

# CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR)

Ngày 5 tháng 12 năm 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



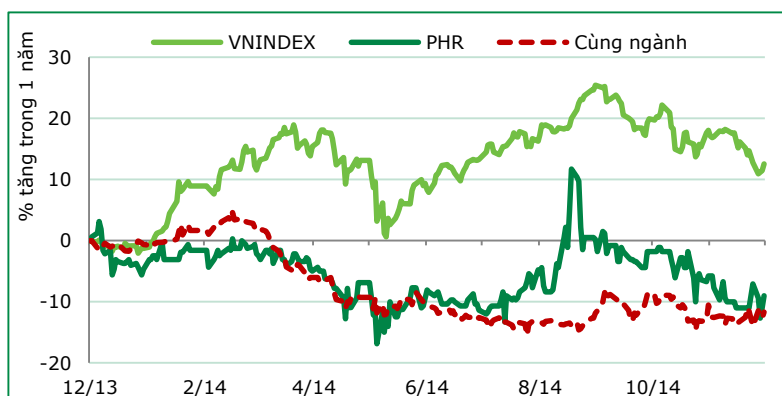
Giá hiện tại (4/12/2014)	(đồng)	27.500
Giá mục tiêu	(đồng)	26.100
Phân tích kỹ thuật khuyến nghị	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự	(đồng)	28.900
Ngưỡng hỗ trợ	(đồng)	27.000
Mã Bloomberg: <b>PHR VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành	Cao su	
Beta (3 năm)	0,72	
Giá cao/ thấp nhất (52 tuần)	33.900 - 25.224	
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	78,49	
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.119	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)	24,04	
KLGDBQ 12 tháng	10,597	
Sở hữu nước ngoài (%)	19,75%	
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2016F	7,3%	2.436
2015F	7,3%	2.231
2014E	7,3%	2.513
2013	10,9%	4.735
2012	10,9%	8.094
	2010-13 CAGR	2014E 2014-19 CAGR (tỷ đồng)
Doanh thu thuần	-2,3%	1.393 6,1%
EBITDA	-10,9%	187 6,1%
LNST	-9,6%	197 0,98%
	PHR	Cùng ngành VN-Index
P/E	6,2	9,6 14,6
P/B	1,02	0,83 1,97
EBIT/I	31,7	28,6 N/A
EV/EBITDA	6,2	14,9 10,1
ROA	11,2%	8,6% 2,5%
ROE	16,6%	11,8% 13,5%

### Giới thiệu về công ty:

PHR là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam được thành lập năm 1993. Đến năm 2007, công ty tiến hành cổ phần hoá và sau đó được niêm yết vào năm 2009.

Các hoạt động kinh doanh của công ty: trồng cao su, khai thác, chế biến và xuất khẩu cao su thiên nhiên. Chế biến xuất nhập khẩu gỗ, sản xuất cây cao su giống.

Kết quả kinh doanh 9T2014: Doanh thu thuần: 1.126 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 159 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 2.125 tỷ đồng



Trong báo cáo cập nhật CTCP Cao su Phước Hòa (PHR), chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn dựa trên những lập luận sau đây:

- ❖ **Giá cao su giảm đã tác động vào giá cổ phiếu:** Trong một năm qua, giá cổ phiếu PHR tăng trưởng thấp hơn chỉ số VNI, điều này ảnh hưởng bởi sự đi xuống của giá cao su và lợi nhuận công ty giảm.
- ❖ **Triển vọng ngắn hạn không khả quan:** Chúng tôi kỳ vọng giá cao su sẽ phục hồi sau năm 2015, do đó năm 2015 vẫn sẽ là một năm khó khăn đối với PHR. Ngoài ra, PHR hiện đang trồng lại vườn cao su và sẽ đưa vào khai thác mới hằng năm, do đó năng suất thu hoạch sẽ thấp hơn trong một vài năm tới.
- ❖ **Triển vọng dài hạn tích cực:** Chúng tôi dự báo giá cao su sẽ phục hồi từ năm 2016, vào thời điểm đó dự án Campuchia có thể tạo ra doanh thu và dẫn đến khả năng sinh lời của PHR được cải thiện.
- ❖ **Dự án Campuchia sẽ là động lực thúc đẩy dòng tiền của PHR từ năm 2016.** PHR đã trồng được 7.584 ha cao su ở Campuchia trong năm 2014. Dự án này có thể mang lại doanh thu từ năm 2015 và sẽ mang lại lợi nhuận đáng kể từ năm 2016.
- ❖ **Thoái vốn những hoạt động ngoài ngành cũng giúp cải thiện khả năng sinh lời:** Trong 9T2014, PHR đã thoái vốn khỏi CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA). Việc thoái vốn này nằm trong kế hoạch thoái vốn ra khỏi những hoạt động ngoài ngành của PHR đến năm 2015. PHR có thể dùng nguồn vốn này để đầu tư vào hoạt động cốt lõi như dự án ở Đắk Lắk khi công ty giải quyết xong vấn đề pháp lý ở đây.

