

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND67.600

Giá mục tiêu

VND78.100

Tỷ suất cổ tức

5,9%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 23/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

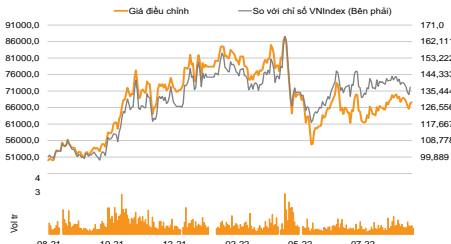
Consensus*: Mua:6 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -0,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2022/23 lần lượt -15,0%/16,7% so với dự phóng trước.
- Điều chỉnh giá mục tiêu giảm 11,3%.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	87.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	35.856tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	9.119
Free float (%)	18
P/E trượt (x)	19,2
P/B hiện tại (x)	3,06

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Chuyển đổi đất dẫn dắt lợi nhuận tăng trưởng

- Doanh thu 6T22 của PHR giảm 19,9% svck trong khi lợi nhuận ròng (LN ròng) tăng 108,5% svck, hoàn thành lần lượt 28,0% và 28,9% dự phóng.
- Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận 691 tỷ đồng khoản thu nhập bất thường trong 2022 và 207 tỷ đồng trong 2023 từ đền bù đất của dự án VSIP III.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 78.100đ/cp do giảm dự phóng EPS 2022.

Tóm tắt KQKD Q2/22: Không ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất

Trong Q2/22, PHR ghi nhận doanh thu giảm 49,5% svck do doanh thu mảng cao su & gỗ giảm 51,4% svck. Kể từ khi Trung Quốc thực hiện chính sách "zero-Covid" và các biện pháp hạn chế xuất khẩu, đã ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng tiêu thụ cao su của PHR. Bên cạnh đó, không có khoản thu nhập bất thường nào từ đền bù đất được ghi nhận trong Q2/22 do chậm tiến độ giải phóng mặt bằng, khiến LN ròng Q2/22 giảm 32,6% svck. Trong nửa đầu năm 2022, doanh thu giảm 19,9% svck trong khi LN ròng tăng mạnh 108,5% svck, lần lượt hoàn thành 28,0% và 28,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022-23

Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2022/23 xuống 6,5%/6,3% so với dự phóng trước đó do lo ngại về xu hướng giảm sản lượng tiêu thụ cao su lẫn giá bán bình quân khi mà Trung Quốc kéo dài chính sách "zero-Covid". Chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2022 giảm 15% so với dự phóng trước đó, xuống 1.040 tỷ đồng do giảm khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất dự án VSIP III xuống 691 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi tăng LN ròng 2023 lên 16,7% so với dự phóng trước đó nhờ khoản đền bù còn lại của dự án VSIP III được chuyển sang 2023.

Triển vọng 2022-24: Khó khăn giảm dần

Mặc dù giá cao su tự nhiên đã đạt đỉnh vào tháng 3/2022, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với hoạt động kinh doanh cao su của PHR, được hỗ trợ bởi: 1) xuất khẩu có thể phục hồi mạnh mẽ khi Trung Quốc nới lỏng chính sách "zero-Covid"; 2) các vườn cao su mới tại Campuchia sẽ đảm bảo sản lượng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2022-24. Đối với mảng KCN, chúng tôi nhận thấy tốc độ chuyển đổi đất sang đất công nghiệp sẽ chậm lại trong vài quý tới. Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận thu nhập bất thường khoảng 691 tỷ đồng trong 2022 và 207 tỷ đồng trong năm 2023. Dự kiến KCN Tân Lập 1 sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép LN ròng 2022-24 đạt mức 14,7%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 78.100đ/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 78.100đ/cp do giảm dự phóng EPS 2022 và tăng tỷ lệ chiết khấu RNAV để phản ánh sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý chuyển đổi KCN. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su giảm sâu hơn dự kiến; 2) quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.632	1.945	2.025	2.341
Tăng trưởng DT thuần	(0,4%)	19,2%	4,1%	15,6%
Biên lợi nhuận gộp	23,8%	26,6%	26,5%	27,2%
Biên EBITDA	94,1%	37,5%	73,5%	62,9%
LN ròng (tỷ)	1.082	478	1.040	1.013
Tăng trưởng LN ròng	140,5%	(55,9%)	117,8%	(2,7%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	143,4%	(72,7%)	210,8%	(11,8%)
EPS cơ bản	7.985	3.524	7.677	7.473
EPS điều chỉnh	7.280	1.989	6.182	5.453
BVPS	23.620	22.057	24.626	27.652
ROAE	37,8%	15,4%	32,9%	28,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CHUYÊN ĐỔI ĐẤT DẪN DẮT LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 78.100 đồng

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá PHR tích cực trong dài hạn nhờ:

