi phí bán hàng	8,960	8,416	8,384
Chi phí quản lý doanh nghiệp	17,920	16,832	16,768
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	89,005	80,524	82,934
Lợi nhuận khác	47,500	47,500	47,500
Lợi nhuận trước thuế	136,505	128,024	130,434
Thuế	10,238	19,204	19,565
Lợi nhuận sau thuế	126,267	108,820	110,869
EPS	7,341	6,327	6,446

Diễn biến giá cao su RSS - Thái Lan



Nguồn: SBS

**CTCP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN
THƯƠNG TÍN****Trụ sở chính****278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3****TP HCM****Việt Nam**

Tel: +84 (8) 6268 6868

Fax: +84 (8) 6255 5957

www.sbssc.com.vn

Singapore

SBS Global Investment Pte Ltd.
No 3 Shenton Way, #24-03 Shenton
House,
Singapore 068805
Tel: +65-6592-5709
Fax: +65-6592-5700
www.sbsglobalinvest.com

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Website: www.sacombank-sbs.com.kh
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban
Phonthan Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette
Phường Nguyễn Thái Bình Ward, Quận
1,
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt
Quận Hoàn Kiếm
Hà Nội
Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbssc.com.vn

Chi nhánh Hoa Việt

36-38 Đường Phùng Hưng
Quận 5
TP HCM
Việt Nam
Tel: +84 (8) 3854 7858
Fax: +84 (8) 3854 7856

Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba Tháng Hai
Quận Ninh Kiều
TP Cần Thơ
Việt Nam
Tel: +84 (710) 378 3434
Fax: +84 (710) 378 3436

Chi nhánh Đà Nẵng

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai
Quận Hải Châu
TP Đà Nẵng
Việt Nam
Tel: +84 (5113) 81 86 86
Fax: +84 (5113) 81 88 86

Chi nhánh Vũng Tàu

Tầng 3, 67A Đường Lê Hồng Phong
TP Vũng Tàu
Việt Nam
Tel: +84 (64) 3553 398
Fax: +84 (64) 3553 390

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.