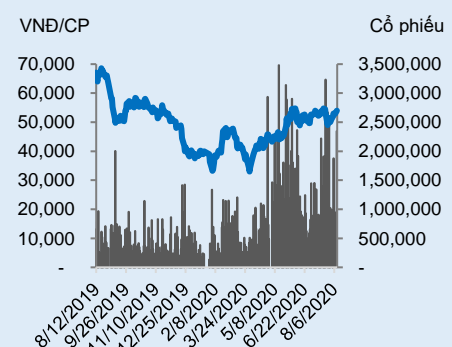


Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	58.500
Giá thị trường (10/8/2020)	54.000
Lợi nhuận kỳ vọng	8,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	33.000-68.590
Vốn hóa	7.317 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	135.499.198
KLGD bình quân 10 ngày	1.373.869
% sở hữu nước ngoài	11,13%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,6%
Beta	1.1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PHR	39,4%	1,9%	21,2%	15,0%
VNIndex	-12,8%	-2,9%	-0,3%	-10,1%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext. 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Cao su Phước Hòa

Mã giao dịch: PHR

Reuters: PHR.HM

Bloomberg: PHR VN

Câu chuyện trung dài hạn hấp dẫn, ngắn hạn giá cổ phiếu ở mức hợp lý

Đầu tư khu công nghiệp là hướng phát triển của PHR trong dài hạn

Công ty cổ phần cao su Phước Hòa (PHR) một trong những doanh nghiệp khai thác, kinh doanh cao su tự nhiên lớn trực thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam. Công ty hiện quản lý và khai thác diện tích trồng cao su lên đến **14.000ha**, tập trung chủ yếu ở các huyện Bến Cát, Phú Giáo, Tân Uyên thuộc tỉnh Bình Dương. Từ cuối 2018, cùng với định hướng phát triển chung của Tập đoàn, PHR có những chuyển dịch rõ nét khi gia tăng đầu tư cho các dự án phát triển khu công nghiệp. Sự dịch chuyển theo đánh giá của chúng tôi là phù hợp với triển vọng thị trường cũng như những lợi thế mà PHR đang sở hữu.

KCN Tân Bình 2 là câu chuyện trong dài hạn, trung hạn sẽ là VSIP III

Khu công nghiệp Tân Bình 2 (1.055ha) kết nối tốt với 3 cụm KCN lớn ở Phú Hòa, Tân Uyên và Bến Cát. Đây là dự án KCN lớn và nhiều tiềm năng mà PHR đang theo đuổi. Điểm quan trọng hiện tại là pháp lý bao gồm chấp thuận đầu tư và các quyết định liên quan đến chấp thuận chuyển đổi đất. Bối cảnh hiện tại, khi các thủ tục đất đai được quản lý chặt chẽ, chúng tôi cho rằng thời gian thực hiện các thủ tục này mất 3-4 năm. Do đó, thời điểm dự án có thể triển khai trên kịch bản lạc quan là 2022-2023. Quý đất của dự án đủ để cho thuê trong 7-10 năm. Lợi nhuận ròng ước tính trên giả định hiện tại khoảng **4.500 – 5.000 tỷ**.

Dự án VSIP III sẽ mang lại lợi ích lớn cho PHR trong cả ngắn và trung hạn.

Dự án VSIP 3 có quy mô 691ha được phát triển trên đất trồng cao su của PHR. Theo phương án bồi thường, công ty sẽ nhận khoản đền bù 1,3 tỷ/ha, tương đương giá trị 898 tỷ và 20% lợi nhuận từ dự án (nhưng không thấp hơn 1,2 tỷ/ha, tương đương 830 tỷ). Về phần lợi nhuận được chia từ dự án, chúng tôi ước tính sẽ bắt đầu ghi nhận từ 2022 đến 2031. Phần lợi nhuận thuộc về PHR tương ứng tỷ lệ 20% là **1.900 – 2.000 tỷ**.

Triển vọng lợi nhuận 2020-2021 khả quan do nguồn thu từ đền bù đất và lợi nhuận được chia từ dự án KCN.

Tổng thể, hoạt động kinh doanh của PHR trong 2020-2021 là khá an toàn với các nguồn thu được xác định như cổ tức, lợi nhuận từ cho thuê KCN, tiền đền bù từ NTC3 và VSIP3... Lợi nhuận sau thuế năm 2020 dự kiến đạt 1.112 tỷ, tăng 147% yoy và vượt 12% kế hoạch năm. Năm 2021, LNST là 1.355 tỷ, tăng 22% yoy. EPS cho 2020 và 2021 lần lượt là 8.207 đồng và 10.002 đồng/cp. Cổ phiếu PHR đang giao dịch mức PE khoảng **6-7x lần**.

Triển vọng dài hạn tốt nhưng định giá còn premium 8% do giá cổ phiếu gia tăng nhanh trong thời gian qua.