- Triển vọng về mảng KCN không đổi mặc dù tiến độ chuyển đổi đất sẽ chậm lại trong vài quý tới. Hai KCN của PHR có thể sẽ đi vào hoạt động trong 3 năm tới là KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng. PHR đặt mục tiêu phát triển 5 KCN với tổng diện tích hơn 2.700ha trong giai đoạn 2026-30.
- Tuy rằng giá cao su tự nhiên quay đầu giảm và sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc suy yếu, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh cao su sẽ phục hồi khi Trung Quốc nới lỏng chính sách “zero-Covid”. Chúng tôi cho rằng vườn cao su Campuchia sẽ là động lực tăng trưởng với đóng góp ngày càng gia tăng sẽ đảm bảo tăng trưởng sản lượng và cải thiện biên LN gộp trong 2022-25.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PHR sẽ tăng 117,8% svck trong năm 2022 và giảm 2,7 % svck trong năm 2023 nhờ khoản đền bù đất của VSIP III.
- Chính sách cổ tức hấp dẫn. PHR đã thông báo chia cổ tức năm 2021 bằng tiền mặt với tỷ lệ tối thiểu là 40% mệnh giá (4.000 đồng, tương đương với tỷ suất cổ tức là 5,9%). Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ tăng mức cổ tức bằng tiền mặt cao hơn do kết quả hoạt động tốt trong năm 2022.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 78.100đ/cp

Điều chỉnh giá mục tiêu giảm 11,3% xuống 78.100 đồng (từ 88.000 đồng) do:

- Điều chỉnh giảm 10,3% định giá mảng cao su và gỗ.
- Đối với KCN Tân Lập 1, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% cho KCN này để phản ánh khả năng chậm trễ phê duyệt pháp lý. Chúng tôi dự kiến KCN này có thể đi vào hoạt động từ năm 2024.
- Chúng tôi tăng tỷ lệ chiết khấu lên 15% so với 10% trước đó để phản ánh sự chậm trễ phê duyệt pháp lý đối với việc chuyển đổi các KCN của PHR.

Hình 1: Định giá theo SOTP

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Lưu ý
KCN Tân Bình 1	DCF	162	
KCN Tân Lập 1	DCF	411	Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% cho KCN này để phản ánh khả năng chậm trễ phê duyệt pháp lý. Chúng tôi dự kiến KCN này có thể đi vào hoạt động từ năm 2024
KCN Tân Bình mở rộng	DCF	2.652	
Mảng cao su, gỗ	DCF	1.614	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng lẫn giá bán bình quân cao su lần lượt 1,0%/8,2% so với dự phóng trước đó, từ đó phản ánh giảm định giá mảng cao su, gỗ.
(+) Tiền và tương đương tiền	BV	2.114	
(+) Phần đền bù đất còn lại		607	
(+) Đầu tư vào công ty liên kết		5.284	
NTC	RNAV	2.226	
KCN VSIP III	DCF	2.920	
Khác	BV	137	
(-) Tổng dư nợ gộp		429	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		128	
Giá trị doanh nghiệp		12.535	
Chiết khấu		15%	Chúng tôi tăng tỷ lệ chiết khấu lên 15% so với 10% trước đó để phản ánh sự chậm trễ phê duyệt pháp lý đối với việc chuyển đổi các KCN của PHR.
SLCP đang lưu hành		135.499.198	
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		78.100	Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 11,3% so với dự phóng trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá cho PHR là thủ tục pháp lý cho việc chuyển đổi đất dự án KCN Tân Bình mở rộng sẽ được thông qua. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su giảm sâu hơn dự kiến; 2) Quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 19/08/2022)

Tên công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	Khả quan	52.800	81.100	225,7	19,9	10,4	71,0	3,6	2,4	23,2	30,7	4,9	9,2
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	KKN	24.200	N/A	4.138,0	21,1	20,3	10,3	2,0	N/A	9,0	10,6	5,6	6,0
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	KKN	80.000	N/A	3.539,5	54,2	N/A	(35,5)	4,5	N/A	8,4	N/A	2,9	N/A
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	Khả quan	35.950	51.600	1.179,6	11,7	8,0	232,5	2,1	1,5	6,7	41,7	2,9	21,4
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	KKN	68.800	N/A	1.318,6	15,4	16,5	127,0	3,5	2,9	22,9	18,0	7,4	14,1
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	KKN	43.000	N/A	692,1	18,1	N/A	22,5	2,5	N/A	16,1	N/A	4,2	N/A
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	KKN	62.500	N/A	881,7	10,7	N/A	(47,7)	4,9	N/A	16,7	44,5	4,2	10,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	KKN	140.900	N/A	559,6	15,2	N/A	(19,9)	3,8	N/A	31,5	N/A	4,8	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	Khả quan	65.600	78.100	380,0	12,8	11,1	(56,2)	2,8	2,5	32,9	28,6	16,1	14,0
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	KKN	186.100	N/A	190,9	15,3	4,6	1,1	6,6	N/A	44,7	N/A	6,8	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	KKN	37.900	N/A	81,0	14,7	5,6	36,7	1,3	N/A	22,1	15,8	10,7	2,6
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	KKN	29.100	N/A	32,2	242,6	N/A	(70,0)	2,8	N/A	1,2	N/A	0,7	N/A
Trung bình						37,6	10,9	22,7	3,4	2,3	19,6	27,1	5,9	11,1
Trung vị						15,3	10,4	5,7	3,2	2,4	19,4	28,6	4,9	10,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tóm tắt KQKD Q2/22: không ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất

Hình 3: So sánh KQKD Q2/22

(tỷ đồng)	Q2/22	Q2/21	% svck	6T22	6T21	% svck	So với dự phóng cả năm	Nhận xét
Doanh thu	241,3	477,7	-49,5%	606,9	757,8	-19,9%	28,0%	Doanh thu Q2/22 giảm 49,5% svck chủ yếu đến từ sự sụt giảm của mảng cao su và gỗ. Kể từ khi Trung Quốc áp dụng "zero-Covid", các hoạt động xuất khẩu bị hạn chế đã khiến tiêu thụ cao su của PHR giảm đáng kể. Theo đó, doanh thu 6T22 giảm 19,9% svck xuống 606,9 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 28% dự báo của chúng tôi.
<i>Cao su, gỗ</i>	224,0	461,1	-51,4%	574,6	724,6	-20,7%	32,3%	
<i>KCN</i>	15,2	15,4	-1,0%	29,1	31,1	-6,4%	7,5%	
<i>Khác</i>	2,1	1,2	75,9%	3,1	2,1	49,2%	314,3%	
Giá vốn hàng bán	201,1	410,3	-14,3%	509,5	129,0	15,0%	31,7%	
LN gộp	40,3	67,4	-1,8%	97,4	129,0	-24,5%	17,4%	
Biên LN gộp	16,7%	14,1%	2,6 điểm %	16,0%	17,0%	-1 điểm %	-9,8 điểm %	Biên LN gộp 6T22 giảm 1 điểm % svck và thấp hơn 9,8 điểm % so với dự báo của chúng tôi do giá thu mua vào mùa cao su cao hơn dự kiến.
LN từ hoạt động tài chính	26,4	29,8	138,1%	50,3	51,5	-2,4%	36,4%	
Chi phí bán hàng	6,2	5,3	-8,5%	14,9	11,2	33,7%	53,3%	
Chi phí QLDN	20,7	19,1	40,0%	40,6	38,7	4,8%	42,3%	
% chi phí BH&QLDN/Doanh thu	11,2%	5,1%	6,1 điểm %	9,1%	6,6%	2,6 điểm %	3,4 điểm %	
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	63,4	89,5	52,2%	142,6	184,5	-22,7%	32,8%	
LN khác	1,2	8,4	-85,2%	284,0	10,7	2559,4%	30,5%	Trong Q2/22, không có khoản thu nhập bất thường nào được ghi nhận. Thu nhập khác 6T22 tăng 2559% svck nhờ ghi nhận một phần đền bù đất từ VSIP III, tương ứng 291 tỷ đồng. Tuy nhiên, thu nhập khác trong 6 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 30,5% so với dự báo cả năm của chúng tôi do việc giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.
LNTT	64,6	97,9	-46,9%	426,6	195,2	118,6%	27,0%	
LN ròng	54,8	81,3	-32,6%	353,9	169,7	108,5%	28,9%	Do đó, LN ròng 6T22 tăng 108,5% svck, hoàn thành 28,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

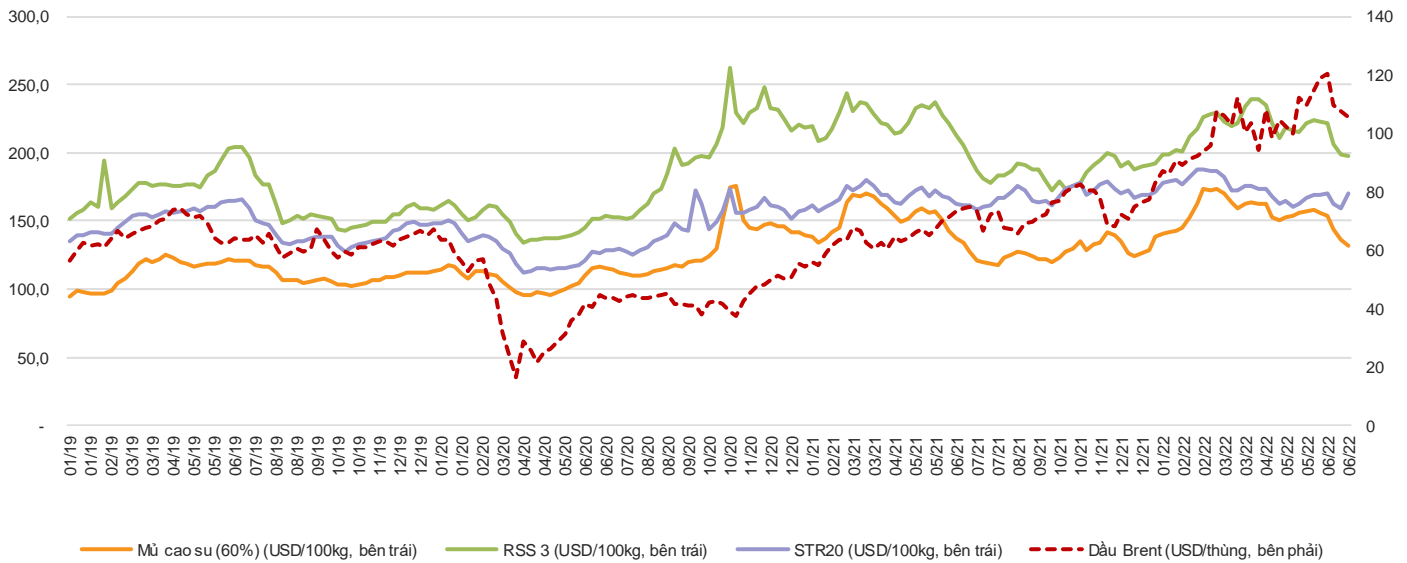
Triển vọng giai đoạn 2022-24: Khó khăn giảm dần

