

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 chung 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 (cũ).

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

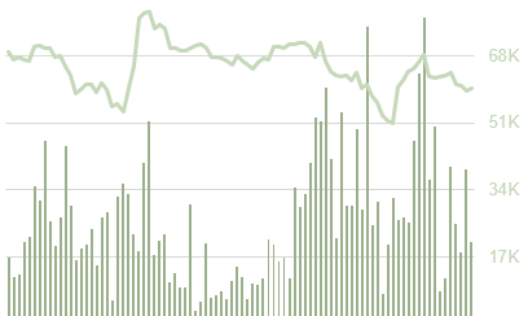
Giá mục tiêu (VND)

62.409 VND

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	KCN, Bất động sản
Thị giá (05/11/2025)	54.900
Biến động 1 năm	46.200 – 68.000
KLGD bình quân 52T (cp)	8.132.284
Vốn hóa (Tỷ đồng)	17.919
P/E	9.21
P/B	3.27
%NN sở hữu	17,65%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

thtlinh@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

Bloomberg: VCBS <GO>

TÁI KHỞI ĐỘNG CHU KỲ LỢI NHUẬN

ĐÁNH GIÁ:

VCBS kỳ vọng lợi nhuận PHR trong năm 2026 sẽ ghi nhận mức tích cực nhờ: (1) Giá cao su tiếp tục duy trì tại nền cao, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp; (2) Nguồn thu từ các khoản tiền đền bù đất dự báo tăng trưởng mạnh khi quy hoạch & thủ tục đầu tư các dự án trên địa bàn đã được thông qua.

Trong dài hạn, động lực của PHR sẽ đến từ các dự án KCN hiện đang xin chủ trương đầu tư. Cho các tháng còn lại của năm 2025, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu PHR với mức định giá hợp lý là **62.409 VND/cổ phiếu**, chờ đợi những diễn biến đột phá từ các dự án KCN trên đất cao su của doanh nghiệp.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Giá cao su duy trì ổn định ở nền cao hỗ trợ biên lợi nhuận

Xuất khẩu cao su Việt Nam trong quý 3 tiếp tục ghi nhận mức tích cực cả về sản lượng và giá bán. VCBS kỳ vọng giá cao su cuối năm 2025 và năm 2026 sẽ tiếp tục neo ở mức cao (trên 46 triệu đồng/tấn) nhờ: (1) Nhu cầu cao su tại Trung Quốc vẫn duy trì khá ổn định, và (2) Nguồn cung hạn chế do ảnh hưởng bởi thời tiết và thu hẹp diện tích cây trồng.

Kỳ vọng dòng tiền từ đền bù đất phục hồi từ 2026.

Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền đền bù đất của PHR sẽ phục hồi đáng kể từ năm 2026 khi thủ tục triển khai các dự án hạ tầng đã được đẩy nhanh hoàn tất. Trong đó, riêng dự án KCN Bắc Tân Uyên (Thaco làm chủ đầu tư) kỳ vọng mang về 2.000 – 3.000 tỷ đồng tiền đền bù đất cho PHR trong giai đoạn 2026 - 2028.