BVSC sử dụng phương pháp SOTP để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần PHR cho mục tiêu khuyến nghị trong 6-12 tháng. Kết quả, giá trị hợp lý cho PHR là **58.500 đồng/cp**, cao hơn 8% giá thị trường ngày

10.8.2020. Chúng tôi cho rằng thông tin i) triển vọng lợi nhuận cao 2020-2021 ít nhiều được phản ánh ii) triển vọng chung đang tích cực từ ngành khu công nghiệp. Điều này làm giá cổ phiếu PHR gia tăng và giữ ở mức cao trong thời gian qua. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý và cho rằng câu chuyện trong dài hạn của PHR vẫn hấp dẫn. Đặc biệt, các dự án lớn KCN Tân Bình 2, KCN Tân Lập 1 và cụm KCN-DT Hội Nghĩa 1.700ha được chấp thuận đầu tư và triển khai.

Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá câu chuyện đầu tư đối với PHR là còn nhiều tiềm năng xét trong trung và dài hạn. Trong đó, công ty đang xin đầu tư 3-4 dự án KCN với tổng quy mô 3.000 – 3.600ha trên diện tích trồng cao su mà công ty đang quản lý. Nếu các dự án này thông qua, PHR trở thành một doanh nghiệp khu công nghiệp có vị thế và quỹ đất sạch lớn ở khu vực phía Nam. Đây chính là điểm nhấn đầu tư lớn và quan trọng nhất của PHR nhìn trong trung và dài hạn.

Xét trong ngắn hạn, công ty cũng có những câu chuyện khả quan như i) lợi nhuận 2020-2021 ở mức cao ii) tình hình tài chính tốt iii) suất cổ tức hấp dẫn 7-9%/năm iv) triển vọng chung khả quan từ ngành khu công nghiệp. Tuy nhiên, BVSC cho rằng các thông tin này ít nhiều phản ánh vào giá cổ phiếu trong 2019 đến nay. Và theo kết quả định giá, BVSC ước tính giá trị hợp lý của PHR là **58.500 đồng/cp**, cao hơn 8% giá thị trường ngày 10.8.2020. Chúng tôi tạm thời đánh giá **NEUTRAL** với cơ hội đầu tư ở PHR. Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi và chờ giá cổ phiếu điều chỉnh để có mức lợi nhuận kỳ vọng hấp dẫn hơn.

Đầu tư khu công nghiệp là hướng phát triển của PHR trong dài hạn

Công ty cổ phần cao su Phước Hòa (PHR) một trong những doanh nghiệp khai thác, kinh doanh cao su tự nhiên lớn trực thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam. Công ty hiện quản lý và khai thác diện tích trồng cao su lên đến **14.000ha**, tập trung chủ yếu ở các huyện Bến Cát, Phú Giáo, Tân Uyên thuộc tỉnh Bình Dương. Từ cuối 2018, cùng với định hướng phát triển chung của Tập đoàn, PHR có những chuyển dịch rõ nét khi gia tăng đầu tư cho các dự án phát triển khu công nghiệp. Sự dịch chuyển theo đánh giá của chúng tôi là phù hợp với triển vọng thị trường cũng như những lợi thế mà PHR đang sở hữu.

Đóng góp ngày càng cao từ khu công nghiệp, trong khi, khai thác cao su lại kém hiệu quả

Hoạt động kinh doanh cũng như phân bổ nguồn vốn của PHR tập trung ở mảng kinh doanh chính là cao su, khu công nghiệp. Trong 2018-2019, tỷ trọng đóng góp về lợi nhuận gộp 2 mảng này có sự thay đổi đáng kể, và khu công nghiệp cho thấy sự hiệu quả và vai trò lớn hơn trong cơ cấu lợi nhuận của PHR.

	2018	2019	Tỷ trọng 2018	Tỷ trọng 2019
Tổng doanh thu thuần	1.557.795	1.638.841	100%	100%
Bán thành phẩm (cao su)	1.037.005	1.092.206	66%	67%
Cho thuê đất KCN	105.729	389.798	7%	24%
Lợi nhuận gộp	274.372	353.161(*)	100%	100%
Bán thành phẩm	145.181	152.909	53%	43%
Cho thuê đất KCN	58.882	221.909	21%	63%