Vui lòng xem thông tin khuyến nghị ở cuối bản báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014 .....	3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 9T2014 .....	4
TRIỂN VỌNG NĂM 2015 .....	5
ĐỊNH GIÁ .....	6
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY .....	7
DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU .....	8
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	9
KẾT LUẬN .....	10

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014

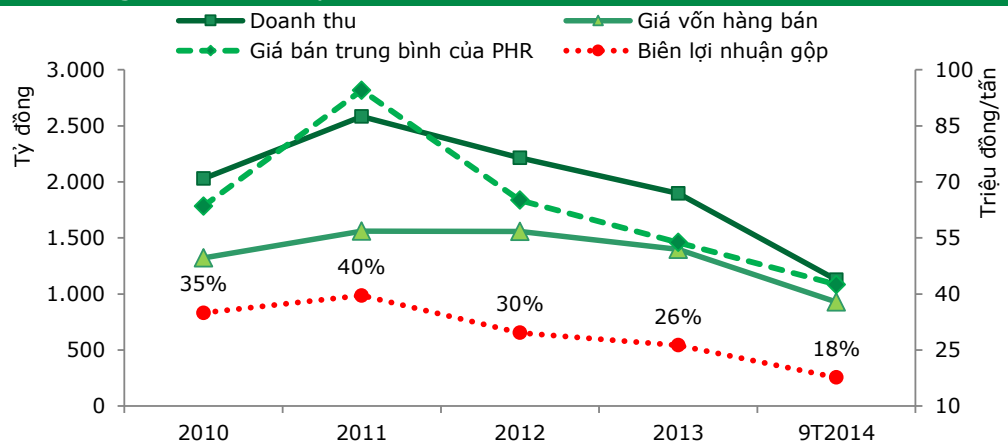
*Doanh thu và lợi nhuận bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự sụt giảm của giá cao su.*

**PHR công bố kết quả kinh doanh 9T2014 bị ảnh hưởng xấu bởi sự sụt giảm giá cao su.** Doanh thu thuần đạt 1.126 tỷ đồng, giảm 16% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 74% kế hoạch năm. Lợi nhuận ròng đạt 159,3 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ và đạt 75% kế hoạch năm.

Mặc dù kết quả kinh doanh 9T2014 gần như theo sát kế hoạch của công ty, nhưng do giá cao su đang trong xu hướng giảm vào nửa cuối năm nay, nên ban quản trị đã quyết định điều chỉnh kế hoạch cả năm. Cụ thể là, doanh thu và lợi nhuận trước thuế đặt mục tiêu lần lượt đạt 1.473 tỷ đồng (giảm 2,8% so với kế hoạch ban đầu) và 207 tỷ đồng (giảm 22,5%); và giá bán trung bình vào khoảng 38,8 triệu đồng/tấn, bằng 86% giá bán theo kế hoạch ban đầu. Kế hoạch kinh doanh mới này đã được cổ đông thông qua với hình thức lấy ý kiến bằng văn bản vào ngày 1 tháng 12 năm 2014.

**Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp nhất trong vòng năm năm qua.** Lợi nhuận gộp của công ty đạt 199 tỷ đồng trong 9T2014, dẫn đến biên lợi nhuận gộp đạt 17,6%, thấp hơn mức 20,2% của 9T2013 và 26,2% của năm 2013. Kết quả này là do lợi nhuận gộp của công ty bị ảnh hưởng khá nhiều bởi giá cao su.

### So sánh giá cao su và tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: PHR, VPBS

**Doanh thu và chi phí tài chính tăng đáng kể trong 9T2014.** PHR thu về tổng cộng 62,2 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, gần gấp đôi so với số 9T2013 và cao hơn 38% so với số của cả năm 2013. Thu nhập từ lãi vay thường góp phần lớn vào tổng thu nhập tài chính, đạt 30,7 tỷ đồng và gấp đôi so với cùng kỳ năm trước. Nhờ được đánh giá tín dụng cao, PHR có thể vay nợ ngắn hạn với lãi suất thấp, trong khi đó lãi suất tiền gửi ngân hàng cao hơn. Kết quả là, PHR duy trì được khoản nợ vay ngắn và dài hạn ở mức cao nhưng vẫn tạo ra lợi nhuận ròng cho thu nhập tài chính. Những khoản thu nhập tài chính khác phần lớn đến từ lợi nhuận bán cổ phần của CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA). Những khoản đầu tư này có giá trị sổ sách lần lượt là 112,2 tỷ đồng và 8,6 tỷ đồng, vào thời điểm 30/6/2014. Chúng tôi ước tính PHR đã thu về khoảng 144 tỷ đồng và đóng góp 23,2 tỷ đồng vào kết quả lợi nhuận của Q3/2014.

