

## CTCP Cao su Phước Hòa (HSX: PHR)

Ngành Cao su, Bất động sản Khu công nghiệp

XẾP HẠNG

MUA

Giá đóng cửa 01/10/2024	VND60,000
Giá mục tiêu 12 tháng	VND66,700
vs Consensus	-0.7%
Upside	11.2%
Tỷ suất cổ tức	6.7%

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Sơn

sonla@vpbanks.com.vn

CẦN THỜI GIAN CHO NHỮNG TÍN HIỆU  
TÍCH CỰC ĐƯỢC HẤP THỤ

Chúng tôi cho rằng sẽ khó có thể chờ đợi câu chuyện tăng trưởng của PHR trong năm 2024 khi LN ròng được dự phóng giảm 12.5% svck do xu hướng trái lập của 2 mảng kinh doanh cốt lõi:

- Mảng cao su, gỗ: Kỳ vọng bật tăng trở lại từ mức nền thấp trong năm 2023 tới từ (1) bối cảnh nguồn cung cao su thế giới tiếp tục thiếu hụt khi 2 quốc gia dẫn đầu là Thái Lan, Indonesia tiếp tục thắt chặt diện tích trồng tạo điều kiện cho cao su Việt Nam – thứ 3 thế giới, (2) theo dấu sự phục hồi của thị trường sản xuất ô tô thế giới tạo nhu cầu cao su lớn cho lốp xe.
- Mảng BĐS KCN: Quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn tới 2050 mới được phê duyệt gần đây đã thúc đẩy tiến độ triển khai pháp lý cho các dự án chuyển đổi đất cao su sang KCN, cụm CN của PHR với tổng diện tích đất kỳ vọng chuyển đổi là hơn 3,375ha. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ khó có thể kỳ vọng các dự án chuyển đổi đất cao su sang đất KCN, cụm CN trong giai đoạn 2024-25 trong bối cảnh dư địa quỹ đất phê duyệt tới năm 2025 đã gần tới hạn. Từ đó, sẽ không có khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất cho giai đoạn 2024-25.

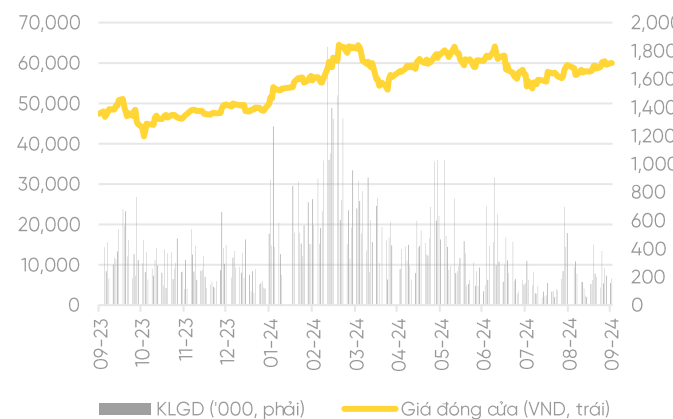
## Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PHR cùng giá mục tiêu 1 năm là 66,700VND/cp (+7.1% so với cập nhật trước đó). Chúng tôi cho rằng định giá của PHR đã phần nào phản ánh những triển vọng của các mảng kinh doanh. Mặc dù tiềm năng tăng giá không cao, tuy nhiên chúng tôi cho rằng PHR vẫn phù hợp với những nhà đầu tư ưa thích cổ tức với mức chi trả cổ tức cao và đều đặn hàng năm.

## THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	390,614
SLCP lưu hành	135,499,198
Biên độ 52 tuần (VND)	64,500/41,800
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ đồng)	8,130
Free float	28%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN hiện tại	18.3%
Beta	1.2

Diễn biến giá	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PHR	0.8%	-0.8%	26.6%
VNINDEX	0.6%	3.0%	12.0%

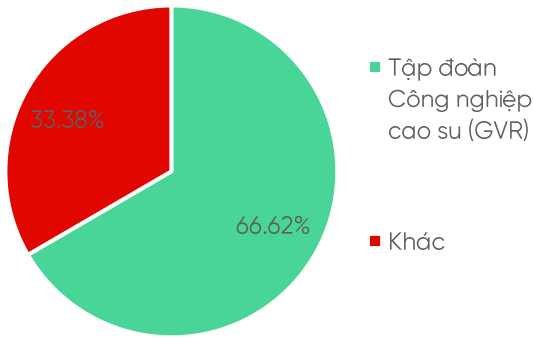


(Đơn vị: tỷ VND)	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	1,354	1,585	1,904
LN gộp	327	446	596
LN ròng	620	542	615
Biên LN gộp	24.2%	28.1%	31.3%
Biên LN ròng	45.8%	34.2%	32.3%
P/E (x)	11.2	13.3	11.7
P/B (x)	1.9	2.1	2.0
ROE	18.2%	15.3%	17.5%
ROA	10.6%	9.2%	10.2%

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

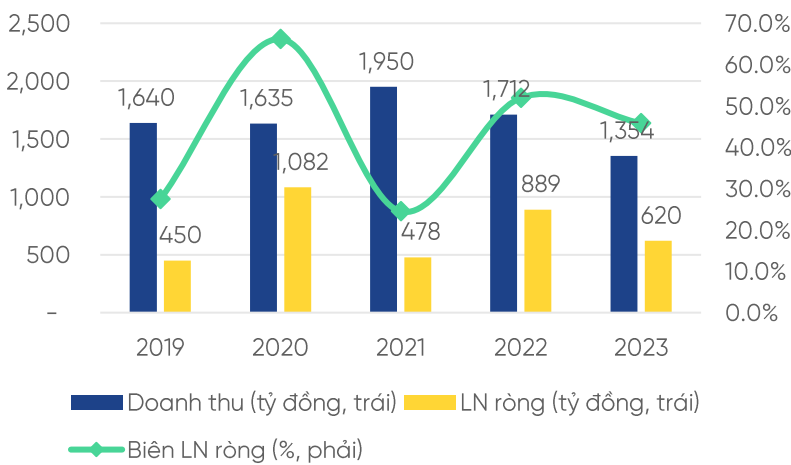
**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

**Cơ cấu cổ đông**

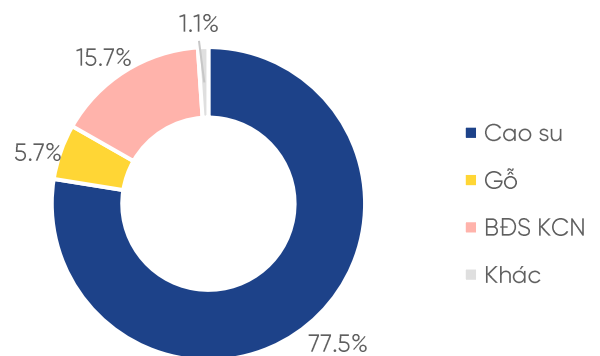


- Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (HSX: PHR) được thành lập từ năm 1993, được biết đến như là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành cao su trong nước. Ước tính năng lực trồng/sản xuất cao su của PHR đứng thứ 3 trong các doanh nghiệp cao su niêm yết với quỹ đất trồng cao su hơn 14,800ha tại Việt Nam và 8,000 tại Campuchia.
- PHR đặt mục tiêu chuyển đổi 5,600ha đất cao su thành đất KCN tại tỉnh Bình Dương trong giai đoạn 2021-2030 để nắm bắt nhu cầu tăng cao, thu hút nhà đầu tư nước ngoài trong bối cảnh diện tích đất cho phát triển KCN tại Bình Dương đang dần hạn chế,
- Với tùy dự án, PHR sẽ đóng vai trò là đối tác cung ứng đất hoặc đồng thời là nhà phát triển dự án, tuy nhiên điểm chung là trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất, PHR luôn ghi nhận khoản tiền đền bù đất giúp gia tăng LN đột biến.

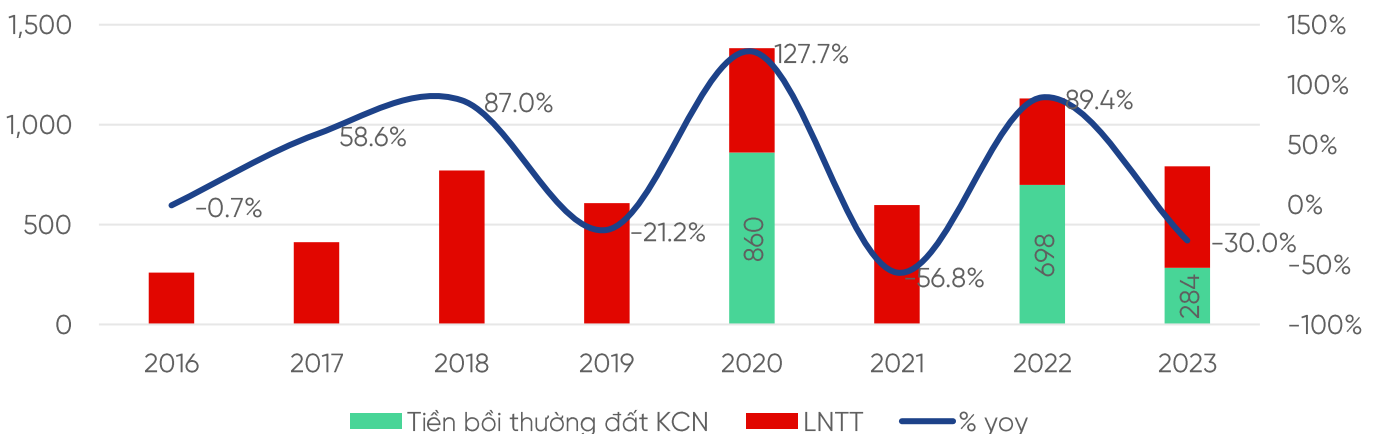
**Doanh thu và LN ròng**



**Cơ cấu doanh thu theo mảng**



**Ghi nhận tiền đền bù đất giúp LNTT tăng đột biến luôn là đặc thù trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp như PHR**

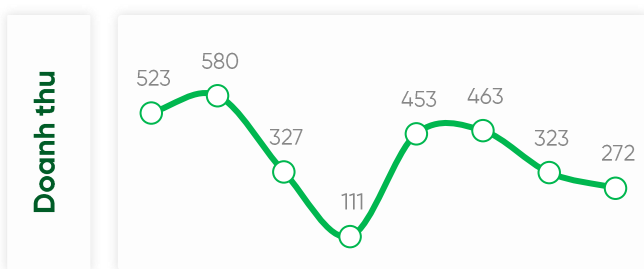


**Tóm tắt KQKD Q2/24 và 6T24: hai gam màu đối lập**

Đvt: Tỷ đồng	Q2/24	Q2/23	% svck	6T24	6T23	% svck
Doanh thu	272	111	145.5%	595	437	36.1%
_Cao su, gỗ	252	90	178.9%	549	398	37.9%
_BDS KCN	16	15	7.4%	31	31	2.1%
_Khác	4	6	-24.4%	15	8	79.9%
LN gộp	58	47	21.9%	130	93	39.1%
Chi phí BH&QLDN	27	25	12.2%	56	53	6.3%
Thu nhập tài chính ròng	28	53	-47.2%	53	88	-39.3%
Thu nhập khác ròng	2	70	-97.6%	2	275	-99.3%
LNTT	81	154	-47.4%	171	438	-60.8%
LNST	70	127	-44.8%	149	361	-58.8%
LN ròng	65	122	-46.9%	138	350	-60.6%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>21.2%</i>	<i>42.6%</i>	<i>-21.5 điểm %</i>	<i>21.8%</i>	<i>21.4%</i>	<i>0.5 điểm %</i>
_Cao su, gỗ	18.2%	36.8%	-18.6 điểm %	17.8%	16.7%	1.1 điểm %
_BDS KCN	64.2%	73.8%	-9.6 điểm %	75.0%	74.3%	0.7 điểm %
<i>Biên LN ròng</i>	<i>23.8%</i>	<i>109.8%</i>	<i>-86.1 điểm %</i>	<i>23.1%</i>	<i>79.9%</i>	<i>-56.8 điểm %</i>

**KQKD của PHR theo quý (tỷ đồng)**

Q3 22   Q4 22   Q1 23   Q2 23   Q3 23   Q4 23   Q1 24   Q2 24



- PHR ghi nhận doanh thu Q2/24 cải thiện mạnh mẽ với mức tăng 145.5% svck.** Do đặc tính mùa vụ, hoạt động kinh doanh mủ cao su thường ẩm đạm Q2 hàng năm, tuy nhiên nhờ đà tăng cao của giá cao su đã giúp không chỉ doanh thu được cải thiện mà LN gộp cũng tăng 21.9% svck, **tuy nhiên biên LN gộp Q2/24 lại giảm 21.5 điểm % svck** do **(1)** PHR gia tăng thu mua cao su tiểu điền trong giai đoạn ngưng cạo mủ khiến giá vốn hàng bán tăng cao, **(2)** tỷ trọng đóng góp mảng BDS KCN trong Q2/23 cao hơn (cho biên LN gộp tốt hơn). Kết hợp cùng sự suy giảm của các khoản thu nhập tài chính, thu nhập khác đã khiến LN ròng Q2/24 giảm 46.9% svck.
- Lũy kế 6T24, doanh thu ghi nhận đà tăng 36.1% svck với xu hướng tăng được thể hiện ở tất cả các mảng kinh doanh của PHR. Biên LN gộp cũng được cải thiện nhẹ 0.5 điểm % svck. **Tuy nhiên ở chiều đối lập LN ròng 6T24 lại giảm tới 60.6% svck do thiếu hụt nguồn thu lớn từ thu nhập khác** (6T23 ghi nhận 275 tỷ từ tiền đền bù dự án VSIP 3 và thanh lý cây cao su).

## Triển vọng 2024-25: Mảng kinh doanh cốt lõi dẫn dắt trong bối cảnh câu chuyện chuyển đổi KCN cần thời gian hấp thụ

Chúng tôi không thay đổi dự phóng KQKD 2024-25

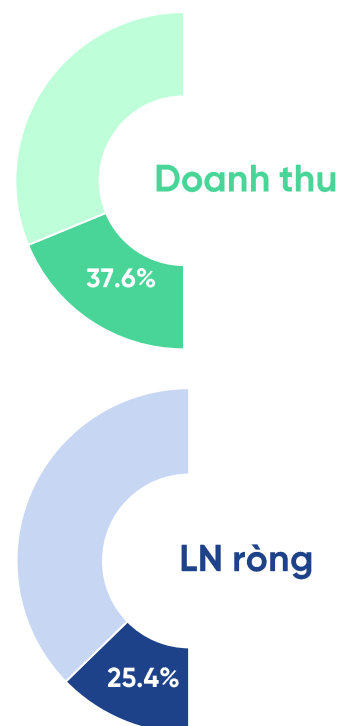
Đvi: Tỷ đồng	2024F	%svck	2025F	%svck
Doanh thu	1,585	17.1%	1,904	20.2%
_Cao su, gỗ	1,256	11.5%	1,433	14.1%
_BDS KCN	277	30.5%	412	48.9%
_Khác	52	254.6%	59	13.0%
LN gộp	446	36.4%	596	33.8%
Chi phí BH&QLDN	149	11.5%	158	6.2%
Thu nhập tài chính ròng	140	-10.8%	132	-5.7%
Thu nhập khác ròng	167	-53.7%	91	-45.6%
LNTT	732	-7.6%	832	13.7%
LNST	585	-11.5%	665	13.7%
LN ròng	542	-12.5%	615	13.5%
<i>Biên LN gộp</i>	28.1%	4.0 điểm %	31.3%	3.2 điểm %
<i>Biên LN ròng</i>	34.2%	-11.6 điểm %	32.3%	-1.9 điểm %

Chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng **doanh thu của PHR sẽ hồi phục trong năm 2024 và tiếp tục cải thiện trong năm 2025** với mức tăng trưởng lần lượt là **17.1% và 20.2% svck**, tới từ:

- Cao su, gỗ: bật tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024 nhờ hoạt động hoạt động thu hoạch, bán mủ cao su vào mùa cao điểm, từ đó giúp cho KQKD mảng cao su hồi phục trở lại so với mức nền thấp năm 2023 với kì vọng đà tăng ở cả sản lượng tiêu thụ và giá bán cao su nhờ **(1)** thiếu hụt nguồn cung cao su thế giới, **(2)** nhu cầu tiêu thụ tăng cao ở Trung Quốc, Ấn Độ.
- BDS KCN: kì vọng đẩy mạnh hoạt động bàn giao, ghi nhận doanh thu từ KCN Tân Bình sau khi chậm bàn giao trong năm 2023. Trong khi đó các tín hiệu tích cực về dự án chuyển đổi đất KCN sẽ cần thời gian cho các tiến độ tiếp theo

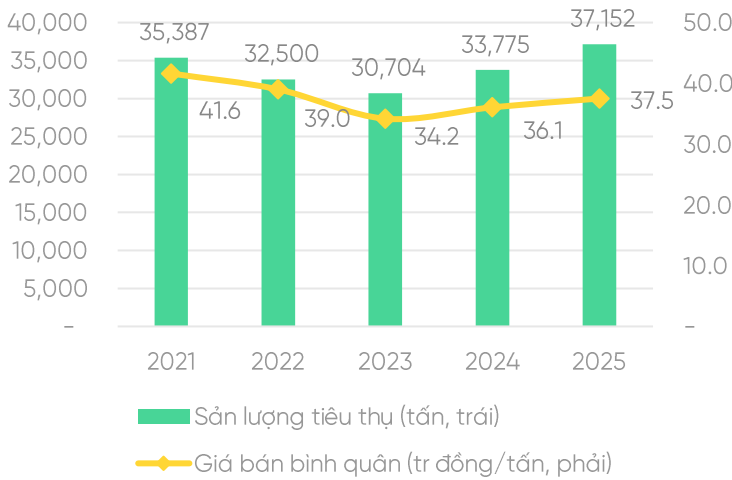
Mặc dù vậy, **chúng tôi dự phóng LN ròng của PHR sẽ ghi nhận giảm 12.5% svck** bất chấp việc LN gộp và biên LN gộp được cải thiện do sẽ không thể kì vọng PHR ghi nhận khoản thu nhập bất thường nào từ đền bù đất như trong năm 2022 và 2023.