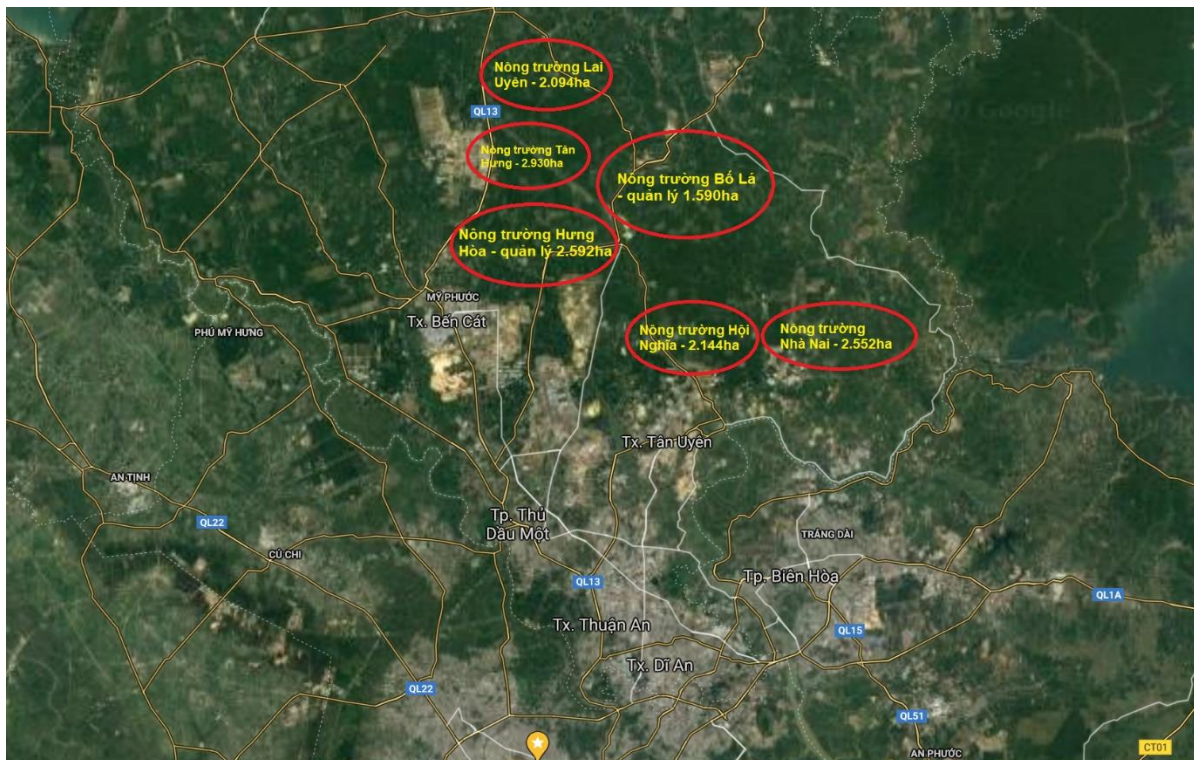
(*) Năm 2019 PHR có dự phòng – 20 tỷ.

Hoạt động khai thác và kinh doanh cao su tự nhiên thời gian qua không thuận lợi khi giá bán và nhu cầu vẫn ở mức thấp. Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp dao động 13-15%. Năm 2019, sản lượng đạt 32.691 tấn, tăng 4% yoy. Giá bán bình quân đạt 33,4tr/tấn, hầu như không đổi so với 2018. Lợi nhuận gộp đạt 153 tỷ, tăng 5% yoy. Và cho 6 tháng đầu năm 2020, theo thống kê, sản lượng và giá trị xuất khẩu cao su tự nhiên của VN lần lượt giảm 25,7% và 27,9%. Mặc dù, sản lượng và giá trị xuất khẩu trong tháng 5,6 đã phục hồi so với tháng 4. Nhưng so với cùng kỳ, giá trị xuất khẩu tháng 6 vẫn giảm 25%. Giá bán bình quân 6 tháng 2020 là 1.330 USD/tấn, giảm 3% yoy. Nhu cầu tiêu thụ oto giảm mạnh là nguyên nhân chính dẫn đến triển vọng kém khả quan của ngành. Trong khi đó, hoạt động đầu tư khu công nghiệp ngày càng cải thiện hiệu quả với tốc độ nhanh. Lợi nhuận từ khu công nghiệp, khoản đầu tư liên quan đến KCN đạt 300 tỷ trong 2019, gấp 10 lần so với năm 2016. Do đó, một sự điều chỉnh trong định hướng phát triển là cần phải cân nhắc khi triển vọng dài hạn hai ngành cao su và khu công nghiệp đang diễn biến ngược chiều.

	2016	2017	2018	2019
Lợi nhuận gộp cho thuê đất	5	21	59	222
Lợi nhuận được chia từ NTC	24	27	68	78
Tổng	29	48	127	300

Quỹ đất cao su có vị trí tốt nên rất lợi thế nếu được chuyển đổi sang phát triển KCN.

Mặc dù, lợi nhuận từ hoạt động khu công nghiệp gia tăng. Cấu trúc tài sản của PHR vẫn chủ yếu tập trung ở hoạt động cao su. Giá trị tài sản chủ yếu là vườn cây đang khai thác, và vườn cây kiến thiết cơ bản. Giá trị đầu tư bao gồm tài sản cố định, tài sản dở dang tại 30.6.2020 là 1.900 – 2.000 tỷ, chiếm 34% tổng tài sản, tương đương diện tích khoảng 12.000 – 14.000ha đất. Và nếu 1 phần quỹ đất này được chuyển đổi phát triển khu công nghiệp, đây là lợi thế lớn cho PHR. Về vị trí, phần lớn diện tích đất trồng cao su của PHR tập trung tỉnh Bình Dương, nơi có phát triển mạnh về KCN ở khu vực phía Nam.



