

**Khuyến nghị:** **THEO DÕI**

Vương Chí Tâm (PTCB)

[tamvc@bsc.com.vn](mailto:tamvc@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	24,500
Upside	N/A

Trần Thành Hưng (PTKT)

[hungtt@bsc.com.vn](mailto:hungtt@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

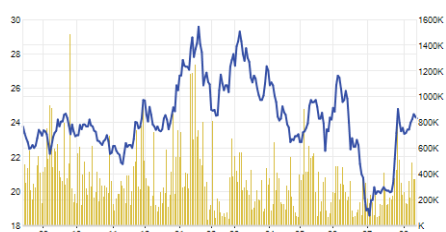
**Dữ liệu thị trường**

Số lượng CP (nghìn CP)	135,499
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,279
Giá cao nhất 52 tuần	53,500
KLGD TB 10 ngày (CP)	352,246
Sở hữu NĐTNN	9.07%

**Cổ đông lớn**

Tập đoàn CN Cao su VN	39.97%
Asia Value Investment	2.89%
Halley Sicav	1.71%
Forum One	1.15%
Nguyễn Thị Thủy	0.12%

**Diễn biến giá (1 năm)**



**Tổng quan công ty**

CTCP Cao su Phước Hòa được thành lập năm 1993, với VDL hiện nay là 813 tỷ VND. Công ty là DN có quy mô lớn nhất trong ngành cao su tự nhiên, với 16,000 ha vườn cây và nhà máy có công suất 29,000 tấn/năm.

## DỜI THỜI GIAN CHUYỂN ĐẤT

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi đối với cổ phiếu PHR. Hiện nay, cổ phiếu PHR đang được giao dịch với mức P/E = 7.93x và P/B = 0.81x, cao hơn so với trung bình ngành hiện nay (P/E = 7.0x) do có vị thế đầu ngành và có tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

**Dự báo kết quả kinh doanh.**

BSC dự báo, trong năm 2018, PHR sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 1,290 tỷ VND (-22.03% yoy) và 255 tỷ VND (-22.9% yoy), tương đương với EPS 2018 (Đã trừ 10% quỹ KTPL) đạt 1,666 VND/cp. Dự báo này chúng tôi điều chỉnh dựa theo giả định giá bán cao su trung bình trong năm 2018 đạt 33 triệu VND/tấn, giá bán gỗ thanh lý trung bình 280 triệu VND/ha. Chúng tôi cũng loại trừ khoản bồi thường từ VSIP và NTC trong năm nay.

**Catalyst**

(1) Doanh nghiệp còn khoảng 4,500 ha cao su già thanh lý với giá thanh lý hiện nay 280 triệu VND/ha (mỗi năm thanh lý 1,000 - 1,200 ha).

**Rủi ro đầu tư:**

- (1) Biến động giá cao su.
- (2) Rủi ro về thời gian chuyển đổi đất cho VSIP và NTC.

**Cập nhật KQKD**

- (1) Trong quý 2/2018, PHR đã ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 265 tỷ VND (+7.9% qoq) và 124 tỷ VND (+68.8% qoq).
- (2) Vườn cây của PHR đã già và cho năng suất thấp (trung bình 1.85 tấn/ha). Do đó, sản lượng tiêu thụ năm nay cũng dự báo sẽ khó đạt kế hoạch 13,500 tấn.
- (3) Trong 1H2018, PHR đã khai thác được 3,782 tấn (Campuchia: 785 tấn), thu mua được 4,153 tấn. Sản lượng tiêu thụ đạt 7,935.77 tấn (-30% qoq) với giá bán trung bình 35.82 triệu VND/tấn (-20.37% qoq). Dự kiến sản lượng khai thác khó đạt mức 13,500 tấn đã đề ra.
- (4) Thanh lý 1,350 ha cao su già với giá dự kiến 280 triệu VND/ha (LN dự kiến 227 tỷ VND - loại trừ nội bộ 40%).
- (5) Chưa có thời gian cụ thể về chuyển nhượng đất cho VSIP và NTC. Chưa rõ phương án thoái vốn tại NTC cho GVR. Chúng tôi tạm thời loại trừ khoản thu nhập bất thường này khỏi dự báo.

