

# Báo cáo phân tích PHR

## VSIP III LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH 2021



### PHR (HOSE) – KHẢ QUAN

Giá Hợp Lý (VND) [ 58.300 ]

Giá Hiện Tại (VND) [ 53.100 ]

Upside 9.8%

Năm giữ 1 năm

### NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KCN

#### Biểu đồ giá cổ phiếu



#### Các dữ liệu quan trọng

Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	7,195 tỷ
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	135,499,198
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	70.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	47.500
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	781,300
Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng	42,4 tỷ đồng
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	12.26%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-
Tỷ lệ sở hữu BLD (%)	0.6%

#### Về PHG

Thành lập bởi tổng cục cao su Việt Nam từ năm 1982 PHR là một trong những công ty cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam với quỹ đất lớn cao su lớn tại tỉnh Bình Dương. Với quỹ đất lớn và vị trí giao thương thuận lợi, PHR cũng tham gia phát triển các khu công nghiệp. PHR là công ty con của Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR), sở hữu 66,6% cổ phần tại PHR

#### NGUYỄN PHƯƠNG LINH

Chuyên viên phân tích Ngành & Doanh nghiệp  
[linhnp@vncsi.com.vn](mailto:linhnp@vncsi.com.vn)

Chiến lược đúng đắn cùng tiềm năng tăng trưởng ngành mạnh mẽ trong dài hạn, với những lợi thế cạnh tranh vô cùng hấp dẫn, mảng BĐS KCN dự báo sẽ mang lại dòng tiền dồi dào cho doanh nghiệp trong dài hạn, đến từ :

#### (1) Thu nhập từ bồi thường KCN của VSIP III

Kỳ vọng PHR sẽ hoàn tất việc bàn giao 691 ha cho VSIP và được ghi nhận đền bù 898 tỷ đồng trong năm 2021

#### (2) Thu nhập từ giải phóng quỹ đất KCN Tân Bình và đạt tỷ lệ lấp đầy là 100%

Kỳ vọng 1500 tỷ doanh thu chưa thực hiện sẽ được bàn giao sớm và ghi nhận doanh thu trong 3 năm tiếp theo.

Trong dài hạn, PHR vẫn là doanh nghiệp có diện tích vươn cao su lớn tại tỉnh Bình Dương với định hướng chuyển đổi 10,000 ha cao su sang phát triển KCN trong 10 năm tới tại các vị trí đắc địa đảm bảo triển vọng phát triển dài hạn của PHR

#### Rủi ro :

- Rủi ro dịch bệnh làm chậm tiến độ triển khai các dự án phát triển KCN và tiến độ bồi thường đất của VSIP III
- Giá cao su tự nhiên giảm và khó hồi phục trong dài hạn.
- Giá gỗ tự nhiên thấp hơn so với dự phỏng

#### Định giá

Sử dụng phương pháp P/B và P/E với tỷ lệ 50:50, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là **58.300 đồng/cổ phiếu**, upside 9.8% so với giá đóng cửa ngày 18.8.2021. Vùng mua hấp dẫn của PHR vào khoảng **45.000 – 48.000 đồng/cổ phiếu**.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Giới thiệu chung

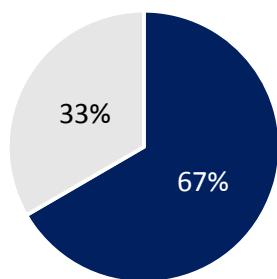


- ✓ PHR có tiền thân là đồn điền cao su Phước Hòa được thành lập bởi tổng cục cao su Việt Nam từ năm 1982.
- ✓ PHR là một trong các đơn vị có diện tích lớn nhất ngành cao su Việt Nam với tổng diện tích tại Việt Nam trên 15.200 ha và 7.000 ha tại Campuchia cùng vị trí đắc địa chỉ cách tp Hồ Chí Minh chỉ 60 km nên giao thông rất thuận tiện.
- ✓ Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi: Cao su tự nhiên và phát triển KCN

### 2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông

Nguồn : PHR



- Tập đoàn công nghiệp Cao su VN ( GVR)
- Khác

PHR có cơ cấu cổ đông khá đặc với **66,62%** được nắm giữ bởi Tập Đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG).

**Lợi thế về cổ đông nhà nước** giúp giảm thời gian chi phí xin cấp phép, đền bù giải phóng quỹ đất KCN, làm điểm tựa mở rộng cho các dự án tiếp theo.

BẢNG - Danh sách công ty con và công ty liên kết PHR

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động kinh doanh	Loại hình công ty
Công ty TNHH Phát triển cao su Phước Hòa Kampongthom	100%	Trồng & chế biến sản phẩm từ cao su	Công ty con
Công ty THNH MTV Cao su Phước Hòa Đắk Lăk	100%	Trồng & chế biến sản phẩm từ cao su	Công ty con
Công ty THNH Phát triển cao su Phước Hòa Đắk Lăk	97%	Trồng & chế biến sản phẩm từ cao su	Công ty con
CTCP KCN Tân Bình	80%	Kinh doanh hạ tầng KCN	Công ty con
CTCP Cao su Trường Phát	70%	Kinh doanh gỗ cao su	Công ty con
CTCP KCN Nam Tân Uyên	32.85%	Kinh doanh hạ tầng KCN	Công ty liên kết

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hiện tại PHR hoạt động ở 2 lĩnh vực chính :

