

**CTCP Cao su Phước Hoà (PHR)**  
**Bất động sản khu công nghiệp**

**KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)**

**Xuất hiện những dấu hiệu tích cực cho mảng KCN**

Giá hiện tại	VND57.800
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND56.800/ VND38.800
Giá mục tiêu	VND64.300
Giá mục tiêu trước đó	VND61.200
Vs Consensus	-4,3%
Tiềm năng tăng giá	11,2%
Tỷ suất cổ tức	5,2%
Tổng tỷ suất sinh lời	16,4%

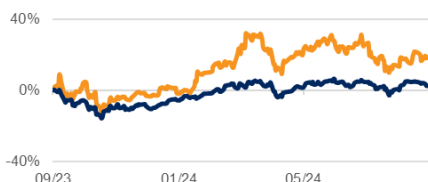
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	322
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,6
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	99,0
SLCP lưu hành (tr)	135,5
SLCP sau pha loãng(tr)	135,5

	PHR	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	19,4x	16,4x	15,0x
P/B hiện tại	2,1x	2,3x	1,7x
ROA	6,8%	5,9%	1,9%
ROE	11,4%	11,5%	12,3%

\*dữ liệu ngày 13/09/2024

**Diễn biến giá**



**Cơ cấu sở hữu**

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

**Tổng quan doanh nghiệp**

PHR là công ty lớn thứ 3 về diện tích trồng cao su trong nước với 14.500ha tại Việt Nam và 8.000ha tại Campuchia. PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su thành KCN tại Bình Dương nhằm nắm bắt nhu cầu ngày càng gia tăng khi dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam mạnh mẽ.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Thúy Nga**

nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 11,2% và tỷ suất cổ tức 5,2%. Chúng tôi đã nâng giá mục tiêu 5,1% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 2,8% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi chủ yếu do điều chỉnh giả định WACC và giảm mức chiết khấu cho các dự án KCN.
- Giá mục tiêu tương ứng với mức P/B năm 2024 là 2,2x, thấp hơn mức trung vị các công ty cùng ngành là 2,3x, nhưng cao hơn P/B bình quân năm năm là hơn 2,0x.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu 6T24 tăng 36,1% svck lên 595 tỷ đồng nhờ giá bán cao su tăng cao. Tuy nhiên, LN ròng 6T24 giảm 58,8% svck xuống 149 tỷ đồng do không có khoản tiền đền bù đất như 6T23.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024 tăng 19,6% svck nhờ tăng trưởng của mảng cao su trong khi LN ròng giảm 13,8% svck do không ghi nhận khoản LN bất thường. Nếu loại trừ khoản LN bất thường, LN cốt lõi năm 2024 của PHR tăng 25,7% svck.

**Luận điểm đầu tư**

**Doanh thu mảng cao su được hưởng lợi từ giá bán cao hơn**

Lo ngại về tình trạng thiếu hụt nguồn cung do thời tiết bất lợi tại một số nước sản xuất chính như Thái Lan, Indonesia và Ấn Độ đã khiến giá cao su toàn cầu và trong nước tăng mạnh trong 6T24. Chúng tôi tin rằng giá cao su sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2024-2025 do tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài khi khả năng hiện tượng La Nina xảy ra trong Q4/24-Q1/25 là cao. Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của PHR sẽ tăng 24,2% svck, thúc đẩy doanh thu cao su tăng 25,6% svck trong năm 2024.

**Việc ghi nhận doanh thu từ các dự án KCN chậm hơn dự kiến**

Ngày 18/6, UBND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt giá đất cho dự án KCN NTC 3. Tuy nhiên, việc này chậm hơn kỳ vọng nên chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu từ NTC 3 sang năm 2025. Ngoài ra, quy hoạch 1/2000 của KCN Tân Lập I vẫn chưa hoàn thành nên chúng tôi kéo dài tiến độ và lùi thời điểm bàn giao đất của dự án này sang năm 2026. Do đó, dự phóng doanh thu mảng KCN và thu nhập từ NTC lần lượt giảm 66,1% trong năm 2025 và 49,2%/32,9% trong năm 2024-25.

**Tuy nhiên, dấu hiệu tích cực về mặt pháp lý tăng tính khả thi cho các dự án**

NTC 3 vẫn ghi nhận tiền đặt cọc thuê đất từ các nhà đầu tư nhờ nút thắt trong việc xác định giá đất tại KCN NTC 3 đã được tháo gỡ, chúng tôi kỳ vọng quy hoạch tỉnh Bình Dương được phê duyệt sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai KCN Tân Lập I. Chúng tôi kỳ vọng NTC 3 sẽ bắt đầu bàn giao đất từ 2025, thúc đẩy thu nhập từ NTC tăng vọt 86,2% svck. Đối với Tân Lập I, chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ hoàn thành quy hoạch 1/2000 năm nay và đưa KCN này vào hoạt động từ năm 2026.

**Tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn luôn là một điểm cộng**

Lịch sử chi trả cổ tức của PHR cho thấy công ty mẹ GVR luôn ưa thích một mức cổ tức tiền mặt cao. Với LN giữ lại là 769 tỷ đồng vào cuối năm 2023, sau khi trả cổ tức tiền mặt cho năm 2022, chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ trả cổ tức tiền mặt 3.000 đồng/cp cho năm 2023.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-20,9%	19,6%	0,4%	23,2%
Tăng trưởng EPS	-30,0%	-13,8%	15,7%	31,0%
Biên LN gộp	24,2%	24,6%	23,7%	30,0%
Biên LN ròng	45,9%	33,1%	38,1%	40,5%
P/B	2,1	2,0	2,0	1,9
ROE	18,2%	15,0%	17,2%	21,7%
Nợ vay ròng/VCSH	4,5%	4,8%	4,8%	-3,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1993, CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) – Doanh nghiệp nhà nước. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của PHR bao gồm cao su, gỗ và BĐS KCN. PHR chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE/HSX) từ năm 2009.

Tính đến hiện tại, công ty quản lý quỹ đất hơn 16.500ha tại Bình Dương với 6 nông trường cao su và 3 nhà máy chế biến cao su với tổng công suất thiết kế 33.000 tấn/năm. Ngoài ra, PHR đang quản lý quỹ đất gần 1.000ha tại Đắk Lắk và gần 9.800ha tại tỉnh Kampong Thom, Campuchia.

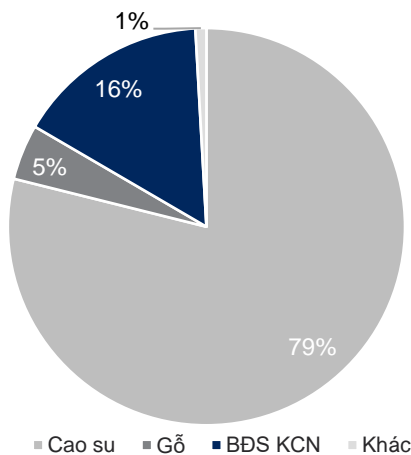
Theo chiến lược của công ty mẹ, PHR hiện đang tập trung chuyển đổi đất cao su thành KCN. Tuy nhiên, doanh thu từ một vài KCN được ghi nhận vào thu nhập từ công ty liên doanh/liên kết hoặc thu nhập khác do PHR không trực tiếp phát triển các KCN này. PHR liên doanh với NTC và kí kết hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VSIP và được nhận 20% LN gộp từ dự án VSIP III.