**Các báo cáo khác**      [Link](#)

**KQKD 2Q2018.** Trong quý 2/2018, PHR đã ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 265 tỷ VND (+7.9% qoq) và 124 tỷ VND (+68.8% qoq). LNST tăng trưởng đột biến do việc ghi nhận 167 tỷ VND (+132% qoq) từ thanh lý gỗ cao su. (Cả năm 2018: 1,350 ha).

**Vườn cây của PHR đã già và cho năng suất thấp.** Trong 6 tháng đầu năm 2018, sản lượng khai thác đạt 3,782.79 tấn (-23.4% qoq) do vườn cây của PHR đã già và cho năng suất thấp (trung bình 1.85 tấn/ha). Vườn cây của Campuchia cũng bắt đầu đến thời gian thu hoạch, trong 1H2018 đã thu hoạch được 785 tấn (Cả năm dự kiến 4,800 tấn). PHR dự kiến sẽ chuyển cao su từ Campuchia về Phước Hòa để chế biến nhằm giảm cắt giảm chi phí sản xuất. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ năm nay cũng dự báo sẽ khó đạt kế hoạch 13,500 tấn. BSC dự báo, trong năm 2018, PHR sẽ khai thác được 12,697 tấn cao su (-13.2% yoy).

**Sản lượng tiêu thụ của PHR trong 1H2018 đạt 7,935.77 tấn (-30% qoq).** Sản lượng tiêu thụ hiện nay khoảng 30% xuất khẩu (Giá XK cao hơn khoảng 500,000 VND/tấn), sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là CV50, CV60, thị trường chủ yếu là Nhật Bản, Trung Quốc và Châu Âu.

Giá bán bình quân 1H2018 đạt 35,83 triệu VND/tấn. Tuy nhiên, giá cao su hiện nay đang giảm dần (lũy kế đến 7T2018 chỉ đạt 34 triệu VND/tấn). Dự kiến giá bán cao su trong năm 2018 chỉ đạt bình quân 33 triệu VND/tấn. Giá thành sản xuất hiện tại Việt Nam khoảng 30.5 triệu VND/tấn (Biên LN SXKD = 14.9%, thấp hơn mức 21.54% cùng kỳ năm ngoái). Giá thành sản xuất tại Campuchia = 34.14 triệu VND (Biên LN SXKD = 4.95% - thấp). Nếu giá bán xuống 33 triệu VND sẽ gây lỗ tại Campuchia và giảm biên LN của cao su. Với giả định giá cao su trung bình 33 triệu VND/tấn, BSC dự báo, LN HĐKD từ mù cao su của PHR chỉ đạt 62 tỷ VND (-39.8% yoy) trong năm 2018.

**Động lực tăng trưởng chính của PHR trong năm 2018 đến từ thanh lý khoảng hơn 1,300 ha gỗ.** Với giá thanh lý trung bình hiện nay khoảng 280 triệu VND/ha, dự kiến trong năm 2018 thanh lý gỗ sẽ đóng góp vào LNST khoảng 320 tỷ VND. Hiện nay, PHR còn khoảng 4,500 ha chưa thanh lý và dự kiến mỗi năm sẽ thanh lý 1,000 ha (hết 2021 sẽ thanh lý hết).

**Chưa có thời gian cụ thể về chuyển nhượng đất cho VSIP và NTC.** Chưa rõ phương án thoái vốn tại NTC cho GVR. Chúng tôi tạm thời loại trừ khoản thu nhập bất thường này khỏi dự báo. Chúng tôi cũng lưu ý, sau khi chuyển giao đất cho VSIP, PHR sẽ nhận được 20% LN hàng năm trên phần đất cho thuê. Điều này kỳ vọng tạo LN cao trong tương lai khi giá thuê đất KCN ở Bình Dương hiện nay đang ở mức cao (60\$ - 70\$/m<sup>2</sup>/50 năm).

**Dự báo KQKD 2018.** BSC dự báo, trong năm 2018, PHR sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 1,290 tỷ VND (-22.03% yoy) và 255 tỷ VND (-22.9% yoy), tương đương với EPS 2018 (Đã trừ 10% quỹ KTPL) đạt 1,666 VND/cp. Hiện nay, PHR được giao dịch với P/E = 9.32x và P/B = 0.8x.

