

Ngành : Bất Động Sản | REAL ESTATE RESEARCH

Khuyến nghị

MUA

CTCP Cao su Phước Hòa (HSX: PHR)
Nút thắt chuyển đổi đất được giải quyết, thời điểm chuyển mình

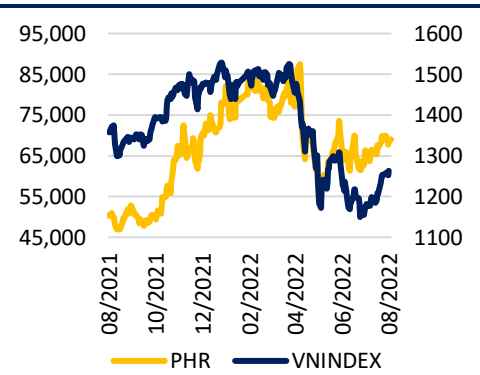
Giá hiện tại:	66,500	Ngày viết báo cáo:	18/08/2022	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành	135,499,198	Tập đoàn Công nghiệp Cao su VN	66.62%
Giá mục tiêu mới:	87,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,011	VinaCapital	5.76%
Tỷ suất cổ tức	6.0%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	728,868		
Tiềm năng tăng giá	30.8%	Sở hữu nước ngoài	13,68%		

Bộ phận Real Estate Research:
Lâm Việt
vietsl@bsc.com.vn

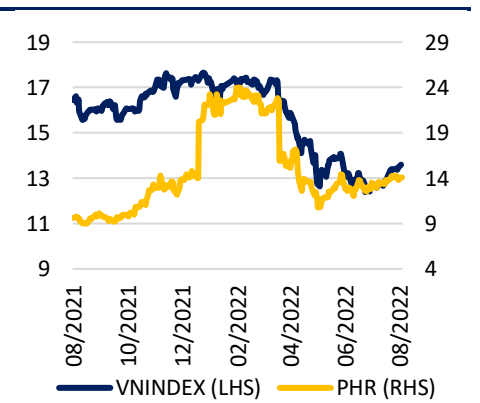
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Vũ Việt Anh
anhvv@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: VND
Giá cắt lỗ: VND

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E và VN-Index



	2020	2021	2022F	Peer
PE (x)	9.0	21.6	13.3	14.3
PB (x)	2.82	3.01	2.97	2.51
P/S (x)	5.5	4.6	4.5	3.62
ROE (%)	34.0%	16.5%	25.6%	21.0%
ROA (%)	17.2%	8.5%	11.8%	5.5%

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **PHR** với giá mục tiêu **87,000 VND/CP**, upside +30.8% so với giá ngày 18/08/2022 theo phương pháp định giá từng phần.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo 2022 sẽ là thời điểm khởi đầu cho sự phát triển của mảng KCN của PHR, theo đó:

Năm 2022: DTT và LNST đạt lần lượt 1,990 tỷ VND (+2% YoY) và 815 tỷ VND (+59% YoY), EPS fw= 5,002 VND/cp, PE fw=13.3x, P/B fw=2.97x.

Năm 2023: DTT và LNST đạt lần lượt 2,095 tỷ VND (+5% YoY) và 1,309 tỷ VND (+61% YoY), EPS fw= 8,189 VND/cp, PE fw=8.1x, P/B fw=2.57x.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Nút thắt pháp lý trong công tác chuyển đổi đất cao su sang khu công nghiệp được tháo gỡ, PHR kỳ vọng sẽ hưởng lợi kép nhờ vào tiền đền bù từ KCN VSIP 3 và ghi nhận lợi nhuận/cổ tức cao từ công ty liên kết NTC trong giai đoạn 2022-2024.
- Tăng trưởng dài hạn được đảm bảo bởi các KCN đang trong giai đoạn nghiên cứu, dự kiến triển khai trong giai đoạn 2023-2025.
- Mảng kinh doanh chính là cao su kỳ vọng vẫn tích cực trong ngắn hạn nhờ (1) giá bán duy trì khi cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang dòng cao su chất lượng kỹ thuật cao và (2) sản lượng khai thác cao hơn khi tuổi đời của cây cao hơn.

RỦI RO

- Tiến độ đền bù từ KCN VSIP 3 chậm hơn dự kiến.
- Các KCN đang trong giai đoạn nghiên cứu vẫn chưa có nhiều thông tin và rủi ro chậm phê duyệt dự án từ phía các cơ quan quản lý.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- Trong 6T2022, DTT đạt 607 tỷ VND (giảm -20% YoY) trong khi LNST đạt 346 tỷ VND (tăng 116% YoY)** nhờ vào việc ghi nhận 289 tỷ VND tiền đền bù, hỗ trợ thiệt hại thanh lý sớm vườn cây để triển khai KCN VSIP 3 trong khi thu nhập từ mảng cao su (giảm -12% YoY) và gỗ (giảm -73% YoY) chứng kiến sự chững lại sau 2 năm hưởng lợi từ giá cao su kinh doanh cao.

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	1,639	1,632	1,945	1,990
Lợi nhuận gộp	353	389	517	534
Lợi nhuận sau thuế	488	1,125	513	815
EPS	2,558	7,430	3,081	5,002
Tăng trưởng EPS	-36%	190%	-59%	62%

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

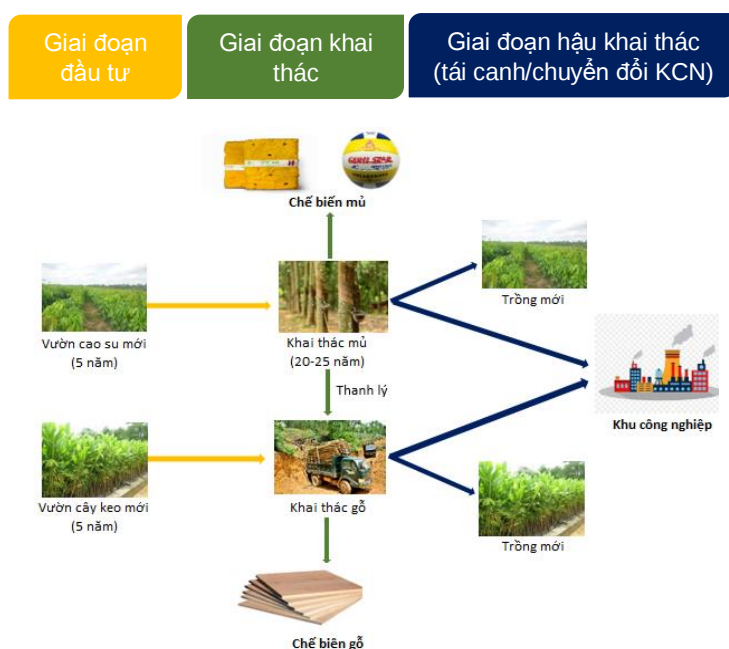
Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) tiền thân là đồn điền cao su Phước Hòa, được đổi tên thành Công ty cao su Phước Hòa vào năm 1982 thuộc Tổng cục Cao su Việt Nam, tiến hành cổ phần hóa vào năm 2007 và chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP HCM vào năm 2009. PHR là một trong những công ty hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực trồng trọt và kinh doanh cao su. Công ty sở hữu đồn điền cao su chủ yếu tại Bình Dương (12,508 ha), Đắk Lắk (226 ha), Campuchia (7,664 ha). Công suất chế biến hiện tại đạt trên 33,000 tấn/năm với danh mục sản phẩm tập trung vào cao su chất lượng kỹ thuật cao SVR L, SVR 5, SVR CV (~70% sản lượng). Bên cạnh mảng cao su tự nhiên, PHR còn trực tiếp sở hữu 80% cổ phần CTCP KCN Tân Bình và 32.9% cổ phần CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC)

