

Kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 66% trong năm 2010

Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2010 tăng trưởng mạnh do giá bán mủ cao su tăng cao. Theo dự báo của chúng tôi, Phuruco sẽ đạt được doanh thu 2.137 tỉ, tăng 100% so với năm 2009 và lợi nhuận sau thuế đạt 443,3 tỉ, tăng 66% so với năm 2009. Giá bán mủ bình quân trong năm 2010 của Phuruco là 65.74 triệu đồng/tấn, tăng 107% so với năm 2009.

Dự báo sản lượng khai thác mủ giảm bình quân 2.2% qua các năm trong giai đoạn 2010-2013. Phuruco có cấu trúc tuổi vườn cây tương đối già với số lượng cây năm trong độ tuổi từ 21-27 chiếm 66% diện tích khai thác. Do đó, công ty tiến hành thanh lý 600-800ha/năm để thực hiện kế hoạch "trẻ hóa" vườn cây để cải thiện sản lượng khai thác trong tương lai lâu dài.

Tỉ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu của Phuruco thấp hơn các công ty khác trong ngành đang niêm yết trên sàn HOSE (DPR, TRC, HRC) do PHR không được hưởng ưu đãi thuế TNDN là điểm bất lợi của của PHR.

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PHR với giá bán mục tiêu là 47.700 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 8,74x, P/B 2010E 2,84x và EV/EBITDA 2010E 6,32x, P/S 2010E 1,79x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tháng 12/2010	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	267,21	443,30	354,27	357,74	373,81
EPS, VNĐ	3.290	5.457	4.361	4.477	4.678
Thay đổi EPS (YoY), %	-21%	66%	-20%	3%	4%
FCFF/ cổ phần, VNĐ	487	4.756	2.453	2.918	2.972

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, tháng 12/2010	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
P/S	2,9	1,4	1,7	1,6	1,5
P/E	11,6	7,0	8,7	8,5	8,1
EV/EBITDA	8,2	4,7	6,0	5,9	6,0
P/B	2,6	2,3	2,1	1,9	1,7

Đánh giá: **Mua**

Phân tích cổ phiếu | Cao su tự nhiên
24 tháng 12 năm 2010

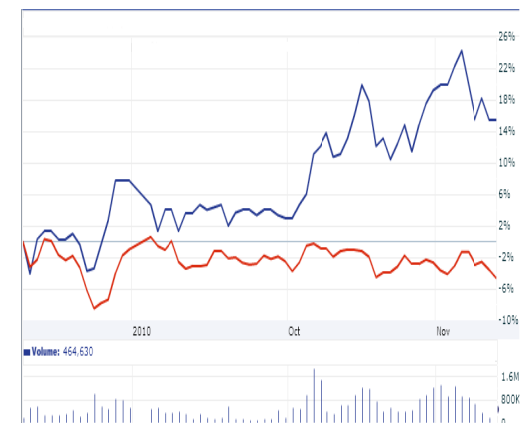


Nguyễn Thu Huyền
Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	PHR
Giá cổ phiếu (24/12/2010):	37.700 đồng
Giá mục tiêu:	47.700 đồng
Số cp đang lưu hành:	79.975.047 cp
Giá trị vốn hóa:	3.015 tỷ đồng
KLGDĐQ 10 ngày:	179.198 cp
ROE (2010E):	35,4 %

Biến động cổ phiếu PHR trên HOSE



PHR

VN- Index

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tỷ đồng	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	1.068	2.137	1.788	1.912	2.044
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>-16%</i>	<i>100%</i>	<i>-16%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Lợi nhuận gộp	283	625	498	525	549
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>	<i>-34%</i>	<i>121%</i>	<i>-20%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Lợi nhuận hoạt động	219	475	373	391	406
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>	<i>-40%</i>	<i>117%</i>	<i>-21%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>
Lợi nhuận ròng	267	443	354	358	374
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	<i>-21%</i>	<i>66%</i>	<i>-20%</i>	<i>1%</i>	<i>4%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN, tỷ đồng	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
Tiền và các khoản tương đương tiền	228	348	305	298	334
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	104	217	177	187	369
Các khoản phải thu	117	264	246	367	393
Hàng tồn kho	124	251	210	224	240
Tài sản cố định hữu hình	536	491	467	448	467
Tài sản cố định vô hình					
Tài sản khác	760	1.002	1.235	1.283	1.121
Tổng cộng tài sản	1.869	2.573	2.639	2.809	2.924
Nợ ngắn hạn	699	1.220	1.167	1.219	1.170
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>69</i>	<i>148</i>	<i>206</i>	<i>206</i>	<i>117</i>
Nợ dài hạn	7	8	11	11	3
<i>Vay dài hạn</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>3</i>
Vốn chủ sở hữu	1.159	1.342	1.457	1.574	1.774
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	4	4	5	4
Tổng cộng nguồn vốn	1.869	2.573	2.639	2.809	2.924

