

MUA

CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) “Không chỉ là cao su”

Báo cáo phân tích lần đầu

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	36,800
Giá đóng cửa	30,500
23/5/2017	
Upside	20.7%

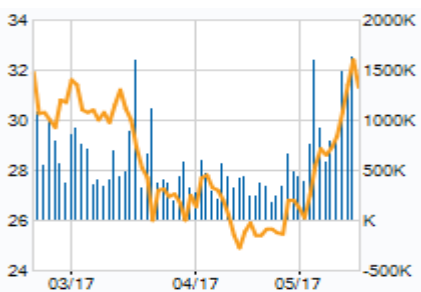
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	78,490,047
Vốn hóa (tỷ đ)	2,456.7
KLGD TB 10 phiên	1,024,856

Cơ cấu cổ đông

VRG	69%
Asia Value Investment	4.99%
Halley Sicav	2.96%
Viettin Bank	0.51%
Khác	22.54%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê
lenbh@bsc.com.vn

Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa được thành lập năm 1993, với vốn điều lệ hiện nay là 813 tỷ đồng. Công ty là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành cao su tự nhiên, với 9,000 hecta vườn cây và nhà máy công suất 29,000 tấn/năm.

Các báo cáo cũ: [Link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PHR với giá mục tiêu **36,800 đồng/cp, upside 20.7%**, theo phương pháp P/E với mức hệ số P/E được chọn là 10x, và theo ước tính lợi nhuận đột biến thu về từ việc chuyển nhượng đất cho KCN VSIP. Mức giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh được mức lợi nhuận đột biến từ VSIP.

Điểm nhấn đầu tư

- Giá cao su trong nước trong 4 tháng đầu năm mức trung bình 45.6 triệu, tăng hơn 50% so với mức giá trung bình 2016
- Giá thanh lý vườn cây cao su tăng mạnh (160 lên 220 triệu/ha), do Trung Quốc siết chặt việc chặt cây. PHR có 1,500 hecta dự kiến sẽ thanh lý trong năm 2017.
- Vườn cây từ Campuchia bắt đầu đóng góp sản lượng từ 2016, và sẽ đi vào khai thác 100% từ năm 2020.

Catalyst

- Chuyển nhượng 800 hecta vườn cao su cho KCN Việt Nam – Singapore (VSIP 3), dự kiến đưa lại lợi nhuận trong khoảng 600 – 1000 tỷ đồng.
- Tập đoàn công nghiệp Cao Su (VRG) có chủ trương thoái phần vốn đầu tư 20.42% tại KCN Nam Tân Uyên và nhượng lại cho PHR (tỷ lệ sở hữu 32.85%) theo giá thị trường.

Dự báo KQKD:

BSC ước tính trong năm 2017, PHR sẽ ghi nhận 1,472 tỷ đồng doanh thu (+24.9% yoy) và 364.8 tỷ đồng LNTT từ hoạt động thường xuyên (+40.4% yoy).

Các chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016	2017F
DTT (tỷ đ)	1,896	1,605	1,227	1,178	1,472
% tăng trưởng yoy	-14%	-15%	-24%	-4%	25%
Tổng tài sản (tỷ đ)	3,403	3,429	3,300	3,860	3,666
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,155	2,253	2,193	2,296	2,291
Vốn điều lệ (tỷ đ)	813	813	813	813	813
LN sau thuế (tỷ đ)	375	267	215	223	314
% tăng trưởng yoy	-42%	-29%	-19%	4%	40%
EPS (VND/cp)	4,735	3,362	2,158	2,244	3,152
ROE	17.4%	11.8%	9.8%	9.7%	13.7%
ROA	11.0%	7.8%	6.5%	5.8%	8.6%
ROS	19.8%	16.6%	17.5%	19.0%	21.3%

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

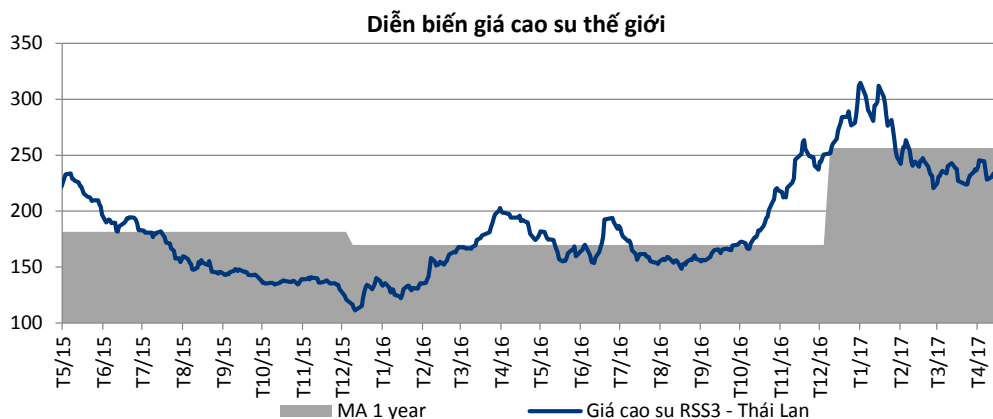
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PHR với giá mục tiêu **36,800 đồng/cp, upside 18%**. BSC cho rằng giá trị cổ phiếu hiện nay đã phản ánh được hoạt động thường xuyên của PHR, nhưng chưa phản ánh được giá trị dòng tiền liên quan đến việc đền bù chuyển nhượng dự án VSIP 3. Khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