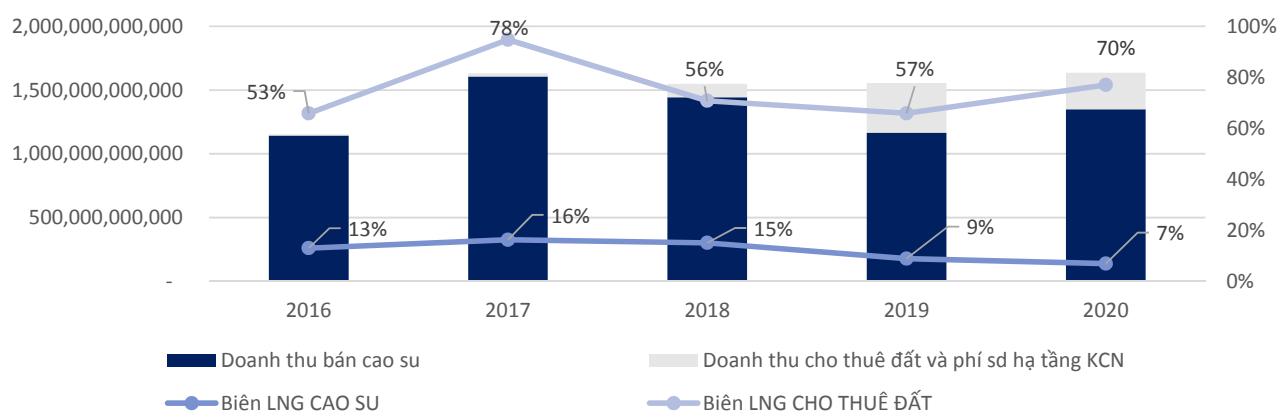
(1) Kinh doanh mủ cao su

(2) Cho thuê đất & phí hạ tầng, phát triển khu công nghiệp

Ngoài ra, PHR còn có mảng kinh doanh khác đến từ chế biến gỗ, xử lý nước thải khu công nghiệp và kinh doanh bất động sản nhưng đóng góp rất ít, khoảng 2% doanh thu.

### DTT, Biên lợi nhuận gộp từng mảng PHR

nguồn : PHR



- **Chiến lược đúng đắn :**

Trong giai đoạn 2015 – 2020: doanh thu mảng kinh doanh mủ cao su chiếm tỷ trọng lớn nhất đóng góp trung bình trên 80% vào tổng doanh thu mỗi năm, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp rất thấp, và có xu hướng giảm và chỉ còn 7% trong 2020 do biến động giá cao su trên thị trường, doanh thu mảng phát triển khu công nghiệp tuy chỉ đóng góp trung bình 15% trong tổng doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp đóng góp trên 55% - 70% mỗi năm do nhu cầu thuê đất KCN tăng cao trong cả khu vực tỉnh Bình Dương.

**Nhận ra được tiềm năng tăng trưởng của ngành bất động sản KCN đặc biệt của khu vực thu hút đầu tư phát triển KCN sôi động nhất Việt Nam, PHR đã thay đổi chiến lược chú trọng vào mảng phát triển hạ tầng cho thuê KCN khi các mảng kinh doanh mủ cao su dự kiến không mang lại hiệu quả cao trong thời gian tới.**

#### 1. Mảng kinh doanh mủ cao su :

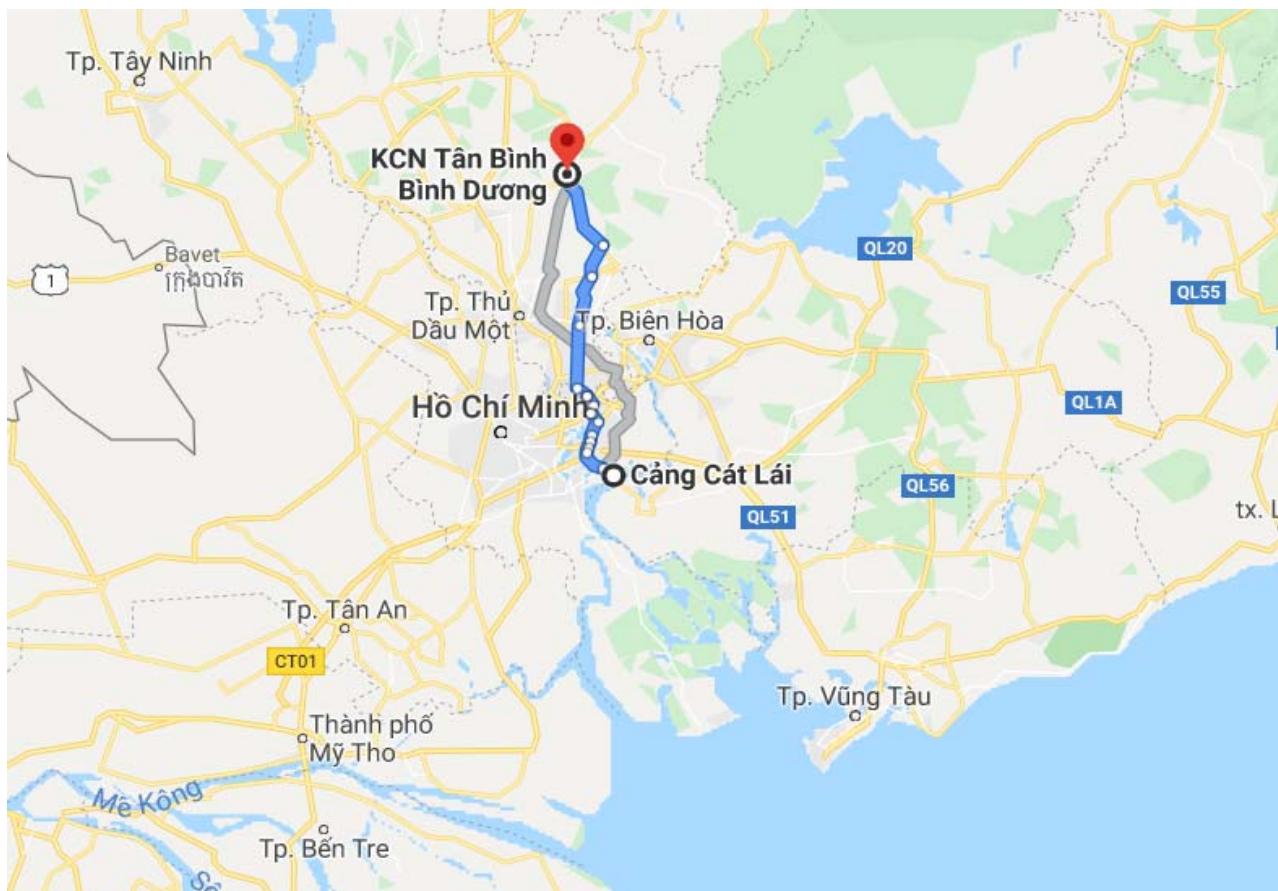
- ✓ **Công ty mẹ:** diện tích khai thác cao su 7.000 ha, diện tích vườn cây kiến thiết cơ bản đạt gần 5.200 ha, vườn cây cao su đến tuổi thanh lý gỗ còn khoảng 4.000 ha.
- ✓ **Công ty con Kampongthom** (thành lập năm 2012) : diện tích đã đưa vào khai thác trên 7.500 ha.
- ✓ Thu mua cao su bên ngoài của PHR chủ yếu đến từ công ty con Kampongthom và các tiểu điền khác trong khu vực.

