

KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR) LỢI NHUẬN KỶ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NĂM 2024

Giá hiện tại:	48,400	Ngày viết báo cáo:	04/07/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu:	57,300	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	135.499	Tập đoàn công nghiệp cao su VN (GVR)	66.6%
Tỷ suất cổ tức	9.4%	Vốn hóa (tỷ VND)	6,436	VOF Investment Ltd	4.8%
Tiềm năng tăng giá	18%	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	2.5		
		Sở hữu nước ngoài	12.6%		

Bộ phận Research:

Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **PHR** với giá trị hợp lý năm 2023 là **57,300 VNĐ/CP (Upside 18%** so với giá đóng cửa ngày 04/07/2023), dựa trên phương pháp định giá RNAV đối với mảng Khu công nghiệp; DCF cho mảng cao su với tỷ lệ chiết khấu WACC = 15%, P/E cho mảng gỗ với P/E mục tiêu = 7.7. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu là 50% đối với các khu công nghiệp Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng và 30% với NTC để phản ánh rủi ro tiến độ triển khai các dự án khu công nghiệp chậm hơn kỳ vọng.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

- Mảng cao su:** Kỳ vọng phục hồi từ 2H.2023. Trong năm 2023, BSC dự báo giá bán và sản lượng tiêu thụ của PHR lần lượt đạt 34.3 triệu VNĐ/tấn (-14% yoy) và 32,754 tấn (-2% yoy) nhờ sản lượng nhập khẩu của Trung Quốc khôi phục và dự báo nguồn cung thiếu hụt.
- Mảng KCN:** BSC cho rằng doanh thu mảng KCN sẽ suy giảm -3% yoy trong năm 2023, sau đó tăng trưởng mạnh +93% yoy trong năm 2024 nhờ dự án KCN Tân Lập đi vào hoạt động.
- Thu nhập từ đầu tư công ty LDLK:** Dự kiến tăng mạnh từ 2024 đạt 509 tỷ VNĐ nhờ ghi nhận cổ tức và lợi nhuận từ NTC và VSIP III.

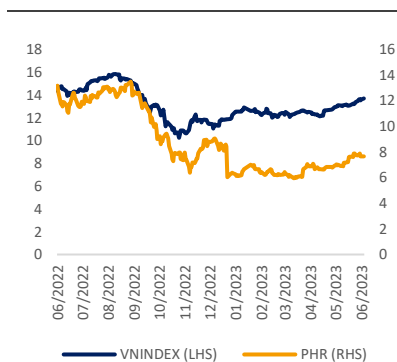
DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- Trong năm 2023, BSC dự báo PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,571 tỷ VNĐ (-8% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 494 tỷ VNĐ (-44% yoy),** tương đương EPS fwd = 3,648 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.3x, P/B fwd = 1.8x.
- Trong năm 2024, BSC dự báo PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,856 tỷ VNĐ (+5% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 744 tỷ VNĐ (+51% yoy),** tương đương EPS fwd = 5,494 VNĐ/CP, P/E fwd = 8.8x, P/B fwd = 1.5x.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết thúc Q1.2023, PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt 327 tỷ VNĐ (-10.7% yoy), NPATMI đạt 228 tỷ VNĐ (-22.8% yoy). Trong đó:

- Doanh thu bán thành phẩm giảm -12.2% yoy, đạt 308 tỷ VNĐ** do (1) Sản lượng cao su tiêu thụ giảm -17% yoy, đạt 5,880 tấn, (2) Giá bán cao su bình quân Q1.2023 giảm -20% yoy, đạt 34.15 triệu VNĐ/tấn.
- Doanh thu hạ tầng KCN = 16 tỷ VNĐ (+14.3% yoy).**

RỦI RO

- Giá cao su giảm mạnh hơn so với kỳ vọng.
- Tiến độ chuyển đổi đất trồng cao su sang phát triển khu công nghiệp kéo dài do (1) thủ tục pháp lý phức tạp và (2) quỹ đất phải phát triển đồng bộ với quy hoạch của tỉnh.

Chỉ số	2022	2023F	2024F	VN-Index
PE (x)	6.3	13.3	8.8	12.0
PB (x)	1.7	1.8	1.5	1.7
PS (x)	3.1	4.2	3.5	1.6
ROE (%)	28.3%	13.1%	16.5%	12.8%
ROA (%)	15.0%	7.8%	10.2%	2.2%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,571	1,856
Lợi nhuận gộp	517	401	381	527
NPATMI	478	885	494	744
EPS	3,375	6,265	3,648	5,494
Tăng trưởng EPS	-54%	86%	-42%	51%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2023