% hoàn thành dự phóng

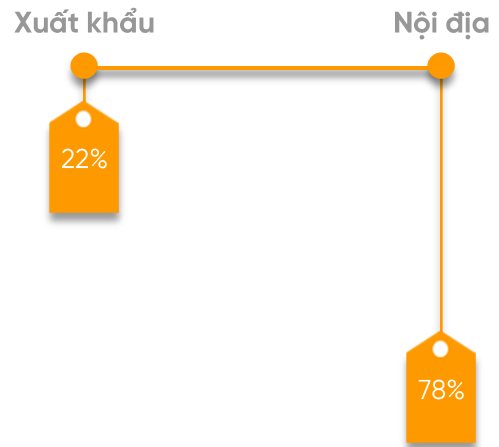


**Cao su: Bước vào chu kỳ hồi phục**

**Dự phóng sản lượng, giá bán bình quân cao su**

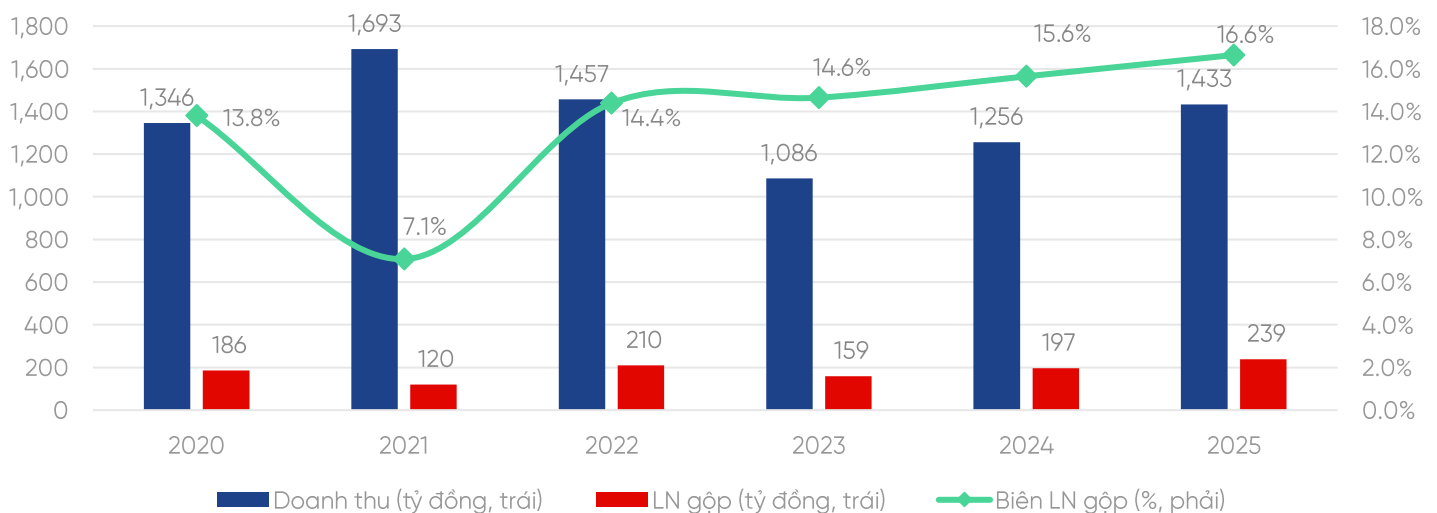


**Cơ cấu tiêu thụ cao su của PHR**



- Chúng tôi cho rằng PHR với vị thế là một trong những doanh nghiệp trồng/sản xuất cao su lớn nhất Việt Nam sẽ có triển vọng tích cực nhờ **(1)** thiếu hụt nguồn cung cao su trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ vẫn đang ở mức cao, **(2)** vị thế của cao su Việt Nam ngày càng được cải thiện trong bối cảnh Thái Lan, Indonesia có xu hướng cắt giảm nguồn cung. Từ đó, chúng tôi tin rằng.
- Chúng tôi kì vọng sản lượng tiêu thụ cao su sẽ đạt mức tăng trưởng bình quân 10%/năm trong năm 2024-25 và giá bán bình quân được kì vọng cải thiện với mức tăng năm 2024-25 lần lượt là 5.5% và 4.0% svck.
- Về cơ cấu tiêu thụ, chúng tôi cho rằng PHR sẽ không có nhiều sự biến động khi vẫn duy trì cơ cấu sản lượng xuất khẩu khoảng 20-25% trong tổng cơ cấu sản lượng cao su tiêu thụ, còn lại sẽ được tiêu thụ trong nước.
- Từ đó, **chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu mảng cao su, gỗ năm 2024 đạt 1,256 tỷ đồng, tăng 15.7% svck, biên LN gộp cũng được cải thiện 1.0 điểm % lên 15.6%.**

**Dự phóng doanh thu, LN gộp mảng cao su, gỗ**

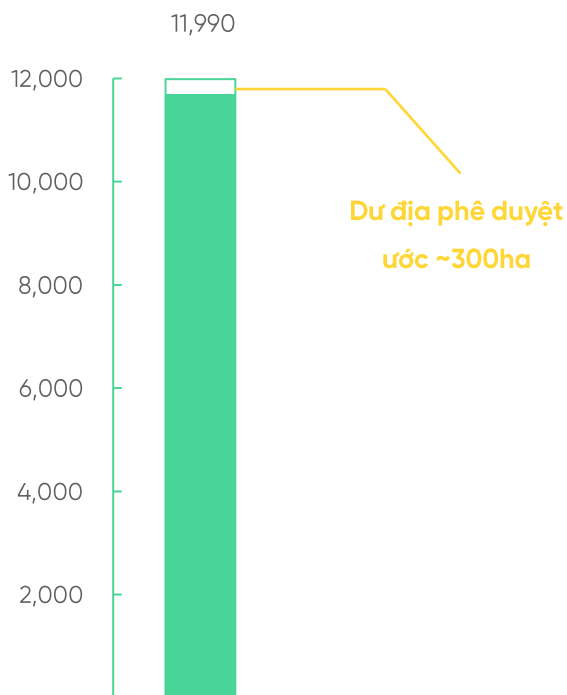


## BĐS KCN: Những tín hiệu tích cực cần thời gian để hấp thụ

Các dự án KCN mới được kì vọng sử dụng quỹ đất của PHR theo quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2030

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Giai đoạn triển khai	
			2021-2030	Sau 2030
<b>Khu công nghiệp</b>				
Tân Lập 1	Bắc Tân Uyên	200	x	x
Lai Hưng	Bàu Bàng	600	x	x
Bàu Bàng 4	Bàu Bàng	500	x	x
Bắc Tân Uyên 1	Tân Uyên, Bắc Tân Uyên	786	x	x
Bắc Tân Uyên 2	Bắc Tân Uyên	425	x	x
Bắc Tân Uyên 3	Bắc Tân Uyên	288	x	x
<b>Cụm công nghiệp</b>				
CCN Tân Định 1	Xã Tân Định, Bắc Tân Uyên	69	x	x
CCN Tân Định 2	Xã Tân Định, Bắc Tân Uyên	75	x	x
CCN Tân Định 3	Xã Tân Định, Bắc Tân Uyên	75	x	x
CCN Tân Định 4	Xã Tân Định, Bắc Tân Uyên	75	x	x
CCN Bồ Lá 1	Xã Phước Hòa, Phú Giáo	70	x	x
CCN Bồ Lá 2	Xã Phước Hòa, Phú Giáo	70	x	x
CCN Bồ Lá 3	Xã Phước Hòa, Phú Giáo	72	x	x
CCN Bồ Lá 4	Xã Phước Hòa, Phú Giáo	70	x	x
<b>Tổng</b>		<b>3,375</b>		

### Quỹ đất còn lại có khả năng mở rộng tới năm 2025 còn là tương đối hạn chế



- Ngày 3/8/2024, Thủ Tướng Chính Phủ đã kí phê duyệt Quy hoạch tỉnh Bình Dương cho giai đoạn 2021-2030 và tầm nhìn đến năm 2050. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực giúp thúc đẩy tiến độ triển khai pháp lý cho các dự án chuyển đổi đất cao su sang KCN, cụm CN của PHR với tổng diện tích đất kì vọng chuyển đổi là hơn **3,375ha**.
- Trong danh sách các dự án KCN, cụm CN, chúng tôi cho rằng KCN Tân Lập 1 và KCN Lai Hưng là 2 dự án có khả năng triển khai sớm nhất nhờ **(1)** KCN Tân Lập 1 đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 và còn chờ quy hoạch 1/500, **(2)** KCN Lai Hưng luôn được tỉnh Bình Dương ưu tiên phát triển và chỉ định hướng phát triển của chủ đầu tư BCM.
- Mặc dù các tín hiệu tích cực đã xuất hiện, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ khó có thể kì vọng các dự án chuyển đổi đất cao su sang đất KCN, cụm CN trong giai đoạn 2024-25 tới từ **(1)** quỹ đất công nghiệp tỉnh Bình Dương được phép phê duyệt tới năm 2025 sẽ bị hạn chế bởi Quyết định 227/QĐ-TTg (ước tính ~300ha) và **(2)** tiến độ pháp lý cho các dự án mới sẽ mất khoảng 1-2 năm để hoàn thành.

## Định giá

### Phương pháp định giá từng phần SOTP

#### Giá định cho WACC

Phần bù rủi ro thị trường	7.8%
Lãi suất phi rủi ro	2.8%
Beta	1.2
Chi phí sử dụng vốn	12.2%
Chi phí sử dụng nợ	7.0%
Tỷ lệ nợ	5.3%
Tỷ lệ vốn	94.7%
<b>WACC</b>	<b>11.8%</b>

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
BDS KCN		
KCN Tân Lập 1	DCF	522
KCN Tân Bình mở rộng	DCF	1,661
Đền bù từ chuyển đổi đất	So sánh	550
Cao su, gỗ	DCF	1,450
<b>Cộng:</b>		
Tiền và tương đương tiền BV		76
Đầu tư tài chính ngắn hạn BV		2,011
Đầu tư liên doanh, liên kết BV		3,642
<b>Trừ:</b>		
Nợ rỗng	BV	224
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	173
<b>RNAV</b>		<b>9,516</b>
Chiết khấu		5%
SLCP lưu hành		135,499,198
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>66,700</b>

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PHR cùng **giá mục tiêu 1 năm là 66,700VND/cp (+7.1% so với cập nhật trước đó)** tới từ:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với giả định WACC là 11.8% cho 2 dự án KCN trọng điểm là KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng, tuy nhiên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau với 2 dự án này tương ứng với tiến độ pháp lý, khả năng triển khai với từng dự án.
- Chúng tôi bổ sung định giá quỹ đất chuyển đổi từ cao su sang đất công nghiệp với phương pháp so sánh dựa trên các giao dịch chuyển đổi quá khứ (giá chuyển đổi >2.5 tỷ VND/ha), tuy nhiên mức chiết khấu khác nhau với các dự án dựa trên tiến độ, mức độ khả thi về triển khai theo từng giai đoạn.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với mảng cao su, gỗ với dòng tiền chiết khấu 10 năm cùng giả định WACC là 11.8%.
- Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho các chỉ tiêu: tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính, nợ ròng tính tới cuối Q2/2024.
- Về các khoản đầu tư liên doanh, liên kết của PHR, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách (chi tiết bên dưới).

## Định giá các khoản đầu tư liên doanh, liên kết

Công ty	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp về PHR (tỷ đồng)
VSIP 3	RNAV	9,118	20%	1,824
NTC		5,093	33%	1,681
_KCN Nam Tân Uyên (bao gồm cả mở rộng)	DCF	1,833		
_Khoản đầu tư tại SIP, MH3, DPR...	RNAV & P/B	2,112		
(+) Tiền và tương đương tiền	BV	1,239		
(-) Nợ ròng	BV	90		
Khác	BV	138		138
<b>Tổng</b>				<b>3,642</b>

- 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.