## 2. Mảng phát triển hạ tầng khu công nghiệp:

- KCN Tân Bình ( PHR sở hữu 80%)**

Tổng diện tích cho thuê là 210.64 ha ( 86.15% diện tích thương phẩm toàn dự án).

Hiện tại, PHR đang gấp rút hoàn chỉnh hồ sơ pháp lý để trình lên Chính Phủ về việc mở rộng KCN Tân Bình lên 1.055 ha và dự kiến hoàn thành KCN Tân Lập 400ha giai đoạn 2021 – 2025.



- Đền bù đất KCN :**

VSIP(691ha) : PHR sẽ nhận được tiền đền bù đất của VSIP được tạo bởi **(1)** phí bồi thường ứng trước 1,3 tỷ đồng/ha (tổng 898 tỷ đồng) dự kiến sẽ được thanh toán toàn bộ sau khi chính quyền địa phương phê duyệt kế hoạch chuyển đổi đất trồng cao su ; **(2)** 20% thu nhập ròng (tối thiểu 1,2 tỷ đồng/ha) từ cho thuê đất KCN và **(3)** PHR đóng góp 20% vốn điều lệ cho KCN VSIP III để nhận được lợi nhuận chia từ KCN này.

Cuối năm 2020, VSIP đã tạm ứng trước cho PHR 150 tỷ, việc bàn giao gần 800 tỷ tiền đền bù đất còn lại được chúng tôi kỳ vọng sẽ được thực hiện và ghi nhận vào KQKD trong năm nay.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 2020

### 1. Cao su tự nhiên:

Công ty mè: sản lượng khai thác đạt 11.535 tấn (-3,9% yoy), thu mua 20.129 tấn (-35.9% yoy), công ty tiêu thụ được bình quân 31.761 tấn mủ cao su (-0.18% yoy).

Giá bán bình quân đạt 33.35 triệu đồng/tấn.

Năm	2019	2020	YoY( %)
Sản lượng khai thác ( tấn )	<b>13,003</b>	<b>11,535</b>	-3.9%
Năng suất vườn cây ( tấn/ha )	<b>2</b>	<b>2</b>	
Sản lượng mủ thu mua (tấn)	<b>14,808</b>	<b>20,129</b>	-35.9%
Sản lượng tiêu thụ ( tấn )	<b>32,691</b>	<b>31,761</b>	-2.8%
Gía bán bình quân (trđ/tấn)	<b>33.41</b>	<b>33.35</b>	-0.18%
DTT công ty mè (nghìn tỷ )	<b>1,615</b>	<b>2,208</b>	36.8%

### 2. Khu công nghiệp:

#### KCN Tân Bình:

Từ năm 2019, mảng KCN tăng trưởng mạnh 267,5% yoy nhờ vào việc thay đổi cách hạch toán doanh thu. Theo thuyết minh BCTC, thì PHR đã ghi nhận 2 khoản doanh thu thuê mới theo phương thức ghi nhận 1 lần thay vì ghi nhiều lần với tổng giá trị 336,1 tỷ đồng.

Tổng DTT mảng KCN năm 2019 là 396,9 tỷ đồng đến từ diện tích đất cho thuê của KCN Tân Bình.

Tính đến 2020, tổng diện tích cho thuê KCN Tân Bình là 210.64 ha, tăng 8.01 ha với năm 2018, nâng tỷ lệ lấp đầy từ 82.66% lên 86.15%. Biên LNG đạt 70%.

