

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR)
Nguyễn Anh Nhật

Chuyên viên phân tích

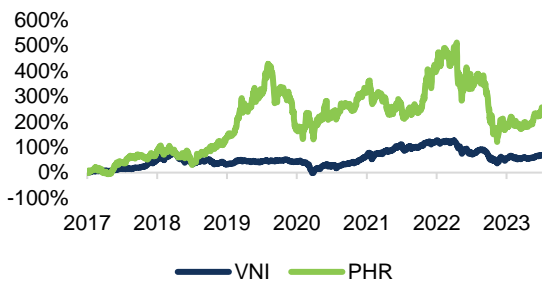
 Email: nhatna@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7581

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu PHR và VNINDEX


Thông tin giao dịch	10/07/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	51.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	65.918
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	30.079
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	135
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	135
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	687.950
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.355
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.910
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,4x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.039

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Cao su Phước Hòa
Địa chỉ	Ấp 2 - Xã Phước Hòa - Huyện Phú Giáo - Tỉnh Bình Dương
Doanh thu chính	Cao su thành phẩm, cho thuê khu công nghiệp
Chi phí chính	Chi phí nhân công, nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động giá cao su, tiến độ thực hiện dự án khu công nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2023 (Chi tiết)

Trong Q1/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của PHR đạt lần lượt 326 tỷ đồng (-11% yoy) và 46 tỷ đồng (-19% yoy). Lợi nhuận trước thuế trong Q1/2023 đạt khoảng 283 tỷ đồng (-21,6% yoy) vì ghi nhận khoản tiền đền bù VSIP III thấp hơn -30,9% yoy.

Nếu loại trừ khoản lợi nhuận khác từ đền bù, lợi nhuận trước thuế của PHR trong Q1/2023 sẽ đạt khoảng 83,5 tỷ đồng, tăng trưởng +2,5% yoy chủ yếu là nhờ lợi nhuận tài chính tăng trưởng +44,3 yoy bù đắp cho hoạt động kinh doanh cốt lõi tiêu cực. Cụ thể các mảng như sau:

- **Về mảng cao su**, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng này đạt lần lượt 308 tỷ đồng (-12% yoy) và 33 tỷ đồng (-31% yoy), sụt giảm so với cùng kỳ do giá bán cao su tự nhiên trung bình giảm -19% yoy và sản lượng tiêu thụ giảm -17% yoy. ([Chi tiết](#))
- **Về mảng khu công nghiệp**, KCN Tân Bình 1 của PHR không có diện tích cho thuê mới trong Q1/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng này đạt lần lượt 16 tỷ đồng (+13% yoy) và 12 tỷ đồng (+20% yoy).
- **Về khoản thu nhập đền bù**, PHR đã ghi nhận khoản tiền đền bù còn lại từ việc bàn giao đất cho UBND tỉnh Bình Dương để thực hiện dự án VSIP III là khoảng 200 tỷ đồng, đóng góp khoảng 70% lợi nhuận trước thuế của PHR trong Q1/2023. ([Chi tiết](#))

KẾ HOẠCH VÀ TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

Năm 2023, PHR đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế công ty mẹ đạt khoảng 549 tỷ đồng (-51,3% yoy). Nhìn chung, PHR đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế sụt giảm là hợp lý do không còn khoản đền bù, và chúng tôi dự phóng PHR sẽ đạt khoảng 593 tỷ đồng (tương đương 108% kế hoạch) nhờ (1) ghi nhận khoản tiền đền bù còn lại từ VSIP III; (2) ghi nhận khoản cổ tức tiền mặt khoảng 42,7 tỷ đồng từ NTC. ([Chi tiết](#))

ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của PHR là **49.100 đồng/cp** bằng phương pháp tổng giá trị các thành phần, thấp hơn -3,7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PHR ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét bán tại mức giá hiện tại và mua lại với giá 42.000 đồng/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt 16,9%. ([Chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Biến động giá cao su tự nhiên.**
- **Tiến độ góp vốn vào khu công nghiệp VSIP III.**
- **Tiến độ thực hiện các khu công nghiệp.**

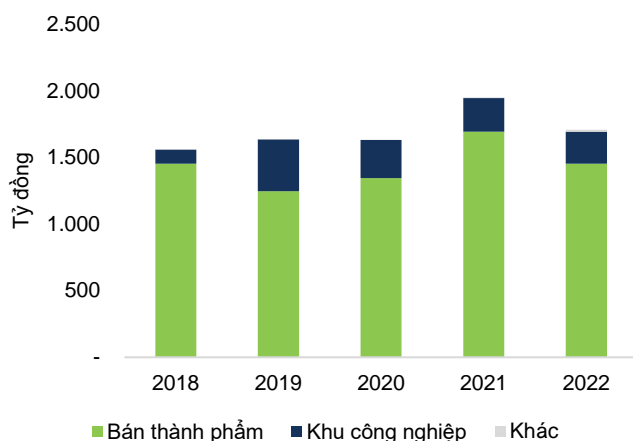
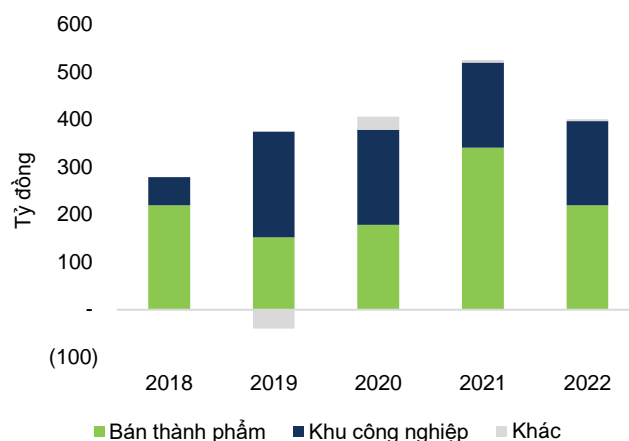
I. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2022 VÀ CẬP NHẬT Q1/2023

Đơn vị: Tỷ đồng	2022	2021	%YoY	Q1/2023	Q1/2022	%YoY
Doanh thu thuần	1.709	1.945	-12%	326	366	-11%
- Bán thành phẩm	1.453	1.688	-14%	308	351	-12%
- Cho thuê đất và phí sử dụng hạ tầng KCN	240	253	-5%	16	14	+13%
- Khác	15	5	+224%	3	1	+150%
Lợi nhuận gộp	401	517	-22%	46	57	-19%
- Bán thành phẩm	219	335	-35%	33	48	-31%
- Cho thuê đất và phí sử dụng hạ tầng KCN	177	179	-1%	12	10	+20%
- Khác	5	2	+168%	1	(0)	-508%
Doanh thu tài chính	179	237	-24%	39	29	+38%
Chi phí tài chính	21	26	-20%	5	5	+7%
- Trong đó: Chi phí lãi vay	17	20	-15%	5	4	+12%
Lãi/lỗ trong công ty liên kết	30	(13)	N/A	26	27	-2%
Chi phí bán hàng	41	32	+29%	8	9	-4%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	116	115	+1%	20	20	+2%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	433	567	-24%	78	79	-1%
Lợi nhuận khác	640	31	+1994%	205	283	-27%
Lợi nhuận trước thuế	1.127	597	+89%	284	362	-22%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	926	513	+80%	234	299	-22%

Chỉ số tài chính	2022	2021	%YoY	Q1/2023	Q1/2022	%YoY
Biên lợi nhuận gộp	23%	27%	-3,1 đpt	14%	16%	-1,5 đpt
Biên lợi nhuận thuần sau thuế	54%	26%	+27,8 đpt	72%	82%	-10,2 đpt
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2%	2%	+0,8 đpt	3%	2%	+0,2 đpt
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7%	6%	+0,9 đpt	6%	5%	+0,8 đpt