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 1.2023

KQKD (tỷ VND)	Q1.2023	Q1.2022	% yoy	Cập nhật
Doanh thu	327	366	-10.7%	<p>Kết thúc Q1.2023, PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt 327 tỷ VNĐ (-10.7% yoy), NPATMI đạt 228 tỷ VNĐ (-22.8% yoy). Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu bán thành phẩm giảm -12.2% yoy, đạt 308 tỷ VNĐ do (1) Sản lượng cao su tiêu thụ giảm -17% yoy, đạt 5,880 tấn, (2) Giá bán cao su bình quân Q1.2023 giảm -20% yoy, đạt 34.15 triệu VNĐ/tấn. Biên LNG bán thành phẩm = 10.8%, giảm 2.8 điểm % svck, do biên LNG của PHR thường đồng pha với diễn biến của giá cao su. Doanh thu hạ tầng KCN = 16 tỷ VNĐ (+14.3% yoy). <p>Giá bán cao su bình quân của PHR giảm -20% yoy tương ứng với mức giảm của các loại cao su thành phẩm trên thị trường của PHR. Cụ thể, trong Q1.2023, giá cao su SVR CV50 & CV60; SVR 10&20; Latex lần lượt đạt 2,068 USD/tấn (-22% yoy); 1,386 USD/tấn (-23% yoy); 1,171 USD/tấn (-19% yoy).</p> <p>Doanh thu tài chính = 39 tỷ VNĐ (+38.1% yoy), nhờ lãi tiền gửi ngân hàng tăng +46% yoy.</p> <p>Thu nhập khác = 206 tỷ VNĐ (-27.4% yoy) nhờ ghi nhận khoản bồi thường thực hiện dự án Khu công nghiệp VSIP III = 200 tỷ VNĐ. Cùng kỳ, doanh nghiệp ghi nhận 289 tỷ VNĐ cho khoản mục này.</p> <p>Đánh giá chung: Lợi nhuận PHR giảm -22.8% yoy chủ yếu do sự chênh lệch giữa khoản bồi thường thực hiện dự án VSIP III. Nếu loại bỏ khoản mục này thì LNTT tăng +15% yoy.</p>
<i>Cao su và Gỗ</i>	308	351	-12.2%	
<i>KCN</i>	16	14	14.3%	
Giá vốn hàng bán	(280)	(308)	-9.2%	
Lợi nhuận gộp	46	57	-19.1%	
<i>Cao su và Gỗ</i>	33	48	-31.3%	
<i>KCN</i>	12	10	20%	
Chi phí bán hàng	(8)	(9)	-4.3%	
Chi phí QLDN	(20)	(20)	2.2%	
LN từ CTLDLK	26	27		
Doanh thu tài chính	39	29	38.1%	
Chi phí tài chính	(5)	(5)	7.1%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	(5)	(4)		
Lãi/Lỗ HĐKD	78	79		
Thu nhập khác	206	292	-27.4%	
Chi phí khác	(1)	(9)		
LNTT	284	362	-21.7%	
Thuế thu nhập DN	(50)	(63)		
LNST	234	299	-21.9%	
CĐTS	6	4		
NPATMI	228	295	-22.8%	
Biên lợi nhuận gộp	14.2%	15.6%		
<i>Cao su và Gỗ</i>	10.8%	13.6%		
<i>KCN</i>	74.9%	70.3%		
Biên lợi nhuận ròng	71.6%	81.8%		
EPS	1,682	2,178		

Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH MẢNG CAO SU 5T.2023

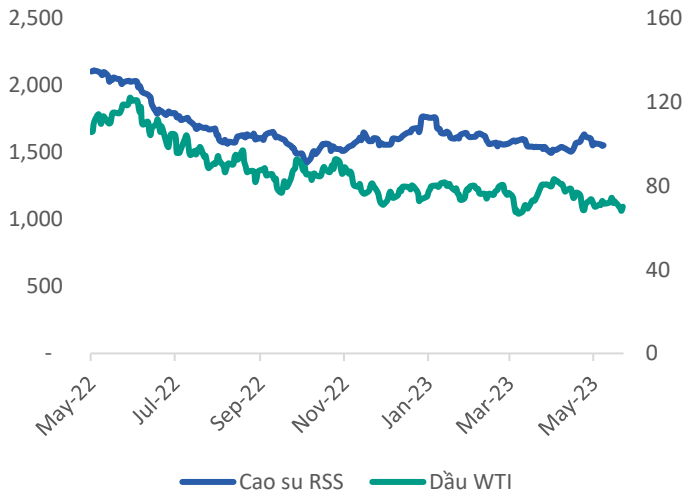
Giá cao su tự nhiên phục hồi trong tháng 1, sau đó tiếp tục xu hướng suy giảm. Cụ thể, giá cao su RSS đạt đỉnh 1,764 USD/tấn (+13% ytd) vào cuối tháng 1/2023, sau đó giảm về mức 1,553 USD/tấn (-12% so với đỉnh) vào cuối tháng 5/2023. Tính trung bình 5T.2023, giá cao su đạt 1,597 USD/tấn (-20% yoy). Nguyên nhân đến từ:

- (1) Giá cao su giảm do bị chịu ảnh hưởng bởi giá dầu giảm.** Trung bình 5T.2023, giá dầu WTI đạt 76 USD/thùng (-20% yoy). Giá dầu thô giảm sẽ kéo theo giá cao su tổng hợp và làm tăng nhu cầu cho mặt hàng này, qua đó gián tiếp làm giảm nhu cầu đối với cao su tự nhiên.