Do dịch bệnh làm trì hoãn tiến độ bàn giao đất nên dù được nhận tiền thuê đất trả trước, PHR chỉ ghi nhận 248 tỷ đồng trong năm 2020, số dư doanh thu chưa thực hiện còn lại là 1,530 tỷ đồng kỳ vọng sẽ được nhanh chóng ghi nhận vào doanh thu trong các năm tiếp theo.

KCN Tân Bình còn khoảng 30 ha, tuy nhiên do đất vướng dân nên PHR đang xin giấy phép UBND tỉnh Bình Dương đền bù giải phóng đất để làm KCN.

#### Thu nhập khác từ đất:

Năm 2020 PHR ghi nhận khoảng thu nhập đến từ số tiền đền bù 860 tỷ đồng cho tổng 346 ha – tương ứng với 2,5 tỷ đồng/ha của dự án KCN NTU mở rộng do chủ đầu tư là công ty cổ phần công nghiệp Nam Tân Uyên (NTU) phát triển.

**LNST đạt 1082 tỷ đồng, tăng 140% yoy.**

## Cập nhật KQKD 6 tháng đầu năm 2021

Trong 6 tháng đầu năm 2021, PHR ghi nhận 758 tỷ đồng (+52% YoY) và 169 tỷ đồng (-69% YoY) LNST, cụ thể:

Doanh thu chủ yếu đến từ mảng cao su và chế biến gỗ đạt 724.5 tỷ đồng (+90.1% YoY), mảng cao su diễn biến khá tích cực chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ tăng lên khi nguồn cung từ các quốc gia cung ứng bị gián đoạn, biên lợi nhuận gộp mảng này đạt 14.7%, bằng với biên lãi gộp cùng kỳ 2020. Theo chúng tôi PHR đã tăng sản lượng thu mua do sản lượng công ty giảm dần khi thanh lý gỗ giải phóng mặt bằng phát triển KCN, do đó mặc dù nhu cầu lớn nhưng PHR còn bị ảnh hưởng bởi giá thu mua CSTN nên dù nhu cầu tăng, nhưng biên lợi nhuận gộp không thay đổi nhiều so với cùng kỳ. Tiền cho thuê đất KCN được phân bổ đều theo mỗi quý.

- Trong khi đó, lợi nhuận giảm mạnh chủ yếu do thu nhập ròng khác giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2021 do không phát sinh khoản bồi thường từ KCN VIP III của Nam Tân Uyên. Hiện tại chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ nhận được số tiền bồi thường còn lại từ VSIP III trong nửa cuối năm 2021.

**Bảng: KQKD 6 tháng đầu năm (nguồn : CSI tổng hợp)**

	6TH/2019	6TH/2020	6TH/2021
Doanh số	570	495	758
Các khoản giảm trừ	-1	0	0
<b>Doanh số thuần</b>	<b>570</b>	<b>495</b>	<b>758</b>
Giá vốn hàng bán	-475	-350	-629
<b>Lãi gộp</b>	<b>95</b>	<b>145</b>	<b>129</b>
Thu nhập tài chính	48	59	67
Chi phí tài chính	-15	-11	-15
Trong đó: Chi phí lãi vay	-6	-9	-11
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	43	46	54
Chi phí bán hàng	-12	-10	-11
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-32	-31	-39
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	126	198	185
Thu nhập khác	91	484	14
Chi phí khác	-1	0	-4
Thu nhập khác, ròng	91	484	11
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	217	682	195
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-43	-123	-27
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	4	-4	1
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-39	-127	-27
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>178</b>	<b>555</b>	<b>170</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	12	19	10
<b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>166</b>	<b>536</b>	<b>160</b>

## VỀ CƠ CẤU TÀI SẢN – NGUỒN VỐN:

Tính đến thời điểm cuối quý II-2021, tổng tài sản của PHR đã giảm so với con số đầu năm 2021, cụ thể:

TTS đạt 6.084 tỷ đồng giảm 6.9% so với đầu kỳ, chủ yếu do sự suy giảm tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn đến từ việc không phát sinh tiền bồi thường đất làm gia tăng tiền như năm trước, hơn nữa doanh nghiệp cũng cần dùng tiền để đảm bảo dòng vốn lưu động như gia tăng thêm 80 tỷ HTK phát triển quỹ đất và thực hiện các nghĩa vụ chi trả. Cơ cấu các khoản mục tài sản còn lại hầu như không thay đổi quá nhiều so với đầu kỳ.

### Cơ cấu nguồn vốn:

Tính đến thời điểm 30.6.2021, PHR cũng thực hiện thanh toán khoảng 200 tỷ nợ vay, VCSH cũng giảm hơn 200 tỷ chủ yếu do KQKD kém khả quan, tuy nhiên sức khỏe tài chính của doanh nghiệp khá tốt, tỷ trọng tiền trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp vẫn được duy trì ở mức cao, bù đắp được nợ vay ngắn hạn và đảm bảo chi trả cổ tức cho cổ đông.

