

## Vài nét về doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp cao su có quy mô lớn nhất trong hệ thống Tập đoàn Cao su Việt Nam với vườn cây tập trung chủ yếu trên địa bàn tỉnh Bình Dương & Cambodia. Ngoài ra, PHR có tham gia phát triển và sở hữu cổ phần, lợi ích tại các dự án KCN trên địa bàn Bình Dương.

## Khuyến nghị

Giá mục tiêu **67.957**

## Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	BDS, Cao su
Thị giá (VNĐ)	65.300
Biến động 1 năm	50.000 – 66.000
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	557.500
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.699
P/E	16,3x
P/B	1,9x
%NN sở hữu	4,79%

## Diễn biến giá



	1T	3T	12T
PHR	5%	10%	20%
VNindex	3%	2%	4%

## Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	<1%
Quý ngoại	<5%

## Chuyên viên phân tích

Trương Anh Quốc

[taquoc@vcbs.com.vn](mailto:taquoc@vcbs.com.vn)

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## CHUYỂN BIẾN TÍCH CỰC TẠI CÁC DỰ ÁN KCN

### ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi đánh giá triển vọng cơ bản PHR tương đối lạc quan trong năm 2025 dựa trên: (1) Hoạt động kinh doanh sản phẩm cao su tăng trưởng về nhu cầu và giá bán; (2) PHR có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê các KCN mới trong 1-2 năm tiếp theo, và (3) Nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ khi các dự án KCN, KĐT lần lượt được chấp thuận đầu tư.

Trong năm 2025, VCBS dự báo doanh thu của PHR đạt **1.833 tỷ đồng (+11% yoy)**, LN thuần đạt **651 tỷ đồng (+31% yoy)**. Chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của cổ phiếu PHR là **67.957 VND/ cổ phiếu**.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Giá cao su tự nhiên được dự báo sẽ giữ ở mức ổn định** - giá bán ước tính không dưới 38 triệu đồng/tấn trong năm 2025, đồng thời sản lượng dự kiến tăng nhẹ, tác động tích cực đến KQKD mảng cao su của PHR.

**Dòng tiền cải thiện tại các dự án khu công nghiệp mới:** KCN Nam Tân Uyên MR giai đoạn 2 dự kiến sẽ ký thêm MOU và sớm hoàn thiện hạ tầng, KCN VSIP III dự báo sẽ cho thuê mới trên 20ha hàng năm, đóng góp tích cực vào dòng tiền phân bổ cho PHR. Ngoài ra, các dự án KCN Tân Bình mở rộng, KCN Tân Lập 1 dự kiến sẽ được chấp thuận đầu tư và bắt đầu đóng góp tích cực vào dòng tiền cho thuê từ giai đoạn 2026 – 2027.

**Trong dài hạn, tỉnh Bình Dương định hướng sẽ thực hiện chuyển đổi mục đích dẫn 10.868 ha diện tích nông trường cao su của PHR thành các dự án KCN – đô thị - dịch vụ.** Với giá đền bù khoảng trên 1,3 tỷ đồng/ha, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận thu nhập khoảng trên 200 tỷ đồng/ năm từ tiền đền bù trong các năm tiếp theo.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	1.351	1.633	1.833	1.778
+/- yoy (%)	-20,92%	20%	11%	-2,43%
LN thuần (tỷ đồng)	620	495	651	1.117
+/- yoy (%)	-30,33%	-25%	31%	71,43%
TS LN góp (%)	24,16%	25,91%	26,58%	26,58%
TS LN ròng (%)	45,78%	24,54%	35,74%	62,80%
EPS - TTM (VND)	4.574	3.184	4.808	8.242

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

### Tóm tắt biến động kinh doanh 2024

Tiêu chí	2023	2024	%YOY	Chú thích
Doanh thu	1.351	1.633	20%	
Mủ cao su & SP khác	1.098	1.531	36%	
Doanh thu tài chính	179	188	5%	Trong năm 2024, công ty đạt sản lượng cao su tiêu thụ trên 33 nghìn tấn (+9% yoy) với mức giá bán trung bình đạt khoảng 45 triệu đồng/tấn (+28% yoy). Riêng tháng 12, giá cao su trong nước tăng mạnh lên đến 54 triệu đồng/tấn, giúp cho doanh thu năm 2024 tăng mạnh.
Thu nhập khác	364	71	-80%	Công ty ghi nhận 71 tỷ đồng thu nhập khác trong năm 2024, giảm mạnh so với cùng kỳ do thiếu hụt nguồn thu từ đền bù đất, dẫn đến việc LNST sụt giảm 25% so với năm 2023.
Biên LN gộp	22,7%	26%		
LNST	661	495	-25%	

### HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Lũy kế năm 2024, PHR đạt doanh thu 1.633 tỷ đồng (+20% yoy), LNST đạt 495 tỷ đồng (-25% yoy).** Trong năm 2024, công ty đạt sản lượng cao su tiêu thụ trên 33 nghìn tấn (+9% yoy). Nhờ mặt bằng giá bán đầu ra tăng mạnh, trung bình đạt khoảng 45 triệu đồng/tấn (+28% yoy), giúp lãi ròng tăng trưởng (riêng tháng 12, giá cao su trong nước tăng mạnh lên đến 54 triệu đồng/tấn). Mặc dù doanh thu tăng trưởng, LNST giảm do công ty ghi nhận giảm thu nhập từ đền bù đất trong năm 2024. Cụ thể:

- **Màng sản xuất và chế biến cao su** duy trì là nguồn đóng góp chủ đạo với doanh thu đạt trên 1.5 nghìn tỷ đồng (+35% yoy) do: (1) Sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức tốt, (2) Giá bán mũ thành phẩm tăng so với cùng kỳ nhờ đà tăng của giá cao su thế giới. Giá bán mũ cao su trung bình năm 2024 đạt khoảng 45 triệu đồng/tấn (+28% yoy) giúp cho lợi nhuận tăng trưởng. Đáng chú ý, giá cao su tăng mạnh đạt mức 54 triệu đồng/tấn trong tháng 12.2024.
- **Doanh thu cho thuê đất KCN** giảm mạnh còn 105 tỷ đồng (-53% yoy) do KCN Tân Bình (H.Bắc Tân Uyên, Bình Dương) không còn quỹ đất sẵn sàng cho thuê. Trong đó lợi nhuận từ NTC đóng góp ổn định với 57 tỷ lợi nhuận từ liên doanh - liên kết (và thực hiện trả cổ tức 47 tỷ đồng) trong năm 2024.
- **Tuy nhiên, thu nhập khác giảm mạnh** do thiếu hụt nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su cũ. Cụ thể, PHR đã nhận tiền bồi thường gần 56 tỷ đồng từ KCN VSIP III trong năm 2024 (cùng kỳ là 283 tỷ đồng).

**SỨC KHỎE TÀI CHÍNH**

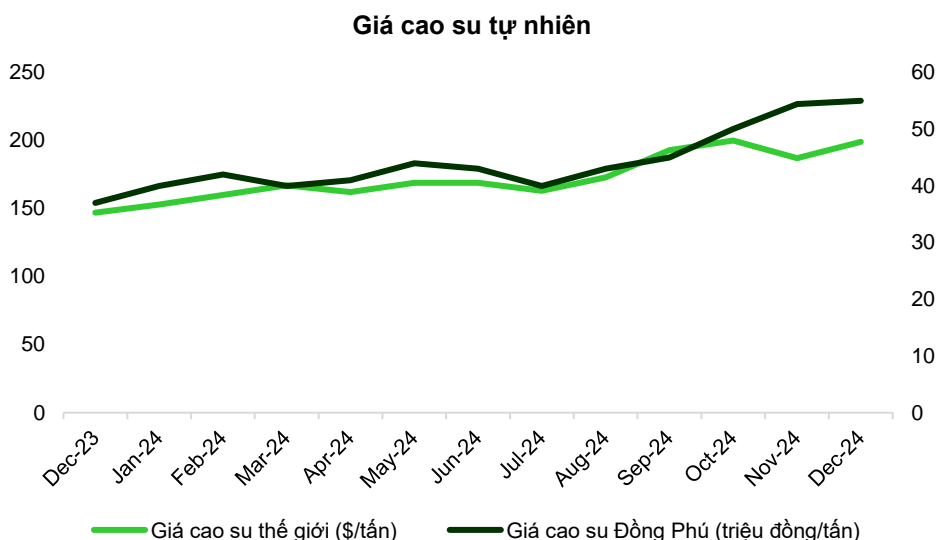
Kết thúc năm 2024, Tổng tài sản của PHR giảm nhẹ, đạt 5.943 tỷ đồng (-3% so với đầu năm).