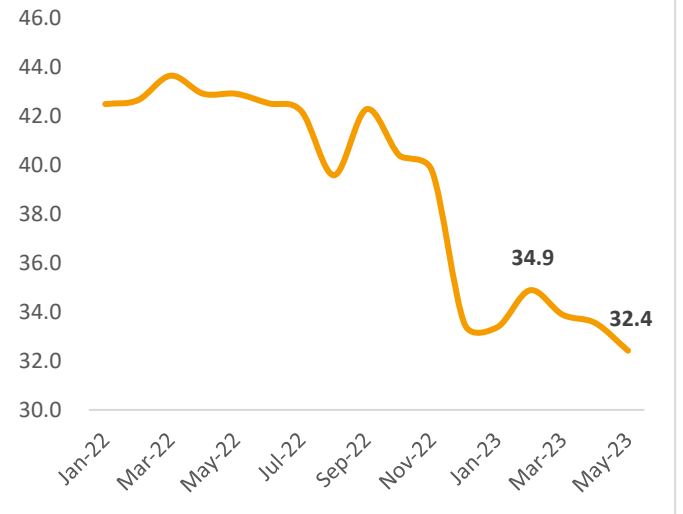
(2) Nhu cầu từ Trung Quốc phục hồi kém, cùng với việc nhu cầu từ các nền kinh tế lớn giảm do suy thoái. Theo GSO, tổng sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam 5T.2023 đạt 628 nghìn tấn (+2% yoy), trong đó sản lượng xuất khẩu từ sang Trung Quốc đạt 444 nghìn tấn (+10% yoy). BSC đánh giá sản lượng xuất khẩu của Việt Nam tăng nhẹ chủ yếu nhờ Trung Quốc đẩy mạnh nhập khẩu sau khi quốc gia này mở cửa biên giới vào cuối năm 2022, tuy nhiên kinh tế toàn cầu suy thoái vẫn ảnh hưởng đến một số quốc gia nhập khẩu chính khác như: Nhật Bản, Hàn Quốc, Mỹ.

Tương tự như giá cao su tự nhiên, giá bán thành phẩm bình quân của PHR cũng tăng lên mức 34,9 triệu VNĐ/tấn trong tháng 2 trước khi suy giảm về mức 32.4 triệu VNĐ/tấn (-7% so với đỉnh).

Hình. Giá cao su tự nhiên thường diễn biến đồng pha với giá dầu



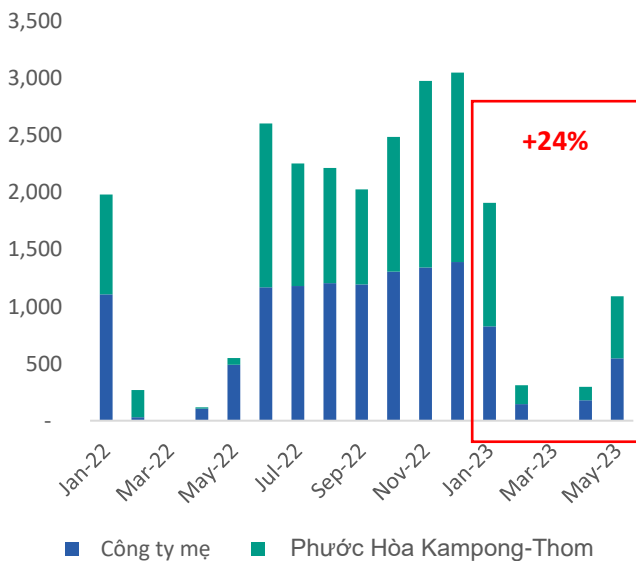
Hình. Giá bán thành phẩm của PHR phục hồi vào đầu năm 2023 trước khi tiếp tục đà suy giảm



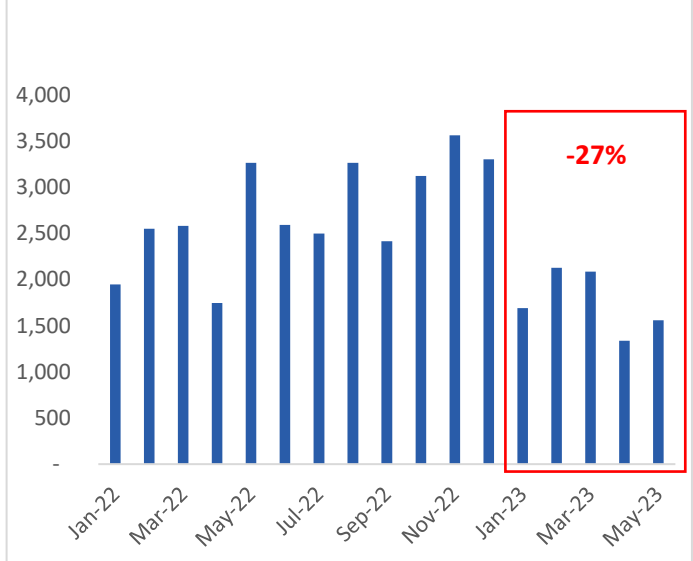
Nguồn: Bloomberg, PHR, BSC Research tổng hợp

Trong 5T.2023, sản lượng cao su khai thác đạt 3,609 tấn (+24% yoy). Trong đó, công ty mẹ đóng góp 1,699 tấn (-2% yoy); công ty con Phước Hòa Kampong Thom đóng góp 1,910 tấn (+62% yoy). Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ giảm -27% yoy, đạt 8,794 tấn.

Hình. Sản lượng khai thác 5T.2023 tăng 24% yoy



Hình. Tuy nhiên sản lượng tiêu thụ 5T.23 vẫn giảm -27% yoy



Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

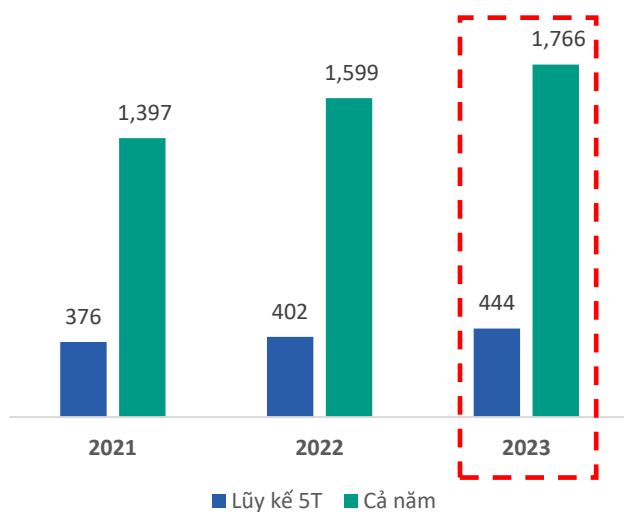
1. MẢNG CAO SU – KỲ VỌNG PHỤC HỒI TỪ 2H.2023

Trong 2H.2023, BSC dự báo giá cao su tự nhiên sẽ đi ngang trong Q2.2023 và bắt đầu phục hồi từ Q3.2023 nhờ (1) Giá dầu thô trung bình trong năm dự báo đạt mức 80 USD/thùng (-15% yoy), tăng +6% so với Quý 1, và (2) Thiếu hụt nguồn cung cao su. Theo dự báo của ANRPAC, sản lượng khai thác toàn cầu năm 2023 đạt 14.69 triệu tấn, thấp hơn nhu cầu tiêu thụ dự kiến khoảng 4,000 tấn. Trong năm 2023, chúng tôi kì vọng giá cao su tự nhiên đạt mức 1,700 USD/tấn (-10% yoy), tuy nhiên triển vọng giá cao su tự nhiên hồi phục sẽ phụ thuộc rất lớn vào sức cầu của Trung Quốc – quốc gia chiếm đến 60% sản lượng tiêu thụ trên toàn cầu và 70% sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam.

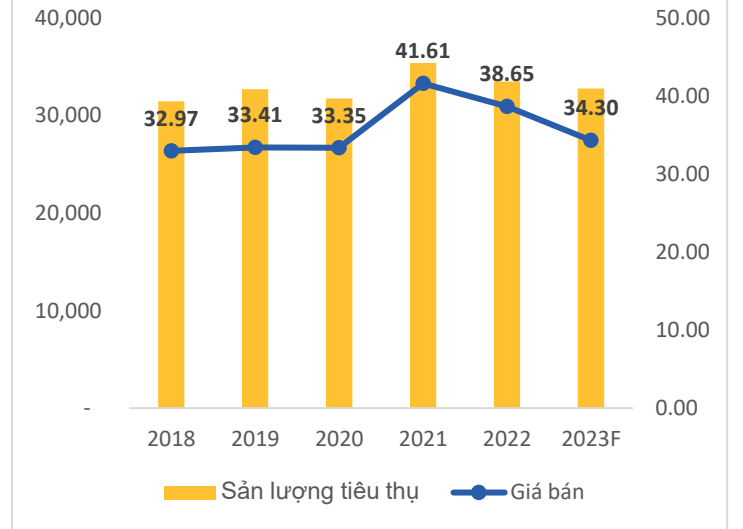
Do đó, mặc dù giá bán cao su bình quân của PHR vẫn tiếp tục đà giảm, BSC kỳ vọng giá bán cao su của PHR có thể đạt mức 34.3 triệu VNĐ/tấn (-11% yoy), tăng +0.5% so với trung bình Q1.2023 nhờ (1) Tăng trưởng đồng thuận với giá cao su tự nhiên và (2) Giá bán cao su thành phẩm ở Campuchia tăng do nhà máy chế biến mới đi vào hoạt động có thể sản xuất được các loại mủ có chất lượng cao hơn.