**Hình 1: Các dự án BĐS hiện tại/dự kiến triển khai của PHR**

Dự án	Vị trí	Thời điểm bàn giao đất cho thuê	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
<b>Đã lấp đầy</b>						
Nam Tân Uyên 1	TP. Tân Uyên, Bình Dương	2004	0,33	332	229	100%
Nam Tân Uyên 2	TP. Tân Uyên, Bình Dương	2010	33%	289	201	100%
<b>Đang còn diện tích cho thuê</b>						
Tân Bình	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	2012	80%	353	245	>95%
VSIP 3	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	2022	20%	1.000	700	8%
<b>Sắp triển khai</b>						
Nam Tân Uyên mở rộng	TP. Tân Uyên, Bình Dương	2025	33%	346	255	0%
Tân Lập 1	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	2026	51%	202	136	0%
<b>Trong tương lai</b>						
Tân Bình mở rộng	Bàu Bàng, Bình Dương	2027-30	80%	1.055	791	0%
Tân Lập 2	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	2027-30	51%	287	201	0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu của PHR năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 3: PHR sở hữu 6 nông trường cao su với tổng diện tích đạt 13.907ha**

Nông trường cao su	Tổng diện tích đất (ha)	Vị trí
Bồ Lá	1.590	Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo
Hưng Hòa	2.592	Xã Hưng Hòa, thành phố Bến Cát
Tân Hưng	2.933	Xã Tân Hưng, thành phố Bến Cát
Lai Uyên	2.094	Xã Tân Long, huyện Phú Giáo
Hội Nghĩa	2.145	Xã Hội Nghĩa, huyện Tân Uyên
Nhà Nai	2.552	Xã Tân Thành, huyện Tân Uyên

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## KQKD 6T2024: Biên lợi nhuận gộp đi ngang mặc dù giá cao su tăng mạnh

Hình 4: KQKD Q2/24 và 6T24

(Tỷ đồng)	Q2/24	Q2/23	% svck	6T24	% svck	Dự phóng 2024	6T24 sv dự phóng 2024
Doanh thu	272	111	145,5%	595	36,1%	1.532	38,9%
_ Cao su, gỗ	252	90	179,7%	550	38,0%	1.318	41,7%
_ BDS KCN	16	15	7,4%	31	2,1%	206	15,2%
_ Khác	3	6	-37,6%	14	70,9%	8	175,0%
LN gộp	58	47	21,9%	130	39,1%	357	36,4%
Chi phí BH&QLDN	27	25	12,2%	56	6,3%	144	39,2%
Thu nhập tài chính ròng	28	53	-47,2%	53	-39,3%	124	42,9%
Thu nhập khác ròng	2	70	-97,6%	2	-99,3%	345	0,5%
LNTT	81	154	-47,4%	171	-60,8%	861	19,9%
LN ròng	65	133	-51,4%	149	-58,8%	638	23,3%
Biên LN gộp	21,2%	42,6%	-21,5 điểm %	21,8%	+0,5 điểm %	23,3%	
Biên LN ròng	10,9%	27,2%	-16,3 điểm %	10,3%	-71,3 điểm %	10,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Doanh thu tăng vọt nhờ giá bán tăng mạnh

Doanh thu 6T24 tăng vọt 36,1% svck lên 595 tỷ đồng nhờ sự đóng góp của mảng cao su trong bối cảnh giá bán tăng mạnh 21,5% svck, đi theo xu hướng thế giới. Giá cao su thế giới đã phục hồi kể từ giữa tháng 8/2023 và đạt đỉnh vào Q2/24 với mức tăng ~26% svck. PHR kỳ vọng giá bán bình quân cả năm đạt 36,4 triệu đồng/tấn (+6,2% svck).

### Biên LN gộp không được hưởng lợi nhiều từ giá bán cao su tăng mạnh

Mặc dù giá cao su tăng trong 6T2024, biên LN gộp của PHR trong 6T24 chỉ tăng nhẹ 0,5 điểm % svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do hiện tại, phần lớn (~70%) vườn cao su của công ty mẹ thuộc nhóm cây mới vào giai đoạn khai thác, cho năng suất thấp, buộc công ty phải tăng cường thu mua cao su đầu vào. LN gộp trong 6T24 tăng 39,1% svck, đạt 130 tỷ đồng.

### Thiếu hụt thu nhập từ đền bù đất kéo lợi nhuận ròng giảm

Thu nhập khác ròng trong 6T24 chỉ đạt 1,8 tỷ, thấp hơn nhiều so với 6T23 là 275 tỷ đồng do không có thu nhập đền bù đất và thanh lý cây cao su. Trong 6T23, PHR ghi nhận 200 tỷ đồng tiền đền bù đất từ VSIP tại dự án KCN VSIP III Bình Dương.

### Lợi nhuận từ VSIP dự kiến ghi nhận vào quý cuối năm

Trong 6T24, PHR không ghi nhận lợi nhuận từ VSIP III. Ban lãnh đạo kỳ vọng thu nhập từ VSIP III sẽ được ghi nhận vào cuối năm.

Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền và tương đương tiền	185	143	146	130	76
Tài sản cố định	1.780	1.793	1.780	1.763	1.745
Khấu hao	34	27	43	35	37
Doanh thu chưa thực hiện dễ	1.356	1.344	1.338	1.327	1.321
Tổng nợ vay	262	206	319	324	224
Nợ vay ròng/VCSH	2,2%	1,7%	4,5%	5,0%	3,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024-25: Tăng trưởng kinh doanh cốt lõi bù đắp thiếu hụt thu nhập từ đền bù đất

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2024-25

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Mới 2024	Mới 2025	Cũ 2024	Cũ 2025	Thay đổi 2024	Thay đổi 2025	Nhận xét
Doanh thu	1.351	1.616	1.624	1.532	2.037	5,5%	-20,3%	
%svck		19,6%	0,4%	13,4%	33,0%			
_Cao su	1.066	1.338	1.335	1.138	1.219	17,6%	9,5%	
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	30.704	31.417	32.988	31.417	32.988	0,0%	0,0%	
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	34,3	42,6	40,5	36,2	36,9	17,6%	9,5%	Giá bán bình quân cao hơn do giá cao su cao hơn kỳ vọng trong nửa đầu năm 2024
_Gỗ	61	64	67	180	189	-64,3%	-64,3%	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu mảng gỗ để phù hợp với kết quả thực tế trong năm 2023 và 6T24
_BDS KCN	212	206	210	206	619	0,0%	-66,1%	Chúng tôi hạ dự phóng năm 2025 khi chúng tôi kéo dài tiến độ của dự án KCN Tân Lập I để phù hợp với tiến độ thực tế triển khai dự án KCN
LN gộp	327	398	384	357	697	11,4%	-44,9%	
Biên LN gộp	24,2%	24,6%	23,7%	23,3%	34,2%	1,3 điểm %	-10,6 điểm %	Biên LN gộp điều chỉnh giảm mạnh năm 2025 do thiếu đóng góp từ KCN Tân Lập I so với dự báo trước đó
Chi phí BH&QLDN	134	143	150	143	150	0,0%	0,0%	
Chi phí BH&QLDN/DT	9,9%	8,9%	9,2%	9,4%	7,4%			
Lợi nhuận hoạt động	193	255	234	214	547	19,1%	-57,2%	
Lợi nhuận từ liên doanh	82	91	169	178	251	-49,2%	-32,9%	Chúng tôi giảm dự phóng thu nhập từ NTC khi chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu của NTC 3
LN khác ròng	360	256	314	345	394	-25,7%	-20,2%	Chúng tôi hạ dự phóng thu nhập từ thanh lý cây cao su vì các vườn cao su đang khai thác của PHR chủ yếu (70%) là nhóm cây mới vào giai đoạn khai thác
LN trước thuế	792	721	834	861	1.327	-16,3%	-37,2%	
<b>LN ròng</b>	<b>620</b>	<b>534</b>	<b>618</b>	<b>638</b>	<b>984</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-37,2%</b>	
%svck		-13,8%	15,7%	3,0%	54,1%			

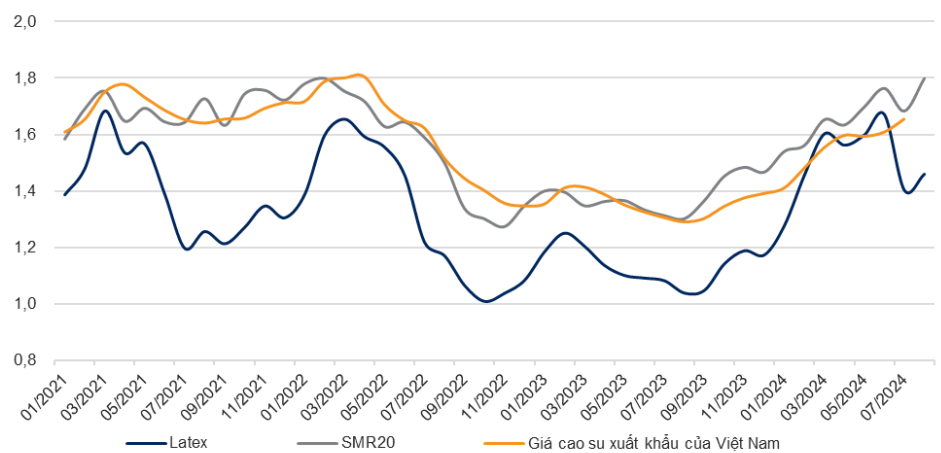
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu từ cao su được hưởng lợi từ giá bán cao hơn

#### Giá cao su duy trì ở mức cao trong bối cảnh lo ngại thiếu hụt nguồn cung

Lo ngại thiếu hụt nguồn cung do thời tiết bất lợi ở các nước sản xuất chính như Thái Lan, Indonesia và Ấn Độ đã khiến giá cao su toàn cầu và trong nước tăng kể từ đầu năm. Theo ước tính của WhatNext Rubber Media, trong Q1/24, sản lượng cao su ở Thái Lan và Indonesia lần lượt giảm 18,3% và 15,2% svck. Theo đó, giá cao su toàn cầu (SMR20) tăng 23,1% svck trong 8 tháng đầu năm 2024.

Hình 7: Giá cao su xuất khẩu của Việt Nam tăng từ tháng 9/2023, theo xu hướng giá cao su thế giới (USD/kg)



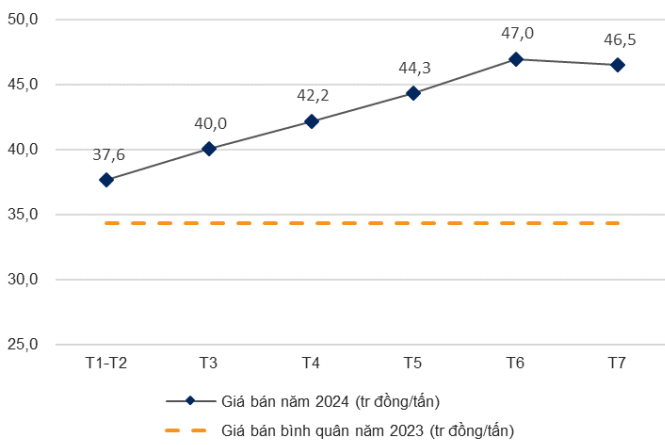
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC, Customs

Chúng tôi cho rằng giá cao su trong nửa sau 2024-25 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao do tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài khi xác suất xảy ra hiện tượng La Nina trong Q4/24-Q1/25 là cao. (Mưa lớn liên tục sẽ gây ngập úng tại các vùng trồng cao su, làm chậm tiến độ cạo mủ và giảm năng suất. Trong khi đó, giai đoạn từ quý 3 đến quý 4 hằng năm là mùa cao điểm khai thác cao su).

Mới đây, Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) đã điều chỉnh tăng dự báo nhu cầu cao su toàn cầu năm 2024 lên 15,7 triệu tấn và điều chỉnh dự báo nguồn cung toàn cầu trong năm xuống còn 14,5 triệu tấn. ANRPC cũng dự báo tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu có thể kéo dài đến năm 2028, với mức thiếu hụt khoảng 600.000 - 800.000 tấn mỗi năm.

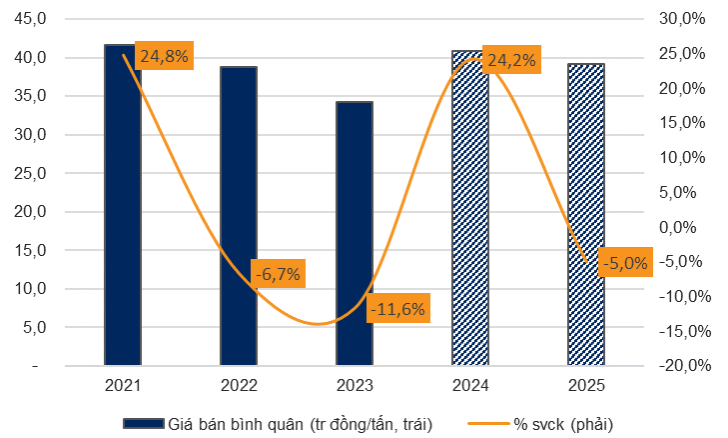
Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình của PHR trong năm 2024 sẽ tăng 24,2% svck, đạt 42,6 triệu đồng/tấn (cao hơn dự báo trước đó là tăng trưởng 3,5% svck)

**Hình 8: Giá bán của PHR trong 7 tháng đầu năm cao hơn nhiều so với giá bán bình quân của năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của PHR sẽ tăng 24,2% svck vào năm 2024**

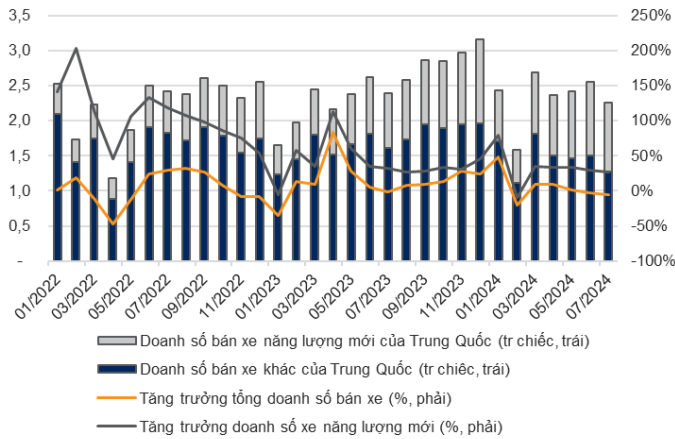


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi kỳ vọng các thị trường xuất khẩu chính sẽ tăng nhập khẩu cao su trong nửa cuối năm 2024**

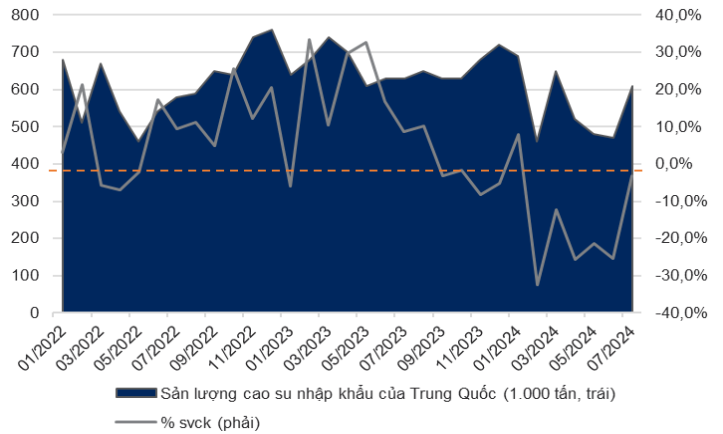
Sản lượng cao su nhập khẩu của Trung Quốc (bao gồm cả cao su tự nhiên và tổng hợp) đã chứng kiến sự sụt giảm theo năm kể từ tháng 9/2023 do doanh số bán ô tô của Trung Quốc tăng trưởng với tốc độ chậm lại và giá cao su tăng lên mức cao trong nửa đầu 2024. Điều này làm sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam giảm trong 7T24. Mặc dù sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 18,6% svck, tổng sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam chỉ giảm 7,5% svck trong 7T24 do tăng xuất khẩu sang các thị trường khác, đặc biệt là Ấn Độ (+19,9% svck).

**Hình 10: Doanh số bán ô tô tại Trung Quốc tăng trưởng chậm hơn trong 7T24...**



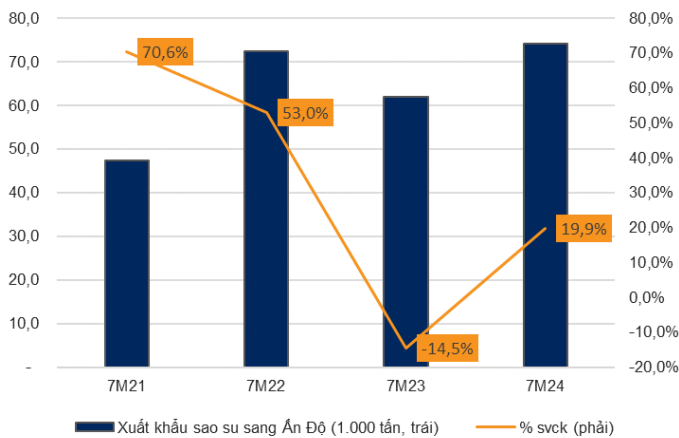
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAM

**Hình 11: ...dẫn đến xu hướng giảm nhập khẩu cao su của Trung Quốc kể từ tháng 2/2024**



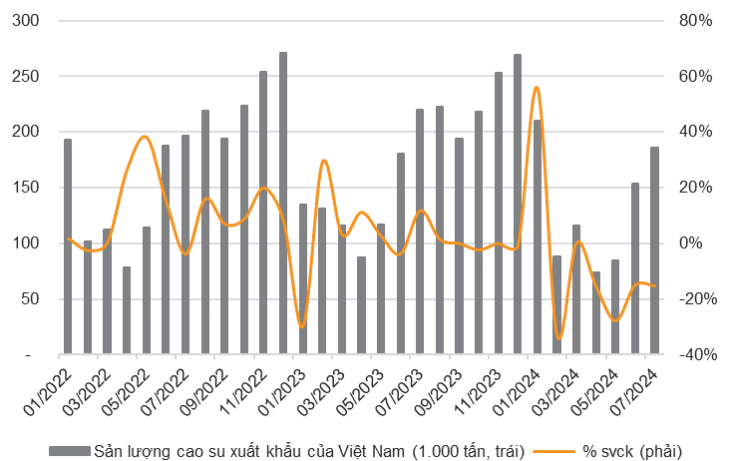
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GACC

**Hình 12: Sản lượng cao su xuất khẩu sang Ấn Độ tăng trong 7T24 nhờ nguồn cung nội địa của nước này bị ảnh hưởng bởi mưa lớn**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

**Hình 13: Lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam giảm 7,5% svck trong 7T24 do nhu cầu yếu từ thị trường Trung Quốc**



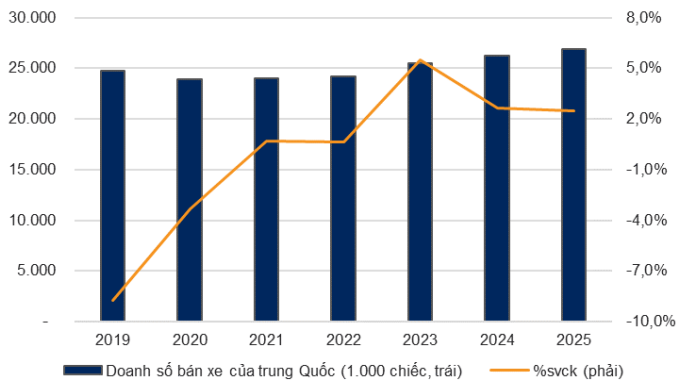
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi chúng tôi tin rằng 1) Ấn Độ sẽ tiếp tục tăng nhập khẩu do thiếu hụt nguồn cung trong nước trong bối cảnh ngành công nghiệp ô tô của nước này đang tăng trưởng tích cực; 2) Doanh số bán ô tô của Trung Quốc sẽ phục hồi nhờ chính sách trợ cấp đổi xe từ Chính phủ và chính sách bán các mẫu xe đang bán chạy nhất mà không cần đặt cọc trước từ các nhà sản xuất.

S&P Global Ratings dự báo doanh số bán xe trong nước của Trung Quốc (chiếm hơn 80% tổng doanh số bán xe của Trung Quốc) sẽ tăng 2%-3% svck trong năm 2024-25. Mặc dù không có con số tăng trưởng dự phóng, nhưng S&P kỳ vọng xuất khẩu xe của Trung Quốc sẽ vẫn là động lực tăng trưởng cho các nhà sản xuất xe Trung Quốc trong 1-2 năm tới nhờ chuỗi cung ứng tích hợp, lợi thế về chi phí và khả năng cạnh tranh ngày càng tăng của ngành công nghiệp ô tô Trung Quốc.

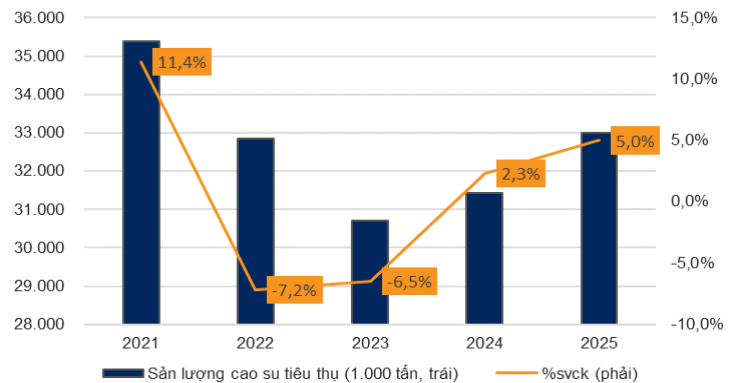
Với vị thế là một trong những công ty sản xuất cao su hàng đầu tại Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của PHR chỉ giảm nhẹ 0,7% svck trong 6T24, đạt 10,9 triệu tấn. Do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ của PHR là 31,4 triệu tấn trong năm 2024, tăng 2,3% svck.

**Hình 14: Dự phóng doanh số bán xe tại thị trường nội địa của Trung Quốc**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAM, S&P Global Ratings

**Hình 15: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng cao su tiêu thụ của PHR sẽ tăng 2,3%/5,0% svck trong năm 2024-25**

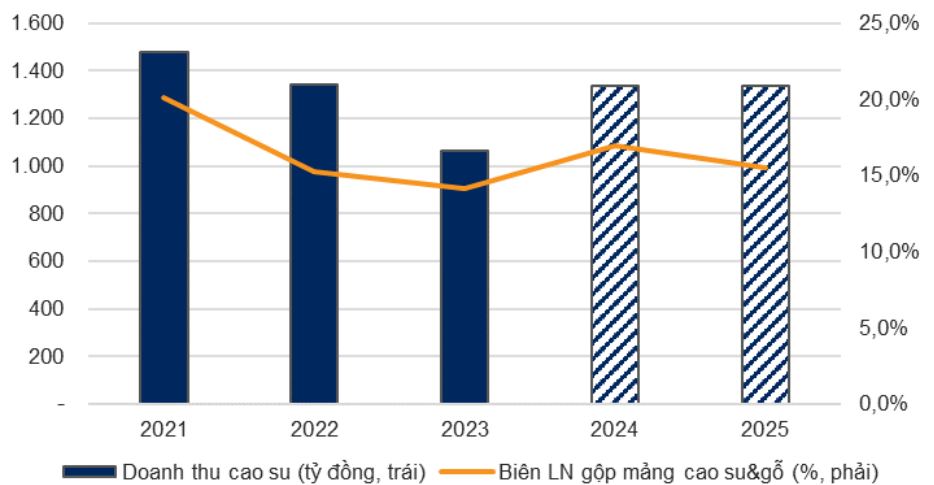


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cao su của PHR sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2024**

Chúng tôi dự phóng doanh thu cao su năm 2024 tăng 25,6% svck và tăng 17,6% so với dự phóng trước đó, đạt ~1.338 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng việc gia tăng thu mua mủ cao su nguyên liệu cùng với năng suất khai thác thấp sẽ hạn chế sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp của mảng cao su & gỗ với mức tăng khiêm tốn chỉ 2,8 điểm % svck.

**Hình 16: Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng cao su năm 2024 tăng trưởng 25,6% svck**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Mặc dù tiến độ chậm hơn dự kiến, những dấu hiệu tích cực về mặt pháp lý tăng tính khả thi của các dự án KCN**

**Tiến độ chậm hơn dự kiến không ảnh hưởng đến việc định giá các dự án KCN quan trọng**

Sau hơn một năm chậm trễ trong việc xác định tiền sử dụng đất tại KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC 3), ngày 18/6, UBND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt giá đất cho dự án này. Tuy nhiên, do việc phê duyệt chậm hơn so với dự kiến trước đó nên chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu của NTC 3 sang năm 2025. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm thu nhập từ NTC từ 178 tỷ đồng/251 tỷ đồng xuống còn 91 tỷ đồng/169 tỷ đồng trong năm 2024-25.

Đối với dự án KCN Tân Lập I, trong báo cáo gần nhất, chúng tôi kỳ vọng PHR có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý cho dự án này và bắt đầu cho thuê từ năm

2025. Tuy nhiên, PHR vẫn đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000 cho KCN này nên chúng tôi đã giãn tiến độ cho Tân Lập I và lùi thời điểm bàn giao đất/ghi nhận doanh thu dự án từ năm 2025 sang năm 2026.

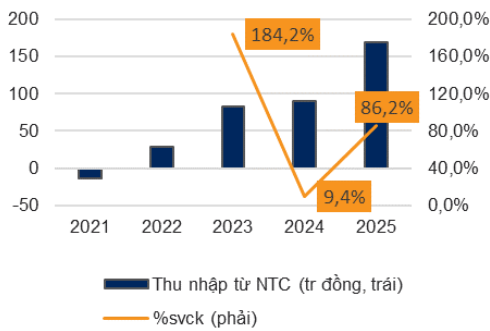
Đổi lại, tính khả thi về mặt pháp lý của các dự án này đã trở nên rõ ràng hơn nhiều. Do đó, chúng tôi hạ mức chiết khấu đối với định giá của NTC 3 và Tân Lập I lần lượt từ 37%/55% xuống 10%/20%.

**NTC 3 vẫn ghi nhận tiền đặt cọc thuê đất từ các nhà đầu tư**

Tại cuối Q2/24, NTC đã ghi nhận 303 tỷ đồng khoản khách hàng trả trước đối với KCN NTC 3, tăng 10,5% so với cuối năm 2023. Mặc dù tiến độ dự án chậm hơn dự kiến, NTC chia sẻ rằng chưa có nhà đầu tư nào yêu cầu rút lại tiền đặt cọc. Do đó, chúng tôi không điều chỉnh việc ghi nhận dòng tiền cho dự án này.

Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu xây dựng vào Q4/24-Q1/25 và có thể bàn giao từ Q4/25. Theo đó, chúng tôi dự phóng thu nhập từ NTC sẽ tăng 9,5%/86,2% svck trong năm 2024-2025, thay đổi so với dự báo trước đó là 115%/41% svck.

**Hình 17: Chúng tôi kỳ vọng NTC 3 đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy thu nhập từ NTC năm 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Vị trí KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC 3)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NTC, VSIP, google maps

**Quy hoạch tỉnh Bình Dương được phê duyệt sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho dự án KCN Tân Lập I**

Trong quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2030 được phê duyệt đầu tháng 8, KCN Tân Lập I (PHR sở hữu 51%) nằm trong danh sách các KCN được ưu tiên triển khai giai đoạn tới.

Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý cho KCN Tân Lập I và đưa KCN này vào hoạt động vào cuối năm 2026. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng KCN của PHR sẽ đi ngang trong năm 2024-2025 và tăng vọt 127% svck vào năm 2026 khi KCN Tân Lập I đi vào hoạt động (Chúng tôi giả định PHR sẽ áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu một lần cho KCN này).

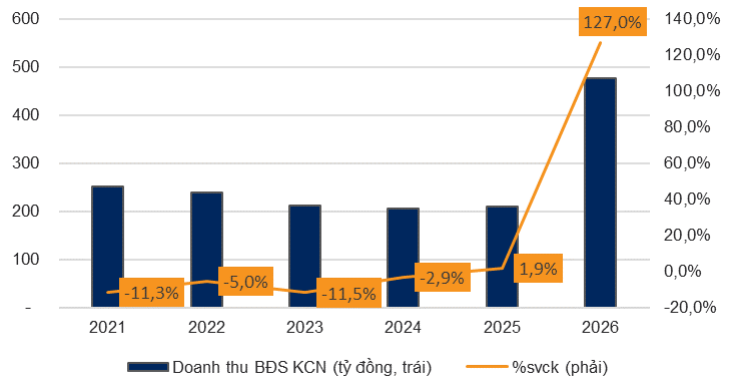


**Hình 19: Danh mục các KCN ưu tiên triển khai giai đoạn 2021-2030 của tỉnh Bình Dương**

Tên KCN	Tổng diện tích đất (ha)	Vị trí
Tân Lập I	200	Bắc Tân Uyên
Lai Hưng	600	Bàu Bàng
Vĩnh Lập	750	Phú Giáo
Bình Dương Riverside ISC	600	Bến Cát
Bàu Bàng 4	500	Bàu Bàng
Bắc Tân Uyên 1	786	Tân Uyên, Bắc Tân Uyên
Bắc Tân Uyên 2	425	Bắc Tân Uyên
Dầu Tiếng 1A	800	Dầu Tiếng
Bàu Bàng	1.146	Bàu Bàng
Dầu Tiếng 4	782	Dầu Tiếng, Bàu Bàng
Dầu Tiếng 5	500	Dầu Tiếng
Phú Giáo 4	1.000	Phú Giáo

Nguồn: Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Bình Dương

**Hình 20: Chúng tôi dự báo doanh thu KCN sẽ giữ nguyên trong năm 2024-25 và tăng đột biến vào năm 2026 khi Tân Lập I đi vào hoạt động**



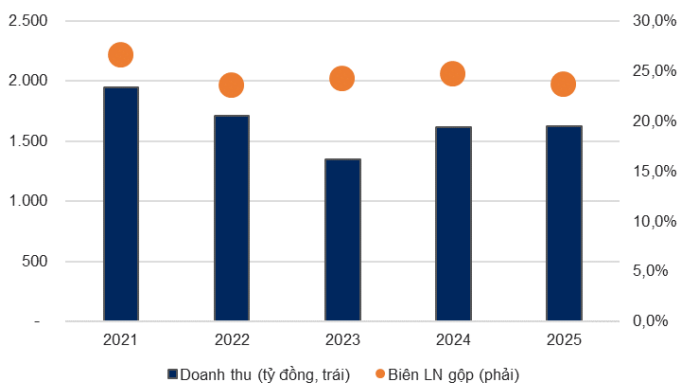
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PHR giảm trong năm 2024 và phục hồi trong năm 2025

Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ giảm 13,8% svck trong năm 2024, sau đó phục hồi 15,7% trong năm 2025 (so với dự báo trước đó là tăng 3,0%/54,1% svck trong năm 2024-2025) dựa trên các giả định chính sau:

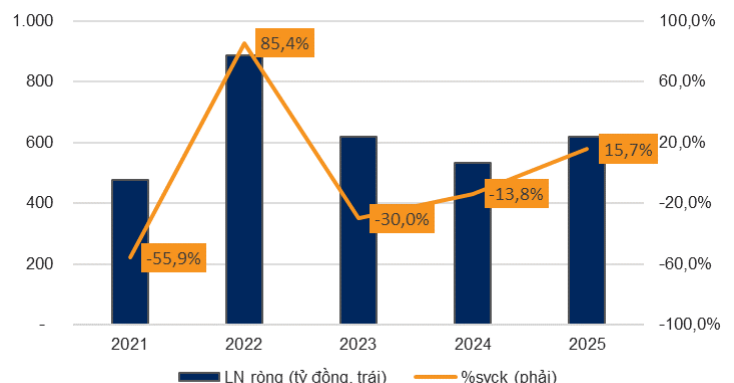
- LN ròng năm 2024 sẽ giảm do không có khoản thu từ đền bù đất như năm 2023 mặc dù mảng cao su vẫn tăng trưởng mạnh nhờ giá cao su tăng cao.
- LN ròng năm 2025 tăng nhờ: 1) KCN NTC3 đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy thu nhập từ NTC tăng 86,2% svck; 2) Thu nhập từ VSIP III Bình Dương tăng 28,4% svck.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm thu nhập từ NTC từ 178 tỷ đồng/251 tỷ đồng xuống 91 tỷ đồng/169 tỷ đồng trong năm 2024-25 do chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu của NTC3. Chúng tôi nới dài tiến độ của KCN Tân Lập I và lùi thời gian bàn giao đất từ năm 2025 sang năm 2026.

**Hình 21: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PHR sẽ tăng trưởng 19,6%/0,4% svck trong năm 2024-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 22: Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 sẽ giảm do thiếu khoản thu nhập một lần từ bồi thường đất như năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường trong năm 2023, lợi nhuận cốt lõi năm 2024 tăng 25,7% svck. Do đó, mặc dù lợi nhuận của PHR điều chỉnh giảm, chúng tôi vẫn cho rằng mức tăng trưởng lợi nhuận của công ty vẫn tương đối tích cực.

## Định giá

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

Tỷ cổ tức hấp dẫn luôn là điểm mạnh của PHR. Năm 2023, PHR trả cổ tức tiền cho năm 2022 tổng cộng là 5.950 tỷ đồng/cổ phiếu, một trong những mức cao nhất trên thị trường chứng khoán. Lịch sử trả cổ tức cho thấy GVR, công ty nắm quyền kiểm soát, mong muốn mức cổ tức cao và đều đặn hàng năm từ PHR.

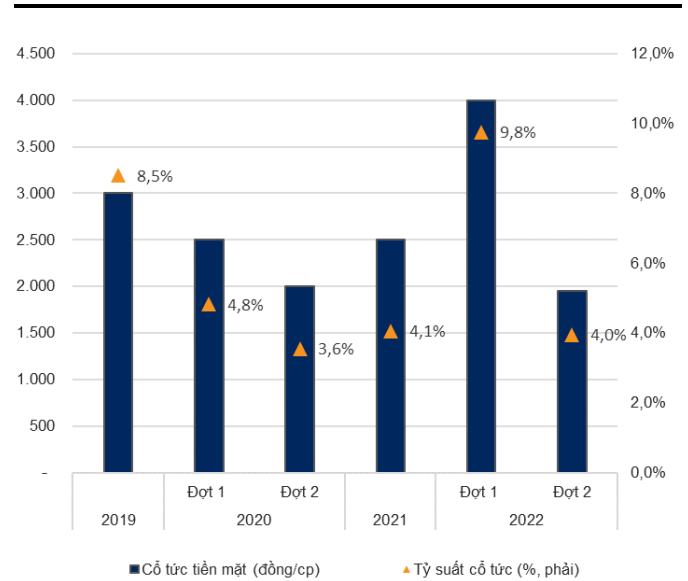
Với LN giữ lại duy trì ở mức cao là 769,6 tỷ đồng vào cuối năm 2023 sau khi đã chi trả cổ tức bằng tiền năm 2022, chúng tôi tin rằng PHR sẽ tiếp tục trả cổ tức bằng tiền 3.000đ/cp trong 2023.

Hình 23: PHR có lịch sử trả cổ tức thường xuyên ...

Ngày GD không hưởng quyền	Ngày ĐK cuối cùng	Ngày thực hiện	Nội dung	Mức chi trả cổ tức tiền mặt (đồng/cp)
29/10/2013	31/10/2013	26/11/2013	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2013	1.500
26/05/2014	28/05/2014	19/06/2014	Trả cổ tức tiền mặt đợt 2/2013	1.500
06/05/2015	08/05/2015	22/05/2015	Trả cổ tức tiền mặt 2014	2.000
21/12/2015	23/12/2015	29/01/2016	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2015	1.500
12/08/2016	15/08/2016	15/09/2016	Trả cổ tức tiền mặt đợt 2/2015	500
26/05/2017	29/05/2017	12/07/2017	Trả cổ tức tiền mặt 2016	1.800
14/06/2018	15/06/2018	31/07/2018	Trả cổ tức tiền mặt 2017	2.300
13/12/2018	14/12/2018	29/03/2019	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2018	1.500
06/09/2019	09/09/2019	25/09/2019	Trả cổ tức tiền mặt đợt 2/2018	500
24/12/2019	25/12/2019	10/02/2020	Trả cổ tức tiền mặt 2019	3.000
09/12/2020	10/12/2020	04/02/2021	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2020	2.500
06/12/2021	07/12/2021	14/12/2021	Trả cổ tức tiền mặt đợt 2/2020	2.000
16/12/2021	17/12/2021	15/06/2022	Trả cổ tức tiền mặt 2021	2.500
16/12/2022	19/12/2022	16/02/2023	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2022	2.000
		16/05/2023	Trả cổ tức tiền mặt đợt 2/2022	2.000
08/09/2023	11/09/2023	25/12/2023	Trả cổ tức tiền mặt đợt 1/2023	1.950

Nguồn: VNDIRECT REARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: ... với mức cổ tức bằng tiền cao



Nguồn: VNDIRECT REARCH

### Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu cao hơn là 64.300 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho các mảng cao su, gỗ, khu công nghiệp và đầu tư vào công ty liên doanh/liên kết của PHR.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu 5,1% (từ 61.200 đồng) do:

- Điều chỉnh giả định WACC xuống 11,9% (Lãi suất phi rủi ro: 2,79%, Phần bù rủi ro thị trường: 7,78%) trong định giá DCF cho mảng cao su, gỗ và các KCN do PHR phát triển.
- Giảm mức chiết khấu cho định giá của KCN Tân Lập I và KCN NTC 3: Mặc dù chúng tôi lùi tiến độ, nhưng định giá của hai KCN này không bị ảnh hưởng nhiều. Ngược lại, chúng tôi kỳ vọng những dấu hiệu tích cực về mặt pháp lý sẽ làm tăng tính khả thi của các dự án.

### Đầu tư tại các công ty liên doanh/liên kết

Chúng tôi định giá khoản đầu tư vào các công ty liên doanh/liên kết bằng cách:  
1) Định giá DCF cho các khoản lợi nhuận thu từ KCN VSIP III Bình Dương và  
2) Định giá RNAV cho NTC.

Hình 25: Định giá các khoản đầu tư liên doanh/liên kết của PHR

Công ty	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Giá trị hợp lý đóng góp về PHR (tỷ đồng)
VSIP 3	DCF	11.799	20%	2.615
NTC		6.558	33%	2.099
<i>_KCN NTC 3</i>	<i>DCF (EV)</i>	<i>1.760</i>		
<i>_Khoản đầu tư tại SIP, DPR, MH3 P/B</i>		<i>2.056</i>		
<i>(+) Tiền và tương đương tiền</i>	<i>BV</i>	<i>2.822</i>		
<i>(-) Nợ ròng</i>	<i>BV</i>	<i>90</i>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Thay đổi giả định WACC

	Trước	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị	9,0%	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,2%	2,8%
Beta	1,2	1,2
Chi phí vốn vay	10,0%	10,0%
Tỷ lệ nợ vay	7,7%	5,3%
Tỷ lệ VCSH	92,3%	94,7%
Chi phí VCSH	13,0%	12,1%
<b>WACC</b>	<b>12,7%</b>	<b>11,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Định giá SOTP của PHR

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Cao su, gỗ	DCF	1.169
KCN Tân Lập I	DCF (EV)	725
KCN Tân Bình	DCF (EV)	162
<b>(+)</b>		
Tiền và tương đương tiền	BV	2.087
Đầu tư liên kết		4.917
<i>NTC</i>	<i>RNAV</i>	<i>2.164</i>
<i>KCN VSIP 3</i>	<i>DCF</i>	<i>2.615</i>
<i>Khác</i>	<i>BV</i>	<i>138</i>
<b>(-)</b>		
Nợ ròng	BV	224
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	179
Giá trị doanh nghiệp		8.717
SLCP lưu hành		135.499.198
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cp)</b>		<b>64.300</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với WACC (đồng/cp)

WACC	10,9%	11,4%	11,9%	12,400%	12,9%
<b>Giá mục tiêu</b>	65.000	64.600	<b>64.300</b>	64.000	63.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với sản lượng và giá bán cao su bình quân năm 2024 (đồng/cổ phiếu)

Giá bán (tr đồng/tấn)	Sản lượng tiêu thụ (tấn)				
	29.417	30.417	31.417	32.417	33.417
41,6	63.900	64.100	64.200	64.300	64.500
42,1	64.000	64.100	64.200	64.400	64.500
42,6	64.000	64.100	<b>64.300</b>	64.400	64.600
43,1	64.100	64.200	64.300	64.500	64.600
43,6	64.100	64.200	64.400	64.500	64.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 13/09/2024)

Công ty	Mã CK	Vốn hóa tr USD	Doanh thu 6M24		LN ròng 6M24		Nợ/VCSH %	ROE %	P/E trượt 12T x	P/B quý trước x
			tr USD	% svck	tr USD	% svck				
<b>BDS KCN</b>										
TCT Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	2.985	80	4,4	16	126,3	101,3	14,8	29,4	3,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	784	43	(78,2)	6	(91,9)	18,1	1,5	72,7	1,1
Tổng công ty Viglacera	VGC VN	767	219	(19,8)	15	(53,6)	53,9	10,0	23,7	2,3
Tổng công ty IDICO	IDC VN	784	188	29,9	46	65,5	56,8	38,0	10,5	4,1
Tổng CTCP Phát triển KCN	SNZ VN	510	116	17,6	22	54,0	47,7	12,6	N/A	N/A
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	630	153	23,0	22	28,9	41,9	28,2	15,3	3,9
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	260	19	35,5	7	55,3	153,6	11,6	22,1	2,2
CTCP KCN Nam Tân Uyên	NTC VN	186	5	4,7	5	(15,7)	28,7	35,8	15,2	4,8
CTCP Long Hậu	LHG VN	75	10	30,6	4	28,1	11,3	12,3	9,8	1,2
Trung bình							57,0	18,3	24,8	2,9
Trung vị							47,7	12,6	18,7	3,1
<b>Cao su</b>										
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.631	376	11,4	53	17,0	12,0	5,6	49,2	2,7
Cao su Đồng Phú	DPR VN	144	17	28,8	5	49,3	0,0	10,4	14,2	1,4
Cao su Bà Rịa	BRR VN	89	4	2,3	1	(19,2)	0,0	9,7	16,3	1,6
Cao su Tân Biên	RTB VN	98	20	25,3	8	37,7	9,3	12,0	13,1	1,5
Đầu tư Cao su Đắk Lắk	DRI VN	34	7	(11,0)	1	(4,2)	8,4	13,4	11,3	1,6
Trung bình							5,9	10,2	20,8	1,8
Trung vị							8,4	10,4	14,2	1,6
<b>Trung vị hỗn hợp</b>										
Cao su Phước Hòa	PHR VN	319	24	36,1	6	(58,8)	8,4	11,4	19,2	2,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÁC CÔNG TY

PHR hiện giao dịch ở mức P/B 2,1x, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,3x và phù hợp với mức P/B bình quân 5 năm gần nhất là 2,0x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/B năm 2024 là 2,2x.

Hình 31: P/B 5 năm gần nhất của PHR



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Báo cáo KQKD

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	1.639	1.632	1.945	1.709	1.351	1.616	1.624
Giá vốn hàng bán	(1.286)	(1.243)	(1.429)	(1.307)	(1.024)	(1.218)	(1.239)
<b>LN gộp</b>	<b>353</b>	<b>389</b>	<b>517</b>	<b>401</b>	<b>327</b>	<b>398</b>	<b>384</b>
Chi phí QLDN	(90)	(84)	(115)	(116)	(100)	(107)	(112)
Chi phí bán hàng	(28)	(29)	(32)	(41)	(34)	(37)	(38)
<b>LN hoạt động</b>	<b>373</b>	<b>447</b>	<b>567</b>	<b>433</b>	<b>432</b>	<b>465</b>	<b>520</b>
<b>EBITDA</b>	<b>320</b>	<b>378</b>	<b>482</b>	<b>369</b>	<b>331</b>	<b>406</b>	<b>388</b>
Khấu hao	85	103	113	124	138	151	154
<b>EBIT</b>	<b>235</b>	<b>275</b>	<b>370</b>	<b>245</b>	<b>193</b>	<b>255</b>	<b>234</b>
Doanh thu tài chính	187	188	237	179	180	147	145
Chi phí tài chính	(48)	(54)	(26)	(21)	(24)	(27)	(28)
Thu nhập ròng khác	234	935	31	694	360	256	314
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	(1)	38	(13)	30	82	91	169
<b>LN trước thuế</b>	<b>607</b>	<b>1.382</b>	<b>597</b>	<b>1.127</b>	<b>792</b>	<b>721</b>	<b>834</b>
Chi phí thuế TNDN	(119)	(257)	(84)	(201)	(131)	(144)	(167)
<b>LN ròng</b>	<b>450</b>	<b>1.082</b>	<b>478</b>	<b>885</b>	<b>620</b>	<b>534</b>	<b>618</b>
LNST của cổ đông không kiểm soát	38	43	36	40	42	43	49

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	670	428	139	166	146	107	70
Đầu tư tài chính ngắn hạn	968	2.071	1.898	2.234	1.997	2.050	2.045
Các khoản phải thu ngắn hạn	227	241	273	237	193	250	251
Hàng tồn kho	327	294	336	321	326	315	320
Tài sản ngắn hạn khác	109	77	92	98	100	107	116
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.302</b>	<b>3.111</b>	<b>2.738</b>	<b>3.055</b>	<b>2.762</b>	<b>2.829</b>	<b>2.801</b>
Tài sản cố định	2.384	2.355	2.275	2.288	2.266	2.233	2.214
Tổng các khoản đầu tư dài hạn	775	589	578	581	758	815	848
Tài sản dài hạn khác	387	482	435	404	375	441	405
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.855</b>	<b>6.539</b>	<b>6.027</b>	<b>6.329</b>	<b>6.161</b>	<b>6.317</b>	<b>6.268</b>
Nợ vay ngắn hạn	99	116	176	119	277	191	145
Các khoản phải trả ngắn hạn	1.075	971	953	1.096	557	646	669
Phải trả ngắn hạn khác	71	49	63	79	49	80	124
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.245</b>	<b>1.137</b>	<b>1.192</b>	<b>1.294</b>	<b>883</b>	<b>918</b>	<b>938</b>
Nợ vay dài hạn	419	528	242	146	42	104	109
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	1.506	1.485	1.404	1.374	1.338	1.312	1.285
Phải trả dài hạn khác	83	78	78	79	79	79	79
Vốn góp chủ sở hữu	1.355	1.355	1.355	1.355	1.355	1.355	1.355
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	119	531	291	500	768	766	687
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.601</b>	<b>3.311</b>	<b>3.109</b>	<b>3.435</b>	<b>3.814</b>	<b>3.902</b>	<b>3.855</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	72	111	120	151	168	211	260
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5.855</b>	<b>6.539</b>	<b>6.027</b>	<b>6.329</b>	<b>6.161</b>	<b>6.317</b>	<b>6.268</b>

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LN trước thuế	607	1.382	597	1.127	792	721	834
Khấu hao	85	103	113	124	138	151	154
Thuế TNDN đã nộp	(181)	(151)	(159)	(106)	(207)	(146)	(167)
Các khoản điều chỉnh khác	(248)	(1.783)	(806)	(1.430)	(1.040)	(973)	(1.121)
Thay đổi vốn lưu động	378	1.232	509	1.064	619	657	700
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>641</b>	<b>784</b>	<b>255</b>	<b>780</b>	<b>302</b>	<b>410</b>	<b>400</b>
Đầu tư TSCĐ	(169)	(89)	(115)	(127)	(74)	(102)	(121)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	219	83	32	28	76	50	50
Các khoản khác	215	142	204	182	214	237	314
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(100)	(804)	226	(286)	202	(154)	(46)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(54)</b>	<b>(751)</b>	<b>315</b>	<b>(231)</b>	<b>342</b>	<b>(19)</b>	<b>147</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	16	0	0	0	0	0
Trả vốp góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	20	127	(222)	(161)	51	(23)	(42)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(300)	(418)	(636)	(362)	(714)	(406)	(542)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(280)</b>	<b>(275)</b>	<b>(858)</b>	<b>(523)</b>	<b>(663)</b>	<b>(429)</b>	<b>(584)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	362	670	428	139	166	146	107
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>307</b>	<b>(243)</b>	<b>(289)</b>	<b>27</b>	<b>(20)</b>	<b>(38)</b>	<b>(37)</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>670</b>	<b>427</b>	<b>139</b>	<b>166</b>	<b>146</b>	<b>107</b>	<b>70</b>

## Các chỉ cơ bản

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (đồng)	3.320	7.985	3.524	6.535	4.574	3.943	4.561
P/B	3,0	2,4	2,5	2,3	2,1	2,0	2,0
Tỷ suất cổ tức	6,1%	4,3%	4,3%	6,9%	3,4%	5,2%	6,9%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	75%	75%	31%	114%	30%	66%	101%
Chỉ số tăng trưởng (svck)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng doanh thu	5,2%	-0,4%	19,2%	-12,2%	-20,9%	19,6%	0,4%
Tăng trưởng thu nhập từ LD/LK	-101,3%	-4379,3%	-135,8%	-321,9%	175,2%	9,9%	86,2%
Tăng trưởng thu nhập khác	-42,7%	300,3%	-96,7%	2170,9%	-48,1%	-28,8%	22,7%
Tăng trưởng LN ròng	-28,4%	140,5%	-55,9%	85,4%	-30,0%	-13,8%	15,7%
Chỉ số sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	21,5%	23,8%	26,6%	23,5%	24,2%	24,6%	23,7%
Biên EBITDA	19,5%	23,2%	24,8%	21,6%	24,5%	25,1%	23,9%
Biên LN ròng	27,5%	66,3%	24,5%	51,8%	45,9%	33,1%	38,1%
ROA	8,9%	18,2%	8,2%	15,0%	10,6%	9,2%	10,6%
ROE	18,4%	38,1%	16,0%	28,3%	18,2%	15,0%	17,2%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	21,0	28,4	31,4	68,8	46,7	33,3	36,3
Nợ vay ròng/VCSH	-5,8%	6,5%	9,0%	2,9%	4,5%	4,8%	4,8%
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Vòng quay các khoản phải thu	14,6	19,5	28,9	26,9	22,9	25,0	22,6
Số ngày phải thu	24,7	18,4	12,4	13,4	15,7	14,4	15,9
Vòng quay các khoản phải trả	23,6	25,4	38,0	26,9	21,8	31,4	28,8
Số ngày phải trả	15,2	14,2	9,5	13,4	16,5	11,5	12,5
Vòng quay hàng tồn kho	4,0	4,0	4,5	4,0	3,2	3,8	3,9
Số ngày tồn kho	88,9	89,9	79,4	90,4	113,6	94,6	92,1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	2,7	2,3	2,4	3,1	3,1	3,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	2,4	1,9	2,0	2,6	2,6	2,5

## 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.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

*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

Định nghĩa:

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.

### Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Thúy Nga – Chuyên viên phân tích

Email: [nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn](mailto:nga.nguyenthuy2@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>