

**PHR – HOSE**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 29/10/2019)

Sàn giao dịch	HOSE
Số lượng CPLH	135.499.198
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	393.000
Thị giá	60.700
Giá mục tiêu	59.951

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Thị Thu Hằng  
[ntthang-hcm@vcbs.com.vn](mailto:ntthang-hcm@vcbs.com.vn)  
+84-38 200 751 (Ext: 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg**  
Page:<VCBS><go>

**PHR: ĐỊNH HƯỚNG CHUYỂN ĐỔI SANG MẢNG KCN TRONG DÀI HẠN**

**Q3.2019:** Kết thúc Q3.2019, theo BCTC hợp nhất PHR ghi nhận DTT 589,3 tỷ đồng (+67,8% yoy), LNTT đạt 577,7 tỷ đồng (+167,1% yoy) và LNST đạt 472,5 tỷ đồng (166,5% yoy). Kết quả tăng trưởng lợi nhuận cao đến từ mảng kinh doanh KCN Tân Bình và phần lợi nhuận bất thường từ một phần đền bù chuyển đổi đất cho VSIP và Nam Tân Uyên.

**9T.2019:** Lũy kế 9 tháng năm 2019, theo BCTC hợp nhất PHR ghi nhận DTT đạt 1.159,1 tỷ đồng (+31,1% yoy), LNTT đạt 794,7 tỷ đồng (+63,7% yoy); LNST đạt 650,1 tỷ đồng (+63,5,3% yoy) tương ứng EPS trailing đạt 6.565 đồng/cp.

**Đánh giá:**

Theo kế hoạch 5 năm từ 2020-2025 và định hướng 10 năm tới PHR sẽ chuyển đổi 10.000 ha đất trong tổng diện tích 15.900 ha đất cao su sang mục đích sử dụng khác trong đó đất dành cho KCN và đô thị dân cư kèm theo là 7.500 ha.

Với định hướng chuyển mình sang mảng KCN với quỹ đất cao su rộng lớn và vị trí địa lý thuận lợi tại tỉnh Bình Dương thì PHR có lợi thế rất lớn so với các công ty cao su khác hay các doanh nghiệp tư nhân bên ngoài.

Do vậy chúng tôi định giá tách riêng các mảng hoạt động kinh doanh cũng như lợi nhuận bất thường của PHR. **Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ** đối với mã PHR với giá mục tiêu là **59.951 đồng/cp**.

## CẬP NHẬT KQKD

**KQKD Q3.2019:** khả quan nhờ ghi nhận 1 lần từ hợp đồng thuê đất năm 2018 tại KCN Tân Bình và lợi nhuận bất thường từ bồi thường đất một phần của VSIP và NTC

**Kết thúc Q3.2019**, theo BCTC hợp nhất PHR ghi nhận DTT 589,3 tỷ đồng (+67,8% yoy), LNTT đạt 577,7 tỷ đồng (+167,1% yoy) và LNST đạt 472,5 tỷ đồng (166,5% yoy). Kết quả tăng trưởng lợi nhuận cao đến từ mảng kinh doanh KCN Tân Bình và phần lợi nhuận bất thường từ một phần đền bù chuyển đổi đất cho VSIP và Nam Tân Uyên.

Lãi gộp từ hoạt động khai thác cao su chính đạt khá cao 194 tỷ đồng, đóng góp khoảng 34% trong cơ cấu lợi nhuận gộp chủ yếu từ phần ghi nhận 1 lần của KCN Tân Bình.

	Q3.19	Q2.19	Q1.19	QoQ	9T.19	YoY
<b>DTT</b>	<b>589</b>	<b>278</b>	<b>292</b>	<b>111,9%</b>	<b>1.159</b>	<b>31,1%</b>
Mủ cao su + CB gỗ	292	263	232		786	-8,1%
KCN Tân Bình	301	15	61		377	1118,6%
<b>Biên LNG</b>						
Mủ cao su + CB gỗ	14,5%	4,7%	16,4%		11,8%	
KCN Tân Bình	51,5%	66,1%	57,0%		53,0%	

