

## CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND75.800

Giá mục tiêu

VND88.000

Tỷ suất cổ tức

8,69%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 24/03/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

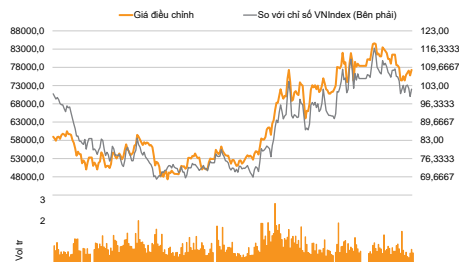
Consensus\*: Mua:2 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2022/23 lần lượt 16,3%/-2,8% so với dự phóng trước đó.
- Điều chỉnh giá mục tiêu tăng 23%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 84.600   |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 47.300   |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 47.083tr |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 10,271   |
| Free float (%)          | 18       |
| P/E trượt (x)           | 21,9     |
| P/B hiện tại (x)        | 3,50     |

### Cơ cấu sở hữu

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Tập đoàn Cao su CN Việt Nam | 66,6% |
| Khác                        | 33,4% |

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022

- Doanh thu 2021 của PHR tăng 19,3% svck lên 1.950 tỷ đồng trong khi LN ròng tăng 55,9% svck lên 477 tỷ đồng, hoàn thành 118,5% dự phóng.
- Chúng tôi kì vọng LN ròng 2022 sẽ tăng mạnh mẽ 156,2% svck nhờ vào khoản thu nhập một lần 898 tỷ đồng từ đền bù đất dự án VSIP III.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.000đ/cp.

### Tóm tắt KQKD 2021: hưởng lợi từ đà tăng giá cao su, không ghi nhận khoản thu nhập một lần trong năm

Doanh thu 2021 tăng 19,3% svck đạt 1.950 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào doanh thu mảng cao su, gỗ (tăng 25,6% svck lên 1.693 tỷ đồng). Biên LN gộp 2021 tăng 2,7 điểm % svck nhờ mức tăng đột biến 24,4% svck của giá bán cao su. Mặc dù vậy, không có khoản thu nhập một lần nào được ghi nhận trong năm 2021 trong khi năm 2020 PHR đã ghi nhận 860 tỷ đồng tiền đền bù đất, từ đó LN ròng 2021 giảm 55,9% xuống 477 tỷ đồng, hoàn thành 118,5% dự phóng của chúng tôi.

### Tăng trưởng mạnh mẽ lợi nhuận năm 2022 nhờ khoản thu nhập một lần

Giá cao su toàn cầu đã tăng 39% kể từ Q2/21 theo đà tăng của giá dầu và do thiếu hụt nguồn cung cao su. Chúng tôi kì vọng tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su tiếp tục duy trì trong năm 2022 do tác động thời tiết mưa nhiều tại các nước trồng cao su tại Đông Nam Á. Do đó, chúng tôi dự báo giá bán bình quân cao su của PHR sẽ đạt 43,6 triệu đồng/tấn (+6% svck) trong năm 2022, giúp cho doanh thu mảng cao su tăng 5% svck đạt 1.529 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính PHR sẽ ghi nhận khoản thu nhập một lần 898 tỷ đồng từ đền bù đất cho dự án VSIP III, chiếm tới ~84% lãi trước thuế năm 2022. Mặc dù vậy, LN ròng năm 2023 được dự báo giảm 29% svck do không ghi nhận khoản thu nhập một lần.

### Triển vọng Khu công nghiệp

PHR mục tiêu tiếp tục chuyển đổi 5.600ha quỹ đất thành KCN. Chúng tôi nhận thấy bốn KCN tiềm năng, với 2.600ha, có thể được đưa vào hoạt động trong ba năm tới. KCN Tân Lập đã hoàn thành xây dựng cơ bản và mục tiêu đưa vào hoạt động năm 2023. Chúng tôi kì vọng KCN này sẽ đóng góp 450 tỷ đồng, chiếm tới 87,5% doanh thu KCN năm 2023 của PHR. KCN Tân Bình mở rộng vẫn đang trong quá trình chờ phê duyệt vào quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương. Chúng tôi kì vọng KCN Tân Bình sẽ được vận hành đầu năm 2024.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.000đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 88.000đ/cp (+23% so với dự phóng trước đó) nhờ vào chuyển định giá sang năm 2022 và 2) chúng tôi hạ tỷ lệ chiết khấu xuống 10% để phản ánh triển vọng tốt hơn ở tất cả các mảng kinh doanh. Động lực tăng giá bao gồm 1) giá cao su tăng cao đột phá so với kì vọng, 2) đền bù đất lớn hơn so với kì vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su có thể giảm do nguồn cung phục hồi, 2) nhu cầu từ Trung Quốc tăng chậm.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A | 12-21A  | 12-22E | 12-23E  |
|---------------------------|--------|---------|--------|---------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 1.632  | 1.945   | 2.165  | 2.498   |
| Tăng trưởng DT thuần      | (0,4%) | 19,2%   | 11,3%  | 15,4%   |
| Biên lợi nhuận gộp        | 23,8%  | 26,6%   | 25,8%  | 26,6%   |
| Biên EBITDA               | 94,1%  | 37,5%   | 79,3%  | 51,7%   |
| LN ròng (tỷ)              | 1.082  | 478     | 1.224  | 868     |
| Tăng trưởng LN ròng       | 140,5% | (55,9%) | 156,2% | (29,1%) |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    | 143,4% | (76,4%) | 351,0% | (43,7%) |
| EPS cơ bản                | 7.985  | 3.524   | 9.030  | 6.405   |
| EPS điều chỉnh            | 7.280  | 1.718   | 7.749  | 4.366   |
| BVPS                      | 23.620 | 22.057  | 25.709 | 27.880  |
| ROAE                      | 37,8%  | 15,4%   | 37,8%  | 23,9%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ TRONG NĂM 2022