Các công ty con, công ty liên kết tạo nên một chuỗi giá trị khép kín cho mô hình hoạt động của PHR

Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Địa bàn kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Vốn đầu tư ban đầu
CÔNG TY CON				
CTCP Cao su Trường Phát	Gỗ cao su	Bình Dương	70%	35 tỷ VND
CT TNHH MTV Cao su Phước Hòa Đắk Lắk	Cao su tự nhiên	Đắk Lắk	100%	154 tỷ VND
CT TNHH Cao su và Lâm Nghiệp Phước Hòa Đắk Lắk	Cao su tự nhiên	Đắk Lắk	90%	41 tỷ VND
CT TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa Kampong Thom	Cao su tự nhiên	Campuchia	100%	946 tỷ VND
CTCP KCN Tân Bình	KCN	Bình Dương	80%	128 tỷ VND
CTCP Thành phố Nội thất VN	KCN, BĐS	Bình Dương	51%	10 tỷ VND
CÔNG TY LIÊN KẾT				
CTCP KCN Nam Tân Uyên	KCN	Bình Dương	32.9%	53 tỷ VND
CTCP Thể thao Ngôi sao Geru	Sản xuất sp cao su	TP HCM	26.8%	3 tỷ VND

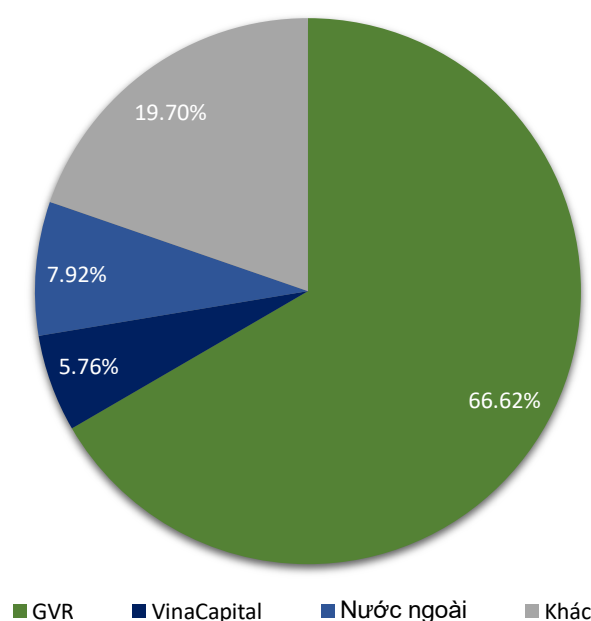
Nguồn: PHR

Các giai đoạn và mô hình kinh doanh



Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

Cơ cấu cổ đông



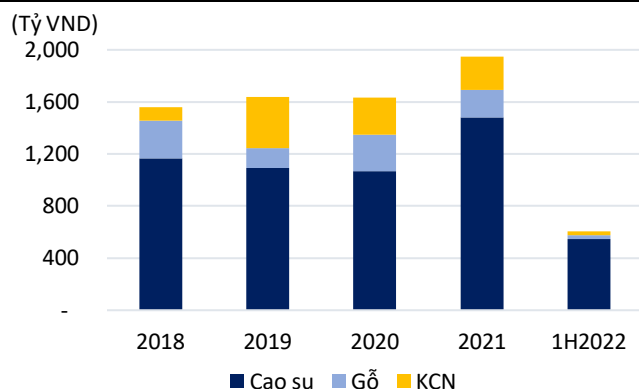
Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MĂNG CAO SU – GỖ

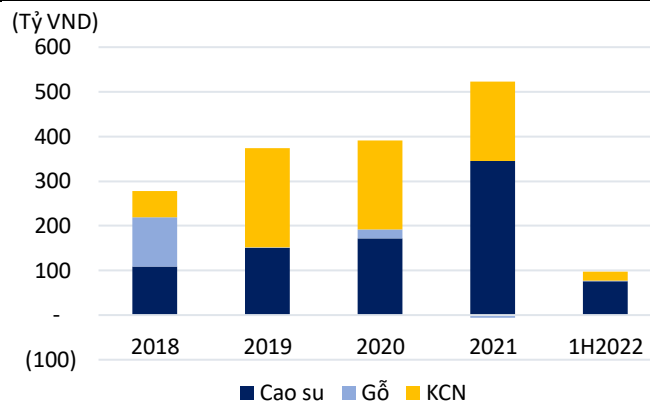
Khai thác và chế biến cao su tự nhiên là mảng kinh doanh chính đóng góp vào doanh thu hàng năm của CTCP Cao su Phước Hòa vì mảng KCN được ghi nhận đều trong suốt thời hạn thuê và hiện tại PHR chỉ mới triển khai một KCN Tân Bình (353 ha). Theo đó, **mảng kinh doanh cao su đóng góp khoảng 70% tổng doanh thu và 40-70% lợi nhuận gộp hàng năm do biên lợi nhuận gộp biến động theo giá cao su thiên nhiên**. Các sản phẩm gỗ đóng góp khoảng 10-15% tổng doanh thu và tổng lợi nhuận gộp.

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PHR

Cơ cấu lợi nhuận gộp



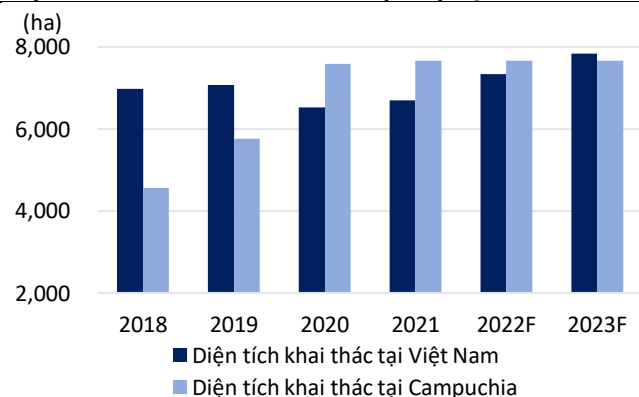
Nguồn: PHR

Hiện tại, PHR sở hữu ba nhà máy chế biến mủ cao su với tổng công suất thiết kế ~33,000 tấn/năm, bao gồm nhà máy chế biến Bó Lá (9,000 tấn/năm), nhà máy chế biến mủ ly tâm (4,000 tấn/năm) và nhà máy chế biến Cua Paris (20,000 tấn/năm) cũng như đang triển khai đầu tư các Nhà máy chế biến mủ cao su từ dây chuyền SVR 10 & SVR 20 thành dây chuyền chế biến SVR CV50 & SVR CV60 với giá bán và chất lượng kỹ thuật cao hơn tại Campuchia (Kampong Thom).

