

**Kết quả kinh doanh 2011**

10/04/2012

## CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR)

### Lợi nhuận kỷ lục năm 2011

**Lợi nhuận kỷ lục năm 2011.** CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) công bố lợi nhuận ròng (LNR) năm 2011 đạt VND829 tỷ (+64% y-o-y), vượt 21% so với dự phóng của chúng tôi là VND684 tỷ chủ yếu do (i) Giảm 30% số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trong năm 2011,\* (ii) giá bán trung bình cao hơn dự đoán, đạt khoảng VND94 triệu/tấn, cao hơn 6.8% so với dự phóng của chúng tôi. Tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng lần lượt đạt từ 25% đến 32%, chủ yếu do giá bán được cải thiện 49% y-o-y (~USD4,500/tấn), bù đắp cho sản lượng tiêu thụ giảm 17% y-o-y, sản lượng tiêu thụ của cao su tự nhiên đạt 25,734 tấn trong năm 2011.

\* Quốc Hội Việt Nam đã thông qua Nghị quyết 08/2011/QH13 ngày 6/8/2011 về ban hành bổ sung một số giải pháp hỗ trợ thuế cho các doanh nghiệp nhỏ & vừa (SMEs) và PHR được xét hưởng mức thuế ưu đãi theo diện doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động.

**Triển vọng giá cao su tự nhiên.** Mặc dù giá cao su đã tăng trong thời gian gần đây (+30% từ mức giá thấp nhất trong tháng 12/2011), chúng tôi không lạc quan về triển vọng giá cao su từ nay đến cuối năm, do (i) cuộc khủng hoảng nợ tại Châu Âu có dấu hiệu xấu đi (ii) tình hình kinh tế toàn cầu thiếu ổn định. Do vậy, chúng tôi đã dự phóng thận trọng hơn với mức giá bán bình quân khoảng VND60 triệu/tấn trong năm 2012 và VND50 triệu/tấn trong các năm tiếp theo.

**Điều chỉnh triển vọng lợi nhuận.** Năm 2012, công ty đã đặt mục tiêu doanh thu đạt VND2,042 tỷ, dựa trên sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 27,500 tấn (6,000 tấn từ nguồn bên ngoài) với giá bán bình quân là VND67 triệu/tấn, do vậy lợi nhuận sau thuế kế hoạch đạt VND387 tỷ trong năm 2012. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng vào giá cao su tự nhiên như kỳ vọng của ban lãnh đạo, chúng tôi cũng vẫn nâng dự phóng của công ty dựa trên kế hoạch tái canh cũng như giá cao su biến động trong thời gian gần đây. Do vậy, dự phóng doanh thu của chúng tôi cho FY12, FY13, và FY14 được nâng lên lần lượt là 32%, 21% và 20%.

**Khuyến nghị THU LỢI NHUẬN.** Theo dự phóng lợi nhuận được nâng lên, chúng tôi điều chỉnh lại mô hình định giá DCF, vì vậy chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên VND26,500/cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị xuống THU LỢI NHUẬN do giá cổ phiếu đã tăng 20% so với mức dự phóng cập nhật trước đây của chúng tôi. Tại mức giá mục tiêu, PHR được giao dịch tại 5.2x-8.0x PER trong năm FY12-FY13

Kết thúc (VND'triệu)	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
Doanh thu	1,028,421	1,824,271	1,809,134	1,425,662	1,202,749
Lợi nhuận ròng	395,065	849,063	399,108	261,213	291,850
Tỷ lệ tăng trưởng	87%	115%	-52%	-35%	12%
EPS (VND)	9,188	19,746	4,909	3,213	3,590
DPS (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ suất cổ tức (%)	5.8%	5.8%	11%	11%	11%
ROE	31%	44%	18%	12%	13%
ROA	24%	34%	13%	8%	9%
P/E (x)	5.6	2.6	5.4	8.3	7.4
P/B (x)	1.7	1.1	1.0	1.0	1.0