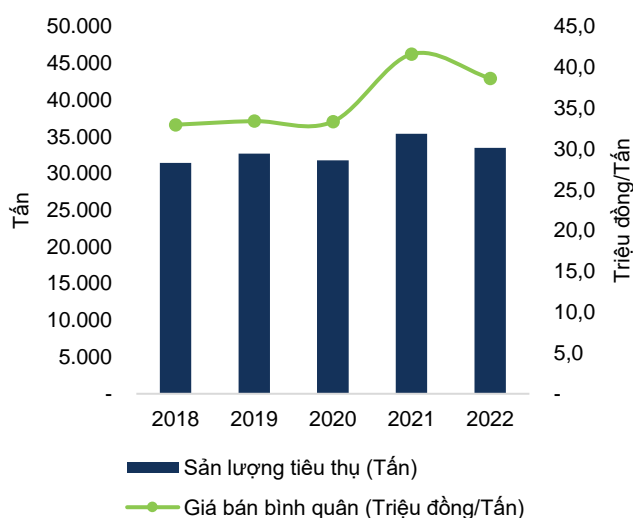
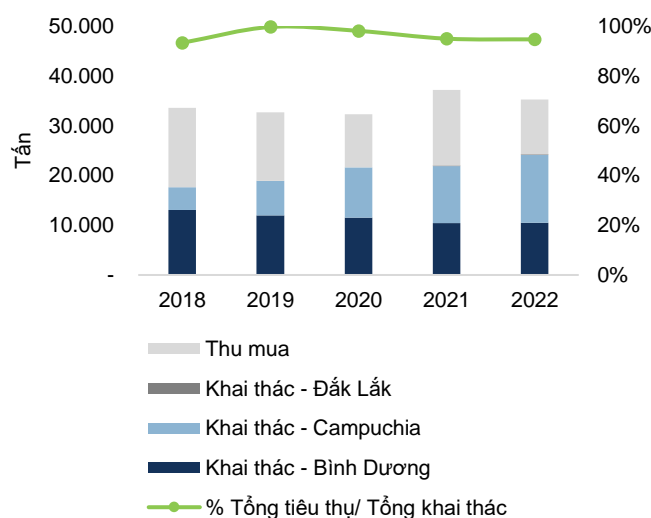
1. Kết quả kinh doanh năm 2022

Năm 2022, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của PHR đạt lần lượt 1.709 tỷ đồng (-12% yoy) và 401 tỷ đồng (-22% yoy). Kết quả kinh doanh sụt giảm chủ yếu là do (1) giá bán cao su của PHR sụt giảm theo giá cao su tự nhiên thế giới; (2) sản lượng tiêu thụ sụt giảm khi Trung Quốc áp dụng chính sách Zero – Covid (quốc gia tiêu thụ khoảng 70% tổng sản lượng xuất khẩu của Việt Nam) và tình hình thiếu hụt lao động khai thác mủ; (3) mảng khu công nghiệp không còn diện tích thuê mới. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của PHR trong năm 2022 đạt khoảng 926 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng khoảng 80% yoy nhờ khoản bồi thường từ UBND tỉnh Bình Dương cho việc thu hồi đất để thực hiện dự án VSIP III.

Cơ cấu doanh thu thuần của PHR (2018 - 2022)

Cơ cấu lợi nhuận gộp của PHR (2018 - 2022)


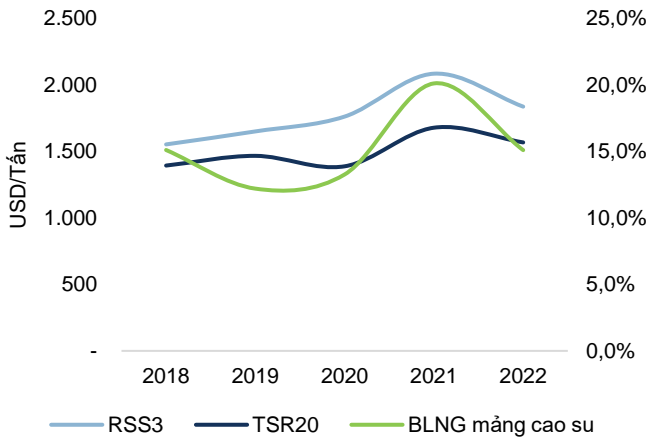
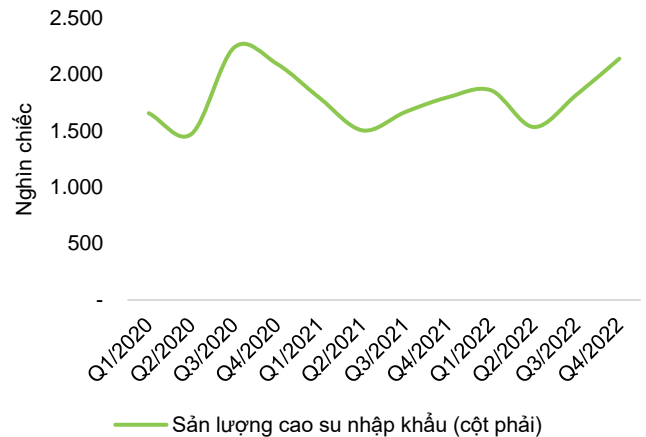
Nguồn: PHR, FPTS tổng hợp

Về mảng cao su, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng cao su năm 2022 đạt lần lượt khoảng 1.453 tỷ đồng (-14% yoy) và 219 tỷ đồng (-35% yoy). Nguyên nhân sụt giảm chủ yếu là do (1) giá bán cao su trung bình năm 2022 của PHR chỉ đạt khoảng 38,7 triệu đồng/tấn, sụt giảm -7,1% yoy theo diễn biến giá cao su tự nhiên thế giới RSS3 và TSR20 đã giảm lần lượt là -11,9% yoy và -6,6% yoy; (2) sản lượng tiêu thụ của PHR đạt khoảng 33.494 tấn trong năm 2022, sụt giảm -5,3% yoy khi tình hình tiêu thụ kém khả quan do chính sách Zero – Covid tại Trung Quốc và thiếu hụt lao động khai thác mủ.

Sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân của PHR (2018 - 2022)

Sản lượng mủ nguyên liệu và tỷ lệ tiêu thụ/khai thác của PHR (2018 - 2022)


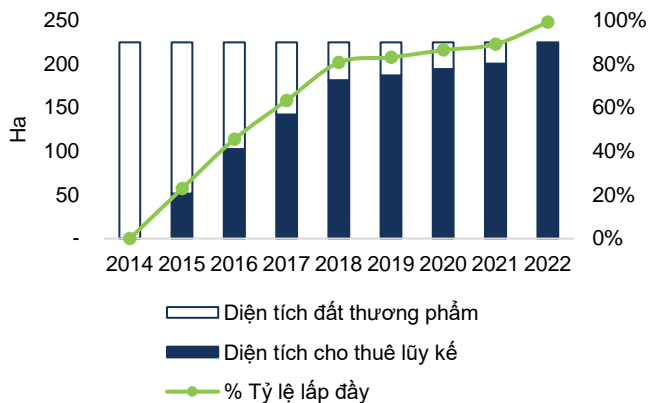
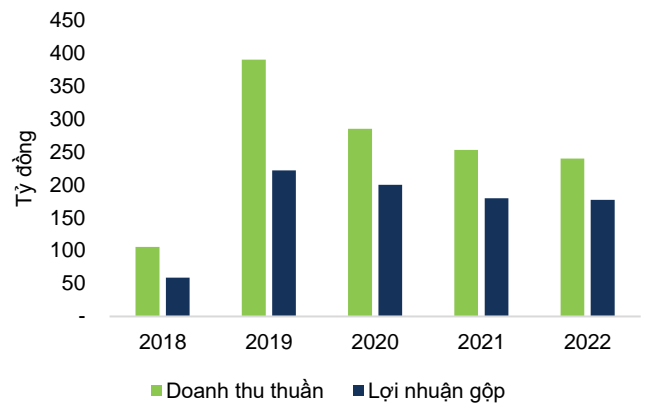
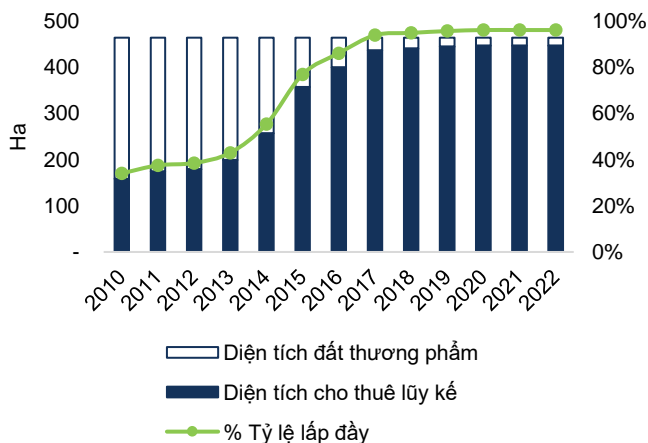
Nguồn: PHR, FPTS tổng hợp

Trong năm 2022, giá cao su tự nhiên thế giới RSS3 và TSR20 chỉ đạt lần lượt khoảng 1.836 USD/Tấn (-11,9% yoy) và 1.567 USD/Tấn (-6,6% yoy). Giá cao su tự nhiên sụt giảm cũng đã ảnh hưởng tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp mảng cao su của PHR, chỉ đạt khoảng 15,1% trong năm 2022 (-5 đpt yoy). Nguyên nhân khiến giá cao su tự nhiên thế giới giảm chủ yếu là do nhu cầu nhập khẩu cao su suy yếu tại Trung Quốc và xu hướng giảm của giá dầu thô.

