

**CTCP Cao su Phước Hòa (PHR)**

**Khả quan**

**Bắt động sản khu công nghiệp**

Giá hiện tại	VND47.050
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND53.200 VND33.870
Giá mục tiêu	VND53.700
Giá mục tiêu cũ	VND57.500
Giá mục tiêu vs Consensus	+0,8%
Tiềm năng tăng giá	14,1%
Tỷ suất cổ tức	6,4%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	20,5%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	263,0
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	0,8
Sở hữu NN (tr USD)	85,9
SLCP lưu hành (tr)	135,5
SLCP pha loãng (tr)	135,5

	PHR	TB ngành	VNI
P/E trượt 12T	7,1x	15,4x	13,7x
P/B hiện tại	1,8x	2,2x	1,6x
ROA	4,2%	5,4%	2,0%
ROE	24,9%	11,6%	11,7%

*\*dữ liệu ngày 21/11/2023*

**Diễn biến giá**



**Cơ cấu sở hữu**

Tập đoàn Công nghiệp Cao su (GVR)	66,6%
Khác	33,4%

**Tổng quan doanh nghiệp**

PHR là công ty lớn thứ 3 về diện tích trồng cao su trong nước với 14.500ha tại Việt Nam và 8.000ha tại Campuchia. PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su thành KCN tại Bình Dương nhằm nắm bắt nhu cầu ngày càng gia tăng khi dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam mạnh mẽ.

**Chuyên viên phân tích:**



**Lê Anh Sơn**

son.leanh@vndirect.com.vn

**Quảng nghỉ cần thiết trước chu kỳ tăng trưởng mới**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 14,1% và tỷ suất cổ tức 6,4%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 6,6% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 11,5% kể từ báo cáo gần đây của chúng tôi.
- Giá mục tiêu của chúng tôi thay đổi chủ yếu do điều chỉnh giả định WACC và lợi nhuận thấp hơn dự phóng của hai mảng kinh doanh chính: Cao su và BĐS KCN.
- P/B hiện tại là 1,8x, thấp hơn so với trung vị các công ty cùng ngành (2,2x) và cũng thấp hơn P/B trung bình 3 năm gần đây là 2,1x.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu giảm so với dự phóng của chúng tôi, nhưng khoản thu nhập bất thường khoảng 200 tỷ đồng đã giúp thúc đẩy LN ròng 9T23, hoàn thành 67,2% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi hạ doanh thu dự phóng năm 2023/24 lần lượt là 25,4%/28,9% sv dự phóng trước đó.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng năm 2023/24 lần lượt là 26,6%/39,1% do hoạt động kinh doanh cao su kém hơn dự kiến và thời gian triển khai các KCN mới bị trì hoãn.

**Luận điểm đầu tư**

**Doanh số cao su sẽ bật tăng theo dấu sự phục hồi thị trường lốp xe Trung Quốc**

Chúng tôi kì vọng doanh thu cao su năm 2024/25 sẽ tăng lần lượt 17,9%/12,2% svck, nhờ vào: 1) giá cao su sẽ hồi phục theo sau giá dầu thô, được dự phóng sẽ duy trì ở mức nền cao trong năm 2024 (88 USD/thùng) 2) sản lượng cao su bán ra sẽ tăng trong năm 2024 khi Trung Quốc sẽ tăng cường nhập khẩu cao su để đáp ứng nhu cầu sản xuất lốp xe sau khi doanh số bán xe cho thấy dấu hiệu tăng mạnh trong Q3/2023 với mức tăng 9,6% svck.

**BĐS KCN sẽ thúc đẩy đà tăng doanh thu và cải thiện biên LN gộp khi các vướng mắc về pháp lý được tháo gỡ**

VSIP 3 sẽ là dự án đóng góp chính cho doanh thu KCN năm 2024 do các KCN hiện hữu đã được lấp đầy và các KCN mới sẽ khó có thể tháo gỡ vướng mắc pháp lý sớm. Mặc dù vậy, chúng tôi kì vọng KCN Tân Lập 1 sẽ được phê duyệt quy hoạch 1/2000 vào đầu năm 2024 và sẵn sàng đưa vào hoạt động từ năm 2025, và sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho mảng BĐS KCN trong 2025-28 với biên LN gộp kì vọng đạt khoảng 70%, giúp cho PHR gia tăng biên LN gộp.

Chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng lớn ghi nhận khoản thu nhập 1 lần khoảng 1.500 tỷ đồng. Dự án KCN Lai Hưng (dự án chuyển đổi đất cao su) đã nằm trong quy hoạch tổng thể 2016-20 của tỉnh Bình Dương và sẽ được triển khai một khi chủ đầu tư phát triển, BCM quyết định bắt đầu đầu tư.

**Định giá đi cùng với tỷ suất cổ tức hấp dẫn**

PHR hiện giao dịch với P/E trượt 12T là 7,1x và P/B hiện tại là 1,8x, chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn tới từ việc giá trị sách của PHR không phản ánh hoàn toàn giá trị quỹ đất cao su hiện tại, sẽ được định giá lại khi chuyển đổi thành các dự án KCN. Ngoài ra, PHR hiện đang chi trả tỷ suất cổ tức 6,4% với cổ tức tiền mặt là 3.000 đồng/cổ phiếu, đây là một lựa chọn hấp dẫn cho các nhà đầu tư ưa thích cổ tức.