Trong 2H.2023, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ sẽ có sự phục hồi so với đầu năm nhờ (1) Sản lượng khai thác tăng do mùa vụ chính của cây cao su thường bắt đầu từ tháng 6; (2) Nhu cầu nhập khẩu cao su của các quốc gia sản xuất chính, đặc biệt là Trung Quốc, dự báo khôi phục. Bằng chứng là trong 5T.2023, sản lượng cao su xuất khẩu sang Trung Quốc tăng +10% yoy, đạt 444 nghìn tấn. Lũy kế cả năm 2023, BSC dự báo sản lượng cao su thương phẩm của PHR suy giảm -2% yoy, đạt 32,574 tấn.

Hình. Sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc 5T.2023 tăng +10% yoy



Hình. Dự phóng giá bán và sản lượng tiêu thụ cao su của PHR năm 2023



Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

2. MẢNG KHU CÔNG NGHIỆP – DOANH THU SUY GIẢM TRONG NGẮN HẠN, KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TRONG DÀI HẠN.

Trong năm 2023, doanh thu mảng khu công nghiệp sẽ chủ yếu đến từ ghi nhận doanh thu từng phần do tỷ lệ lấp đầy KCN Tân Bình đã đạt 99%. BSC ước tính doanh thu mảng KCN trong năm 2023 đạt 232 tỷ VNĐ (-3.3% yoy) nhờ ghi nhận một lần 7 ha và doanh thu KCN phân bổ hàng năm đạt 43 tỷ VNĐ.

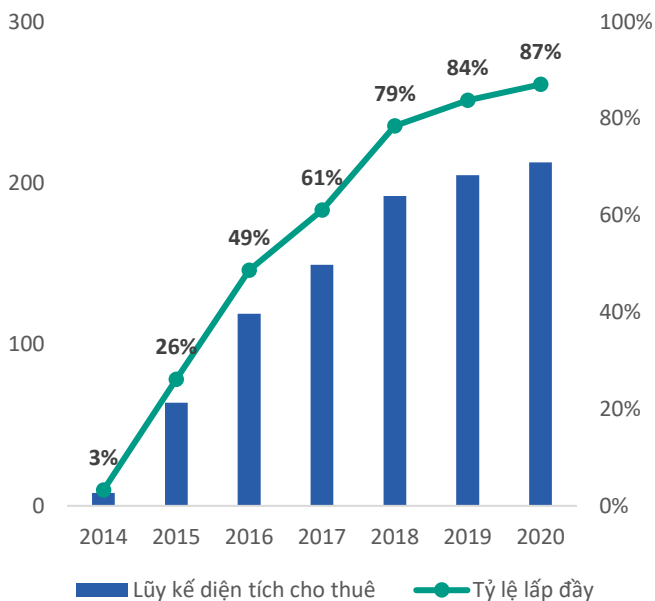
Kể từ năm 2024, BSC kỳ vọng doanh thu mảng khu công nghiệp sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ dự án KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng được mở khóa. Tính đến cuối 5/2023, dự án KCN Tân Lập 1 đã được phê duyệt trong kế hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương giai đoạn 2015-2020, còn dự án KCN Tân Bình mở rộng cũng đang chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch. Với việc (1) Nguồn cung KCN tại miền Nam đang thiếu hụt nghiêm trọng và (2) Hạ tầng giao thông tại miền Nam đang dần được cải thiện, BSC kỳ vọng KCN Tân Lập I và KCN Tân Bình mở rộng có thể đi vào hoạt động lần lượt vào năm 2024 và 2025.

Trong năm 2024, BSC ước tính doanh thu mảng KCN đạt 449 tỷ VNĐ (+94% yoy) nhờ ghi nhận 10ha tại KCN Tân Lập I. Biên lợi nhuận gộp của KCN Tân Lập I đạt 74% nhờ chi phí vốn đầu tư thấp.