Triển vọng giá cao su khả quan là động lực cho hoạt động cốt lõi	- Giá cao su trong nước trong 4 tháng đầu năm mức trung bình 45.6 triệu, tăng hơn 50% so với mức giá trung bình 2016 - Theo báo cáo của ANRPC (Association of Natural Rubber Producing Countries), thị trường cao su được dự báo sẽ thiếu cung trong năm 2017 - Như trong báo cáo ngành cao su đã được cập nhật trước đây, BSC cho rằng giá cao su tối thiểu có thể đạt mức trung bình 40 triệu/tấn, tương ứng mức tăng 30% so với giá cao su bán ra trung bình trong năm 2015.
Giá cao su thanh lý tăng cao	- Sau chính sách bảo vệ thiên nhiên và cấm chặt phá rừng ở Trung Quốc, nhu cầu gỗ cao su ở Việt Nam tăng mạnh, đã đẩy giá gỗ cao su lên mức cao. Ở một số thời điểm, giá thanh lý cao su lên tới 220 triệu/tấn, cao hơn đáng kể so với mức giá 160 triệu của năm 2016. - Phước Hòa là doanh nghiệp có cơ cấu vườn cây già, khiến PHR đang có hơn 4,000 hecta cần được thanh lý trong năm 2017-2019
Kỳ vọng từ các KCN và đền bù đất KCN	- PHR đang nắm giữ 80% ở KCN Tân Bình và 32.85% KCN Nam Tân Uyên. Tốc độ thu hút vốn FDI ở Bình Dương làm tăng cao nhu cầu thuê KCN ở khu vực này, qua đó đẩy nhanh tỷ lệ lấp đầy ở các công ty con/công ty liên kết - KCN Tân Bình đã được phê duyệt mở rộng hơn 1,000 hecta và KCN Nam Tân Uyên được phê duyệt mở rộng 352 hecta, là động lực tăng trưởng dài hạn Giá đất đền bù đất KCN dự kiến tăng mạnh từ 2018 (300 triệu lên 917 triệu/ha). BSC cũng lưu ý rằng do KCN Tân Bình là công ty con của PHR, báo cáo hợp nhất sẽ không ghi nhận khoản tiền đền bù từ KCN này do đã loại trừ giao dịch nội bộ. Đối với KCN Nam Tân Uyên, số tiền nhận về sẽ vẫn được ghi nhận như lợi nhuận vì chỉ là công ty liên kết của Phước Hòa. - Thông tin về việc đền bù đất từ dự án VSIP 3: 800 hecta, doanh thu tối thiểu 1 tỷ/hecta và lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng 600 – 1000 tỷ đồng. Lợi nhuận sẽ được ghi nhận trong 3-4 năm, có thể bắt đầu từ 2017
Vườn cao su Kampong Thom đảm bảo lợi nhuận dài hạn	- Tổng diện tích 7,600 hecta, tương ứng mức tăng 80% so với diện tích hiện nay - Đã bắt đầu khai thác từ 2016 nhưng chưa đưa lại hiệu quả. Toàn bộ dự án sẽ đi vào khai thác từ 2020 và những lứa cây đầu tiên sẽ bắt đầu mang lại năng suất cao.
Định giá: 36,800 đồng/cp	- Lợi nhuận trước thuế 2017 ước 364.8 tỷ đồng, tương ứng EPS 2017 đạt 3,152 (đã trừ đi 20% quỹ khen thưởng phúc lợi). Với mức lợi nhuận cốt lõi như trên, giá trị cổ phiếu PHR từ hoạt động cốt lõi ước tính ở mức 31,520 VND/cp, tương ứng với P/E = 10. - Lợi nhuận từ đền bù đất KCN được kỳ vọng tối thiểu là 600 tỷ, ghi nhận cho 4 năm từ 2018, tương ứng với mức giá trị chiết khấu về thời điểm hiện tại là 5,320 VND/cp.