Cụ thể, PHR có 6 nông trường cao su với diện tích theo công bố 13.900ha, trong đó, hai nông trường là Hội Nghĩa và Nhà Nai với diện tích 4.696ha có vị trí gần với cụm công nghiệp ở thị xã Tân Uyên. Các nông trường còn lại tập trung ở huyện Bến Cát và Phú Giáo, và gần với cụm các công nghiệp Mỹ Phước 1,2,3, Bàu Bàng... Như vậy, có thể nói, quỹ đất từ các nông trường của PHR là rất tiềm năng khi nằm liền kề các cụm khu công nghiệp lớn. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao quỹ đất ở hai nông trường Hội Nghĩa và Nhà Nai. Nhiều khả năng quỹ đất để phát triển KCN Nam Tân Uyên 3, VSIP 3 chuyển đổi từ diện tích của 1 trong 2 nông trường này. Như vậy, nếu loại trừ NTC 3 và VSIP 3, diện tích còn có thể phát triển từ Hội Nghĩa và Nhà Nai là 3.696ha, là rất lớn và giá trị.

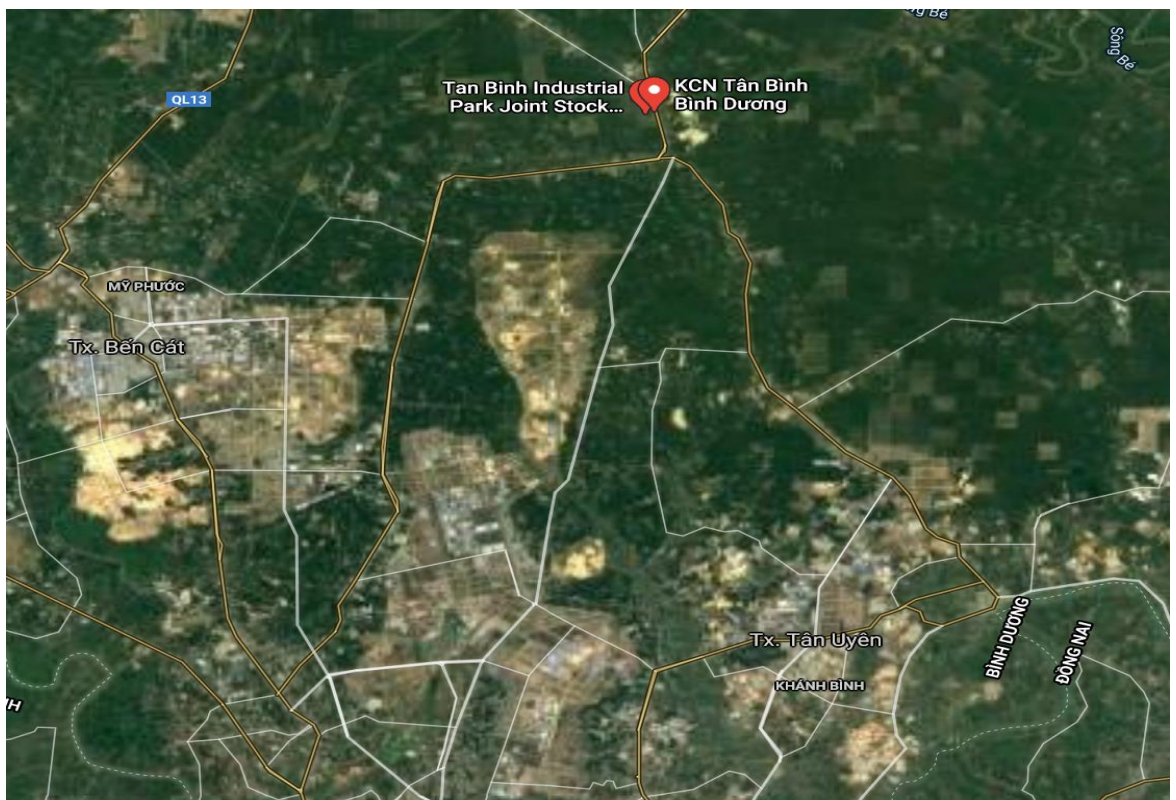
Năng lực phát triển của PHR sẽ cải thiện khi cùng hợp tác với VSIP

Thực tế, năng lực triển khai và bán hàng của PHR cũng gia tăng ít nhiều trong 2-3 năm vừa qua. Kết quả bán hàng tích cực của KCN Tân Bình phần nào cho thấy điều này (thể hiện trong lợi nhuận từ khu công nghiệp). Bên cạnh đó, công ty hợp tác với VSIP trong triển khai dự án VSIP 3 cũng sẽ mang đến cho PHR nhiều kinh nghiệm trong triển khai pháp lý, công tác quy hoạch, và xúc tiến đầu tư. Từ

