

## KỶ VỌNG VÀO SỰ HỒI PHỤC TRONG TRUNG HẠN

### TRUNG LẬP

**Giá mục tiêu** 24,800 VND  
**Giá hiện tại** 22,400 VND

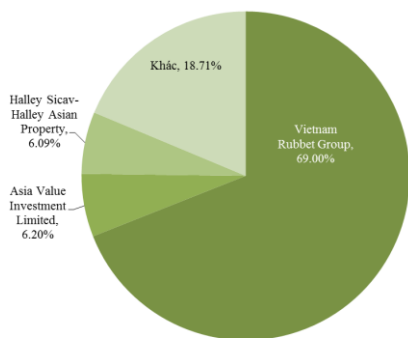
**Le Minh Triet**  
(+84-8) 5413-5472  
[trietle@phs.vn](mailto:trietle@phs.vn)

#### Sơ lược công ty

Mã CP	PHR
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	813
CP đang lưu hành (triệu)	78.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,774
Biên độ 52 tuần (đồng)	20,500 – 33,900
KLGD trung bình 3 tháng	6,217
Beta	0.13
Sở hữu nước ngoài	19.5%
Ngày niêm yết đầu tiên	18/08/2009

#### Cổ đông lớn

Vietnam Rubbet Group	69.0%
Asia Value Investment Limited	6.2%
Halley Sicav-Halley Asian Property	6.1%
Khác	18.7%



#### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	-7.5	-45.5	-4.5
<b>Phần trăm (%)</b>	-8.7	-36.7	-5.4



**Cập nhật KQKD:** PHR công bố kết quả kinh doanh 2014 khá âm ảm do bị ảnh hưởng xấu bởi sự sụt giảm của giá cao su. Tăng trưởng Doanh thu thuần của công ty liên tục âm trong những năm gần đây và ghi nhận mức giảm mạnh nhất 29.7% trong năm 2014. Lợi nhuận gộp cũng bị thu hẹp do ảnh hưởng của chi phí giá vốn hàng bán tăng mạnh 85.7% trong năm nay và biên lợi nhuận gộp tương ứng giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua (14.3%). Mặc dù LNST vượt kế hoạch điều chỉnh nhưng cũng chỉ ở mức thấp là 271 tỷ VND (-27% yoy).

**Những kỳ vọng về sự hồi phục của giá cao su tự nhiên:** Trong báo cáo triển vọng thị trường cao su 2015, Tổ chức nghiên cứu cao su thế giới (International Rubber Study Group - IRSG) đưa ra dự báo rằng nguồn cung trên thế giới trong 2015 sẽ giảm hơn 45% do các nước xuất khẩu cao su tự nhiên trụ cột như Thái Lan, Indonesia giảm diện tích trồng cao su để đối phó với tình trạng sụt giảm liên tục của giá cao su. Ngoài ra, giá dầu giảm có thể sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ cho xu hướng hồi phục của giá cao su. Với diễn biến giảm mạnh của giá dầu, các nước tiêu thụ cao su nhiều như Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản sẽ được hưởng lợi và thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên lên cao. Thêm vào đó, giá xăng giảm cũng sẽ kích thích ngành công nghiệp ô tô, đẩy mạnh nhu cầu cao su tự nhiên cho sản xuất xăm lốp, vốn chiếm 70% lượng tiêu thụ cao su tự nhiên. IRSG đánh giá đây là những tín hiệu tốt cho giá cao su vào nửa cuối năm 2015.

**Cơ hội kinh doanh mới từ việc thanh lý vườn cây cao su:** CTCP Cao su Trường Phát (là công ty con chuyên về sản xuất gỗ của PHR) đang tận dụng nguồn nguyên liệu đầu vào là vườn cây cao su già có diện tích lớn 7,000 ha của công ty mẹ cho hoạt động xuất khẩu gỗ phôi, gỗ ghép tấm. Theo PHR, công ty con này có tốc độ tăng trưởng trong năm 2014 khá tốt và cuối năm đạt 298 tỷ VND doanh thu và 9.1 tỷ VND LNST. PHR kỳ vọng Trường Phát sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận hợp nhất từ năm 2015 trở đi khi các dây chuyền chế biến gỗ của công ty đi vào ổn định.

**Từng bước thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành:** Trong 3Q14, PHR đã hoàn tất việc thoái vốn tại CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Chế biến Gỗ Thuận An (mã là GTA-HOSE) với giá trị sổ sách ở thời điểm cuối quý 2 là 120.8 tỷ VND. Trong năm 2015, công ty sẽ bán tiếp cổ phần tại Thủy điện VRG Ngọc Linh, Thủy điện Geruco Sông Cồn và Công ty Đầu tư hạ tầng VRG. Theo ghi nhận của PHR, giá trị sổ sách của khoản đầu tư kể trên là 173 tỷ VND.