Nguồn: PHR và SBS dự phóng

#### THU LỢI NHUẬN

Giá hiện nay	VND 26,800
Giá mục tiêu	VND26,500
Giá mục tiêu cũ	VND25,100

#### Thông tin cổ phiếu

Mã Bloomberg	PHR VN
SLCP lưu hành (triệu)	78.9
Vốn hóa thị trường (VND tỷ)	2,211
Giá thấp-cao nhất trong 52 tuần	22.8-35
KLGD trung bình 3 tháng	42,891
Beta	0.47
Sở hữu nước ngoài (%)	13.61

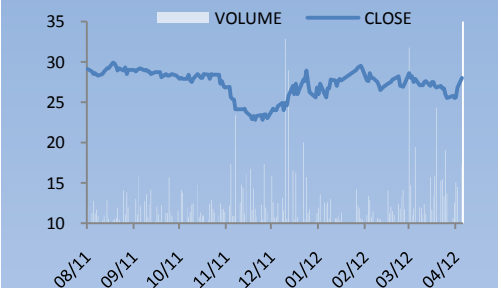
#### Cổ đông lớn

Vietnam Rubber Group	55.8%
Templeton Frontier Markets Fund	6.68%

#### Biến động cổ phiếu (%)

Tháng	Giá trị	(%)
1 tháng	(0.2)	-1%
3 tháng	(0.9)	-3%
6 tháng	(0.3)	-1%
12 tháng	(5.1)	-15%

#### Biến động giá cổ phiếu trong 6 tháng ('000)



Nguồn: Bloomberg, SBS

Lê Thị Khánh An

an.ltk@sbsc.com.vn

Nguyễn Thị Huyền Dương

duong.nth@sbsc.com.vn

+84 8 2686 868, ext: 8855

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh 4Q11 & FY11**

(VNDbn)	4Q11	4Q10	y-o-y	3Q11	q-o-q	FY11	FY10	y-o-y	Nhận định
Sản lượng tiêu thụ	7,780	8,210	-5%	7,788	0%	25,734	31,006	-17%	
Giá bán bình quân (VND'triệu/tấn)	85	73	17%	97	-13%	94	63	49%	
<b>Doanh thu</b>	<b>696</b>	<b>612</b>	<b>14%</b>	<b>796</b>	<b>-13%</b>	<b>2,583</b>	<b>2,030</b>	<b>27%</b>	Mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm 17% y-o-y, doanh thu tăng 27% y-nhờ giá bán bình quân cao.
Giá vốn hàng bán	322	362	-16%	554	-42%	1,561	1,321	18%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>374</b>	<b>250</b>	<b>58%</b>	<b>242</b>	<b>55%</b>	<b>1,022</b>	<b>709</b>	<b>44%</b>	
Chi phí bán hàng & chi phí hoạt động quản lý doanh nghiệp	23	73	-79%	40	-57%	100	170	-49%	Loại trừ giá trị lợi thế thương mại từ năm 2011
<b>LN từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>351</b>	<b>183</b>	<b>100%</b>	<b>202</b>	<b>69%</b>	<b>954</b>	<b>547</b>	<b>74%</b>	
Thu nhập tài chính/chi phí	13	7	134%	14	106%	29	25	314%	Phần lớn thu được từ lãi tiền gửi do tiền mặt ròng mạnh trong năm 2010.
Thu nhập khác/(chi phí)	7	53	-91%	12	-57%	53	97	-56%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>371</b>	<b>243</b>		<b>228</b>		<b>1,035</b>	<b>669</b>		
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>353</b>	<b>177</b>	<b>87%</b>	<b>171</b>	<b>107%</b>	<b>827</b>	<b>503</b>	<b>66%</b>	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>351</b>	<b>0</b>	<b>65%</b>	<b>170</b>	<b>136%</b>	<b>823</b>	<b>502</b>	<b>30%</b>	
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	54%	41%		30%		40%	35%		
Tỷ suất điều hành (%)	50%	30%		25%		37%	27%		
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế (%)	53%	40%		29%		40%	33%		
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	51%	29%		21%		32%	25%		
Thuế TNDN (%)	5%	27%		25%		20%	25%		

