

PHR CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA

Hóa chất nhựa cao su

THU LỢI NHUẬN

Giá mục tiêu	31,000
Giá mục tiêu cũ	28,000
Giá hiện hành	30,000

Nguyen Thi Huyen Duong
 duong.sbsc@sbsc.com.vn
 Ext: 8855

Le Thi Khanh An
 an.ltk@sbsc.com.vn
 Ext: 8857

Kết quả cao hơn kỳ vọng

Triển vọng vẫn không thay đổi

Lợi nhuận nửa đầu năm 2012 hoàn thành 58% dự phóng cả năm của chúng tôi. Trong 6 tháng đầu năm 2012, công ty mẹ CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) đạt VND859 tỷ doanh thu (-16% y-o-y) và VND259 tỷ lợi nhuận ròng (-16% y-o-y). Doanh thu bán hàng của PHR khá khả quan trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu, sản lượng tiêu thụ đạt 11,589 tấn (+14% y-o-y), kết quả khả quan này có được từ việc mở rộng thêm khách hàng của công ty. Ngoài ra, lợi nhuận khác cũng được cải thiện (+256% y-o-y) và thu nhập tài chính (+14% y-o-y) đã góp phần duy trì biên lợi nhuận ròng của PHR ở tương tự so với cùng kỳ năm trước, mặc dù giá cao su tự nhiên (giá bán bình quân của PHR trong nửa đầu năm 2012 là VND73 triệu/tấn) đã giảm 26% từ VND100 triệu/tấn.

Điều chỉnh mô hình dự phóng: Chúng tôi duy trì những giả định chính của chúng tôi về triển vọng giá cao su tự nhiên của PHR là VND65 triệu/tấn cho năm 2012 và VND50 triệu/tấn từ năm 2013 trở đi; đồng thời sản lượng tiêu thụ ước đạt 28,400 tấn trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình định giá nhằm phản ánh tốt hơn giá thanh lý vườn cây và diện tích thanh lý cây cao hơn, theo đó sẽ làm giảm khối lượng sản xuất trong năm tới. Kết quả, dự phóng cho doanh thu trong giai đoạn 2012-2014 giảm xuống do sự suy giảm của khối lượng sản xuất. Cụ thể, doanh thu điều chỉnh giảm 0,5% và 0,7% tương ứng cho năm 2013 và 2014. Do giá thanh lý vườn cây cao hơn, lợi nhuận sau thuế (LNST) trong FY12 -14 có thể tăng, lần lượt đạt 8%, 4,6% và 8,6%. Vì vậy, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu từ VND28,000/CP lên **VND31,000/CP (+11%)**.

Khuyến nghị: giá hiện tại của PHR (VND30,000/CP) khá sát với giá mục tiêu của chúng tôi, và do vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN** đối với cổ phiếu PHR. Tại mức giá mục tiêu, cổ phiếu Công ty đang được giao dịch ở mức P/E (2012) ~ 4.4 lần và P/E (2013) ~ 8.1 lần.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

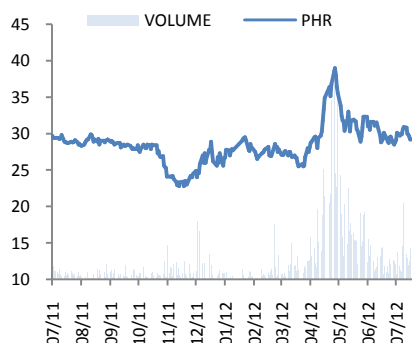
Mã chứng khoán	PHR
SLCP đang lưu hành (triệu)	78.9
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2,306
Giá cao/thấp 52 tuần	39.0-21.5
KLGD trung bình 3 tháng	120,221
Hệ số Beta	1.8
Sở hữu nước ngoài (%)	13.6

CỔ ĐÔNG LỚN

Tập đoàn Cao su Việt Nam	68.58%
--------------------------	--------

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU

	3M	6M	12M
Tương đối (%)	-12%	8%	1%
Tuyệt đối	(4.1)	2.2	0.3


Kết thúc năm tài chính 31/12

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,030	2,583	1,950	1,418	1,194
LN ròng (tỷ đồng)	502	825	490	268	318
% tỷ lệ tăng trưởng	88%	64%	-41%	-45%	19%
EPS(VND)	6,177	10,152	6,022	3,291	3,908
BV(VND)	18,467	25,711	28,926	29,331	30,370
DPS(VND)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ suất cổ tức (%)	11%	11%	11%	11%	11%
ROE(%)	34%	41%	21%	12%	13%
ROA(%)	22%	27%	15%	8%	10%
P/E(x)	4.4	2.6	4.4	8.1	6.8
P/B(x)	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9

Nguồn: PHR, SBS dự phóng

Giá bán bình quân cao su tự nhiên trong quý 2/2012 đạt VND73 triệu/tấn.