Dòng tiền phân bổ từ các dự án KCN cải thiện

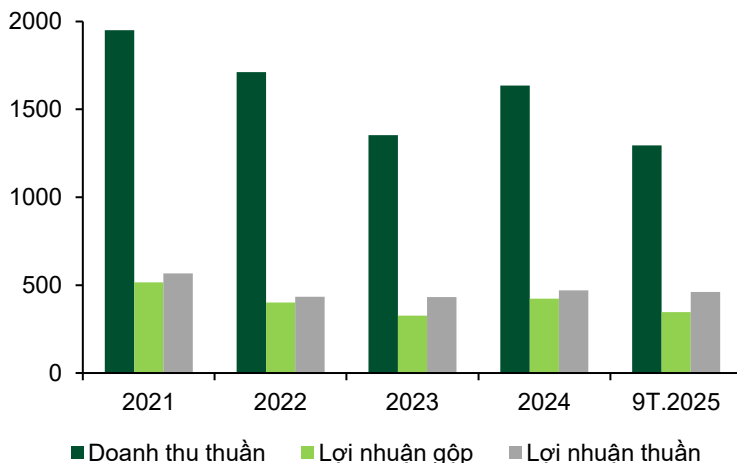
Hai dự án lớn mà PHR có lợi ích gồm KCN VSIP III và Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTU-III) đều ghi nhận diễn biến tích cực trong năm 2025 trong bối cảnh hoạt động cho thuê còn chịu tác động từ thuế quan. VSIP III đạt tốc độ cho thuê rất tốt với khi ký cho thuê dự án nhà máy SAM DigitalHub với diện tích 50 ha. Ngoài ra, KCN NTU-III sẽ bàn giao 43 ha trong năm 2025, tương ứng lợi nhuận phân bổ về PHR khoảng 54 tỷ đồng.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	1.354	1.635	1.733	1.705
+/- yoy (%)	-20,92%	20,78%	6,00%	-1,64%
LN thuần (tỷ đồng)	620	460	651	1.260
+/- yoy (%)	-30,33%	-25,76%	41,47%	93,59%
TS LN gộp (%)	24%	26%	26%	24%
TS LN ròng (%)	49%	30%	39%	78%
EPS - TTM (VND)	4.309	3.115	4.786	9.264

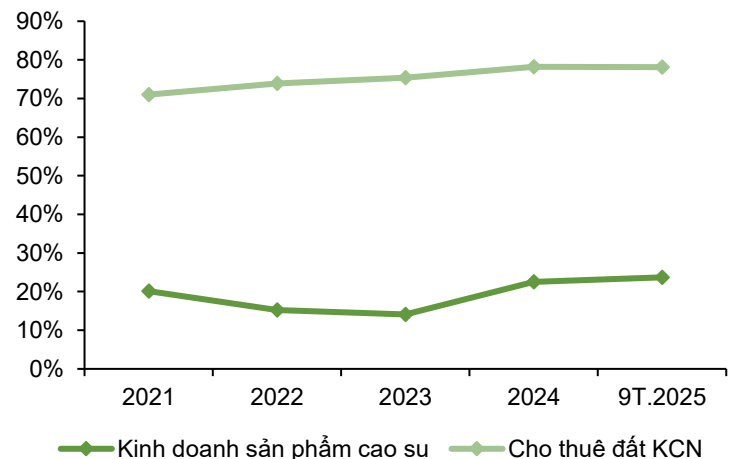
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 9T.2025

Đơn vị: Tỷ VND	9T.2024	9T.2025	%YoY	Đánh giá
Doanh thu thuần	1.007	1.296	+28,7%	
<i>Bán thành phẩm</i>	933	1.215	+30%	Đóng góp bởi: sản lượng tiêu thụ tăng 12% (đạt 20 tấn), giá bán bình quân tăng 14% (49 triệu đồng/tấn).
<i>Cho thuê đất KCN</i>	48,19	64,59	+33,2%	
Lợi nhuận gộp	212,8	347,2	+63.2%	
Doanh thu từ HĐTC	111,2	148,2	+33,2%	
Chi phí tài chính	16,13	4,7	-70,86%	
Thu nhập khác	6,64	134,2	+1921%	Trong đó tiền đền bù từ các dự án là: VSIP III (120 tỷ đồng); Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành (6,9 tỷ đồng)
Lãi lỗ từ công ty liên doanh liên kết	63,86	49,47	-22,53%	
LNST	252,95	462	+82,64%	

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của PHR (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính của PHR



Nguồn: PHR, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Giá cao su dự báo duy trì ổn định ở nền cao, hỗ trợ biên lợi nhuận