	2022	2023E	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu (%)	(12,2)	(20,0)	13,6	35,5
Tăng trưởng EPS (%)	80,6	(39,7)	(3,3)	50,9
Biên LN gộp (%)	22,8	25,1	24,6	33,9
Biên LN ròng (%)	51,9	37,7	32,1	35,7
P/E (x)	7,20	12,39	12,82	8,49
P/B (x)	1,94	1,83	1,82	1,76
ROE (%)	28,3	15,2	14,2	21,1
Nợ ròng/VCSH (x)	0,1	0,1	0,1	0,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD 9T/23: Doanh thu từ hoạt động kinh doanh cao su suy giảm

(Tỷ đồng)	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22/2022	9T23/2023F
Doanh thu	453	-13,4%	890	-21,4%	66,1%	48,6%
_ Cao su, gỗ	258	-31,8%	656	-31,3%	65,6%	41,8%
_ BĐS KCN	193	41,5%	223	35,1%	68,9%	86,3%
_ Khác	2	-73,5%	10	-8,4%	74,2%	207,1%
LN gộp	149	-7,4%	242	-6,2%	64,3%	93,5%
Chi phí BH%QLDN	36	-8,0%	89	-3,4%	58,9%	61,1%
LN ròng từ hoạt động tài chính	32	44,2%	120	65,1%	45,8%	75,4%
LN ròng khác	(0)	-105,1%	275	-4,1%	41,3%	68,0%
LNTT	170	2,0%	608	2,3%	52,7%	65,2%
LN ròng	121	-0,3%	471	0,6%	52,9%	67,2%
Biên LN gộp	32,9%	2,1 điểm %	27,2%	4,4 điểm %		
Biên LN ròng	26,8%	3,5 điểm %	52,9%	11,5 điểm %		

### Hoạt động sản xuất của Trung Quốc phục hồi chậm hơn dự kiến gây áp lực lên KQKD mảng cao su

Doanh thu Q3/23 của PHR giảm 13,4% svck xuống 453 tỷ đồng bất chấp sự phục hồi của hai hoạt động kinh doanh cốt lõi: cao su & gỗ (+186% sv quý trước) và BĐS KCN (+1.187% sv quý trước) sau khi sụt giảm mạnh trong Q2/23. Quý 3 thường là mùa cao điểm cao su do nhu cầu từ các nhà sản xuất lốp xe Trung Quốc tăng cao, tuy nhiên sự phục hồi của hoạt động sản xuất Trung Quốc chậm hơn dự kiến đã tạo áp lực lên KQKD mảng cao su của PHR trong năm nay. Trong Q3/23, cả sản lượng bán và giá bán cao su đều ở mức thấp, khiến doanh thu từ cao su & gỗ giảm 31,8% svck xuống còn 258 tỷ đồng.

### Bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê từ KCN VSIP 3

Doanh thu BĐS KCN Q3/23 tăng 41,5% svck lên 193 tỷ đồng nhờ ghi nhận doanh thu cho thuê KCN VSIP 3. PHR bắt đầu ghi nhận thêm doanh thu từ việc cho thuê đất KCN VSIP 3 từ năm 2023 dựa trên 20% cổ phần từ hợp đồng hợp tác kinh doanh với VSIP.

Với đóng góp cao hơn từ doanh thu BĐS KCN, biên lợi nhuận gộp đã tăng 2,1 điểm % svck, lên mức 32,9%. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 8,0% svck và lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính tăng 44,2% svck, giúp LN ròng Q3/23 chỉ giảm 0,3% svck, đạt mức 121 tỷ đồng.

### Lợi nhuận bất thường từ KCN VSIP 3 trong Q1/23 đã thúc đẩy lợi nhuận 9T/23

Doanh thu 9T/23 giảm 21,4% svck, đạt 890 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu cao su, gỗ và KCN lần lượt ghi nhận khoảng 656 tỷ đồng/223 tỷ đồng, với xu hướng trái ngược (-31,3% svck/+35,1% svck).

Mặc dù vậy, trong Q1/23, PHR đã ghi nhận khoản tiền đền bù đất còn lại (~200 tỷ đồng) từ VSIP 3. Điều này đã giúp cho LN khác trong 9T/23 đạt 275 tỷ đồng, giảm nhẹ 4,1% svck.

Từ đó, LN ròng 9T/23 tăng nhẹ 0,6% svck, đạt 471 tỷ đồng, đạt khoảng 67,2% so với dự phóng cho cả năm của chúng tôi.