BSC kỳ vọng tốc độ lấp đầy các KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng có thể diễn ra nhanh chóng nhờ (1) Vị trí tương tự gần KCN Tân Bình với tỷ lệ lấp đầy đạt 84% trong 5 năm, tương ứng với mức tăng trưởng 20% mỗi năm giai đoạn 2014-2019, (2) Đối tượng khách hàng của PHR bao gồm các ngành nghề có lợi thế trong việc thu hút đầu tư FDI như: sản xuất giày, điện tử, bao bì giấy các loại.

Hình. Tỷ lệ lấp đầy của KCN Tân Bình tăng trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2014-2019

Hình. Vị trí quy hoạch KCN Tân Lập, VSIP 3 và NTC 3



Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

PHR đang sở hữu quỹ đất lớn chờ chuyển đổi mục đích sử dụng sang đất khu công nghiệp. Theo kế hoạch của PHR, doanh nghiệp dự kiến sẽ giảm diện tích trồng cao su từ 12,508 ha xuống còn 4,788 ha trong năm 2030. Trong đó, khoảng 5,126 ha sẽ được phát triển khu công nghiệp, 2,440 ha phát triển nông nghiệp công nghệ cao và 2,370 ha sẽ được bàn giao về địa phương. Hiện tại, trong danh mục nghiên cứu của PHR bao gồm 6 dự án với tổng diện tích 3,685 ha. BSC cho rằng **(1)** việc các nút thắt về pháp lý dần được gỡ bỏ, **(2)** một số dự án KCN đã được bàn giao cho doanh nghiệp phát triển trong 1H.2023 như: KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 3 của NTC là các dấu hiệu cho thấy các dự án KCN của PHR có khả năng sẽ sớm được giải phóng quỹ đất, đẩy nhanh tốc độ phê duyệt quy hoạch.

Hình. Danh mục các Dự án KCN của PHR

TT	Dự án	Vị trí	% PHR sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Thời gian vận hành dự kiến	Tình trạng
1	Tân Lập I	Bình Dương	51%	200	130	2024F	Đang chờ phê duyệt cấp đất
2	Tân Bình mở rộng	Bình Dương	80%	1,056	686	2025F	Đang chờ UBND tỉnh phê duyệt quy hoạch
3	Hội Nghĩa	Bình Dương	100%	715	N/A	N/A	Đang nghiên cứu
4	Bình Mỹ	Bình Dương	100%	1,002	N/A	N/A	Đang nghiên cứu
5	Tân Thành	Bình Dương	100%	312	N/A	N/A	Đang nghiên cứu
6	Tân Bình mở rộng – GD3	Bình Phước	80%	400	N/A	N/A	Đang nghiên cứu

Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

3. THU NHẬP CỔ TỨC VÀ LỢI NHUẬN TỪ CÔNG TY LIÊN DOANH – DẪN DẮT LỢI NHUẬN CỦA PHR

BSC kỳ vọng thu nhập cổ tức và lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết của PHR sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sở hữu 33% cổ phần của CTCP Nam Tân Uyên (NTC) và đang đàm phán hợp đồng để đầu tư 20% cổ phần của VSIP III. Theo đó, trong tháng 5/2023, UBND tỉnh Bình Dương đã có quyết định số 1343/QĐ-UBND cho phép NTC thuê đất để thực hiện dự án KCN Nam Tân Uyên mở rộng (giai đoạn II). BSC kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2024F và đóng góp 250 tỷ VNĐ lợi nhuận cho PHR.

Về dự án VSIP III, BSC dự báo KCN này sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2023. PHR hiện đang nhận được 20% lợi nhuận từ việc bán đất của KCN này và đang đàm phán hợp đồng để đầu tư 20% cổ phần của VSIP III. Chúng tôi dự báo, trong năm 2023-2024, thu nhập cổ tức và lãi từ VSIP III sẽ đóng góp lần lượt 16 tỷ VNĐ và 259 tỷ VNĐ, tương ứng với 3% và 27% lợi nhuận trước thuế của PHR.

Hình. Danh mục các dự án KCN PHR sở hữu thông qua công ty liên doanh/liên kết

TT	Dự án	Vị trí	% PHR sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Thời gian vận hành dự kiến	Tình trạng
1	Nam Tân Uyên mở rộng (GD 2)	Bình Dương	33%	346	255	2024F	Đã được phê duyệt cấp đất. Chuẩn bị xây dựng cơ sở hạ tầng.
2	VSIP III	Bình Dương	20%	1,000	650	2023F	Đã khởi công xây dựng từ T3/2022.

Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt **1,571 tỷ VND (-8% yoy)**, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt **494 tỷ VND (-44% yoy)**, tương đương EPS fwd 2023 = 3,648 VND/CP, P/E fwd = 13.3x, P/B fwd = 1.8x, do (1) doanh thu mảng cao su và KCN suy giảm và (2) thu nhập ghi nhận một lần từ đền bù đất VSIP III giảm – 71% yoy. Trong đó:

1. Mảng cao su và gỗ:

- **Doanh thu bán thành phẩm đạt 1,124 tỷ VND (-16% yoy)**, dựa trên giả định sản lượng cao su tiêu thụ đạt 32,754 tấn (-2% yoy), giá bán bình quân các sản phẩm đạt 34.3 triệu VND/tấn (-14% yoy).
- **Biên lợi nhuận gộp đạt 16.0%, tăng 0.7 điểm % so với cùng kỳ**, do (1) Sản lượng mua thu mua ngoài giảm; (2) Kỳ vọng giá bán cao su phục hồi vào giai đoạn cuối năm.

2. Mảng khu công nghiệp:

- **Doanh thu mảng khu công nghiệp đạt 232 tỷ VND (-3% yoy)**, nhờ ghi nhận một lần 7 ha tại KCN Tân Bình và doanh thu KCN phân bổ hàng năm đạt 43 tỷ VND.
- **Biên lợi nhuận gộp đạt 74.3%, tăng 0.4 điểm % so với cùng kỳ** nhờ giá thuê tăng nhẹ.

Trong năm 2024, BSC dự báo PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt **1,856 tỷ VND (+5% yoy)**, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt **744 tỷ VND (+51% yoy)** dựa trên giả định:

(1) Doanh thu mảng cao su đạt 1,182 tỷ VND (+5% yoy) nhờ sản lượng khai thác tại Campuchia tăng bù đắp cho sự thiết hụt ở Bình Dương do chuyển đổi đất để làm KCN và giá cao su phục hồi khi tình hình kinh tế ổn định trở lại,

(2) Doanh thu mảng KCN tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 449 tỷ VND (+93% yoy) nhờ KCN Tân Lập I đi vào hoạt động,

(3) Thu nhập cổ tức và lãi từ NTC và VSIP III đạt 509 tỷ VND.

Hình. Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023-2024

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,571	1,856
Cao su + Gỗ	1,476	1,342	1,124	1,182
Khu công nghiệp	253	240	232	449
Lãi gộp	516	402	381	527
Cao su + Gỗ	342	205	180	165
Khu công nghiệp	180	177	172	331
Thu nhập tài chính	237	179	144	489
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(21)	(22)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(20)	(17)	(21)	(22)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	(14)	30	27	101
Chi phí BH	(32)	(41)	(30)	(36)
Chi phí QLDN	(115)	(116)	(93)	(115)
Lãi từ HĐKD	566	433	407	943
Thu nhập khác, ròng	31	694	219	-
LNTT	597	1,127	626	943
Thuế TNDN	(84)	(201)	(106)	(159)
LNST	513	926	521	784
Lợi ích CĐKKK	36	40	26	40
LNST Công ty mẹ	477	886	494	744

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **PHR** với giá trị hợp lý năm 2023 là **57,300 VNĐ/CP (Upside 18%** so với giá đóng cửa ngày 04/07/2023), dựa trên phương pháp định giá RNAV đối với mảng Khu công nghiệp cho dự án KCN Tân Bình và 2 dự án chúng tôi đánh giá có tính khả thi cao nhất bao gồm: KCN Tân Lập và KCN Tân Bình mở rộng; DCF cho mảng cao su với tỷ lệ chiết khấu WACC = 15%, P/E cho mảng gỗ với P/E mục tiêu = 7.7 tương ứng với P/E trung bình các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu là 50% đối với khu công nghiệp Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng để phản ánh rủi ro tiến độ mở khóa các dự án khu công nghiệp này chậm hơn kỳ vọng. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 30% cho NTC để phản ánh rủi ro ghi nhận lợi nhuận của KCN Nam Tân Uyên mở rộng.

Hình. Giả định WACC

Giả định	Giá trị hợp lý
Phần bù rủi ro thị trường	11.13%
Lãi suất phi rủi ro	4.37%
Beta điều chỉnh	1.00
Chi phí sử dụng nợ	6%
Tỷ lệ nợ	3%
Chi phí sử dụng vốn	15.5%
Tỷ lệ vốn	97%
WACC	15.18%

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình. Định giá cổ phiếu

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý
Cao su	DCF		1,043
Khu công nghiệp	RNAV		2,028
Tân Bình			112
Tân Lập 1		50%	324
Tân Bình mở rộng		50%	1,592
Gỗ	P/E		86
VSIP III	RNAV		1,113
NTC	RNAV	30%	2,293
(+) Tiền và tương đương tiền			656
(+) Đầu tư ngắn hạn (trừ LDLK)			817
(-) Nợ vay			(267)
Giá trị doanh nghiệp			7,769
SLCP đang lưu hành (triệu CP)			135
Giá mục tiêu			57,300
Tiềm năng tăng giá			18%

Nguồn: BSC Research dự báo

PHR hiện đang được giao dịch ở mức P/B trượt = 1.9x thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm = 2.4x và P/B FWD 2024 = 1.5x thấp hơn so với vùng đáy trong giai đoạn 2021-2022. Với tiềm năng quỹ đất KCN và lợi nhuận dự báo tăng mạnh từ

khảo đầu tư tại NTC và VSIP III, BSC cho rằng, NPATMI của PHR giai đoạn trong năm 2024 có thể đạt mức tăng trưởng > 50%. Do đó, chúng tôi đánh giá mức định giá hiện tại rẻ để mua trong dài hạn.