Công ty mẹ CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) đã công bố doanh thu đạt VND859 tỷ đồng (-16% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt VND259 tỷ đồng (-16% y-o-y) trong 6 tháng đầu năm 2012.

Tương tự như các công ty sản xuất cao su tự nhiên khác, sự trượt dốc của giá cao su tự nhiên cũng đã gây áp lực cho doanh thu và lợi nhuận ròng của Phước Hòa (PHR) so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, kết quả đạt được khá cao. Sản lượng tiêu thụ của PHR vượt xa kỳ vọng của chúng tôi, đạt 11,589 tấn (+14 y-o-y), hoàn thành 41% dự phóng năm 2012. Sau khi trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết PHR đã mở rộng khách hàng của họ trong năm nay, do đó Công ty không gặp vấn đề gì trong việc tiêu thụ sản phẩm. Đây là một lợi thế lớn cho công ty khi nhu cầu tiêu thụ trên thị trường đang trì trệ.

Công ty thành công trong việc bình ổn giá bán bình quân trong quý 2/2012 đạt VND73 triệu/tấn, tương ứng với mức độ đạt được trong quý 1/2012, trong bối cảnh xu hướng tiêu thụ giảm trên thị trường. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp đã giảm còn 25% so với mức 28% trong quý 1/2012 do Công ty tăng khối lượng bằng thu mua từ tiểu điền nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tăng.

Doanh thu hoạt động tài chính giảm 53% y-o-y do sụt giảm khoản cổ tức được chia. Tuy nhiên, công ty ghi nhận chi phí tài chính âm (do ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính dài hạn) đã giúp công ty ghi nhận lợi nhuận tài chính đạt VND19 tỷ (+14% y-o-y).

Trong nửa đầu năm 2012, Công ty đã thanh lý 600ha cây cao su, vượt 20% so với dự phóng ban đầu của chúng tôi, và giá bán bình quân cây cao su thanh lý cao hơn. Như vậy, thu nhập khác dao động quanh mức VND149 tỷ (256% y-o-y), cao hơn 31% so với dự phóng của SBS.

Với sự hỗ trợ từ thu nhập tài chính và lợi nhuận khác, biên lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm 2012 được duy trì ở mức 30%, tương đương với năm ngoái.

PHƯỚC HÒA

KẾT QUẢ KINH DOANH P&L 2012/1HFY

tỷ đồng (đơn vị khác sẽ được ghi chú)	1HY12	1HY11	Y-o-Y thay đổi	2Q12	1Q12	Q-o-Q thay đổi
Doanh thu	859	1,021	-16%	347	512	68%
Khối lượng sản xuất (tấn)	6,500	6,949	-6%	3,837	2,663	44%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	11,589	10,166	14%	4,615	6,974	-34%
Giá bán bình quân (VND'triệu/tấn)	73	100	-26%	73	73	0%
Nguồn cung bên ngoài	3,575	2,464	45%	2,859	716	299%
Lợi nhuận gộp	214	382	-44%	72	142	-49%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25%	37%		21%	28%	
EBIT	198	374	-47%	66	132	-50%
Biên EBIT	23%	37%		19%	26%	
Thu nhập tài chính	19	16	14%	15	4	283%
Chi phí lãi vay	3	11	-73%	2	1	
Thu nhập khác	149	42	256%	53	96	-45%
Lợi nhuận trước thuế	334	405	-17%	117	227	-48%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	39%	40%		34%	44%	
Thuế TNDN	85	97	-12%	29	57	-49%
Lợi nhuận sau thuế	259	308	-16%	89	170	-48%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	30%	30%		26%	33%	