Mảng cao su thiên nhiên: đóng góp ngày càng tăng từ vùng trồng ở Campuchia có thể giúp cải thiện biên LN gộp

Theo Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ANPRC), giá cao su tự nhiên đã hạ nhiệt kể từ T3/22 mặc dù đà tăng của giá dầu. Vào cuối T6/22, giá cao su thiên nhiên các loại đều giảm mạnh so với mức đỉnh: Mủ cao su (-24,1%), RSS3 (-13,5%), STR20 (-8,8%) và SMR20 (-9,1%). Nguyên nhân của xu hướng giảm giá này có thể đến từ tiêu thụ cao su của Trung Quốc sụt giảm trong bối cảnh quốc gia này quản lý nghiêm ngặt Covid-19. Vào cuối tháng 6, giá cao su xuất khẩu trung bình của Việt Nam giảm 8,6% so với mức đỉnh vào ngày 22/3 và 3,9% so với đầu năm.

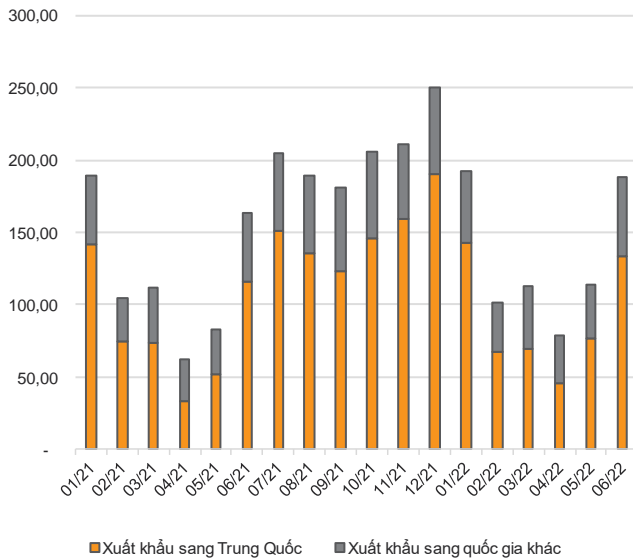
Theo Tổng cục Hải quan (TCHQ), tổng sản lượng cao su Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc đã giảm 8,6% svck xuống còn 256,1 nghìn tấn trong Q2/22, khiến giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 20% svck xuống còn 416 triệu USD. Trong 6T22, tổng giá trị xuất khẩu cao su sang Trung Quốc tăng 13,5% svck, chủ yếu do mức giá cao su cao hơn Q1/22.

Hình 4: Giá cao su tự nhiên quay đầu giảm từ Q2/22 mặc dù đà tăng của giá dầu



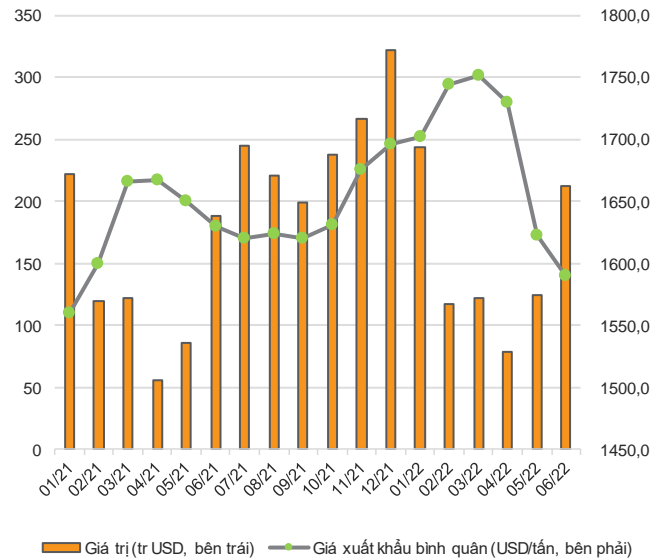
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, ANRPC