Điểm nhấn đầu tư

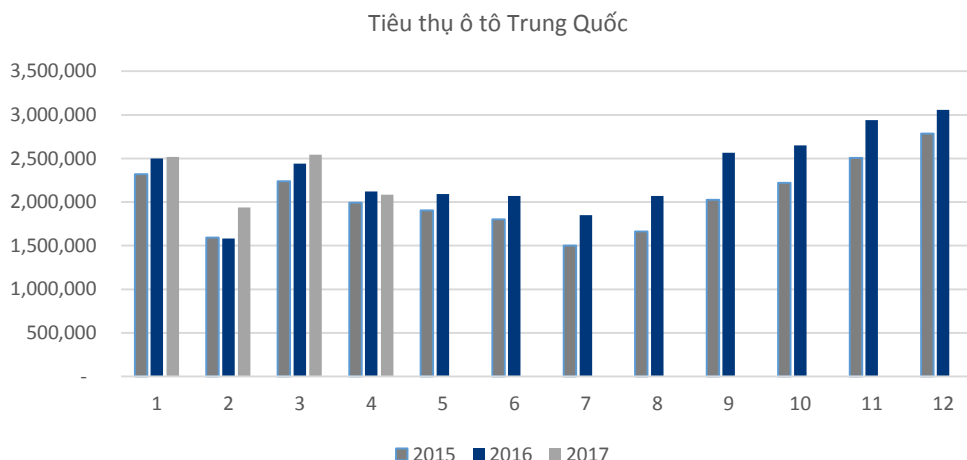
Điểm nhấn 1: Giá cao su dự báo tăng 40% so với mức trung bình 2016

Giá cao su thế giới sau giai đoạn tăng nóng vào đầu 2017 đã nhanh chóng điều chỉnh giảm và hiện đang ổn định giao dịch quanh mức 235 JPY/tấn, trong tháng 3 – tháng 5. Những biến động trong giá cao su được cho là kết quả của các hoạt động đầu cơ cùng với thông tin lũ lụt ở Thái Lan vào đầu 2017. Tại mức giá hiện tại, giá cao su vẫn đang cao hơn 40% so với mức giá trung bình của 2016.



Nguồn: Bloomberg

Tình hình tiêu thụ ô tô ở Trung Quốc chứng lại. Việc tăng thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe dung tích bé từ 5% lên 7.5% từ 1/1/2017 đã có ảnh hưởng đến tốc độ mua xe của quốc gia này. Cho 4 tháng đầu năm 2017, Trung Quốc tiêu thụ 9.1 triệu xe (+5.1% yoy), giảm 1 điểm phần trăm so với mức tăng 6.1% của 4M2016, và giảm hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 13.7% của cả năm 2016. Tuy vậy, thuế tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng lên mức 10% vào 1/1/2018 có thể thúc đẩy tiêu thụ ô tô vào các tháng cuối năm 2017, tương tự như diễn biến của năm 2016.



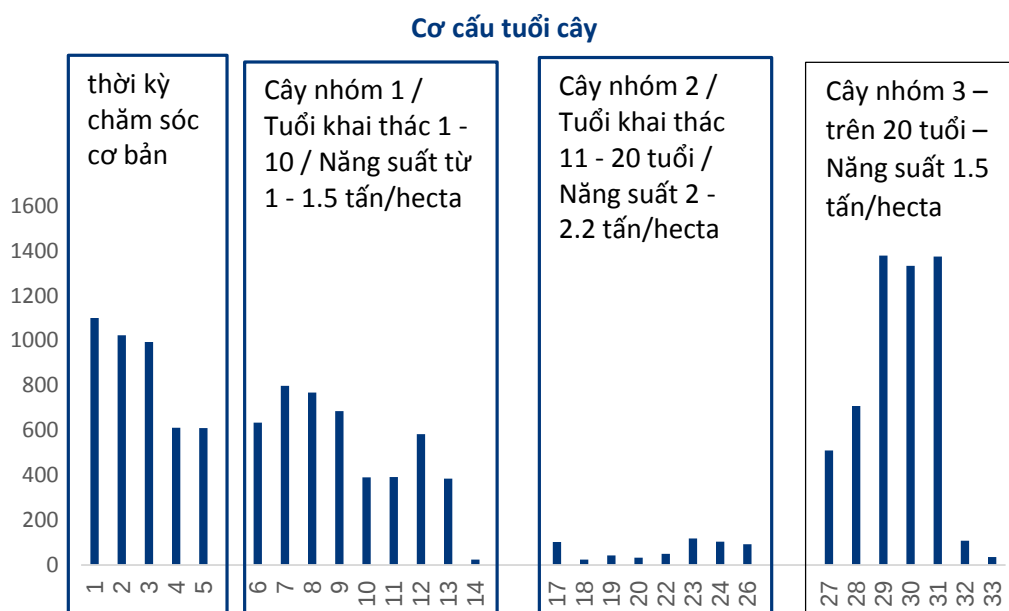
Theo dự báo của ANRPC (Association of Natural Rubber Producing Countries), là tổ chức chiếm tới 92% nguồn cung cao su toàn cầu, thì thị trường cao su được dự báo sẽ thiếu cung trong năm 2017. Nguồn cung cao su được hiệp hội dự báo ở mức 12.27 triệu tấn, thấp hơn nhu cầu cao su được dự báo là 12.8 triệu tấn. Theo đó, hiệp hội kỳ vọng

giá cao su sẽ được duy trì ở mức hiện tại cho nửa cuối năm. Cùng với đó, 3 quốc gia đứng đầu nguồn cung cao su là Thái Lan, Malaysia và Indonesia vẫn đang cân nhắc việc tiếp tục cắt giảm xuất khẩu trong năm 2017, mặc dù chưa có quyết định chính thức.