**Doanh thu chưa thực hiện** (khoản tiền nhận trước từ bên thuê khu công nghiệp) đạt gần 1,4 nghìn tỷ đồng (tương đương so với cùng kỳ).

**PHR đưa số dư nợ vay tài chính dài hạn về 0** trong năm 2024. Với lượng Tiền/Tiền gửi dôi dào, đạt 1.873 tỷ đồng (chiếm 31% tổng tài sản) và không có dư nợ vay, chúng tôi đánh giá PHR có sức khỏe tài chính ổn định.

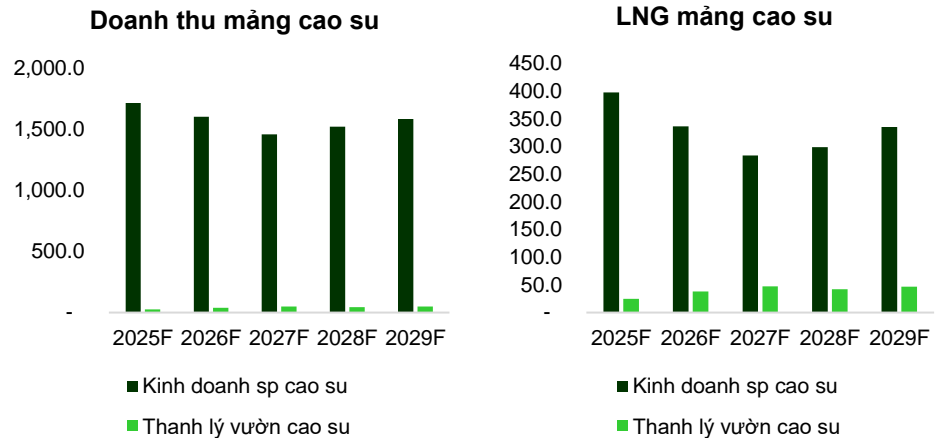
**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**
**Giá cao su kì vọng tiếp tục neo cao trong năm 2025**

Trong năm 2024, giá cao su xuất khẩu đã ghi nhận mức tăng đáng kể (khoảng 20 – 30% yoy), nguyên nhân chủ yếu do (1) điều kiện thời tiết bất lợi ở các khu vực sản xuất chính tại châu Á (đặc biệt là Thái Lan), và (2) Ngành sản xuất ô tô điện tại Trung Quốc dần phục hồi và gia tăng nhu cầu với lốp xe.



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

VCBS cho rằng giá cao su tự nhiên năm 2025 nhiều khả năng sẽ tiếp tục neo cao do các yếu tố về nguồn cung khan hiếm và tình trạng thời tiết bất lợi vẫn tiếp tục được duy trì đến ít nhất năm 2026. Chúng tôi dự đoán giá cao su đầu ra của PHR sẽ duy trì mặt bằng trên 38 triệu đồng/tấn trong năm 2025. Với năng suất khai thác trung bình trên 1,4 tấn cao su/ha, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh sản phẩm cao su sẽ đem lại khoảng 1.700 tỷ đồng doanh thu cho PHR trong năm 2025.

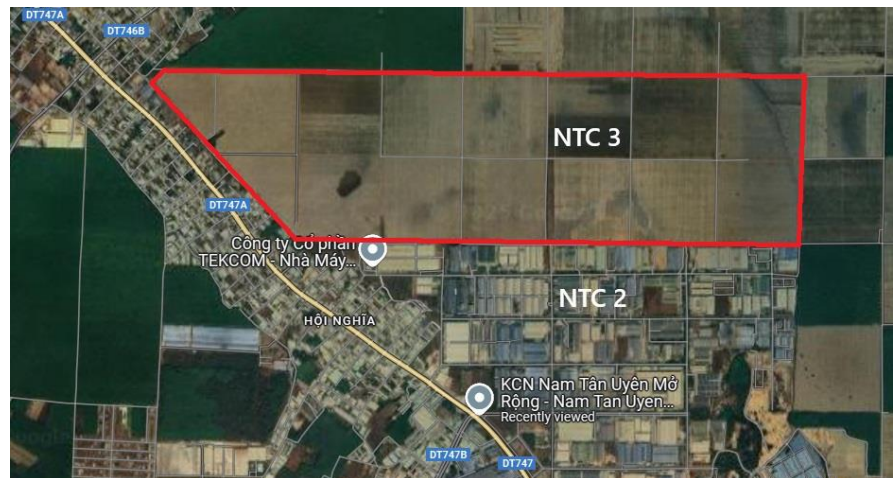


Nguồn: VCBS tổng hợp

### Dòng tiền cải thiện tại các dự án khu công nghiệp mới

Trong giai đoạn 1 - 3 năm tới, chúng tôi đánh giá tiến độ cho thuê, đóng góp dòng tiền và thông qua các điều kiện pháp lý của danh mục dự án KCN của PHR (bao gồm các dự án sở hữu gián tiếp) sẽ được đẩy nhanh đáng kể. Cụ thể:

- **Dự án KCN Nam Tân Uyên MR GD2 (NTC 3):** Diện tích 344ha, PHR nắm giữ 32.8% vốn góp. Tại thời điểm đầu năm 2025, dự án đang trong giai đoạn xin cấp giấy phép xây dựng – giai đoạn cuối cùng trước khi cho thuê. Hiện tại dự án đã ký MOU 35% diện tích thương phẩm, ước tính diện tích thương phẩm còn lại khoảng hơn 160ha với giá thuê dự kiến trên 140 USD/m<sup>2</sup>. Chúng tôi đánh giá dự án sẽ nhanh chóng hoàn thiện hạ tầng để cho thuê do đã hoàn thiện thủ tục giải phóng mặt bằng.

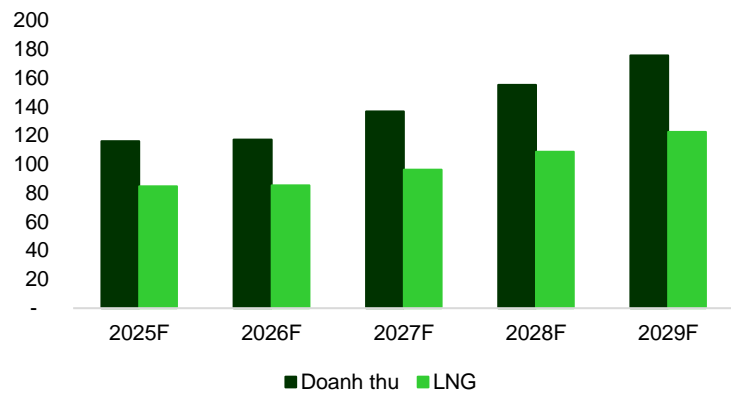


- **Dự án KCN VSIP 3:** Diện tích 1000ha, PHR thỏa thuận nhận được phần tương ứng 20% lợi nhuận từ việc cho thuê đất tại VSIP 3. Trong năm 2024, có hơn 30 công ty quan tâm KCN trên tương đương 176 ha đất công nghiệp và khoảng 1,8 tỷ USD vốn đầu tư, trong đó có dự án xây dựng nhà máy của Tập đoàn LEGO (Đan Mạch) quy mô 1,3 tỷ USD. Ước tính KCN VSIP 3 có thể ký hợp đồng thuê trên 20ha hàng năm với giá thuê dự kiến trên 120 USD/m<sup>2</sup>.



- **Dự án KCN Tân Lập 1:** Dự án đang được hoàn thiện quy hoạch chi tiết 1/2000 với tỷ lệ góp vốn của PHR là 51%. Với diện tích giai đoạn 1 là 200 ha tại TP.Tân Uyên, VCBS ước tính KCN này sẽ tạo ra dòng tiền cho thuê đất trên 400 tỷ đồng/năm sau khi hoàn thiện các thủ tục pháp lý và đưa vào hoạt động kinh doanh.

**Doanh thu/LNG mảng BĐS KCN**



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Chúng tôi dự phóng PHR sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận cho thuê từ các KCN mới bao gồm Nam Tân Uyên MR GĐ2 và Tân Lập 1 từ sau năm 2025. Kỳ vọng các KCN của PHR sẽ ký hợp đồng thuê 15 - 20ha/năm với mức giá cho thuê trên 120 USD/m<sup>2</sup> – đem về dòng tiền cho thuê đất khoảng trên 500 tỷ đồng/năm.

#### **Gia tăng tiền đền bù từ việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất**

Tại cuối năm 2024, tỉnh Bình Dương đã hoàn thành thông qua quy hoạch chung, cập nhật chỉ tiêu sử dụng đất và công bố bảng giá đất mới. Đây là cơ sở quan trọng để: (1) Thông qua chấp thuận đầu tư và các bước pháp lý cần thiết cho các dự án KCN, KĐT trên địa bàn, (2) Tính toán phương án và đơn giá đền bù. Tiêu biểu là dự án Khu Công nghiệp tập trung chuyên ngành cơ khí 786ha (Thaco làm chủ đầu tư) được chấp thuận đầu tư và quy hoạch ngay từ đầu năm 2025.