Giá cao su tự nhiên thế giới và BLNG mangan cao su của PHR (2018 - 2022)

Sản lượng cao su nhập khẩu tại Trung Quốc (Q1/2020 - Q4/2022)


Nguồn: PHR, ANRPC, CAAM, GAC, FPTTS tổng hợp

Về mảng khu công nghiệp, đối với KCN Tân Bình 1, PHR ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng khu công nghiệp trong năm 2022 đạt lần lượt khoảng 240 tỷ đồng (-5% yoy) và 219 tỷ đồng (-35% yoy). Đối với KCN Nam Tân Uyên, PHR ghi nhận cổ tức gần 56 tỷ đồng (-49,2% yoy) trong năm 2022. Năm 2022, các khu công nghiệp gần như đã lấp đầy 100% nên động lực tăng trưởng sẽ đến từ các dự án mở rộng khu công nghiệp mới ([Chi tiết tại đây](#)).

Tình hình lấp đầy KCN Tân Bình 1 (2014 - 2022)

Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của mảng khu công nghiệp (2018 - 2022)

Tình hình lấp đầy khu công nghiệp NTC 1 và NTC 2 (2010 - 2022)

Cổ tức, lợi nhuận được chia và phân lãi trong công ty liên kết của PHR (2018 - 2022)

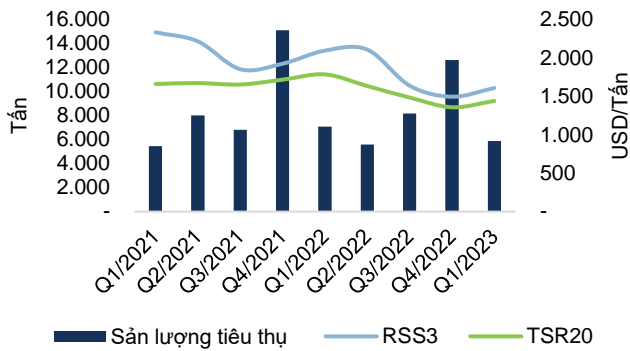

Nguồn: PHR, FPTTS tổng hợp

2. Kết quả kinh doanh Q1/2023

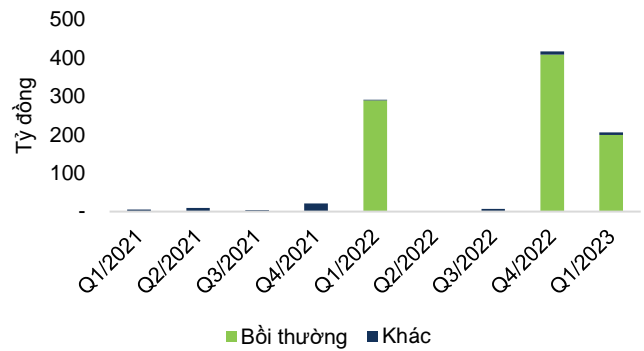
Trong Q1/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PHR đạt lần lượt 326 tỷ đồng (-11% yoy) và 234 tỷ đồng (-22% yoy). Doanh thu thuần sụt giảm chủ yếu là do mảng cao su tiêu cực, cụ thể là (1) giá bán cao su bình quân của PHR trong Q1/2023 chỉ đạt khoảng 34,2 triệu đồng/tấn, giảm -19,8% yoy theo diễn biến của giá cao su tự nhiên thế giới; (2) sản lượng tiêu thụ của PHR trong Q1/2023 chỉ đạt khoảng 5.880 tấn (-16,9% yoy) do thiếu hụt nguyên liệu, gây ra bởi tình trạng thiếu lao động khai thác mủ và lá cao su rụng nhanh.

Lợi nhuận sau thuế sụt giảm chủ yếu là do PHR chỉ ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng thu nhập khác từ tiền bồi thường UBND tỉnh Bình Dương cho VSIP III trong Q1/2023, mức đền bù thấp hơn -31% yoy. Với giá cao su tự nhiên sụt giảm trong Q1/2023, biên lợi nhuận gộp của PHR cũng sụt giảm còn 14% (-1,5 đpt yoy).

Sản lượng tiêu thụ của PHR và giá cao su tự nhiên thế giới (Q1/2021 - Q1/2023)



Cơ cấu thu nhập khác của PHR (Q1/2021 - Q1/2023)



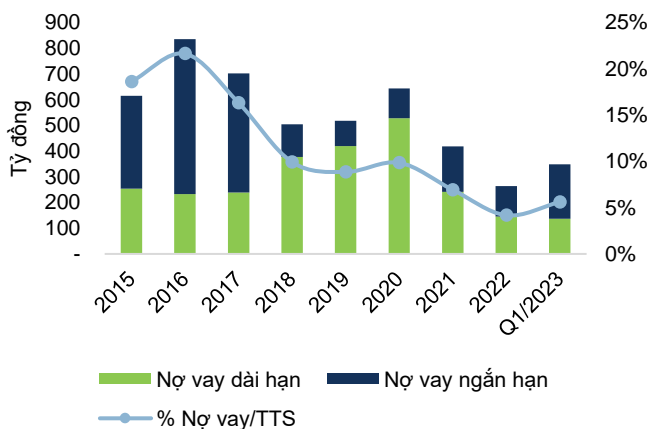
Nguồn: PHR, FPTS tổng hợp

3. Phân tích tài chính

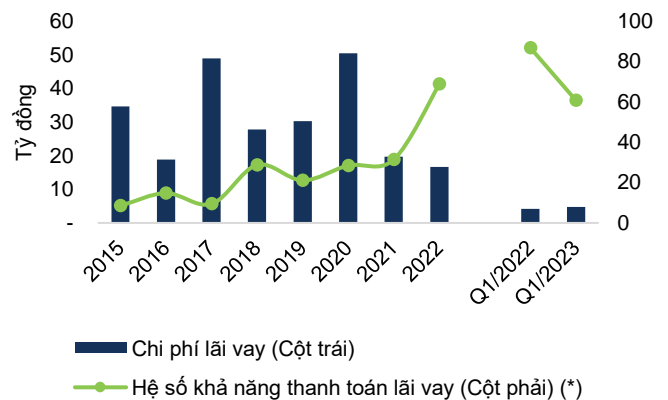
► Cơ cấu vốn an toàn với tổng nợ vay giảm dần

Giai đoạn 2015 – 2022, tổng nợ vay 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 4% trong năm 2022. Riêng giai đoạn 2015 – 2020, PHR sử dụng nợ vay dài hạn để thực hiện dự án trồng khoảng 8.000 ha diện tích cao su tại Campuchia và phần diện tích này đã đi vào khai thác 100% kể từ năm 2021. Nhờ vay nợ thấp, hệ số thanh toán lãi vay của PHR luôn ở mức cao.