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
D/E, %	6,6	11,6	14,9	13,8	6,9
ROE, %	26,2	35,4	25,3	23,6	22,5
ROA, %	14,5	20,0	13,6	13,1	13,0
Khả năng thanh toán hiện hành, lần	1,0	1,1	1,1	1,2	1,6
Khả năng thanh toán nhanh, lần	0,83	0,85	0,9	1,0	1,37

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
Tỷ suất lợi nhuận gộp, %	26	29	28	27	27
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động, %	21	22	21	20	20
Tỷ suất EBIT, %	33	28	26	25	24
Tỷ suất EBITDA, %	33	28	28	26	23
Tỷ suất lợi nhuận ròng, %	25	21	20	19	18
ROE, %	26	35	25	24	23
ROA, %	15	20	14	13	13

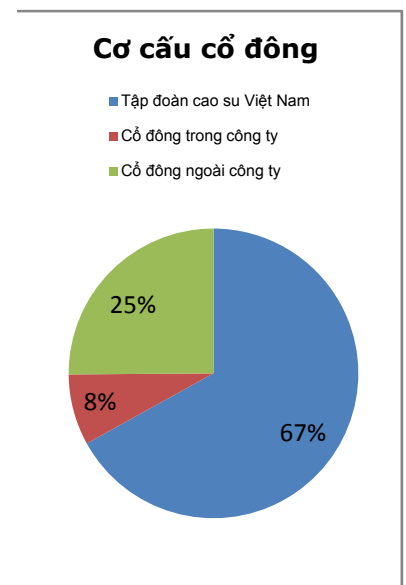
MÔ TẢ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Cao Su Phước Hòa (Phuruco – PHR) là Công ty chuyên hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến mủ cao su. Trong năm 2009, diện tích khai thác vườn cây của công ty đạt 12.245 ha với năng suất bình quân 2,04 tấn/ha. Công ty đang sở hữu dây chuyền sản xuất và chế biến mủ cao su với công suất 27.000 tấn/năm.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng thu được 17% lợi nhuận nếu mua PHR tại giá hiện nay.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG NĂM 2009



Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH					
Lợi nhuận ròng	267	443	354	358	374
Khấu hao	(1)	12	24	24	(24)
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	20	(58)	(10)	(7)	(7)
Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán	(69)	(67)	(116)	(48)	(137)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(51)	(89)	29	(115)	(18)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	84	(126)	41	(15)	(16)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	8	(14)	3	(1)	(1)
Tăng (giảm) phải trả người bán	(2)	7	(2)	1	1
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	(35)	(8)	3	3	(46)
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	36	47	(4)	1	15
Tăng (giảm) phải trả người lao động	(29)	142	(48)	21	17
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	(285)	253	(60)	25	52
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	(75)	543	214	249	211
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ					
Bán (mua) tài sản cố định	36	(128)	(120)	(5)	305
Bán (mua) tài sản dài hạn	(153)	(113)	40	(10)	(182)
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	37				
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(80)	(241)	(79)	(15)	123
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	(20)	(14)			38.838
Chi trả cổ tức		(246)	(240)	(240)	(240)
Tăng (giảm) chênh lệch tỷ giá hối đoái và thay đổi vốn chủ sở hữu					
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ					
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	4	0	0	0	(1)
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	69	79	59		(89)
Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn	7	0	3		(8)
Tăng (giảm) các khoản vay và nợ dài hạn khác					
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	60	(181)	(178)	(240)	(298)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(95)	121	(43)	(6)	36
Tiền đầu kỳ	323	228	348	305	298
Tiền cuối kỳ	228	348	305	298	334

Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Kết quả kinh doanh năm 2010 ấn tượng

Theo dự báo của chúng tôi, Phuruco sẽ đạt được doanh thu 2.137 tỉ, tăng 100% so với năm 2009 và lợi nhuận sau thuế đạt 443,3 tỉ, tăng 66% so với năm 2009.

Giá bán mủ cao su tăng cao là lý do chính giải thích cho sự gia tăng doanh thu của Phuruco. Giá bán mủ bình quân trong năm 2010 của Phuruco là 65,74 triệu đồng/tấn, tăng 107% so với năm 2009. Giá bán mủ tăng cao như hiện nay là do tác động của 3 nhân tố: giá đầu mủ tăng, sự gia tăng nhu cầu từ thị trường Trung Quốc và sự giảm sút nguồn cung sản phẩm từ Thái Lan -nước sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất thế giới vừa bị lũ lụt hoành hành.