## Phân tích độ nhạy giá mục tiêu

Độ trễ phê duyệt dự án KCN (năm triển khai ghi nhận tiền đền bù)

	2025	2026	2027	2028	2029
10.8%	73,600	68,700	67,300	65,900	65,200
11.3%	72,600	67,700	66,300	64,900	64,200
<b>WACC 11.8%</b>	71,600	<b>66,700</b>	65,300	63,900	63,200
12.3%	70,600	65,700	64,300	62,900	62,200
12.8%	69,600	64,700	63,300	61,900	61,200

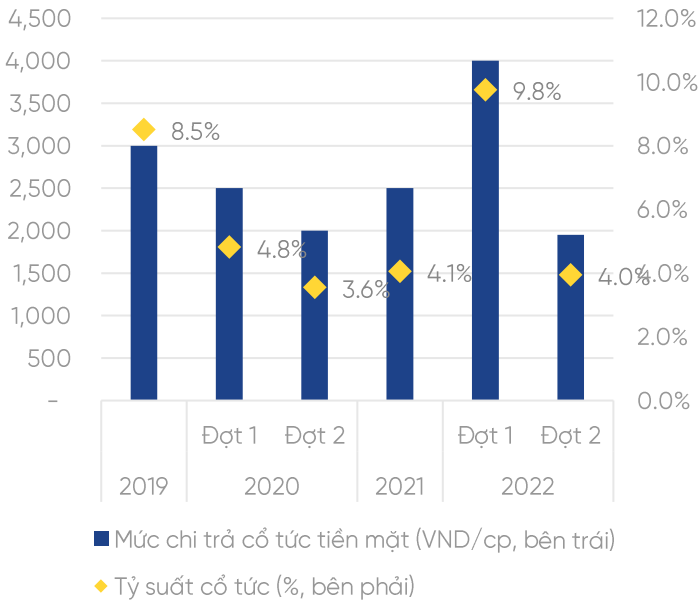
Chúng tôi phân tích độ nhạy giá mục tiêu cho cổ phiếu PHR theo giả định về WACC và độ trễ về phê duyệt các dự án chuyển đổi đất cao su sang đất KCN với kịch bản cơ sở là:

- Giả định WACC là 11.8%.
- Dự án KCN Tân Lập 1 sẽ được nhận được chủ trương đầu tư để hoàn thiện pháp lý trong năm 2025 và dự kiến được triển khai trong năm 2026, cũng là thời điểm PHR ghi nhận khoản tiền đền bù đất. Cho những dự án tiếp theo, chúng tôi kì vọng PHR sẽ duy trì danh mục chuyển đổi các KCN liên tiếp gối đầu với tiến độ 2 năm/dự án.

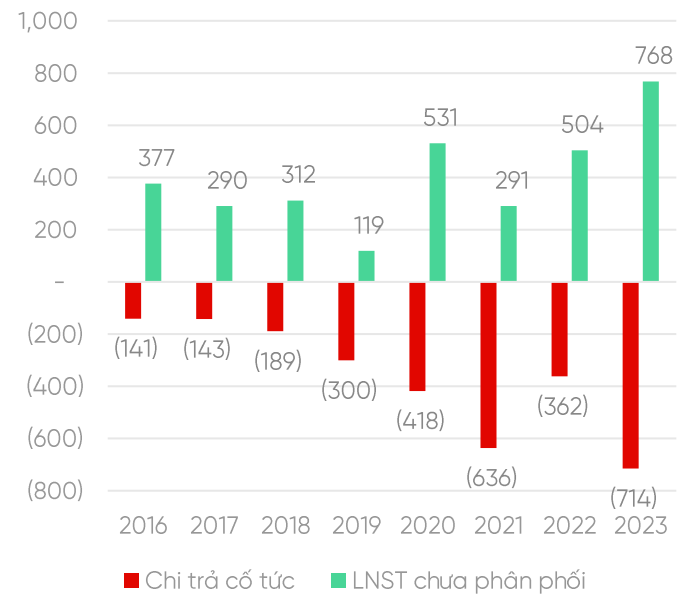


## Lựa chọn hàng đầu cho nhà đầu tư ưa thích cổ tức

### PHR luôn duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt cao và ổn định



### LNST lũy kế cuối năm 2023 ở mức cao, đảm bảo khả năng chi trả cổ tức cho năm 2024



Chúng tôi cho rằng PHR là một trong những sự lựa chọn hàng đầu với những nhà đầu tư ưa thích nắm giữ dài hạn và nhận cổ tức tiền mặt ở mức cao, ổn định. Mặc dù trong năm 2023, PHR đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt lên tới 714 tỷ đồng, tương ứng với 5,950 đồng/cổ phiếu, một trong những mức chi trả cổ tức tiền mặt cao nhất trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PHR vẫn sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao trong năm 2024 tới từ:

- PHR vẫn còn 831 tỷ LNST chưa phân phối tính tới hết Q2/2024** và số liệu lịch sử cho thấy PHR thường có xu hướng giữ lại LN để tái đầu tư là tương đối thấp, và sẽ tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt trong năm tài chính tiếp theo (với các năm không ghi nhận khoản thu nhập bất thường, PHR thường chỉ duy trì LNST chưa phân phối quanh mức 300 tỷ).
- Từ đó với khả năng chi trả >400 tỷ đồng, **chúng tôi tin rằng PHR sẽ tiếp tục chính sách cổ tức tiền mặt trên 4,000đ/cp**, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 6.7%.