Tỷ lệ nợ vay/TTS của PHR (2015 - Q1/2023)



Chi phí lãi vay và hệ số thanh toán lãi vay của PHR (2015 - Q1/2023)



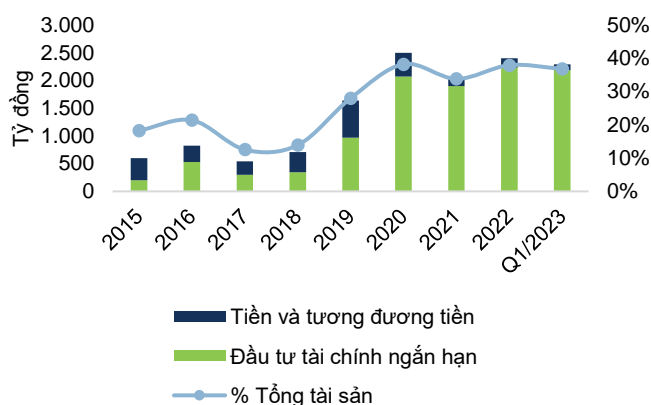
Nguồn: PHR, FPTS tổng hợp

(*) Hệ số khả năng thanh toán lãi vay = EBIT/Chi phí lãi vay

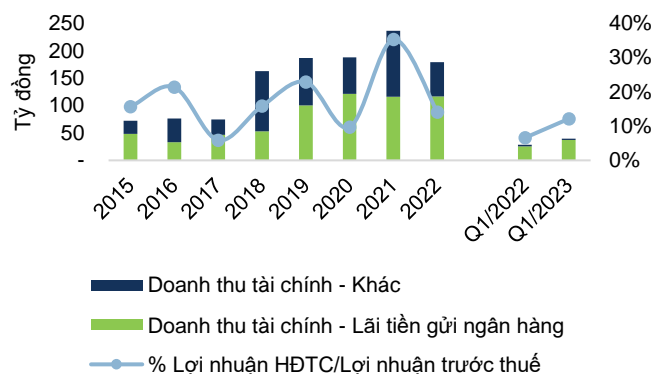
► Lợi nhuận từ hoạt động tài chính có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trước thuế của PHR giai đoạn 2015 – 2022

Với nhu cầu đầu tư thấp, khoản tiền mặt – tương đương tiền và khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của PHR có xu hướng tăng trong giai đoạn 2015 – 2022. Năm 2022, cả 2 khoản trên chiếm khoảng 38% tổng tài sản của PHR. Nhờ vậy, khoản lợi nhuận từ hoạt động tài chính – đặc biệt là khoản lãi tiền gửi ngân hàng có xu hướng tăng và có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trước thuế của PHR giai đoạn 2015 – 2022. Cụ thể, lợi nhuận từ hoạt động tài chính luôn đóng góp trung bình khoảng 18% tổng lợi nhuận trước thuế của PHR. Chúng tôi đánh giá khoản lợi nhuận tài chính giúp PHR bù đắp cho sự biến động và kém khả quan của mảng cao su khi (1) giá bán phải phụ thuộc vào giá cao su thế giới; (2) rủi ro thiếu hụt lao động để khai thác mỏ, ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng tiêu thụ của PHR.

Tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của PHR (2015 - Q1/2023)



Doanh thu tài chính và % lợi nhuận HĐTC/Lợi nhuận trước thuế (2015 - Q1/2023)



Nguồn: PHR, FPTS tổng hợp

II. KẾ HOẠCH 1H/2023 VÀ TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

1. Kế hoạch kinh doanh 1H/2023 và năm 2023

Trong 1H2023, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế của PHR sẽ đạt khoảng 369 tỷ đồng (-16,1% yoy) và vượt 2% so với kế hoạch. Cụ thể, PHR đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 75,4 tỷ đồng (+16,7% yoy) trong Q2/2023. PHR đặt kế hoạch cao hơn so với cùng kỳ là nhờ khoản doanh thu tài chính từ cổ tức bằng tiền mặt, dự kiến sẽ được chia từ NTC vào ngày 28/06/2023. Cụ thể, tính đến ngày 31/03/2023, PHR hiện đang nắm giữ khoảng 7.884.840 cổ phiếu của NTC (tương đương tỷ lệ sở hữu là 32,85%), NTC đã chia cổ tức bằng tiền 6.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 28/06/2023 (*Chi tiết Nghị quyết tại đây*). Chúng tôi ước tính khoản cổ tức tiền mặt này sẽ đạt khoảng 47,3 tỷ đồng, đóng góp vào khoảng 63% lợi nhuận trước thuế kế hoạch Q2/2023.

Chỉ tiêu	Kế hoạch Q2/2023	Kế hoạch 1H/2023	Ước tính 1H/2023	%KH
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	3.187	9.067	10.051	110%
Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	75	359	369	102%

Về kế hoạch năm 2023, PHR đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 549 tỷ đồng (-51,3% yoy). Nhìn chung, PHR đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế sụt giảm là hợp lý và chúng tôi dự phóng PHR sẽ đạt khoảng 593 tỷ đồng (tương đương 108% kế hoạch). Cụ thể các giả định của chúng tôi là (1) giá bán cao su trung bình năm 2023 chỉ đạt khoảng 33,8 triệu đồng (-13% yoy) theo bối cảnh của giá cao su tự nhiên thế giới (*Chi tiết tại triển vọng kinh doanh trong năm 2023*), trong khi sản lượng tiêu thụ năm 2023 sẽ tăng trưởng ở mức +4,2% yoy; (2) phần tiền đền bù còn lại cho đất bàn giao cho UBND tỉnh Bình Dương thực hiện dự án VSIP III đã được ghi nhận trong Q1/2023.

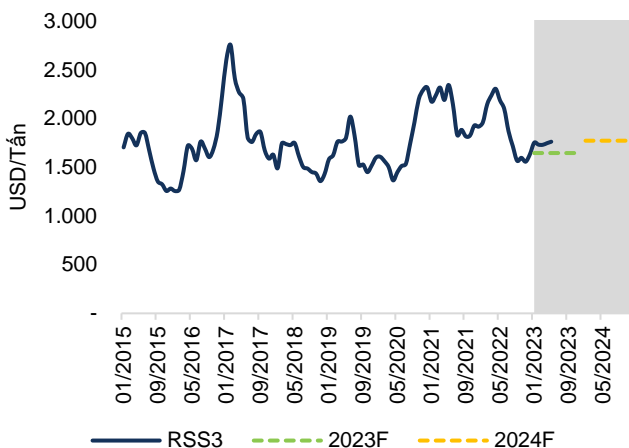
Chỉ tiêu	Kế hoạch 2023	Dự phóng 2023	% Dự phóng/KH
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	34.300	34.227	99,7%
Giá bán bình quân (Triệu đồng/Tấn)	37,96	33,8	89%
Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	549	593	108%

2. Triển vọng kinh doanh và rủi ro trong năm 2023

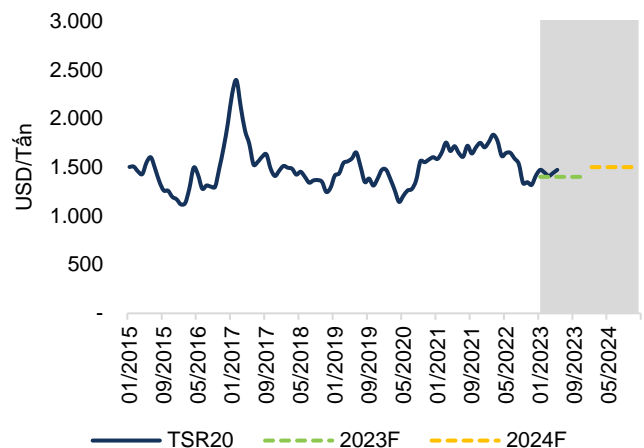
► Giá bán cao su tự nhiên hạ nhiệt trong năm 2023 khi nhu cầu tại Trung Quốc còn yếu

Về dự phóng giá bán giai đoạn 2023F – 2024F, WorldBank dự báo giá cao su tự nhiên TSR20 trong năm 2023 sẽ đạt trung bình khoảng 1.400 USD/Tấn (-10,7% yoy) và sẽ phục hồi lên mức 1.500 USD/Tấn trong năm 2024F (+7,1% yoy). Riêng giá cao su tự nhiên RSS3, chúng tôi dự phóng diễn biến giá trong năm 2023F và năm 2024F sẽ tương tự như giá cao su TSR20, đạt lần lượt 1.644 USD/Tấn (-13,7% yoy) và 1.771 USD/Tấn (+7,7% yoy). Nguyên nhân khiến giá cao su tự nhiên sẽ sụt giảm trong năm 2023 là do tình trạng thừa cung nhẹ bị gây ra bởi (1) nhu cầu nhập khẩu cao su tại Trung Quốc còn yếu; (2) tình hình thời tiết nhìn chung là thuận lợi hơn cho cây cao su so với năm 2022, nhờ hiện tượng El Nino làm giảm lượng mưa¹ được dự báo có khả năng cao sẽ quay trở lại trong năm 2023 ([Chi tiết tại phụ lục 1](#)). Tuy nhiên, giá cao su kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2024F nhờ triển vọng nhu cầu Trung Quốc dần phục hồi trong năm 2024F, trong khi nguồn cung tăng trưởng chậm khi các quốc gia trồng cao su lớn đã hạn chế mở rộng diện tích.