Bên cạnh giá mủ cao su tăng thì sự gia tăng của giá gỗ cao su cũng là yếu tố tích cực thúc đẩy lợi nhuận ròng gia tăng trong năm 2010. Giá bán gỗ cao su bình quân trong năm 2010 là 125 triệu/ha, tăng 25% so với năm 2009. Giá gỗ cao su tăng mạnh trong năm 2010 đã khiến cho khoản "thu nhập khác" của Phuruco đạt 104 tỉ, tăng 36% so với năm 2009. Chúng tôi dự đoán rằng trong vòng 5 năm tới, thu nhập từ hoạt động khác vẫn là một trong những nguồn thu quan trọng đóng góp khoảng 15%-20% vào kết quả kinh doanh hàng năm của Phuruco.

Dự báo sản lượng khai thác mủ giảm bình quân 2.2% qua các năm trong giai đoạn 2010-2013

Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng khai thác của PHR trong năm 2010 là 21.621 tấn, tăng 1% so với kế hoạch và giảm 10% so với năm 2009. Sản lượng khai thác mủ trong năm 2010 giảm so với 2009 do trong năm PHR đã tiến hành thanh lý 800 ha vườn cây già theo kế hoạch "trẻ hóa" vườn cây của công ty. Phuruco có cấu trúc tuổi vườn cây tương đối già với số lượng cây nằm trong độ tuổi từ 21-27 chiếm 66% diện tích khai thác. Do đó, công ty sẽ thực hiện kế hoạch "trẻ hóa" vườn cây để cải thiện sản lượng khai thác trong tương lai lâu dài. Theo dự báo của chúng tôi, trong giai đoạn 2011-2013, Phuruco sẽ tiếp tục thanh lý mỗi năm 600-800 ha và sản lượng cao su tự khai thác sẽ bị suy giảm bình quân 2.2%/năm (giá trị suy giảm về sản lượng trên đã tính toán đến số lượng mủ phát sinh do diện tích được mở cạo mới hàng năm).

Thuế thu nhập doanh nghiệp cao hơn so với các công ty khác đang niêm yết trong ngành

Hiện nay, Phuruco đang thực hiện nộp thuế TNDN với thuế suất là 25%. Mặc dù, đây là mức thông thường đối với các doanh nghiệp kinh doanh khác nhưng lại khá cao so với thuế suất của các công ty cao su trong ngành niêm yết trên Sở GDCK Hồ Chí Minh như TRC, DPR và HRC (với thuế suất từ 6%-8%/năm với thời gian ưu đãi tối đa là 20 năm tính từ khi cổ phần hóa) do Phuruco thực hiện cổ phần hóa sau các công ty trên nên không được hưởng các ưu đãi trên từ chính phủ. Đây là lý do chính giải thích vì sao tỉ suất sinh lợi của LNST tính trên DT của PHR luôn thấp nhất trong các công ty cao su trên sàn.

Dự báo kết quả kinh doanh 2011

Một cách thận trọng chúng tôi dự báo rằng, doanh thu trong năm 2011 của Phuruco sẽ là 1.788 tỷ, giảm 16% so với năm 2010 và lợi nhuận ròng sẽ đạt 354 tỷ, giảm 20% so với năm 2010. Kết quả này của chúng tôi thực hiện dựa trên dự báo giá cao su sẽ giảm 10% trong năm 2011 do e ngại về khả năng suy giảm cầu từ thị trường Trung Quốc và sản lượng khai thác dự kiến trong năm 2011 sẽ giảm 2.1% do kế hoạch "trẻ hóa" vườn cây của công ty.

CƠ SỞ DỰ BÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự báo các khoản mục chính trong mô hình:

Sản lượng cao su tự khai thác

Chúng tôi dự báo rằng sản lượng cao su của Phuruco khai thác trong năm 2010 là 21.886 tấn (giảm 9% so với năm 2009) do trong năm công ty tiến hành thanh lý 800 ha và mở cạo 220 ha. Sản lượng khai thác trong các năm 2011, 2012, 2013 được dự báo bằng 22.613 tấn (tăng 3,3% so với năm 2010); 22.218 tấn (giảm 1,7% so với năm 2011 và 21.637 tấn (giảm 2,6% so với năm 2012) do chúng tôi dự báo rằng công ty sẽ tiến hành thanh lý bình quân mỗi năm 600 ha nhằm trẻ hóa vườn cây khai thác và diện tích khai thác sẽ tăng thêm 470 ha trong năm 2011; 532 ha trong năm 2012, 398 ha trong năm 2013 do công ty tiến hành mở cạo những vườn cây được trồng mới trong giai đoạn 2004-2007