Chi phí tài chính cũng tăng đáng kể trong 9T2014, tăng 68% so với cùng kỳ lên mức 23,6 tỷ đồng. PHR đã giảm nợ vay ngắn hạn từ 505 tỷ đồng vào đầu năm nay xuống còn 321 tỷ đồng vào cuối tháng 9/2014, trong khi đó nợ vay dài hạn tăng từ 197 tỷ đồng lên đến 281 tỷ đồng. Hiện tại, PHR được hưởng mức lãi suất 2,6% đến 5,8% cho nợ vay ngắn hạn, và 7,2% đến 9,0% cho nợ vay dài hạn VND và 3,5% cho nợ vay dài hạn USD. Công ty sẽ không vay thêm nợ dài hạn USD vì công ty hiện không có dự án mới nào đầu tư ra nước ngoài. Do đó, mặc dù tổng nợ vay giảm, nhưng chi phí tài chính 9T2014 cao hơn. Trước đó, PHR đã dùng một phần khoản nợ ngắn hạn để tài trợ cho những mục đích dài hạn như trồng lại cây cao su, giúp PHR tối đa hóa chi phí lãi vay. Điều này có thể dẫn đến cơ cấu tài chính không ổn định. Vì vậy, trong dài hạn PHR dự định giảm khoản nợ vay ngắn hạn cho mục đích dài hạn. Kế hoạch này cũng được Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG) chỉ định.

**Lợi nhuận ròng đạt 159 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ, hoàn thành 75% kế hoạch năm.** Biên lợi nhuận ròng đạt 14,1%, thấp hơn chút đỉnh so với mức 14,2% của 9T2013 và 19,6% của cả năm 2013. Đây cũng là mức biên lợi nhuận ròng thấp nhất trong vòng năm năm qua. Mặc dù công ty hoàn thành 75,4% kế hoạch năm, nhưng với xu hướng giá cao su giảm, công ty đã được cổ đông thông qua việc điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận ròng từ 211,27 tỷ đồng xuống 164,43 tỷ đồng. Kế hoạch này là rất khả thi. Trong quá khứ, công ty thường vượt mức kế hoạch lợi nhuận ròng. Ví dụ, trong năm tài chính 2011, công ty hoàn thành 176% kế hoạch và con số đó tương ứng cho năm 2012 và 2013 là 153% và 136%. Trong mô hình dự báo, chúng tôi ước tính PHR có thể thu về 197 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong năm 2014, đạt 93% kế hoạch ban đầu.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 9T2014

*Trồng cao su là mục tiêu chính trong năm 2014 và những năm tới.*

Cây cao su có tuổi đời từ 26 đến 30 năm và được khai thác sau khi trồng 6 năm. Hiện tại, khoảng 3/4 diện tích trồng cao su của PHR là hơn 24 tuổi và cần trồng lại. Để có thể tăng diện tích khai thác, công ty tập trung vào ba hoạt động chính: (i) trồng lại trên diện tích cây cũ, (ii) phát triển trồng cao su tại Campuchia, và (iii) đầu tư và trồng cao su tại Đắk Lắk.

**Trong 9T2014, PHR đã trồng lại khoảng 1.000 ha và hoàn thành 100% kế hoạch năm 2014.** PHR có kế hoạch thanh lý khoảng 800 đến 1.000 ha/năm, và trồng lại một số lượng tương ứng mỗi năm. Từ khi bắt đầu trồng lại từ năm 2008 đến T9/2014, công ty đã trồng được 4.621 ha và dự định khai thác 1.000 ha từ diện tích này vào năm 2014.

**Trồng cao su ở Campuchia đã hoàn tất; bắt đầu thu hoạch từ năm 2015.** PHR đã hoàn tất dự án trồng cao su ở Campuchia, do đó sẽ giảm nhu cầu vốn của công ty trong tương lai và giúp PHR tập trung vào những hoạt động chính khác như dự án ở Đắk Lắk. Hiện nay, tổng diện tích trồng cao su ở Campuchia là 7.584 ha, trong đó 500 ha trồng vào năm 2009 sẽ được khai thác từ năm 2015. Diện tích khai thác ước tính sẽ tăng đáng kể đến 2.500 ha trong năm 2016 và sẽ đóng góp lớn vào doanh thu của PHR.