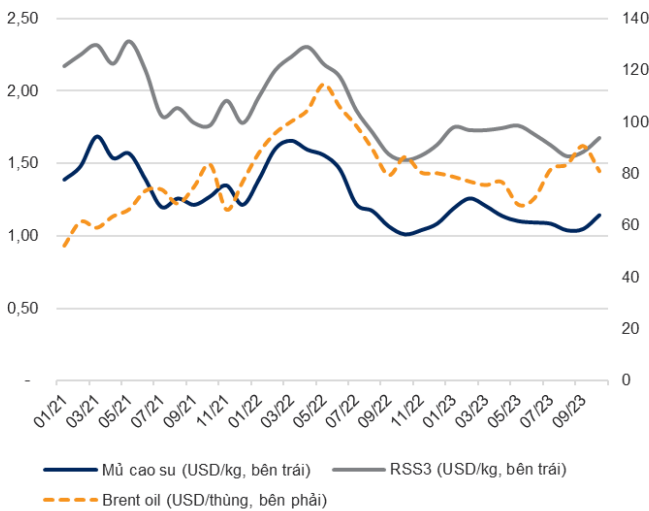
## Triển vọng 2023-25: Quảng ngiệp cần thiết trước chu kỳ tăng trưởng mới

### Mảng kinh doanh cao su: Tín hiệu tích cực cho sự phục hồi mạnh mẽ từ 2024

Giá cao su toàn cầu tiếp tục diễn biến kém khả quan trong 6T23 sau xu hướng giảm trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một vài tín hiệu tích cực có thể thúc đẩy giá cao su từ Q4/23.

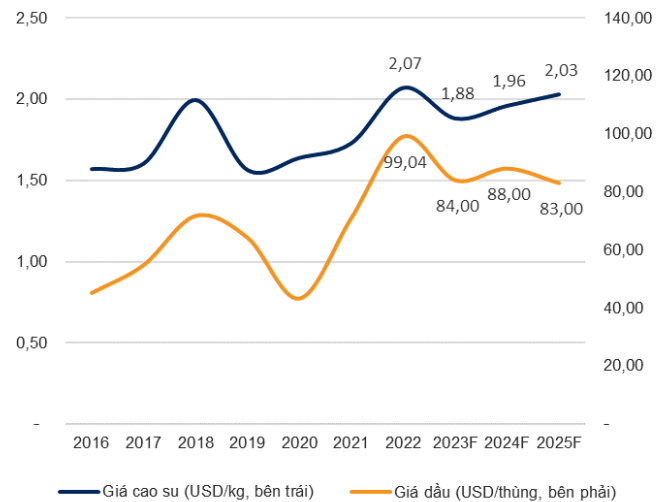
- Giá dầu thô dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2024, do các yếu tố từ phía cung như (1) OPEC+ kéo dài thảo luận cắt giảm sản lượng và (2) các quốc gia thành viên trong OECD tiếp tục duy trì tồn kho dầu thô ở mức thấp trong những năm tới.

**Hình 1: Giá cao su duy trì ở mức nền thấp trong 9T23, ảnh hưởng bởi giá dầu**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC, BLOOMBERG

**Hình 2: Sự phục hồi giá dầu sẽ hỗ trợ giá cao su**

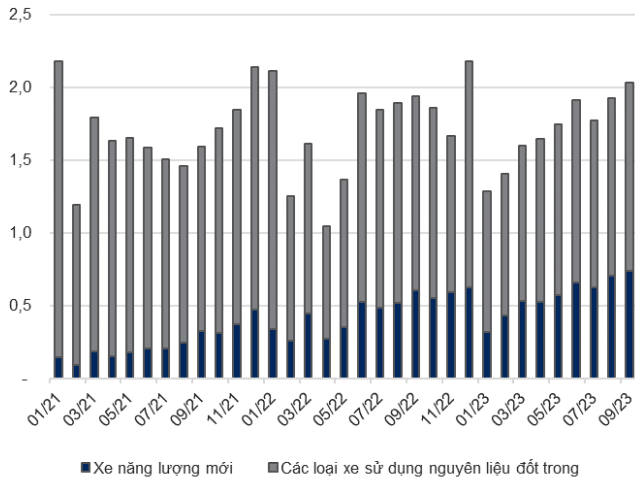


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

- Doanh số bán xe ô tô của Trung Quốc đạt 2,04 triệu chiếc trong tháng 9, mức cao nhất theo tháng trong năm 2023, giúp tổng doanh số bán xe ô tô trong Q3/23 tăng 9,6% svck. Chúng tôi dự phóng Trung Quốc sẽ đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ ô tô vào năm 2024 với 22,43 triệu chiếc, dẫn đến nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe ở mức cao. Bên cạnh đó, một khi Trung Quốc tăng cường nhập khẩu cao su sẽ là động lực tăng giá cao su toàn cầu.

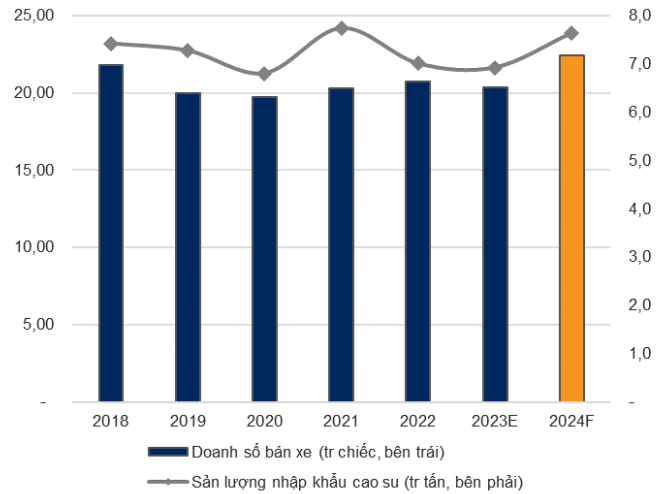
Chúng tôi tin rằng PHR với vị thế là một trong những nhà sản xuất cao su hàng đầu Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhiều nhất qua đó cải thiện sản lượng và giá bán cao su.