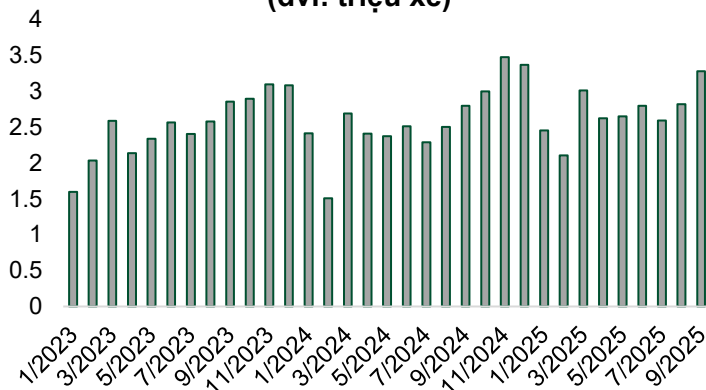
Mặc dù đã có sự hạ nhiệt nhất định từ đầu năm 2025, giá cao su tự nhiên và biên lợi nhuận mông cao su của PHR vẫn ở mức khá tốt nhờ đà tăng của cao su thể giới kéo dài từ năm 2024. Trong giai đoạn 2025-2026, VCBS đánh giá hiệu quả kinh doanh mông này sẽ tiếp tục được duy trì tích cực, xét đến việc: (1) Giá cao su tiếp tục neo cao (2) Năng suất vườn cây cao su của PHR được dự báo cải thiện trong các năm tới.

Đối với giá cao su: VCBS kỳ vọng **giá cao su sẽ duy trì ở mức cao (trên 46 triệu đồng/tấn)** trong giai đoạn cuối 2025-2026, điều này được hỗ trợ bởi hai yếu tố:

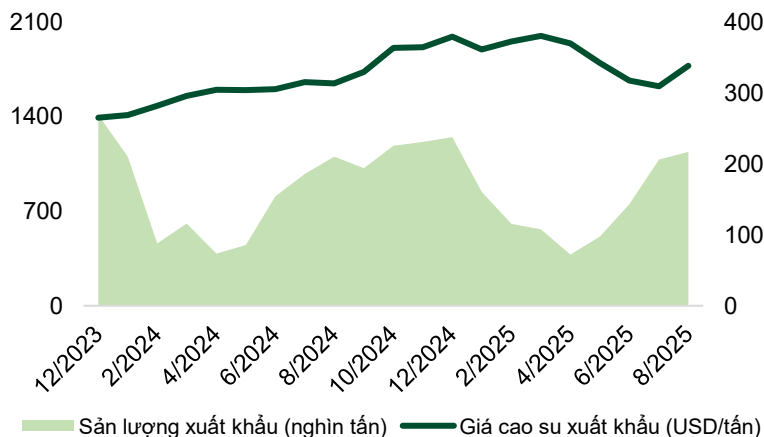
- (1) **Nhu cầu cao su tại Trung Quốc vẫn duy trì khá ổn định.** Tuy vậy, chúng tôi đánh giá sản lượng ô tô điện tại Trung Quốc (nguồn tiêu thụ quan trọng của cao su tự nhiên để làm lốp xe) dự kiến sẽ không tăng mạnh như giai đoạn 2020–2025 do các gói hỗ trợ từ Chính phủ đã cơ bản chấm dứt khi thị trường gặp tình trạng thừa cung và Trung Quốc định hướng lại các ngành công nghiệp trọng yếu.
- (2) **Nguồn cung cao su hạn chế:** Sản lượng khai thác tại các quốc gia xuất khẩu chủ lực (bao gồm Việt Nam) tiếp tục bị ảnh hưởng bởi thời tiết mưa nhiều, trong khi diện tích trồng cao su có xu hướng thu hẹp do chuyển đổi đất sang các KCN, khu đô thị và hạ tầng.

Đối với năng suất vườn cây cao su: Năng suất vườn cây cao su của PHR được dự báo cải thiện nhờ: (1) Doanh nghiệp đã hoàn tất việc tái canh toàn bộ diện tích vườn cây Nhóm 3 – nhóm có tuổi đời cao và năng suất mủ thấp, (2) Các vườn cây trồng mới đã bước vào giai đoạn khai thác ổn định sau thời kỳ kiến thiết cơ bản, và (3) Diện tích trồng tại Campuchia (7.664 ha) đang dần bước vào giai đoạn cho năng suất mủ cao, tương ứng với năm thứ 9–10 của chu kỳ cây.