đó, PHR hoàn toàn có đủ năng lực để tự phát triển các dự án KCN lớn đang trong kế hoạch đầu tư như: 1/Khu công nghiệp Tân Bình mở rộng (1.055ha); 2/Khu công nghiệp Tân Lập 1 (200ha); 3/Khu công nghiệp Lai Hưng (600a);4/Khu công nghiệp – đô thị - dịch vụ Hội Nghĩa và Bình Mỹ với tổng diện tích 1.700ha. Tổng diện tích các dự án lên đến **3.557ha**. Các khu công nghiệp này phát triển trên các nông trường cao su của PHR nên không tốn thời gian đền bù đất, vốn là giai đoạn rất khó khăn trong phát triển dự án. Trong các dự án trên, hai khu công nghiệp là Tân Lập 1 và Tân Bình 2 được triển khai công tác pháp lý từ năm 2019 nên kỳ vọng sẽ được triển khai trong 2022-2023. Đây sẽ là động lực và cơ hội lớn cho PHR trong câu chuyện dài hạn.

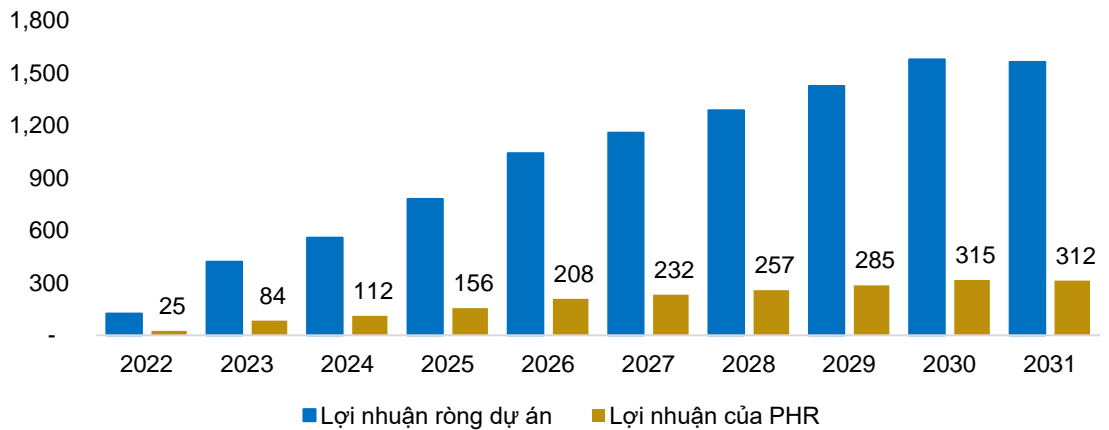
KCN Tân Bình 2 là câu chuyện trong dài hạn, trung hạn sẽ là VSIP III

Khu công nghiệp Tân Bình 2 kết nối tốt với 3 cụm KCN lớn ở Phú Hòa, Tân Uyên và Bến Cát. Thông qua 3 tuyến đường là DT741,742 và 747, các cụm KCN được kết nối tốt với nhau, từ đó gia tăng tính hấp dẫn cho các dự án mới. Khách hàng của KCN Tân Bình 2 theo đó sẽ bao gồm các khách hàng mới, lẫn các khách hàng từ các cụm công nghiệp lân cận có nhu cầu mở rộng sản xuất. Nguyên nhân, khi quỹ đất ở các khu công nghiệp không còn nhiều, nhà đầu tư khi có nhu cầu mở rộng sẽ phải tìm đến KCN lân cận có kết nối tốt với nhà máy để thuận tiện trong việc vận chuyển nguyên vật liệu, hàng hóa. Như vậy, tiềm năng của KCN Tân Bình 2 là hiện hữu. Điểm quan trọng cần lưu tâm là pháp lý bao gồm chấp thuận đầu tư và các quyết định liên quan đến chấp thuận chuyển đổi đất. Bối cảnh hiện tại, khi các thủ tục đất đai được quản lý chặt chẽ, chúng tôi cho rằng thời gian hoàn tất pháp lý mất 3-4 năm. Do đó, thời điểm dự án có thể triển khai trên kịch bản lạc quan là 2022-2023. Quý đất của dự án đủ để cho thuê trong 7-10 năm. Lợi nhuận ròng ước tính trên giả định hiện tại khoảng **4.500 – 5.000 tỷ**.