Nguồn: PHR, SBS

DỰ PHÓNG & KHUYẾN NGHỊ

Điều chỉnh dự phóng

Chúng tôi duy trì giả định chính của chúng tôi về triển vọng giá cao su tự nhiên của PHR là VND65 triệu/tấn cho năm 2012 và VND50 triệu/tấn từ năm 2013 trở đi, mặc dù trong 6 tháng đầu năm 2012 giá cao su đạt VND73 triệu/tấn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá cao su có xu hướng trượt giá về cuối năm. Tiếp tục duy trì dự phóng về sản lượng tiêu thụ ước đạt 28,400 tấn trong năm nay. Mặc dù, PHR đã có thêm nhiều khách hàng mới, chúng tôi tin rằng công ty không thể đạt được lợi nhuận cao trong năm nay do cơ cấu vườn cây già. Với tình hình khối lượng sản xuất giảm nhẹ, song song với sản lượng tiêu thụ tăng đáng kể, công ty có thể đẩy mạnh hoạt động thu mua bên ngoài nhằm đáp ứng tất cả nhu cầu tiêu thụ của khách hàng. Tuy nhiên, hoạt động này có biên lợi nhuận rất thấp, vì vậy chúng tôi dự phóng sản lượng mua ngoài từ ngoài khoảng 8,000 tấn trong năm nay.

Tuy nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình định giá nhằm phản ánh tốt hơn giá bán thanh lý cây trồng và die65nt ích thanh lý cao hơn, theo đó sẽ làm giảm nhẹ khối lượng sản xuất trong các năm tiếp theo tới. Kết quả, dự phóng doanh thu trong giai đoạn 2012-2014 giảm xuống do sự suy giảm của khối lượng sản xuất. Cụ thể, doanh thu điều chỉnh giảm xuống 0,5% và 0,7% tương ứng cho năm 2013 và 2014. Do giá thanh lý cao hơn, lợi nhuận sau thuế (LNST) trong FY12 -14 có thể tăng, lần lượt đạt 8%, 4,6% và 8,6%. Vì vậy, chúng tôi nâng mức giá mục tiêu từ VND28,000/CP lên **VND31,000/CP** (+11%).

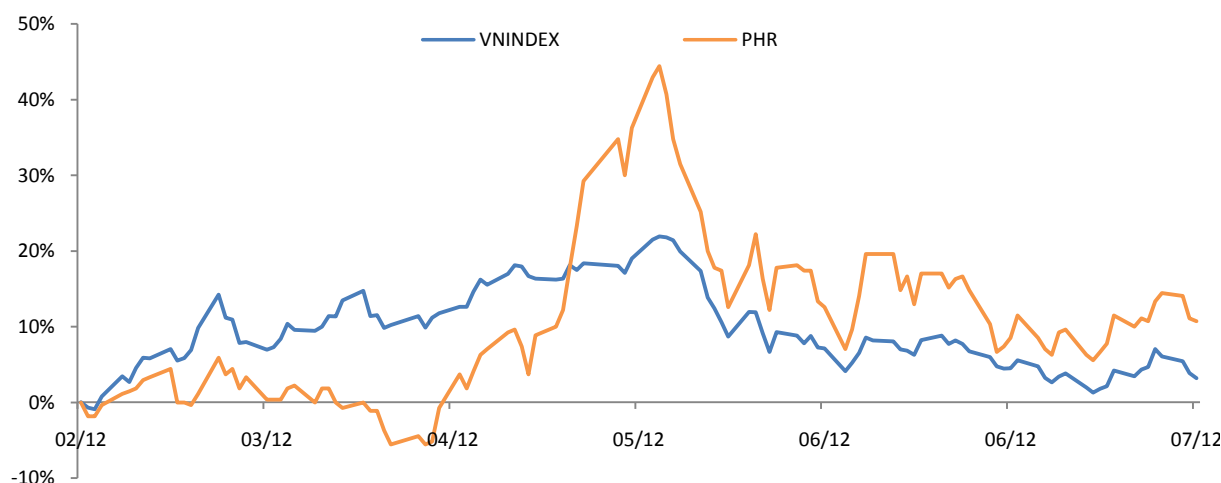
ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG

	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			% tỷ lệ thay đổi		
	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	28,405	26,324	21,741	28,405	26,174	21,564	0%	-0.6%	-0.8%
Doanh thu	1,950	1,426	1,203	1,950	1,418	1,194	0%	-0.5%	-0.7%
Lợi nhuận gộp	552	268	203	552	265	199	0%	-1.3%	-2.0%
Tỷ suất LNG	28%	19%	17%	28%	19%	17%	0%	-0.8%	-1.3%
Lợi nhuận ròng	452	256	292	490	268	318	8%	4.6%	8.6%
Tỷ suất LNR	23%	18%	24%	25%	19%	27%	8%	5.1%	9.4%

Nguồn: PHR, SBS

Khuyến nghị

Giá hiện tại của PHR (VND30,000/CP) khá sát với giá mục tiêu của chúng tôi, và do vậy chúng tôi duy trì khuyến nghị **THU LỢI NHUẬN** đối với cổ phiếu PHR. Tại mức giá mục tiêu, Công ty đang được giao dịch ở mức P/E (2012) ~ 4.4 lần và P/E (2013) ~ 8.1 lần.



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Tổng tài sản	1,839.9	2,305.4	3,088.3
Tài sản ngắn hạn	561.9	887.5	1,444.0
Tài sản dài hạn	1,278.0	1,417.8	1,644.4
Tài sản cố định	660.1	842.1	1,146.9
Đầu tư dài hạn	533.5	506.1	442.2
Nguồn vốn	1,839.9	2,305.4	3,088.3
Nợ phải trả	700.3	1,004.8	1,303.3
Nợ ngắn hạn	700.3	954.2	1,252.7
Nợ dài hạn		50.6	50.6
Vốn chủ sở hữu	1,139.6	1,284.4	1,764.9
Nguồn vốn	997.4	1,284.4	1,764.9
Vốn điều lệ	813.0	813.0	813.0
Thặng dư vốn			
LN chưa phân phối	137.3	341.6	672.2

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Tổng doanh thu	1,067.6	2,030.1	2,583.2
Doanh thu thuần	784.8	1,320.7	1,561.4
Giá vốn hàng bán	282.9	709.4	1,021.8
Lợi nhuận gộp	46.2	57.8	69.6
Lợi nhuận tài chính	(0.1)	33.0	40.8
Chi phí tài chính	0.9	25.9	23.2
Chi phí lãi vay	11.9	19.0	22.8
Chi phí bán hàng	50.6	150.9	77.0
Chi phí quản lý DN	266.7	564.5	950.8
LN thuần từ HĐKD	123.7	134.3	68.4
Lợi nhuận khác	47.0	37.2	15.9
Chi phí khác	343.3	661.6	1,003.4
Lợi nhuận trước thuế	83.5	159.1	176.6
Thuế TNDN	259.8	503.1	826.6
Lợi nhuận sau thuế	259.8	502.2	822.6