Giá bán sản phẩm

Chúng tôi dự báo rằng giá bán mù bình quân của Phuruco sẽ tăng lên 81% trong năm 2010 lên mức 65 triệu đồng/tấn do tác động của sự gia tăng giá đầu thô, sự gia tăng nhu cầu từ thị trường Trung Quốc và sản lượng khai thác của Thái Lan giảm do ảnh hưởng của thời tiết. Chúng tôi cũng dự đoán rằng giá cao su sẽ giảm khoảng 10% trong năm 2011 và giá bán mù mỗi năm sẽ tăng 7% trong giai đoạn 2012, 2013 do tác động của cung-cầu và giá đầu thô trên thị trường thế giới.

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản và hoạt động tài chính

Chúng tôi dự báo rằng hoạt động kinh doanh bất động sản của công ty sẽ đạt 20 tỷ doanh thu và 10 tỷ lợi nhuận gộp trong năm 2010 do đóng góp của dự án Khu dân cư Phước hòa. Chúng tôi cũng dự báo công ty sẽ thu được mức doanh thu và lợi nhuận tương tự từ dự án này trong các năm 2011-2013.

Giá vốn hàng bán

Do cao su là một sản phẩm nông nghiệp nên chi phí nhân công là chi phí chủ yếu trong giá vốn hàng bán. Theo quy định của Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG), chi phí nhân công chiếm khoảng 35-40% doanh thu. Do đó, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán của PHR trong các giai đoạn 2010-2013 là 1.512 tỷ (chiếm 70.8% doanh thu), 1.289 tỷ (chiếm 72.1% doanh thu), 1.386 tỷ (chiếm 72.5% doanh thu) và 1.495 tỷ (chiếm 73.1% doanh thu)

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PHR

Hiện nay, trên Sở giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh có 5 công ty sản xuất mủ cao su được niêm yết: Công ty CP Cao su Đồng Phú (DPR), Công ty CP Cao su Tây Ninh (TRC), Công ty CP Cao su Hòa Bình (HRC) và Công ty CP Cao su Thống Nhất (TNC). Định giá cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010P lần lượt là: 14,7x, 13,8x và P/B 2010P khoảng 2,0x, 2,2x.

STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu ngày 22/12/2010	Số cổ phiếu lưu hành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Lợi nhuận kế hoạch 2010	P/E 2010P	P/B 2010P
1	DPR	64.000	43.000.000	2,752	222	12,4	1,9
2	HRC	61.500	17.160.970	1,055	55	19,1	2,5
3	TNC	16.300	19.250.000	314	21	15,2	1,2
4	TRC	64.500	29.600.000	1,909	157	12,1	2,4
Trung bình						14,7	2,0
Trung vị						13,8	2,2

Nguồn: Kế hoạch lợi nhuận của các công ty, HOSE, chuyên viên phân tích dự báo.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PHR

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
P/S	13.135	26.715	22.358	23.905	25.561
P/S mua	2,9	1,4	1,7	1,6	1,5
Định giá theo P/S		53.430	44.716	47.811	51.122
		20%			
EPS	3.290	5.457	4.361	4.477	4.678
P/E mua	11,6	7,0	8,7	8,5	8,1
Định giá theo P/E		54.572	43.612	44.769	46.781
EBITDA/ CP	4.393	7.541	6.206	6.267	5.931
EV /CP	36.206,8	35.689,0	37.002,3	37.080,6	35.424,3
EV/EBITDA mua	8,2	4,7	6,0	5,9	6,0
Định giá theo EV/EBITDA		37.707	31.031	31.337	29.657
Giá trị sổ sách/CP	14.492	16.783	18.213	19.686	21.846
P/B mua	2,6	2,3	2,1	1,9	1,7
Định giá theo giá trị sổ sách		41.957	45.532	49.215	54.614
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU		47.694	44.164	46.290	48.951

Trên cơ sở so sánh với kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PHR với giá bán mục tiêu là 47.700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa và định giá PHR theo 4 phương pháp P/S, EV/EBITDA, P/E, P/B. Trung vị kết quả 4 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của PHR là 47.700 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 8,74x, P/B 2010E 2,84x và EV/EBITDA 2010E 6,32x, P/S 2010E 1,79x.

Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn là phù hợp so với các cổ phiếu khác trong cùng ngành kinh doanh của Công ty cổ phần cao su Phước Hòa.

Xác nhận của người viết

Tôi, Nguyễn Thu Huyền, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân tôi. Tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của tôi liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi Phòng Nghiên cứu Phân tích VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

49 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209987
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn