

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

**TRUNG LẬP (từ KHẢ QUAN)**

**Tăng trưởng mạnh nhưng định giá đã hợp lý**

Giá hiện tại	VND64.900
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND67.600/ VND49.400
Giá mục tiêu	VND65.300
Giá mục tiêu trước đó	VND64.300
Vs Consensus	-4,3%
Tiềm năng tăng giá	0,6%
Tỷ suất cổ tức	4,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	5,2%

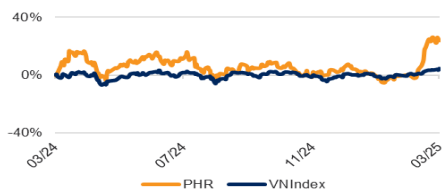
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	347
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,8
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	106
SLCP lưu hành (tr)	135,5
SLCP sau pha loãng(tr)	135,5

	PHR	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	20,5x	17,1x	14,4x
P/B hiện tại	2,4x	2,3x	1,7x
ROA	7,8%	7,0%	1,9%
ROE	12,7%	12,3%	13,1%

\*dữ liệu ngày 6/3/2024

**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 hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 0,6% và tỷ suất cổ tức 4,6%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 1,6% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 12,3% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi chủ do điều chỉnh giả định WACC, dự phóng giá cao su và tiến độ thanh toán tiền đất cho dự án NTC3.
- Giá mục tiêu tương ứng mức P/B 2,2x, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,3x nhưng cao hơn P/B bình quân năm năm là 2,0x.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu năm 2024 tăng 20,9% svck, đạt 1.633 tỷ đồng nhờ giá bán cao su tăng. Tuy nhiên, LN ròng năm 2024 giảm 24,2% svck, đạt 469 tỷ đồng chủ yếu do không có khoản đền bù đất như năm 2023.
- Chúng tôi kì vọng doanh thu và LN ròng năm 2025 lần lượt tăng 20,8%/21,2% svck nhờ tăng trưởng từ mảng cao su và KCN.

**Luận điểm đầu tư**

**Doanh thu cao su hưởng lợi nhờ giá bán cao và sản lượng cải thiện**

Chúng tôi dự phóng giá bán năm 2025 của PHR tăng 11,3% svck theo xu hướng giá cao su toàn cầu, được thúc đẩy bởi: 1) tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài do mưa lớn tại các nước sản xuất chính trong mùa cao điểm năm 2024; và 2) các nhà sản xuất EU có thể đẩy mạnh nhập khẩu cao su trong nửa cuối năm 2025 trước khi Quy định EUDR có hiệu lực từ T12/25. Ngoài ra, doanh số ô tô Trung Quốc được dự báo tăng trong bối cảnh giá cao su ổn định có thể thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu cao su. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của PHR năm 2025 tăng 8,8% svck, đạt 30,9 triệu tấn, giúp doanh thu mảng cao su tăng 21,0% svck.

**Mảng KCN bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh**

Do NTC thanh toán tiền thuê đất cho dự án NTC3, chúng tôi kỳ vọng KCN này sẽ bắt đầu bàn giao đất từ Q4/25, giúp LN ròng của NTC tăng 20,2%/64,8% svck trong 2025-26. Đối với KCN Tân Lập I, chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý và đưa KCN này đi vào hoạt động từ cuối 2026, giúp doanh thu KCN tăng vọt 143,3% svck trong năm 2026. Đối với KCN VSIP III, hoạt động cho thuê vẫn diễn ra tương đối tích cực. Chúng tôi dự phóng VSIP sẽ bàn giao 15ha/30ha trong năm 2025-26 so với ~10ha trong năm 2024.

**Khoản đền bù tiềm năng từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1**

Ngày 12/02/2025, KCN Bắc Tân Uyên 1 với tổng diện tích 786ha, do THACO phát triển, đã được phê duyệt quy hoạch 1/5000. Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận được khoản bồi thường đáng kể từ dự án này khi THACO tiến hành công tác đền bù và giải phóng mặt bằng khi chúng tôi tin rằng phần lớn diện tích đất KCN Bắc Tân Uyên 1 hiện tại là đất trồng cao su của PHR.

**Triển vọng tích cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu**

Giá cổ phiếu PHR đã tăng mạnh gần đây trước kỳ vọng về khoản đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 và triển vọng tích cực từ giá cao su tăng. Hiện PHR đang giao dịch với P/B là 2,3x, bằng với trung vị ngành (2,3x) và cao hơn mức bình quân 5 năm (2,0x). Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại đã phản ánh giá trị hợp lý.

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	-20,9%	20,9%	20,8%	15,7%	17,4%
Tăng trưởng EPS	-30,0%	-24,2%	21,2%	53,3%	37,8%
Biên LN gộp	24,2%	25,9%	29,1%	34,0%	38,6%
Biên LN ròng	45,9%	28,7%	28,8%	38,2%	44,9%
P/B	2,3	2,2	2,2	2,0	1,8
ROE	18,2%	12,8%	15,2%	22,4%	28,0%
Nợ vay ròng/VCSH	-47,8%	-46,1%	-38,2%	-24,1%	-28,8%

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.

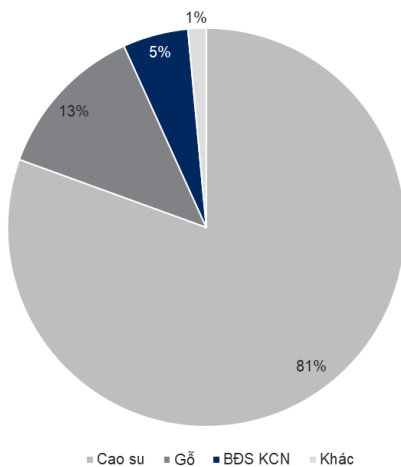
Theo chiến lược của công ty mẹ, PHR hiện đang tập trung chuyển đổi đất cao su thành KCN. Tuy nhiên, doanh thu từ một vài KCN được ghi nhận vào thu nhập từ công ty liên doanh/liên kết hoặc thu nhập khác do PHR không trực tiếp phát triển các KCN này. PHR liên doanh với NTC và kí kết hợp đồng hợp tác kinh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

Hình 1: Các dự án KCN 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 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: PHR sở hữu 6 nông trường cao su với tổng diện tích 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 Q4/24: Hưởng lợi từ giá bán cao su tăng

Hình 4: KQKD Q4/24

(Tỷ đồng)	Q4/24			KQKD 2024		
	Q4/24	Q4/23	% svck	2024	% svck	sv dự phóng
<b>Doanh thu</b>	<b>626</b>	<b>461</b>	<b>35,8%</b>	<b>1.633</b>	<b>20,6%</b>	<b>101,0%</b>
– Cao su, gỗ	582	470	23,7%	1.522	35,1%	108,5%
– BĐS KCN	39	(11)	N/A	87	-59,1%	42,1%
– Khác	6	4	31,2%	24	66,4%	307,3%
<b>LN gộp</b>	<b>210</b>	<b>85</b>	<b>147,3%</b>	<b>423</b>	<b>29,2%</b>	<b>106,2%</b>
Chi phí BH&QLDN	70	44	57,4%	157	17,3%	109,4%
Thu nhập tài chính ròng	75	36	105,2%	170	8,6%	141,6%
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	(8)	22	N/A	56	-32,1%	61,8%
Thu nhập khác ròng	62	85	-27,5%	64	-82,1%	25,1%
<b>LNTT</b>	<b>268</b>	<b>184</b>	<b>45,6%</b>	<b>556</b>	<b>-29,8%</b>	<b>77,1%</b>
<b>LN ròng</b>	<b>233</b>	<b>149</b>	<b>56,8%</b>	<b>469</b>	<b>-24,2%</b>	<b>87,9%</b>
Biên LN gộp	33,5%	18,4%	+15,1 đ %	25,9%	+1,7 đ %	+1,2 đ %
Biên LN ròng	37,3%	32,3%	+5,0 đ %	28,7%	-17,0 đ %	-4,3 đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Mảng cao su hưởng lợi từ giá cao su tăng

Doanh thu Q4/24 tăng 35,8% svck, đạt 626 tỷ đồng nhờ doanh thu mảng cao su tăng mạnh và mảng KCN cải thiện. Doanh thu từ cao su và gỗ tăng 23,7% trong Q4/24 nhờ giá cao su tăng mạnh. Trong Q4/24, giá cao su xuất khẩu của Việt Nam tăng 39,0% svck theo xu hướng tăng của giá cao su toàn cầu trước lo ngại về tình trạng thiếu hụt nguồn cung bị ảnh hưởng bởi thời tiết bất lợi ở các quốc gia sản xuất chính. Cả năm 2024, doanh thu từ cao su và gỗ tăng 35,1% svck, đạt 1.522 tỷ đồng, vượt 8,5% dự phóng của chúng tôi.

### Biên LN gộp cải thiện nhờ biên LN mảng cao su mở rộng

Biên LN gộp Q4/24 tăng 15,1% điểm % svck nhờ: 1) Biên LN gộp mảng cao su và gỗ mở rộng 11,7 điểm % svck do giá cao su tăng cao, và 2) tỷ trọng cao hơn của mảng KCN trong tổng doanh thu. Tuy nhiên, biên LN gộp cả năm 2024 chỉ cải thiện 1,7 điểm % svck do công ty tăng mua cao su đầu vào.

### Thu nhập tài chính tăng mạnh nhờ cổ tức cao hơn từ NTC

Thu nhập tài chính Q4/24 tăng gấp đôi sv Q4/23, nhờ khoản cổ tức từ NTC tăng gấp ba lần svck. Cả năm 2024, PHR thu về 104 tỷ đồng từ NTC, phản ánh tỷ lệ sở hữu của PHR trong KQKD năm 2024 của NTC. Con số này tăng 5,7% svck nhưng chỉ đạt 85,2% dự phóng của chúng tôi.

### Thu nhập khác kéo LN ròng giảm, không đạt kỳ vọng của chúng tôi

Trong Q4/24, PHR ghi nhận 56 tỷ đồng thu nhập từ dự án KCN VSIP III, giảm 27,5% svck và chỉ đạt 26,3% dự phóng của chúng tôi do tiến độ bàn giao đất KCN chậm hơn kỳ vọng. LN ròng Q4/24 tăng mạnh 56,8% svck, chủ yếu nhờ giá cao su tăng. Tuy nhiên, LN ròng cả năm 2024 giảm 24,2% svck do không có khoản bồi thường đất như năm 2023 và chỉ đạt 87,9% dự phóng của chúng tôi do thu nhập từ dự án VSIP III thấp hơn kỳ vọng.

**Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán**

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và tương đương tiền	146	130	76	165	190
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.997	2.001	2.011	1.893	1.683
Tài sản cố định	1.780	1.763	1.745	1.713	1.810
Khấu hao	43	35	37	38	35
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	1.338	1.327	1.321	1.313	1.312
Tổng nợ vay	319	324	224	177	60
Nợ vay ròng/VCSH	-47,8%	-46,3%	-46,7%	-45,9%	-46,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2025-26: Tăng trưởng trên tất cả các mảng kinh doanh

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ đồng	2024	Dự phóng mới		Dự phóng cũ		Thay đổi		Nhận xét
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	
<b>Doanh thu</b>	<b>1.633</b>	<b>1.972</b>	<b>2.282</b>	<b>1.624</b>	<b>2.001</b>	<b>21,5%</b>	<b>14,1%</b>	
%svck	20,9%	20,8%	15,7%	0,4%	23,2%			
Cao su	1.315	1.592	1.618	1.335	1.444	19,2%	12,1%	
Sân lượng tiêu thụ (tấn)	28.399	30.900	33.063	32.988	34.638	-6,3%	-4,5%	
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	46,3	51,5	48,9	40,5	41,7	27,3%	17,4%	Giá bán bình quân năm 2025-26 cao hơn dự phóng trước đó do giá bán bình quân năm 2024 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi
Gỗ	207	148	132	67	71	120,3%	86,8%	
BDS KCN	87	210	511	210	477	0,0%	7,2%	Chúng tôi nâng dự phóng năm 2026 do nâng giá thuê KCN Tân Lập I
<b>LN gộp</b>	<b>423</b>	<b>573</b>	<b>776</b>	<b>384</b>	<b>600</b>	<b>49,3%</b>	<b>29,4%</b>	
Biên LN gộp	25,9%	29,1%	34,0%	23,7%	30,0%	+5,4 đ %	+4,0 đ %	Biên LN gộp cao hơn do giá bán cao su cao hơn dự phóng trước đó
Chi phí BH&QLDN	157	169	177	150	157	12,8%	13,0%	Chúng tôi nâng dự phóng dựa trên kết quả thực tế năm 2024
Chi phí BH&QLDN/DT	9,6%	8,6%	7,8%	9,2%	7,8%			
Thu nhập tài chính ròng	170	171	178	117	120	45,7%	48,4%	Dự phóng thu nhập tài chính ròng cao hơn do chúng tôi kỳ vọng cổ tức cao từ NTC
Thu nhập từ liên doanh	56	62	143	169	198	-63,2%	-27,9%	Chúng tôi hạ dự phóng thu nhập từ NTC do chúng tôi kỳ vọng NTC sẽ trả cổ tức nhiều hơn
LN khác ròng	64	82	179	314	332	-74,1%	-46,2%	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 và hạ dự phóng thu nhập từ VSIP thấp hơn so với dự phóng trước đó
LN trước thuế	556	718	1.098	834	1.093	-13,9%	0,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>469</b>	<b>569</b>	<b>872</b>	<b>618</b>	<b>810</b>	<b>-8,0%</b>	<b>7,7%</b>	
%svck	-24,2%	21,2%	53,3%	15,7%	31,0%			

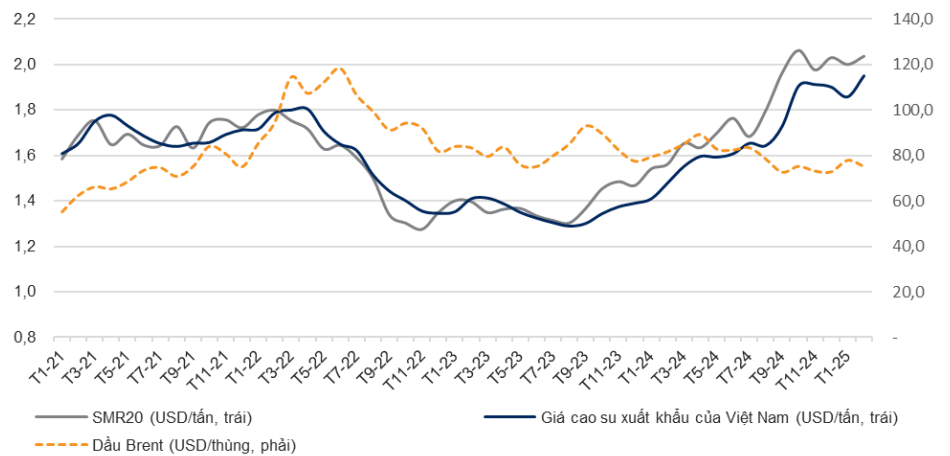
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Doanh thu cao su tăng nhờ giá ở mức cao và sản lượng cải thiện

### Giá duy trì ở mức cao do tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài

Sau khi phục hồi trong 6T24, giá cao su vẫn tiếp tục tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2024 nhờ: 1) lò ngại về thiếu hụt nguồn cung do mưa lớn và lũ lụt tại các nước sản xuất chính; 2) Fed cắt giảm lãi suất; và 3) chính sách kích thích kinh tế mạnh mẽ của Trung Quốc. Bước sang năm 2025, giá cao su hiện vẫn đang neo ở mức cao. Tính từ đầu năm đến giữa tháng 2/2025, giá cao su SMR20 đã tăng 30,9% svck trong khi giá cao su xuất khẩu của Việt Nam đã tăng 32,7% svck.

**Hình 7: Giá cao su vẫn duy trì ở mức cao trong những tháng đầu năm 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC, Hải quan Việt Nam, Bloomberg

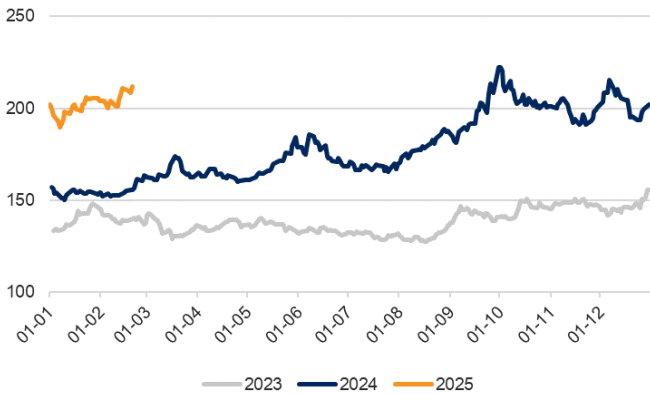
Chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025 nhờ vào:

- 1) Nguồn cung cao su toàn cầu bị ảnh hưởng trong mùa khai thác cao điểm năm 2024 dẫn đến tình trạng thiếu hụt sẽ kéo dài đến mùa vụ khai thác mới từ tháng 06/2025 trở đi. Ngoài ra Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) 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 hàng năm khoảng 600.000 – 800.000 tấn;
- 2) Các nhà sản xuất EU có thể đẩy mạnh nhập khẩu cao su trong nửa cuối năm 2025 trước khi Quy định Chống phá rừng của EU (EUDR) có hiệu lực từ T12/25 để tránh gián đoạn nguồn cung. EUDR yêu cầu các nhà cung cấp cao su phải chứng minh rằng cao su của họ không có nguồn gốc từ đất rừng bị phá sau ngày 31/12/2020.

Tại Việt Nam, các nông trường hay vùng trồng cao su chủ yếu tập trung ở khu vực Đông Nam Bộ, nơi không bị ảnh hưởng bởi bão và mưa lớn trong năm 2024. Sản lượng khai thác mủ cao su của các công ty vẫn tăng trưởng ổn định trong năm 2024, với một số doanh nghiệp tiêu biểu như PHR (+6,8% svck), DPR (+3,3% svck) và TRC (+3,5% svck). Chúng tôi cho rằng PHR cũng như các công ty cao su Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ giá cao su toàn cầu tăng cao trong năm 2025. Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân của PHR năm 2025 sẽ tăng 11,3% svck, đạt 51,5 triệu đồng/tấn.

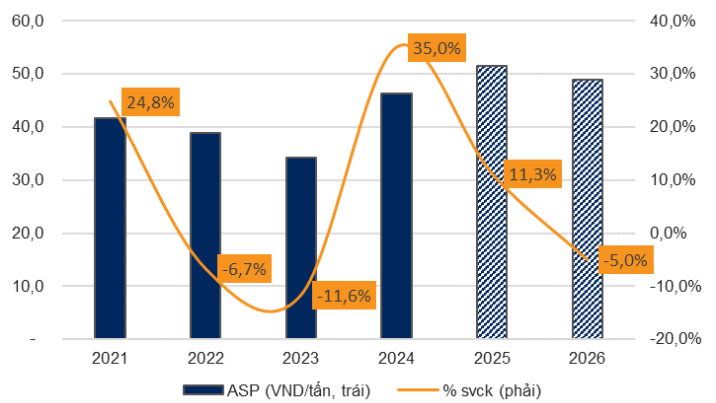


**Hình 8: Giá cao su trong những tháng đầu năm vẫn ở mức cao so với nền thấp trong nửa đầu năm 2024 (đơn vị: USD/100kg)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su bình quân (ASP) của PHR sẽ tăng 11,3% trong năm 2025**



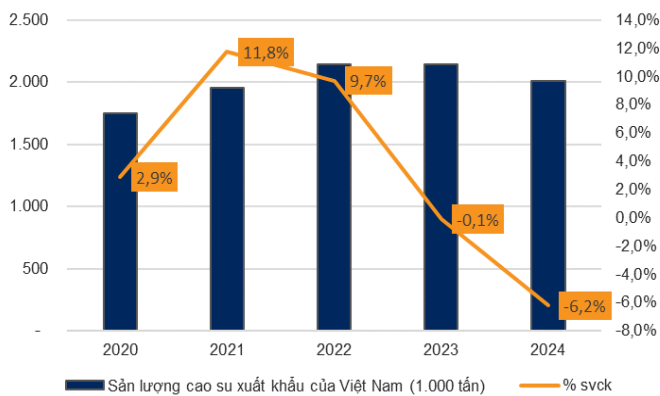
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Sản lượng cải thiện khi các biện pháp kích thích kinh tế của Trung Quốc dần phát huy tác dụng

Sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam giảm 6,2% svck trong năm 2024 do tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc giảm mạnh (-15,1% YoY) trong bối cảnh giá cao su tăng cao trong khi nhu cầu tiêu dùng chậm lại do tăng trưởng kinh tế trì trệ.

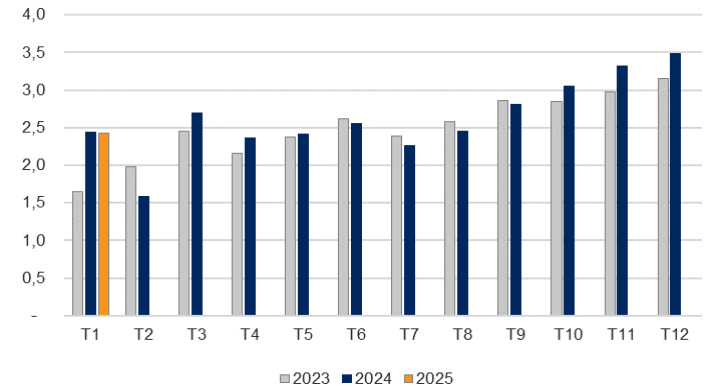
Tuy nhiên, các chính sách hỗ trợ của chính phủ Trung Quốc đang dần có hiệu quả đối với ngành công nghiệp ô tô khi doanh số ô tô của Trung Quốc phục hồi trong những tháng cuối năm 2024 với mức tăng 9,8% svck trong Q4/24.

**Hình 10: Sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam giảm 6,2% svck năm 2024 do nhu cầu yếu từ thị trường Trung Quốc.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hải quan Việt Nam

**Hình 11: Doanh số bán ô tô Trung Quốc đã xuất hiện xu hướng phục hồi trong Q4/24 (đơn vị: triệu chiếc)**

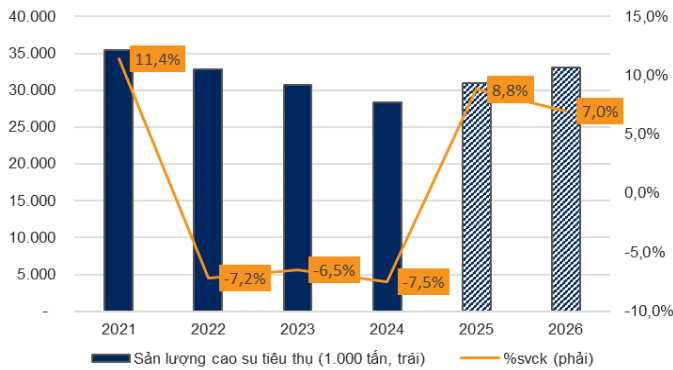


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAM

Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Trung Quốc (CAAM) dự báo doanh số bán xe tại Trung Quốc sẽ tăng 4,7% svck lên 32,9 triệu chiếc trong năm nay, sau khi tăng 4,5% svck trong 2024, chủ yếu nhờ việc kéo dài chính sách trợ cấp đổi xe cũ sang năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số ô tô của Trung Quốc cùng với giá cao su chưa có dấu hiệu giảm đáng kể trong tương lai sẽ thúc đẩy các nhà sản xuất Trung Quốc nhập khẩu nhiều cao su hơn.

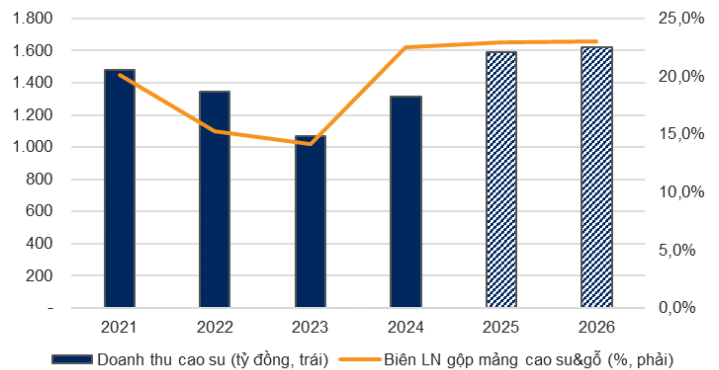
Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của PHR sẽ tăng 8,8% lên 30,9 triệu tấn trong năm 2025. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ cao su năm 2025 sẽ tăng 21,0% svck, đạt khoảng 1.592 tỷ đồng.

**Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cao su của PHR sẽ tăng 5,0% svck trong năm 2025.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 13: Chúng tôi dự phóng doanh thu cao su năm 2025 sẽ tăng 17,6% svck**



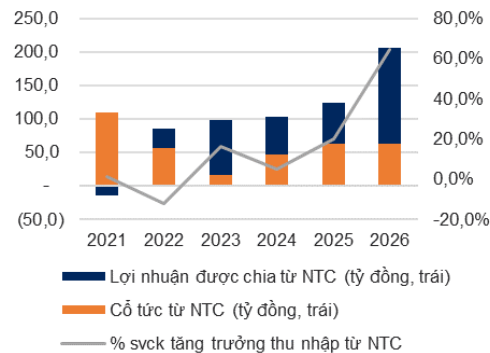
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Mảng KCN bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh

#### Thu nhập từ NTC sẽ tăng mạnh nhờ đóng góp của NTC3

Trong Q4/24, NTC đã vay 2.618 tỷ đồng để thanh toán tiền thuê đất cho dự án KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC3). Trước đó năm 2020, NTC đã trả tiền đền bù cho PHR do KCN này nằm trên đất cao su của PHR. Như vậy NTC đã hoàn thành các nghĩa vụ tài chính liên quan đến thuê đất để triển khai dự án. Chúng tôi kỳ vọng KCN này sẽ có thể bắt đầu bàn giao đất từ Q4/25. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của NTC sẽ tăng 20,2%/64,8% svck trong năm 2025-26.

**Hình 14: Chúng tôi kỳ vọng việc NTC3 đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ NTC trong giai đoạn 2025-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Vị trí của KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2, KCN Tân Lập I, KCN VSIP III và KCN Bắc Tân Uyên I**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Quy hoạch tỉnh Bình Dương, google maps

#### KCN Tân Lập I sẽ thúc đẩy doanh thu KCN năm 2026

PHR hiện đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000 cho dự án KCN Tân Lập I. Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý và đưa KCN này vào hoạt động từ cuối năm 2026. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN sẽ tăng 142,1% svck vào năm 2025 từ mức nền thấp của năm 2024 (do không ghi nhận các



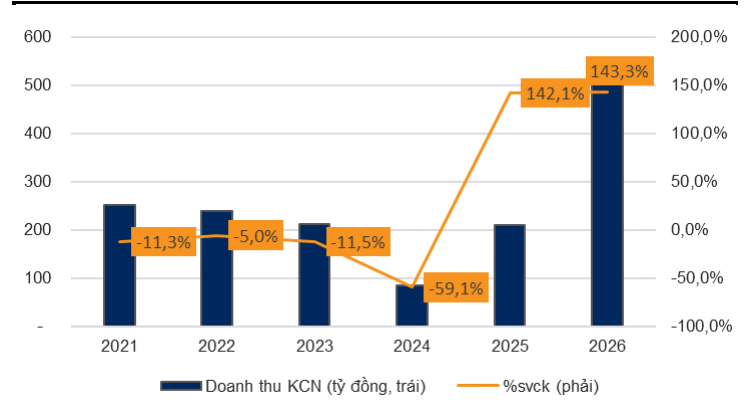
khoản thanh toán một lần) và tăng trưởng mạnh 143,3% svck trong năm 2026 khi KCN Tân Lập I đi vào hoạt động (chúng tôi giả định rằng PHR sẽ áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu một lần cho KCN này).

**Hình 16: KCN Tân Lập I nằm trong danh sách các KCN được ưu tiên triển khai trong giai đoạn 2021-30 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: Binh Duong province's Department of Planning & Investment

**Hình 17: Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2025-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thu hút đầu tư tại KCN VSIP III vẫn tích cực

Đối với KCN VSIP III, hoạt động cho thuê tại KCN vẫn tương đối tích cực. Đầu tháng 2/2025, tỉnh Bình Dương vừa trao giấy chứng nhận cho hai dự án FDI đăng ký đầu tư vào KCN này là dự án nhà máy sản xuất Timotion Vietnam (29 tr USD) và dự án của công ty TNHH Axman (24 tr USD). Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ bàn giao 15ha/30ha trong năm 2025-26 (sv ~10ha năm 2024 và 50ha năm 2023), và PHR sẽ nhận 81 tỷ đồng/171 tỷ đồng từ VSIP III trong giai đoạn này.

### Khoản đền bù tiềm năng từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1

Ngày 12/2/2025, KCN Bắc Tân Uyên 1 do THACO làm chủ đầu tư vừa được UBND tỉnh Bình Dương thông qua quy hoạch 1/5000 với tổng diện tích 786ha và tổng mức đầu tư 26.000 tỷ đồng. Theo quy hoạch của tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-25, tầm nhìn đến năm 2030 thì vị trí của KCN này nằm ngay sát bên trái KCN Tân Lập 1 (Hình 15). Chúng tôi cho rằng PHR có thể nhận được khoản đền bù lớn tiềm năng khi THACO tiến hành đền bù đất tại dự án này vì chúng tôi tin rằng phần lớn diện tích đất dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 nằm trên đất cao su của PHR.

Trước đó năm 2020 PHR từng nhận được 860 tỷ đồng tiền đền bù từ NTC để triển khai KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (345ha). Năm 2022-23 PHR tiếp tục thu về tổng 898 tỷ đồng và 20% lợi nhuận gộp từ dự án VSIP III (691ha) như tiền đền bù của VSIP để triển khai dự án này.

Về thời gian nhận được tiền đền bù. Dự án NTC3 mất 1,5 năm kể từ ngày nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư để trả khoản đền bù đầu tiên (từ T9/2018 đến Q1/20). Với dự án KCN VSIP III quy trình này mất 5 năm (từ 28/12/2016 đến Q1/22). Chúng tôi cho rằng với quy hoạch tỉnh Bình Dương đã được thông qua và luật đất đai sửa đổi 2024, quy trình chuyển đổi đất cao su sang đất KCN sẽ nhanh hơn sv giai đoạn trước. Do đó, với dự án KCN Bắc Tân Uyên 1, chúng tôi kỳ vọng quy trình này sẽ mất từ 1-1,5 năm sau khi dự án KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư.

Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận được khoản đền bù đầu tiên từ THACO trong giai đoạn 2026-27. Tuy nhiên dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 chưa được chấp thuận chủ trương đầu tư và chưa có thông tin chính thức về diện tích đất cao su của PHR trong tổng 786ha diện tích đất của dự án này. Do đó với quan

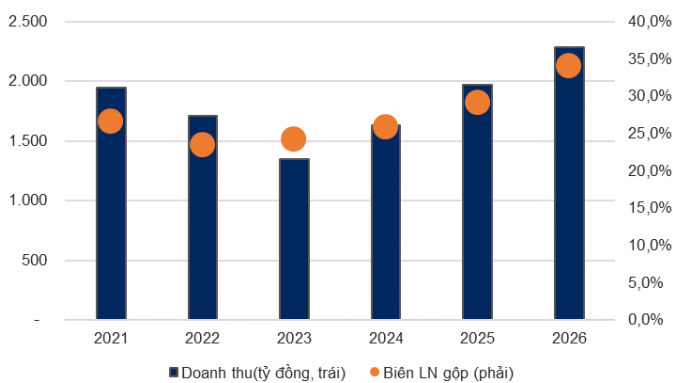
điểm thận trọng, chúng tôi chưa phản ánh khoản thu nhập tiềm năng này vào dự phóng và định giá trong báo cáo lần này.

### Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng 21,2% svck trong năm 2025, theo sau bởi mức tăng mạnh 54,2% svck trong năm 2026 dựa trên các giả định chính sau:

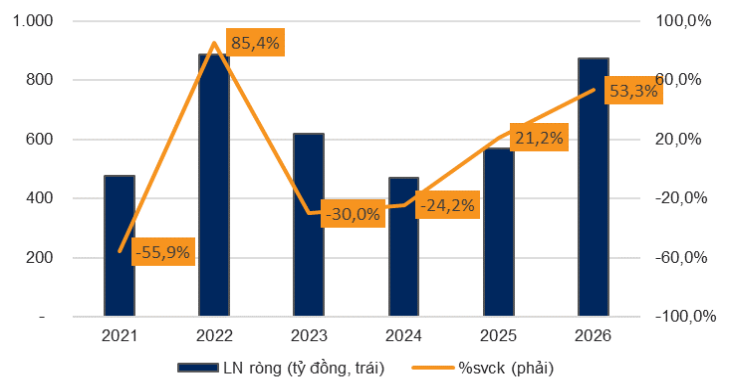
- Doanh thu sẽ tăng 20,8%/15,7% svck trong năm 2025-26 nhờ: 1) tăng trưởng ở cả giá bán và sản lượng mủ cao su; và 2) mủ KCN tăng trưởng mạnh trong năm 2025 từ mức nền thấp năm 2024 và KCN Tân Lập 1 bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2026.
- Biên LN gộp tăng 5,4/4,0 điểm % trong năm 2025-26 nhờ giá bán cao su tăng và tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mủ KCN.
- Thu nhập tài chính ròng và thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng 3,0%/37,8% chủ yếu nhờ thu nhập từ NTC tăng mạnh.
- Thu nhập từ VSIP III phục hồi nhờ bàn giao đất của các hợp đồng/MoU ký trong giai đoạn 2024-26.
- Tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu tăng khi PHR triển khai dự án KCN Tân Lập 1 từ năm 2026. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn duy trì ở mức thấp do dự án không cần vay nợ nhiều khi PHR không phải chi trả tiền đền bù cho dự án này.
- PHR và NTC sẽ áp dụng phương pháp ghi nhận DT một lần cho KCN NTC3 và KCN Tân Lập 1.
- PHR sẽ không nhận được khoản bồi thường từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 trong năm 2025-26.

**Hình 18: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu PHR sẽ lần lượt tăng trưởng 20.8%/15.7% svck trong năm 2025-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 19: Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2025 tăng trưởng 21.2% svck, theo sau bởi mức tăng mạnh 53,3% trong năm 2026**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá

### Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu cao hơn là 65.300 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 1,6% (từ 64.300 đồng) do:

- Điều chỉnh giả định WACC tăng do tăng Lãi suất phi rủi ro từ 2,66% lên 3,0% và tăng Phần bù rủi ro thị trường từ 7,78% đến 8,35% dựa trên [mô hình Damodaran](#).
- Giả định giá bán cao su cao hơn do giá cao su thực tế năm 2024 cao hơn kỳ vọng và lo ngại về tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài trong giai đoạn 2025-28.
- Điều chỉnh tiền độ nộp tiền thuê đất cho dự án NTC3, khi NTC đã nộp tiền thuê đất cho dự án này trong Q4/24.

Hình 20: Thay đổi giả định WACC

	Trước	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%	8,4%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%	3,0%
Beta	1,2	1,2
Chi phí vốn vay	10,0%	7,5%
Tỷ lệ nợ vay	5,3%	1,5%
Tỷ lệ VCSH	94,7%	98,5%
Chi phí VCSH	12,1%	13,0%
<b>WACC</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá SOTP của PHR

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Cao su, gỗ	DCF	1.691
KCN Tân Lập I	DCF (EV)	637
KCN Tân Bình	DCF (EV)	101
Khác	P/B	152
<b>(+)</b>		
Tiền và tương đương tiền	BV	1.915
Đầu tư liên kết		4.601
NTC	RNAV	2.247
KCN VSIP 3	DCF	2.149
Khác	P/B	205
<b>(-)</b>		
Nợ rỗng	BV	60
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	181
Giá trị doanh nghiệp		8.947
SLCP lưu hành		135.499.198
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cp)</b>		<b>65.300</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Giá trị sở hữu tại các công ty liên kết

Chúng tôi định giá khoản đầu tư vào các công ty liên kết bằng cách sử dụng: 1) phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho KCN VSIP III Bình Dương; và 2) phương pháp RNAV cho NTC.

Hình 22: Định giá các khoản đầu tư vào các công ty/dự án 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	9.205	20% LN góp	2.149
NTC		6.839	33%	2.247
_KCN NTC 3	DCF (EV)	3.641		
_Khoản đầu tư tại SIP, DPR và khác	P/B	4.057		
(+) Tiền và tương đương tiền	BV	1.799		
(-) Nợ rỗng	BV	2.668		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với WACC (đồng/cp)

WACC	11,9%	12,4%	<b>12,9%</b>	13,400%	13,9%
Giá mục tiêu	66.700	66.000	<b>65.300</b>	64.700	64.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với sản lượng và giá bán cao su bình quân năm 2025 (đồng/cổ phiếu)

Giá bán (tr đồng/tấn)	Sản lượng tiêu thụ (tấn)				
	31.280	32.280	<b>33.280</b>	34.280	35.280
46,5	63.800	64.100	<b>64.400</b>	64.600	64.900
49,5	64.300	64.600	<b>64.900</b>	65.200	65.500
<b>51,5</b>	<b>64.700</b>	<b>65.000</b>	<b>65.300</b>	<b>65.600</b>	<b>65.900</b>
52,0	64.800	65.100	<b>65.400</b>	65.700	66.000
53,0	64.900	65.300	<b>65.600</b>	65.900	66.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 6/3/2025)

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu		LN ròng		Nợ/VCSH	ROE	P/E trượt 12T	P/B quý trước
			2024	% svck	2024	% svck				
		tr USD	tr USD			tr USD	%	%	x	x
<b>BDS KCN</b>										
TCT Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	3.052	204	(34,1)	83	(13,1)	115,4	11,1	37,0	4,0
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	917	109	(50,6)	17	(79,0)	48,9	2,3	54,9	1,3
Tổng công ty Viglacera	VGC VN	891	467	(9,8)	43	(9,3)	48,3	13,7	20,6	2,7
Tổng công ty IDICO	IDC VN	738	347	22,2	78	43,2	43,5	37,7	9,4	3,4
Tổng CTCP Phát triển KCN	SNZ VN	526	231	8,1	38	16,3	47,7	12,6	17,4	2,1
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	751	306	16,8	46	25,6	73,8	27,7	17,0	4,4
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	323	34	6,5	12	37,9	75,1	12,5	26,9	2,7
CTCP KCN Nam Tân Uyên	NTC VN	224	14	56,6	12	5,7	28,7	35,8	19,0	5,9
CTCP Long Hậu	LHG VN	71	17	7,1	7	10,8	10,9	11,3	9,9	1,1
Trung bình				2,5		4,2	54,7	18,3	23,6	3,1
Trung vị				7,1		10,8	48,3	12,6	19,0	2,7
<b>Cao su</b>										
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.334	1030	18,6	165	60,6	12,0	8,2	32,3	2,6
Cao su Đồng Phú	DPR VN	162	48	17,7	11	33,5	0,0	11,6	14,8	1,7
Cao su Bà Rịa	BRR VN	104	16	(2,2)	5	(2,2)	0,0	9,7	19,7	1,9
Cao su Tân Biên	RTB VN	132	46	24,2	14	93,7	5,4	21,6	9,2	1,9
Đầu tư Cao su Đăk Lăk	DRI VN	45	18	5,9	4	47,3	8,4	13,4	15,7	2,2
Trung bình				12,8		46,6	4,7	12,8	17,1	1,9
Trung vị				17,7		47,3	4,0	12,1	15,2	1,9
<b>Trung vị hỗn hợp</b>										
Cao su Phước Hòa	PHR VN	345	64	20,9	18	(24,2)	1,5	12,7	20,4	2,3

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

PHR đang giao dịch mở mức P/B là 2,3x, bằng với trung vị các công ty cùng ngành (2,3x) nhưng cao hơn mức P/B bình quân 5 năm qua của công ty là 2,0x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với tỷ lệ P/B là 2,2x.

Hình 26: P/B 5 năm gần nhất của PHR

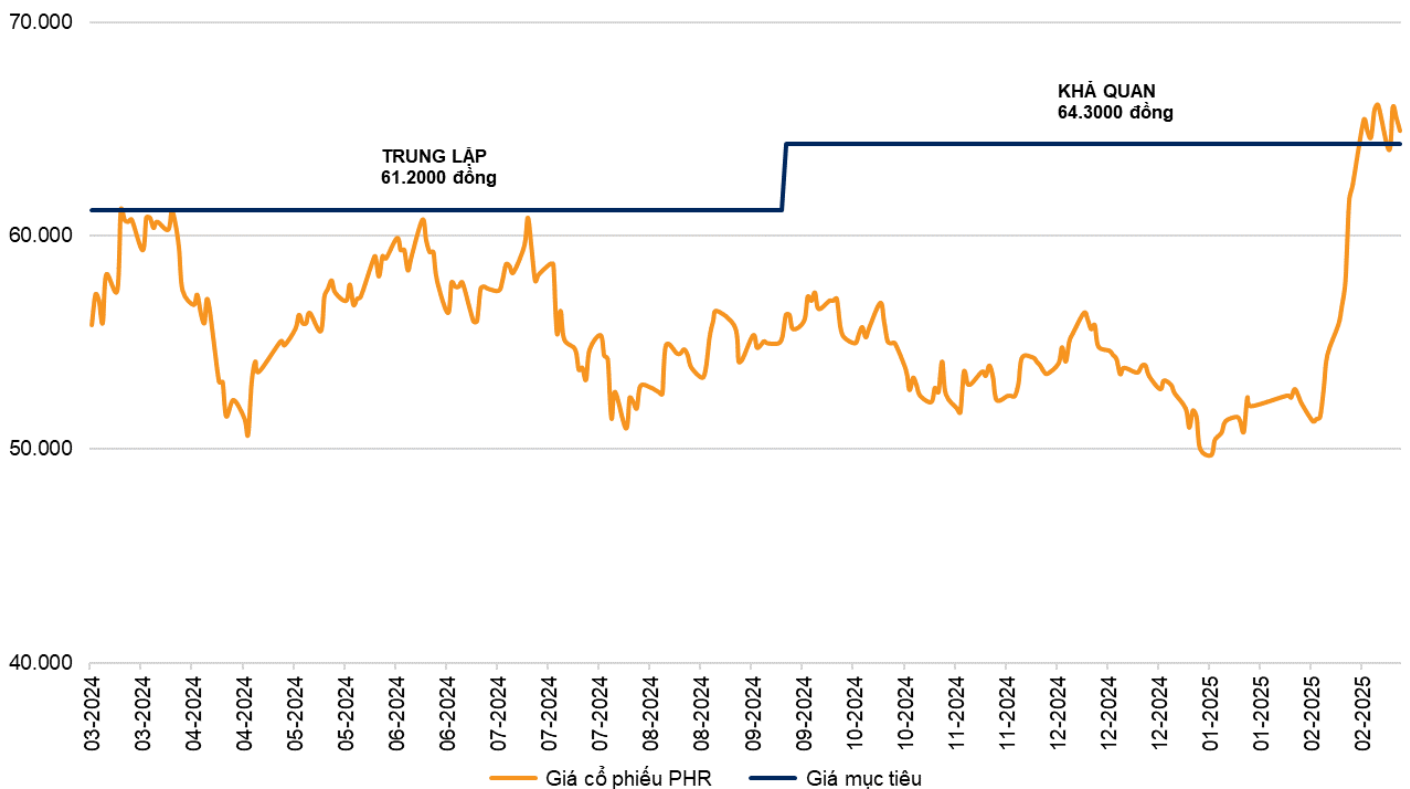


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

- Tiềm năng tăng giá: dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư và THACO có thể đẩy nhanh tiến độ đền bù đất sớm hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá: giá bán cao su thấp hơn dự kiến do lo ngại về thuế quan đối với ngành ô tô của Mỹ.

### Lịch sử định giá





## Báo cáo KQKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	1.632	1.945	1.709	1.351	1.633	1.972	2.282
Giá vốn hàng bán	(1.243)	(1.429)	(1.307)	(1.024)	(1.211)	(1.399)	(1.506)
<b>LN gộp</b>	<b>389</b>	<b>517</b>	<b>401</b>	<b>327</b>	<b>423</b>	<b>573</b>	<b>776</b>
Chi phí QLDN	(84)	(115)	(116)	(100)	(119)	(130)	(137)
Chi phí bán hàng	(29)	(32)	(41)	(34)	(37)	(39)	(40)
<b>LN hoạt động</b>	<b>447</b>	<b>567</b>	<b>433</b>	<b>432</b>	<b>492</b>	<b>637</b>	<b>919</b>
<b>EBITDA</b>	<b>378</b>	<b>482</b>	<b>369</b>	<b>331</b>	<b>410</b>	<b>561</b>	<b>758</b>
Khấu hao	103	113	124	138	144	157	160
<b>EBIT</b>	<b>275</b>	<b>370</b>	<b>245</b>	<b>193</b>	<b>266</b>	<b>404</b>	<b>598</b>
Doanh thu tài chính	188	237	179	180	188	187	204
Chi phí tài chính	(54)	(26)	(21)	(24)	(18)	(16)	(27)
Thu nhập ròng khác	935	31	694	360	64	82	179
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	38	(13)	30	82	56	62	143
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.382</b>	<b>597</b>	<b>1.127</b>	<b>792</b>	<b>556</b>	<b>718</b>	<b>1.098</b>
Chi phí thuế TNDN	(257)	(84)	(201)	(131)	(61)	(119)	(178)
<b>LN ròng</b>	<b>1.082</b>	<b>478</b>	<b>885</b>	<b>620</b>	<b>469</b>	<b>569</b>	<b>872</b>
LNST của cổ đông không kiểm soát	43	36	40	42	26	31	47

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	428	139	166	146	190	152	81
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.071	1.898	2.234	1.997	1.683	1.599	1.279
Các khoản phải thu ngắn hạn	241	273	237	193	200	242	251
Hàng tồn kho	294	336	321	326	417	676	617
Tài sản ngắn hạn khác	77	92	98	100	83	90	98
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.111</b>	<b>2.738</b>	<b>3.055</b>	<b>2.762</b>	<b>2.573</b>	<b>2.759</b>	<b>2.325</b>
Tài sản cố định	2.355	2.275	2.288	2.266	2.276	2.276	2.975
Tổng các khoản đầu tư dài hạn	589	578	581	758	722	769	896
Tài sản dài hạn khác	482	435	404	375	372	367	368
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.539</b>	<b>6.027</b>	<b>6.329</b>	<b>6.161</b>	<b>5.944</b>	<b>6.170</b>	<b>6.564</b>
Nợ vay ngắn hạn	116	176	119	277	60	158	153
Các khoản phải trả ngắn hạn	971	953	1.096	557	518	568	568
Phải trả ngắn hạn khác	49	63	79	49	41	46	70
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.137</b>	<b>1.192</b>	<b>1.294</b>	<b>883</b>	<b>620</b>	<b>771</b>	<b>791</b>
Nợ vay dài hạn	528	242	146	42	0	88	180
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	1.485	1.404	1.374	1.338	1.312	1.286	1.260
Phải trả dài hạn khác	78	78	79	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	531	291	500	768	717	652	825
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.311</b>	<b>3.109</b>	<b>3.435</b>	<b>3.814</b>	<b>3.932</b>	<b>3.944</b>	<b>4.251</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	111	120	151	168	181	212	259
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6.539</b>	<b>6.027</b>	<b>6.329</b>	<b>6.161</b>	<b>5.944</b>	<b>6.170</b>	<b>6.564</b>

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	1.382	597	1.127	792	556	718	1.098
Khấu hao	103	113	124	138	144	157	160
Thuế TNDN đã nộp	(151)	(159)	(106)	(207)	(60)	(118)	(178)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.783)	(806)	(1.430)	(1.040)	(901)	(1.162)	(1.239)
Thay đổi vốn lưu động	1.232	509	1.064	619	493	557	761
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>784</b>	<b>255</b>	<b>780</b>	<b>302</b>	<b>232</b>	<b>153</b>	<b>602</b>
Đầu tư TSCĐ	(89)	(115)	(127)	(74)	(69)	(141)	(844)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	83	32	28	76	0	0	0
Các khoản khác	142	204	182	214	193	222	306
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(804)	226	(286)	202	393	84	320
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(751)</b>	<b>315</b>	<b>(231)</b>	<b>342</b>	<b>517</b>	<b>165</b>	<b>(219)</b>
Thu từ PHCP, nhận góp VCSH	16	0	0	0	0	0	0
Trả vốp góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	127	(222)	(161)	51	(264)	186	87
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(418)	(636)	(362)	(714)	(441)	(542)	(542)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(275)</b>	<b>(858)</b>	<b>(523)</b>	<b>(663)</b>	<b>(705)</b>	<b>(356)</b>	<b>(455)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	670	428	139	166	146	190	152
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(243)</b>	<b>(289)</b>	<b>27</b>	<b>(20)</b>	<b>44</b>	<b>(38)</b>	<b>(72)</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>427</b>	<b>139</b>	<b>166</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>152</b>	<b>81</b>

## Các chỉ số cơ bản

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (đồng)	7.985	3.524	6.535	4.574	3.465	4.198	6.435
P/B	2,6	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,0
Tỷ suất cổ tức	3,9%	3,9%	6,3%	3,1%	4,7%	6,3%	6,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	75%	31%	114%	30%	66%	115%	95%
Chỉ số tăng trưởng (svck)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-0,4%	19,2%	-12,2%	-20,9%	20,9%	20,8%	15,7%
Tăng trưởng thu nhập từ LD/LK	-4379,3%	-135,8%	-321,9%	175,2%	-32,1%	10,8%	130,7%
Tăng trưởng thu nhập khác	300,3%	-96,7%	2170,9%	-48,1%	-82,1%	26,8%	119,2%
Tăng trưởng LN ròng	140,5%	-55,9%	85,4%	-30,0%	-24,2%	21,2%	53,3%
Chỉ số sinh lời	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Biên LN gộp	23,8%	26,6%	23,5%	24,2%	25,9%	29,1%	34,0%
Biên EBITDA	23,2%	24,8%	21,6%	24,5%	25,1%	28,5%	33,2%
Biên LN ròng	66,3%	24,5%	51,8%	45,9%	28,7%	28,8%	38,2%
ROA	18,2%	8,2%	15,0%	10,6%	8,2%	9,9%	14,4%
ROE	38,1%	16,0%	28,3%	18,2%	12,8%	15,2%	22,4%
Chỉ số đòn bẩy	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	28,4	31,4	68,8	46,7	40,5	63,6	51,5
Nợ vay ròng/VCSH	6,5%	9,0%	2,9%	4,5%	-3,3%	2,4%	5,9%
Chỉ số thanh khoản	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4
Vòng quay các khoản phải thu	19,5	28,9	26,9	22,9	23,3	24,1	26,1
Số ngày phải thu	18,4	12,4	13,4	15,7	15,4	14,9	13,8
Vòng quay các khoản phải trả	25,4	38,0	26,9	21,8	34,9	39,3	40,9
Số ngày phải trả	14,2	9,5	13,4	16,5	10,3	9,2	8,8
Vòng quay hàng tồn kho	4,0	4,5	4,0	3,2	3,3	2,6	2,3
Số ngày tồn kho	89,9	79,4	90,4	113,6	110,4	140,6	154,5
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	2,3	2,4	3,1	4,2	3,6	2,9
Khả năng thanh toán nhanh	2,4	1,9	2,0	2,6	3,3	2,6	2,0

## 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

**Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng**

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

**Nguyễn Thị Thuý Nga – Chuyên viên Phân tích**

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