**Dự án Đắk Lắk vẫn còn trở ngại do vấn đề pháp lý.** Đây là một dự án lớn của PHR trong những năm tới. Dự án được bắt đầu từ năm 2012 và PHR được giao khoảng 12.000 ha đất, trong đó 6.500 đến 7.000 ha được thiết kế cho trồng cao su. Từ đó đến nay, mới chỉ có 167,75 ha được trồng. Hiện tại, công ty đang hoàn thành các thủ tục pháp lý và dự kiến sẽ trồng khoảng 2.000 ha mỗi năm với nguồn vốn tài trợ được lấy từ việc thoái vốn những mảng kinh doanh ngoài ngành.

**Bán toàn bộ cổ phần của CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA).** Vào Q3/2014, PHR đã bán thành công toàn bộ cổ phần của CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (GTA). Chúng tôi ước tính PHR đã thu về khoảng 144 tỷ đồng từ thương vụ này. Theo PHR, công ty đã dùng nguồn tiền này để giảm dư nợ vay. Việc giảm đầu tư hoạt động ngoài ngành này nằm trong kế hoạch của PHR và đã được VRG thông qua. Đến năm 2015, PHR sẽ thoái vốn tất cả những hoạt động ngoài ngành và chỉ tập trung đầu tư vào dự án ở Campuchia, Đắk Lắk, Công ty Chế biến Gỗ Trường Phát, dự án khu công nghiệp Nam Tân Uyên và Tân Bình. Với giá định PHR thoái vốn thành công, chúng tôi ước tính công ty sẽ thu về khoảng 232 tỷ đồng (dựa vào giá trị sổ sách tại thời điểm ngày 30/9/2014), và nguồn tiền này có thể được dùng cho nhu cầu vốn ở những dự án chính như dự án Đắk Lắk.

**PHR giảm tỷ lệ cổ tức từ 30% xuống còn 20% trong năm 2014.** Trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013, PHR luôn duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt 30% hay 3.000 đồng/cổ phiếu, và lợi tức vào khoảng 7,7% đến 11,5%. Năm nay, do giá cao su giảm ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của PHR, lãnh đạo công ty đã quyết định giảm tỷ lệ cổ tức. Quyết định này đã được cổ đông thông qua bằng phương thức lấy ý kiến bằng văn bản ngày 1/12/2014. Với giá hiện tại 27.500 đồng/ cổ phiếu, lợi suất cổ tức năm 2014 kỳ vọng là 7,3%.

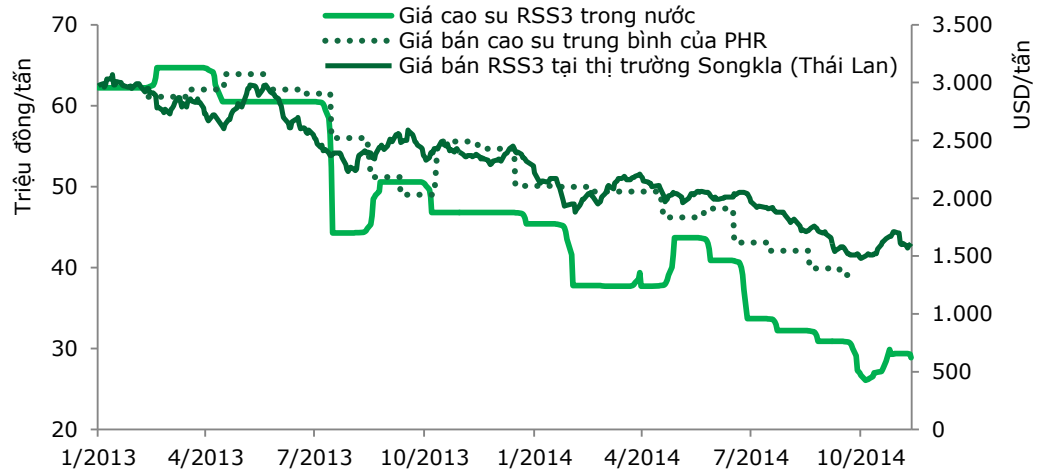
## TRIỂN VỌNG NĂM 2015

**Sản lượng cao su dư thừa toàn cầu ước tính sẽ giảm khoảng 46% trong năm 2015.** Dựa vào một báo cáo của Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG), tổng sản lượng cao su thế giới ước tính sẽ tăng 2% lên mức 12,28 triệu tấn vào năm 2014, và tăng 2,8% lên 12,64 triệu tấn năm 2015; trong khi nhu cầu ước tính sẽ tăng từ 11,9 triệu tấn (+4,5%) trong năm nay lên đến 12,43 triệu tấn năm 2015. Điều này sẽ dẫn đến dư thừa khoảng 200 nghìn tấn trong năm 2015, thấp hơn 46% so với lượng dư thừa năm 2014.

Trong một báo cáo của World Bank vào tháng 10/2014, giá cao su RSS3 ước tính sẽ đạt 1.980 USD/tấn trong năm 2014, giảm 29% so với năm trước. Mặc dù vậy, giá trung bình kỳ vọng sẽ tăng lên mức 2.100 USD trong năm 2015, và tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR là 2,9% từ năm 2015 đến năm 2025. Giá cao su giảm trong năm nay làm ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của PHR.

Dựa trên những dự báo trên, chúng tôi kỳ vọng áp lực giảm giá cao su sẽ giảm dần từ năm 2015.

### Giá cao su nội địa và thế giới



Nguồn: Bloomberg, VPBS

**Diện tích khai thác của PHR tăng dần sau năm 2015.** PHR có một lượng lớn cây cao su già và công ty dự định sẽ thanh lý khoảng 800 đến 1.000 ha/năm. Mặc dù vậy, nhờ vào diện tích trồng mới từ năm 2008 và diện tích từ dự án Campuchia có thể bắt đầu khai thác sau năm 2015, diện tích khai thác của PHR ước tính sẽ tăng đáng kể sau năm 2015. Chúng tôi ước tính tổng diện tích khai thác sẽ đạt 12.000 ha vào năm 2016, tăng 26% so với tổng diện tích khai thác cuối năm 2013.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự báo chỉ số ROE và ROA cũng sẽ giảm sâu và theo đó P/E sẽ tăng trong năm 2015. Do đó, sử dụng phương pháp P/E sẽ không hợp lý để định giá cổ phiếu PHR tại thời điểm này. Trong báo cáo này, chúng tôi đặt tỷ trọng là 80% cho phương pháp định giá DCF và 20% cho phương pháp so sánh P/E, và tính toán được giá mục tiêu của cổ phiếu PHR là 26.100 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 5% so với giá giao dịch 27.500 đồng tại ngày 4/12/2014.

Phương pháp định giá	(đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	26.538	80%
P/E	24.125	20%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>26.100</b>

Nguồn: VPBS

### Phương pháp so sánh P/E

Sàn giao dịch HSX hiện có năm công ty cao su tự nhiên đang niêm yết, có chung lĩnh vực kinh doanh, và đều là công ty con của VRG (trừ TNC ở tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu). Do đó, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E của những công ty này để tính ra giá mục tiêu của PHR.

Chỉ số P/E của những công ty nằm trong khoảng từ 5,1 lần đến 13,3 lần (trừ TNC là 18,2 lần), khá thấp so với mức P/E thị trường do nhà đầu tư lo ngại về mức giá cao su thấp và thanh khoản kém của những cổ phiếu này (cổ đông lớn nắm từ 51% đến 70% tổng số cổ phiếu). Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng những

công ty cao su nói chung và PHR nói riêng sẽ có khoản lợi nhuận đáng kể mỗi năm nhờ vào việc quản lý chi phí sản xuất tốt và nhờ vào khoản lợi nhuận từ thanh lý vườn cây cao su.

Do chỉ số P/E của các công ty trong ngành có sự phân hóa lớn, chúng tôi dùng mức trung vị để xác định chỉ số P/E mục tiêu. Theo đó, chúng tôi đánh giá cổ phiếu PHR đang được định giá thấp hơn những công ty khác cùng ngành.

Với ước tính EPS trong năm 2014 là 2.513 đồng và chỉ số P/E mục tiêu là 9,6 lần, chúng tôi xác định giá cổ phiếu PHR là 24.125 đồng/cổ phiếu.

Công ty cao su niêm yết					
Mã	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	ROA	ROE
HRC	CTCP Cao su Hòa Bình	707	13,3	7,8%	10,9%
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	1.693	5,9	9,3%	12,8%
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	271	18,2	4,4%	4,9%
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	891	5,1	10,7%	12,7%
<b>Trung vị</b>			<b>9,6</b>		
<b>PHR</b>	CTCP Cao su Phước Hòa	2.158	6,2	11,2%	16,6%

Dữ liệu ngày 04/12/2014. Nguồn: VPBS

## Mô hình DCF

Dựa vào những giả định dự báo về dòng tiền, giá trị cổ phiếu của PHR được xác định là 26.538 đồng/cổ phiếu qua phương pháp chiết khấu dòng tiền. Kết quả này được tính toán với WACC là 11,2% với số liệu chi tiết như sau:

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,85%
Beta	0,72
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,0%
Chi phí vốn	12,47%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	8,7%
Thuế suất	22%
Chi phí lãi sau thuế	6,8%
Giá hiện tại (VND)	27.500
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	78,49
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.158
Nợ	610
WACC	11,2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	5,0%
Giá cổ phiếu	<b>26.538</b>

Dữ liệu ngày 04/12/2014. Nguồn: Bloomberg, VPBS

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

### Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với giá bán sản phẩm

	2015	2016	2017	2018	2019	EPS 2015 (VND)	Giá mục tiêu (đồng)	% Thay đổi
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)								
Giá bán giảm 10%	32,4	36,0	36,0	36,0	36,0	1.907	<b>20.900</b>	-20%
Giá bán giảm 5%	34,2	38,0	38,0	38,0	38,0	2.069	<b>23.500</b>	-10%
Kỳ vọng của VPBS	36,0	40,0	40,0	40,0	40,0	2.231	<b>26.100</b>	0%
Giá bán tăng 5%	37,8	42,0	42,0	42,0	42,0	2.392	<b>28.600</b>	10%
Giá bán tăng 10%	39,6	44,0	44,0	44,0	44,0	2.554	<b>31.200</b>	20%



**Độ nhạy của NPV/cổ phiếu cho dự án Đắk Lắk.** Nếu công ty có thể triển khai dự án ở Đắk Lắk trong năm 2015 thì mỗi năm sẽ trồng được 2.000 ha và dự án sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu từ năm 2021. Chúng tôi ước tính PHR có thể tăng 1.367 đồng/cổ phiếu với những giả định sau:

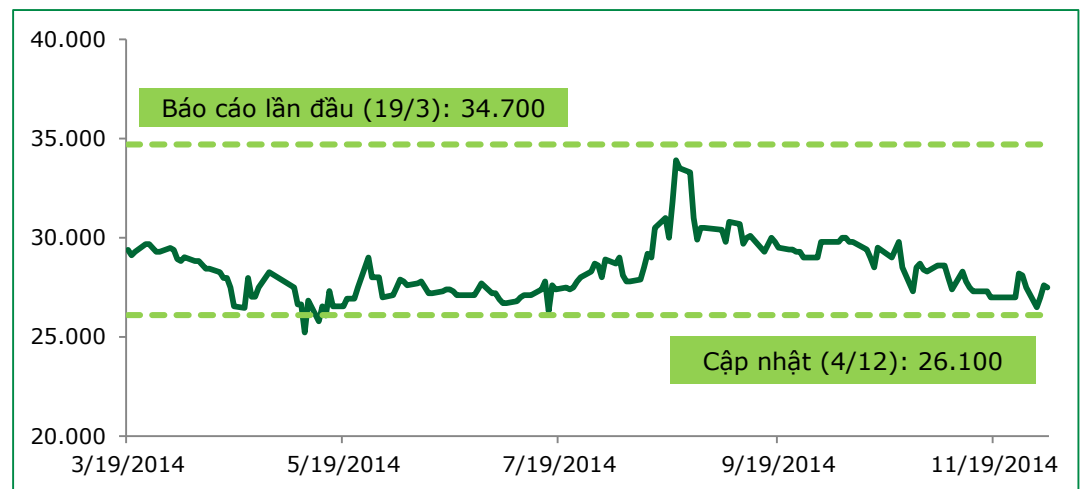
<b>Giả định cho dự án Đắk Lắk</b>	
Tổng diện tích trồng cây	7.000 ha
Chi phí đầu tư	110 triệu đồng/ha
Giá bán cao su từ năm 2021	45 triệu đồng/tấn
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	12,40%
Nợ/ tổng đầu tư	50%
Lãi suất cho vay	9%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	5,00%
NPV của vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	107
<b>NPV (đồng/ cổ phiếu)</b>	<b>1.367</b>

Nguồn: VPBS

<b>Giá bán từ năm 2021</b> (triệu đồng/tấn)	<b>NPV/cổ phiếu (đồng)</b>
35	-4.707
40	-1.670
<b>45</b>	<b>1.367</b>
50	4.405
55	7.442

Nguồn: VPBS

## DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Vào thời điểm chúng tôi đưa ra báo cáo phân tích lần đầu cho cổ phiếu PHR ngày 19/3/2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Nắm Giữ** với mức giá mục tiêu là 34.700 đồng, cao hơn 11% so với giá giao dịch lúc đó là 31.100 đồng. Tuy nhiên, bởi vì giá cao su liên tục giảm trong khoảng thời gian sau đó, chúng tôi cập nhật lại giá mục tiêu mới cho cổ phiếu PHR là 26.100 đồng, thấp hơn 5% so với giá hiện 27.500 đồng/cổ phiếu tại ngày 4/12/2014.



