

Giá mục tiêu 12 tháng	67.300 đồng/cổ phần		
Giá thị trường	57.200 đồng/cổ phần		
Lợi nhuận kỳ vọng	+17,7%	Tỷ suất cổ tức	5,4%

Điểm nhấn đầu tư

Triển vọng kinh doanh tích cực từ mảng Cao su

Sản lượng dự báo cải thiện khi vườn cây đang trong giai đoạn năng suất cao. Cùng với hưởng lợi từ giá bán cao su tăng liên tục do nguồn cung từ các nước Thái Lan, Indonesia sụt giảm trong khi nhu cầu tiêu thụ cao su từ thị trường Trung Quốc phục hồi. Giá cao su tự nhiên dự kiến duy trì đà tăng từ nay đến cuối năm và vẫn sẽ ở mức cao cho đến năm 2027 do nguồn cung cao su thế giới dự báo tiếp tục thiếu hụt trong 3 năm tới.

Đóng góp đáng kể vào lợi nhuận từ công ty liên kết

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ các khu công nghiệp thông qua công ty liên kết sẽ tăng trong năm 2025. Khi PHR hoàn tất khoản đầu tư 20% cổ phần vào dự án VSIP III và dự án NTC 3 sẽ bắt đầu bàn giao đất và ghi nhận doanh thu từ năm 2025 sau khi hoàn thành nghĩa vụ tài chính.

Quỹ đất cao su chuyển đổi lớn kỳ vọng tạo lợi nhuận đột phá trong dài hạn

Phê duyệt quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương thời kỳ 2021-2030 theo Quyết định 790/QĐ-TTg vào tháng 8/2024 có thể dẫn đến quy trình pháp lý thuận lợi hơn cho các dự án khu công nghiệp, khu đô thị sắp tới.

Dựa trên đó, PHR có thể chuyển đổi hơn 2.400 ha đất vườn cây sao su trong giai đoạn 10 năm tới. Trong đó, dự án Lai Hưng được chuyển từ quy hoạch trước đây (tương tự KCN Cây Trường, VSIP III, Tân Lập I) được phát triển trên đất cao su của PHR có tiềm năng sẽ được triển khai sớm.

Sức khỏe tài chính lành mạnh, tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Sức khỏe tài chính của PHR được đánh giá rất cao khi công ty có cơ cấu vốn an toàn. Tổng nợ vay rất ít với chỉ 177 tỷ đồng trong khi lượng tiền mặt và tiền gửi tiết kiệm đã hơn 2.000 tỷ đồng (chiếm 34% tổng tài sản). Qua đó, đảm bảo cho kế hoạch chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm.

Khuyến nghị: Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP để định giá và xác định mức giá phù hợp cho PHR là **67.300 đồng/cp**, tương đương với tiềm năng tăng giá 17,7% cùng với mức lợi suất cổ tức dự kiến năm 2024 là 5,4%.

Rủi ro đầu tư:

- Giá cao su thế giới giảm mạnh
- Tiến độ triển khai các dự án khu công nghiệp chậm hơn dự kiến
- Nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam chậm lại

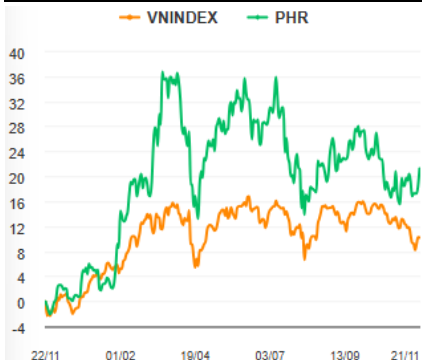
Tóm tắt một số chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	1.945	1.709	1.351	1.666	1.702
Lợi nhuận gộp	517	402	327	356	364
LNTT	597	1.127	792	473	777
ROE	16,5%	27,0%	17,3%	10,0%	15,8%
ROA	8,5%	14,6%	10,7%	6,0%	8,9%
D/E	0,13	0,08	0,08	0,09	0,22
EPS	3.524	6.536	4.574	2.642	4.343

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	7.751
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	135,5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	64.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	46.200
KLCP trung bình 20 phiên (cp)	140.475
GTGD TB 20 phiên (tỷ đồng)	7,8
EPS (đồng/cp)	2.858
P/E (lần)	20,0
BVPS (đồng/cp)	28.866
P/B (lần)	1,98

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá (%)	1th	3th	Ytd
PHR	2,9	-0,2	15,1
VNINDEX	-3,3	-4,3	8,7

Cơ cấu cổ đông

TĐCN Cao su Việt Nam	66,6%
Cổ đông nước ngoài	18,5%
Khác	14,9%

Kế hoạch kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng

	2024	9T2024	% TH
Doanh thu	1.455	1.007	69%
LNTT	277	287	104%

Chuyên viên phân tích:

Lê Nguyên Anh Phương

Email: phuong.lna@bsi.com.vn

I. Tổng quan doanh nghiệp

1. Giới thiệu

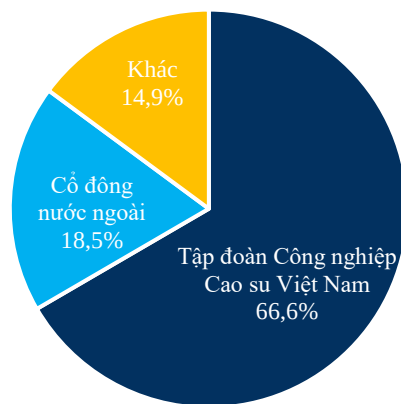
PHR là công ty con của Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR). GVR sở hữu 66,6% cổ phần tại PHR. Công ty hiện sở hữu quỹ đất trồng cây cao su hơn 14.000 ha tại tỉnh Bình Dương và 8.600 ha tại Campuchia công ty con quản lý. Ngoài ra, PHR cũng vận hành các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương thông qua các công ty con và công ty liên kết.