Dự án VSIP III sẽ mang lại lợi ích lớn cho PHR trong cả ngắn và trung hạn. Dự án VSIP 3 có quy mô 691ha được phát triển trên đất trồng cao su của PHR. Theo phương án bồi thường, công ty sẽ nhận khoản đền bù 1,3 tỷ/ha, tương đương giá trị 898 tỷ và 20% lợi nhuận từ dự án (nhưng không thấp hơn 1,2 tỷ/ha, tương đương 830 tỷ). Như vậy, khoản bồi thường đất sẽ mang lại lợi nhuận lớn cho PHR xét trong ngắn hạn. Hiện tại, công ty dự kiến có thể hạch toán được trong năm 2021. Về phần lợi nhuận được chia từ dự án, chúng tôi ước tính sẽ bắt đầu ghi nhận từ 2022 đến 2031 (chưa tính lợi nhuận từ hoạt động thu phí kéo dài hết vòng đời dự án). Cụ thể, tổng doanh thu từ cho thuê đất ước khoảng 19.000 – 19.500 tỷ. Lợi nhuận ròng đạt 9.500 – 10.000 tỷ ghi nhận trong 2022-2031. Phần lợi nhuận thuộc về PHR tương ứng tỷ lệ 20% là **1.900 – 2.000 tỷ**. Chi tiết ghi nhận ước tính từng năm như sau:

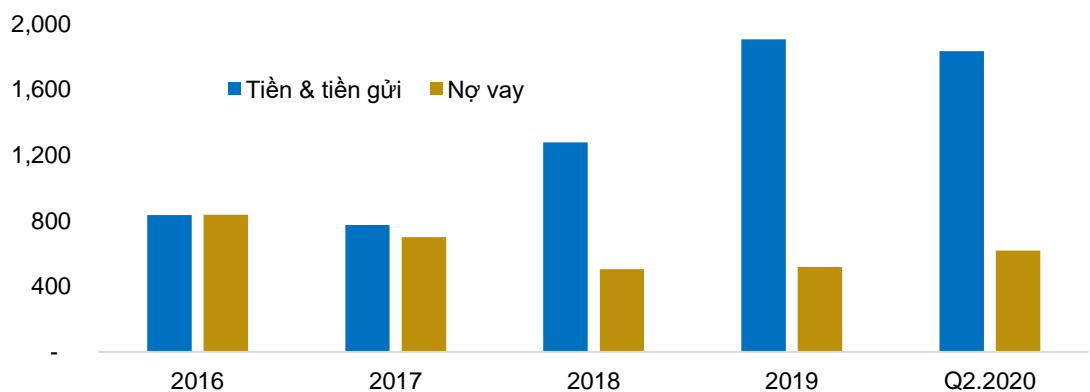
Dự báo lợi nhuận của dự án VSIP 3



Tình hình tài chính tốt giúp PHR sẵn sàng cho các dự án lớn sắp triển khai

Tính đến 30.6.2020, công ty có lượng tiền mặt và tiền gửi là 1.832 tỷ, tương đương 30,6% tổng tài sản. Giá trị khoản tiền này dự báo sẽ tiếp tục gia tăng trong H2.2020 – 2021 khi tiếp tục nhận các khoản thanh toán từ NTC3 và VSIP 3 là 1.050 tỷ (sau thuế). Trong khi đó, nợ vay của PHR là không lớn với tổng dư nợ là 617 tỷ, chiếm 10,5% tổng tài sản. Như vậy, nguồn lực để PHR đầu tư dự án KCN lớn là còn nhiều.

Thống kê tiền & dư nợ vay từng năm



Triển vọng lợi nhuận 2020-2021 khả quan do nguồn thu từ đền bù đất và lợi nhuận được chia từ dự án KCN

Tổng thể, hoạt động kinh doanh của PHR trong 2020-2021 là khá an toàn với các nguồn thu được xác định như cổ tức, lợi nhuận từ cho thuê KCN, tiền đền bù từ NTC3 và VSIP3... Một số nguồn thu như khai thác và kinh doanh cao su tự nhiên, thanh lý vườn cây còn phụ thuộc diễn biến thị trường. Tuy nhiên, lợi nhuận từ hoạt động này không đóng góp nhiều trong tổng cơ cấu lợi nhuận. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu & lợi nhuận ròng của PHR trong 2020-2021 như sau:

	2019	2020	2021	% 2020/2019	% 2021/2020
Doanh thu	1.638.841	1.429.771	1.388.252	-13%	-3%
Lợi nhuận gộp	353.161	345.843	330.685		
Thu tài chính ròng	139.077	160.000	180.000		
Chi phí quản lý & bán hàng	117.947	129.970	138.930		
Lợi nhuận liên kết	(880)	85.000	92.000		
Lợi nhuận khác	235.310	973.675	1.278.300		
LNTT	608.721	1.434.548	1.742.056		
LNST	449.890	1.112.066	1.355.294	147%	22%
EPS	3.320	8.207	10.002		

Lợi nhuận sau thuế năm 202 dự kiến đạt 1.112 tỷ, tăng 147% yoy và vượt 12% kế hoạch năm. Năm 2021, LNST là 1.355 tỷ, tăng 22% yoy. EPS cho 2020 và 2021 lần lượt là 8.207 đồng và 10.002 đồng/cp. Cổ phiếu PHR đang giao dịch mức PE khoảng **6-7x lần**.