Nguồn: PHR, SBS

## KẾT QUẢ KINH DOANH 2011

**Năm kỷ lục nhờ giá cao su tăng cao.** Xét về doanh thu, lợi nhuận và biên lợi nhuận, năm 2011 hầu hết các công ty sản xuất cao su tự nhiên đều đạt mức lợi nhuận rất cao bao gồm cả PHR, nguyên nhân chính nhờ giá bán trung bình cao kỷ lục. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PHR tương ứng đạt VND2,583 tỷ (+27% y-o-y) và VND829 tỷ (+65% y-o-y). Giá bán bình quân đạt kỷ lục với mức giá VND94 triệu/tấn, tăng cao hơn 49% so với mức giá năm 2010 là VND63 triệu/tấn, bù đắp cho sản lượng tiêu thụ giảm 17% (giảm 5,127 tấn từ 31,000 tấn trong năm 2010). Ngoài ra, không có chi phí từ giá trị lợi thế thương mại do công ty đã hạch toán đầy đủ vào chi phí quản lý doanh nghiệp trong những năm trước, do vậy chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 49% y-o-y. PHR cũng được giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2011 do công ty thuộc diện “doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động”. Kết quả, PHR đã ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh và biên lợi nhuận ròng cao nhất từ trước tới nay.

**Ý kiến kiểm toán được ghi nhận, nhưng ảnh hưởng không đáng kể.** Chúng tôi ghi nhận một điểm nổi bật trong báo cáo kiểm toán của PHR liên quan đến thuế thu nhập doanh nghiệp mà công ty phải nộp. Nếu thực hiện theo quy định thì thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp của công ty ước tính tăng thêm khoảng VND23 triệu, chúng tôi tin rằng điều này ảnh hưởng không đáng kể đến giá trị của cổ phiếu PHR.

**Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị mới (HĐQT).** Tại Đại Hội Cổ Đông thường niên của công ty, các cổ đông đã chấp thuận đề nghị của ông Nguyễn Văn Tân, từ chức Chủ tịch HĐQT nhưng vẫn giữ chức Tổng giám đốc điều hành. Đồng thời chuẩn y kết quả bầu chức danh Chủ tịch HĐQT đối với ông Lê Phi Hùng kể từ ngày 13/3/2012. Ông Lê Phi Hùng từng là thành viên HĐQT kiêm Phó Tổng giám đốc từ năm 2008 và ông đã gắn bó với PHR hơn 30 năm. Chúng tôi nghĩ rằng, việc thay đổi Chủ tịch HĐQT sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của công ty.

## TRIỂN VỌNG 2012

**Triển vọng giá cao su tự nhiên.** Từ giữa tháng 2, giá cao su tự nhiên đã được cải thiện lên mức USD3.8/kg (Giá Cao su Thái Lan RSS3) sau khi suy giảm trong 4Q11 là. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi sự tăng giá do tác động của các yếu tố ngắn hạn do (i) nguồn cung bị thu hẹp do thời tiết bắt đầu vào mùa khô, (ii) can thiệp thị trường từ nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới để giữ giá cao su trên mức USD3/kg và (iii) giá dầu tăng do căng thẳng tại Iran. Nhu cầu vẫn ở mức thấp, kéo theo thị trường cao su tự nhiên khá trầm lắng. Chúng tôi nhận thấy rằng giá cao su sẽ phải đối mặt với áp lực giảm giá vào cuối năm nay, với ước tính từ Hiệp hội Các nước Sản xuất Cao su Thiên nhiên (ANRPC) nguồn cung trong năm 2012 có thể gia tăng 6% y-o-y đạt 10.3 triệu tấn trong khi nhu cầu chỉ tăng 5.4%. Do vậy, nguồn cung sẽ dư thừa khoảng 413,000 tấn. Chúng tôi nâng dự phóng giá bán bình quân của cao su trong năm 2012 lên VND60 triệu/tấn dựa trên giá bán cao su tăng đột biến trong thời gian gần đây, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng thận trọng với mức giá VND50 triệu/tấn cho năm 2013 trở về sau.