2. Quá trình phát triển

Năm	Sự kiện nổi bật
1982	Nông trường Quốc doanh Cao su Phước Hòa được chuyển đổi thành Công ty Cao su Phước Hòa
2005	PHR góp vốn thành lập CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC). Hiện tại, NTC đang là chủ đầu tư hạ tầng 3 KCN khoảng 900ha gồm Nam Tân Uyên 1,2,3.
2009	Niên yết lên sàn HOSE với mã chứng khoán PHR
2012	PHR góp vốn thành lập CTCP Khu công nghiệp Tân Bình để đầu tư hạ tầng KCN Tân Bình giai đoạn 1 (363,4 ha)
2013	PHR thực hiện tái cơ cấu, tập chung kinh doanh vào lĩnh vực cao su, khu công nghiệp và chế biến gỗ
2020	PHR giao 345,8 ha cho địa phương để phát triển KCN Nam Tân Uyên 3
2023	PHR giao 691 ha để thành lập KCN VSIP III

Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

3. Cơ cấu cổ đông



Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam - CTCP (GVR) sở hữu 66,62% cổ phần của PHR. GVR là tập đoàn có vị thế dẫn đầu ngành cao su Việt Nam, định hướng trở thành doanh nghiệp phát triển KCN với quỹ đất cao su tiềm năng chuyển đổi lớn.

Bên cạnh đó, các cổ đông nước ngoài sở hữu 18,5% cổ phần của PHR.

4. Cơ cấu doanh nghiệp

	Công ty	Tổng quan
Đơn vị trực thuộc	Nông trường Cao su Bồ Lá	Diện tích 1.590 ha cao su. Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo, tỉnh Bình Dương
	Nông trường Cao su Hưng Hòa	Diện tích 2.592 ha cao su. Xã Hưng Hòa, huyện Bến Cát, tỉnh Bình Dương
	Nông trường Cao su Tân Hưng	Diện tích 2.933 ha cao su Xã Tân Hưng, huyện Bến Cát, tỉnh Bình Dương
	Nông trường Cao su Lai Uyên	Diện tích 2.094 ha cao su Xã Tân Long, huyện Phú Giáo, tỉnh Bình Dương
	Nông trường Cao su Hội Nghĩa	Diện tích 2.145 ha cao su Xã Hội Nghĩa, huyện Tân Uyên, tỉnh Bình Dương
	Nông trường Cao su Nhà Nai	Diện tích 2.552 ha cao su Xã Tân Thành, huyện Tân Uyên, tỉnh Bình Dương
	Xí nghiệp Cơ khí chế biến và xây dựng	Xí nghiệp hiện quản lý 03 nhà máy chế biến gồm: NMCB Bồ Lá, NMCB Cuapari và NMCB ly tâm;

		đội xe vận chuyển mù, xưởng cơ khí, 02 nhà máy xử lý nước thải.
Công ty con, liên kết	CT TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa Kampong Thom (100%)	Trồng cao su ở Campuchia, tổng diện tích được giao của dự án là 9.184 ha. Tổng diện tích trồng cao su là 7.664.
	CT TNHH Cao Su Phước Hòa Đắk Lắk (100%)	Trồng cao su tại Đắk Lắk, gồm 82ha vườn ươm cây cao su, 120ha vườn cây cao su kinh doanh, 740ha keo lai.
	CT TNHH Cao Su Và Lâm Nghiệp Phước Hòa Đắk Lắk (90%)	Trồng cao su và trồng rừng tại Đắk Lắk
	CTCP Trường Phát (70%)	Chế biến gỗ cao su và bán các sản phẩm gỗ cao su xẻ và pallet gỗ cao su
	CTCP KCN Tân Bình (80%)	Phát triển KCN Tân Bình tại tỉnh Bình Dương
	CTCP Thành phố Nội thất (51%)	Phát triển KCN Tân Lập tại tỉnh Bình Dương
	CTCP KCN Nam Tân Uyên (33%)	Phát triển KCN Nam Tân Uyên tại Nam Tân Uyên, Bình Dương

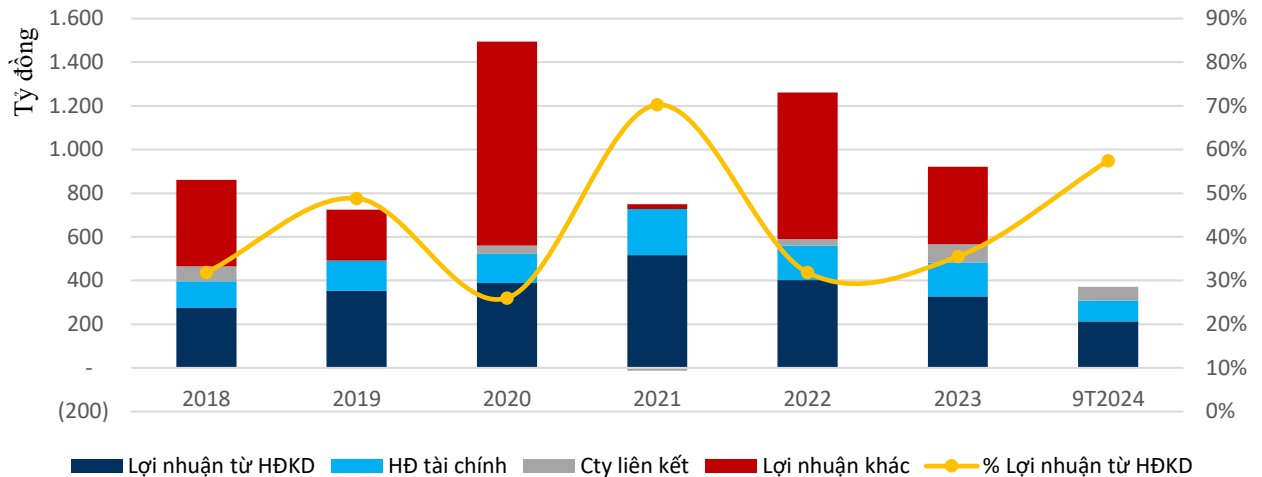
Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

II. Hoạt động kinh doanh

PHR là doanh nghiệp kinh doanh chính trong 2 lĩnh vực là KCN và bán mủ cao su tự nhiên. Hiện tại cả 2 mảng kinh doanh này đều đang có những thông tin và động lực tích cực thúc đẩy doanh nghiệp tăng trưởng trong tương lai.