Giá cao su trong nước vẫn đang ở mức cao. Giá cao su hiện tại đang giao dịch quanh mức 52 triệu đồng/ tấn, và giá cao su trung bình cho 4 tháng đầu năm đạt 45.6 triệu đồng/tấn, cao hơn 50% so với mức giá trung bình 2016. Chúng tôi lưu ý rằng vườn cao su hiện chỉ mới bắt đầu thu hoạch, do vậy diễn biến giá ngắn hạn chưa ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với giả định thận trọng, BSC duy trì nhận định như trong [báo cáo ngành cao su gần đây nhất](#), BSC cho rằng giá cao su tối thiểu có thể đạt mức trung bình 40 triệu/tấn, tương ứng mức tăng 30% so với giá cao su bán ra trung bình trong năm 2016.

Điểm nhấn 2: Giá cao su thanh lý tăng mạnh

Cho năm 2017, chúng tôi kỳ vọng giá thanh lý vườn cao su sẽ tăng mạnh. Sau chính sách bảo vệ thiên nhiên và cấm chặt phá rừng ở Trung Quốc, nhu cầu gỗ cao su ở Việt Nam tăng mạnh, đã đẩy giá gỗ cao su. Ở một số thời điểm, giá thanh lý cao su lên tới 220 triệu/tấn, cao hơn đáng kể so với mức giá 160 triệu của năm 2016.

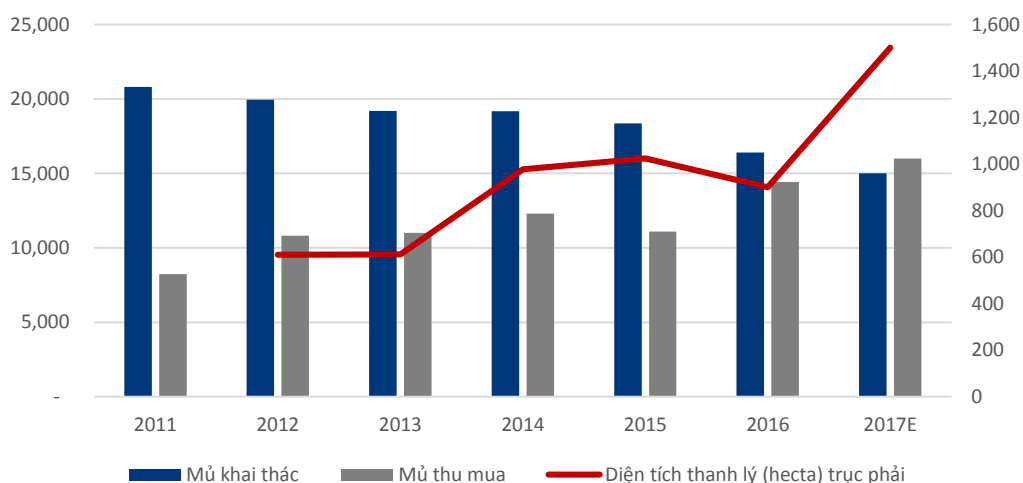


Nguồn: PHR, BSC Research, tại T11/2016

Trong số các doanh nghiệp niêm yết, Phước Hòa là đơn vị có diện tích thanh lý cao, trung bình 1,000 hecta giai đoạn 2014-2019. Việc tập trung thanh lý cây cao su là biện pháp cần thiết để Phước Hòa cơ cấu lại vườn cây, khi hiện tại hơn 50% diện tích vườn cây của PHR đang thuộc nhóm 3 (trên 20 tuổi) và đưa về năng suất thu hoạch thấp, trong khi tỷ lệ lý tưởng cho vườn cây cao su là các độ tuổi chia đều cho cả 3 nhóm cây. Theo đó, trong giai đoạn 2015-2018, Phước Hòa tập trung thanh lý vườn cây, với kỳ vọng đến năm 2020 sẽ đạt được cơ cấu tuổi hợp lý.

Hoạt động thanh lý ô ạt là điểm yếu trong hoạt động cốt lõi của PHR. Trong giai đoạn 2014-2016, diện tích thanh lý của PHR mỗi năm vào khoảng 1,000 hecta, tương ứng với khoảng 10% tổng diện tích. Việc liên tục chặt vườn cây khiến cho sản lượng thu hoạch cao su của PHR liên tục giảm từ mức 20,000 tấn năm 2011 xuống còn 14,000 tấn kế hoạch cho năm 2017, chỉ đáp ứng được 50% công suất sản xuất hiện tại của PHR, phần còn lại đến từ nguồn thu mua. Giá cao su thu mua thường sẽ biến động cùng với giá cao su đầu ra, theo đó không mang về lợi nhuận đáng kể cho doanh nghiệp. Do vậy, diện tích thu hoạch liên tục giảm làm giảm lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi của công ty trong các năm qua, và sẽ tiếp tục trong 2 năm tới.