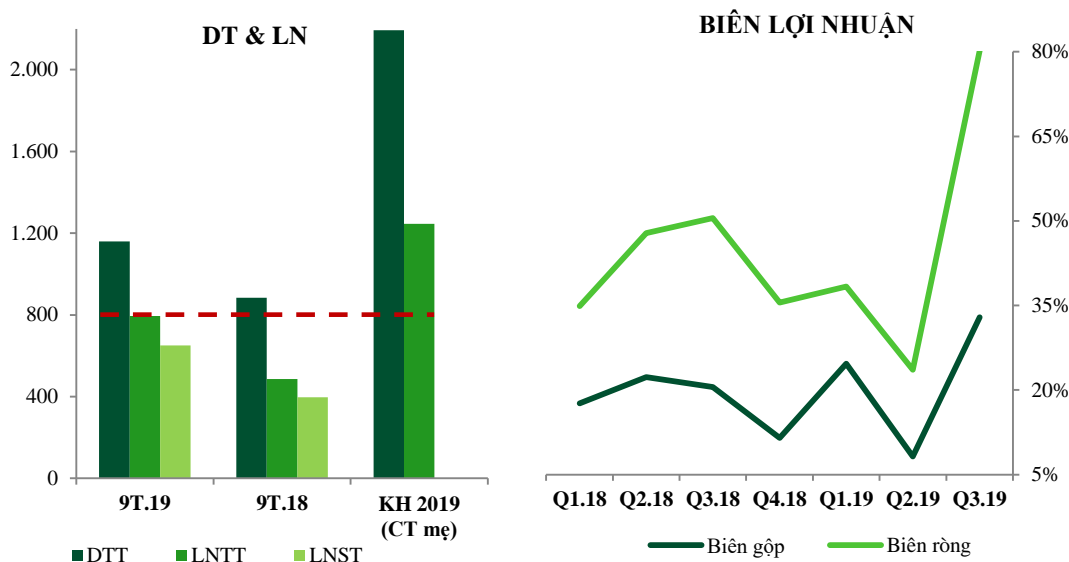
Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

Thu nhập khác tăng mạnh 110,6% yoy đạt 323 tỷ đồng đến từ ghi nhận 1 phần của đất chuyển đổi mục đích sử dụng cho VSIP và NTC.

Thu nhập tài chính tăng mạnh 246,5% yoy do chủ yếu từ lợi nhuận, cổ tức được chia tăng.

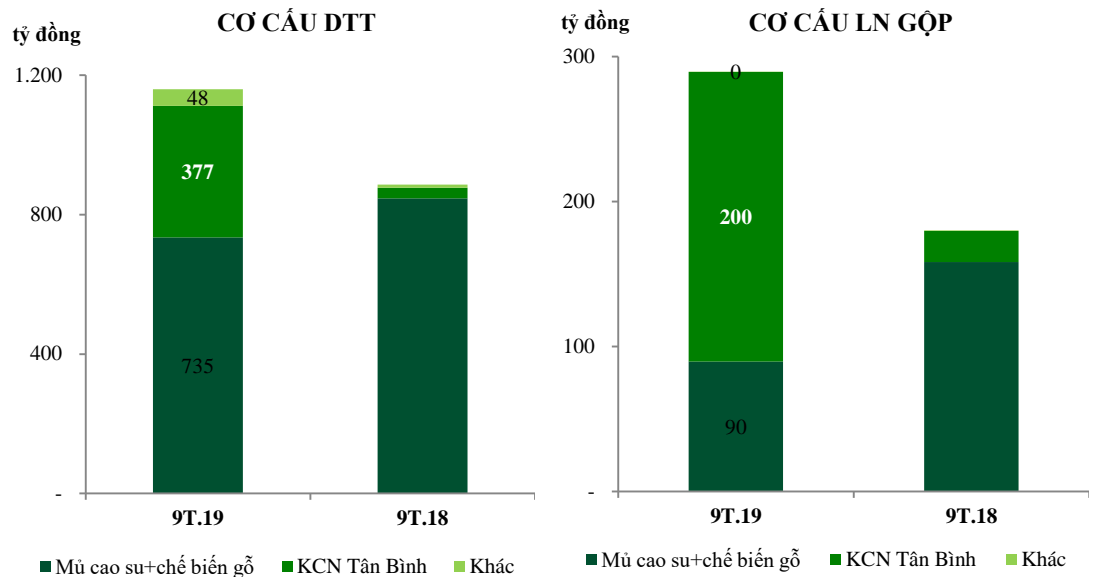
**KQKD 9T.2019:** khả năng hoàn thành kế hoạch LN 2019 (CT mẹ) khả thi

**Lũy kế 9 tháng năm 2019**, theo BCTC hợp nhất PHR ghi nhận DTT đạt 1.159,1 tỷ đồng (+31,1% yoy), LNTT đạt 794,7 tỷ đồng (+63,7% yoy); LNST đạt 650,1 tỷ đồng (+63,5,3% yoy) tương ứng EPS trailing đạt 6.565 đồng/cp.



Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

**DTT tăng mạnh chủ yếu do DT từ cho thuê đất của công ty con KCN Tân Bình.** Cụ thể: nếu tính riêng thì DTT từ khai thác mỏ cao su và chế biến gỗ đạt 737,7 tỷ đồng (-13,2% yoy); trong khi DTT từ cho thuê KCN đạt 374,9 tỷ đồng, cao hơn gấp 10 lần cùng kỳ năm ngoái.



Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

❖ **Măng cao su tự nhiên:**

+ **CT mẹ:** Sản lượng khai thác giảm do diện tích vườn cây giảm và sản lượng thu mua giảm do lợi nhuận từ chế biến cao su không còn cao. 9 tháng công ty đã khai thác được 7.128 tấn mủ (-9,3% yoy), thu mua 8.709 tấn (-12,5% yoy); từ đó chế biến được 15.837 tấn (-18,9% yoy) và tiêu thụ được 20.282 tấn mủ thành phẩm. Giá bán bình quân đạt 33,5 triệu đồng/tấn (-1,8% yoy).

+ **Kampong Thom – CPC:** sản lượng khai thác đạt 3.814 tấn, tiêu thụ 3.064 tấn. DT đạt khoảng 3,58 triệu USD, tương đương giá bán bình quân khoảng 27,2 triệu đồng/tấn.

+ **Thanh lý cây cao su già:** thu nhập từ thanh lý giảm mạnh so với cùng kỳ, chỉ đạt 79,9 tỷ đồng so với 317,9 tỷ đồng năm ngoái.

❖ **Măng cho thuê KCN:**

**Đến từ KCN Tân Bình tại tỉnh Bình Dương (PHR sở hữu 80,0%).** Lũy kế 9 tháng, KCN Tân Bình ghi nhận DTT đạt 437,5 tỷ đồng, LNST đạt 197,7 tỷ đồng. Tính từ đầu dự án tổng diện tích đã cho thuê là 202,73 ha chiếm 82,9% diện tích đất thương phẩm toàn dự án.

Trong Q3 phần DT từ cho thuê KCN tăng đột biến lên đạt 437,5 tỷ đồng, trong khi 6T chỉ ghi nhận 75,1 tỷ đồng. Trong khi đó diện tích đất cho thuê từ đầu năm đến nay chỉ tăng lên gần 13 ha.

Theo thông tư 200/2014/TT-BTC các DN hoạt động trong lĩnh vực bất động sản hoặc cho thuê KCN được phép lựa chọn 2 phương pháp ghi nhận doanh thu là theo nhiều lần từng năm hoặc ghi nhận 1 lần. Phương pháp ghi nhận từng năm thì doanh thu sẽ được phân bổ ra trong suốt thời gian cho thuê. Còn phương pháp ghi nhận 1 lần thì toàn bộ tiền thuê nhận trước sẽ được hạch toán 1 lần duy nhất và đem lại doanh thu đột biến so với việc ghi nhận từng năm.

Một trong các điều kiện để DT được ghi nhận 1 lần là số tiền nhận trước từ việc cho thuê không nhỏ hơn 90% tổng số tiền trong suốt thời hạn cho thuê và thanh toán trong vòng 12 tháng kể từ lúc bắt đầu thuê. KCN Tân Bình cho khách hàng trả tiền chậm tối đa trong vòng 24 tháng.

Phần 437,5 tỷ DTT đột biến là do hợp đồng thuê trong năm 2018 chưa đủ điều kiện ghi nhận 1 lần theo thông tư 200/2014/TT-BTC và trong 2019 khách hàng trả tiền đủ điều kiện nên đã được ghi nhận 1 lần. Trong 2018 KCN Tân Bình đã cho thuê thêm khoảng 32 ha.

KCN Tân Bình	Q3.19	Q2.19	Q1.19	Q4.18	Q3.18	Q2.18	Q1.18	Q4.17	Q3.17	Q2.17	Q1.17
DT cho thuê trong quý (ha)	2,14	7,98	2,8	11,16	0	20,84	21,72	5	17,54	8,5	12,25
Tỷ lệ đất thương phẩm	83%	82%	80%	79%	79%	79%	70%	63%	61%	54%	50%

Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

## KẾ HOẠCH Q4.2019

PHR xây dựng kế hoạch Q4 tại công ty mẹ đạt sản lượng khai thác 4.600 tấn (chiếm 39,3% KH năm) và thu mua 6.000 tấn. Tại Kampong Thom phần đầu đạt kế hoạch 6.000 tấn.

## DỰ PHÓNG

Do PHR trong tương lai sẽ định hướng mở rộng hơn nữa vào mảng phát triển khu công nghiệp nên chúng tôi điều chỉnh lại định giá theo từng mảng kinh doanh của doanh nghiệp:

### ❖ Mảng cao su tự nhiên:

#### + Phần khai thác mỏ:

Chúng tôi giả định sản lượng khai thác, tiêu thụ và giá bán mỏ cao su như sau:

Một số giả định	2019	2020	2021	2022	2023
SL khai thác từ CT mẹ (tấn)	9.477	10.078	10.954	12.331	14.010
SL Kampong Thom (tấn)	6.395	8.039	9.557	10.562	11.462
SL thu mua	15.000	16.000	15.000	15.000	15.000
Tổng SL tiêu thụ (mẹ+Kampong Thom)	30.873	34.116	35.511	37.893	40.472
Giá bán tại CT mẹ	33,2	34,5	36,0	37,0	38,0
Giá bán tại CPC	26,9	28,2	28,9	29,7	30,4