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.000 đồng/cp

#### Luận điểm đầu tư

CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) tiếp tục duy trì vị thế là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành cao su với diện tích trồng hơn 400.000ha và sản lượng tiêu thụ đạt 35.120 tấn trong năm 2021. Chúng tôi đánh giá tích cực về PHR trong ngắn hạn và trung hạn, nhờ:

- PHR sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ giá cao su neo cao hơn kì vọng, được hỗ trợ bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong khi nhu cầu hồi phục mạnh mẽ cho thị trường ô tô Mỹ, Trung Quốc và giá xăng dầu tăng cao do xung đột giữa Nga-Ukraine.
- Chúng tôi kì vọng PHR ghi nhận khoản thu nhập một lần 898 tỷ đồng từ tiền đền bù đất dự án VSIP III trong năm 2022, giúp cho LN ròng năm 2022 tăng 125,8% svck.
- PHR mục tiêu đưa 2.600ha từ 4 KCN đi vào hoạt động trong 3 năm tới. Chúng tôi kì vọng thủ tục pháp lý cho dự án KCN Tân Lập sẽ được thông qua sớm hơn so với dự kiến, sẽ thúc đẩy doanh thu KCN tăng lần lượt 34,5%/111,9% trong năm 2023/2024.

#### Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 88.000đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 88.000 đồng/cp (từ giá mục tiêu cũ 71.500 đồng/cp) do:

- Chúng tôi nâng giá bán cao su trong giai đoạn 2023-2024, phản ánh trong phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu (DCF) cho mảng cao su, gỗ.
- Chúng tôi giữ nguyên các giả định theo phương pháp DCF cho các dự án KCN với tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 12% cho mỗi dự án.
- Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu để phản ánh việc khoản tiền đền bù đất từ dự án VSIP III sẽ được ghi nhận hoàn toàn trong năm 2022 và sự hồi phục của thị trường sau làn sóng dịch Covid được kiểm soát.

Tiềm năng tăng giá cho PHR là thủ tục pháp lý cho dự án KCN Tân Bình mở rộng sẽ được thông qua. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) giá cao su có thể giảm nhẹ bởi sự phục hồi nguồn cung thế giới (2) tác động của Covid có thể làm chậm lại nhu cầu của Trung Quốc.

**Hình 1: Các giả định cho WACC**

| Giả định                  |              |
|---------------------------|--------------|
| Phần bù rủi ro thị trường | 11,0%        |
| Lãi suất phi rủi ro       | 3,0%         |
| Beta                      | 90,0%        |
| Chi phí sử dụng nợ        | 7,0%         |
| Tỷ lệ nợ                  | 12,4%        |
| Tỷ lệ vốn                 | 87,6%        |
| Chi phí sử dụng vốn       | 12,9%        |
| <b>WACC</b>               | <b>12,0%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo SOTP

| Tên dự án                       | Phương pháp | Giá trị hợp lý (tỷ đồng) | Lưu ý   |
|---------------------------------|-------------|--------------------------|---|
| KCN Tân Bình 1                  | DCF         | 162                      |   |
| KCN Tân Lập 1                   | DCF         | 822                      |   |
| KCN Tân Bình mở rộng            | DCF         | 2.648                    | Do công ty chưa được UBND tỉnh Bình Dương phê duyệt nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% cho KCN này để phản ánh giá trị tài sản.   |
| Màng cao su, gỗ                 | DCF         | 1.800                    |   |
| (+) Tiền và tương đương tiền    | BV          | 2.037                    |   |
| (+) Đền bù đất                  | BV          | 748                      |   |
| (+) Đầu tư vào công ty liên kết |             | -                        |   |
| NTC                             | RNAV        | 2.226                    | Định giá các khoản đầu tư liên kết của NTC được điều chỉnh tăng dựa trên P/B hợp lý với thị trường.   |
| VSIP 3 IP                       | DCF         | 2.917                    |   |
| Khác                            | BV          | 137                      |   |
| (-) Tổng dư nợ gộp              |             | 418                      |   |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số    |             | 120                      |   |
| Giá trị doanh nghiệp            |             | 13.123                   |   |
| Chiết khấu                      |             |                          | Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu để phản ánh 1) gia tăng nhu cầu KCN khu vực phía 10% Nam; 2) sự phục hồi của các yếu tố vĩ mô nhờ vào tỷ lệ tiêm vaccine cao và 3) triển vọng tươi sáng hơn của màng cao su nhờ vào đà tăng giá cao su. |
| SLCP đang lưu hành              |             | 135.499.198              |   |
| <b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>    |             | <b>88.000</b>            |   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 22/03/2021)

| Tên công ty   | Mã Bloomberg  | Giá đóng cửa (đv tiền bản địa) | Giá mục tiêu (đv tiền bản địa) | Vốn hóa (tr USD) | PE (x)      |             | PB (x)     |            | ROE (%)     |             | ROA (%)    |             | Tỷ suất cổ tức (%) |
|---|---------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------------|
|   |               |                                |                                |                  | 2021        | 2022        | 2021       | 2022       | 2021        | 2022        | 2021       | 2022        | 2022               |
| Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam                      | GVR VN        | 34.650                         | N/A                            | 6.060            | 32,6        | 25,5        | 2,9        | N/A        | 8,9         | 10,6        | 5,3        | 6,0         | 2,0                |
| Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp             | BCM VN        | 75.800                         | N/A                            | 3.430            | 66,5        | N/A         | 5,0        | N/A        | 8,2         | N/A         | 2,6        | N/A         | N/A                |
| Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc                   | KBC VN        | 54.600                         | 81.800                         | 1.374            | 34,3        | 4,3         | 2,2        | 1,5        | 6,7         | 41,7        | 2,9        | 21,4        | N/A                |
| Tổng Công ty Viglacera                                    | VGC VN        | 52.000                         | N/A                            | 1.019            | 19,1        | 15,9        | 3,3        | 2,7        | 18,1        | 15,8        | 6,1        | N/A         | 2,1                |
| Tổng Công ty IDICO  | IDC VN        | 72.500                         | N/A                            | 951              | 48,0        | N/A         | 5,6        | N/A        | 12,0        | N/A         | 2,9        | N/A         | N/A                |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG                                   | SIP VN        | 138.000                        | N/A                            | 561              | 15,3        | N/A         | 4,3        | N/A        | 51,7        | N/A         | 6,8        | N/A         | N/A                |
| Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp           | SNZ VN        | 52.200                         | N/A                            | 859              | 27,0        | N/A         | 3,7        | N/A        | 14,3        | N/A         | 3,8        | N/A         | N/A                |
| <b>CTCP Cao su Phước Hòa</b>                              | <b>PHR VN</b> | <b>75.800</b>                  | <b>88.000</b>                  | <b>449</b>       | <b>21,4</b> | <b>8,4</b>  | <b>3,2</b> | <b>2,8</b> | <b>15,4</b> | <b>33,6</b> | <b>7,6</b> | <b>18,7</b> | <b>6,6</b>         |
| CTCP Sonadezi Châu Đức                                    | SZC VN        | 74.500                         | 90.800                         | 326              | 24,1        | 14,0        | 5,3        | 4,0        | 23,4        | 35,3        | 6,1        | 8,9         | 1,4                |
| CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên                         | NTC VN        | 205.000                        | N/A                            | 215              | 16,7        | N/A         | 7,8        | N/A        | 44,7        | N/A         | 6,8        | N/A         | N/A                |
| CTCP Long Hậu   | LHG VN        | 51.200                         | N/A                            | 112              | 8,6         | 6,1         | 1,7        | N/A        | 21,5        | 25,0        | 10,8       | 14,5        | 3,9                |
| CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam | VRG VN        | 32.000                         | N/A                            | 36               | 262,3       | N/A         | 3,1        | N/A        | 1,2         | N/A         | 0,7        | N/A         | N/A                |
| <b>Trung bình</b>   |               |                                |                                |                  | <b>48,0</b> | <b>12,4</b> | <b>4,0</b> | <b>2,8</b> | <b>18,8</b> | <b>27,0</b> | <b>5,2</b> | <b>13,9</b> | <b>3,2</b>         |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

**KQKD 2021: vượt dự phóng của chúng tôi nhờ giá cao su cao hơn so với kì vọng**

Hình 4: So sánh kết quả kinh doanh Q4/21 và năm 2021

| Đơn vị: tỷ đồng                 | Q4/21        | Q4/20        | %svck              | 2021           | 2020           | %svck              | So với dự<br>phóng của<br>VND | Nhận xét  |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------------|----------------|----------------|--------------------|-------------------------------|---|
| <b>Doanh thu</b>                | <b>670,8</b> | <b>748,2</b> | <b>-10,3%</b>      | <b>1.950,3</b> | <b>1.634,5</b> | <b>19,3%</b>       | <b>94,0%</b>                  | Doanh thu 2021 tăng 19,3% svck, nhờ vào tăng trưởng doanh thu cao su, gỗ (+25,8% svck, đạt 1,693 tỷ đồng). Trong khi đó, doanh thu bất động sản KCN giảm 11,3% svck.                    |
| Cao su, gỗ                      | 654,1        | 591,1        | 10,6%              | 1.693,1        | 1.345,7        | 25,8%              | 93,7%                         |   |
| Bất động sản KCN                | 14,9         | 155,8        | -90,4%             | 252,7          | 285,0          | -11,3%             | 94,3%                         |   |
| Khác                            | 1,8          | 1,3          | 33,8%              | 4,5            | 3,8            | 19,5%              | 156,5%                        |   |
| Giá vốn hàng bán                | 479,1        | 559,1        | -14,3%             | 1.429,3        | 1.242,9        | 15,0%              | 87,8%                         |   |
| LN gộp                          | 183,8        | 187,1        | -1,8%              | 516,6          | 388,7          | 32,9%              | 115,8%                        |   |
| <b>Biên LN gộp</b>              | <b>27,7%</b> | <b>25,1%</b> | <b>+2,6 điểm %</b> | <b>26,6%</b>   | <b>23,8%</b>   | <b>+2,7 điểm %</b> | <b>+5 điểm %</b>              | Biên LN gộp Q4/21 tăng 2,6 điểm % svck nhờ đà tăng giá cao su. Từ đó, Biên LN gộp năm 2021 tăng 5 điểm % so với dự phóng trước đó.  |
| LN từ hoạt động tài chính       | 95,0         | 39,9         | 138,1%             | 210,8          | 134,1          | 57,2%              | 134,3%                        |   |
| Chi phí bán hàng                | 12,6         | 13,8         | -8,5%              | 31,7           | 29,2           | 8,4%               | 113,2%                        |   |
| Chi phí QLDN                    | 47,2         | 33,7         | 40,0%              | 115,2          | 84,1           | 37,1%              | 124,7%                        |   |
| % chi phí BH&QLDN/Doanh thu     | 8,9%         | 6,3%         | +2,6 điểm %        | 7,5%           | 6,9%           | +0,6 điểm %        |                               |   |
| LN ròng từ hoạt động kinh doanh | 246,0        | 161,6        | 52,2%              | 566,9          | 447,3          | 26,8%              | 112,5%                        |   |
| LN khác                         | 16,4         | 332,3        | -95,1%             | 30,5           | 935,0          | -96,7%             | 61,1%                         | LN khác 2022 giảm 96,7% svck tới từ việc không có khoản đền bù đất nào được ghi nhận trong khi khoản tiền từ đền bù đất cho dự án Nam Tân Uyên mang lại cho PHR 860 tỷ đồng năm 2021.   |
| LNTT                            | 262,4        | 493,9        | -46,9%             | 597,5          | 1.382,3        | -56,8%             | 107,8%                        |   |
| <b>LNST công ty mẹ</b>          | <b>236,8</b> | <b>379,4</b> | <b>-37,6%</b>      | <b>477,5</b>   | <b>1.081,9</b> | <b>-55,9%</b>      | <b>118,5%</b>                 | LN ròng Q4/21 giảm 37,6% svck do suy giảm tiền thanh lý cao su và tiền đền bù đất KCN VSIP III sẽ được ghi nhận vào năm 2022.<br>LN ròng 2021 hoàn thành 118,5% dự phóng của chúng tôi. |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng 2022: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ giá cao su cao đột biến và khoản thu nhập một lần từ đền bù đất**