Cơ cấu nguồn đầu vào mủ cao su



Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý trong bối cảnh giá cao su xuống thấp giai đoạn 2014-2016, việc chặt bỏ vườn cây đã giúp Phước Hòa duy trì được lợi nhuận tốt trong khi các doanh nghiệp trong ngành đều chịu ảnh hưởng mạnh. Mỗi hecta thanh lý mang về lợi nhuận ròng khoảng 120-130 triệu đồng – và đã trở thành nguồn thu nhập chính của PHR nói riêng và các công ty cao su nói chung trong 2 năm 2015-2016, khi giá cao su xuống mức đáy 6 năm và lợi nhuận thu về từ hoạt động cao su là không đáng kể.

BSC giả định mức giá cao su thanh lý trung bình của năm 2017 là 200 triệu/hecta, tương ứng với lợi nhuận ròng thu về 160 triệu/hecta. Với kế hoạch tiếp tục thanh lý thêm 1,500 hecta cho 2 năm 2017 và 2018, BCS ước tính cao su Phước Hòa sẽ tiếp tục ghi nhận khoảng 240 tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động thanh lý cao su trong 2 năm này, bù trừ cho khoản thu nhập mất đi do diện tích thu hoạch cao su thu hẹp.

Điểm nhấn 3 – Kỳ vọng từ các Khu Công Nghiệp

Bên cạnh hoạt động cao su cốt lõi, Phước Hòa đang đầu tư vào 2 dự án Khu Công Nghiệp và dự án KCN Tân Bình và KCN Nam Tân Uyên, đều là những dự án có hiệu quả kinh tế cao.

	Tỷ lệ PHR sở hữu	Tổng diện tích hiện nay (hecta)	Diện tích mở rộng thêm dự kiến	Diện tích cho thuê lũy kế (31/12/2016)	Doanh thu 2016 (tỷ đ)	LN 2016 (tỷ đ)
KCN Tân Bình	80%	244.53	1,000	111.09	25.025	5.77
KCN Nam Tân Uyên	32.85%	630.5	352	600	147.3	131.2

Các khu công nghiệp nói trên sử dụng vườn cây cao su của Phước Hòa để làm đất Khu Công nghiệp, và khi bàn giao đất sẽ phải đền bù cho Phước Hòa. Năm 2016, số tiền đền bù đất Phước Hòa nhận được từ 2 KCN nói trên là vào khoảng 106 tỷ đồng, cho khoảng 350 hecta đất giao lại, tương ứng mức tiền đền bù khoảng 300 triệu đồng/hecta. Đây là mức đền bù đã được phê duyệt bởi tập đoàn cao su VRG, khi có quyết định mở rộng KCN vào năm 2010.

Giá đất đền bù đất KCN dự kiến tăng mạnh từ 2018 (300 triệu lên 917 triệu/ha), do mặt bằng giá đất ở khu vực tỉnh Bình Dương đã tăng cao. Những phần diện tích mở rộng thêm của cả 2 KCN, dự kiến bắt đầu từ năm 2018, sẽ được áp giá đền bù 917 triệu đồng/hecta, cao gấp 3 so với mức ghi nhận trước đây. BSC cũng lưu ý rằng do KCN Tân Bình là công ty con của PHR, báo cáo hợp nhất sẽ không ghi nhận khoản tiền đền bù từ KCN này do đã loại trừ giao dịch nội bộ. Đối với KCN Nam Tân Uyên, số tiền nhận về sẽ vẫn được ghi nhận như lợi nhuận vì chỉ là công ty liên kết của Phước Hòa.

Phước Hòa cũng đang có ý định nâng tỷ lệ sở hữu của KCN Nam Tân Uyên. Khu công nghiệp này hiện đang được sở hữu bởi cả Phước Hòa (tỷ lệ 32.85%) và Tập đoàn công nghiệp Cao Su (VRG) là 20.42%. Dưới quy định tránh sở hữu chéo, công ty mẹ - con không được đầu tư vào cùng một doanh nghiệp. Theo đó tập đoàn đang có chủ trương thoái phần vốn đầu tư vào KCN Nam Tân Uyên và nhượng lại cho PHR theo giá thị trường. Sau khi thực hiện giao dịch chuyển nhượng này, tỷ lệ sở hữu của PHR trong KCN Nam Tân Uyên sẽ đạt hơn 51% và Nam Tân Uyên sẽ trở thành công ty con của Phước Hòa. Với tình hình thu hút đầu tư của tỉnh Bình Dương đang khả quan, các kế hoạch mở rộng diện tích cũng như việc nâng tỷ lệ sở hữu của PHR đều sẽ mang về chuyển biến tích cực cho kết quả kinh doanh của PHR.