Năng suất khai thác mỗi cây sẽ ngày càng cao khi tuổi đời của cây tiến về năm thứ 20. **Hầu hết diện tích vườn cây kiến thiết cơ bản tại Campuchia mới bắt đầu đi vào khai thác toàn bộ từ 2021, kỳ vọng sẽ hỗ trợ tổng sản lượng khai thác mủ thô trong các năm tới.**

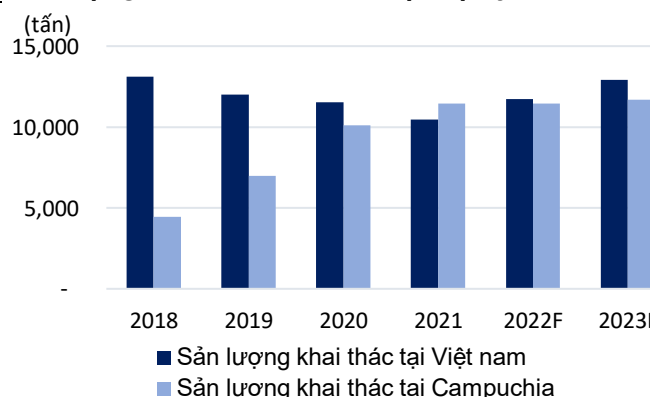
Công tác thu hoạch mủ cao su diễn ra trước - sau mùa mưa để tránh việc nước mưa ảnh hưởng đến chất lượng mủ. Bên cạnh đó, đầu ra của ngành cao su trong nước còn hạn chế dẫn đến hơn 35% tổng lượng cao su tiêu thụ của Việt Nam đến từ việc xuất khẩu sang nước ngoài. Do đó, mảng cao su mang tính mùa vụ tương đối cao, mùa cao điểm ghi nhận doanh thu lợi nhuận thường rơi vào quý 3 và quý 4.

Diện tích khai thác theo khu vực địa lý



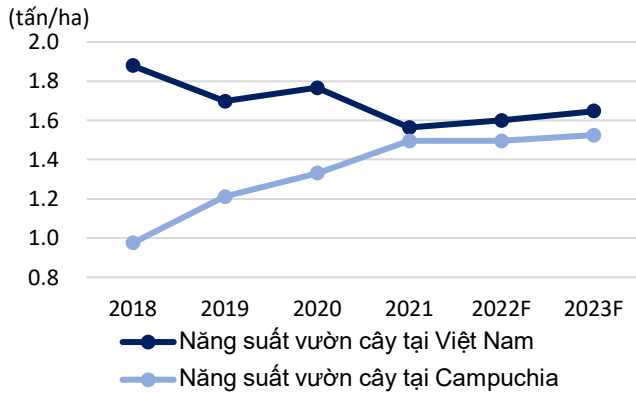
Nguồn: PHR

Sản lượng khai thác theo khu vực địa lý



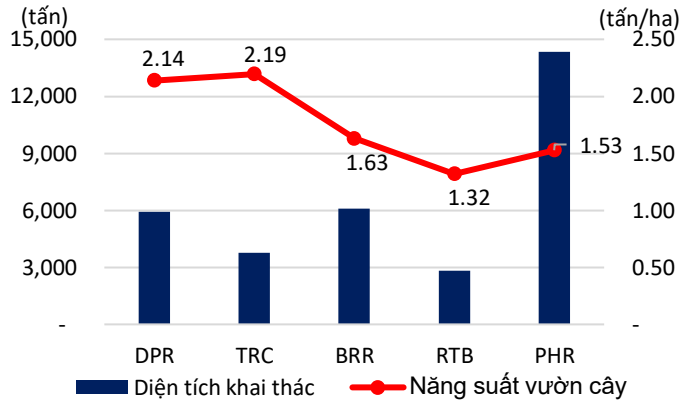
Nguồn: PHR

Năng suất vườn cây cao su tại Campuchia vẫn chưa đạt mức cao do tuổi đời của cây còn thấp



Nguồn: PHR

Năng suất khai thác của PHR chưa cao so với các doanh nghiệp cùng ngành



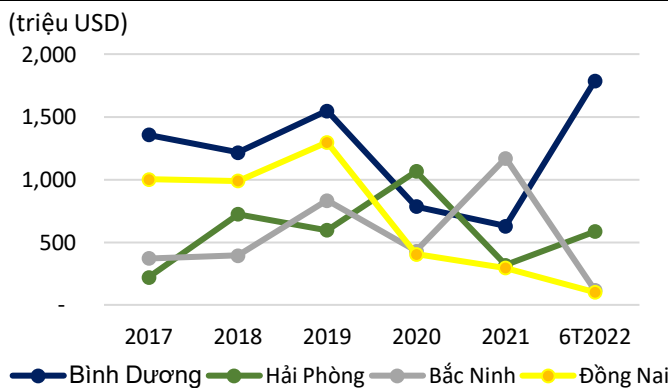
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Ngành cao su tương đối thâm dụng lao động, chi phí sản xuất kinh doanh còn phụ thuộc nhiều vào việc thu mua mủ cao su từ các tiểu điền. Tổng chi phí cho nhân công và nguyên vật liệu chiếm từ 72-80% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của PHR, trong đó khoảng 45-55% đến từ chi phí nguyên vật liệu. Giá thu mua cao su thô từ tiểu điền thường thấp hơn giá thị trường khoảng 10-20% do tiêu chuẩn chất lượng mủ này không được đảm bảo, tuy nhiên vẫn biến động cùng chiều theo giá cao su thiên nhiên thế giới.

2. MẢNG KHU CÔNG NGHIỆP

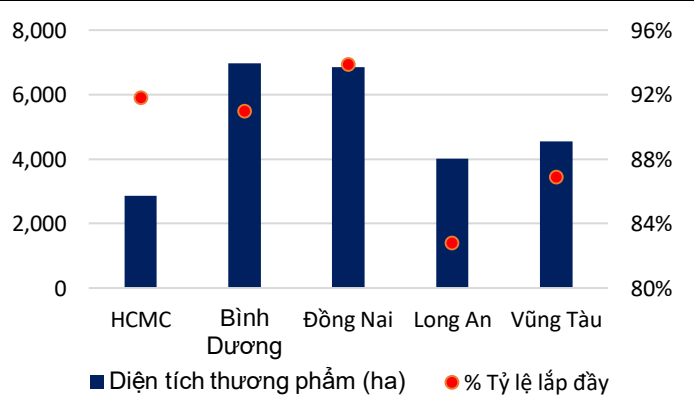
Bình Dương luôn là một điểm đến hấp dẫn trong mắt các doanh nghiệp FDI. Lợi thế về vị trí địa lý khu vực vệ tinh của TP HCM (25 km), nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, quy hoạch hạ tầng đồng bộ và sự đồng hành của tỉnh trong việc hỗ trợ các doanh nghiệp, Bình Dương luôn nằm trong top tỉnh/thành có dòng vốn FDI đăng ký cao nhất tại Việt Nam từ 2014 đến nay. Tổng số KCN được quy hoạch trên địa bàn tỉnh là 33 KCN, ban Quản lý các KCN Bình Dương trực tiếp quản lý 29 KCN (tổng quy mô 12,663 ha) trong đó có 27 KCN đang hoạt động và 2 KCN đang hoàn thành các thủ tục cuối cùng (KCN VSIP 3 và KCN Cây Trường). **Theo Ban Quản lý các KCN Bình Dương, bao gồm cả 2 KCN chưa đi vào vận hành này, tỷ lệ lấp đầy tính đến cuối Q1/2022 đã là 89.98% cho thấy nguồn cung đất KCN tại Bình Dương còn tương đối hạn chế, trong khi nhu cầu của các doanh nghiệp vẫn duy trì ở mức cao.**

Bình Dương luôn duy trì vị thế là tỉnh phát triển công nghiệp dẫn đầu trong việc thu hút FDI đăng ký mới.