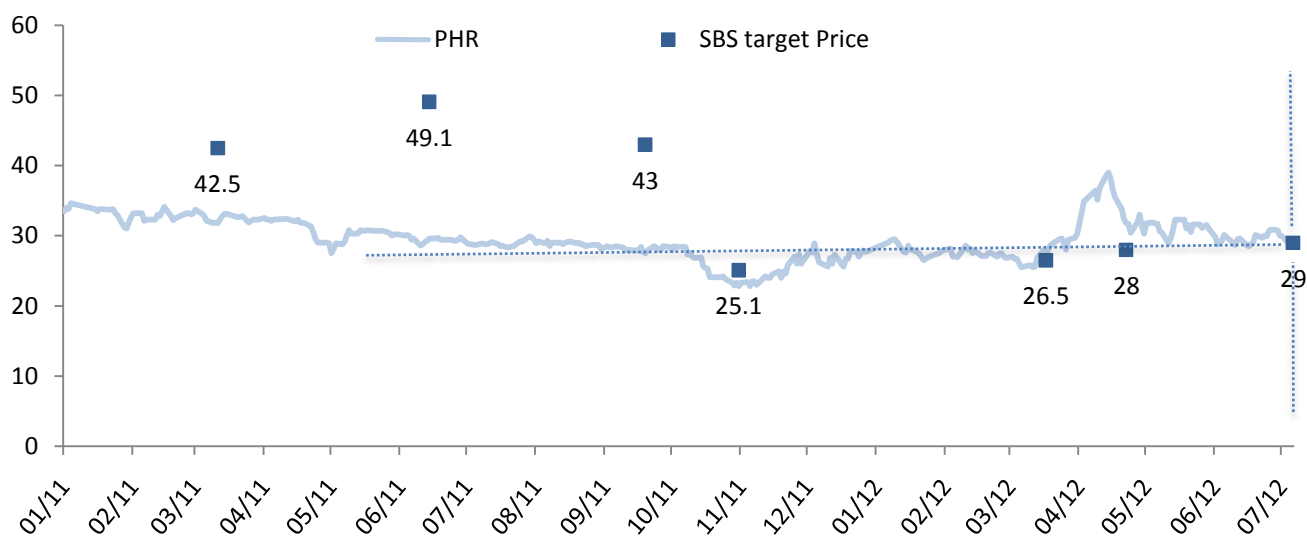
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh			
Tiền thu bán hàng, cung cấp dịch vụ và doanh thu	1,090.3	2,152.8	2,565.7
Tiền chi trả cho người cung cấp	(560.3)	(1,065.0)	(1,353.6)
Tiền chi trả lãi vay	(0.9)	(17.1)	(25.5)
Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	103.8	397.4	504.7
Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	(281.5)	(451.9)	(339.0)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động SX-KD	(90.5)	403.9	368.6
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư			
Tiền thu từ thanh lý và nhượng bán TSCĐ	119.9	145.4	137.4
Tiền chi góp vốn đầu tư vào đơn vị khác	(137.1)	(89.0)	(11.5)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	38.2	6.0	104.6
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính			
Tiền vay ngắn hạn và dài hạn đã nhận được	68.6	353.9	693.9
Tiền chi trả nợ gốc vay		(278.9)	(593.7)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(71.2)	(216.6)	(263.5)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(123.5)	193.3	209.7
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	322.6	227.5	423.9
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	199.1	423.9	636.6

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2009	2010	2011
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)			
Doanh thu	-2.2%	90.1%	27.2%
Lợi nhuận gộp	-20.1%	150.8%	44.0%
Lợi nhuận ròng	-8.3%	93.3%	63.8%
Tổng tài sản	0.9%	25.3%	34.0%
Vốn chủ sở hữu	13.1%	28.8%	37.4%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận gộp biên	26.5%	34.9%	39.6%
EBIT biên	32.2%	33.9%	39.7%
Lợi nhuận trước thuế biên	32.2%	32.6%	38.8%
Lợi nhuận ròng biên	24.3%	24.7%	31.8%
ROA	14.1%	21.8%	26.6%
ROE	26.1%	39.1%	46.6%
Phân tích Dupont			
Lợi nhuận ròng biên (1)	24.3%	24.7%	31.8%
Vòng quay tài sản (2)			
Đòn bẩy (3)	184.5%	179.5%	175.0%
ROE = (1)x(2)x(3)	26.1%	39.1%	46.6%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	9.9	8.3	10.6
Số ngày tồn kho	57.7	52.1	81.0
Số ngày phải trả	22.3	9.1	4.1
Vòng quay tài sản	0.6	0.9	0.8
Vòng quay tài sản dài hạn	0.8	1.4	1.6
Vòng quay tài sản cố định	1.6	2.4	2.3
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện hành	0.8	0.9	1.2
Thanh toán nhanh	0.6	0.7	0.9
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.5
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	70.2%	78.2%	73.8%
Tổng nợ/Tổng tài sản	38.1%	43.6%	42.2%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	184.5%	179.5%	175.0%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	9.36	4.84	2.96
PBV	2.44	1.89	1.38
PS	2.28	1.20	0.94
EPS (đồng/CP)	3,196	6,177	10,118
Doanh thu/CP (đồng/CP)	13,132	24,970	31,774
Giá trị sổ sách (đồng/CP)	12,268	15,798	21,708

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
Báo cáo cập nhật	10/04/2012	THU LỢI NHUẬN	VND26,500	VND26,800
Báo cáo cập nhật	16/05/2012	THU LỢI NHUẬN	VND28,000	VND32,000
Báo cáo cập nhật	31/05/2012	THU LỢI NHUẬN	VND29,000	VND29,200



Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

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

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

Thu 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

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.sbsec.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8763)

Email: sbs.research@sbsec.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 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@sbsec.com.vn