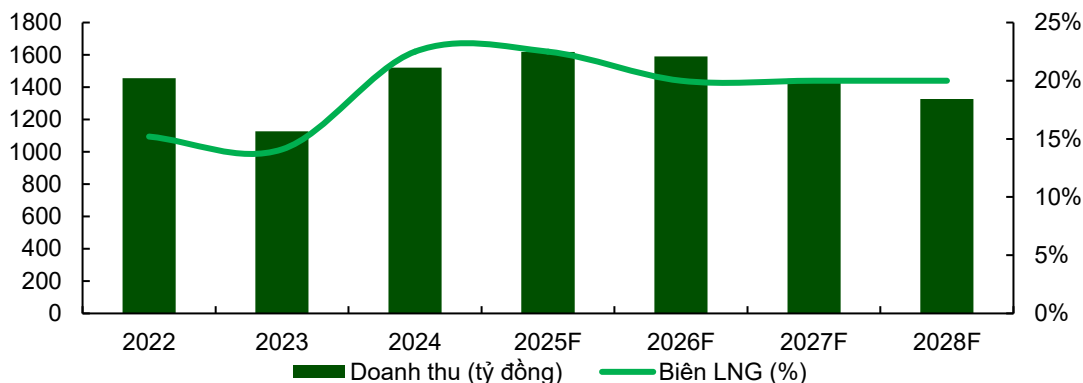
Hình 3: Sản lượng ô tô sản xuất Trung Quốc (đvt: triệu xe)



Hình 4: Giá và sản lượng xuất khẩu cao su Việt Nam



Hình 5: Doanh thu, biên LNG mảng cao su của PHR



Nguồn: PHR, VCBS

Kỳ vọng dòng tiền từ đền bù chuyển đổi đất tăng mạnh

Sau giai đoạn chững lại của doanh thu từ hoạt động thanh lý cây cao su và nhận tiền đền bù đất trong các năm 2024 - 2025. VCBS kỳ vọng nguồn thu trên sẽ hồi phục mạnh mẽ từ năm 2026 khi tiến độ thông qua pháp lý, quy hoạch và triển khai các dự án hạ tầng, KCN trên đất rừng cao su được đẩy nhanh hơn rất nhiều so với giai đoạn trước đó.

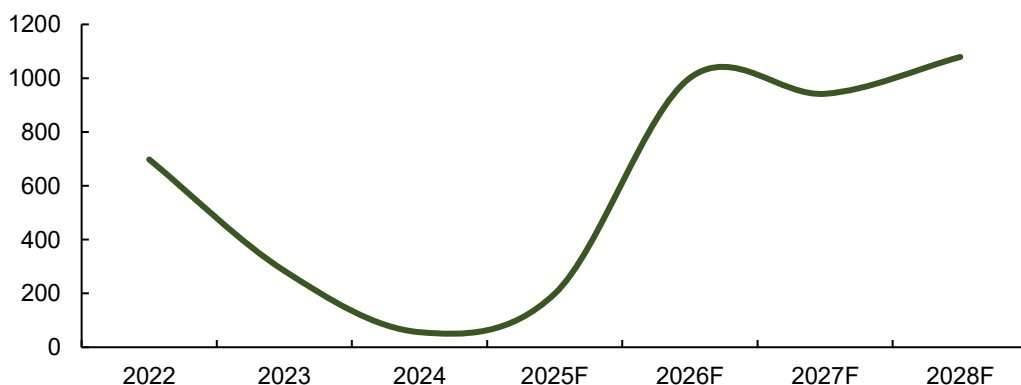
Trong giai đoạn 2026-2028, PHR sẽ nhận được dòng tiền đền bù từ các dự án sau:

Cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành (diện tích chuyển đổi 81 ha): hiện đã nhận được quyết định thu hồi 34 ha của UBND huyện Phú Giáo. Tính đến Q3.2025, PHR đã nhận được tiền đền bù từ dự án là 7 tỷ đồng. VCBS dự phóng doanh thu đền bù đất và thanh lý cây cao su (được chặt bỏ khi bàn giao đất) trong giai đoạn cuối năm 2025 & năm 2026 sẽ đạt khoảng 196 tỷ đồng từ dự án.