Nguồn: GSO, MPI

Diện tích thương phẩm và tỷ lệ lấp đầy các KCN tại khu vực phía Nam tính đến cuối T6/2022



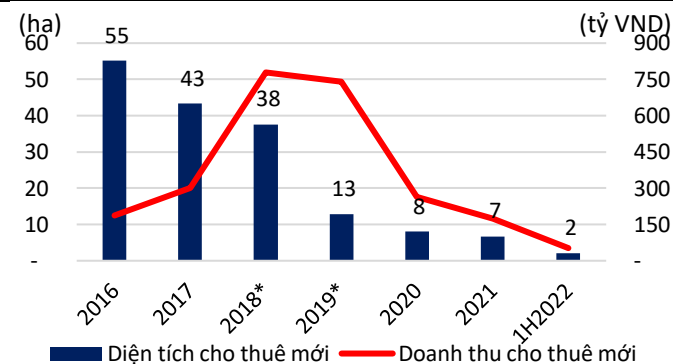
Nguồn: Cushman & Wakefield

Hiện tại, **Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP (HoSE: BCM)** là doanh nghiệp thống trị thị phần diện tích đất KCN tại Bình Dương. Theo ước tính của chúng tôi, BCM hiện đang trực tiếp vận hành 4,751 ha đất KCN (chiếm 38% tổng diện tích KCN tại Bình Dương) và VSIP – liên doanh giữa Becamex IDC và Sembcorp - vận hành 3,845ha

đất KCN (chiếm 30% tổng diện tích KCN tại Bình Dương). Ngoài ra, hầu như toàn bộ phần diện tích KCN chưa lấp đầy tại Bình Dương đều đến từ KCN Cây Trường (700 ha) của BCM và KCN VSIP 3 (1,000 ha) của VSIP.

Quỹ đất lớn đang chờ chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang khu công nghiệp. PHR hiện đang sở hữu khoảng 12,508 ha đất trồng cao su tại Bình Dương và 691 ha đã giao cho UBND tỉnh Bình Dương để bàn giao lại cho VSIP triển khai KCN VSIP 3. Định hướng kinh doanh của công ty phù hợp với chiến lược của Công ty mẹ - Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HoSE: GVR) là sẽ tập trung chuyển đổi đất cao su có giá trị gia tăng thấp sang đất KCN và nông nghiệp công nghệ cao với khả năng sinh lời cao hơn. **Tuy vậy, tốc độ chuyển đổi vẫn còn chậm trong 5 năm vừa qua vì tình ưu tiên phát triển công nghiệp một cách bền vững, tập trung đồng bộ hạ tầng và quy trình pháp lý còn chưa rõ ràng.**

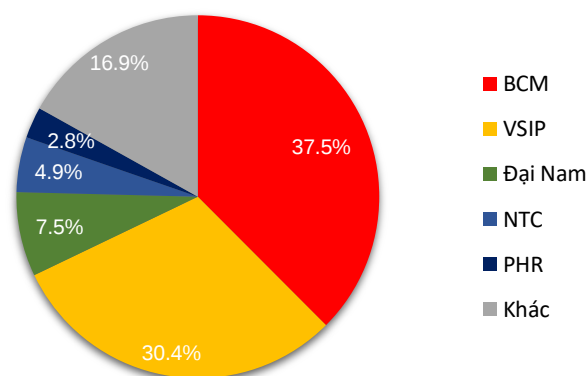
Quá trình triển khai cho thuê tại KCN Tân Bình



(*) Doanh thu cho thuê mới 2018-2019 tăng cao vì nhiều KH bắt đầu chuyển từ trả tiền thuê đất hàng năm sang trả tiền thuê đất một lần

Nguồn: PHR, BSC Research

Thị phần diện tích KCN tại tỉnh Bình Dương



Nguồn: Ban Quản lý KCN Bình Dương, BSC Research

PHR hiện diện trong mảng phát triển KCN tại Bình Dương thông qua công ty con (80% CTCP KCN Tân Bình) và công ty liên kết (32.9% CTCP KCN Nam Tân Uyên). Công ty con CTCP KCN Tân Bình là chủ đầu tư dự án KCN Tân Bình (353 ha) được triển khai từ năm 2012, đã lấp đầy khoảng 87.6% bởi các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực sản xuất gỗ, giày dép và giấy bao bì. Phần diện tích chưa cho thuê còn lại vẫn đang trong quá trình GPMB và cho thuê cuốn chiếu. CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC) trực tiếp vận hành hai KCN đã lấp đầy 100% gồm KCN Nam Tân Uyên 332 ha (KCN NTU1), KCN Nam Tân Uyên mở rộng GĐ1 289 ha (KCN NTU2) và một KCN NTU3 364ha vẫn đang chờ UBND tỉnh Bình Dương giao đất.

Danh mục các khu công nghiệp đang triển khai và tiềm năng triển khai

Dự án	Tỷ lệ sở hữu PHR	Quy mô (ha)	NSA (ha)	Năm triển khai	Tỷ lệ lấp đầy	Tình trạng
KCN Tân Bình	80%	353	245	2012	87.63%	Đang triển khai cho thuê
KCN NTU3	33%	346	255	2023F	0%	Chờ UBND tỉnh giao đất
KCN VSIP 3	#N/A*	1,000	650	2023F	0%	Chờ UBND tỉnh giao đất. Đang đàm phán thống nhất mức phí bồi thường/tỷ lệ góp vốn với VSIP
KCN Tân Lập	51%	200	130	2023F	0%	Đang xin chủ trương đầu tư GĐ1
KCN Tân Bình MR	80%	1,056	686	2023F	0%	Đang hoàn thiện hồ sơ pháp lý
KCN - ĐT - DV Hội Nghĩa	100%	715	N/A	2024F	0%	Đang nghiên cứu
Các KCN có thể triển khai 2023-2025		3,670				
KCN - ĐT - DV Bình Mỹ	100%	1,002	N/A	2026F	0%	Đang nghiên cứu
KCN - ĐT - DV Tân Thành	100%	312	N/A	2026F	0%	Đang nghiên cứu
KCN Tân Bình MR (GĐ 3)	80%	400	N/A	2026F	0%	Đang nghiên cứu
Các KCN triển khai sau 2025		1,714				

(*) Việc sở hữu 20% KCN VSIP3 vẫn chưa có kết quả cuối cùng

Nguồn: BSC Research tổng hợp

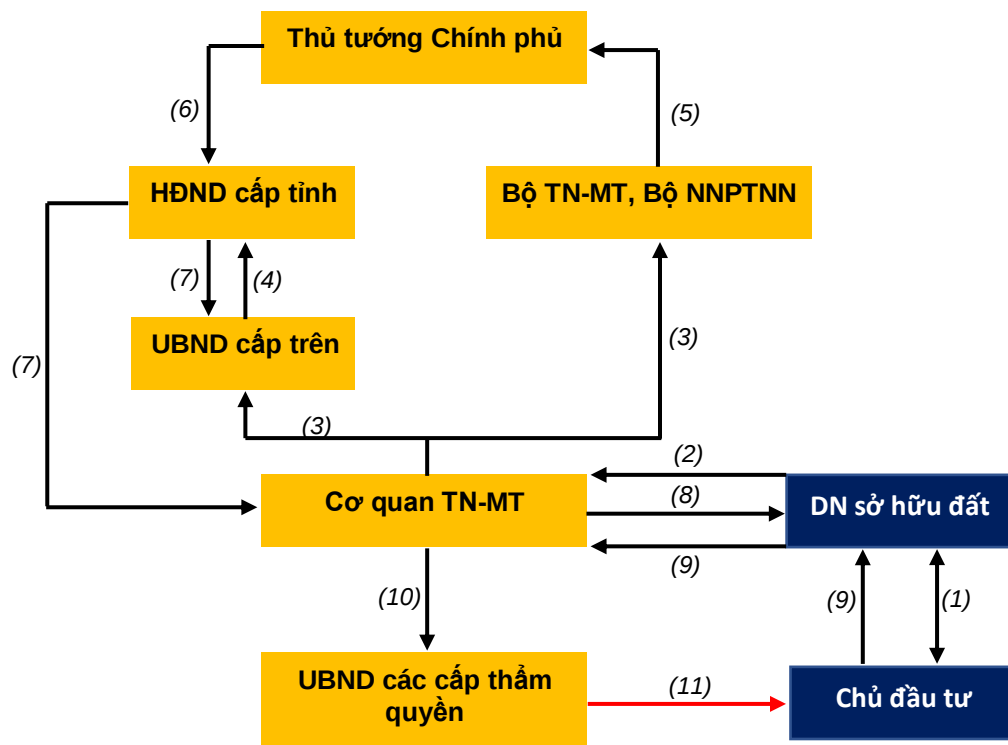
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Nút thắt pháp lý liên quan đến thủ tục bàn giao đất triển khai KCN VSIP3 đã được tháo gỡ, tiền hỗ trợ đền bù từ VSIP tiếp tục là yếu tố dẫn dắt lợi nhuận tăng trưởng đột biến trong 2H2022 - 2023

