

Vài nét về doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp cao su có quy mô lớn nhất trong hệ thống Tập đoàn Cao su Việt Nam với vườn cây tập trung chủ yếu trên địa bàn tỉnh Bình Dương & Cambodia. Ngoài ra, PHR có tham gia phát triển và sở hữu cổ phần, lợi ích tại các dự án KCN trên địa bàn Bình Dương.

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	67.957
Upside	19,2%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Cao su, KCN
Thị giá (31/10/2024)	57.000
Biến động 1 năm	41.800 – 64.500
KLGD bình quân 52T (cp)	370.876
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.553
P/E	23,3x
P/B	2,56x

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

KỶ VỌNG KHÔI PHỤC MẶT BẰNG LỢI NHUẬN

ĐÁNH GIÁ: MUA

KQKD của PHR dự báo ghi nhận sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2025 – 2026 xét đến: (1) Tăng trưởng tích cực trong mảng sản xuất cao su và phát triển KCN, (2) Nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su dự báo hồi phục mạnh mẽ từ năm 2026 nhờ hoàn thành quy hoạch chung tỉnh Bình Dương.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao nguồn lực tài chính dồi dào, việc sở hữu các khoản đầu tư giá trị và tiềm năng dòng tiền tốt từ các dự án KCN & đền bù đất của PHR. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PHR với mức định giá hợp lý là **67.957 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Hiệu quả kinh doanh mảng cao su được cải thiện tích cực

Trong giai đoạn 2025 – 2026, VCBS đánh giá mảng cao su của PHR được hỗ trợ tích cực từ: (1) Mặt bằng giá cao su tự nhiên neo cao, (2) Năng suất vườn cây cao su cải thiện do vườn cây sau kiến thiết cơ bản (KTCB) đã vào giai đoạn cho mủ ổn định.

Dòng tiền tích cực từ các KCN

KCN Nam Tân Uyên MR giai đoạn 2 và KCN VSIP III dự báo ghi nhận diện tích cho thuê lớn trong vài năm tới với giá thuê tương đối cao (khoảng 180 USD/ m²). Ngoài ra, KCN Tân Lập 1 (200 ha) kì vọng có thể hoàn thiện pháp lý và bắt đầu cho thuê từ năm 2026.

Hồi phục nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su

Quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021 – 2030 tầm nhìn đến 2050 đã chính thức được thông qua vào tháng 08.2024. Đây là cơ sở quan trọng cho việc hoàn thiện pháp lý và thúc đẩy triển khai các KCN, KĐT trên diện tích đất cao su hiện hữu của PHR.

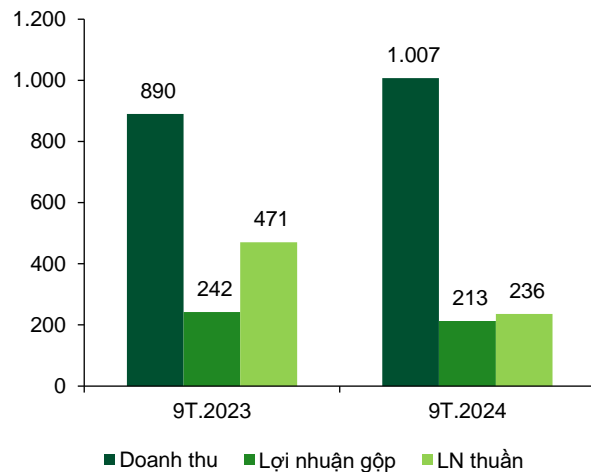
Chi tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	1.354	1.654	1.823	1.778
+/- yoy (%)	-20,92%	22,20%	10,19%	-2,43%
LN thuần (tỷ đồng)	620	406	651	1.117
+/- yoy (%)	-30,33%	-34,51%	60,52%	71,43%
TS LN gộp (%)	24,16%	25,91%	26,58%	26,58%
TS LN ròng (%)	45,78%	24,54%	35,74%	62,80%
EPS - TTM (VND)	4.574	2.995	4.808	8.242