**Hình 3: Sản lượng tiêu thụ xe ô tô của Trung Quốc phục hồi từ T8/23 (Đơn vị: triệu chiếc)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Reuter, CAAM

**Hình 4: Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ tăng cường nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe, ảnh hưởng bởi sản lượng tiêu thụ ô tô**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Statista

**Mảng BĐS KCN: Chờ đợi thủ tục pháp lý để tháo gỡ nút thắt**

PHR hiện đang quản lý đầu tư vào 3 dự án BĐS KCN: Tân Bình, VSIP 3 và Nam Tân Uyên mở rộng. Chúng tôi nhận thấy trong khi dự án Tân Bình 1 đã được lấp đầy hoàn toàn và Nam Tân Uyên mở rộng mới chỉ có thể cho thuê từ năm 2024 thì VSIP 3 sẽ đóng góp chính cho doanh thu BĐS KCN năm 2023-24, tới từ 20% cổ phần của PHR tại dự án này.

**Hình 5: Các dự án BĐS KCN hiện tại của PHR**

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Hiện trạng
Tân Bình	80%	352	Đã cho thuê, lấp đầy 100%.
VSIP 3	20%	1.000	Hoạt động cho thuê vẫn tiếp tục ổn định. Tỉnh Bình Dương đã chấp nhận phương án đền bù đất.
Nam Tân Uyên mở rộng	33%	345,8	Sẽ sẵn sàng cho thuê từ năm 2024.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đối với các dự án trong tương lai, PHR vẫn đang trong giai đoạn khó triển khai dự án BĐS KCN mới, chủ yếu do chậm trễ về thủ tục pháp lý khi thay đổi lãnh đạo cấp cao các tỉnh phía Nam (Bình Dương, Đồng Nai...)

Trong năm 2024, chúng tôi tin rằng sẽ không có dự án BĐS KCN mới nào được đưa vào hoạt động do lùi thời gian triển khai KCN Tân Lập thêm 1 năm (đến năm 2025). Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể hoàn tất thủ tục pháp lý cho KCN Tân Lập 1 và bắt đầu hoạt động cho thuê từ năm 2025.

**Hình 6: Kế hoạch triển khai các dự án KCN của PHR**

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Thời điểm đưa vào hoạt động dự kiến	Hiện trạng
<b>Trung hạn</b>				
Tân Lập 1	51%	202	2025F	Chờ phê duyệt quy hoạch 1/2000.
Lai Hưng	0%	600	2026F	Đã nằm trong quy hoạch tổng thể 2016-20 của tỉnh Bình Dương. Chờ quyết định đầu tư của BCM, giá đền bù đất ước tính cao hơn 2,5 tỷ/ha.
<b>Dài hạn</b>				
Tân Bình mở rộng	80%	1055	2026-2027F	
Tân Lập 2	51%	180	2026-2030F	PHR được đề xuất làm chủ đầu tư của các dự án này, hiện đã nằm trong quy hoạch 2021-25 của Bình Dương, dự kiến sẽ được phê duyệt trong Q1/24.
Hội Nghĩa	100%	715	2026-2030F	
Bình Mỹ	100%	1002	2026-2030F	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



**Hình 7: Dự án KCN Tân Lập 1**



- Địa điểm: Tân Lập, Bình Dương
- Tổng diện tích: 202ha
- Diện tích cho thuê: 136ha
- Giá cho thuê: 130-150 USD/m<sup>2</sup>
- Tình trạng: Đang hoàn tất thủ tục pháp lý
- Thời điểm đưa vào hoạt động dự kiến: 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bên cạnh đó, chúng tôi thấy một dự án tiềm năng có thể mang lại cho PHR khoản thu nhập bất thường lớn trong những năm tới nếu BCM quyết định đầu tư vào KCN Lai Hưng, tiền bồi thường đất ước tính hơn 2,5 tỷ đồng/ha

**Hình 8: Quy hoạch tổng thể cho KCN Lai Hưng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Lựa chọn hàng đầu cho nhà đầu tư ưu thích cổ tức

Tỷ suất cổ tức hấp dẫn luôn là điểm cộng của PHR. Năm 2023, PHR trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm tài chính 2022 tổng cộng là 5.950 đồng/cổ phiếu, một trong những mức cao nhất trên thị trường chứng khoán.