BSC lưu ý về tiền đền bù đất do chuyển nhượng 800 hecta cho VSIP. Theo một số nguồn tin, PHR sẽ chuyển nhượng cho VSIP vào cuối năm nay, và chuyển nhượng dần trong khoảng 3-4 năm. Giá chuyển nhượng tối thiểu là 1 tỷ đồng/hecta, tương ứng với mức lợi nhuận ước tính khoảng 600 - 1000 tỷ trong vòng 3 năm. Đây là nguồn thu nhập lớn cho công ty, đặc biệt trong bối cảnh vườn cao su Kampong Thom chưa đóng góp đáng kể, và vườn cao su ở Việt Nam đang dần bị thu hẹp. Một cách thận trọng, BSC giả định PHR sẽ ghi nhận lợi nhuận 600 tỷ từ KCN, trải đều cho 4 năm từ 2018 - 2021. Chúng tôi lưu ý do việc bàn giao đất thực hiện vào cuối 2017, có khả năng PHR sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận này trong năm nay.

Bên cạnh đó, dòng tiền ghi nhận từ VSIP sẽ cải thiện tình hình tài chính của PHR. Doanh nghiệp hiện đang có nhiều nợ liên quan đến chi phí đầu tư cho vườn cao su ở

Campuchia, trong khi việc ngân hàng cho vay đang gặp khó. Theo đó BSC kỳ vọng dòng tiền mới sẽ được tập trung để trả bớt nợ, làm giảm áp lực tài chính và lãi vay.

Điểm nhấn 3: Vườn cao su Kampong Thom thu hoạch từ 2016 và đóng góp lợi nhuận từ 2020

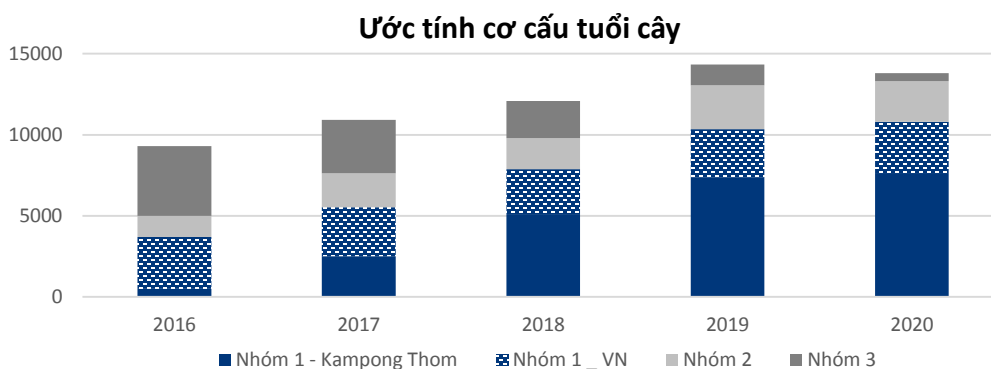
Với diện tích trồng cao su đang dần thu hẹp ở Việt Nam, các doanh nghiệp cao su trong nước đều có các dự án trồng cao su ở Campuchia, là động lực tăng trưởng dài hạn của ngành cao su nói chung. Trong số các doanh nghiệp lớn, Phước Hòa là đơn vị có diện tích trồng thêm lớn nhất, và đã bắt đầu đi vào khai thác.

	Diện tích vườn Campuchia	Năm bắt đầu khai thác
Phước Hòa	7,600	2016
Đồng Phú	6,500	2016
Tây Ninh	5,900	2019

Dự án Phước Hòa – Kampong Thom có tổng diện tích trồng cao su 7,600 ha, tương đương với mức tăng 80% so với diện tích hiện tại của Phước Hòa. Công ty đã bắt đầu việc trồng cao su vào năm 2009, và trong năm 2016 đã bắt đầu đưa vào khai thác 400ha. Mặc dù vậy, những vườn cây non mới đưa vào khai thác khiến năng suất còn ở mức thấp. Sản lượng mủ khai thác ở Kampong Thom trong 2016 từ chỉ đạt 215.7 tấn quy khô, tương ứng với mức năng suất ước tính của vườn cây mới là khoảng 0.5 tấn/ha cho năm 2016, chưa thể mang lại lợi nhuận cho PHR.

Tổng vốn đầu tư dự kiến là 1,130 tỷ đồng, trong đó có 50% vốn chủ và 50% vốn vay. Đến cuối tháng 2016, tổng nguồn vốn đã đầu tư vào khoảng 925 tỷ đồng, tương ứng hơn 80% tổng giá trị đầu tư của dự án. Nguồn vay dài hạn từ SHB với mức lãi suất 6%/năm. Đối với vấn đề tài chính, doanh nghiệp đang gặp một số trục trặc với khoản vay từ SHB thuộc Campuchia, do ngân hàng đã yêu cầu phải hoàn trả tiền vay dài hạn sớm hơn so với hợp đồng đã ký. Công ty cho biết đang thương thảo với một số ngân hàng để có thể chuyển khoản vay này. Trong ngắn hạn, công ty mẹ vẫn đang hỗ trợ tích cực cho dự án về mặt tài chính.