KCN VSIP 3 do Liên doanh TNHH KCN Việt Nam – Singapore (VSIP) làm chủ đầu tư đã được Thủ tướng chấp thuận chủ trương đầu tư từ 2016, có quy mô 1,000 ha vừa được thông qua quy hoạch chung xây dựng 1/5.000, hiện đang được tỉnh Bình Dương và các đơn vị liên quan đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện quy hoạch, pháp lý cũng như bố trí đất để triển khai giai đoạn 1 (196.45 ha). Theo quy hoạch, KCN VSIP 3 có phần diện tích 691 ha thuộc nông trường cao su Hội Nghĩa do PHR quản lý.

Hiện tại, PHR đã thanh lý vườn cây và giao đất cho UBND tỉnh Bình Dương, nhận một phần bồi thường, hỗ trợ thiệt hại 289 tỷ VND vào Quý 1/2022. Quá trình bàn giao đất của UBND tỉnh cho VSIP diễn ra tương đối chậm, phần lớn bởi việc xác định nguồn gốc đất có phải đất công và có cần phải thông qua đấu giá đất hay không. **Chúng tôi nhận thấy nút thắt này đã được giải quyết, hướng dẫn rõ ràng thông qua Công văn 2541/CV-TCT ngày 18/04/2022 của Tổ công tác đặc biệt của Thủ tướng Chính phủ về rà soát, tháo gỡ khó khăn, vướng mắc và thủ đẩy thực hiện dự án đầu tư.** Theo đó, dự án đầu tư xây dựng, kinh doanh kết cấu hạ tầng KCN, khu chế xuất thuộc trường hợp không phải đấu giá quyền sử dụng đất và đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư.

Quy trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ nông nghiệp sang khu công nghiệp hiện tại, không thông qua đấu giá, đấu thầu



Chú thích: (1) Đàm phán các điều khoản, (2) Trình hồ sơ, (3) Thẩm tra hồ sơ & Trình hồ sơ, (4) (5) Thẩm tra, xét/bổ sung quy hoạch, (6) Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, (7) Ban hành nghị quyết, (8) Hướng dẫn thủ tục, (9) Thực hiện nghĩa vụ tài chính, đền bù GPMB, (10) Trình tất cả hồ sơ, tài liệu và (11) Giao đất, Trao giấy chứng nhận cho Chủ đầu tư thuê đất triển khai KCN.

Nguồn: Luật đất đai 2013, Luật đầu tư, BSC Research

CTCP Cao su Phước Hòa đã trình Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam 2 phương án hợp tác đầu tư với công ty VSIP. Theo đó, (1) PHR sẽ thực hiện hợp tác kinh doanh và tỷ lệ góp vốn của PHR vào KCN VSIP 3 là 20% với mức tiền đền bù hỗ trợ giữ nguyên 1.3 tỷ VND/ha, (2) Trong trường hợp không thể thành lập liên doanh với VSIP tại KCN VSIP 3, mức phí đền bù sẽ từ mức tối thiểu 2.5 tỷ VND/ha. **Theo đánh giá của chúng tôi, cả 2 phương án đều mang lại nguồn tiền và lợi ích nhất định cho PHR để thực hiện các dự án KCN trong tương lai.**

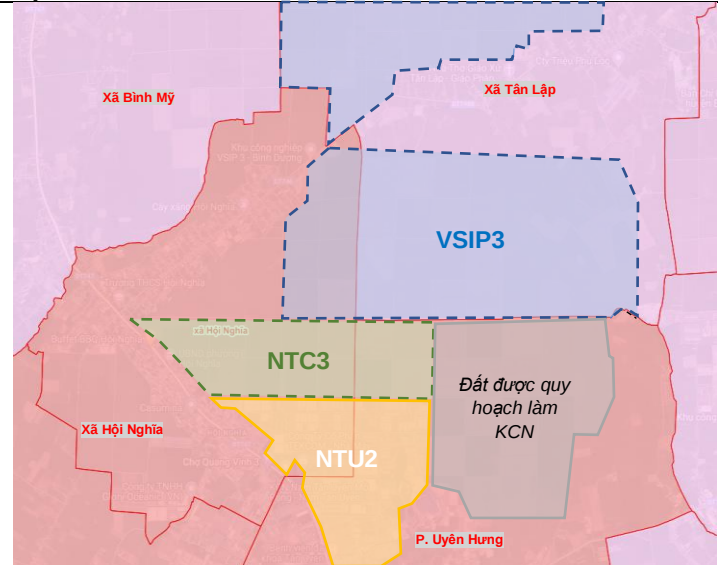
KCN VSIP 3 giai đoạn 1 đã chính thức khởi công và đến nay gần như đã được lấp đầy bởi các HĐ đăng ký thuê đất từ trước. Điều này cho thấy tốc độ hấp thụ tốt và sự thiếu hụt nguồn cung tại khu vực tỉnh Bình Dương. KCN NTU3 345.86ha (thuộc công ty liên kết NTC) có vị trí tại thị xã Tân Uyên, tỉnh Bình Dương chỉ cách KCN VSIP 3 khoảng 1km đã hoàn thành chi trả đền bù GPMB cho 704/860 tỷ VND, đóng tiền sử dụng đất một phần và hiện tại cũng đang gặp vấn đề pháp lý ở giai đoạn giao đất của UBND tỉnh Bình Dương giống KCN VSIP 3. **Dưới tác động tích cực của công văn 2541/CV-TCT cũng như áp lực từ Tập đoàn LEGO, chúng tôi tin rằng PHR sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi kép từ tiền đền bù của VSIP và lợi nhuận/cổ tức cao từ NTC khi khả năng cao doanh nghiệp trên cũng sẽ được giao đất trong thời gian sắp tới.**

Hạ tầng giao thông kết nối thuận tiện tại KCN VSIP 3



Nguồn: VSIP, BSC Research tổng hợp

Vị trí KCN VSIP 3 và KCN NTU3



Nguồn: Cổng tra cứu thông tin quy hoạch Bình Dương, BSC Research tổng hợp

Trong 5 năm vừa qua, PHR đã tiến hành thanh lý vườn cây tương đối đều nhưng chỉ mới chuyển đổi được khoảng 360 ha đất cao su sang KCN bao gồm 12 ha cho KCN Đất Cước vào 2019 và 346 ha cho KCN NTU3 vào năm 2020. **Với nút thắt pháp lý dần trở nên rõ ràng và nguồn cung đất KCN tại khu vực rất hạn chế, PHR được kỳ vọng sẽ bắt đầu nhận được thành quả từ chiến lược kinh doanh của mình.**