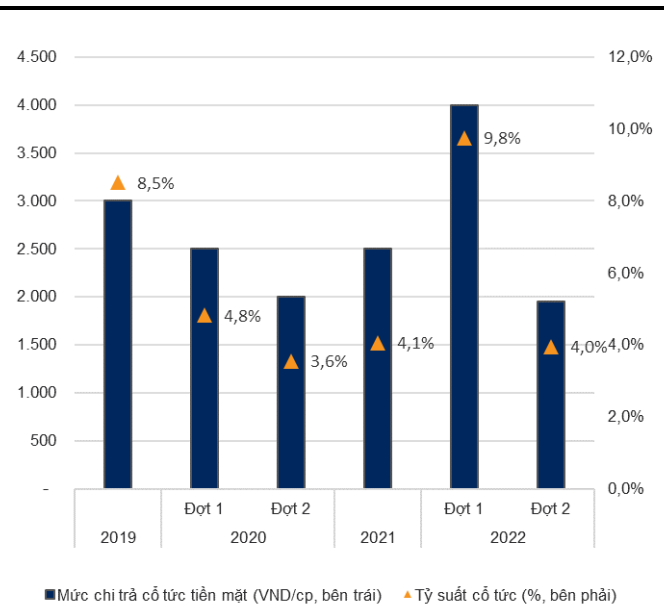
Với lợi nhuận giữ lại duy trì ở mức cao là 659,6 tỷ đồng vào cuối Q3/23, sau khi đã trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2022, chúng tôi tin rằng PHR sẽ tiếp tục trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2023 cao hơn dự kiến, trên 3.000 đồng/cổ phiếu (mức thấp nhất theo công bố của PHR).

Hình 9: PHR có lịch sử trả cổ tức đều đặn...

Ngày GD không hưởng quyền	Ngày ĐK cuối cùng	Ngày thực hiện	Nội dung	Mức chi trả cổ tức tiền mặt (VND/cp)
29/10/2013	31/10/2013	26/11/2013	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2013	1.500
26/05/2014	28/05/2014	19/06/2014	Trà cổ tức tiền mặt đợt 2/2013	1.500
06/05/2015	08/05/2015	22/05/2015	Trà cổ tức tiền mặt 2014	2.000
21/12/2015	23/12/2015	29/01/2016	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2015	1.500
12/08/2016	15/08/2016	15/09/2016	Trà cổ tức tiền mặt đợt 2/2015	500
26/05/2017	29/05/2017	12/07/2017	Trà cổ tức tiền mặt 2016	1.800
14/06/2018	15/06/2018	31/07/2018	Trà cổ tức tiền mặt 2017	2.300
13/12/2018	14/12/2018	29/03/2019	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2018	1.500
06/09/2019	09/09/2019	25/09/2019	Trà cổ tức tiền mặt đợt 2/2018	500
24/12/2019	25/12/2019	10/02/2020	Trà cổ tức tiền mặt 2019	3.000
09/12/2020	10/12/2020	04/02/2021	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2020	2.500
06/12/2021	07/12/2021	14/12/2021	Trà cổ tức tiền mặt đợt 2/2020	2.000
16/12/2021	17/12/2021	15/06/2022	Trà cổ tức tiền mặt 2021	2.500
16/12/2022	19/12/2022	16/02/2023	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2022	2.000
		16/05/2023	Trà cổ tức tiền mặt đợt 2/2022	2.000
08/09/2023	11/09/2023	25/12/2023	Trà cổ tức tiền mặt đợt 1/2023	1.950

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

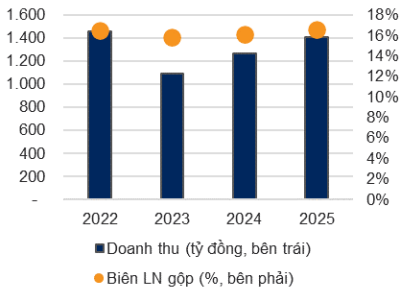
Hình 10: ... và bằng tiền mặt với tỷ suất cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

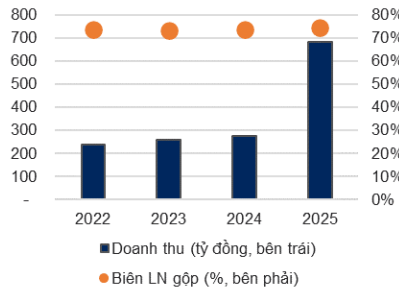
**Điều chỉnh dự phóng 2023-25**

**Hình 11: Màng cao su, gỗ**



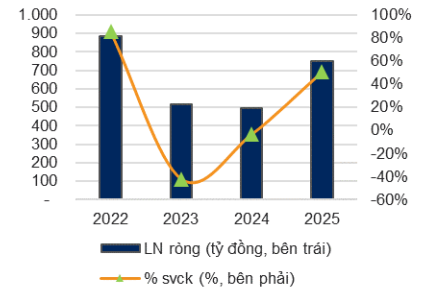
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Màng BĐS KCN**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: LN ròng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Dự phóng KQKD 2023-25**

(Tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
<b>Doanh thu</b>	<b>1.366</b>	<b>1.553</b>	<b>2.103</b>	<b>1.833</b>	<b>2.211</b>	<b>2.822</b>	<b>-25,4%</b>	<b>-29,8%</b>	<b>-25,5%</b>	
_Cao su	924	1.089	1.222	1.371	1.475	1.580	-32,6%	-26,2%	-22,7%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu cao su 2023 xuống 32,6% để phản ánh giá bán cũng như sản lượng thấp hơn dự kiến. Chúng tôi đồng thời cũng hạ dự phóng doanh thu cho năm 2024-25 lần lượt 26,2%/22,7%, tuy nhiên nâng tốc độ tăng trưởng lên lần lượt tương ứng 10,3 điểm %/5,1 điểm % cho những tín hiệu tích cực về sự phục hồi của màng cao su.
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	26.396	30.355	33.390	34.125	35.831	37.623	-22,7%	-15,3%	-11,2%	
Giá bán (tr đồng/tấn)	35,0	35,9	36,6	40,2	41,2	42,0	-12,9%	-12,9%	-12,9%	
_Gỗ	170	179	188	198	208	219	-14,3%	-14,3%	-14,3%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu gỗ 2023-25 do diện tích rừng cao su chờ GPMB thấp, dẫn đến thu hẹp lượng thanh lý gỗ cao su.
_KCN	261	277	684	259	521	1.016	0,8%	-46,9%	-32,7%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu KCN 2023-25 để phản ánh điều chỉnh thời gian đưa vào hoạt động, đóng góp doanh thu của KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng.
LN góp	343	382	714	419	638	1.035	-18,3%	-40,2%	-31,0%	
Biên LN góp	25,1%	24,6%	33,9%	22,9%	28,9%	36,7%	2,2 điểm %	-4,3 điểm %	-2,7 điểm %	
Chi phí BH&QLDN	142	149	158	146	153	162	-2,6%	-2,6%	-2,5%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	10,4%	9,6%	7,5%	8,0%	6,9%	5,8%	2,4 điểm %	2,7 điểm %	1,8 điểm %	
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	201	233	556	273	485	873	-26,6%	-52,0%	-36,3%	
LN khác ròng	302	175	161	404	282	340	-25,2%	-38,0%	-52,6%	Chúng tôi giảm LN khác ròng 2023 do thu nhập từ việc bán và thanh lý tài sản cố định thấp hơn dự kiến. Chúng tôi lần lượt hạ dự phóng cho năm 2024-25 lần lượt 38,0%/52,6% sv dự phóng trước đó tới từ việc loại bỏ đi các khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất theo tiến độ thực tế.
LNTT	699	676	1.020	932	1.085	1.587	-25,0%	-37,8%	-35,7%	
<b>LN ròng</b>	<b>515</b>	<b>498</b>	<b>752</b>	<b>701</b>	<b>817</b>	<b>1.194</b>	<b>-26,6%</b>	<b>-39,1%</b>	<b>-37,1%</b>	Từ đó, chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng LN ròng cho giai đoạn 2023-25 lần lượt 26,6%/39,1%/37,1% sv dự phóng trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 53.700 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP cho các mảng cao su, gỗ, khu công nghiệp và đầu tư vào công ty liên doanh liên kết của PHR.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 6,6% (từ 57.500 đồng) do nhiều yếu tố cấu thành như:

- Áp dụng giả định WACC điều chỉnh còn 14,9% (từ 19,4%), trong 1) Định giá DCF cho mảng cao su, gỗ, 2) Định giá RNAV cho mảng KCN với các dự án KCN thuộc quyền kiểm soát của PHR. Đồng thời chúng tôi cũng phản ánh 1) dự phóng KQKD cao su, gỗ thấp hơn, 2) lùi thời điểm đưa vào vận hành các KCN dẫn tới tăng tỷ lệ chiết khấu cho từng KCN (áp dụng tỷ lệ chiết khấu 50%/70% lần lượt cho KCN Tân Lập 1, KCN Tân Bình mở rộng).
- Hạ tỷ lệ chiết khấu RNAV xuống 10% (từ 15%) nhằm phản ánh tín hiệu tích cực của thị trường BĐS KCN nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và các yếu tố vĩ mô sẽ hỗ trợ dòng vốn đổ vào thị trường này.

### Đầu tư tại các công ty liên kết

Chúng tôi định giá khoản đầu tư vào các công ty liên kết bằng cách: định giá RNAV cho VSIP 3 và định giá hỗn hợp nhiều phương pháp (RNAV, DCF, P/B) cho NTC, bao gồm 33% cổ phần của PHR trong NTC và 20% cổ phần dự án trong VSIP 3.

**Hình 15: Định giá cho các khoản đầu tư liên kết của PHR**

Công ty	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị hợp lý đóng góp về PHR (tỷ đồng)
VSIP 3	RNAV	9.107	20%	1.821
NTC		5.136	33%	1.695
<i>_KCN Nam Tân Uyên (bao gồm cả mở rộng)</i>	<i>DCF</i>	<i>2.402</i>		
<i>_Khoản đầu tư tại SIP, MH3, DPR...</i>	<i>RNAV &amp; P/B</i>	<i>1.673</i>		
<i>(+) Tiền và tương đương tiền</i>	<i>BV</i>	<i>1.309</i>		
<i>(-) Nợ ròng</i>	<i>BV</i>	<i>248</i>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 16: Thay đổi trong giả định WACC

	Trước	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị	11,0%	9,7%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	3,0%
Beta	1,5	1,3
Chi phí sử dụng v	10,0%	10,0%
Chi phí sử dụng r	7,1%	5,3%
Tỷ lệ nợ	92,9%	94,7%
Tỷ lệ vốn	20,5%	15,3%
<b>WACC</b>	<b>19,4%</b>	<b>14,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Phương pháp định giá từng phần