**Mảng cao su thiên nhiên: theo đà tăng giá cao su**

Giá cao su thiên nhiên thế giới tăng mạnh từ Q2/21 nhờ sự gia tăng nhu cầu từ thị trường ô tô Mỹ, Trung Quốc và nguồn cung thiếu hụt. Giá cao su tự nhiên đã tăng mạnh trong Q3/21 trước khi giảm nhẹ trong Q4/21.

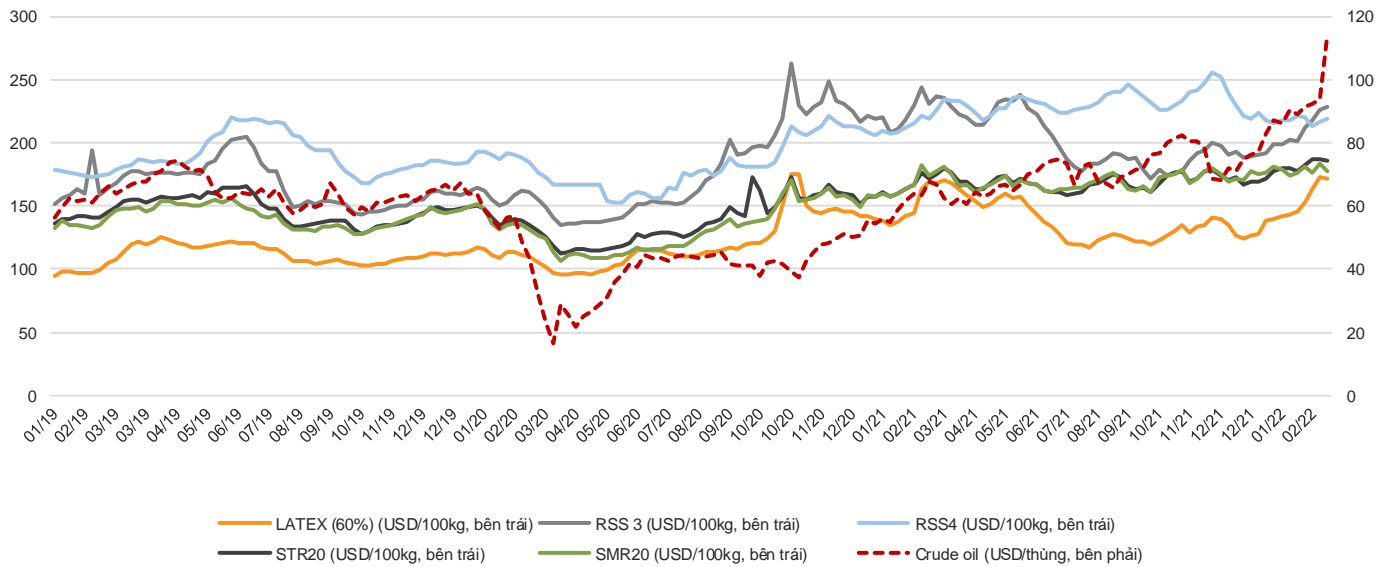
Theo Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), giá cao su thế giới quay trở lại đà tăng trưởng kể từ đầu Q1/22. Tính tới đầu T3/22, giá tất cả các loại cao su đều ghi nhận tăng mạnh, đặc biệt như mủ Latex (+36% so với quý trước), RSS3 (+20,2% so với quý trước), STR20 (+10,3% so với quý trước).

Đà tăng của giá cao su thế giới trong Q1/22 tới từ:

Trung Quốc dự kiến sẽ nhập 2 triệu tấn cao su trong Q1/22 để bù đắp cho thiếu hụt trước cho thị trường ô tô. Doanh số bán ô tô năm 2022 của Trung Quốc được kì vọng tăng 5%-10%.

Giá dầu được duy trì ở mức cao và vượt ngưỡng 100USD/thùng, ảnh hưởng bởi xung đột Nga-Ukraine.

Hình 5: Giá cao su thế giới tăng mạnh từ Q2/21 do nhu cầu hồi phục và đà tăng của giá dầu

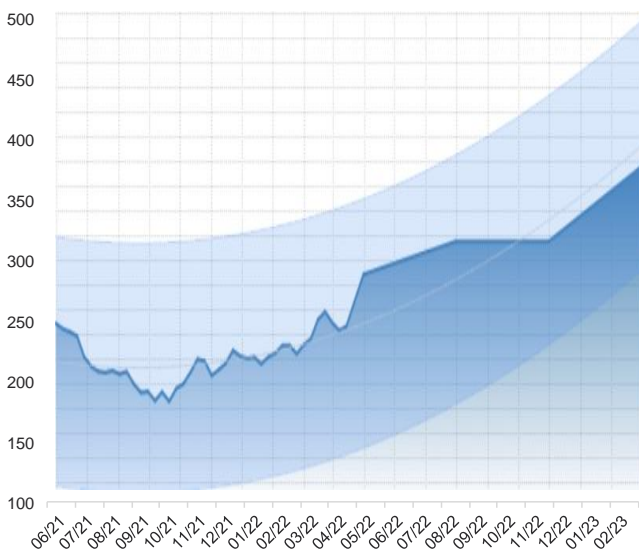


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC

Chúng tôi dự giá cao su thế giới sẽ tiếp đà tăng giá và đạt kỷ lục mới, tăng 29,6% svck đạt mức 275 JPY/kg, nhờ vào:

- Giá dầu Brent sẽ tiếp tục biến động mạnh trong ngắn hạn do các sự kiện bất ổn toàn cầu, sau đó dần tái cân bằng cho đến cuối năm 2022.
- Tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su toàn cầu. Thời tiết tác động tiêu cực tới các nhà cung cấp cao su lớn tại khu vực Đông Nam Á (Thái Lan, Indonesia...), dẫn tới suy giảm nguồn cung mù cao su.

Hình 6: Chúng tôi dự báo giá cao su thế giới tiếp tục tăng mạnh trong năm 2022... (JPY/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

Hình 7: ... theo dấu đà tăng của giá dầu

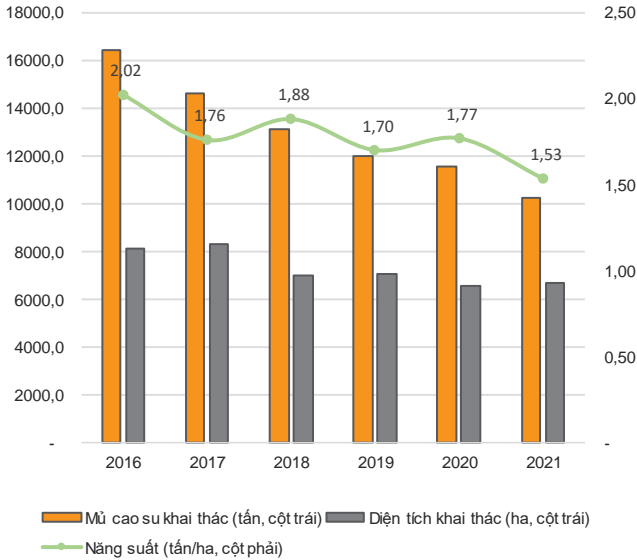
|                        | Giá hiện tại | Trạng thái | Q1/22 | Q2/22 | Q3/22 | Q4/22 |
|------------------------|--------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| Dầu thô (USD/thùng)    | 107,7        | ▲          | 108,5 | 112,1 | 115,9 | 119,8 |
| Dầu Brent (USD/thùng)  | 110,8        | ▲          | 111,8 | 115,4 | 119,2 | 123,0 |
| Cao su (TOCOM, JPY/kg) | 247,5        | ▲          | 249,5 | 257,4 | 266,1 | 275,0 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TRADING ECONOMICS

Với vị thế một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành cao su, PHR cũng được hưởng lợi nhờ giá cao su tăng cao hơn kì vọng. Mặc dù năng suất năm 2021 giảm 13,3% svck còn 1,53 tấn/ha do diện tích trồng cây non (với năng suất

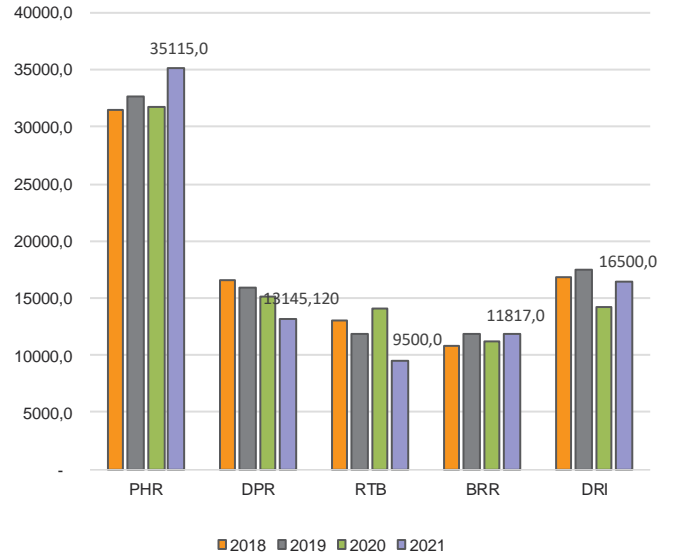
thấp hơn) chiếm tới 79,3% tổng diện tích trồng cao su, nhưng sản lượng tiêu thụ cao su năm 2021 vẫn tăng 10,6% đạt 35.115 tấn (cao nhất toàn ngành).

**Hình 8: Năng suất trồng cao su của PHR giảm 13,3% svck do sự gia tăng diện tích trồng cây non (với năng suất thấp hơn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

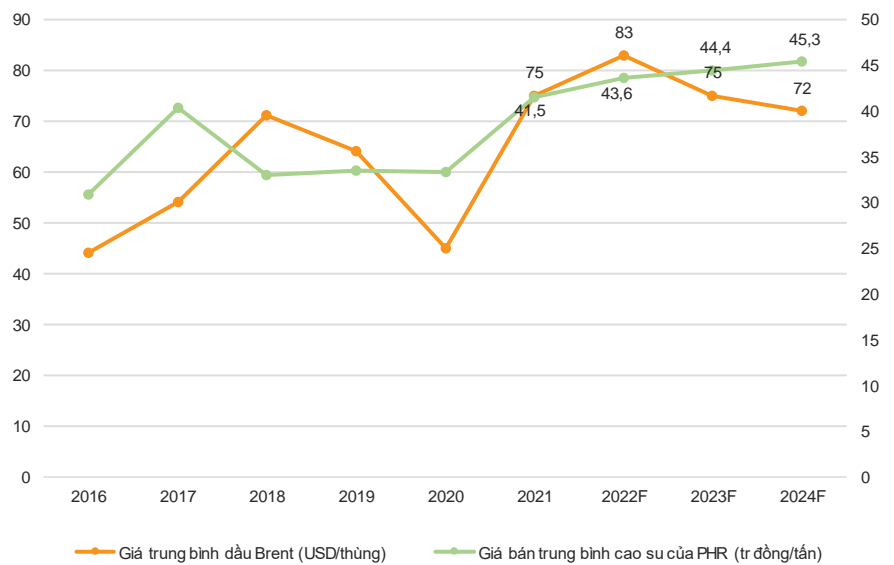
**Hình 9: PHR dẫn đầu ngành cao su với sản lượng tiêu thụ đạt mức tăng trưởng kép 3,7% trong 2018-2021 (tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhờ giá cao su tăng cao, Biên LN gộp năm 2021 của tất cả các công ty cao su đều được cải thiện. So với các đối thủ cùng ngành, PHR có mức tăng biên LN gộp thấp nhất (+2,7% svck) do tiêu thụ mủ cao su của PHR chủ yếu là thị trường nội địa (trong khi giá cao su nội địa có mức tăng giá thấp hơn so với giá xuất khẩu) và PHR đã gia tăng thu mua lại mủ cao su từ tiểu điền 43,72% svck. Trong khi đó, biên LN gộp của các công ty xuất khẩu cao su có mức tăng mạnh mẽ như: RTB (+14,1% svck), DRI (+13,7% svck), DPR (+7,5% svck)...

**Hình 10: Chúng tôi dự báo giá bán cao su của PHR sẽ tăng theo đà tăng của giá dầu trong giai đoạn 2022-2024**

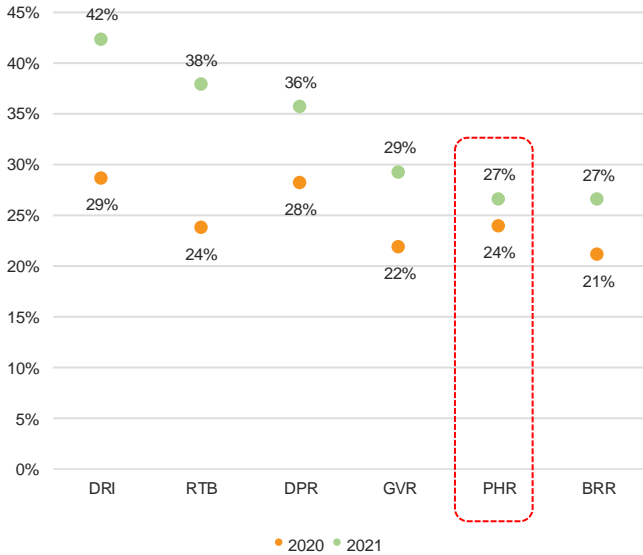


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo giá bán trung bình cao su của PHR sẽ duy trì ở mức 43,6-46,2 triệu đồng/tấn trong bốn năm tới. Chúng tôi dự báo doanh thu mủ cao

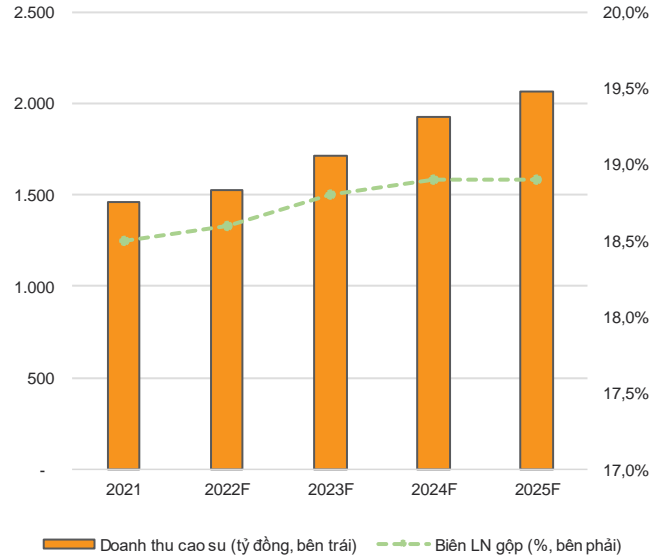
su của PHR sẽ đạt mức tăng trưởng kép 10% với biên LN gộp quanh mức 18%-19% trong giai đoạn 2022-2025.

Hình 11: Biên LN gộp của các công ty cao su tăng cao trong năm 2021 sau khi giá cao su tăng đột biến



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chúng tôi dự báo doanh thu mủ cao su của PHR đạt mức tăng trưởng kép 10% với biên LN gộp quanh mức 18%-19% trong giai đoạn 2022-2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Bất động sản KCN: Chúng tôi kì vọng PHR ghi nhận 898 tỷ đồng từ đền bù đất trong năm 2022

Dự án Khu công nghiệp Việt Nam Singapore 3 (KCN VSIP III) có tổng diện tích 1.000ha được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt vào T11/2022. Dự án nằm tại phường Hội Nghĩa, thị xã Tân Uyên, huyện Bắc Tân Uyên, tỉnh Bình Dương.

Vào ngày 18/01/2022, PHR đã nhận được quyết định của Ủy ban nhân dân thị xã Tân Uyên về việc thu hồi đất của công ty để thực hiện dự án KCN VSIP III. Quyết định này làm cơ sở để công ty hạch toán và ghi nhận khoản thu nhập một lần 898 tỷ đồng từ đền bù đất. Trong bối cảnh quỹ đất khu công nghiệp của tỉnh Bình Dương còn hạn chế, Bình Dương sẽ đẩy nhanh tiến độ dự án VSIP III để thu hút dòng vốn FDI. Từ năm 2023, PHR sẽ ghi nhận thêm 20% thu nhập được chia từ việc bán đất KCN VSIP III và 20% lợi nhuận được chia từ cổ phần PHR tại dự án này.

Hình 13: KCN VSIP III



- Vị trí: Tân Uyên, tỉnh Bình Dương
- Tổng diện tích: 1.000ha
- Tổng vốn đầu tư: 6.407 tỷ đồng
- Giá cho thuê: 130-150 USD/m<sup>2</sup>
- Tình trạng: Đã hoàn thành, chuyển nhượng cho nhà đầu tư khác

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Điều chỉnh dự phóng 2022-2024

### Năm 2022:

- Chúng tôi hạ doanh thu doanh thu mủng cao su năm 2022/2023 lần lượt 8,3%/8,3% bởi những lo ngại về khả năng hồi phục nguồn cung nhanh hơn so với kì vọng của các nhà cung cấp cao su lớn như Thái Lan, Indonesia, dẫn tới sản lượng tiêu thụ/giá bán bình quân cao su năm 2022-2023 giảm lần lượt 5,9%/2,6% so với dự phóng trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng doanh thu KCN 495% so với dự phóng trước đó, để phản ánh sự hồi phục hoạt động tại các KCN khi tỷ lệ phủ vaccine ở mức cao.
- Từ kết quả đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng năm 2022 tăng 16,3% so với dự phóng trước đó lên 1.224 tỷ đồng (+156,3% svck).

### Năm 2023:

- Chúng tôi hạ doanh thu mủng cao su năm 2023 8,3% bởi lo ngại nhu cầu của Trung Quốc sẽ tăng chậm lại sau mức tăng mạnh năm 2022 để bù đắp thiếu hụt năm 2021.
- Chúng tôi không thay đổi dự phóng doanh thu KCN năm 2023. Chúng tôi kì vọng KCN Tân Lập sẽ được đưa vào hoạt động năm 2023 và sẽ đóng góp cho doanh thu KCN từ năm 2023.
- Từ những điều trên, chúng tôi điều chỉnh dự báo LN ròng năm 2023 giảm 2,8% so với dự phóng trước đó.

### Năm 2024:

- Chúng tôi tiếp tục hạ dự phóng doanh thu mủng cao su và gỗ năm 2024. Chúng tôi kì vọng dự án KCN Tân Bình mở rộng được đưa vào hoạt động trong năm 2024.
- Từ đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2024 giảm 8,0% cùng với giảm LN ròng 1,9% so với dự phóng trước đó.

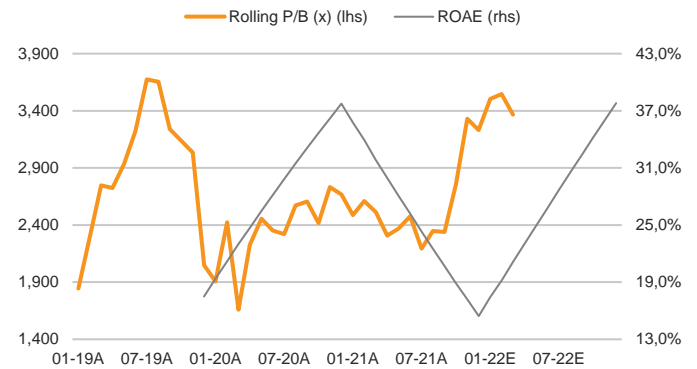
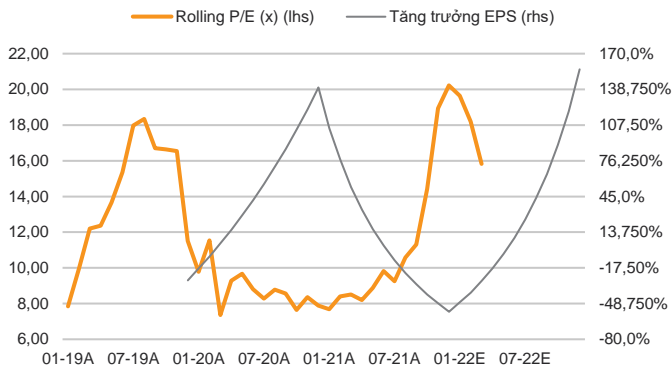
Hình 14: Điều chỉnh dự phóng 2022-2024

| (đv tỷ đồng)       | Mới   |       |       | Cũ    |       |       | Thay đổi |        |        |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|--------|--------|
|                    | 2022  | 2023  | 2024  | 2022  | 2023  | 2024  | 2022     | 2023   | 2024   |
| <b>Doanh thu</b>   | 2.165 | 2.498 | 3.308 | 2.083 | 2.761 | 3.594 | 3,9%     | -9,5%  | -8,0%  |
| <i>Cao su</i>      | 1.529 | 1.715 | 1.925 | 1.668 | 1.871 | 2.099 | -8,3%    | -8,3%  | -8,3%  |
| <i>Gỗ</i>          | 248   | 261   | 274   | 350   | 367   | 386   | -29,1%   | -29,0% | -29,1% |
| <i>KCN</i>         | 387   | 521   | 1.109 | 65    | 521   | 1.109 | 495,4%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Lợi nhuận gộp      | 559   | 664   | 1.144 | 345   | 695   | 1.179 | 62,0%    | -4,5%  | -3,0%  |
| <b>Biên LN gộp</b> | 25,8% | 26,6% | 34,6% | 16,6% | 25,2% | 32,8% | 55,6%    | 5,4%   | 5,5%   |
| Chi phí BH&QLDN    | (124) | (130) | (137) | (124) | (130) | (137) | 0,0%     | 0,0%   | 0,0%   |
| LN khác            | 932   | 231   | 311   | 932   | 231   | 311   | 0,0%     | 0,0%   | 0,0%   |
| LNTT               | 1.580 | 1.140 | 1.814 | 1.366 | 1.171 | 1.849 | 15,7%    | -2,6%  | -1,9%  |
| <b>LNST</b>        | 1.224 | 868   | 1.381 | 1.052 | 893   | 1.409 | 16,3%    | -2,8%  | -1,9%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