2. Mảng cao su ổn định trong ngắn hạn nhờ giá bán duy trì như hiện tại, năng suất khai thác được nâng cao, sản phẩm cao su đầu ra chuyển dịch sang các loại cao su có giá bán cao hơn

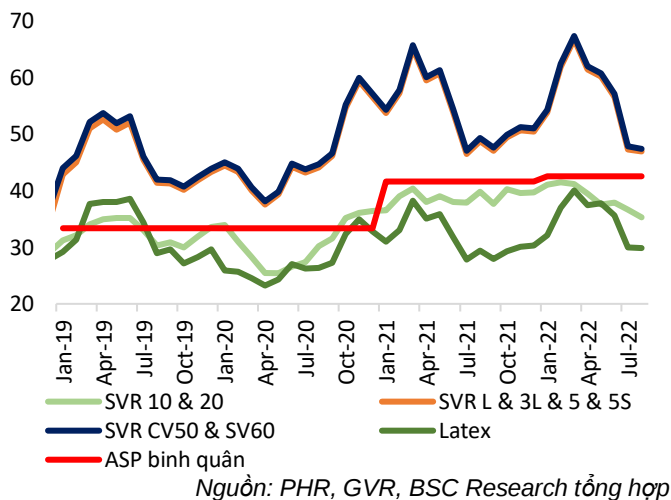
Điểm mạnh lớn nhất của mảng kinh doanh cao su tự nhiên là mang lại dòng tiền ổn định trong thời gian dài. Vì chi phí đầu tư ban đầu để xây dựng và chăm sóc vườn cây phát sinh chủ yếu vào 5 năm đầu tiên, các công ty cao su có thể khai thác liên tục trong vòng 20-25 năm tiếp theo. Chi phí phát sinh chính trong thời gian này là tiền lương nhân công và thu mua mủ cao su thô từ tiểu điền (khoảng 1/3 sản lượng chế biến) trong khi PHR được kỳ vọng tự chủ hơn về nguồn cung nhờ vườn cây có tuổi đời thấp tại Campuchia còn nhiều dư địa để nâng cao sản lượng khai thác.

Năng suất khai thác được cải thiện, đặc biệt là tại vườn cây ở Campuchia sẽ giúp sản lượng khai thác cao su trong thời gian tới được nâng cao. Như đã đề cập ở [trên](#), diện tích trồng cao su tại Campuchia (chiếm 53% tổng diện tích khai thác, cao hơn diện tích khai thác tại Việt Nam 14%) chỉ mới bắt đầu khai thác toàn bộ từ năm 2021, do đó năng suất khai thác vẫn còn thấp. Chúng tôi tin rằng sản lượng khai thác trên mỗi cây sẽ ngày càng cao trong các năm tới, giúp cho PHR giảm bớt khối lượng mua từ các tiểu điền cũng như tự chủ hơn về nguồn nguyên vật liệu của mình.

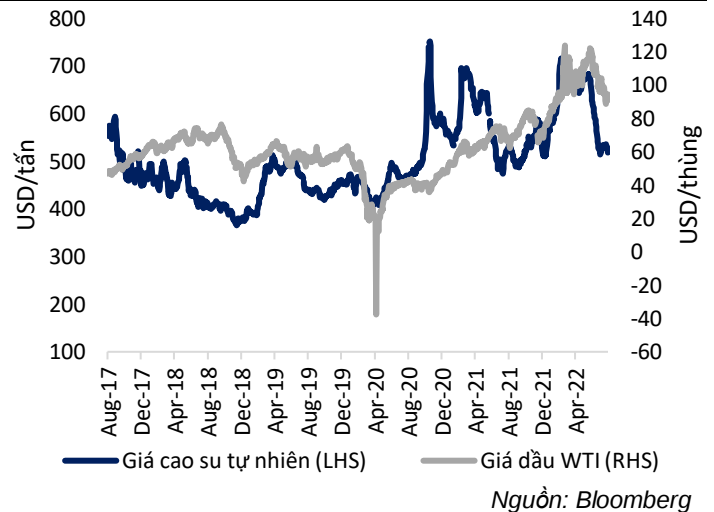
Giá cao su phục hồi mạnh từ đầu năm 2021 và vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2022. Mặc dù đã có những thời điểm giá cao su điều chỉnh giảm sâu vào tháng 4/2022 do lo ngại về phục hồi kinh tế toàn cầu, tuy nhiên xu hướng giá có sự phân động pha với các năm trước do yếu tố mùa vụ. Chúng tôi kỳ vọng giá cao su kinh doanh của PHR năm 2022 vẫn duy trì đi ngang vì (1) các sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên như cao su nhân tạo cũng đang ở mức cao so với cùng kỳ theo giá dầu, (2) cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang dòng cao su kỹ thuật có giá bán cao hơn.

Cơ cấu sản phẩm đầu ra dịch chuyển sang các loại cao su chế biến có chất lượng kỹ thuật và giá bán cao hơn. Giá bán cao su bình quân của PHR tại Campuchia chỉ khoảng 35.4 triệu VND/tấn thấp hơn 15% so với giá bán bình quân của cả công ty là 41.6 triệu VND/tấn. Nguyên nhân vì sản phẩm bán ra tại Campuchia hầu như là mủ thô hoặc mủ chất lượng kỹ thuật thấp. Hiện tại, PHR đã bắt đầu triển khai đầu tư các Nhà máy chế biến mủ cao su từ dây chuyền SVR 10 & SVR 20 thành dây chuyền chế biến SVR CV50 & SVR CV60 với giá bán và chất lượng kỹ thuật cao hơn tại Campuchia. Chúng tôi kỳ vọng việc cơ cấu sản phẩm dịch chuyển sang các dòng cao su chất lượng cao sẽ giúp giá bán bình quân của PHR vẫn sẽ duy trì ở mức ổn định.

Giá mủ các loại cao su PHR đang kinh doanh (tỷ VND/tấn)



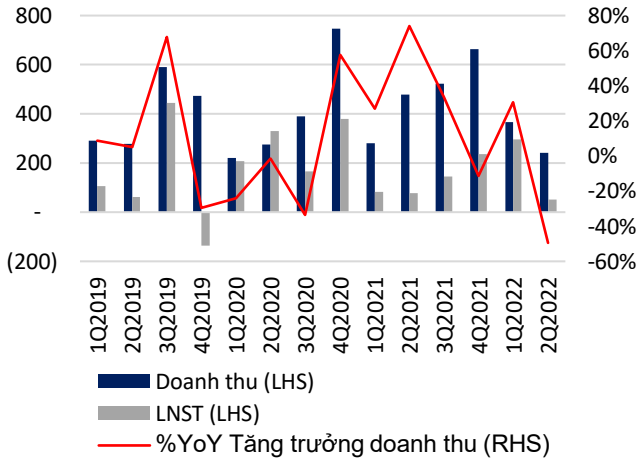
Giá cao su tự nhiên có sự tương quan cao với giá dầu khí