Đầu tiên, cùng đánh giá các hoạt động đem đến nguồn lợi nhuận cho PHR:

Cấu phần đóng góp vào LNTT

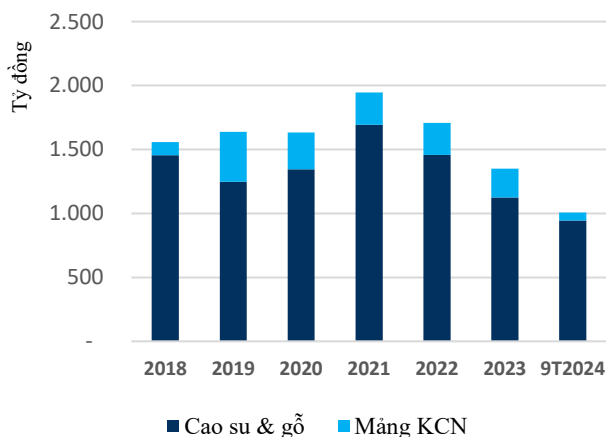


Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

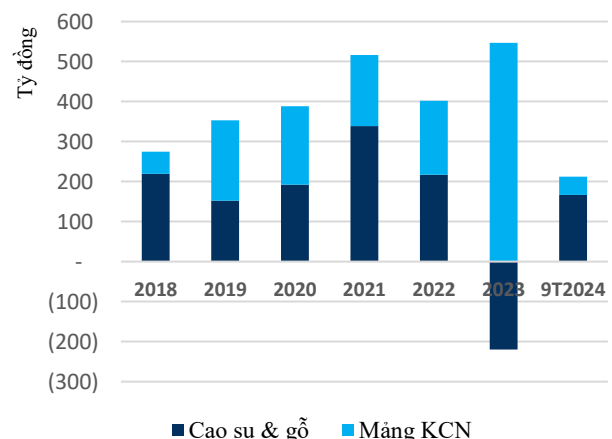
Có thể thấy nguồn lợi nhuận của PHR không chỉ tập trung vào HĐKD chính mà còn đến từ hoạt động tài chính, công ty liên kết và lợi nhuận khác.

- Hoạt động kinh doanh chính đang có xu hướng sụt giảm trong những năm gần đây do diễn biến giá cao su biến động mạnh, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Trong khi, nguồn thu từ cho thuê đất khu công nghiệp không ổn định.
- Hoạt động tài chính đóng góp khá ổn định do khoản đầu tư tiền gửi ngân hàng của PHR chiếm 32% tổng tài sản.
- Lợi nhuận từ công ty liên kết chủ yếu là 33% lợi nhuận được hưởng từ CTCP KCN Nam Tân Uyên.
- Lợi nhuận khác là phần lợi nhuận đột biến, đóng góp rất đáng kể vào kết quả kinh doanh của PHR. Đây là khoản tiền PHR nhận bồi thường khi bàn giao đất cao su để thành lập KCN.

Cơ cấu Doanh thu thuần



Cơ cấu Lợi nhuận từ HĐKD



Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

Nguyên nhân là do chi phí tăng thêm từ việc vận chuyển mủ đến điểm tập kết thu mua, nhà máy chế biến mủ và giá thu mua mủ phải điều chỉnh liên tục dựa trên biến động giá cao su trên thị trường để đảm bảo tính cạnh tranh với các nhà thu mua khác. So với các doanh nghiệp cùng ngành, PHR có sản lượng thu mua tiêu điện cao hơn đáng kể. Do vậy, biên lợi nhuận gộp mủ cao su của PHR cũng thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong năm 2023, mảng khu công nghiệp chỉ đóng góp 17% doanh thu, nhưng đóng góp lớn vào luân gộp và còn đóng góp vào lợi nhuận ròng thông qua công ty liên doanh, liên kết

Ngoài ra, PHR dự kiến sẽ tiếp tục phát triển các khu công nghiệp mới trên đất trồng cao su như Tân Lập 1, Tân Lập 1 mở rộng, Tân Bình mở rộng giai đoạn 2 – 3, Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC 3), Hội Nghĩa, Bình Mỹ và góp vốn vào KCN VSIP III trong giai đoạn năm 2024-2030.

Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

III. Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2024

Đơn vị: Tỷ đồng

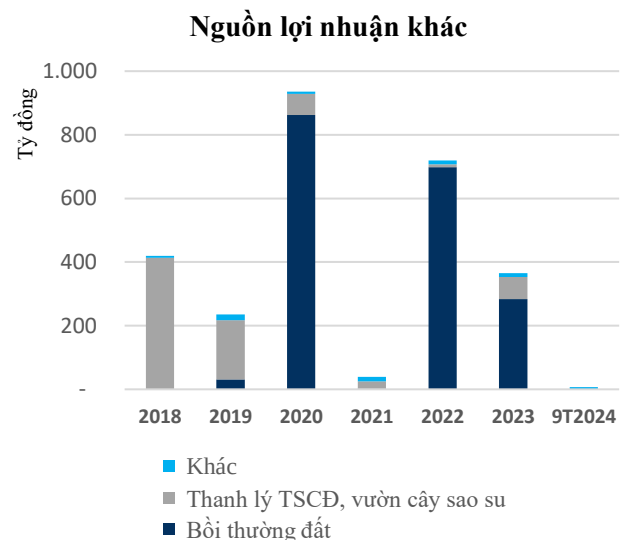
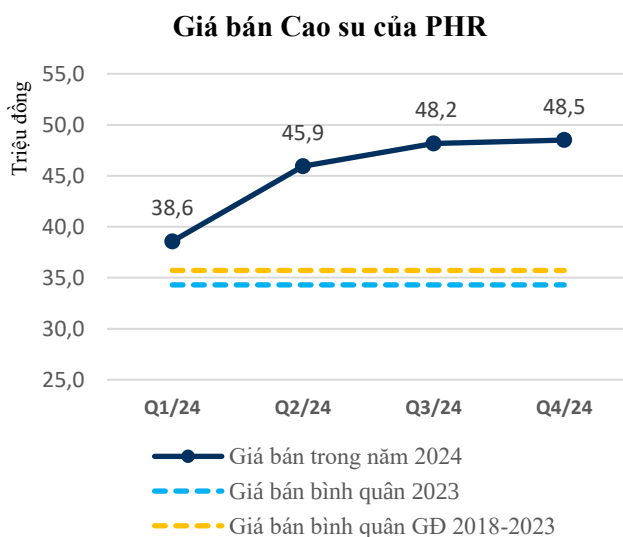
	Q3 2023	Q3 2024	YoY	9T 2023	9T 2024	YoY
Doanh thu thuần	453	412	-9%	890	1.007	13%
- Cao su & gỗ	257	389	51%	657	945	44%
- Mảng KCN	196	23	-88%	233	62	-73%
Lợi nhuận gộp	149	83	-44%	242	213	-12%
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-36	-30	-17%	-89	-87	-2%
Lợi nhuận từ HĐKD	113	52	-54%	153	126	-18%
Thu nhập tài chính	36	47	31%	136	111	
Chi phí tài chính	-3	-5	67%	-16	-16	
Thu nhập ròng từ công ty LDLK	25	21	-16%	60	64	
Thu nhập ròng khác	0	1		275	3	
- Thu nhập bồi thường	0	0		200	0	
- Khác	0	1		75	3	
LNTT	170	116	-32%	608	287	-53%
LNST sau lợi ích CĐTS	121	98	-19%	471	236	-50%
<i>Biên lãi gộp</i>	32,9%	20,1%		27,2%	21,2%	
<i>Biên lãi thuần</i>	26,7%	23,8%		52,9%	23,4%	

Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

Lũy kế 9T2024, doanh thu thuần tăng nhờ đóng góp chủ yếu từ mảng cao su hồi phục mạnh đạt 945 tỷ đồng (+44% YoY), khi giá bán bình quân cao su tự nhiên tăng cao so trong khi sản lượng tiêu thụ gần như tương đương so với cùng kỳ. Doanh thu từ Khu công nghiệp giảm do KCN Tân Bình đã lấp đầy 100% phần diện tích có thể cho thuê, trong năm nay doanh nghiệp không có diện tích đủ điều kiện ghi nhận doanh thu một lần mà chỉ có các khoản phân bổ từ doanh thu chưa thực hiện.

Biên lợi nhuận gộp giảm do tỷ trọng doanh thu từ mảng KCN sụt giảm dù biên lợi nhuận từ mảng cao su cải thiện đáng kể. Biên lợi nhuận gộp mảng cao su đảo chiều từ âm 19,5% trong năm 2023 tăng mạnh đạt 17,6% trong 9T/2024.

Lợi nhuận sau thuế suy giảm do trong năm 2024 không có ghi nhận doanh thu đột biến từ nhận tiền đền bù đất và thanh lý vườn cây cao su như năm trước đã khiến lợi nhuận ròng giảm mạnh còn 236 tỷ đồng (-50% YoY).



Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo giá cao su tiếp tục ở mức cao do tâm lý lo ngại thiếu hụt nguồn cung trên thị trường, đặc biệt là do thời tiết không thuận lợi và tình trạng thu hẹp diện tích sản xuất tại các quốc gia xuất khẩu lớn như Thái Lan, Indonesia, Việt Nam khiến giá cao su thế giới tăng từ đầu năm đến nay. Trong khi nhu cầu tăng lên khi ngành sản xuất sẫm lớp phục hồi.

The chart displays the price of Bitcoin from early 2020 to early 2024. The price starts at approximately 140, drops to a low of about 100 in early 2021, then rises to a peak of over 200 in early 2022. It then declines to around 120 in late 2022, followed by a recovery to over 180 by early 2024. A horizontal dashed line is drawn at the price of 185.30.

Giai đoạn 2019-2023 mức tăng giá cho thuê bình quân các KCN trên địa bàn tỉnh Bình Dương ~14%/năm. Dự báo tốc độ tăng giá thuê các khu công nghiệp PHR ở mức 5%/năm trong giai đoạn 2024F-2030F, thấp hơn tốc độ bình quân của Bình Dương giai đoạn trước. Dự báo này dựa trên kỳ vọng diện tích đất công nghiệp đến năm 2030 của tỉnh sẽ đạt ~18.600 ha, tăng 47%

Ban lãnh đạo chia sẻ tại ĐHCĐ rằng, theo Quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2030 sắp tới, PHR có kế hoạch chuyển đổi 10.868 ha đất cao su (trong tổng số 15.277 ha đất cao su tại Việt Nam, chủ yếu ở Bình Dương) sang các mục đích sử dụng khác, bao gồm:

- Trong tổng diện tích đất công nghiệp là 4.691 ha, đã bao gồm 691 ha tại dự án VSIP III (1.000 ha, Bình Dương) mà PHR đã bàn giao trong năm tài chính 2022-2023 cho VSIP (đã nhận đủ khoản bồi thường đợt đầu tiên là 898 tỷ đồng trong năm tài chính 2022-2023) và 346 ha tại dự án Nam Tân Uyên 3 (346 ha, Bình Dương) mà PHR đã bàn giao vào năm 2020 cho NTC (PHR sở hữu 33%) (đã nhận đủ khoản bồi thường đất là 864 tỷ đồng).

Chúng tôi thấy rằng việc chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp có thể mang lại giá trị cao hơn. Dựa trên quy hoạch tổng thể của tỉnh, PHR có thể chuyển đổi hơn 2.400 ha đất vườn cây cao su trong giai đoạn 10 năm tới. Trong đó, dự án Lai Hưng được chuyển từ quy hoạch trước đây (tương tự KCN Cây Trường, VSIP III, Tân Lập I) được phát triển trên đất cao su của PHR có tiềm năng lớn nhận được tiền bồi thường đất khi dự án này được triển khai.

Nhìn chung, phê duyệt quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương gần đây có thể dẫn đến quy trình pháp lý thuận lợi hơn cho các dự án khu công nghiệp, khu đô thị sắp tới. Từ đó PHR có thể ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc nhận tiền đền bù khi bàn giao đất cao su.

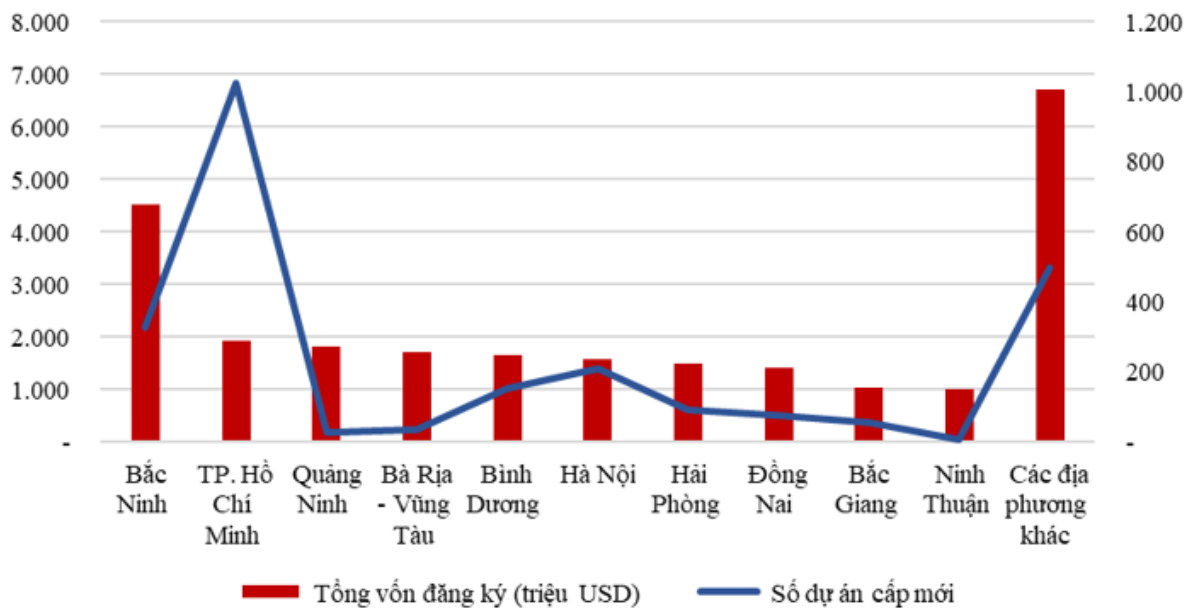
Bảng: Kế hoạch phát triển các KCN mới của Bình Dương đến năm 2030

9 / 16

8. Tân Uyên 3	556	556	Gần nông trường cao su Nhà Nai
9. Bắc tân Uyên 1	850	460	Gần nông trường cao su Bó Lá, Hội Nghĩa
10. Bắc tân Uyên 2	425	425	Gần nông trường cao su Bó Lá, Hội Nghĩa
11. Bắc tân Uyên 3	288	288	KCN tiềm năng, dự kiến đề xuất bổ sung, Gần nông trường cao su Bó Lá, Hội Nghĩa
12. Dầu Tiếng 1A	800	400	
13. Dầu Tiếng 4	732	500	
14. Dầu Tiếng 5	500		
15. Phù Giáo 4	1034	500	
16. Phù Giáo 1	550		KCN tiềm năng, dự kiến đề xuất bổ sung

Nguồn: BETA tổng hợp

Các địa phương thu hút vốn FDI trên cả nước 9T/2024



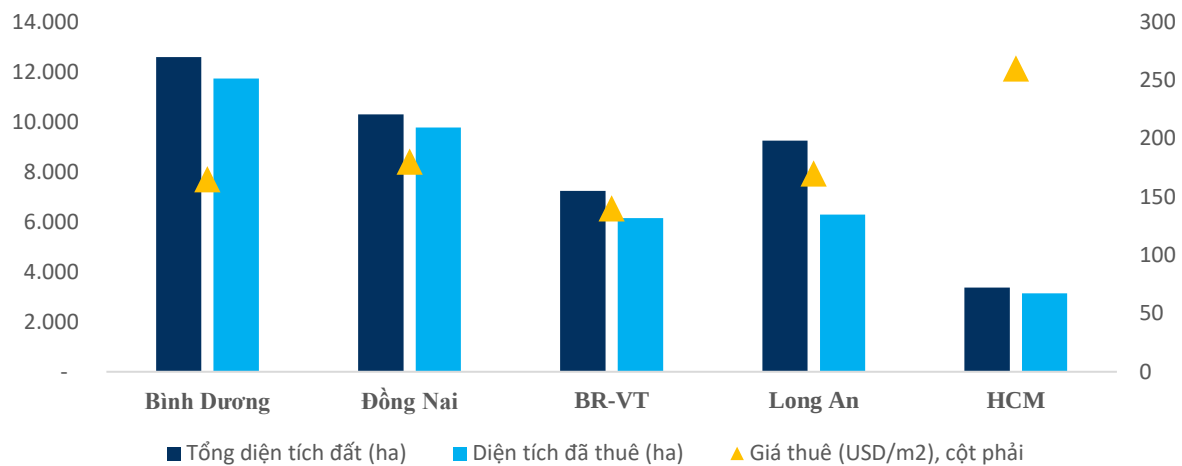
Nguồn: GSO, BETA tổng hợp

Kỳ vọng Bình Dương tiếp tục là tỉnh thu hút đầu tư nước ngoài top đầu cả nước nhờ ưu thế hạ tầng được phát triển bài bản. Để tạo thuận lợi hơn nữa, tỉnh Bình Dương tiếp tục đẩy nhanh, hoàn thiện các thủ tục, giải phóng mặt bằng và thi công các công trình trọng điểm, trong đó có dự án ngành giao thông (đường Vành đai 3, BOT Quốc lộ 13,...); khởi công xây dựng đường Vành đai 4 - TP. Hồ Chí Minh, đường cao tốc TP. Hồ Chí Minh - Thủ Dầu Một - Chơn Thành; nghiên cứu, lập dự án đầu tư tuyến đường sắt Bàu Bàng - Dĩ An.

Kế hoạch năm 2024, UBND tỉnh Bình Dương đặt mục tiêu phấn đấu thu hút khoảng 1,8 tỷ USD vốn đầu tư nước ngoài. Trong đó, riêng các khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh phấn đấu thu hút 1,2-1,3 tỷ USD. Lũy kế 9T2024, toàn tỉnh đã thu hút đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) được 1,56 tỷ USD (+23% svck), đạt 86,7% kế hoạch.

b) Dòng tiền từ các cho thuê đất Khu công nghiệp đã và sắp triển khai

Thị trường BĐS KCN miền Nam



Nguồn: BETA tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng các khu công nghiệp của PHR sẽ có ưu thế trong thu hút các nhà đầu tư thứ cấp nhờ nằm tại tỉnh top đầu cả nước về thu hút đầu tư nước ngoài và có vị trí thuận lợi tiếp cận các điểm lưu chuyển hàng hóa lớn (như dễ tiếp cận đường vành đai 3 và vành đai 4, cách sân bay Tân Sơn Nhất ~32-55 km, sân bay Long Thành ~55-66 km, cảng IDC Sóng Thần ~18-35 km, cảng Cát Lái ~32-55 km).

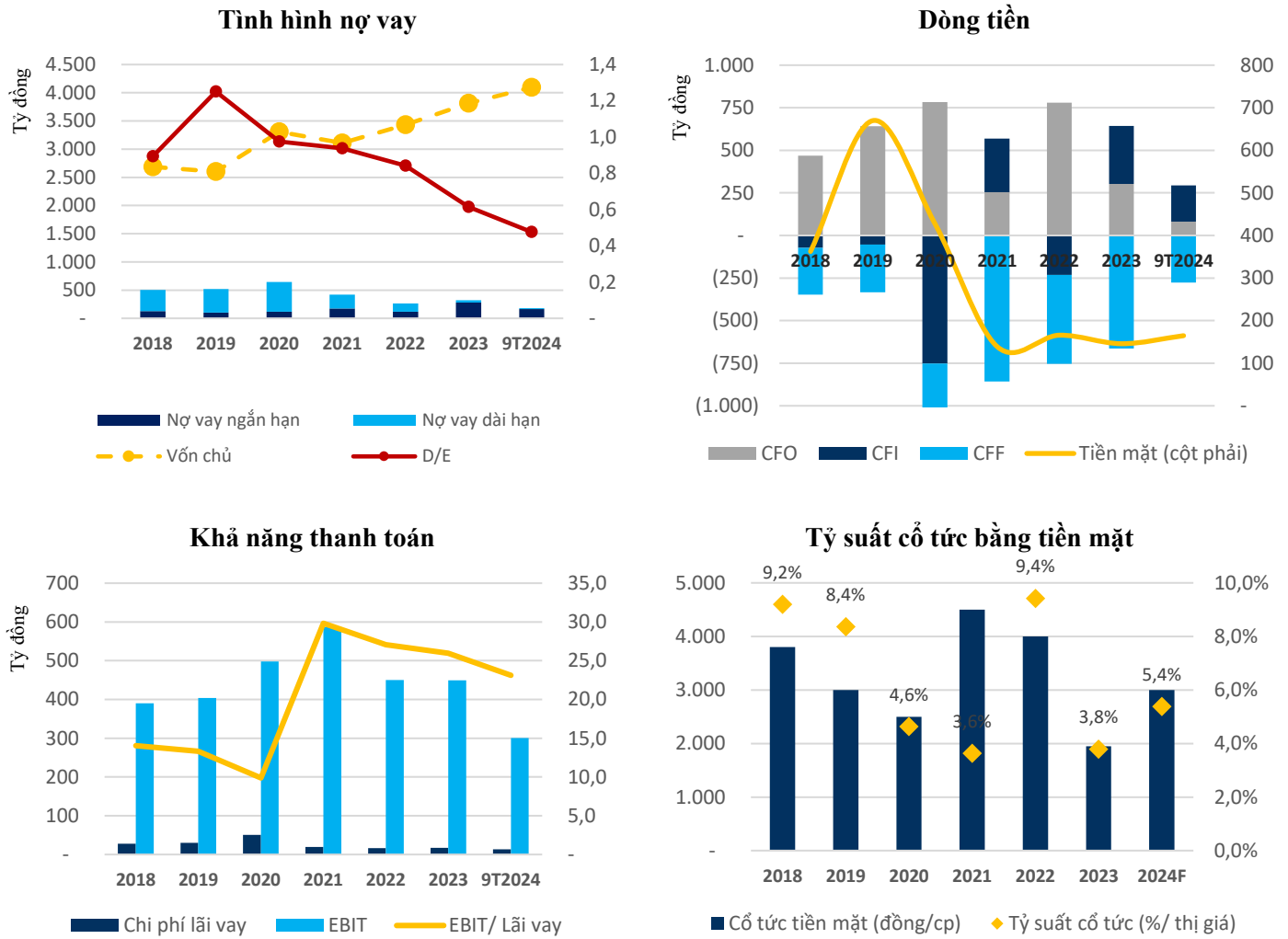
- Dự án Tân Lập 1: Khu công nghiệp có diện tích 200 ha với ngành nghề thu hút chính là gỗ, do PHR phát triển. Kỳ vọng dự án sẽ được thông qua quy hoạch chi tiết 1/2000 vào đầu năm 2025 và triển khai vào năm 2026.
- Dự án VSIP III: PHR nhận được 20% lợi nhuận từ phần diện tích đất cao su mà PHR đã chuyển nhượng cho dự án.
- Dự án Nam Tân Uyên 3: Ngày 18/6, UBND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt giá đất cho dự án KCN NTC 3 với ước tính 2.750 tỷ đồng, tương đương đơn giá 10,6 tỷ đồng mỗi hecta thương phẩm. Tính đến Q3/2024, số tiền khách hàng đã đặt cọc thuê đất tại KCN NTU3 vẫn ghi nhận 303 tỷ đồng (không thay đổi so với quý Q2/2024).

Vị trí các Khu công nghiệp PHR góp vốn đang và sắp cho triển khai



Nguồn: Google Maps, BETA tổng hợp

IV. Sức khỏe tài chính



Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

Sức khỏe tài chính của PHR được đánh giá rất cao khi công ty có cơ cấu vốn an toàn. Tổng nợ vay rất ít với chỉ 177 tỷ đồng trong khi lượng tiền mặt và tiền gửi tiết kiệm đã hơn 2.000 tỷ đồng. Điều này cho phép PHR chủ động triển khai các dự án khu công nghiệp mới mà không phải quá lo ngại về vốn cũng như giúp công ty có nền tảng tài chính mạnh và hưởng khoản lợi nhuận đáng kể mỗi năm từ lãi gửi tiết kiệm.

Giai đoạn 2020 – 2023, nợ vay dài hạn của PHR có xu hướng giảm dần khi không còn dự án lớn, nợ vay ngắn hạn chủ yếu dùng để bổ sung vốn lưu động. Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của PHR giảm từ 19% trong năm 2015 còn 5% trong năm 2023.

Ngoài kết quả kinh doanh thì PHR cũng được chú ý bởi việc chi trả cổ tức đều đặn hàng năm với cổ tức tiền mặt ở mức khá cao. Cụ thể từ 2018 tới nay, công ty đều duy trì mức cổ tức tiền mặt từ 20-40% vốn điều lệ. Tính đến Q3/2024, PHR còn 930 tỷ LNST chưa phân phối, công ty dự kiến chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 30% trong cuối năm 2024.

V. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng của từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu PHR với 3 mảng kinh doanh chính: (1) cao su và gỗ, (2) khu công nghiệp và (3) đất cao su chuyển đổi. Chúng tôi xác định mức giá hợp lý là **67.300 đồng/cổ phiếu** với lợi suất cổ tức dự kiến năm 2024 là 5,4%. Cụ thể:

- **Mảng cao su & gỗ:** sử dụng phương pháp định giá P/E mục tiêu là 10x khi thấy mảng kinh doanh này không có tăng trưởng trong tương lai mà phụ thuộc chủ yếu vào giá cao su thế giới.
- **Mảng BDS Khu công nghiệp:** sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF với WACC 13,2% để định giá các dự án khu công nghiệp của PHR dựa trên tiến độ triển khai và cho thuê dự kiến.
- **Đất cao su chuyển đổi:** chúng tôi giả định PHR có thể hoàn thành chuyển đổi và nhận tiền đền bù cho hơn 2.400 ha đất vườn cây cao su trong giai đoạn 10 năm tới. Mức bồi thường ước tính khoảng 1,5 tỷ đồng/ha.

Bảng: Tóm tắt định giá

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NPV	Giá trị của PHR
Khu công nghiệp	DCF			4.064
Tân Lập 1		51%	1.179	601
Tân Bình 1		80%	531	424
Nam Tân Uyên		33%	6.728	2.210
Các KCN của NTC			3.916	
Các khoản đầu tư khác của NTC			1.373	
(+) Tiền và tương đương tiền			1.519	
(-) Nợ ròng			80	
VSIP III		20%	6.285	828
Cao su và chế biến gỗ	PE			1.267
Lợi ích từ đền bù đất	DCF			2.561
Tổng giá trị định giá lại				7.892
(+) Tiền và tương đương tiền				250
(+) Đầu tư tài chính ngắn hạn				1.997
(-) Nợ vay				850
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát				168
Giá trị doanh nghiệp				9.122
Số lượng cổ phiếu (triệu)				135,5
Giá trị cổ phiếu				67.318
Giá hiện tại				57.200
Tiềm năng tăng giá				17,7%

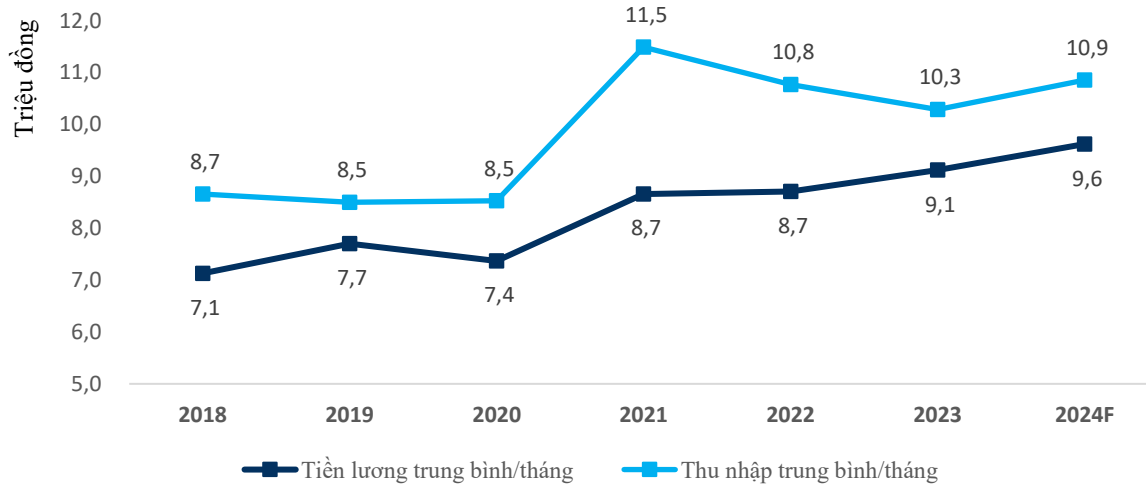
VI. Rủi ro đầu tư

1. Áp lực cạnh tranh thu hút người lao động

Đặc thù ngành cao su thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng phải phụ thuộc vào lao động trực tiếp để khai thác. Mặc dù tỷ lệ thu mua mủ cao su từ các đơn vị khác cao, tuy nhiên tỷ trọng chi phí nhân công trong cơ cấu chi phí của PHR chiếm gần 40%. Với xu hướng phát triển khu công nghiệp tại các khu vực kinh tế trọng điểm, các doanh nghiệp cao su – đặc biệt là tại khu vực Bình Dương sẽ tiếp tục chịu áp lực trong việc thu hút lao động với các khu công nghiệp lân cận.

Hiện tại, người lao động có xu hướng ưa chuộng làm việc tại các khu công nghiệp mặc dù mức lương tương đương hoặc thấp hơn so với ngành cao su vì môi trường làm việc hiện đại, tính chất công việc không vất vả như làm nghề cao su. Ngoài áp lực chi phí, việc thiếu hụt lao động sẽ ảnh hưởng đến sản lượng khai thác cao su tự nhiên khi vườn cây đến tuổi khai thác bị bỏ trống hoặc các doanh nghiệp phải thay đổi chế độ cạo không đem lại năng suất tối đa.

Chi phí nhân công của PHR



Nguồn: PHR, BETA tổng hợp

2. Giá Cao su giảm

Giá bán cao su của PHR phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên trên thế giới. Nếu sản lượng cao su tại các nước xuất khẩu lớn tăng cao do thời tiết thuận lợi, cùng với nhu cầu tiêu thụ trên thế giới sụt giảm sẽ tác động tiêu cực đến giá cao su tự nhiên. Giá cao su tự nhiên có mối tương quan nhất định với giá cao su tổng hợp và giá dầu thô, vì dầu mỏ là nguyên liệu chính để sản xuất cao su tổng hợp.

3. Tiến độ triển khai các dự án Khu công nghiệp chậm hơn dự kiến

Tiến độ pháp lý các dự án khu công nghiệp có thể ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của doanh nghiệp. Theo định hướng chuyển đổi đất trồng cao su sang làm Khu công nghiệp – Đô thị - Dịch vụ của PHR thì mức độ đóng góp của mảng kinh doanh vào lợi nhuận trước thuế sẽ ngày càng trọng yếu. Tiến độ pháp lý của các dự án là yếu tố doanh nghiệp khó có thể tác động được do phần lớn được quyết định bởi Chính phủ và địa phương.

Hiện tại, dự án KCN Tân Lập 1 đã được chấp thuận chủ trương đầu tư, nhưng chưa thể tiến hành cho thuê do chưa hoàn thành chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Doanh nghiệp đang đợi các nghị định hướng dẫn cụ thể của chính phủ để thực hiện thủ tục này. Do đó, đây sẽ là yếu tố nhà đầu tư cần theo dõi trong thời gian tới để cập nhật chính xác nhất tiến độ của dự án.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.351	1.666	1.702	2.218
Giá vốn hàng bán	1.024	1.309	1.338	1.428
Lợi nhuận gộp	327	356	364	791
Chi phí HĐKD	134	140	143	186
Chi phí bán hàng	34	35	35	46
Quản lý doanh nghiệp	100	105	108	140
Thu nhập từ CTLK	82	108	425	540
Lợi nhuận từ HĐKD	276	325	646	1.144
Doanh thu tài chính	180	163	167	169
Chi phí tài chính	6	4	4	4
Lợi nhuận khác	360	5	5	320
EBIT	809	489	814	1.629
Chi phí lãi vay	17	16	37	75
LNTT	792	473	777	1.554
Thuế TNDN	131	95	155	311
LNST	661	378	622	1.243
Lợi ích CĐ thiểu số	42	20	33	67
LNST & CĐST	620	358	589	1.177
Số lượng cổ phiếu (triệu)	135,5	135,5	135,5	135,5
EPS	4.574	2.642	4.343	8.684

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	620	358	589	1.177
Hoạt động kinh doanh				
Khấu hao	138	123	134	152
Thay đổi vốn lưu động	(532)	78	1	(76)
Thay đổi Khoản phải thu	44	(45)	(5)	(74)
Thay đổi Hàng tồn kho	(5)	(43)	(8)	(25)
Thay đổi TS ngắn hạn khác	(2)	6	(2)	(29)
Thay đổi Phải trả ngắn hạn	(30)	18	2	8
Thay đổi Nợ NH khác	(539)	143	15	45
Điều chỉnh khác	76			
LCTT từ HĐ kinh doanh	302	559	724	1.253
Hoạt động đầu tư				
Chi mua sắm TSCĐ	(74)	(97)	(800)	(814)
Khác	416			
LCTT từ HĐ đầu tư	342	(97)	(800)	(814)
Hoạt động tài chính				
Cổ tức đã trả	(714)	(406)	(406)	(406)
Tăng (giảm) vốn	-			
Tăng (giảm) nợ vay DH	(104)	(8)	512	447
Tăng (giảm) nợ vay NH	158	21	7	55
Khác	(3)	0		
LCTT từ HĐ tài chính	(663)	(394)	112	95
Lưu chuyển tiền thuần	(20)	69	35	534

Bảng CĐKT	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn				
Tiền và tương đương tiền	146	214	250	784
Đầu tư tài chính NH	1.997	1.997	1.997	1.997
Các khoản phải thu	193	238	243	317
Hàng tồn kho	326	369	377	402
TS ngắn hạn khác	100	94	96	125
Tổng TS ngắn hạn	2.762	2.912	2.963	3.625
Tài sản dài hạn				
Tài sản cố định	1.780	1.760	2.080	2.424
Nguyên giá TSCĐ	2.763	2.850	3.288	3.767
Khấu hao lũy kế	(983)	(1.090)	(1.208)	(1.343)
Xây dựng CBDD	185	188	192	196
Đầu tư tài chính dài hạn	262	280	300	321
TS dài hạn khác	(76)	(92)	(108)	(125)
Tổng TS dài hạn	487	477	820	1.134
Tổng tài sản	573	573	573	573
Nợ ngắn hạn				
Phải trả ngắn hạn	93	111	113	121
Nợ vay ngắn hạn	277	298	304	359
Nợ ngắn hạn khác	513	656	671	716
Tổng nợ ngắn hạn	883	1.064	1.088	1.195
Nợ dài hạn				
Nợ vay dài hạn	42	33	545	992
Nợ dài hạn khác	1.422	1.422	1.422	1.422
Tổng nợ dài hạn	1.463	1.455	1.967	2.414
Tổng nợ	2.346	2.519	3.055	3.609
Vốn chủ sở hữu				
Vốn cổ phần	1.355	1.355	1.355	1.355
Lợi nhuận giữ lại	768	719	901	1.671
Các quỹ khác	1.299	1.299	1.299	1.299
Lợi ích CĐTS	168	168	168	168
Vốn khác	224	224	224	224
Tổng nguồn vốn	3.814	3.766	3.948	4.718
Tổng Nợ & VCSH	6.160	6.285	7.003	8.327

Các chỉ số tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F
Khả năng tăng trưởng				
TT doanh thu	-21%	23%	2%	30%
TT LNTT	-19%	-40%	64%	100%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	24,2%	21,4%	21,4%	35,7%
ROE	17,3%	10,0%	15,8%	26,4%
ROA	10,7%	6,0%	8,9%	14,9%
Khả năng thanh toán				
Nợ vay/ Tài sản %	5,2%	5,3%	12,1%	16,2%
CS thanh toán hiện hành	3,1	2,7	2,7	3,0
CS thanh toán nhanh	2,6	2,3	2,3	2,6

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.