Nguồn thu từ đền bù đất ở NTC3 và VSIP3 giúp lợi nhuận gia tăng, đảm bảo cổ tức tối thiểu 40%/năm. Mặc dù, nguồn thu từ hoạt động KCN gia tăng khả quan từ 2018 và đóng góp cao hơn vào trong lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, lợi nhuận từ đền bù do chuyển giao quỹ đất cho nhà đầu tư khác phát triển KCN là điểm nhấn của PHR trong 2020 & 2021. Lợi nhuận từ đầu tư KCN mà PHR tự phát triển sẽ là câu chuyện từ 2022 về sau. Mặc dù vậy, thông tin khoản thu nhập này ít nhiều được phản ánh vào kỳ vọng nhà đầu tư từ 2019. Điểm tích cực là với nguồn thu sau thuế còn lại dự kiến 1.050 tỷ (NTC3 còn 327 tỷ và VSIP3 là 716 tỷ) sẽ giúp tình hình tài chính của PHR sẽ rất tốt, nên tỷ lệ cổ tức trong 2020-2021 sẽ từ 40%/năm (cổ tức bằng tiền mặt là chiếm tỷ lệ chính).

Dự án (ĐVT: triệu VNĐ)	Diện tích (ha)	Giá đền bù	Giá trị còn lại thu tính đến 30.6	LNST
Dự án NTC 3	354	2.440	407.534	326.027
Dự án VISIP 3	691	1.300	898.300	718.640
Tổng	1.045	-	1.305.834	1.044.667

Hoạt động khai thác và kinh doanh cao su dự báo giảm lần lượt 14% và 8% doanh thu trong 2020-2021. Dưới tác động của dịch Covid-19, nhu cầu tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề, trong đó, có ngành oto toàn cầu. Mặc dù, sản phẩm sử dụng cao su khác như găng tay, thiết bị y tế gia tăng nhưng không đủ bù đắp sự sụt giảm ở ngành công nghiệp oto. Điều này phần nào thể hiện khi sản lượng xuất khẩu tháng 5-6 phục hồi nhưng vẫn giảm 25-27% yoy. Bên cạnh đó, giá dầu giảm và duy trì quanh 40USD/thùng cũng làm gia tăng áp lực lên giá cao su tự nhiên. Theo số liệu tổng cục hải quan, giá xuất khẩu trung bình 6 tháng 2020 là 1.330 USD/tấn, giảm 3% yoy. Căn cứ trên cơ sở đó, BVSC dự báo hoạt động kinh doanh mủ cao su của PHR trong 2020-2021 như sau:

	2019	2020	2021
Sản lượng (tấn)	32.691	29.422	27.951
% thay đổi	3,94%	-10%	-5.0%
Giá bán (tr/tấn)	33,41	31,74	30,15
% thay đổi	1%	-5%	-5%
Doanh thu cao su (trVNĐ)	1.092.206	933.836	842.787
% thay đổi	5%	-15%	-10%
Lợi nhuận gộp (trVNĐ)	152.909	124.734	88.116
GPM (%)	14%	13%	10%

Đối với hoạt động thanh lý vườn cây, chúng tôi cho rằng nhu cầu gỗ nguyên liệu cho sản xuất – xuất khẩu gỗ sẽ giảm trong 2020 và kỳ vọng phục hồi trong 2021. Do đó, diện tích vườn cây thanh lý giảm trong năm nay. Và thực tế, công ty cũng không có nhiều áp lực để đẩy mạnh hoạt động này do đã có lợi nhuận từ đền bù tại dự án NTC 3. Năm 2021, thị trường xuất khẩu gỗ phục hồi cùng diện tích cây hết thời gian khai thác gia tăng, diện tích thanh lý sẽ về lại mức năm 2018. BVSC dự phóng cho 2020-2021 như sau:

	2018	2019	2020	2021
- Diện tích thanh lý	1.266	571	300	1.200
- Giá thanh lý (tr/ha)	326	326	300	300
- Doanh thu (trVNĐ)	413.160	186.440	90.000	360.000

Như vậy, tính riêng mủ cao su và hoạt động liên quan (kinh doanh gỗ, thanh lý cây), BVSC ước tính lợi nhuận ròng mang lại cho PHR trung bình mỗi năm khoảng **290-300 tỷ**. EPS mủ cao su ước đạt 2.200 – 2.300 đồng/cp.

Định giá hợp lý trong ngắn hạn khi giá cổ phiếu gia tăng trong thời gian qua

BVSC sử dụng phương pháp SOTP để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần PHR cho mục tiêu khuyến nghị trong 6-12 tháng. Kết quả, giá trị hợp lý cho PHR là **58.500 đồng/cp**, cao hơn 8% giá thị trường ngày 10.8.2020. Chi tiết cụ thể như sau:

Kết quả định giá (tỷ đồng)