Dự án Khu công nghiệp Cơ khí do Thaco làm chủ đầu tư (diện tích chuyển đổi 786 ha): Tại cuối tháng 09.2025, dự án đã được phê duyệt Quy hoạch 1/2000 tại phường Bình Cơ và phường Tân Uyên thuộc thành phố Hồ Chí Minh (Bình Dương cũ). Dự kiến dự án sẽ khởi công trong Q4.2025 và đưa vào hoạt động một phần vào tháng 9/2026. VCBS kỳ vọng diện tích chuyển đổi mỗi năm của dự án khoảng 200-250 ha, tương ứng dòng tiền khoảng 600-750 tỷ/năm cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2028.

Trong dài hạn, tỉnh Bình Dương định hướng sẽ thực hiện chuyển đổi mục đích gần 10.868 ha diện tích nông trường cao su của PHR thành các dự án KCN – Đô thị. Theo đó, chúng tôi cho rằng PHR có thể tiếp tục duy trì tiến độ bàn giao khoảng 200 – 300 ha đất mỗi năm với đơn giá đền bù 2,5 – 3 tỷ đồng/ha.

Hình 6: Thu nhập từ tiền đền bù đất PHR nhận được (đv: tỷ đồng)



Nguồn: PHR, VCBS

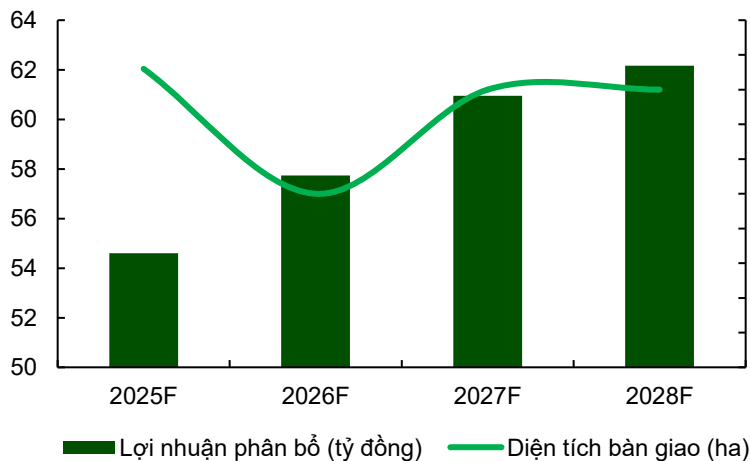
Dòng tiền phân bổ từ các dự án KCN cải thiện

PHR hiện đang được hưởng lợi ích từ hai dự án KCN VSIP III và Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTU-III) tại khu vực phường Tân Uyên, Hồ Chí Minh (Bình Dương cũ) với tổng diện tích thương phẩm khoảng 955 ha. Cả hai dự án đều ghi nhận tốc độ cho thuê khả quan nhờ vị trí thuận lợi và nguồn cung hạn chế tại khu vực Bình Dương.