Số tiền thu được từ việc thoái vốn kể trên sẽ dùng để giảm nợ vay và tập trung vào đầu tư (1) dự án trồng cao su ở Cambodia, Đắk Lắk, (2) CTCP Cao su Trường Phát và (3) dự án khu công nghiệp Nam Tân Uyên và Tân Bình.

**Triển vọng 2015 của PHR khá mờ nhạt do diễn biến tiêu cực của giá cao su tự nhiên:**

Đánh giá thận trọng triển vọng của ngành cao su tự nhiên và xem xét xu hướng giá cao su tự nhiên trong năm 2015, chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh cũng như tỷ suất sinh lợi của PHR sẽ chưa thể có sự cải thiện một sớm một chiều. Tuy nhiên, từ năm 2015 trở đi thì triển vọng của PHR có chiều hướng lạc quan hơn. Trước tiên là kỳ vọng sự hồi phục của giá cao su tự nhiên từ việc thu hẹp nguồn cung thế giới. Thứ hai là dự án trồng cao su ở Cambodia đã bắt đầu cho thu hoạch mủ cao su và diện tích khai thác cũng được kỳ vọng sẽ tăng đáng kể so với thời điểm cuối năm 2014. Chúng tôi dự phóng Doanh thu thuần và Lợi nhuận gộp của công ty sẽ lần lượt đạt 1,301 tỷ VND và 234 tỷ VND. Tỷ trọng Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần sẽ giữ ổn định ở mức 7%. LNTT và LNST năm 2015 lần lượt đạt 368 tỷ VND và 287 tỷ VND.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 24,800 VND.**

Chúng tôi định giá cổ phiếu PHR ở mức 24,800 VND dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 7.2x và EPS dự phóng năm 2015) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 1.0x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2015). Mặc dù xu hướng giảm của giá cao su tự nhiên làm mờ nhạt triển vọng của PHR nhưng về cơ bản PHR là một công ty có tiềm lực tốt cùng lợi thế có diện tích trồng cao su lớn nhất Tập đoàn cao su Việt Nam (VRG). Sự kỳ vọng vào đà hồi phục của giá cao su tự nhiên trong nửa cuối năm 2015 sẽ là động lực thúc đẩy giá của PHR trong trung hạn. Tuy nhiên, xét trong ngắn hạn thì chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này.

(tỷ VND)	2013	2014	KH 2014	2015E
Doanh thu thuần	1,896	1,333	1,473	1,301
<i>Biên LN gộp</i>	26.2%	14.3%		18.0%
<i>Biên LN HĐKD</i>	19.9%	7.1%		11.0%
LN trước thuế	489	345	207	368
LN sau thuế	372	271	165	287
<i>Tăng trưởng so với cùng kỳ</i>	-38%	-27%		6%
EPS (TTM)	4,735	3,457		3,652
Giá trị sổ sách	27,456	26,752		22,619
P/E	4.8	6.5		7.2
P/B	0.8	0.8		1.0

### Sơ lược công ty

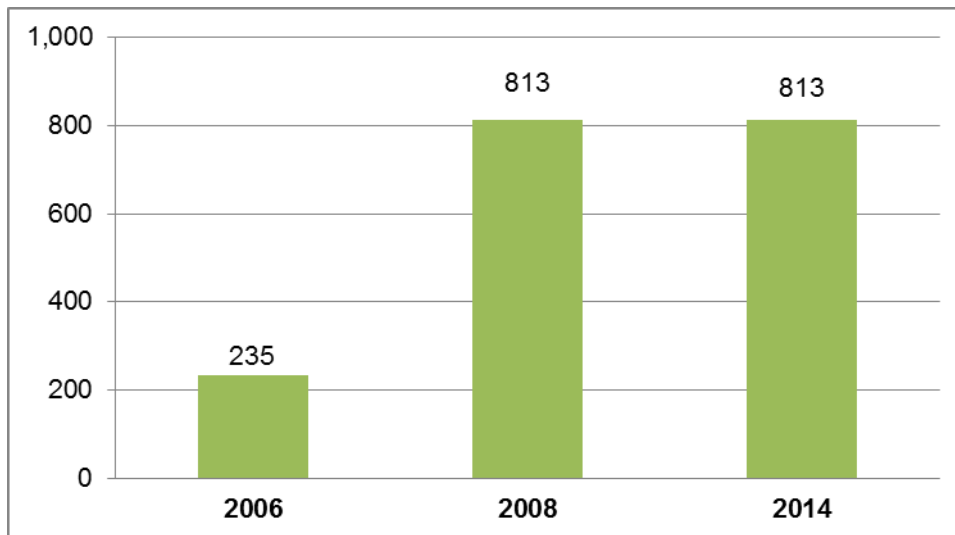
PHR là một trong các đơn vị có diện tích lớn trong ngành cao su Việt Nam với gần 16,000 ha đất trồng. Các sản phẩm cao su của công ty tập trung phần lớn cho nhu cầu tiêu thụ trong nước, chiếm gần 50% tổng doanh thu. Khách hàng lớn nhất của PHR là Casumina và Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.