BSC cho rằng dự án Campuchia sẽ bắt đầu đáng kể lên lợi nhuận của PHR từ năm 2020, khi toàn bộ vườn cây đi vào hoạt động và lứa cây đầu tiên (2016-2017) bắt đầu đưa lại năng suất cao. Theo đó, đến năm 2020, vườn cây sẽ đóng góp chính lên tăng trưởng của PHR, đồng thời cơ cấu tuổi cây ở cả Việt Nam và Campuchia ổn định giúp hoạt động cốt lõi có tăng trưởng tốt.



Ước tính KQKD và định giá

BSC ước tính trong năm 2017, PHR sẽ ghi nhận 1,472 tỷ đồng doanh thu (+24.9% yoy) và 364.8 tỷ đồng LNTT từ hoạt động thường xuyên(+40.4% yoy). Trong đó:

- Lợi nhuận từ hoạt động cao su cốt lõi ước đạt 120.6 tỷ đồng (+100% yoy), với giá định giá bán trung bình đạt 40 triệu/tấn, và giá thành sản xuất ở mức 32 triệu/tấn, cao hơn so với mức kế hoạch 30 triệu/tấn
- Cao su thu hoạch ước đạt 15,000 tấn, cao hơn mức kế hoạch đề ra là 14,000 tấn. Cao su thu hoạch được ước tính dựa trên diện tích khai thác và năng suất giá định 1.9 tấn/hecta
- Lợi nhuận từ hoạt động thanh lý cao su ước đạt 240 tỷ đồng (+81% yoy) do diện tích thanh lý tăng lên mức 1,500 hecta (66%) và lợi nhuận từ hoạt động thanh lý tăng 14% đạt 160 triệu/hecta
- Lợi nhuận từ đền bù KCN Nam Tân Uyên ước đạt 12 tỷ đồng, giảm mạnh từ mức 106 tỷ năm 2016, do KCN Nam Tân Uyên hiện đã full công suất

Triển vọng cho giai đoạn 2018-2020 đến từ việc mở rộng ở các khu công nghiệp Tân Bình và Nam Tân Uyên. Đồng thời, chúng tôi giả định lợi nhuận sẽ bắt đầu được ghi nhận từ 2018 cho việc đền bù đất KCN VSIP, ước khoảng 150 tỷ/năm. Diện tích cây thanh lý còn nhiều, cùng với xu hướng giá gỗ cao su tăng cao cùng là một lợi thế trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên (không tính phần đền bù của VSIP) sẽ ổn định trong năm 2018 – 2019, và tăng tốt khoảng 20% trong năm 2020.

Từ năm 2020, PHR có triển vọng khả quan nhờ (1) Vườn cây Kampong Thom đi vào hoạt động ổn định, giúp cải thiện cơ cấu tuổi cây và đảm bảo năng suất thu hoạch của PHR (2) Các khu công nghiệp cũng hoàn thành quá trình mở rộng và hoạt động ổn định, không còn những biến động liên quan đến chuyển nhượng / bồi thường đất.

Định giá

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PHR vào khoảng 36,800 VND/cp, với giả định lợi nhuận thu về từ đền bù KCN VSIP vào khoảng 600 tỷ đồng. Giá cổ phiếu hiện tại đang được giao dịch ở mức 30,700 VND/cp, khá hợp lý cho tình hình kinh doanh cốt lõi hiện tại của PHR, tuy vậy chưa phản ánh được tiềm năng từ mức lợi nhuận đột biến nói trên.

Giá trị hợp lý được BSC ước tính dựa trên 2 mảng lợi nhuận: Lợi nhuận thường xuyên và lợi nhuận đột biến

- Lợi nhuận trước thuế 2017 ước 364.8 tỷ đồng, tương ứng EPS 2017 đạt 3,152 (đã trừ đi 20% quỹ khen thưởng phúc lợi). Với mức lợi nhuận cốt lõi như trên, giá trị cổ phiếu PHR từ hoạt động cốt lõi ước tính ở mức 31,520 VND/cp, tương ứng với P/E = 10.
- Cùng với mảng lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi, với thông tin lợi nhuận đột biến từ việc đền bù giải phóng mặt bằng của KCN VSIP 3, với tổng lợi nhuận được

kỳ vọng tối thiểu là 600 tỷ, được ghi nhận cho 4 năm, tương ứng với mức giá trị tại thời điểm hiện tại là 5,320 VND/cp – áp dụng mức chiết khấu $r = 10\%$