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2024

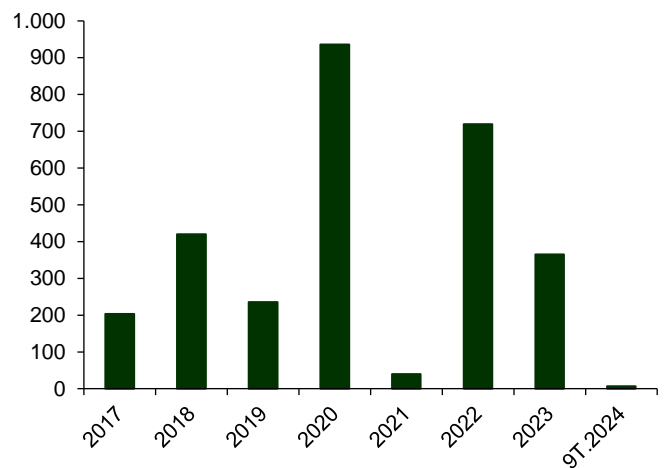
Doanh thu 3 quý đầu năm 2024 đạt 1.007 tỷ đồng (+13,1% yoy). Mảng sản xuất và chế biến cao su duy trì là nguồn đóng góp chủ đạo với doanh thu 9T.2024 đạt 940 tỷ đồng, tăng trưởng 43,3% so với cùng kỳ nhờ: (1) Sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức tốt, (2) Giá bán mủ thành phẩm tăng so với cùng kỳ nhờ đà tăng của giá cao su thế giới. Trong khi đó, doanh thu cho thuê đất KCN giảm mạnh (đạt 48 tỷ đồng, so với 223 tỷ đồng trong 9T.2023) do KCN Tân Bình (H.Bắc Tân Uyên, Bình Dương) không còn quỹ đất sẵn sàng cho thuê.

LN thuần đạt 236 tỷ đồng, giảm 49,9% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp mảng cao su ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể, đạt 166 tỷ đồng (cùng kỳ là 72 tỷ đồng) khi biên lợi nhuận được mở rộng nhờ đà tăng của giá cao su đầu ra. Tuy vậy, lợi nhuận thuần ở mức thấp so với 9T.2023 do: (1) Suy giảm đóng góp doanh thu từ mảng cho thuê đất KCN (có biên lợi nhuận cao), (2) Thu nhập khác giảm mạnh do thiếu hụt nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su cũ.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của PHR (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Thu nhập khác của PHR (đv: tỷ đồng)



Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

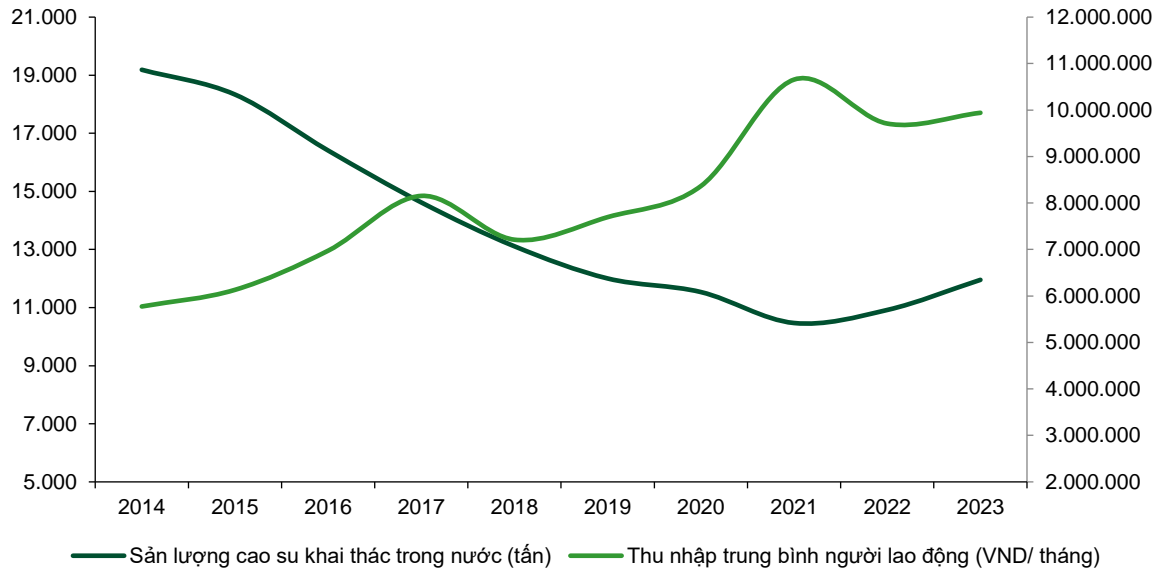
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Hiệu quả kinh doanh mảng cao su được cải thiện tích cực