Dự phóng giá cao su tự nhiên RSS3 (2015 - 2024F) (*)



Dự phóng giá cao su tự nhiên TSR20 (2015 - 2024F) (**)

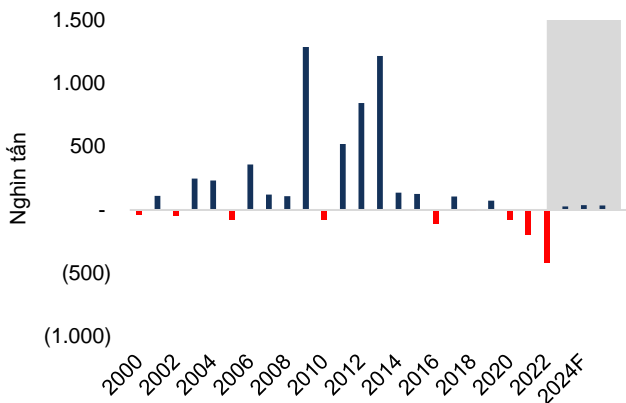


Nguồn: PHR, ANRPC, FPTTS tổng hợp và ước tính

(*): FPTTS dự phóng, do giá RSS3 chỉ được WorldBank cập nhật dự phóng trong T10/2022

(**): WorldBank dự phóng trong T4/2023

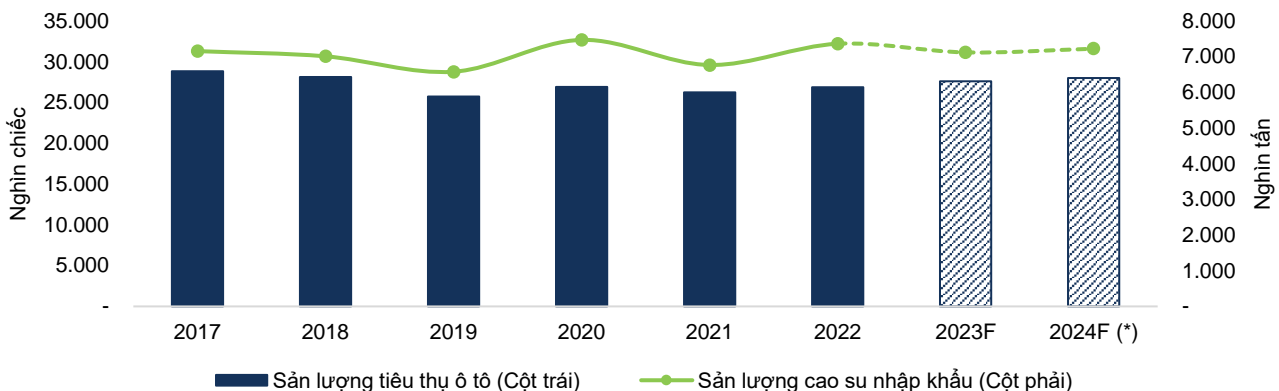
¹ Chất lượng và sản lượng mủ cao su sẽ bị ảnh hưởng nếu có nước mưa, nhờ vậy mà hiện tượng El Nino làm giảm lượng mưa nhìn chung là có lợi cho cây cao su.

Dự phóng dự thừa và thiếu hụt cao su tự nhiên toàn cầu (2000 - 2025F)


Nguồn: IRSG, FPT S tổng hợp

Giai đoạn 2023F – 2025F, ngành cao su sẽ tiếp tục dự thừa khoảng 29 – 39 nghìn tấn theo dự báo của IRSG. Tuy nhiên, mức dự thừa này thấp hơn rất nhiều so với giai đoạn 2000 – 2022 là 74 – 1.290 nghìn tấn, do vậy chúng tôi đánh giá việc dự thừa trong giai đoạn 2023F – 2025F sẽ không có ảnh hưởng lớn đến giá cao su tự nhiên.

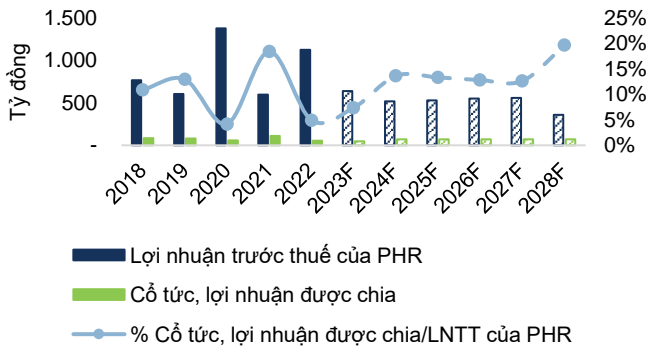
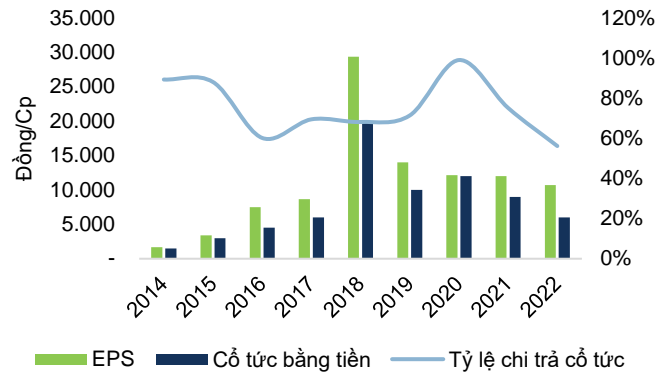
Về dự phóng nhu cầu nhập khẩu cao su tại Trung Quốc, sản lượng nhập khẩu cao su của Trung Quốc trong năm 2023F và năm 2024F sẽ đạt lần lượt khoảng 7.118 tấn (-3,3% yoy) và 7.220 tấn (+1,4% yoy). Trong đó, mức sụt giảm của năm 2023F là do nhu cầu tại Trung Quốc tiếp tục suy yếu và sẽ dần phục hồi trong năm 2024F khi ngành ô tô – sầm lộp tại đây phục hồi sản xuất trở lại.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ ô tô và sản lượng cao su nhập khẩu của Trung Quốc (2017 - 2024F)


Nguồn: CAAM, GAC, FPT S tổng hợp và ước tính

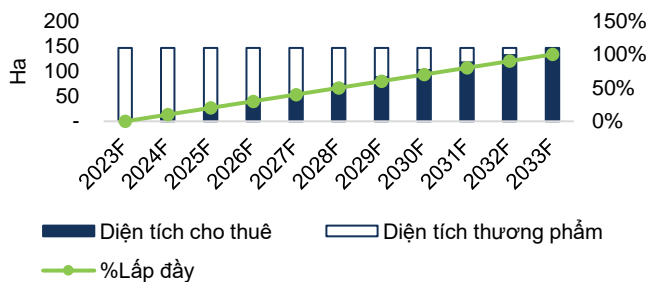
► **Dự án khu công nghiệp Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 đã được UBND giao đất, kỳ vọng NTC sẽ đóng góp trung bình 13% vào lợi nhuận trước thuế của PHR trong giai đoạn 2023F – 2028F từ việc chia cổ tức**

PHR ghi nhận lợi ích chủ yếu từ việc được chia cổ tức, lợi nhuận từ NTC và khoản này đóng góp trung bình khoảng 10% lợi nhuận trước thuế của PHR trong giai đoạn 2018 – 2022. Ngày 24/05/2023, UBND tỉnh Bình Dương đã ban hành Quyết định số 1343/QĐ-UBND về việc cho phép NTC thuê đất để thực hiện dự án KCN NTC mở rộng giai đoạn 2. Theo đó, tổng diện tích của dự án là khoảng 344,4 ha với tổng diện tích đất thương phẩm là khoảng 254,3 ha, thời hạn thuê đất kéo dài đến ngày 13/09/2068 và dự tính sẽ khởi công trong T7/2023. Chúng tôi đánh giá dự án KCN NTC mở rộng giai đoạn 2 là tích cực cho NTC khi phần diện tích tại 2 khu công nghiệp cũ NTC 1 và NTC 2 đã được lấp đầy. **Chúng tôi dự phóng khoản cổ tức, lợi nhuận được chia từ NTC sẽ đóng góp trung bình khoảng 13% lợi nhuận trước thuế của PHR trong giai đoạn 2023F – 2028F, NTC có chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn kể từ năm 2014 với tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt dao động trong khoảng 56% - 99%.**