**Bảng: 6 tháng đầu năm (nguồn : CSI tổng hợp)**

	6T/2019	6T/2020	6T/2021
<b>Cấu trúc TS - NV</b>			
TSNH/TTS	27%	40%	45%
Tiền + ĐTTC / TSNH	57%	69%	74%
KPT/TSNH	12%	11%	9%
HTK/TSNH	20%	12%	14%
TSCD/TTS	27.5%	30.1%	29.1%
<b>Đòn bẩy</b>			
NỢ VAY DH /VCSH	0.14	0.14	0.11
Nợ vay / VCSH	0.21	0.20	0.14

**Kết luận:** Tính đến thời điểm cuối quý 2, KQKD quý 2 kém khả quan do rủi ro về dịch bệnh làm trì hoãn tốc độ thanh toán của NTC, chúng tôi kỳ vọng KQKD tích cực hơn vào nửa cuối năm 2021 khi dịch bệnh được kiểm soát và nguồn thu từ bồi thường đất còn lại từ khu KCN VSIP-III của NTC sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm nay, với sự hỗ trợ từ những triển vọng tích cực của ngành và DN.

## TRIỂN VƯƠNG DOANH NGHIỆP

### **ĐỘNG CƠ TĂNG TRƯỞNG**

#### **I. Tăng trưởng ngành**

Sau đợt dịch đầu năm 2020 làm chững lại tiến độ cho thuê đất của nguồn vốn FDI dồi dào chảy vào Việt Nam, dự báo bắt đầu từ năm 2021, ngành bất động sản KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng dài hạn bởi :

#### **VACCINE COVID - 19 XUẤT HIỆN ĐẨY LÙI DỊCH BỆNH LÀM GIA TĂNG TỐC ĐỘ LUÂN CHUYỂN GIAO THƯƠNG TRONG KHU VỰC**

Một kịch bản khá tích cực đối với nền kinh tế toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng 4% vào năm 2021 (WB dự báo), với điều kiện vaccine COVID-19 được triển khai sẽ tạo ra nguồn động lực lớn đối với nền kinh tế các quốc gia và làm gia tăng tốc độ giao thương hàng hóa và thúc đẩy quá trình dịch chuyển dòng vốn FDI đối với khu vực.

**CSI dự báo kinh tế sẽ hồi phục vào những tháng cuối năm 2021, khi vacxin được phủ toàn bộ quốc gia.**

**VIỆT NAM VẪN LÀ ĐIỂM ĐẾN HẤP DẪN ĐẦU DÒNG VỐN FDI VÀ HƯỞNG LỢI UU ĐÃI THUẾ TỪ FTA** khi là (1) một điểm đến an toàn khi là một trong những quốc gia thành công nhất trong việc kiểm soát dịch COVID-19.; (2) tiền nhân công, chi phí năng lượng và nhà xưởng thấp **đặc biệt chi phí bất động sản công nghiệp rất cạnh tranh** (3) sự hỗ trợ từ các chính quyền địa phương và Chính phủ ; và (4) lượng lớn các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA) được ký kết tạo ra mức thuế hấp dẫn cho xuất khẩu nhiều loại hàng hóa ra thị trường toàn cầu. **Chúng tôi cho rằng hiệp định EVFTA sẽ giúp thúc đẩy đầu tư sản xuất tới Việt Nam, giúp duy trì dòng vốn FDI vào Việt Nam trong các năm tới.**

#### **BÌNH DƯƠNG ĐƯỢC DỰ BÁO LÀ TIẾP TỤC LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH CỦA NGÀNH**

Diện tích đất KCN mẫu lớn và tốc độ giải phóng mặt bằng cao đang là lợi thế thu hút vốn của các KCN ở khu vực phía nam đặc biệt là khu vực Bình Dương với tỷ lệ lấp đầy nhanh nhòe vào :

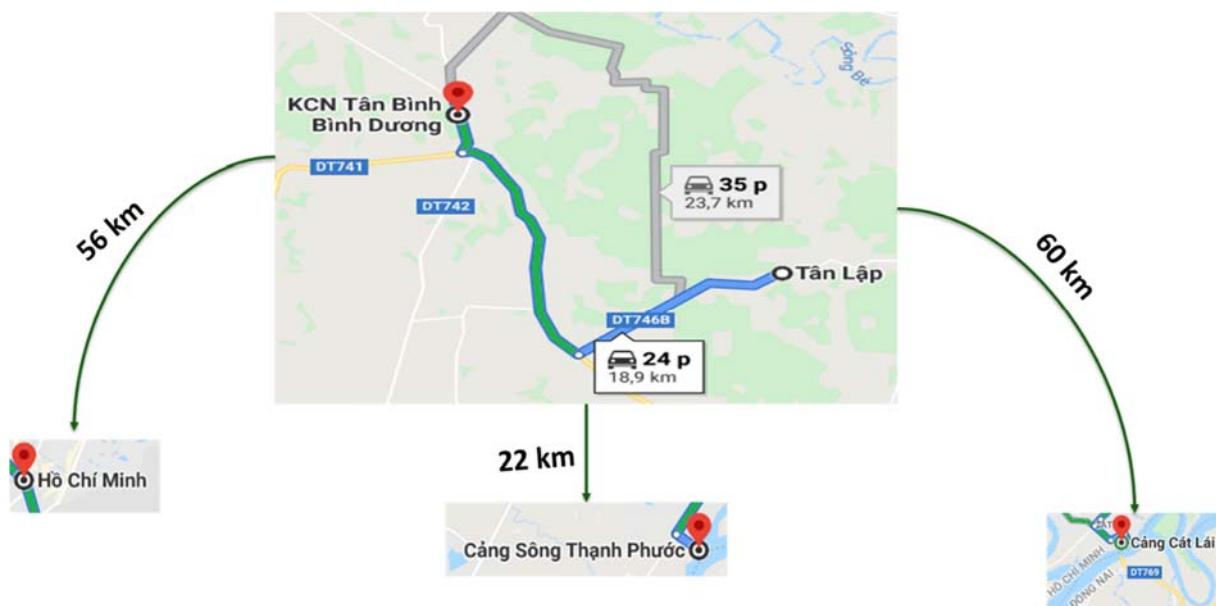
- (1) Thiết lập mạng lưới các nhà sản xuất và cung cấp lớn cũng như lượng nhân công sẵn có và sự kết nối hạ tầng, là 1 trong những nơi có vị trí giao thương kinh tế thuận lợi tại khu vực phía Nam .
- (2) “Quỹ đất sạch” có thể gia tăng nhanh chóng và đơn giản nhờ chuyển đổi đất trồng cao su.
- (3) Kết nối hạ tầng giao thông giữa các khu vực nội tỉnh của tỉnh Bình Dương được phát triển tốt. Các dự án xây dựng cảng, phát triển hạ giao thông KCN được triển khai đang hỗ trợ tích cực đến khu vực