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Cao su, gỗ	DCF	996
KCN	RNAV	1.799
Tân Bình 1		162
Tân Lập 1		417
Tân Bình mở rộng		1.220
<b>(+)</b>		
Tiền và tương đương tiền	BV	2.027
Đầu tư liên kết		3.654
NTC	RNAV	1.695
VSIP 3 IP	RNAV	1.821
Khác	BV	137
<b>(-)</b>		
Nợ ròng	BV	206
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	185
Giá trị doanh nghiệp		8.085
Chiết khấu		10%
SLCP lưu hành		135.499.198
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>53.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Phân tích độ nhạy WACC trên giá mục tiêu (VND/đồng)

WACC	13,9%	14,4%	14,9%	15,4%	15,9%
Giá mục tiêu	55.200	54.400	53.700	53.000	52.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: So sánh với các DN cùng ngành (dữ liệu ngày 21/11/2023)

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu	% svck	LN ròng	% svck	Nợ/VCSH	ROE	P/E trượt	P/B quý
		tr USD	tr USD		tr USD		x	%	12T	trước
<b>BDS KCN</b>										
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	1.018	213,1	104,5	59,7	(35,7)	0,2	8,3	17,2	1,4
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	972	557,1	(10,4)	57,1	(30,1)	0,4	17,3	17,3	2,8
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	690	256,6	(23,9)	43,4	(50,1)	0,6	10,6	32,9	3,8
Tổng CTCP Phát triển KCN	SNZ VN	441	212,8	(3,4)	26,2	(20,1)	0,4	9,5	19,2	1,8
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	441	256,5	2,6	35,5	3,2	0,3	23,1	12,4	3,1
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	212	31,2	(6,9)	8,3	(11,7)	1,4	13,4	23,9	3,0
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	182	10,4	(14,8)	11,5	(5,0)	0,3	38,1	17,2	6,2
CTCP Long Hậu	LHG VN	65	14,6	(40,2)	5,7	(29,6)	0,1	9,2	11,2	1,0
Trung bình				0,9		(22,4)	0,5	16,2	18,9	2,9
Trung vị				(8,6)		(24,9)	0,4	12,0	17,2	2,9
<b>Cao su</b>										
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	3.311	973,4	(9,5)	96,5	(46,3)	0,1	4,7	34,0	1,6
Cao su Đồng Phú	DPR VN	110	41,1	(25,3)	7,2	(64,9)	0,0	7,5	14,5	1,1
Cao su Bà Rịa	BRR VN	76	16,6	(17,4)	5,6	(20,0)	0,0	10,9	12,5	1,4
Cao su Tân Biên	RTB VN	65	38,6	(1,8)	6,9	(20,7)	0,1	13,6	9,6	1,1
Đầu tư Cao su Đắk Lắk	DRI VN	22	18,7	(18,3)	2,9	52,6	0,2	12,7	6,5	0,9
Trung bình				(14,5)		(19,8)	0,1	9,9	15,4	1,2
Trung vị				(17,4)		(20,7)	0,1	10,9	12,5	1,1
<b>Trung vị hỗn hợp</b>				<b>(12,1)</b>		<b>(23,2)</b>	<b>0,3</b>	<b>11,6</b>	<b>15,4</b>	<b>2,2</b>
Cao su Phước Hòa	PHR VN	263	36,3	21,4	19,2	0,6	0,1	24,9	7,1	1,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

PHR hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,8x, thấp hơn trung vị hỗn hợp (2,2x) của các công ty trong ngành (KCN & cao su) và cũng thấp hơn mức P/B trung bình 3 năm gần nhất là 2,1x. Với quỹ đất lớn và tiềm năng sẽ được định giá lại cao hơn khi chuyển đổi thành dự án KCN, giá mục tiêu của chúng tôi thể hiện mức P/E 2,1x ứng với EPS 2024.

Hình 20: P/B 3 năm gần nhất của PHR



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Phân tích độ nhạy

### Tiềm năng tăng giá:

- Doanh số và giá bán cao su đều cao hơn dự kiến nhờ tình trạng thiếu cao su toàn cầu kéo dài do Thái Lan và Malaysia sẽ tiếp tục hạn chế trồng cao su.

### Rủi ro giảm giá:

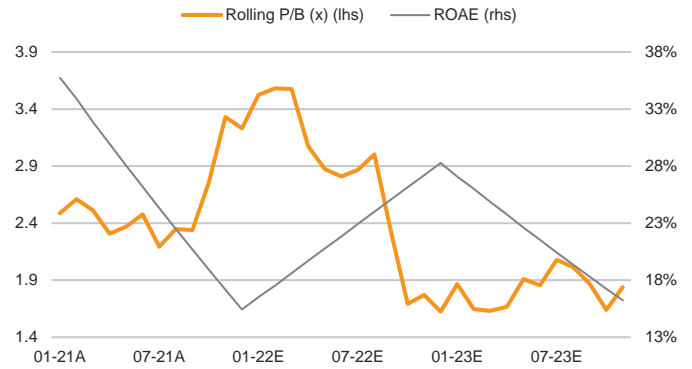
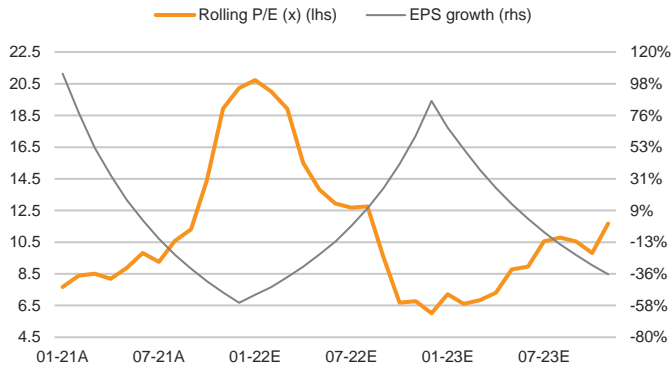
- Giá cao su giảm mạnh hơn và sản lượng tiêu thụ cao su thấp hơn do hoạt động sản xuất tại Trung Quốc phục hồi chậm hơn dự kiến
- Chậm phê duyệt thủ tục pháp lý KCN Tân Lập 1, KCN Tân Bình mở rộng.