| (tỷVND)                               | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                       | 1.945        | 2.165        | 2.498        |
| Giá vốn hàng bán                      | (1.429)      | (1.606)      | (1.835)      |
| Chi phí quản lý DN                    | (115)        | (96)         | (100)        |
| Chi phí bán hàng                      | (32)         | (28)         | (29)         |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>370</b>   | <b>435</b>   | <b>534</b>   |
| EBITDA thuần                          | 482          | 523          | 623          |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(113)</b> | <b>(88)</b>  | <b>(89)</b>  |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>370</b>   | <b>435</b>   | <b>534</b>   |
| Thu nhập lãi                          | 237          | 198          | 238          |
| Chi phí tài chính                     | (26)         | (60)         | (72)         |
| Thu nhập ròng khác                    | 31           | 932          | 231          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | (13)         | 75           | 208          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>597</b>   | <b>1.580</b> | <b>1.140</b> |
| Thuế                                  | (84)         | (316)        | (228)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (36)         | (40)         | (44)         |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>478</b>   | <b>1.224</b> | <b>868</b>   |
| Thu nhập trên vốn                     | 478          | 1.224        | 868          |
| Cổ tức phổ thông                      | (610)        | (400)        | (400)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>(132)</b> | <b>824</b>   | <b>468</b>   |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷVND)                          | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 139          | 750          | 840          |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 1.898        | 1.896        | 1.897        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 273          | 279          | 314          |
| Hàng tồn kho                     | 336          | 372          | 409          |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 92           | 99           | 107          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>2.738</b> | <b>3.397</b> | <b>3.567</b> |
| Tài sản cố định                  | 2.275        | 2.612        | 2.780        |
| Tổng đầu tư                      | 376          | 451          | 659          |
| Tài sản dài hạn khác             | 637          | 629          | 615          |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>6.027</b> | <b>7.089</b> | <b>7.622</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 176          | 214          | 214          |
| Phải trả người bán               | 50           | 56           | 64           |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 966          | 1.211        | 1.174        |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>1.192</b> | <b>1.481</b> | <b>1.453</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 242          | 551          | 840          |
| Các khoản phải trả khác          | 1.484        | 1.413        | 1.347        |
| Vốn điều lệ và                   | 1.355        | 1.355        | 1.355        |
| LN giữ lại                       | 291          | 541          | 662          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>2.989</b> | <b>3.483</b> | <b>3.778</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 120          | 161          | 205          |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>6.027</b> | <b>7.089</b> | <b>7.622</b> |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷVND)                         | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>597</b>   | <b>1.580</b> | <b>1.140</b> |
| Khấu hao                        | 113          | 88           | 89           |
| Thuế đã nộp                     | (159)        | (317)        | (228)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (285)        | (503)        | (833)        |
| <b>Thay đổi VLĐ</b>             | <b>(33)</b>  | <b>(47)</b>  | <b>(98)</b>  |
| <b>LC tiền thuần HKĐK</b>       | <b>234</b>   | <b>801</b>   | <b>70</b>    |
| Đầu tư TSCĐ                     | (115)        | (413)        | (245)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 32           | 0            | 0            |
| Các khoản khác                  | 398          | 198          | 238          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   |              |              |              |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>315</b>   | <b>(215)</b> | <b>(7)</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         | 225          | 347          | 289          |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | (447)        | 0            | 0            |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (636)        | (400)        | (400)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>(858)</b> | <b>(53)</b>  | <b>(111)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 428          | 139          | 750          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>(309)</b> | <b>532</b>   | <b>(48)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 119          | 671          | 703          |

**Các chỉ số cơ bản**

|                                 | 12-21A  | 12-22E | 12-23E  |
|---------------------------------|---------|--------|---------|
| <b>Dupont</b>                   |         |        |         |
| Biên LN ròng                    | 24,5%   | 56,5%  | 34,7%   |
| Vòng quay TS                    | 0,31    | 0,33   | 0,34    |
| ROAA                            | 7,6%    | 18,7%  | 11,8%   |
| Đòn bẩy tài chính               | 2,03    | 2,03   | 2,03    |
| ROAE                            | 15,4%   | 37,8%  | 23,9%   |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |        |         |
| Số ngày phải thu                | 12,6    | 15,2   | 14,6    |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 85,9    | 84,6   | 81,5    |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 12,8    | 12,8   | 12,8    |
| Vòng quay TSCĐ                  | 0,84    | 0,89   | 0,93    |
| ROIC                            | 13,5%   | 27,8%  | 17,2%   |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |        |         |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 2,3     | 2,3    | 2,5     |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 2,0     | 2,0    | 2,2     |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,7     | 1,8    | 1,9     |
| Vòng quay tiền                  | 85,7    | 87,1   | 83,3    |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |        |         |
| Tăng trưởng DT thuần            | 19,2%   | 11,3%  | 15,4%   |
| Tăng trưởng LN từ HKĐK          | 34,2%   | 17,7%  | 22,7%   |
| Tăng trưởng LN ròng             | (55,9%) | 156,2% | (29,1%) |
| Tăng trưởng EPS                 | (55,9%) | 156,2% | (29,1%) |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

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

|            |  |
|------------|--|
| 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   |

## 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.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: [son.leanh@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh@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>