CẬP NHẬT KQKD 1H2022

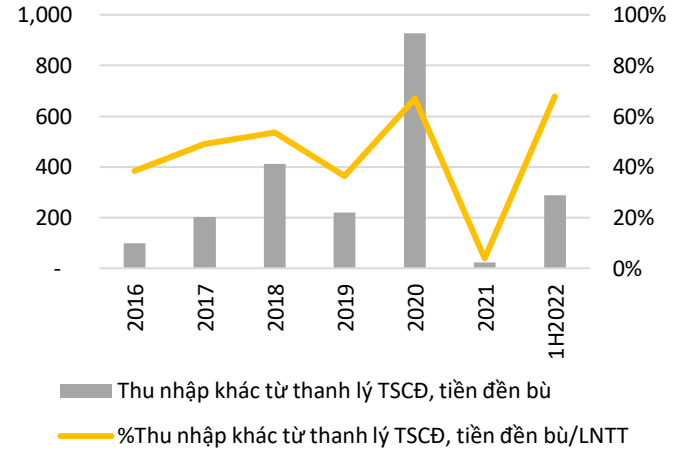
KQKD 1H2022: DTT đạt 607 tỷ VND (giảm -20% YoY) trong khi LNST đạt 346 tỷ VND (tăng +116% YoY) nhờ vào việc ghi nhận 289 tỷ VND tiền đền bù, hỗ trợ thiệt hại thanh lý sớm vườn cây để triển khai KCN VSIP 3. Trong 1H2022, thu nhập từ mủ cao su (giảm -12% YoY) và gỗ (giảm -73% YoY) chứng kiến sự chững lại sau 2 năm hưởng lợi từ giá cao su kinh doanh cao. Sản lượng mủ khai thác và sản lượng mủ chế biến lần lượt giảm -3.72% và -46.62%. Theo Ban lãnh đạo, nguyên nhân cho sự giảm sút của mủ cao su là do thiếu lao động khai thác mủ ảnh hưởng đến sản lượng khai thác và giá bán cao su giảm 2.6%.

Hoạt động kinh doanh mang yếu tố mùa vụ, điểm rơi ghi nhận doanh thu vào 6 tháng cuối năm



Nguồn: PHR

Thu nhập khác từ thanh lý vườn cao su và tiền bồi thường thực hiện dự án



Nguồn: PHR

TRIỂN VỌNG 2022

BSC dự báo trong năm 2022, DTT của PHR đạt 1,990 tỷ VND (+2% YoY) và LNST-CĐTS đạt 775 tỷ VND (+62% YoY) dựa trên những quan điểm sau:

- **Mủ cao su:** (1) Sản lượng cao su tiêu thụ tăng 2.8% năm 2022 và tăng 3.8% năm 2023 chủ yếu nhờ vào năng suất vườn cây tại Campuchia được cải thiện, (2) các nhà máy chế biến cao su tại Campuchia bắt đầu vận hành vào năm 2023 nên cơ cấu sản phẩm vẫn chưa có nhiều thay đổi và (3) giá bán cao su bình quân tương đương năm 2022 (42 triệu VND/tấn)
- **Mủ KCN:** PHR vẫn tiếp tục ghi nhận đều doanh số cho thuê đất KCN đối với phần diện tích cũ. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2022, KCN Tân Bình sẽ ghi nhận cho thuê 8 ha (so với ~7ha năm 2022)
- **Thu nhập khác từ tiền đền bù hỗ trợ thiệt hại để triển khai KCN VSIP 3:** Quá trình đàm phán góp 20% vốn vào dự án KCN VSIP 3 vẫn chưa có nhiều tiến triển tích cực trong 3 năm qua và khó thành lập một liên doanh tại KCN VSIP 3. Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ tiến hành phương án nhận tiền đền bù hỗ trợ tối thiểu 2.5 tỷ VND/ha, nhận tiền nhiều đợt theo tiến độ triển khai của dự án, trong năm 2022 sẽ ghi nhận 346 tỷ VND (tương đương tiến độ dự án KCN VSIP3 giai đoạn 1), ghi nhận 864 tỷ VND trong 2023 và 518 tỷ VND trong 2024.

Đơn vị: Tỷ VND	2018A	2019A	2020A	2021	2022F	2023F
Doanh thu	1,558	1,639	1,632	1,945	1,990	2,095
% YoY	-6%	5%	0%	19%	2%	5%
Giá vốn hàng bán	(1,283)	(1,286)	(1,243)	(1,429)	(1,456)	(1,525)
Lợi nhuận gộp	274	353	389	517	534	570
Chi phí bán hàng	(25)	(28)	(29)	(32)	(31)	(32)
Chi phí QLDN	(79)	(90)	(84)	(115)	(113)	(115)
EBIT	171	235	275	370	390	423
Doanh thu tài chính	163	187	188	237	169	217
Chi phí tài chính	(41)	(48)	(54)	(26)	(41)	(50)
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	69	(1)	38	(13)	85	70
LN trước thuế	770	607	1,382	597	949	1,524
Thuế TNDN	(126)	(119)	(257)	(84)	(134)	(214)
Lợi nhuận sau thuế	644	488	1,125	513	815	1,309
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	38	43	36	40	40
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	628	450	1,082	478	775	1,269
% YoY	93%	-28%	140%	-56%	62%	64%
EPS cơ bản (đồng)	4,014	2,558	7,430	3,081	5,002	8,189
Biên LNG	18%	22%	24%	27%	27%	27%
Biên LN ròng	41%	30%	69%	26%	41%	62%
ROE	24%	19%	34%	17%	26%	35%

Nguồn: BSC Research

RỦI RO

1. Chậm triển khai các Khu công nghiệp. Hiện tại chúng tôi chưa có nhiều thông tin cập nhật về các KCN mà PHR đang khảo sát, nghiên cứu. Rủi ro đến từ các KCN này là tốc độ triển khai vẫn chậm dù quy trình đầu tư hạ tầng KCN đã dần hoàn thiện vì tiến độ pháp lý vẫn chưa được công bố, lịch sử triển khai dự án chậm và các vị trí lãnh đạo của tỉnh Bình Dương chỉ vừa mới ổn định.