**PHR - CTCP Cao su Phước Hòa**  
**Phân tích tài chính**  
**21/08/2018**

**BSC**

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>245</b>	<b>463</b>	<b>533</b>	<b>268</b>	<b>265</b>
<b>LN gộp</b>	<b>69</b>	<b>27</b>	<b>128</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
DT tài chính	23	14	21	16	13
CP tài chính	(19)	(15)	(7)	(6)	(11)
Lãi vay	(11)	(12)	(16)	(6)	(4)
CP bán hàng	(3)	(7)	(7)	(3)	(4)
CP QLDN	(19)	(18)	(26)	(15)	(22)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>51</b>	<b>11</b>	<b>119</b>	<b>50</b>	<b>48</b>
TNhap khác (ròng)	35	123	(13)	64	103
<b>LN trước thuế</b>	<b>86</b>	<b>135</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>152</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>73</b>	<b>109</b>	<b>83</b>	<b>93</b>	<b>124</b>
LN CĐ thiểu số	1	1	2	1	2
LN Cty mẹ	73	108	80	92	122
EPS					
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>1,253</b>	<b>1,103</b>	<b>1,050</b>	<b>919</b>	<b>1,095</b>
Tiền và TĐ Tiền	365	275	241	193	331
Phải thu ngắn hạn	174	194	218	239	205
Tồn kho	272	221	257	225	288
TS ngắn hạn khác	32	36	36	44	53
<b>TS dài hạn</b>	<b>2,981</b>	<b>3,123</b>	<b>3,244</b>	<b>3,300</b>	<b>3,367</b>
Phải thu dài hạn	9	17	8	8	8
TSCĐ	950	926	923	912	1,221
TSCĐ hữu hình	950	926	923	912	1,221
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	0	0	0	0	0
TS dở dang dài hạn	1,356	1,340	1,381	1,424	1,143
TS dài hạn khác	260	307	337	322	338
<b>Tổng TS</b>	<b>4,234</b>	<b>4,226</b>	<b>4,293</b>	<b>4,219</b>	<b>4,462</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,955</b>	<b>1,840</b>	<b>1,884</b>	<b>1,707</b>	<b>1,924</b>
Nợ ngắn hạn	1,306	1,099	1,062	732	818
Vay ngắn hạn	81	722	463	316	210
Nợ dài hạn	649	741	822	975	1,106
Vay dài hạn	217	230	239	295	318
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,280</b>	<b>2,386</b>	<b>2,409</b>	<b>2,512</b>	<b>2,538</b>
Vốn góp	813	813	813	813	813
LN chưa phân phối	244	354	288	386	279
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4,234</b>	<b>4,226</b>	<b>4,293</b>	<b>4,219</b>	<b>4,462</b>
% yoy DTT	4%	30%	-35%	-35%	8%
Biên ln gộp	28.0%	5.9%	24.0%	17.6%	20.3%
Lãi vay/ DTT	4.4%	2.5%	3.1%	2.2%	1.7%
CP bán hàng / DTT	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.5%
CP QLDN/DTT	7.9%	3.9%	4.9%	5.6%	8.3%
Biên ln thuần	29.9%	23.5%	15.5%	34.9%	46.8%

DTT trong 2Q2018 giảm 42.8% qoq do sự sụt giảm về sản lượng và giá bán. Sản lượng tiêu thụ của PHR trong 1H2018 đạt 7,935.77 tấn (-30% qoq) với giá bán trung bình 35,83 triệu VND/tấn (-20.35% qoq). Biên LN HĐKD giảm xuống mức 18.11% (cùng kỳ 2017 đạt 20.81%)

Chi phí lãi vay giảm mạnh.

DN thanh lý 1,350 ha cao su trong 2018 với giá thanh lý khoảng 280 triệu VND/ha, được phân bổ trong cả 4 quý.

Tiền + tương đương tiền lớn (20% - 25% TSNH) đảm bảo khả năng thanh toán.

HTK của DN chủ yếu là thành phẩm (từ 70% - 80%), dự trữ để bán trong quý tới. Nếu giá cao su giảm sẽ khiến biên LN của cao su bị ảnh hưởng do tích trữ HTK giá cao.

TSCĐ tăng do vườn cây bắt đầu đưa vào thu hoạch tại Campuchia. Vườn cây đã bắt đầu thu hoạch trong 1H2018 được 785 tấn.