### Lịch sử công ty

- Tiền thân của Công ty là đồn điền cao su Phước Hòa. Sau ngày Miền Nam hoàn toàn giải phóng, đổi tên thành Nông trường Cao su Quốc Doanh Phước Hòa.
- Năm 1982, Công ty Cao su Phước Hòa được Tổng cục Cao su Việt Nam thành lập và đến năm 1993, Công ty Cao su Phước Hòa được thành lập lại theo quyết định số 142NN/QĐ ngày 04/03/1993 của Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp & Công nghiệp thực phẩm (nay là Bộ Nông nghiệp & Phát triển nông thôn), là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam.
- Sau 15 năm hoạt động kinh doanh, Công ty được cổ phần hóa vào 3/3/2008 và chính thức được niêm yết trên sàn HOSE vào 18/8/2009 với mã giao dịch PHR.



### Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: PHR

## Chỉ số tài chính (tỷ VND)

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014E	Chỉ số tài chính	2013	2014	2015E
Doanh thu thuần	1,896	1,333	1,301	<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Giá vốn hàng bán	1,398	1,143	1,066	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	-14%	-30%	-3%
Lợi nhuận gộp	497	190	234	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	-24%	-62%	23%
Chi phí quản lý DN	121	96	91	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	-38%	-27%	6%
Doanh thu tài chính	45	86	88	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	10%	-9%	-12%
Chi phí tài chính	10	30	46	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	6%	-3%	-15%
Lợi nhuận tài chính	12	29	19	<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
LN hoạt động kinh doanh	377	94	143	Biên lợi nhuận gộp	26%	14%	18%
Lợi nhuận trước thuế	489	345	368	Biên LN trước thuế	26%	26%	28%
Lợi nhuận sau thuế	372	271	287	Lợi nhuận ròng biên	20%	20%	22%
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	ROA	11%	9%	11%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3,403</b>	<b>3,104</b>	<b>2,725</b>	ROE	17%	13%	16%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,322</b>	<b>958</b>	<b>1,585</b>	<b>Phân tích DuPont</b>			
Tiền và tương đương tiền	486	419	875	Lợi nhuận ròng biên (1)	20%	20%	22%
Khoản phải thu	235	39	158	Vòng quay tổng tài sản (2)	56%	43%	48%
Tồn kho	322	161	289	Đòn bẩy (3)	158%	148%	153%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2,081</b>	<b>2,146</b>	<b>1,140</b>	ROE = (1)x(2)x(3)	17%	13%	16%
Phải thu dài hạn	448	1,387	270	<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Tài sản cố định	1,620	733	845	Số ngày phải thu	54.03	37.47	44.22
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3,403</b>	<b>3,104</b>	<b>2,725</b>	Số ngày tồn kho	83.40	77.16	98.76
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,221</b>	<b>1,004</b>	<b>949</b>	Số ngày phải trả	3.21	4.79	4.46
Vay ngắn hạn	981	757	776	Vòng quay tổng tài sản	0.56	0.43	0.48
Khoản phải trả	14	12	15	Vòng quay tài sản dài hạn	0.91	0.62	1.14
Vay dài hạn	239	247	174	Vòng quay tài sản cố định	1.17	1.82	1.54
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,155</b>	<b>2,100</b>	<b>1,775</b>	<b>Hệ số thanh toán</b>			
Vốn điều lệ	813	813	813	Thanh toán hiện tại	1.35	1.27	2.04
Thặng dư vốn	-	-	-	Thanh toán nhanh	1.02	1.05	1.67
Quỹ đầu tư phát triển	379	813	813	Thanh toán tiền mặt	0.49	0.55	1.13
Lợi nhuận giữ lại	822	453	129	<b>Cơ cấu vốn</b>			
<b>Dòng tiền</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.57	0.48	0.53
<b>Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>103</b>	<b>(11)</b>	<b>108</b>	Tổng nợ/tổng tài sản	0.36	0.32	0.35
<b>Tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(240)</b>	<b>150</b>	<b>1,090</b>	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.58	1.48	1.53
<b>Tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>182</b>	<b>(173)</b>	<b>(742)</b>	<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
Dòng tiền thuần trong kỳ	44	(35)	456	PE	4.77	6.54	7.20
Tiền đầu kỳ	446	454	419	PBV	0.82	0.84	1.10
Tiền cuối kỳ	486	419	875	PS	0.94	1.33	1.36
				EPS	4,735	3,457	3,652
				Tiền/cổ phiếu	4,668	3,457	3,638
				Giá trị sổ sách	27,456	26,752	22,619

Nguồn: PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Trung lập** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Giảm tỷ trọng** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Không đánh giá** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

**Điện thoại:** (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

**Website:** [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | **E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)