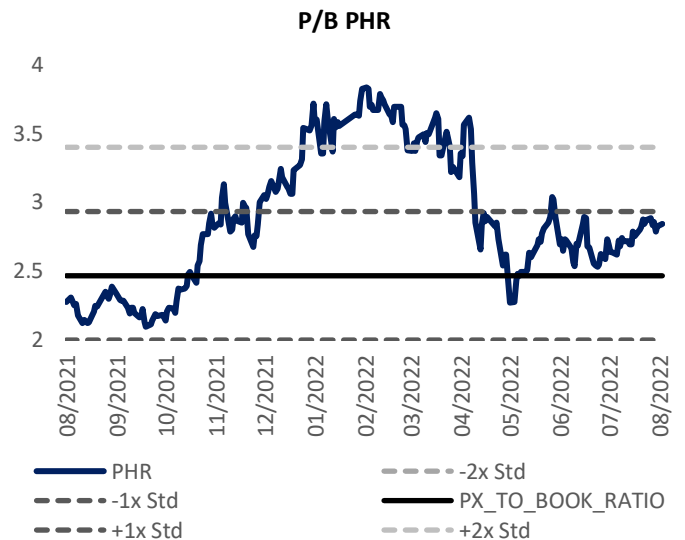
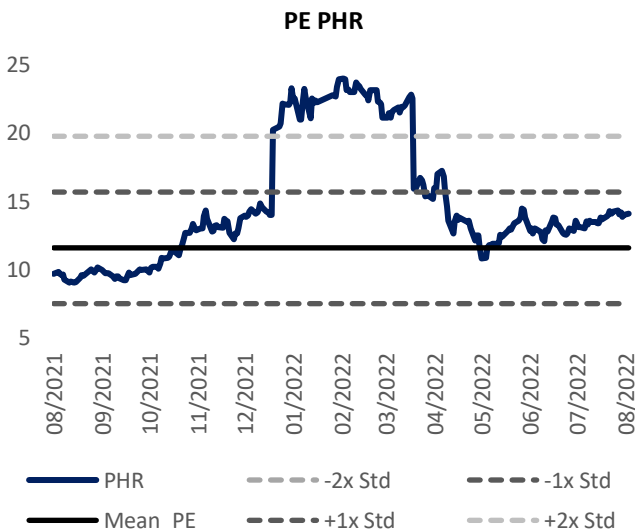
2. Tiến độ đền bù đất tại KCN VSIP 3 chậm hơn dự kiến. KCN VSIP 3 giai đoạn 1 có quy mô gần 200 ha (diện tích thương phẩm 127ha) đang trong quá trình xây dựng, đã có lượng MOU đặt thuê cho toàn bộ 127 ha này. Mặc dù theo quy hoạch KCN VSIP3 giai đoạn 2 sẽ được triển khai trong trường hợp giai đoạn 1 lấp đầy 60% tuy nhiên khả năng chậm triển khai giai đoạn 2 so với kỳ vọng của chúng tôi vẫn có thể xảy ra trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô đang gặp khó khăn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu PHR với giá mục tiêu 87,000 VND/cp, upside 30.8% so với giá đóng cửa ngày 18/08/2022 theo phương pháp định giá từng phần dựa trên kỳ vọng khi nút thắt tại KCN VSIP3 được gỡ bỏ, CTCP Cao su Phước Hòa sẽ ghi nhận phần đền bù tại KCN VSIP 3 trong 2022-2024 và duy trì mảng cao su tiếp tục ổn định trong ngắn hạn. Chúng tôi chỉ đưa vào định giá những KCN đã có thông tin tương đối rõ ràng và kỳ vọng sẽ triển khai cho thuê trong giai đoạn 2023-2025. Tuy nhiên, vì những rủi ro không xác định như thiếu thông tin về tiến độ triển khai KCN và tỷ lệ sở hữu tại KCN VSIP 3, chúng tôi tiến hành chiết khấu 10% tổng giá trị của PHR.

Định giá		
Tỷ VND	Phương pháp	Giá trị PHR sở hữu
Khu công nghiệp		8,191
KCN Tân Bình	RNAV	343
KCN Tân Lập	RNAV	771
KCN Tân Bình mở rộng	RNAV	3,122
KCN - ĐT - DV Hội Nghĩa	RNAV	2,227
Đền bù đất VSIP 3		1,728
Cao su + Gỗ	DCF	1,170
Công ty liên kết NTC	RNAV	1,927
Tổng giá trị đánh giá lại		11,288
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn		2,282
(-) Nợ vay		(477)
Tổng giá trị doanh nghiệp		13,096
Chiết khấu vào giá	10%	(1,310)
Tổng giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu		11,786
Số lượng cổ phiếu (triệu)		135.5
Giá hiện tại		66,500
Giá mục tiêu		87,000
Tiềm năng tăng giá		30.8%
Lợi suất cổ tức		6.0%
WACC		12.2%

Nguồn: BSC Research



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	1,632	1,945	1,990	2,095
Giá vốn hàng bán	(1,243)	(1,429)	(1,456)	(1,525)
Lợi nhuận gộp	389	517	534	570
Chi phí bán hàng	(29)	(32)	(31)	(32)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(84)	(115)	(113)	(115)
Lãi/lỗ HDKD	2,988	3,521	3,590	3,767
Doanh thu tài chính	188	237	169	217
Chi phí tài chính	(3)	(6)	(5)	(5)
Chi phí lãi vay	(50)	(20)	(37)	(45)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	38	(13)	85	70
Lãi/lỗ khác	935	31	346	864
LN trước thuế	1,382	597	949	1,524
Thuế thu nhập DN	(257)	(84)	(134)	(214)
LN sau thuế	1,125	513	815	1,309
CĐTS	43	36	40	40
LNST-CĐTS	1,082	478	775	1,269
EBITDA	3,091	3,634	3,712	3,872
EPS	7,430	3,081	5,002	8,189

LCTT (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
(lỗ)/LNST	1,382	597	949	1,524
Khấu hao và phân bổ	103	113	122	105
Thay đổi vốn lưu động	(172)	(36)	152	7
Điều chỉnh khác	(530)	(420)	(134)	(214)
LCTT từ HĐ KD	784	255	1,090	1,421
Tiền chi mua TSCĐ	(89)	(115)	(627)	(911)
Đầu tư khác	(662)	430	56	888
LCTT từ HĐ đầu tư	(751)	315	(571)	(23)
Tiền chi trả cổ tức	(418)	(636)	(418)	(418)
Tiền từ vay ròng	127	(222)	59	106
Tiền thu khác	16	-	(0)	0
LCTT từ HĐ tài chính	(275)	(858)	(359)	(312)
Dòng tiền đầu kỳ	670	428	139	298
Tiền trong kỳ	(243)	(289)	159	1,086
Dòng tiền cuối kỳ	428	139	298	1,384

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	3,111	2,738	2,968	3,394
Tiền và tương đương tiền	428	139	298	1,384
Đầu tư ngắn hạn	2,071	1,898	1,984	1,300
Phải thu ngắn hạn	241	273	245	258
Hàng tồn kho	294	336	349	359
TS ngắn hạn khác	77	92	92	92
Tài sản dài hạn	3,428	3,289	3,927	4,937
Tài sản hữu hình	1,781	1,744	1,773	1,818
Tài sản dở dang dài hạn	574	531	1,129	1,995
Đầu tư dài hạn	175	202	202	202
Tài sản dài hạn khác	899	812	823	923
Tổng Tài sản	6,539	6,027	6,896	8,331
Tổng nợ ngắn hạn	1,137	1,192	1,921	1,964
Nợ phải trả	52	50	187	218
Vay ngắn hạn	116	176	201	250
Nợ ngắn hạn khác	968	966	1,533	1,496
Tổng nợ dài hạn	2,091	1,726	1,784	2,664
Vay dài hạn	528	242	276	333
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	1,485	1,404	1,430	2,252
Nợ dài hạn khác	78	80	78	78
Tổng nợ	3,228	2,918	3,705	4,627
Vốn góp	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
LN chưa phân phối	531	291	255	602
Vốn chủ khác	1,294	1,323	1,398	1,525
Cổ đông thiểu số	111	120	160	200
Tổng vốn chủ sở hữu	3,311	3,111	3,190	3,704
Tổng nguồn vốn	6,539	6,029	6,896	8,331
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	135	135	135	135

Chỉ số (%)	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.7	2.3	1.5	1.7
Hệ số TT nhanh	2.5	2.0	1.4	1.5
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	10%	7%	7%	7%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	20%	14%	16%	17%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	88	86	87	86
Số ngày phải thu	54	51	45	45
Số ngày phải trả	174	149	160	160
CCC	(32)	(11)	(115)	(115)
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	24%	27%	27%	27%
Biên Lợi nhuận ròng	69%	26%	41%	62%
ROE	34.0%	16.5%	25.6%	35.3%
ROA	17.2%	8.5%	11.8%	15.7%
Định giá				
PE	9.0	21.6	13.3	8.1
PB	2.82	3.01	2.97	2.57
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	0%	19%	2%	5%
Tăng trưởng EBIT	17%	34%	6%	8%
Tăng trưởng LNNT	131%	-54%	59%	61%
Tăng trưởng EPS	190%	-59%	62%	64%

Nguồn: BSC Research

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 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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