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu PHR cho thấy một giai đoạn sụt giảm của cổ phiếu này khi giảm từ đỉnh giá 33.500 đồng/cổ phiếu và phá vỡ đường hỗ trợ trung hạn MA50 tại mức giá 29.400 đồng/cổ phiếu vào ngày 25/9/2014.

Cổ phiếu PHR hiện đang giao dịch quanh mức giá 27.000 đồng/cổ phiếu, nằm trên vùng hỗ trợ tạo bởi kênh đi ngang từ tháng 6 đến tháng 8 năm 2014. Khối lượng giao dịch hiện tại cũng ở mức thấp và hỗ trợ cho xu hướng tích lũy của cổ phiếu này.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu PHR tại thời điểm phát hành báo cáo này.



Nguồn: VPBS

## KẾT LUẬN

Do xu hướng giảm giá cao su hiện tại, chúng tôi cho rằng giá cao su vẫn tiếp tục ở mức thấp trong năm 2015. Vì vậy, tỷ suất sinh lời của PHR cũng như các công ty trong ngành cao su tự nhiên sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu PHR.

Bên cạnh đó, trong mô hình DCF, chúng tôi không đưa dự án Đắk Lắk vào định giá. Đây là một dự án khá lớn của công ty nhưng hiện tại bị chậm tiến độ vì lý do pháp lý đã được đề cập ở trên. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ suất sinh lời của dự án này phụ thuộc rất lớn vào giá bán cao su tương lai. Tuy nhiên, nếu PHR có thể bắt đầu lại dự án và thoái vốn thành công những khoản đầu tư ngoài ngành và dùng nguồn vốn đó vào dự án Đắk Lắk, chúng tôi tin rằng dòng tiền của PHR sẽ tăng mạnh hơn trong thời gian tới.

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>						
Doanh thu từ cao su Việt Nam	700	623	686	674	660	658
Doanh thu từ cao su mua ngoài	387	360	400	400	400	400
Doanh thu từ dự án Campuchia	-	15	90	243	382	425
Doanh thu khác	305	321	337	353	371	390
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.393</b>	<b>1.319</b>	<b>1.513</b>	<b>1.670</b>	<b>1.813</b>	<b>1.872</b>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>1.120</b>	<b>1.084</b>	<b>1.228</b>	<b>1.357</b>	<b>1.467</b>	<b>1.506</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>272</b>	<b>235</b>	<b>285</b>	<b>313</b>	<b>346</b>	<b>366</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>
<b>Tổng chi phí bán hàng &amp; QLDN</b>	<b>80</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>94</b>	<b>100</b>	<b>104</b>
Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết	9	9	9	9	9	9
<b>EBITDA</b>	<b>187</b>	<b>149</b>	<b>191</b>	<b>212</b>	<b>237</b>	<b>252</b>
<i>Biên lợi nhuận EBITDA</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>
Doanh thu tài chính	46	41	35	34	33	33
Chi phí tài chính	33	33	35	37	39	40
Chi phí lãi vay	30	30	31	33	34	35
<b>Lợi nhuận tài chính ròng</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>(0)</b>	<b>(4)</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>
Lợi nhuận khác	69	69	69	69	69	69
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>255</b>	<b>227</b>	<b>248</b>	<b>250</b>	<b>259</b>	<b>268</b>
Thuế TNDN	56	50	54	55	57	59
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>	<b>197</b>	<b>175</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>200</b>	<b>207</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình	78	78	78	78	78	78
EPS (đồng)	2.513	2.231	2.436	2.461	2.552	2.638
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
<i>Tỷ lệ chia cổ tức</i>	<i>80%</i>	<i>90%</i>	<i>82%</i>	<i>81%</i>	<i>78%</i>	<i>76%</i>