Với tổng diện tích vườn cây cao su hơn 12.000 ha (bao gồm cả vườn cây tại Cambodia của công ty con), PHR là một trong những doanh nghiệp cao su có quy mô lớn nhất trong hệ thống Tập đoàn Cao su Việt Nam. Trong vài năm qua, KQKD mảng cao su của PHR có xu hướng thu hẹp dần do:

- Sản lượng mủ khai thác trong nước suy giảm do một phần rừng cao su được thực hiện tái canh hoặc chuyển đổi mục đích thành KCN/ KĐT, trong khi vườn cây trồng mới tại Cambodia cần thời gian để đạt mức năng suất cho mủ tốt.
- PHR thực hiện gia tăng đáng kể mặt bằng tiền lương người lao động trong các năm qua để: (1) Phù hợp với mức tăng chi phí sinh hoạt tại tỉnh Bình Dương, (2) Hạn chế áp lực mất lao động đến các khu công nghiệp trên địa bàn.

Hình 3: Sản lượng mủ cao su khai thác trong nước và thu nhập người lao động của PHR

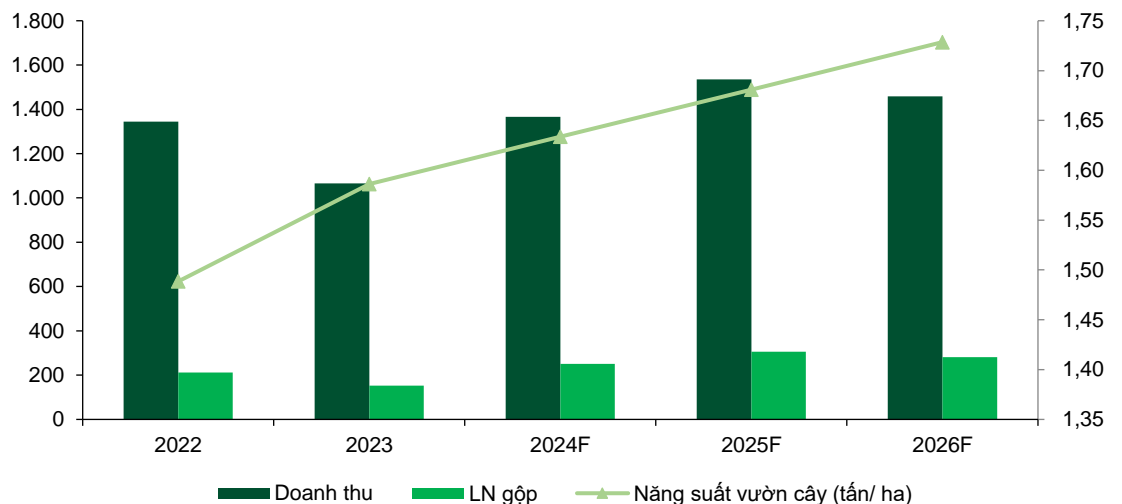


Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

Tuy vậy, biên lợi nhuận mủ cao su của PHR đã ghi nhận sự phục hồi đáng kể từ cuối năm 2023 cùng với đà tăng của giá cao su tự nhiên thế giới. Trong giai đoạn 2025 – 2026, VCBS đánh giá hiệu quả kinh doanh mủ kinh doanh trên có thể duy trì mức tích cực xét đến:

- Giá cao su thành phẩm được dự báo neo ở mức cao đến ít nhất hết năm 2025 do: (1) Nguồn cung suy yếu tại các khu vực sản xuất lớn do thời tiết bất lợi, (2) Nhu cầu cao su tự nhiên cho sản xuất công nghiệp dần hồi phục tại các thị trường tiêu thụ lớn (Trung Quốc & Ấn Độ).
- Năng suất vườn cây cao su của PHR dự báo cải thiện trong các năm tới nhờ: (1) PHR đã hoàn thành tái canh toàn bộ diện tích vườn cây Nhóm 3 (có tuổi đời cao và năng suất mủ rất thấp), (2) Vườn cây trồng mới bắt đầu cho mủ ổn định sau giai đoạn kiến thiết cơ bản (KTCB), (3) Vườn cây tại Cambodia (7.664 ha) đi vào giai đoạn tuổi đời có năng suất cho mủ cao (từ năm thứ 9 – 10).

Hình 4: KQKD mủ cao su của PHR (đv: tỷ đồng)



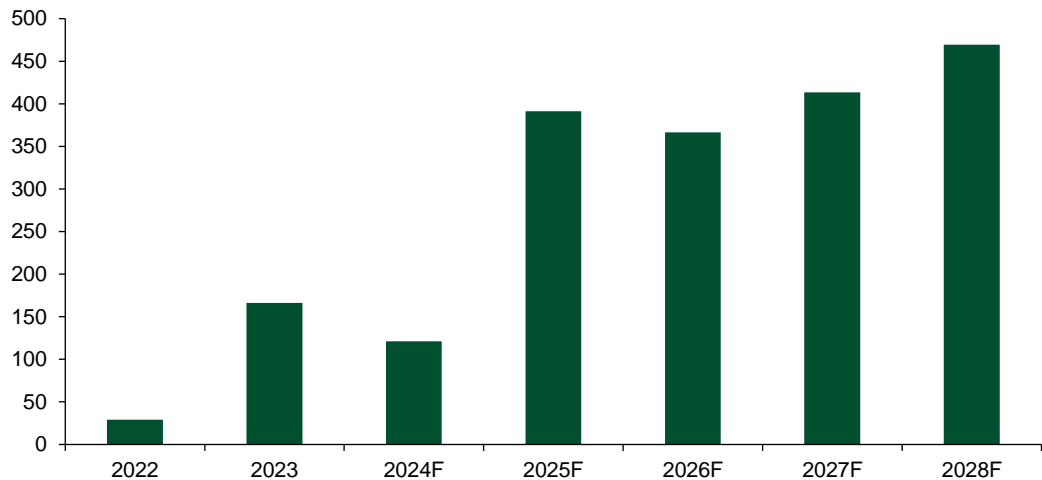
Nguồn: PHR, VCBS

Dòng tiền tích cực từ các KCN

PHR hiện đang sở hữu lợi ích tại 2 KCN lớn tại khu vực TP.Tân Uyên, Bình Dương (KCN Nam Tân Uyên MR giai đoạn 2 và KCN VSIP III) với tổng diện tích hơn 1.300 ha. Trong vài năm tới, VCBS cho rằng các KCN trên sẽ đóng góp 300 - 400 tỷ đồng lợi nhuận phân bổ mỗi năm cho PHR. Cụ thể:

- **KCN VSIP III (PHR được phân bổ 20% lợi nhuận gộp cho thuê theo thỏa thuận bồi thường):** Sau khi đưa vào kinh doanh vào năm 2023, dự án đã ghi nhận nhiều thành công trong hiệu quả thu hút đầu tư với các khách hàng lớn như Lego, Pandora. Với diện tích thương phẩm lớn, chúng tôi cho rằng KCN có thể duy trì tiến độ cho thuê 40 – 60 ha/ năm trong ít nhất 6 – 7 năm tới. Ngoài ra, lợi ích của PHR tại VSIP III có thể còn được gia tăng nếu doanh nghiệp thành công góp 20% vốn điều lệ tại doanh nghiệp dự án.
- **KCN Nam Tân Uyên Mở rộng giai đoạn 2 (PHR nắm 33% cổ phần doanh nghiệp dự án):** Phần lớn các vướng mắc pháp lý tồn đọng đã được tháo gỡ khi chủ đầu tư NTC lần lượt nhận quyết định giao đất, phê duyệt đơn giá và thông báo tiền thuê đất tại dự án trong giai đoạn 2023 - 2024. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu cho thuê và đem về dòng tiền trong năm 2025, với giá thuê khoảng 180 – 190 USD/ m2.

Hình 5: Lợi nhuận phân bổ về cho PHR từ KCN Nam Tân Uyên MR gd2 và KCN VSIP III (đv: tỷ đồng)

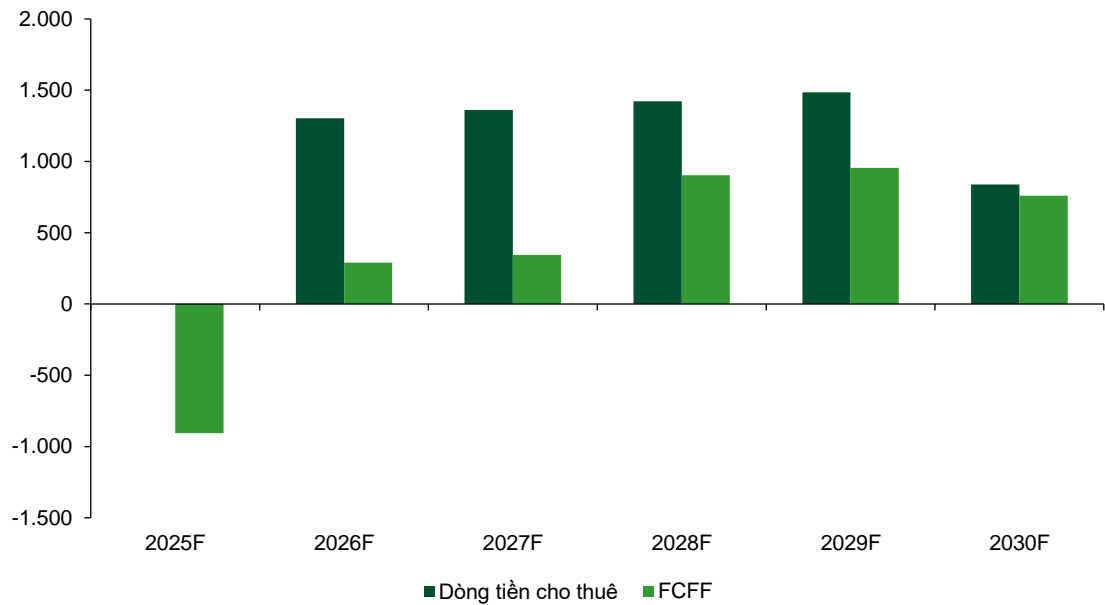


Nguồn: PHR, NTC, VSIP, VCBS

Ngoài ra, dự án KCN Tân Lập 1 (thuộc sở hữu của PHR với 51% cổ phần) đã được đưa vào quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn mới (công bố tháng 08.2024) và hiện đang trong quá trình hoàn thiện quy hoạch 1/2000. Với diện tích 200 ha tại TP.Tân Uyên, VCBS dự báo KCN trên sẽ mang về hơn 1.300 tỷ đồng doanh thu cho thuê đất mỗi năm sau khi hoàn thiện pháp lý và đưa vào kinh doanh xét đến:

- Sở hữu vị trí gần như tương đồng với KCN VSIP III và KCN Nam Tân Uyên MR gd2, do đó hưởng lợi từ mặt bằng giá thuê đã được xác lập bởi các dự án trên.
- Tốc độ cho thuê dự báo sẽ khá nhanh do khu vực dự án sở hữu hệ thống hạ tầng logistics và công nghiệp phụ trợ phát triển, trong khi quỹ đất công nghiệp còn lại tương đối hạn chế.

Hình 6: Dòng tiền từ KCN Tân Lập 1 (đv: tỷ đồng)



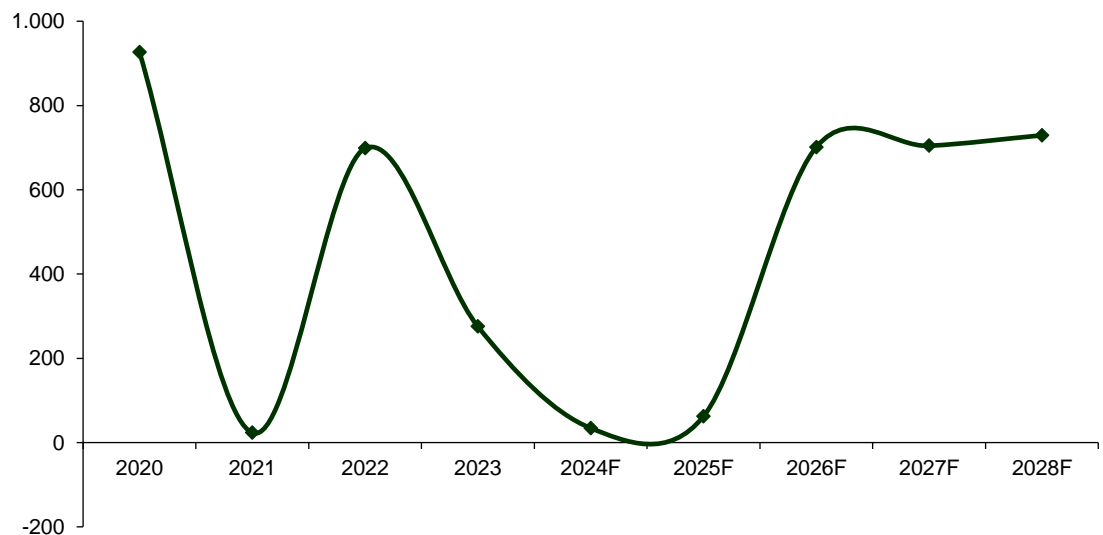
Nguồn: PHR, VCBS

Hồi phục nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su

Trong giai đoạn 2024 – 2025, chúng tôi đánh giá doanh thu từ hoạt động thanh lý cây cao su và nhận tiền đền bù đất (nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD của PHR trong vài năm qua) vẫn ở mức khá hạn chế do:

- PHR đã hoàn tất nhận tiền đền bù từ KCN VSIP III, trong khi tiến độ pháp lý tại các dự án KCN/ KĐT mới trên địa bàn đã chững lại trong giai đoạn điều chỉnh các bộ Luật và chờ thông qua quy hoạch tỉnh Bình Dương.
- Doanh nghiệp đã cơ bản hoàn thành tái canh diện tích vườn cây nhóm III. Do đó, diện tích vườn cao su thanh lý phục vụ nhu cầu tái canh hàng năm có thể tiếp tục ở mức thấp trong 1 - 2 năm tới.