Hình 5: Sản lượng xuất khẩu cao su thiên nhiên sang Trung Quốc đã giảm từ đầu năm 2022 (nghìn tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCHQ

Hình 6: Trong Q2/22, giá trị xuất khẩu cao su Việt Nam/giá xuất khẩu trung bình giảm lần lượt là 13,9%/5,8% sv quý trước

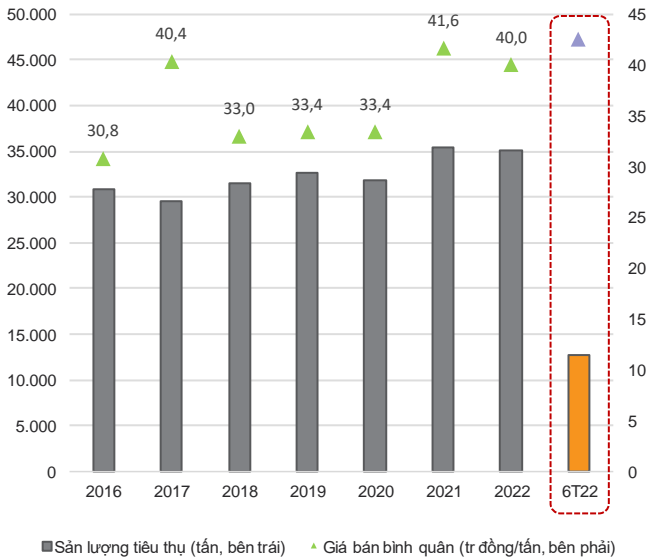


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCHQ

Trong 6T22, sản lượng tiêu thụ cao su của PHR giảm 5,8% svck xuống còn 12.678 tấn, đến từ sự suy giảm xuất khẩu sang Trung Quốc. Cùng với xu hướng giảm giá, doanh thu từ cao su 6T22 của PHR giảm 20,7% svck xuống còn 574,6 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 28% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Chúng tôi nhận thấy rằng trong 6T22, biên LN gộp của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất cao su niêm yết trên sàn đều bị có xu hướng giảm do giá phân bón và nguyên liệu đầu vào tăng. Trong 6T22, mảng cao su của PHR ghi nhận mức biên LN gộp thấp nhất trong các doanh nghiệp cùng ngành (13,3%, giảm 1,4% sv quý trước) do công ty phụ thuộc nhiều vào nguồn cung từ tiểu điền. Chúng tôi ước tính nguồn cung từ tiểu điền chiếm 29% tổng sản lượng tiêu thụ của PHR.

Hình 7: Sản lượng tiêu thụ 6T22 của PHR giảm 5,8% svck



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Biên LN gộp của các doanh nghiệp cao su đều giảm trong 6T22



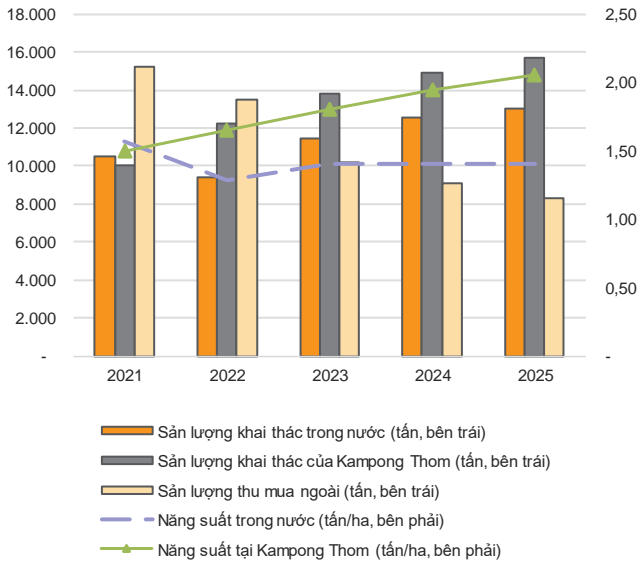
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với mảng cao su của PHR giai đoạn 2022-24:

- Nhu cầu cao su sẽ phục hồi khi Trung Quốc nới lỏng chính sách “zero-Covid”.
- Các vườn cây cao su non ở Campuchia sẽ đảm bảo sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-2024. Vườn cao su Kampong Thom ở Campuchia, được xây dựng từ năm 2009, đã được đưa vào khai thác 7.664ha (100% diện tích trồng ở Campuchia) trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng vườn cây cao su Kampong Thom đang trong giai đoạn tốt nhất để khai thác với tốc độ tăng trưởng kép sản lượng hằng năm là 11,8% trong giai đoạn 2021-25. Năng suất thu hoạch bình quân đạt 1,65 tấn/ha; cao hơn sản lượng hiện tại của vườn cây trong nước.