## So sánh Doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	P/E trượt 12T (lần)	P/B hiện tại (lần)
<b>Nhóm phát triển KCN</b>					
BCM	72,657	14.1%	1.1	27.3	3.9
KBC	21,646	1.2%	0.2	90.5	1.2
VGC	19,548	8.2%	0.5	24.6	2.4
IDC	19,007	30.0%	0.5	10.3	4.0
SIP	15,032	26.7%	0.7	13.9	3.8
SZC	6,776	12.7%	0.9	24.3	2.3
LHG	1,840	12.2%	0.1	9.7	1.2
Trung bình		15.0%	0.6	28.7	2.7
Trung vị		12.7%	0.5	24.3	2.4
<b>Nhóm cao su</b>					
GVR	143,000	5.0%	0.1	51.6	2.8
DPR	3,762	8.0%	0.0	15.2	1.5
RTB	2,577	9.2%	0.1	11.9	1.6
BRR	2,076	9.3%	0.0	16.2	1.5
DRI	880	14.1%	0.1	12.1	1.9
Trung bình		9.1%	0.1	21.4	1.9
Trung vị		9.2%	0.1	15.2	1.6
<b>Trung bình hỗn hợp</b>		12.7%	0.4	25.8	2.4
<b>Trung vị hỗn hợp</b>		11.3%	0.3	20.7	2.1
<b>PHR</b>	<b>8,130</b>	<b>10.8%</b>	<b>0.1</b>	<b>19.8</b>	<b>2.1</b>

- Chúng tôi so sánh PHR với 2 nhóm doanh nghiệp: nhóm phát triển BĐS KCN và nhóm cao su do đây được xem như là 2 mảng kinh doanh cốt lõi của PHR, từ đó chúng tôi so sánh cụ thể PHR với trung bình và trung vị hỗn hợp với tỷ trọng 2 nhóm doanh nghiệp trên tương ứng là 60%/40% tới từ việc **(1)** thị trường ngày càng có xu hướng giao dịch PHR như là 1 trong những cổ phiếu BĐS KCN hàng đầu và PHR cũng có độ nhạy cao với các thông tin về thị trường BĐS KCN **(2)** bản thân PHR cũng định hướng đẩy mạnh mảng BĐS KCN khi đây là mảng đem lại nguồn thu lớn.
- PHR hiện đang giao dịch với P/E trượt 12T là 19.8x và P/B hiện tại là 2.1x, ngang với trung vị hỗn hợp nhóm phát triển BĐS KCN và nhóm cao su. Chúng tôi cho rằng định giá của PHR đã phần nào phản ánh những triển vọng của các mảng kinh doanh. Mặc dù tiềm năng tăng giá tới giá mục tiêu của chúng tôi không còn nhiều, tuy nhiên chúng tôi cho rằng PHR vẫn phù hợp với những nhà đầu tư ưa thích cổ tức với mức chi trả cổ tức cao và đều đặn hàng năm.

**PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	2,762	2,677	2,751
Tiền & đương tiền	146	37	61
Đầu tư ngắn hạn	1,997	1,997	1,997
Phải thu ngắn hạn	193	249	263
Hàng tồn kho rỗng	326	358	394
Tài sản ngắn hạn khác	100	107	116
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	3,399	3,521	3,668
Khoản phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	2,266	2,370	2,494
Bất động sản đầu tư	185	172	159
Tài sản đang dở dài hạn	487	535	601
Đầu tư tài chính dài hạn	573	605	641
Tài sản dài hạn khác	375	373	374
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	6,161	6,269	6,500
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	2,346	2,561	2,748
<b>Nợ ngắn hạn</b>	883	1,012	1,178
Vay nợ ngắn hạn	277	304	422
Phải trả ngắn hạn khác	606	708	756
<b>Nợ dài hạn</b>	1,463	1,549	1,570
Vay nợ dài hạn	42	156	203
Phải trả dài hạn khác	1,422	1,393	1,367
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	3,814	3,708	3,752
Cổ phiếu phổ thông	1,355	1,355	1,355
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21
LNST chưa phân phối	768	545	456
Các quỹ	1,299	1,353	1,413
Khác	203	223	245
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	168	211	261
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	6,161	6,269	6,500

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	1,351	1,585	1,904
Giá vốn hàng bán	(1,024)	(1,139)	(1,308)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	327	446	596
Chi phí bán hàng	(34)	(39)	(41)
Chi phí QLDN	(100)	(110)	(118)
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	432	552	727
Doanh thu tài chính	180	159	159
Chi phí tài chính	(24)	(32)	(42)
Lợi nhuận khác	360	167	91
Chi phí khác	365	178	103
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	82	128	171
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	792	719	818
Chi phí thuế	(131)	(144)	(164)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	661	575	654
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	42	43	50
<b>Lợi nhuận ròng</b>	620	532	604

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2023	2024F	2025F
CFO	302	261	337
CFI	469	110	79
CFF	(1,327)	(400)	(378)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	(556)	(29)	39

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu – CTCP Chứng khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: [research@vpbanks.com](mailto:research@vpbanks.com)

### Chuyên viên cao cấp Phân tích

#### Lê Anh Sơn

Bất động sản Khu công nghiệp

Email: [sonla@vpbanks.com.vn](mailto:sonla@vpbanks.com.vn)