Chi tiết : [BÁO CÁO PHÂN TÍCH NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KCN - CSI](#)

## II. Lợi thế cạnh tranh doanh nghiệp

### 1. Vị trí thuộc thu hút vốn đầu tư

Các khu công nghiệp KCN Tân Bình, Tân Lập của PHR nằm ở khu vực thu hút vốn đầu tư sôi động nhất Việt Nam và ở vị trí rất giao thương thuận lợi: cửa ngõ phía Bắc tỉnh Bình Dương, cách tp HCM 51km, cách cảng Cát Lái 60km, gần nhiều kho vận, cách cảng sông Thạch Phước 22 km và kết nối thông suốt với vùng nguyên liệu từ Bình Phước và các tỉnh Tây Nguyên trên tuyến đường ĐT 741 .



### 2. Quỹ đất sạch

Với vị thế có mối quan hệ “thân thiết” doanh nghiệp nhà nước GVR, NTC không chỉ giảm thời gian chi phí xin cấp phép, đền bù giải phóng, mà còn là điểm tựa cho việc mở rộng KCN giai đoạn 2, hoặc các dự án khác trong tương lai xa. Quỹ đất PHR lại thuộc dạng đất công, chỉ việc thanh lý cây cao su và san lấp làm đường và xây dựng hạ tầng KCN nhanh chóng.

**Kết luận :** Trong dài hạn, PHR vẫn là doanh nghiệp có diện tích vườn cao su lớn tại tỉnh Bình Dương với định hướng chuyển đổi sang phát triển KCN tại các vị trí đắc địa đảm bảo triển vọng phát triển dài hạn của PHR.

**Vì những lợi thế trên chúng tôi cho rằng, dòng tiền của doanh nghiệp tăng trưởng và duy trì ổn định trong 5 năm tới, chủ yếu đến từ mảng khu công nghiệp với 2 nguồn chính :**

1, Thu nhập từ bồi thường KCN của VSIP

2, Thu nhập từ phát triển KCN mới

## DỰ PHÓNG :

### 1. Mảng cao su tự nhiên:

Diện tích khai thác bị giảm do việc chuyển đất sang KCN nên sản lượng khai thác công ty mẹ có thể bị giảm, nhưng vì Kampongthom đã đến đầu giai đoạn trưởng thành nên sản lượng sẽ tăng lên, làm cho tổng sản lượng không quá thay đổi.

#### Giai đoạn 2020 – 2025:

- Sản lượng tiêu thụ công ty mẹ đạt 11.000 tấn trong năm 2021 và giảm dần vào các năm sau.
- Sản lượng Kampongthom : trên 9000 tấn.
- Sản lượng thu mua : trên 20.000 tấn.

Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ được hưởng lợi từ kịch bản khả tích cực từ ngành cao su tự nhiên trong năm 2021 chủ yếu do **(1)** nguồn cung từ các quốc gia đối thủ (bao gồm Thái Lan và Malaysia) bị gián đoạn; **(2)** nhu cầu từ các khách hàng nhập khẩu lớn (bao gồm cả Trung Quốc) phục hồi **(3)** dịch COVID-19 tái bùng phát ở các nước sản xuất CSTN lớn trong thời gian gần đây sẽ tác động tiêu cực đến nguồn cung toàn cầu; trong khi đó, hoạt động sản xuất ở Trung Quốc và nhu cầu tiêu dùng ở Mỹ và EU đã phục hồi khi đại dịch được kiểm soát, thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm CSTN

Giả định công ty sẽ ghi nhận doanh thu mảng CSTN tăng trưởng 8.5% trong năm 2021, chủ yếu nhờ sản lượng thu mua tăng và giá bán trung bình (ASP) tăng 4% YoY và duy trì mức tăng 1% – 3% trong giai đoạn 2022 – 2025 khi tình hình kinh tế dần ổn định.

Chỉ tiêu	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Sản lượng khai thác (tấn)</b>	<b>11,000</b>	<b>10,500</b>	<b>10,000</b>	<b>9,500</b>	<b>9,100</b>
Năng suất vườn cây ( tấn/ha)	2	2	2	2	2
Sản lượng từ công ty	11,000	12,000	12,200	12,500	12,700
Sản lượng từ Phước Hòa Kampongthom	10,000	10,800	11,200	11,500	12,000
<b>Sản lượng mủ thu mua (tấn)</b>	<b>21,000</b>	<b>22,800</b>	<b>23,400</b>	<b>24,000</b>	<b>24,700</b>
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>	<b>32,000</b>	<b>33,300</b>	<b>33,400</b>	<b>33,500</b>	<b>33,800</b>
Gía bán bình quân ( trđ/ tấn)	34.32	35.01	35.40	35.75	36.11

**Thanh lý cây già:** theo kế hoạch giai đoạn 2020 – 2030, PHR sẽ chuyển đổi 6000ha đất cao su sang mảng KCN, nên chúng tôi cho rằng giai đoạn 2021 - 2024, PHR sẽ thanh lý 500 - 600 ha/năm với giá thanh lý gỗ 200 – 300 trđ/ ha.