Cổ tức, lợi nhuận được chia và lợi nhuận trước thuế của PHR (2018 - 2028F)

Tỷ lệ chi trả cổ tức của NTC (2014 - 2022)


Nguồn: NTC, FPTS tổng hợp

(*) Phần lãi/lỗ trong công ty liên kết thuộc phần sở hữu của PHR = Phần lãi/lỗ trong công ty liên kết + cổ tức, lợi nhuận được chia ([Xem thêm cách hạch toán khoản mục liên quan đến mảng KCN của PHR](#))

► Các dự án khu công nghiệp trong kế hoạch của PHR
Dự báo diện tích cho thuê KCN Tân Lập 1 (2024F - 2033F)


Nhìn chung, tiến độ của các khu công nghiệp vẫn chưa có tiến triển mới ngoại trừ dự án Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 – NTC3 đã được giao đất. Chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Tân Lập 1 sẽ được cho thuê năm 2024F vì dự án hiện đang nằm trong danh mục xúc tiến thủ tục của PHR, ngoài ra PHR cũng kỳ vọng sẽ hoàn tất chậm nhất trong năm 2024F. Chúng tôi dự phóng giá cho thuê trung bình sẽ đạt khoảng 110 USD/m²/chu kỳ thuê và lấp đầy trong vòng 10 năm.

Nguồn: FPTS ước tính

Tên khu công nghiệp	Diện tích quản lý	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ T6/2023
Tân Bình mở rộng GD 2	1.022,39	70%	Đã thêm vào quy hoạch 2021 – 2030. Chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch tổng thể
Tân Bình mở rộng GD 3	272,26	70%	Đã thêm vào quy hoạch 2021 – 2030. Chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch tổng thể
Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 – NTC 3	345,86	32,85%	UBND tỉnh đã giao đất. Tổng diện tích của dự án là khoảng 344,4 ha với tổng diện tích đất thương phẩm là khoảng 254,3 ha, thời gian cho thuê đất kéo dài đến ngày 13/09/2068 và dự tính sẽ khởi công trong T7/2023.
Tân Lập 1	200	51%	Đang nằm trong danh mục xúc tiến thủ tục của PHR. PHR kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2023 và cho thuê trong năm 2024, tuy nhiên nếu có rủi ro sẽ kéo dài chậm nhất sang năm 2024F.
Tân Lập 1 mở rộng	287,16	51%	Đã thêm vào quy hoạch 2021 – 2030. Chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch tổng thể
VSIP III	1.000	20%	Đã khởi công trong T3/2022
Bình Mỹ	858,72	-	Đã thêm vào quy hoạch 2021 – 2030. Chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch tổng thể

► **Rủi ro PHR sẽ không ghi nhận khoản lợi nhuận 96 tỷ đồng từ VSIP III trong năm 2023 do vướng cơ chế đất**

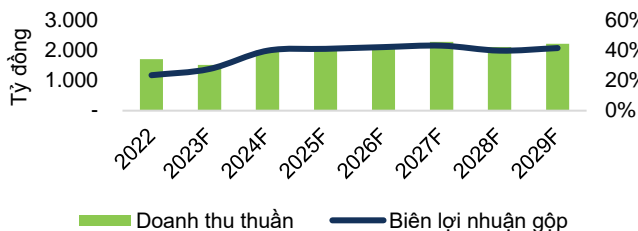
Đến nay, VSIP III đã được UBND tỉnh Bình Dương giao đất với diện tích khoảng 196 ha cho giai đoạn 1 với thời hạn sử dụng đất đến ngày 03/01/2067. Hiện tại, VSIP đã có đối tác cho thuê là Lego với diện tích thuê lần lượt khoảng 44 ha. Theo đó, phần lợi ích của PHR sẽ là 20% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cho thuê đất của VSIP III và lợi nhuận sẽ không thấp hơn 1,2 tỷ đồng/ha được tính trên diện tích 691 ha. Theo PHR, lợi nhuận từ 20% góp vốn vào VSIP III trong kế hoạch năm 2023 sẽ đạt khoảng 96 tỷ đồng, tuy nhiên có thể không ghi nhận như mong muốn do còn vướng cơ chế. **Do vẫn còn rủi ro PHR sẽ không ghi nhận phần lợi nhuận này, chúng tôi không đưa vào dự phóng do chúng tôi nhận thấy PHR vẫn chưa góp 20% vốn điều lệ vào dự án VSIP III.**

III. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

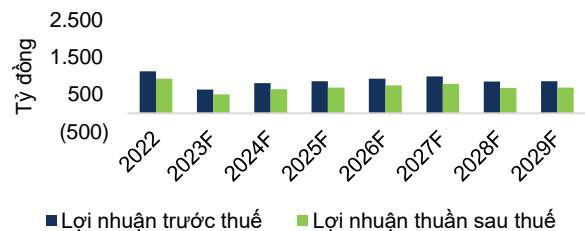
1. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận

Dựa trên những phân tích về tình hình mangan cao su, mangan bất động sản khu công nghiệp nói chung và hoạt động kinh doanh của PHR nói riêng, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của PHR giai đoạn 2023F – 2029F.

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của PHR (2022 - 2029F)



Lợi nhuận thuần trước thuế và sau thuế của PHR (2022 - 2029F)



Nguồn: FPT S ước tính

Chỉ tiêu	Giá định
Tổng doanh thu	<ul style="list-style-type: none"> • Màng cao su thành phẩm: Năm 2023, dự báo sản lượng cao su thành phẩm sẽ tăng trưởng +4,2% yoy. Giai đoạn 2024F – 2029F, sản lượng tiêu thụ đạt mức CAGR = +0,9%/năm nhờ kỳ vọng thị trường Trung Quốc dần phục hồi. Ngoài ra, trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định giá cao su sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +1,6%/năm và tổng doanh thu màng cao su sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +2,5%/năm. • Màng khu công nghiệp: Năm 2024F, chúng tôi giả định khu công nghiệp Tân Lập 1 sẽ đi vào hoạt động. • Màng khác: Chiếm tỷ trọng nhỏ, giả định không có sự thay đổi lớn.
Giá vốn hàng bán	Chúng tôi giả định giá vốn hàng bán sẽ khó tiết giảm, do hơn 80% là chi phí nhân công và chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là phân bón và thu mua mủ từ tiểu điền). PHR phải giữ mức lương thưởng cạnh tranh so với các khu công nghiệp để giữ chân lao động. Giai đoạn 2023F – 2029F, giá vốn hàng bán tăng trưởng ở mức CAGR = +1,3%/năm.
Lợi nhuận trước thuế	Năm 2023F, chúng tôi giả định PHR sẽ không ghi nhận thêm khoản tiền đền bù nào khác vì khoản đền bù còn lại từ VSIP III đã được ghi nhận trong Q1/2023. Ngoài ra, chúng tôi cũng giả định PHR sẽ ghi nhận khoản cổ tức tiền mặt khoảng 47,3 tỷ đồng từ NTC trong năm 2023. Giai đoạn 2023F – 2029F, chúng tôi giả định chi phí bán hàng và chi phí quản lý chiếm lần lượt khoảng 1,7% và 5,5% tổng doanh thu.
Lợi nhuận sau thuế	Giả định thuế suất TNDN là 20%. Giai đoạn 2023F – 2029F, lợi nhuận sau thuế sẽ chiếm khoảng 80% lợi nhuận trước thuế.

2. Kết quả định giá

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu PHR dựa trên phương pháp tổng giá trị các thành phần. Theo đó, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF cho mảng cao su và KCN Tân Bình 1, phương pháp so sánh P/B cho KCN VSIP III và NTC. Giá mục tiêu của một cổ phiếu PHR được xác định là **49.100** đồng/cp, thấp hơn -3,7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2023, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
A	Định giá PHR và dự án KCN Tân Lập 1	29.047	
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	28.978	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	29.116	50%
B	Dự án khu công nghiệp và công ty liên kết		
1	KCN VSIP III (Phương pháp P/B)	9.086	
2	CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên – NTC (Phương pháp P/B)	11.012	
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cổ phiếu)		49.145	

2.1 Kết quả định giá PHR và dự án KCN Tân Lập 1

► Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với PHR

Giả định mô hình DCF của PHR					
Giả định mô hình	T9/2022	T7/2023	Giả định mô hình	T9/2022	T7/2023
WACC 2022	14,36%	15,45%	Phần bù rủi ro	11,65%	12,03%
Chi phí sử dụng nợ	4,20%	4,72%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,03	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	15,27%	15,99%	Tăng trưởng dài hạn	2%	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,44%	3,14%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

Giả định mô hình DCF của KCN Tân Lập 1					
Giả định mô hình	T9/2022	T7/2023	Giả định mô hình	T9/2022	T7/2023
WACC 2022	-	-	Phần bù rủi ro	11,65%	12,03%
Chi phí sử dụng nợ	-	-	Hệ số beta không đòn bẩy	1,00	1,00
Chi phí sử dụng VCSH	15,06%	17,43%	Tăng trưởng dài hạn	-	-
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 30 năm	3,41%	5,40%	Thời gian dự phóng	Thời gian hoạt động của dự án	Thời gian hoạt động của dự án

► Kết quả định giá PHR theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		3.389.030
(+ Tiền mặt (triệu VNĐ)		65.014
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		264.172
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		3.189.872
(+) Giá trị hiện tại KCN Tân Lập 1		736.669
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		135
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		28.978
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		3.208.467
(+) Giá trị hiện tại KCN Tân Lập 1		736.669
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		29.116

2.2 Kết quả định giá dự án khu công nghiệp VSIP III và công ty liên kết NTC
► Kết quả định giá dự án khu công nghiệp VSIP III theo phương pháp so sánh hệ số P/B

Ước tính giá trị sổ sách KCN VSIP III			
Chỉ tiêu	Tổng (Tỷ đồng)	Trung bình mỗi cổ phiếu (đồng)	
(1) Tài sản	7.107		
(2) Các khoản vay	4.600		
(3) Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu = (1) – (2)	2.507	18.502	
(4) Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu thuộc về PHR (20%)	501	3.700	
Kết quả phân đóng góp của VSIP III vào định giá của PHR			
Giá trị sổ sách vốn chủ trung bình mỗi cổ phiếu (đồng)	Hệ số P/B đã điều chỉnh trung bình (*)	Giá trị vốn chủ trung bình mỗi cổ phiếu (đồng)	
3.700	2,46x	9.086	

► Kết quả định giá công ty liên doanh liên kết NTC theo phương pháp so sánh hệ số P/B

Mã CK	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá trị sổ sách đã điều chỉnh (*) (Tỷ đồng)	P/B đã điều chỉnh
SZC	3.740	1.660	2,25x
IDC	14.553	6.866	2,12x
VGC	19.279	9.449	2,04x
KBC	23.028	18.906	1,22x
BCM	84.146	18.111	4,65x
Trung bình			2,46x
NTC	4.008	1.865	2,15x

Kết quả phần đóng góp của NTC vào định giá của PHR

Chỉ tiêu	Tổng (Tỷ đồng)	Trung bình mỗi cổ phiếu (đồng)
(1) Giá trị NTC	4.580	
(2) Giá trị thuộc về PHR (32,85%)	1.492	11.012

(*): Giá trị sổ sách điều chỉnh bằng cách cộng thêm khoản ("doanh thu chưa thực hiện" * biên lợi nhuận thuần trung bình 5 năm). Giả định những doanh nghiệp trên áp dụng đồng nhất phương pháp hạch toán doanh thu một lần.

IV. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Tỷ đồng

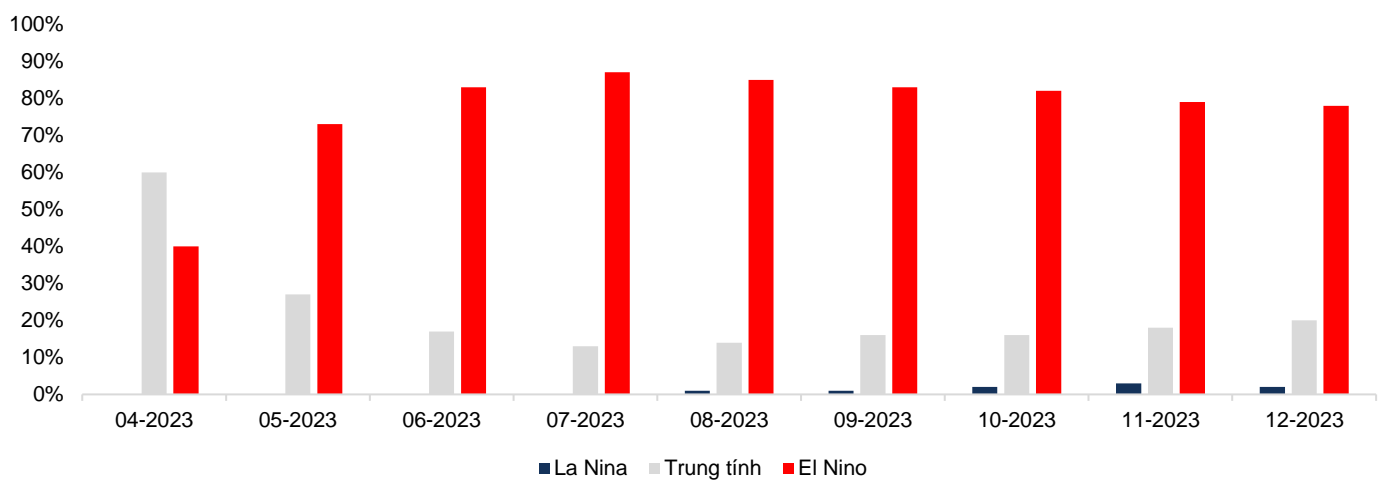
HĐKD	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	ĐKKT	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.709	1.511	1.990	2.072	2.161	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	1.307	1.093	1.199	1.223	1.251	+ Tiền và tương đương	166	1.086	804	1.417	2.124
Lợi nhuận gộp	401	417	791	849	911	+ Đầu tư TC ngắn hạn	2.234	2.234	2.234	2.234	2.234
- Chi phí bán hàng	41	28	47	48	49	+ Các khoản phải thu	237	249	255	258	261
- Chi phí quản lí DN	116	78	101	103	105	+ Hàng tồn kho	321	246	252	257	262
Lợi nhuận thuần HĐKD	245	311	643	698	756	+ Tài sản ngắn hạn khác	98	98	100	101	102
- (Lỗ)/lãi HĐTC	159	121	150	156	162	Tổng tài sản ngắn hạn	3.055	3.912	3.645	4.266	4.983
- Lợi nhuận khác	694	209	16	10	14	+ Nguyên giá tài sản CDHH	2.626	2.637	2.748	3.000	3.302
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	1.097	641	809	864	933	+ Khấu hao lũy kế	-859	-963	-1.089	-1.209	-1.327
- Chi phí lãi vay	17	10	8	9	9	+ Giá trị còn lại tài sản CDHH	1.767	1.674	1.657	1.781	1.946
Lợi nhuận trước thuế	1.127	641	809	864	933	+ Đầu tư tài chính dài hạn	382	382	382	382	382
- Thuế TNDN	204	128	162	173	187	+ Tài sản dài hạn khác	404	404	1.109	1.031	952
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	521	353	348	330	328
- Phần lãi (lỗ) trong công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	Tổng tài sản dài hạn	3.273	3.030	3.702	3.717	3.790
LNST	926	513	647	691	746	Tổng Tài sản	6.329	6.943	7.347	7.984	8.773
- Lợi ích cổ đông thiểu số	40	35	36	37	38	Nợ & Vốn chủ sở hữu					
LNST của cổ đông CT Mẹ	926	1.025	1.063	1.115	1.188	+ Phải trả người bán	77	58	60	62	63
EPS (đ)	6.261	10.482	10.156	10.593	11.232	+ Vay và nợ ngắn hạn	119	99	102	103	106
EBITDA	1.222	1.509	1.605	1.666	1.762	+ Quỹ khen thưởng	79	83	66	67	70
Khấu hao	124	113	139	136	139	Nợ ngắn hạn	1.294	1.123	1.140	1.156	1.175
Tăng trưởng doanh thu	-12%	-12%	32%	4%	4%	+ Vay và nợ dài hạn	146	63	163	453	840
Tăng trưởng LN HĐKD	-34%	27%	106%	9%	8%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	80%	-42%	26%	7%	8%	Nợ dài hạn	1.599	1.517	1.617	1.907	2.294
Tăng trưởng EPS	112%	67%	-3%	4%	6%	Tổng nợ	2.893	2.640	2.757	3.063	3.469
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	+ Thặng dư	21	21	21	21	21
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,5%	27,6%	39,8%	41,0%	42,1%	+ Vốn điều lệ	1.355	2.086	2.086	2.086	2.086
Tỷ suất LNST	54,2%	33,9%	3,9%	3,9%	3,9%	+ LN chưa phân phối	500	498	668	878	1.136
ROE DuPont	24,8%	26,5%	23,9%	23,5%	23,2%	Vốn chủ sở hữu	3.435	4.268	4.519	4.812	5.158
ROA DuPont	14,3%	15,5%	14,9%	14,6%	14,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	35	71	108	146
Tỷ suất EBIT/doanh thu	64,2%	42,4%	40,7%	41,7%	43,2%	Tổng cộng nguồn vốn	6.329	6.943	7.347	7.984	8.773
LNST/LNTT	82,1%	160,0%	131,4%	129,2%	127,4%	Lưu chuyển tiền tệ	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LNTT / EBIT	102,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Tiền đầu năm	139	166	1.086	804	1.417
Vòng quay tổng tài sản	26,3%	22,8%	27,8%	27,0%	25,8%	Lợi nhuận sau thuế	1.127	478	611	654	709
Đòn bẩy tài chính	173,6%	171,5%	160,7%	161,2%	163,9%	+ Khấu hao	124	113	140	140	148
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	+ Điều chỉnh	(373)	(44)	29	48	47
Số ngày phải thu	13,58	19,28	19,28	19,28	19,28	+ Thay đổi vốn lưu động	(113)	(92)	19	6	6
Số ngày tồn kho	92,34	83,39	83,39	83,39	83,39	Tiền từ hoạt động KD	780	455	798	848	910
Số ngày phải trả	16,45	13,96	13,96	13,96	13,96	+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-	-
Thời gian luân chuyển tiền	89,47	88,71	88,71	88,71	88,71	+ Chi mua sắm TSCĐ	(127)	130	110	240	295
COGS / Hàng tồn kho	4,08	4,44	4,44	4,44	4,44	+ Tăng (giảm) đầu tư	(314)	-	783	-	-
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	+ Các hđ đầu tư khác	182	-	-	-	-
CS thanh toán hiện hành	2,36	2,83	2,92	3,07	3,22	Tiền từ hđ đầu tư	(231)	130	893	240	295
CS thanh toán nhanh	2,11	2,61	2,69	2,85	3,00	+ Cổ tức đã trả	(362)	(293)	(293)	(293)	(293)
CS thanh toán tiền mặt	1,85	2,31	2,38	2,54	2,69						
Nợ / Tài sản	0,04	0,03	0,01	0,02	0,02						