+ **Phần thu nhập từ thanh lý cây già:** chúng tôi giả định diện tích thanh lý và lợi nhuận từ thanh lý của PHR trong các năm tới như sau:

	2019	2020	2021	2022	2023
Diện tích thanh lý (ha)	1.010	1.055	1.203	901	395
LN từ thanh lý (triệu đồng/ha)	230	242	254	266	280

### ❖ Mảng khu công nghiệp:

+ **Tân Lập:** Chúng tôi sẽ tách phần định giá riêng cho khu công nghiệp Tân Lập do PHR thành lập công ty con với tỷ lệ sở hữu 51%.

Giả định giá cho thuê khoảng 80 USD/m<sup>2</sup>, các chi phí thuế, đền bù đất và xây dựng cơ sở hạ tầng khoảng 40 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi giả định rằng Tân Lập 1 sẽ bắt đầu cho thuê từ năm 2020

và ghi nhận doanh thu từ 2021 trở đi và đến 2029 sẽ lấp đầy diện tích đất cho thuê.

+ **Tân Bình:** Chúng tôi định giá riêng cho KCN Tân Bình 1 và KCN Tân Bình mở rộng 1.055 ha do sẽ được đưa vào quy hoạch từ năm 2021-2025 nên chúng tôi sẽ đưa vào dự phóng khi có thông tin chi tiết hơn.

Các KCN được giá định giá cho thuê tăng 3% hằng năm và được chiết khấu theo dòng tiền với lãi suất chiết khấu 13%.

❖ **Phần lợi nhuận bất thường từ việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất:**

Như trong phần báo cáo nhanh ngày 11.10.2019 chúng tôi sẽ đưa các diện tích chuyển đổi đất sang KCN đã nằm trong quy hoạch năm 2016-2020 vào phần dự phóng. Do các diện tích đất này sẽ được triển khai nhanh chóng hơn.

Các diện tích gồm: (1) chuyển đất cho VSIP III 691 ha với tiền từ đất là 1,3 tỷ đồng/ha; cộng thêm 20% lợi nhuận từ VSIP và thấp nhất 1,2 tỷ đồng ha; (2) Nam Tân Uyên mở rộng 345 ha giá 2,5 tỷ/ha và (3) KCN Tân Lập GD 1: 200 ha giá ~ 2,5 tỷ/ha.

Dự kiến ghi nhận việc chuyển giao đất sang KCN	2019	2020	2021	Tổng
1 VSIP III (ha)	350	200	141	<b>691</b>
2 Nam Tân Uyên mở rộng (ha)	200	145		<b>345</b>
3 Tân Lập GD 1 (ha)		100	100	<b>200</b>
<b>Tổng cộng</b>	<b>550</b>	<b>445</b>	<b>241</b>	<b>1.236</b>

Với khoản diện tích chuyển giao như trên thì vẫn đảm bảo lợi nhuận cao cho PHR trong 2 năm tới.

**Tổng kết các khoản dự phóng trong phần định giá PHR chia theo mảng HĐKD như sau:**

Với định hướng như trên thì trong tương lai lợi nhuận của PHR chủ yếu đến từ việc bồi thường đất chuyển sang khu công nghiệp. Còn hoạt động khai thác mỏ cao su chỉ chiếm tỷ lệ rất thấp trong cơ cấu lợi nhuận.

Chúng tôi tách riêng các mảng đem lại lợi nhuận chính cho PHR trong tương lai là mảng KCN riêng và phần lợi nhuận bất thường từ chuyển đổi đất sang KCN riêng theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Mảng cao su tự nhiên chúng tôi chiết khấu WACC là 9,0% và mảng KCN và khoản lợi nhuận bất thường với lãi suất chiết khấu 13,0%.

Định giá PHR:	Hiện giá (tỷ đồng)	Tính trên mỗi cp
Khai thác cao su tự nhiên, CB gỗ, cỏ tức từ NTC	3.580,6	26.425
Phát triển KCN (Tân Lập GD 1)	887,0	6.546
Thu nhập bất thường từ chuyển đổi đất KCN	2.779,7	20.514
KCN Tân Bình 1	876,1	6.465
<b>Tổng cộng</b>	<b>8.123,3</b>	<b>59.951</b>

Như vậy, hiện giá của PHR là 59.951 đồng/cp. Với thị giá ngày 25/10/2019 thì chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ** đối với mã PHR.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng PT & NC  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phụ trách phòng PT & NC  
lhathi@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thu Hằng**  
Chuyên viên Phân tích  
ntthang-hcm@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	247-249 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630