## 2. Mảng KCN :

**Chuyển đổi đất trồng cao su cho KCN VSIP III là yếu tố dẫn dắt lợi nhuận và dòng tiền trong năm 2021**

Cơ chế chuyển đổi đất của VSIP III (tổng diện tích 691ha) là tương tự quá trình chuyển đổi tại NTU3, phí bồi thường ứng trước 1,3 tỷ đồng/ha tương ứng với tổng giá trị nhận được là 898 tỷ đồng dự kiến sẽ được thanh toán toàn bộ sau khi chính quyền địa phương phê duyệt kế hoạch chuyển đổi đất trồng cao su (VSIP đã thanh toán tạm ứng 150 tỷ đồng cho PHR trong năm 2019); bên cạnh 898 tỷ đồng tiền đền bù này trong giai đoạn 2021-2022, PHR sẽ nhận 20% thu nhập được chia từ doanh số bán đất tại KCN VSIP III và 20% lợi nhuận được chia từ cổ phần trong dự án KCN này, sẽ là yếu tố đóng góp lợi nhuận cho PHR trong trung và dài hạn.

Công ty kỳ vọng nhận được số tiền mặt từ VSIP III vào cuối năm 2021. Từ kế hoạch của PHR và lịch sử đền bù theo đúng kế hoạch của NTC, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng PHR sẽ nhận được số tiền bồi thường còn lại 748 tỷ đồng từ VSIP III vào cuối năm 2021.

**KCN Tân Bình :** Do tình hình dịch bệnh T6.2021 diễn biến khá tiêu cực tại tỉnh Bình Dương và toàn khu vực miền Nam, làm hoãn việc đi lại của các nhà đầu tư, chững lại quá trình triển khai quỹ đất mới, năm 2021 PHR sẽ chưa thể bàn giao hết phần quỹ đất còn lại của KCN Tân Bình. Chúng tôi cho rằng phần doanh thu chưa thực hiện còn lại là 1,530 tỷ đồng kỳ vọng sẽ ghi nhận khoảng 250 tỷ trong 2021 và phần còn lại sẽ được phân bổ trong 2022 – 2023.

➔ **Kết luận :** Việc đền bù đất của VSIP III là yếu tố đóng góp chính cho kết quả kinh doanh 2021, tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đây phần lợi nhuận phát sinh đột biến trong năm, mà không còn xảy ra vào những năm sau để đóng góp hoạt động kinh doanh cốt lõi của PHR, tăng trưởng dài hạn của PHR sẽ phụ thuộc vào sự khai thác các KCN mới, theo dự phóng của CSI, tiến độ thực hiện sẽ bắt đầu từ năm 2022 và chúng tôi sẽ cập nhật liên tục tình hình thực hiện dự án và đưa mức dự phóng hợp lý cho doanh nghiệp.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi lựa chọn các nhà sản xuất CSTN và chủ đầu tư KCN tập trung vào các dự án ở miền Nam để so sánh khi PHR có sự phụ thuộc lớn vào trồng cao su và phát triển KCN tại miền Nam. Trong khi tăng trưởng lợi nhuận của PHR chủ yếu đến dẫn dắt bởi mảng KCN, mảng cao su của công ty duy trì quan trọng do đóng góp tài sản lớn đáng kể.

Sử dụng phương pháp P/B và P/E với tỷ lệ 50:50, với mức P/B và P/E được dự phóng ở mức cẩn trọng lần lượt là 2.0 và 9.1 theo trung bình ngành, lịch sử doanh nghiệp và kỳ vọng của chúng tôi đối với mã cổ phiếu PHR. Từ đó chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là **58.300 đồng/cổ phiếu**, upside **9.8%** so với giá đóng cửa ngày 18.8.2021. Với dòng tiền dồi dào từ mảng BDS KCN, PHR có lịch sử chi trả cổ tức khá đều đặn với tỷ lệ chi trả 4000đ/cổ phiếu, theo chúng tôi, vùng mua hấp dẫn của PHR vào khoảng 45.000 – 48.000 đồng/ cổ phiếu.