Nợ / Vốn CSH	0,08	0,05	0,03	0,03	0,03	+ Tăng (giảm) vốn	-	731	-	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(19)	2	2	2
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,04	0,02	0,00	0,00	0,00	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(82)	100	290	387
Khả năng TT lãi vay	65,98	63,60	61,64	61,51	62,80	+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-	-
						Tiền từ hoạt động TC	(523)	336	(191)	(1)	96
						Tổng lưu chuyển tiền tệ	27	920	(283)	613	707
						Tiền cuối năm	166	1.086	804	1.417	2.124

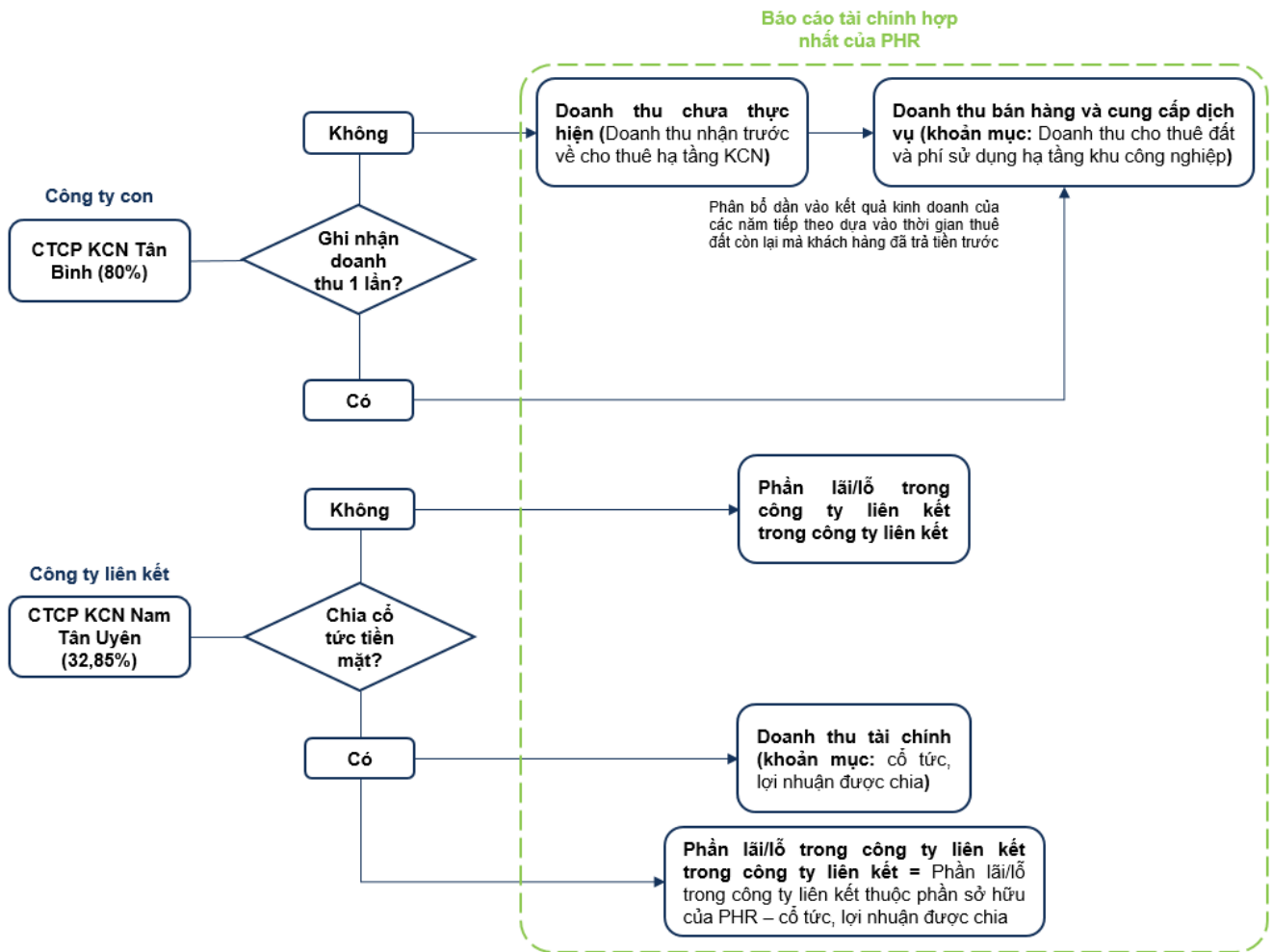
V. PHỤ LỤC

1. Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO giai đoạn T4/2023 – T12/2023 ([quay lại](#))

Dự báo xác suất xảy ra hiện tượng ENSO (T4/2023 - T12/2023)



Nguồn: CPC, FPTTS tổng hợp

2. Cách hạch toán các khoản mục liên quan đến mảng khu công nghiệp của PHR ([quay lại](#))


Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu PHR, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.236) 3553 888