**Sản lượng tiếp tục giảm đến từ kế hoạch tái canh.** Từ năm 2012 đến năm 2015, chúng tôi ước tính công ty sẽ tái canh với 3,500ha cao su, trong đó 500ha được lên kế hoạch trong năm 2012. Trong cùng kỳ, chỉ có 2,681ha sẽ được khai thác thay thế cho diện tích tái canh. Do vậy, diện tích khai thác dự kiến sẽ tiếp tục thu hẹp và chạm đáy trong năm 2014, sau đó từ năm 2015 song song với diện tích khai thác có sẵn cùng với đóng góp từ diện tích khai thác mới tại Kamphong (Campuchia). Do vậy, để bù đắp cho sự suy giảm về sản lượng sản xuất, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ tăng thêm khối lượng mua thu mua bên ngoài từ các công ty sản xuất khác.

**Điều chỉnh kết quả dự phóng.** PHR đã tái canh 635ha và thanh lý 348ha trong năm 2011, cả hai số liệu trên đều thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi là 808ha và 665ha. Chúng tôi đã cập nhật các số liệu thực tế cũng như nâng dự phóng giá bán bình quân cho năm 2012 là VND60 triệu so với dự phóng trước đây là VND50 triệu/tấn. Do vậy, chúng tôi điều chỉnh kết quả dự phóng như sau:

Bảng 2: Dự phóng tình hình tài chính công ty									
	Dự phóng trước đây			Điều chỉnh dự phóng			Tỷ lệ thay đổi		
	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	24,052	20,295	16,828	28,405	26,324	21,741	18%	30%	29%
Doanh thu	1,367	1,176	1,000	1,809	1,425	1,203	32%	21%	20%
Lợi nhuận gộp	259	212	143	475	278	204	83%	31%	43%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19%	18%	14%	26%	20%	17%	38%	8%	19%
Lợi nhuận sau thuế	476	456	404	399	261	292	-16%	-43%	-28%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	35%	39%	41%	22%	18%	24%	-37%	-53%	-40%

Nguồn: SBS dự phóng

**Khuyến nghị THU LỢI NHUẬN.** Theo dự phóng lợi nhuận được nâng lên, chúng tôi điều chỉnh lại mô hình định giá DCF, vì vậy chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên VND26,500/cổ phiếu, cao hơn 5.6% so với mức giá trước đây của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị xuống THU LỢI NHUẬN do giá cổ phiếu đã tăng 20% so với cập nhật trước đây của chúng tôi với giá thị trường hiện nay là VND27,500. Tại mức giá mục tiêu, PHR được giao dịch tại 5.2x-8.0x PER trong năm FY12-FY13..

## Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	09/10/2010	MUA	VND 42,500	VND 38,000
Báo cáo cập nhật	03/04/2011	MUA	VND 42,500	VND 36,000
Báo cáo cập nhật	08/07/2011	MUA	VND 49,100	VND 31,200
Báo cáo cập nhật	13/10/2011	MUA	VND 43,000	VND 29,000
Báo cáo cập nhật	24/11/2011	TRUNG LẬP	VND 25,100	VND 22,800

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

**Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

**Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.

**Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

**Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.

**Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới

**Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

## Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

## Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

### Singapore (DMG)

DMG & Partners  
Securities Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay  
#09-08 Ocean Financial Centre  
Singapore 049315  
Tel : + (65) 6533 1818  
Fax : + (65) 6532 6211

### Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC  
56 Preah Norodom Blvd  
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun  
Penh,  
Cambodia  
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@sbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbsc.com.vn)