Hình. Định giá P/B giai đoạn 2017-2023



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

V. RỦI RO

1. Giá cao su giảm mạnh hơn so với kỳ vọng.
2. Tiến độ chuyển đổi đất trồng cao su sang phát triển khu công nghiệp kéo dài do (1) thủ tục pháp lý phức tạp và (2) quỹ đất phải phát triển đồng bộ với quy hoạch của tỉnh.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,571	1,856
Giá vốn hàng bán	(1,429)	(1,307)	(1,190)	(1,329)
Lợi nhuận gộp	516	402	381	527
Chi phí bán hàng	(32)	(41)	(30)	(36)
Chi phí QLDN	(115)	(116)	(93)	(115)
Lãi/Lỗ HĐKD	369	245	257	375
Doanh thu tài chính	237	179	144	489
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(21)	(22)
Chi phí lãi vay	(20)	(17)	(21)	(22)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	31	694	219	-
Lợi nhuận trước thuế	597	1,127	626	943
Thuế thu nhập DN	(84)	(201)	(105)	(159)
LN sau thuế	513	926	521	784
CĐTS	36	40	26	40
LNST-CĐTS	477	886	494	744
EPS	3,375	6,265	3,648	5,494

CĐKT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và TĐ tiền	139	166	656	111
Đầu tư ngắn hạn	1,898	2,234	1,860	2,145
Phải thu ngắn hạn	273	238	234	266
Tồn kho	336	321	259	375
TS ngắn hạn khác	91	97	78	95
TS ngắn hạn	2,737	3,056	3,087	2,992
TS cố định	1,743	1,767	1,604	1,490
TS dở dang dài hạn	531	521	637	1,315
ĐT dài hạn	377	383	383	383
TS dài hạn khác	435	404	489	981
TS dài hạn	3,288	3,273	3,300	4,344
Tổng TS	6,025	6,329	6,387	7,336
Phải trả người bán	50	77	31	84
Vay ngắn hạn	176	119	120	136
Nợ ngắn hạn khác	964	1,097	908	1,055
Tổng Nợ ngắn hạn	1,190	1,293	1,059	1,275
Vay dài hạn	242	146	147	171
Nợ dài hạn khác	1,484	1,455	1,407	1,372
Tổng Nợ dài hạn	1,726	1,601	1,554	1,543
Tổng Nợ	2,916	2,894	2,613	2,818
Vốn góp	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
LN để lại	291	500	935	1,613
Vốn chủ khác	1,321	1,408	1,312	1,377
CĐTS	121	151	151	151
Tổng Vốn CSH	3,109	3,435	3,773	4,518
Tổng nguồn vốn	6,025	6,329	6,387	7,336
Số lượng CP lưu hành (tr)	135	135	135	135

LCTT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
LỖ/LNTT	597	1,127	626	943
Khấu hao và phân bổ	113	124	198	165
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	509	1,064	539	907
LCTT từ HĐKD	255	780	253	417
Tiền chi mua TSCĐ	(115)	(127)	(23)	(39)
LCTT từ HĐ Đầu tư	315	(231)	234	(1,001)
Tiền chi trả cổ tức	(636)	(362)	-	-
Tiền từ vay ròng	(222)	(161)	2	40
LCTT từ HĐTC	(858)	(523)	2	40
Dòng tiền đầu kỳ	428	139	166	656
Tiền trong kỳ	(289)	27	490	(544)
Dòng tiền cuối kỳ	139	166	656	111

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.30	2.36	2.92	2.35
Hệ số TT nhanh	2.02	2.12	2.67	2.05
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.48	0.46	0.41	0.38
Hệ số Nợ/VCSH	0.94	0.84	0.69	0.62
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	80	92	89	87
Số ngày phải thu	13	14	15	14
Số ngày phải trả	13	18	17	16
CCC	80	88	87	85
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	27%	24%	24%	28%
LNST	26%	54%	33%	42%
ROE	17%	27%	13.80%	17.36%
ROA	9%	15%	8.15%	10.69%
Định giá				
P/E	9.74	6.28	13.27	8.81
P/B	2.46	1.70	1.81	1.50
P/S	4.97	3.12	4.17	3.53
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	19%	-12%	-8%	18%
Tăng trưởng LNTT	-57%	89%	-44%	51%
Tăng trưởng EPS	-54%	86%	-42%	51%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