Hình 7: Thu nhập từ đền bù đất & thanh lý cây cao su (đv: tỷ đồng)



Nguồn: PHR, VCBS

Tuy vậy, VCBS cho rằng các nguồn thu trên sẽ ghi nhận xu hướng hồi phục mạnh mẽ từ năm 2026 xét đến quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021 – 2030 tầm nhìn đến 2050 đã chính thức được thông qua vào tháng 08.2024. Đây là cơ sở quan trọng cho việc hoàn thiện pháp lý và thúc đẩy triển khai các KCN, KĐT trên diện tích đất cao su hiện hữu của PHR.

Trong dài hạn, tỉnh Bình Dương định hướng sẽ thực hiện chuyển đổi mục đích dần 10.868 ha diện tích nông trường cao su của PHR thành các dự án KCN – đô thị - dịch vụ. Theo đó, chúng tôi cho rằng PHR có thể duy trì tiến độ bàn giao khoảng 100 – 200 ha đất mỗi năm với đơn giá đền bù hơn 3 tỷ đồng/ ha. Ngoài ra, việc chuyển đổi mục đích và thanh lý sớm vườn cây cao su cũng giúp thúc đẩy nguồn thu từ đầu giá cây cao su thanh lý trong các năm tới.

Bảng 1: Kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng đất trồng cao su của PHR trên địa bàn tỉnh Bình Dương - định hướng đến 2050

Mục đích	Diện tích chuyển đổi (ha)
Phát triển KCN	4.690,82
Phát triển cụm công nghiệp	1.019,46
Phát triển khu dân cư	1.260
Phát triển KCN ứng dụng CNC	1.462,92
Phát triển cơ sở hạ tầng địa phương	1.121,03
Mục đích khác	945,9

Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của PHR đạt **1.654 tỷ đồng (+22,2% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **406 tỷ đồng (-34,5% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.995 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu đạt **1.823 tỷ đồng**, LN thuần đạt **651 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là **4.808 VNĐ/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu PHR dựa trên một số phương pháp:

Định giá SOTP

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của PHR và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **69.688 VNĐ/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Mảng cao su & thanh lý cây	1.363
Các dự án KCN	1.706
Lợi ích tại VSIP III	585
Các khoản đầu tư vào công ty liên kết	2.138
Lợi ích từ đền bù đất	2.504
(Nợ vay ròng)	1.825

(Lợi ích cổ đông không kiểm soát) (678)

Giá trị VCSH ròng hợp lý 9.443

Số cổ phiếu (triệu) 135

Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND) 69.688

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **66.227 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
2023	1,8
2022	1,6
2021	3,2
2020	2,7
2019	2,0
2018	1,7
2017	1,5
Trung vị	1,85
BVPS TB 2024 – 2026 (VND)	35.857
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	66.227

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá SOTP và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu PHR là **67.957 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá SOTP	69.688
Phương pháp định giá tương đối	66.227
Kết hợp 2 phương pháp	67.957

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

KQKD của PHR dự báo ghi nhận sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2025 – 2026 xét đến: (1) Tăng trưởng tích cực trong mảng sản xuất cao su và phát triển KCN, (2) Nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su dự báo hồi phục mạnh mẽ từ năm 2026 khi việc hoàn thành quy hoạch chung tỉnh Bình Dương tạo điều kiện cho việc hoàn thiện pháp lý và thúc đẩy triển khai các KCN, KĐT trên diện tích đất cao su hiện hữu của PHR.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao nguồn lực tài chính dồi dào, việc sở hữu các khoản đầu tư giá trị và tiềm năng dòng tiền tốt từ các dự án KCN & nguồn thu tiền đền bù đất của PHR. Theo đó, VCBS dự báo PHR có thể khôi phục về mặt bằng lợi nhuận khoảng 1.000 tỷ đồng/ năm trong vòng 2 – 3 năm tới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PHR với mức định giá hợp lý là **67.957 VND/ cổ phiếu**.

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>