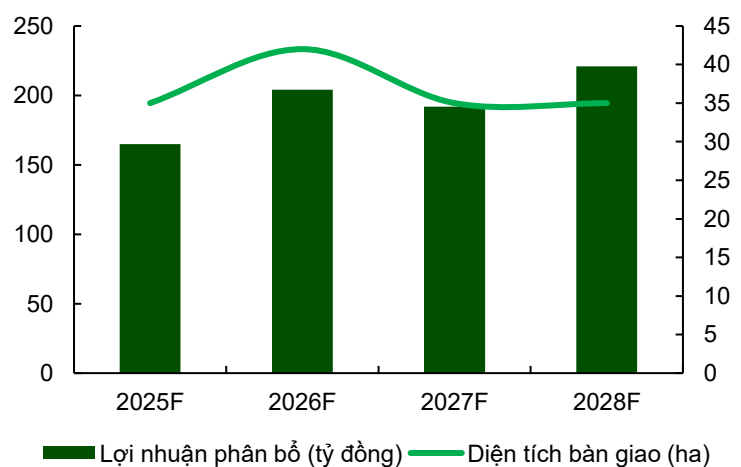
KCN VSIP III (PHR được hưởng 20% lợi nhuận gộp từ cho thuê): dự án được đánh giá cao bởi các doanh nghiệp FDI lớn nhờ năng lực phát triển chuyên nghiệp của VSIP. Do vậy, dự án thu hút các tập đoàn lớn trên thế giới (Lego, Pandora,...) đến đầu tư với mức giá cao so với mặt bằng chung (khoảng 200 USD/m²/kỳ). Trong Q1.2025, VSIP III đã ký hợp đồng với SAM DigitalHub cho thuê 50 ha và có thể bàn giao trong cuối năm nay. VCBS dự kiến KCN có thể duy trì tốc độ cho thuê khoảng 35-40 ha/năm trong các năm tới, đóng góp lợi nhuận hàng năm cho PHR khoảng 200 tỷ/năm.

KCN Nam Tân Uyên Mở rộng giai đoạn 2 (NTU-III) (PHR nắm 33% cổ phần doanh nghiệp): dự án đã hoàn tất nghĩa vụ về tiền thuê đất và bàn giao khoảng 40 ha trong 2024. Năm 2025, diện tích bàn giao dự kiến đạt 43 ha và trong đó PHR được hưởng lợi nhuận khoảng 50-60 tỷ. VCBS đánh giá cao tiềm năng cho thuê của NTU-III nhờ vị trí liền kề VSIP III nhưng giá thuê cạnh tranh hơn (khoảng 140 USD/m²/kỳ), phù hợp với các doanh nghiệp quy mô nhỏ, đóng vai trò phụ trợ cho các doanh nghiệp quy mô lớn tại VSIP III và NTU-II

Hình 4: Tốc độ cho thuê, lợi nhuận phân bổ từ NTU-III



Hình 5: Tốc độ cho thuê, lợi nhuận phân bổ từ VSIP III



Nguồn: PHR, VCBS

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2025 của PHR đạt **1.733 tỷ đồng (+6% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ **651 tỷ đồng (+41,47% yoy)**, tương ứng với EPS là **4.786 VND/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt khoảng **1.705 tỷ đồng (-1,64%)** và lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.260 tỷ đồng (+93,59% yoy)**, tương ứng EPS là **9.264 VND/cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu PHR dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của PHR và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **69.607 VND/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Kinh doanh cao su	3.532
Bất động sản KCN	1.538
Bán thành phẩm xăng dầu	50
Tiền và đầu tư ngắn hạn	1.925
Lợi ích từ đền bù đất	2.129
(Nợ vay ròng)	(45)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(202)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	9.432
Số cổ phiếu (triệu)	136
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	69.607

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **55,042 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
2024	2,04
2023	1,8
2022	1,6
2021	3,2
2020	2,7
2019	2,0
2018	1,7
Trung vị	1,90
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	55.042

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu PHR là **62.409 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	69.607
Phương pháp định giá tương đối	55.042
Kết hợp 2 phương pháp	62.409

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

VCBS kỳ vọng lợi nhuận PHR trong năm 2026 sẽ ghi nhận mức tích cực nhờ: (1) Giá cao su tiếp tục duy trì tại nền cao, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp; (2) Nguồn thu từ các khoản tiền đền bù đất dự báo tăng trưởng mạnh khi quy hoạch & thủ tục đầu tư các dự án trên địa bàn đã được thông qua.

Trong dài hạn, động lực của PHR sẽ đến từ các dự án KCN hiện đang xin chủ trương đầu tư. Cho các tháng còn lại của năm 2025, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu PHR với mức định giá hợp lý là **62.409 VND/cổ phiếu**, chờ đợi những diễn biến đột phá từ các dự án KCN trên đất cao su của doanh nghiệp.

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
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 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 Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

Chuyên viên Phân tích

thtlinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>