Hình 21: Độ nhạy của sản lượng tiêu thụ và giá bán

Giá bán (tr đồng/tấn)	Sản lượng tiêu thụ (tấn)				
	25.355	27.855	30.355	32.855	35.355
32	53.200	53.350	53.500	53.650	53.800
34	53.300	53.450	53.600	53.750	53.900
36	53.400	53.550	<b>53.700</b>	53.850	54.000
38	53.500	53.650	53.800	53.950	54.100
40	53.600	53.750	53.900	54.050	54.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	1.366	1.553	2.103
Giá vốn hàng bán	(1.023)	(1.171)	(1.389)
Chi phí quản lý DN	(104)	(110)	(118)
Chi phí bán hàng	(38)	(39)	(41)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>201</b>	<b>233</b>	<b>556</b>
EBITDA thuần	297	334	662
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(96)</b>	<b>(101)</b>	<b>(106)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>201</b>	<b>233</b>	<b>556</b>
Thu nhập lãi	142	159	159
Chi phí tài chính	(17)	(19)	(28)
Thu nhập ròng khác	302	175	161
TN từ các Cty LK & LD	71	128	171
<b>LN trước thuế</b>	<b>699</b>	<b>676</b>	<b>1.020</b>
Thuế	(140)	(135)	(204)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(44)	(43)	(64)
<b>LN ròng</b>	<b>515</b>	<b>498</b>	<b>752</b>
Thu nhập trên vốn	515	498	752
Cổ tức phổ thông	(264)	(406)	(542)
<b>LN giữ lại</b>	<b>251</b>	<b>91</b>	<b>210</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	152	115	262
Đầu tư ngắn hạn	1.899	1.899	1.899
Các khoản phải thu ngắn hạn	219	240	257
Hàng tồn kho	357	392	431
Các tài sản ngắn hạn khác	82	89	96
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.708</b>	<b>2.735</b>	<b>2.945</b>
Tài sản cố định	2.316	2.439	2.593
Tổng đầu tư	453	484	519
Tài sản dài hạn khác	590	576	564
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.066</b>	<b>6.234</b>	<b>6.620</b>
Vay & nợ ngắn hạn	95	104	222
Phải trả người bán	54	62	73
Nợ ngắn hạn khác	691	782	857
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>840</b>	<b>948</b>	<b>1.152</b>
Vay & nợ dài hạn	116	139	167
Các khoản phải trả khác	1.426	1.399	1.373
Vốn điều lệ và	1.355	1.355	1.355
LN giữ lại	623	575	596
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.490</b>	<b>3.511</b>	<b>3.628</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	195	237	301
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.066</b>	<b>6.234</b>	<b>6.620</b>

Báo cáo LC TT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>699</b>	<b>676</b>	<b>1.020</b>
Khấu hao	96	101	106
Thuế đã nộp	(140)	(135)	(204)
Các khoản điều chỉnh khác	(267)	(339)	(382)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(143)</b>	<b>(52)</b>	<b>(23)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>245</b>	<b>252</b>	<b>518</b>
Đầu tư TSCĐ	(102)	(212)	(247)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	166	302	296
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>64</b>	<b>91</b>	<b>49</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	33	145
Dòng tiền từ HĐTC khác	(54)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(264)	(406)	(542)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(318)</b>	<b>(374)</b>	<b>(397)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	166	152	115
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(9)</b>	<b>(32)</b>	<b>169</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	157	120	284

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	37,7%	32,1%	35,7%
Vòng quay TS	0,22	0,25	0,33
ROAA	8,3%	8,1%	11,7%
Đòn bẩy tài chính	1,83	1,76	1,80
ROAE	15,2%	14,2%	21,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	16,1	16,1	13,0
Số ngày nắm giữ HTK	127,2	122,6	113,4
Số ngày phải trả tiền bán	19,2	19,3	19,2
Vòng quay TSCĐ	0,59	0,65	0,84
ROIC	13,2%	12,5%	17,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,2	2,9	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	2,8	2,5	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,4	2,1	1,9
Vòng quay tiền	124,0	119,5	107,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(20,0%)	13,6%	35,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(17,9%)	16,0%	138,6%
Tăng trưởng LN ròng	(41,9%)	(3,3%)	50,9%
Tăng trưởng EPS	(41,9%)	(3,3%)	50,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng Phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [son.leanh2@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>