TS dở dang dài hạn lớn lớn do DN đang đầu tư khoảng 3,000 ha vườn cây sau khi thanh lý những năm gần đây.

Vay ngắn hạn tăng 159.3% qoq, vay dài hạn tăng +46,5% qoq để tài trợ cho giai đoạn kiến thiết cơ bản vườn cây cũ + trồng tái canh vào tháng 6 cho vườn cây vừa thanh lý.

Chi phí bán hàng + QLDN tăng. Biên LNST tăng do ghi nhận 167 tỷ VND (+132% qoq) từ thanh lý gỗ cao su. (Cả năm 2018: 1,350 ha).

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

**1. Khả năng thanh toán**

Hsố TT ngắn hạn	0.96	1.00	0.99	1.26	1.34
Hsố TT nhanh	0.73	0.77	0.71	0.89	0.92

Hệ số thanh toán tăng.

**2. Cơ cấu vốn**

TSNH/ TTS	0.30	0.26	0.24	0.22	0.25
TSDH/ TTS	0.70	0.74	0.76	0.78	0.75
Hsố Nợ/ TTS	0.46	0.44	0.44	0.40	0.43
Hsố Nợ/ VCSH	0.86	0.77	0.78	0.68	0.76
Nợ ngắn hạn / TTS	0.31	0.26	0.25	0.17	0.18
Nợ DH / TTS	0.15	0.18	0.19	0.23	0.25

TSDH chiếm tỉ trọng lớn (75%) trong tổng tài sản, xu hướng tăng do DN đang đầu tư kiến thiết cơ bản vườn cây mới thanh lý (3,000 ha).

Nợ DH tăng để đầu tư vào tái canh vườn cao su trong khi nợ NH có xu hướng giảm

**3. Năng lực hoạt động**

Vquay hàng tồn kho	6.5	7.4	6.5	5.0	5.0
Vquay phải thu	31.7	34.1	18.0	25.8	30.3
Vquay phải trả	76.4	46.2	31.3	54.5	43.9
Số ngày HTK	56.1	49	56	73	73
Số ngày phải thu	11.5	11	20	14	12
Số ngày phải trả	4.8	8	12	7	8
CCC	62.8	52	65	81	77

Số ngày HTK và số ngày phải trả tăng.

**4. Khả năng sinh lời**

LNST/DTT (%)	29.9%	23.5%	15.5%	34.9%	46.8%
LNST/VCSH (%)	16.0%	17.4%	14.1%	14.5%	17.0%
LNST/TTS	9.2%	10.0%	7.9%	8.5%	9.4%
LN từ HĐKD/DTT	20.7%	2.4%	22.2%	18.5%	18.3%

Khả năng sinh lời tăng trưởng tốt do DN ghi nhận khoản thanh lý 167 tỷ VND từ gỗ cao su già. Biên LN từ HĐKD giảm do giá bán cao su giảm 20.35% qoq. (bán gỗ được ghi nhận vào thu nhập khác.)

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

TTS/VCSH	1.71	1.68	1.73	1.67	1.81
DT/TTS	0.47	0.48	0.40	0.36	0.35
EBIT/DT	0.26	0.28	0.28	0.32	0.36
EBT/EBIT	0.89	0.90	0.89	0.91	0.93
lãi ròng/LNTT	0.85	0.84	0.81	0.82	0.81

**6. Định giá**

PE	9.0	9.1	11.7	9.7	8.1
PB	1.5	1.6	1.6	1.4	0.8
EPS	4,500	5,053	4,020	4,530	3,013
BVPS	27,295	28,580	28,859	31,210	30,421

PHR đang được giao dịch với mức P/E = 7.93x và P/B = 0.81x, cao hơn so với trung bình ngành hiện nay (P/E = 7.0x) do có vị thế đầu ngành và có tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

**Tăng trưởng (%yoy)**

TTS	23%	18%	11%	4%	5%
Nợ	2.4%	5.7%	4.7%	3.1%	11.3%
DTT	4.3%	30.2%	-35.2%	-35.0%	7.9%
LN gộp	66.1%	5.8%	-5.1%	-16.5%	-21.8%
LNST	129.4%	68.1%	-46.7%	39.6%	68.8%
EPS	49.3%	55.1%	56.0%	6.7%	39.5%

## **Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