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản Ngắn hạn</b>						
Tiền và tương đương tiền	451	302	279	263	260	253
Đầu tư ngắn hạn	124	124	124	124	124	124
Phải thu khách hàng	172	163	187	206	224	231
Hàng tồn kho	276	267	303	335	362	371
Tài sản khác	49	51	54	57	59	62
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.072</b>	<b>908</b>	<b>947</b>	<b>984</b>	<b>1.029</b>	<b>1.042</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>						
Nguyên giá	1.258	1.348	1.601	1.895	2.163	2.267
Hao mòn lũy kế	659	657	669	695	736	782
Giá trị còn lại	600	691	932	1.200	1.427	1.484
Đầu tư dài hạn	477	477	477	477	477	477
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1.050	1.066	918	728	565	568
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2.127</b>	<b>2.233</b>	<b>2.327</b>	<b>2.405</b>	<b>2.470</b>	<b>2.530</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.199</b>	<b>3.141</b>	<b>3.274</b>	<b>3.389</b>	<b>3.499</b>	<b>3.571</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>						
Phải trả người bán	12	12	13	15	16	17
Chi phí phải trả	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	322	311	353	390	421	432
Nợ ngắn hạn khác	311	295	338	373	405	418
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>645</b>	<b>618</b>	<b>704</b>	<b>778</b>	<b>843</b>	<b>867</b>
<b>Nợ dài hạn</b>						
Vay dài hạn	289	240	252	258	260	257
Nợ dài hạn khác	42	42	42	42	42	42
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>331</b>	<b>282</b>	<b>294</b>	<b>300</b>	<b>302</b>	<b>299</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>976</b>	<b>900</b>	<b>999</b>	<b>1.078</b>	<b>1.144</b>	<b>1.167</b>
<b>Nguồn vốn</b>						
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	813	813	813	813	813	813
Lợi nhuận giữ lại	441	420	419	417	422	432
Vốn khác	941	981	1.016	1.054	1.093	1.133
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.195</b>	<b>2.213</b>	<b>2.248</b>	<b>2.284</b>	<b>2.327</b>	<b>2.377</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	27,44	27,44	27,44	27,44	27,44	27,44
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.199</b>	<b>3.141</b>	<b>3.274</b>	<b>3.390</b>	<b>3.499</b>	<b>3.571</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình	78	78	78	78	78	78
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (đồng)	27.968	28.199	28.635	29.096	29.647	30.286

<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	234	156	334	392	389	244
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	19	(89)	(253)	(294)	(268)	(103)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(288)	(216)	(103)	(114)	(124)	(148)
Số dư tiền đầu kỳ	486	451	302	279	263	260
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(34)	(149)	(23)	(16)	(3)	(7)
Số dư tiền cuối kỳ	<b>451</b>	<b>302</b>	<b>279</b>	<b>263</b>	<b>260</b>	<b>253</b>

<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
P/E	10,9	12,3	11,3	11,2	10,8	10,4
Tốc độ tăng P/E	(0,2)	(1,1)	1,2	11,0	2,9	3,1
EV/EBIT	12	14	12	11	11	10
EV/EBITDA	11	14	11	10	9	8
Thị giá/giá trị sổ sách	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Tỷ suất sinh lợi từ cổ tức	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Biên LN gộp	19,56%	17,78%	18,81%	18,74%	19,07%	19,54%
Biên EBITDA	13,46%	11,29%	12,60%	12,67%	13,08%	13,47%
Biên LN hoạt động	12,52%	11,41%	11,83%	11,07%	10,85%	11,01%
Biên LN ròng	14,16%	13,27%	12,64%	11,56%	11,05%	11,06%
ROA	6%	6%	6%	6%	6%	6%
ROE	9%	8%	9%	9%	9%	9%
EBIT/ lãi vay	5,91	5,10	5,82	5,63	5,75	5,95
EBITDA / (I + Cap Ex)	2,09	1,25	0,67	0,65	0,78	1,83
Nợ/tổng nguồn vốn	0,22	0,20	0,21	0,22	0,23	0,22
Nợ/tổng vốn chủ sở hữu	0,28	0,25	0,27	0,28	0,29	0,29
<b>Chỉ số thanh khoản</b>						
Vòng quay tài sản	0,44	0,42	0,46	0,49	0,52	0,52
Vòng quay các khoản phải thu	8,11	8,11	8,11	8,11	8,11	8,11
Vòng quay các khoản phải trả	91,25	91,25	91,25	91,25	91,25	91,25
Vòng quay hàng tồn kho	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06
Hệ số thanh khoản hiện hành	1,66	1,47	1,34	1,27	1,22	1,20
Hệ số thanh khoản nhanh	1,23	1,04	0,91	0,84	0,79	0,77

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

**Nguyễn Thế Duy**

Chuyên viên Phân tích

duynt@vpbs.com.vn

**Đoàn Thanh Trà**

Trợ lý Phân tích

tradt@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146



#### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

#### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

#### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.