Theo đó, VCBS đánh giá thu nhập từ đền bù đất của PHR dự báo sẽ có sự cải thiện mạnh mẽ trong các năm tới. Trong dài hạn, tỉnh Bình Dương định hướng sẽ thực hiện chuyển đổi 10.868 ha diện tích nông trường cao su của PHR thành các dự án KCN – đô thị - dịch vụ. Với giá đền bù trên 1,3 tỷ đồng/ha, chúng tôi kỳ vọng công



ty có thể ghi nhận thu nhập khoảng trên 200 tỷ đồng/ năm từ tiền đền bù trong các năm tiếp theo.

*Kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng đất của PHR - định hướng đến 2050*

Mục đích	Diện tích chuyển đổi (ha)
Phát triển KCN	4,690
Phát triển cụm công nghiệp	1,019
Phát triển khu dân cư	1,260
KCN ứng dụng CNC	1,462
Hạ tầng địa phương	1,121
Mục đích khác	945

*Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp*

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự báo KQKD

**Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng PHR đạt doanh thu 1.833 tỷ đồng (+11% yoy), LNST đạt 651 tỷ đồng (+31% yoy) – tương ứng EPS 4.808 đồng/cp.** Trong đó:

**Mảng kinh doanh sản phẩm cao su & SP khác** kỳ vọng đem lại doanh thu khoảng 1,7 nghìn tỷ đồng (+12% yoy) với sản lượng cao su tiêu thụ vào khoảng trên 33 nghìn tấn (tương đương so với cùng kỳ).

**Mảng cho thuê BĐS KCN** ước tính chưa có sự tăng trưởng mạnh so với năm 2024. Mảng này sẽ bắt đầu có sự tăng trưởng kể từ năm 2026-2027 khi các dự án KCN mới bắt đầu bàn giao mặt bằng.

**Đối với doanh thu từ việc nhận tiền đền bù đất**, chúng tôi dự phóng thận trọng PHR có thể ghi nhận đền bù trên 100ha đất với đơn giá đền bù khoảng 1,3 tỷ đồng/ha.

### Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **67.957 đồng/cp** dựa trên phương pháp định giá từng phần bằng chiết khấu dòng tiền của từng mảng hoạt động kết hợp với phương pháp so sánh.

**Định giá từng phần bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền:**

Mảng hoạt động	Định giá (tỷ đồng)
<i>Kinh doanh sp cao su</i>	2,469
<i>Khu công nghiệp (bao gồm lợi ích từ công ty liên doanh liên kết)</i>	2,750
<i>Đền bù BĐS</i>	2,757
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>7,976</b>
Nợ vay ròng	1,813
Số lượng cp	135,499,198
<b>Giá trị hợp lý/cp</b>	<b>72,240</b>

**Định giá bằng phương pháp so sánh:**

Mã cp	P/B
PHR	1.83
DRI	1.68
TNC	1.84
DRC	1.69
ACG	1.65
<b>Trung bình</b>	<b>1.74</b>
BVPS	35,857
<b>Giá trị hợp lý/cp</b>	<b>62,319</b>

**Tổng hợp phương pháp định giá:**

Phương pháp	Giá trị hợp lý/cp	Tỷ trọng
Chiết khấu dòng tiền	72,240	55%
So sánh P/B	62,319	45%
<b>Giá trị hợp lý/cp</b>	<b>67,957</b>	

**ĐÁNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Chúng tôi đánh giá triển vọng cơ bản PHR tương đối lạc quan trong năm 2025 dựa trên: (1) Hoạt động kinh doanh sản phẩm cao su tăng trưởng về nhu cầu và giá bán; (2) PHR có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê các KCN mới trong 1-2 năm tiếp theo, và (3) Nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ khi các dự án KCN, KĐT lần lượt được chấp thuận đầu tư.

Chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của PHR là **67.957 đồng/cp** dựa trên triển vọng của doanh nghiệp trong các năm tới.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Phạm Hồng Quân, CFA**

Trưởng nhóm phân tích

[phquan@vcbs.com.vn](mailto:phquan@vcbs.com.vn)

**Trương Anh Quốc**

Chuyên viên phân tích

[taquoc@vcbs.com.vn](mailto:taquoc@vcbs.com.vn)

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>