SOTP	Giá trị (tỷ VNĐ)	Giá định
- Mảng kinh doanh cao su	3.025	EPS trung bình mảng cao su ước tính 2.200 – 2.300 đồng/cp. PE trung bình ngành cao su 8x. Tuy nhiên, BVSC áp dụng PE trung bình 10x cho PHR để phản ánh i) quỹ đất lớn và vị trí lớn ii) giá trị thặng dư nếu được chuyển đổi hoặc nhận đền bù từ phát triển KCN.
- KCN Tân Bình & thu chuyển nhượng đất	1.599	Giá trị còn lại từ KCN Tân Bình theo tỷ lệ 80%: 554 tỷ. Giá trị còn lại từ bồi thường VSIP3 và NTC3 là 1.055 tỷ.
- Khoản đầu tư tại Nam Tân Uyên (32,85%)	962	BVSC xác định giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu của Nam Tân Uyên là 3.515 tỷ.
- Giá trị vốn góp PHR tại VSIP 3 (20%)	1.126	BVSC ước tính NPV dự án VSIP 3 là 5.632 tỷ với giả định bán hàng trong 2021-2031. Giá bán cho 2021 là 110USD/m ² với tốc độ tăng 5%/năm.
Tổng	6.713	
+ Tiền và tương đương tiền	1.832	
- Nợ ròng	617	
Tổng vốn cổ phần	7.927	
SLCP đang lưu hành	135.499.190	
Giá trị hợp lý (VNĐ/cp)	58.509	

Chúng tôi cho rằng thông tin i) triển vọng lợi nhuận cao 2020-2021 đã và đang được phản ánh ii) triển vọng chung đang tích cực từ ngành khu công nghiệp. Điều này làm giá cổ phiếu PHR gia tăng và giữ ở mức cao trong thời gian qua. **Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý và cho rằng câu chuyện trong trung dài hạn của PHR vẫn hấp dẫn.** Đặc biệt, các dự án lớn KCN Tân Bình 2, KCN Tân Lập 1 và cụm KCN-DT Hội Nghĩa 1.700ha được chấp thuận đầu tư và triển khai. Hiện tại, các dự án này trong giai đoạn pháp lý nên vẫn còn rủi ro có thể sẽ kéo dài/chưa thông qua. Do đó, BVSC chưa đưa vào ước tính giá trị hợp lý của PHR. Chúng tôi sẽ có cập nhật định giá khi có các thông tin cụ thể hơn trong thời gian tới.

Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá câu chuyện đầu tư đối với PHR là còn nhiều tiềm năng xét trong trung và dài hạn. Công ty đang xin đầu tư 3-4 dự án KCN với tổng quy mô 3.000 – 3.600ha trên diện tích trồng cao su mà công ty đang quản lý. Nếu các dự án này thông qua, PHR trở thành một trong những doanh nghiệp khu công nghiệp có vị thế và quỹ đất sạch lớn ở khu vực phía Nam. Đây chính là điểm nhấn đầu tư lớn và quan trọng nhất của PHR nhìn trong trung và dài hạn.

Xét trong ngắn hạn, công ty cũng có những câu chuyện khả quan như i) lợi nhuận 2020-2021 ở mức cao ii) tình hình tài chính tốt iii) suất cổ tức hấp dẫn 7-9%/năm iv) triển vọng chung khả quan từ ngành khu công nghiệp. Tuy nhiên, BVSC cho rằng các thông tin này ít nhiều phản ánh vào giá cổ phiếu trong 2019 đến nay. Và theo kết quả định giá, BVSC ước tính giá trị hợp lý của PHR là **58.500 đồng/cp**, cao hơn 8% giá thị trường ngày 10.8.2020. Chúng tôi tạm thời đánh giá **NEUTRAL** với cơ hội đầu tư ở PHR. Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi và chờ giá cổ phiếu điều chỉnh để có mức lợi nhuận kỳ vọng hấp dẫn hơn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần	1.178	1.654	1.558	1.639
Giá vốn	(1.020)	(1.370)	(1.283)	(1.286)
Lợi nhuận gộp	158	284	274	353
Doanh thu tài chính	77	75	163	187
Chi phí tài chính	(21)	(51)	(41)	(48)
Lợi nhuận sau thuế	220	325	628	450

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
Tiền & khoản tương đương tiền	293	241	362	670
Các khoản phải thu ngắn hạn	64	105	125	100
Hàng tồn kho	177	258	308	327
Tài sản cố định hữu hình	621	923	1.212	1.427
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	249	501	905	598
Tổng tài sản	3.860	4.295	5.087	5.855
Nợ ngắn hạn	1.016	1.063	783	1.245
Nợ dài hạn	549	821	1.618	2.008
Vốn chủ sở hữu	2.296	2.411	2.687	2.601
Tổng nguồn vốn	3.860	4.295	5.087	5.855

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-4,0%	40,4%	-5,8%	5,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	3,9%	47,9%	93,0%	-28,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	13,4%	17,2%	17,6%	21,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	18,7%	19,7%	40,3%	27,5%
ROA (%)	6,1%	8,0%	13,4%	8,2%
ROE (%)	9,8%	13,8%	24,6%	17,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	40,5%	43,9%	47,2%	55,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	68,2%	78,1%	89,3%	125,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.707	4.004	4.637	3.320
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.236	29.657	19.829	19.197

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888