**Chỉ số tài chính năm 2020 các công ty cùng ngành:**

STT	Mã CK	Tên	Sàn	P/E	P/B	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Tăng trưởng doanh thu thuần : %	Tỷ suất lợi nhuận thuần %	Vốn vay ngắn dài hạn/Vố n CSH	ROA %	ROE %
1	NTC	KCN Nam Tân Uyên	UPCOM	18.8 2	8.01	5,475	36%	110%	0.87	7%	46%
2	BAX	Cao su Thống Nhất	HNX	5.52	2.87	804	69%	47%	0.00	17%	63%
3	MH3	KCN Cao su Bình Long	UPCOM	10.0 3	2.50	674	-24%	64%	0.00	7%	24%
4	BCM	Becamex IDC	HOSE	29.7 1	3.73	58,167	-6%	28%	0.89	4%	12%
5	TIP	PT KCN Tín Nghĩa	HOSE	8.97	2.10	1,212	20%	53%	0.08	15%	24%
6	LHG	KCN Long Hậu	HOSE	9.06	1.40	1,800	8%	31%	0.16	8%	16%
7	D2D	Phát triển Đô thị số 2	HOSE	6.18	1.71	1,655	-53%	75%	0.00	13%	30%
8	SZC	Sonadezi Châu Đức	HOSE	18.7 1	2.75	3,480	31%	43%	1.31	5%	15%
		Trung bình	13.4	3.1	9,158. 4	0.10	0.56	0.41	0.10	0.29	
		Trung vị	9.5	2.63	1,727. 5	0.14	0.50	0.12	0.08	0.24	
	PHR	Cao su Phước Hòa	HOSE	9.1	2.0	7,114	0%	69%	0.19	18%	37%

➔ Dài hạn hơn, triển vọng tăng trưởng của PHR sẽ phụ thuộc vào khả năng giải phóng mặt bằng cho phần diện tích còn lại của KCN Tân Bình mở rộng, Lai Hưng, Tân Lập I để mở rộng quỹ đất phát triển KCN trong 5 năm tới.

**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
**Bảng cân đối kế toán**

<b>Chỉ tiêu (tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,194	1,051	1,369	2,302	3,111
Tiền và tương đương tiền	294	241	362	670	428
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	532	298	344	969	2,071
Các khoản phải thu	160	218	297	227	241
Hàng tồn kho, ròng	177	258	308	327	294
Tài sản lưu động khác	31	36	57	109	77
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>2,666</b>	<b>3,245</b>	<b>3,718</b>	<b>3,553</b>	<b>3,428</b>
Phải thu dài hạn	7	8	9	7	2
Tài sản cố định	622	923	1,212	1,427	1,781
Tài sản dở dang dài hạn	1,566	1,381	1,195	957	574
Đầu tư dài hạn	249	501	905	598	414
Tài sản dài hạn khác	154	338	275	388	483
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>3,860</b>	<b>4,295</b>	<b>5,087</b>	<b>5,855</b>	<b>6,539</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1,565</b>	<b>1,884</b>	<b>2,401</b>	<b>3,253</b>	<b>3,228</b>
Nợ ngắn hạn	1,016	1,063	783	1,245	1,137
Nợ dài hạn	549	821	1,618	2,008	2,091
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2,296</b>	<b>2,411</b>	<b>2,687</b>	<b>2,601</b>	<b>3,311</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3,860</b>	<b>4,295</b>	<b>5,087</b>	<b>5,855</b>	<b>6,539</b>

**Bảng kết quả kinh doanh**

<b>Chỉ tiêu (tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Doanh số	1,179	1,654	1,561	1,640	1,635
Các khoản giảm trừ	-1	0	-3	-1	-3
<b>Doanh số thuần</b>	<b>1,178</b>	<b>1,654</b>	<b>1,558</b>	<b>1,639</b>	<b>1,632</b>
Giá vốn hàng bán	-1,020	-1,370	-1,283	-1,286	-1,243
Lãi gộp	158	284	274	353	389
Thu nhập tài chính	77	75	163	187	188
Chi phí tài chính	-21	-51	-41	-48	-54
Trong đó: Chi phí lãi vay	-19	-49	-28	-30	-50
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	25	27	69	-1	38
Chi phí bán hàng	-18	-21	-25	-28	-29
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-61	-81	-79	-90	-84
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	158	233	362	373	447
Thu nhập khác	102	203	420	235	936
Chi phí khác	-1	-24	-12	-2	-1
Thu nhập khác, ròng	101	179	408	234	935
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	260	412	770	607	1,382
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-59	-86	-122	-123	-253
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	23	4	-4	4	-4
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-37	-81	-127	-119	-257
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	223	331	644	488	1,125
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3	5	15	38	43
<b>Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>220</b>	<b>326</b>	<b>628</b>	<b>450</b>	<b>1,082</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	2,804	4,147	4,674	2,863	7,711

**LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI: [csl.research@vnsci.com.vn](mailto:csl.research@vnsci.com.vn)**

**Người thực hiện: Nguyễn Phương Linh**

Chuyên viên phân tích

Email: [linhp@vnsci.com.vn](mailto:linhp@vnsci.com.vn)

#### **TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI**

**Lưu Chí Kháng**

Trưởng phòng trung tâm nghiên cứu

Email: [khanglc@vnsci.com.vn](mailto:khanglc@vnsci.com.vn)

#### **Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán**

**Lê Văn Thành**

Chuyên viên phân tích

Email: [thanhlv@vnsci.com.vn](mailto:thanhlv@vnsci.com.vn)

**Nguyễn Thị Quỳnh Hương**

Chuyên viên Tiếng Trung

Email: [huongntq@vnsci.com.vn](mailto:huongntq@vnsci.com.vn)

#### **Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp**

**Vũ Thùy Dương**

Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [duongvt@vnsci.com.vn](mailto:duongvt@vnsci.com.vn)

**Đỗ Quang Trung**

Chuyên viên phân tích

Email: [trungdq@vnsci.com.vn](mailto:trungdq@vnsci.com.vn)

**Nguyễn Phương Linh**

Chuyên viên phân tích

Email: [linhp@vnsci.com.vn](mailto:linhp@vnsci.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

#### **TRỤ SỞ CSI**

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội  
 ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: <https://www.vnsci.com.vn/>