Theo đó, giá trị hợp lý của PHR là tổng giá trị từ 2 nguồn lợi nhuận nói trên, ở mức 36,835 VND/cp

Phân tích độ nhạy

BSC lưu ý những giả định sử dụng trong định giá là khá thận trọng, và lưu ý mức giá hợp lý của PHR có thể thay đổi với các yếu tố sau:

		Giá cao su (triệu vnd/tấn)				
		38	40	42	44	46
Lợi nhuận đền bù từ VSIP 3(tỷ đ)	0	28,913	31,518	34,124	36,729	39,334
	400	32,458	35,063	37,668	40,273	42,878
	600	34,230	36,835	39,440	42,045	44,650
	800	36,002	38,608	41,213	43,818	46,423
	1000	37,775	40,380	42,985	45,590	48,195

Phụ Lục – Tổng kết tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY16	FY17	FY18	Cân đối kế toán (tỷ đ)	FY16	FY17	FY18
Doanh số thuần	1,178,192	1,471,981	1,172,720	Tài sản			
Giá vốn hàng bán	-1,020,132	-1,263,625	-949,796	Tài sản ngắn hạn	1,193,969	900,890	809,652
Lãi gộp	158,059	208,356	222,924	I. Tiền và tương đương tiền	293,464	732,819	675,751
Chi phí bán hàng & QLDN	-79,757	-87,733	-96,506	II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	532,036	532,036	532,036
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	78,302	120,623	126,418	III. Các khoản phải thu	160,167	128,430	102,320
Thu nhập tài chính	76,672	50,950	64,308	IV. Hàng tồn kho, ròng	177,263	196,077	147,380
Chi phí tài chính	-21,127	-21,227	-20,805	V. Tài sản lưu động khác	31,040	39,641	31,582
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-18,866	0	0	Tài sản dài hạn	2,666,390	2,765,215	2,955,418
Thu nhập khác, ròng	101,406	157,208	289,208	I. Phải thu dài hạn	7,310	9,133	7,276
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	24,507	57,236	65,822	II. Tài sản cố định	621,568	961,763	1,374,694
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	259,759	364,791	524,951	III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	68,210	68,210	68,210
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	223,333	313,635	451,336	IV. Đầu tư dài hạn	249,292	329,270	388,796
Cổ đông của Công ty mẹ	220,200	309,236	445,005	V. Tài sản dài hạn khác	153,584	153,584	153,584
EPS	2,244	3,152	4,536	Nguồn vốn			
Khả năng sinh lời				I. Nợ ngắn hạn	1,015,673	885,251	786,890
Biên lợi nhuận gộp	13.42%	8.25%	7.55%	II. Nợ dài hạn	549,067	490,342	410,154
Biên lợi nhuận thuần	6.65%	3.15%	2.97%	I. Vốn và các quỹ	2,295,621	2,290,513	2,568,026
Biên LNTT	22.05%	3.50%	3.30%				
ROE	23.63%	16.12%	15.50%				
ROA	8.92%	7.02%	6.69%				
ROIC	14.35%	11.26%	10.71%				
Hiệu quả hoạt động							
Vòng quay hàng tồn kho	5.8	6.4	6.4				
Vòng quay khoản phải thu	7.4	11.5	11.5				
Vòng quay khoản phải trả	23.1	23.1	23.1				
Chỉ số thanh khoản							
Thanh toán hiện thời	1.18	1.02	1.03				
Thanh toán nhanh	1.00	0.80	0.84				
Khả năng thanh toán							
Nợ/ TTS	0.41	0.38	0.32				
Nợ/VCSH	0.68	0.60	0.47				

Phụ Lục 2 – So sánh với ngành các chỉ số tài chính 2016

	PHR	DPR	TRC
Chỉ số hoạt động			
Diện tích khai thác (ha)	8,324	7,020	4,615
Năng suất 2016 (tấn/ha)	2.0	1.92	1.91
Công suất sản xuất (tấn/năm)	27,000	17,000	9,000
Chỉ số tài chính			
% tài sản ngắn hạn	32.3%	34.3%	22.4%
% tài sản dài hạn	67.7%	65.7%	77.6%
% nợ	23.6%	9.3%	5.9%
% VCSH	66.5%	90.7%	85.6%
Biên LNTT	20.9%	23%	23.4%
ROA	6.1%	4.9%	4.3%
ROE	9.8%	6.0%	5.0%
Hệ số thanh toán hiện thời	1.24	1.48	2.53
Hệ số thanh toán nhanh	1.01	1.34	2.51
tỷ lệ đòn bẩy (nợ vay / VCSH)	0.67	0.11	0.2
Định giá			
EPS 2016 (đã loại trừ KTPL)	2,125	2,550	1,930
EPS 2017 – dự báo	3,152	3,523	2,823
P/E forward	9.8	12.9	10.7
P/B	1.04	0.88	0.63

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 Vĩ mô, ngành và 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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