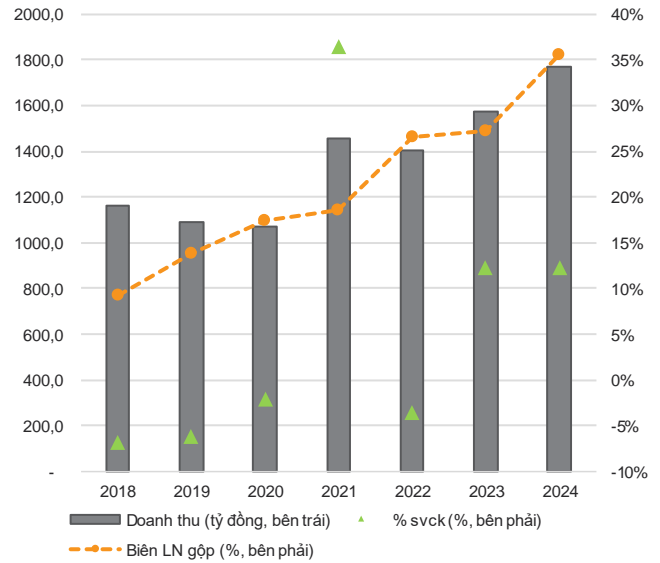
Chúng tôi dự báo sản lượng cao su của PHR sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 8,3% trong giai đoạn 2023-25 nhờ nguồn cung dồi dào từ vườn cây ở Campuchia. Chúng tôi điều chỉnh doanh thu cao su năm 2022 giảm 8,2% so với dự báo trước do lo ngại về xu hướng giảm ở cả sản lượng tiêu thụ lẫn giá bán bình quân trong tình trạng Trung Quốc kéo dài chính sách “zero-Covid”. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cao su có thể tăng trở lại từ năm 2023 nhờ nguồn cung dồi dào nhờ vườn cây ở Campuchia. Chúng tôi dự báo biên LN gộp năm 2022 sẽ tăng 8,0% svck và biên LN gộp năm 2024 sẽ đạt 35,6% (+8,4% svck).

Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác của Kampong Thom sẽ tăng trưởng với tốc độ 11,8%/năm trong giai đoạn 2021-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Tuy nhiên chúng tôi tin rằng doanh thu mangan cao su có thể bật tăng trở lại từ năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bất động sản KCN: Triển vọng dài hạn vẫn khả quan mặc dù khó khăn trong ngắn hạn

PHR vừa ghi nhận một phần tiền đền bù đất của KCN VSIP III cho 6 tháng đầu năm 2022, tương đương 291 tỷ đồng và chiếm 32,4% tổng giá trị đền bù được nhận. Theo kế hoạch, PHR sẽ ghi nhận 220 tỷ đồng từ đền bù đất, tuy nhiên, tiến độ giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến đã dẫn đến không có khoản thu nhập bất thường nào được ghi nhận trong Q2/22.

Chúng tôi lo ngại PHR sẽ không hoàn thành tiến độ giải phóng mặt bằng để bàn giao toàn bộ đất cho tỉnh Bình Dương. Chúng tôi dự phóng PHR sẽ chia nhỏ tiền đền bù đất từ VSIP III và ghi nhận khoản thu nhập bất thường trong 2 năm 2022 và 2023 lần lượt 691 tỷ đồng và 207 tỷ đồng.

Hình 11: Khu công nghiệp VSIP III



- Vị trí: Tân Uyên, tỉnh Bình Dương
- Tổng diện tích: 1.000ha
- Tổng vốn đầu tư: 6407 tỷ đồng
- Giá cho thuê: 130-150 USD/m2
- Tình trạng: Đã hoàn thành, chuyển nhượng cho nhà đầu tư khác
- Giá trị đền bù đất: Năm 2022: 691 tỷ đồng
Năm 2023: 207 tỷ đồng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy hai KCN tiềm năng có thể được đưa vào hoạt động trong 3 năm tới bao gồm: KCN Tân Lập 1 (202ha, PHR sở hữu 51%) và KCN Tân Bình mở rộng (1.055ha, PHR sở hữu 80%). Đối với triển vọng giai đoạn 2026-30, PHR có kế hoạch phát triển 5 KCN với tổng diện tích hơn 2.700ha. Chúng tôi kỳ vọng KCN Tân Lập 1 sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2024.

Hình 12: Kế hoạch triển khai các dự án KCN của PHR

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Thời điểm dự kiến đưa vào hoạt động	Trạng thái
Tân Lập 1	51%	202	136	2024	Đang hoàn thiện pháp lý
Tân Bình mở rộng	80%	1.055	791	2025	Đang hoàn thiện pháp lý
Khu công nghiệp đô thị Tân Thành	100%	312	218	2026-30	Đang hoàn thiện pháp lý
KCN dịch vụ đô thị Bình Mỹ	100%	1.002	701	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
KCN dịch vụ đô thị Hội Nghĩa	100%	716	501	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Bình mở rộng (giai đoạn 3)	80%	400	280	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Lập mở rộng	51%	287	201	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: KCN Tân Lập 1

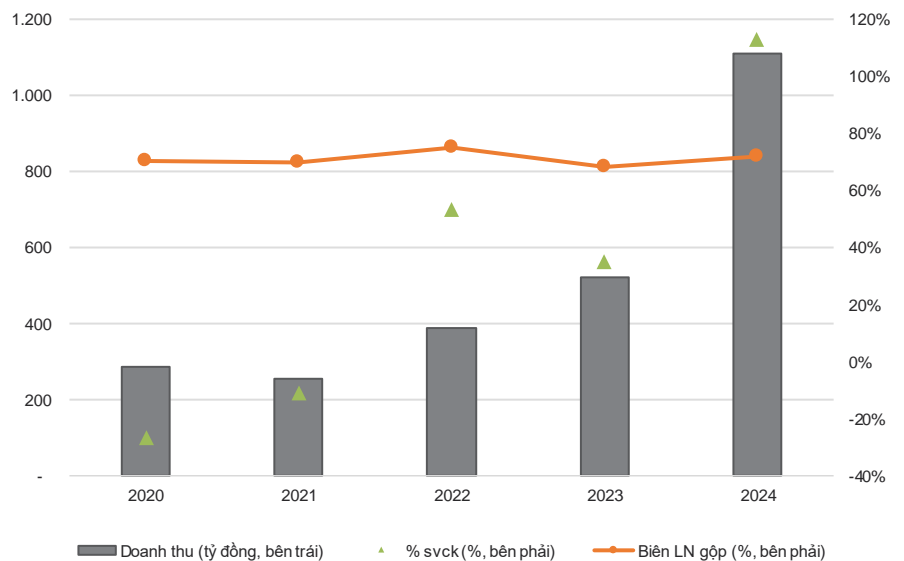


- Vị trí: Tân Lập, Bình Dương
- Tổng diện tích: 202ha
- Diện tích cho thuê: 136ha
- Giá cho thuê: 130-150 USD/m²
- Trạng thái: Đang hoàn thành thủ tục pháp lý
- Thời gian hoạt động dự kiến: 2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Từ năm 2023, PHR sẽ ghi nhận thêm 20% thu nhập được chia việc bán đất KCN VSIP III, cũng như 20% lợi nhuận được chia từ cổ phần PHR tại dự án này. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng giai đoạn 2022-24 cho mảng KCN của PHR.

Hình 14: Chúng tôi dự phóng doanh thu từ KCN sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 69,3% trong giai đoạn 2022-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Năm 2022:

- Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí BH&QLDN lên 14,5% so với dự phóng trước đó do lo ngại về hoạt động bán hàng của PHR có thể gặp nhiều khó khăn do Trung Quốc tiếp tục kéo dài chính sách “zero-Covid”.
- Chúng tôi điều chỉnh LN khác năm 2022 giảm 22,2% so với dự phóng trước đó, tới từ việc chúng tôi giảm khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất của VSIP III xuống còn 691 tỷ đồng (từ 898 tỷ đồng trước đó).
- Từ đó dẫn đến, chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận ròng năm 2022 giảm 15% so với dự phóng trước đó xuống còn 1.040 tỷ đồng (+117,6% svck).

Năm 2023:

- Chúng tôi nâng dự phóng LN khác 89,6% so với dự phóng trước đó, tới từ PHR sẽ ghi nhận phần đền bù đất của dự án VSIP III, tương ứng với 207 tỷ đồng.
- Sau đó, chúng tôi điều chỉnh lại dự phóng LN ròng năm 2023 tăng 16,7% so với dự phóng trước đó lên 1.013 tỷ đồng (-2,7% svck).

Năm 2024:

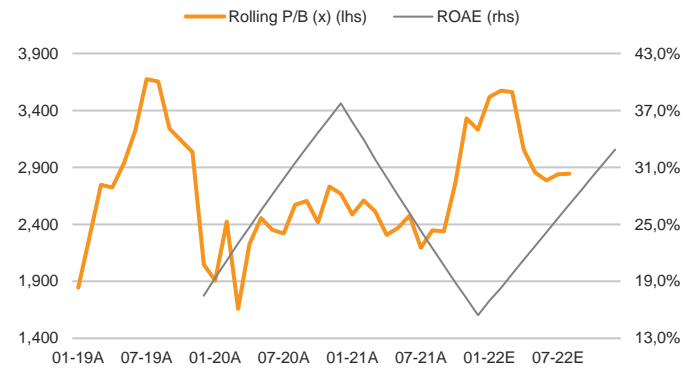
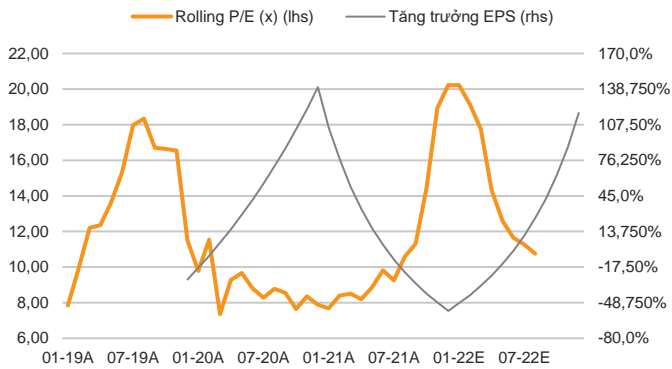
- Chúng tôi tăng biên LN gộp năm 2024 thêm 1 điểm % tới từ kỳ vọng sản lượng cao su của Kampong Thom sẽ tăng trưởng mạnh mẽ giúp PHR đảm bảo sản lượng tiêu thụ với biên LN gộp cao hơn trong khi giảm phụ thuộc nguồn cung từ tiểu điền.
- Chúng tôi điều chỉnh LN ròng năm 2024 giảm 0,9% so với dự phóng xuống còn 1.368 tỷ đồng (+35,1% svck).

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng 2022-24

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	2.025	2.341	3.133	2.165	2.498	3.308	-6,5%	-6,3%	-5,3%
Cao su	1.404	1.575	1.767	1.529	1.715	1.925	-8,2%	-8,2%	-8,2%
Gỗ	232	243	255	248	261	274	-6,7%	-6,7%	-6,7%
KCN	387	521	1.109	387	521	1.109	0,0%	0,1%	0,0%
Lợi nhuận gộp	537	637	1.115	559	664	1.144	-3,9%	-4,0%	-2,5%
Biên LN gộp	26,5%	27,2%	35,6%	25,8%	26,6%	34,6%	0,7 điểm %	0,7 điểm %	1,0 điểm %
Chi phí BH&QLDN	(142)	(130)	(137)	(124)	(130)	(137)	14,5%	0,0%	0,0%
LN khác	725	438	311	932	231	311	-22,2%	89,6%	0,0%
LNTT	1.351	1.321	1.785	1.580	1.140	1.814	-14,5%	15,8%	-1,6%
LN ròng	1.040	1.013	1.368	1.224	868	1.381	-15,0%	16,7%	-0,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	1.945	2.025	2.341
Giá vốn hàng bán	(1.429)	(1.488)	(1.704)
Chi phí quản lý DN	(115)	(96)	(100)
Chi phí bán hàng	(32)	(28)	(29)
LN hoạt động thuần	370	413	508
EBITDA thuần	482	501	597
Chi phí khấu hao	(113)	(88)	(89)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	370	413	508
Thu nhập lãi	237	198	238
Chi phí tài chính	(26)	(60)	(72)
Thu nhập ròng khác	31	725	438
TN từ các Cty LK & LD	(13)	75	208
LN trước thuế	597	1.351	1.321
Thuế	(84)	(270)	(264)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(36)	(40)	(44)
LN ròng	478	1.040	1.013
Thu nhập trên vốn	478	1.040	1.013
Cổ tức phổ thông	(610)	(400)	(400)
LN giữ lại	(132)	640	613

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	139	564	834
Đầu tư ngắn hạn	1.898	1.896	1.897
Các khoản phải thu ngắn hạn	273	265	299
Hàng tồn kho	336	372	409
Các tài sản ngắn hạn khác	92	99	107
Tổng tài sản ngắn hạn	2.738	3.197	3.547
Tài sản cố định	2.275	2.612	2.780
Tổng đầu tư	376	451	659
Tài sản dài hạn khác	637	629	615
Tổng tài sản	6.027	6.889	7.601
Vay & nợ ngắn hạn	176	214	214
Phải trả người bán	50	52	60
Nợ ngắn hạn khác	966	1.161	1.189
Tổng nợ ngắn hạn	1.192	1.427	1.463
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	431	639
Vốn chủ sở hữu	2.989	3.337	3.747
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	161	205
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.027	6.889	7.601

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	597	1.351	1.321
Khấu hao	113	88	89
Thuế đã nộp	(159)	(271)	(264)
Các khoản điều chỉnh khác	(285)	(503)	(797)
Thay đổi VLĐ	(33)	(50)	(98)
LC tiền thuần HKĐK	234	614	251
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			
LC tiền từ HĐĐT	315	(215)	(7)
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)
LC tiền thuần HĐTC	(858)	(53)	(111)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	139	564
LC tiền thuần trong năm	(309)	346	134
Tiền & tương đương tiền cuối kì	119	485	698

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	24,5%	51,4%	43,2%
Vòng quay TS	0,31	0,31	0,32
ROAA	7,6%	16,1%	14,0%
Đòn bẩy tài chính	2,03	2,04	2,05
ROAE	15,4%	32,9%	28,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	12,6	15,2	14,5
Số ngày nắm giữ HTK	85,9	91,3	87,7
Số ngày phải trả tiền bán	12,8	12,8	12,8
Vòng quay TSCĐ	0,84	0,83	0,87
ROIC	13,5%	24,4%	20,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,3	2,2	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,0	2,0	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,7	1,7	1,9
Vòng quay tiền	85,7	93,7	89,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	19,2%	4,1%	15,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	34,2%	11,8%	22,9%
Tăng trưởng LN ròng	(55,9%)	117,8%	(2,7%)
Tăng trưởng EPS	(55,9%)	117,8%	(2,7%)

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

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

Website: <https://vndirect.com.vn>