

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

Khả quan (từ Trung lập)
+29,3%

Giá hiện tại	VND55.200
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND66.380/ VND39.880
Giá mục tiêu	VND68.400
Giá mục tiêu trước đó	VND60.000
Vs Consensus	-4,3%
Tiềm năng tăng giá	23,9%
Tỷ suất cổ tức	5,4%
Tổng tỷ suất sinh lời	29,3%

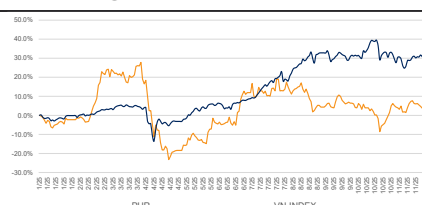
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	285
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,8
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	107
SLCP lưu hành (tr)	135,5
SLCP sau pha loãng(tr)	135,5

	PHR	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	11,2x	11,2x	14,5x
P/B hiện tại	1,8x	2,0x	2,0x
ROA	11,1%	10,4%	2,2%
ROE	16,5%	14,4%	13,7%

*dữ liệu ngày 25/11/2025

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:

Đặng Huy Hoàng

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Khoản đền bù tiềm năng thúc đẩy dòng tiền tích cực

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 23,9 và tỷ suất cổ tức 5,4%. Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 14% sau khi giá cổ phiếu đã tăng 12% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi giảm định giá mảng cao su với kỳ vọng giá bán bình quân (ASP) và sản lượng tiêu thụ thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi bổ sung khoản đền bù Bắc Tân Uyên I vào định giá.
- Giá mục tiêu tương ứng mức P/B 2,3x, cao hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,0x và P/B bình quân năm năm là 1,9x.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu năm 2025-26 giảm 6,3%/21,1% sv dự phóng trước đó, đạt 1.972/2.282 tỷ đồng.
- Chúng tôi áp dụng khoản đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên I vào định giá, kỳ vọng khoản LN tiềm năng khoảng 1.386/815 tỷ đồng.

Luân điểm đầu tư

Mảng cao su có thể chậm lại trong ngắn hạn

Diễn biến giá cao su đảo chiều giảm mạnh tạo sức ép lớn lên các giả định trước đây của chúng tôi. Cùng lúc đó, Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất thế giới cũng đang đối mặt với ngành ô tô dư thừa công suất mang tính cấu trúc và chu kỳ giải phóng hàng tồn kéo dài. Khi nhu cầu suy yếu ở nhiều phía, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% ASP năm 2025 và giảm 9% sản lượng tiêu thụ năm 2026, cho thấy cao su sẽ không còn đóng vai trò là động lực tăng trưởng trong giai đoạn này.

Tâm lý FDI cải thiện tiếp tục củng cố triển vọng dài hạn

Tâm lý FDI theo hướng tích cực hơn rõ rệt sau khi Mỹ điều chỉnh mức thuế theo hướng linh hoạt và có thể đàm phán. Mức thuế hiện tại của Việt Nam ở nhóm tương đồng các nước trong khu vực cùng khả năng tiếp tục đàm phán giảm sâu hơn nữa giúp củng cố niềm tin vào triển vọng thu hút đầu tư dài hạn của Việt Nam. Chúng tôi giữ nguyên phần lớn các dự phóng hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi chuyển thời điểm ghi nhận doanh thu của Tân Lập I từ 2026 sang 2028 do tiến độ triển khai còn hạn chế.

Bắc Tân Uyên I đưa vào định giá, tạo động lực tăng giá quan trọng

Tăng trưởng lợi nhuận của PHR hiện phụ thuộc lớn hơn vào các dự án khu công nghiệp, trong đó Bắc Tân Uyên I trở thành động lực cốt lõi. Dự án đã vượt qua hầu hết yêu cầu pháp lý chính và PHR đang trong giai đoạn tham vấn nội bộ nhằm chuẩn bị cho đàm phán bồi thường với THACO. Dù điều chỉnh ở mảng cao su khiến lợi nhuận cốt lõi giảm nhẹ, khoản thu nhập một lần từ Bắc Tân Uyên I nâng giá mục tiêu lên 68.400 đồng/cp, tương ứng mức tăng 23,9%.

Định giá PHR hấp dẫn ở mức P/B 1.8 lần, thấp hơn trung bình 5 năm

Giá cổ phiếu PHR đã chịu tác động từ mức thuế suất đáp trả trước đây khiến định giá bị thu hẹp mạnh. Mức P/B hiện tại 1.8 lần trở nên hấp dẫn khi so với mức trung bình 5 năm là 1.9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi hàm ý mức P/B 2.3 lần phù hợp với các giai đoạn PHR ghi nhận lãi bồi thường từ NTC3 năm 2020 và VSIP giai đoạn 2023–24. Chúng tôi cho rằng định giá đủ hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng vĩ mô đang dần cải thiện.

	2024A	2025E	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu	20,9	13,1	(2,6)	4,2
Tăng trưởng EPS	(25,2)	14,0	211,3	(24,6)
Biên LN gộp	25,9	25,8	25,5	25,1
Biên LN ròng	28,7	29,0	92,6	67,0
P/E	16,08	14,10	4,53	6,01
P/B	2,01	1,87	1,43	1,34
ROE	12,7	14,1	37,9	23,7
Nợ vay ròng/VCSH	0,02	0,06	0,15	0,17

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q3/25: Mùa vụ cao su và khoản đền bù VSIP 3 giúp LN bật tăng

Hình 1: KQKD Q3/25

(Tỷ đồng)	Q3/25	Q3/24	% svck	9T25	% svck	9M25/FY25E	KQKD 9T25 sv. dự phóng
Doanh thu	617	412	49,8%	1.296	14,1%	65,7%	1.972
– Cao su, gỗ	600	388	54,9%	1.219	11,9%	70,0%	1.740
– BDS KCN	17	17	-0,6%	65	52,8%	30,8%	210
– Khác	(0)	7	NA	13	15,2%	58,2%	22
LN gộp	147	83	77,1%	347	54,3%	60,6%	573
Chi phí BH&QLDN	58	30	92,4%	114	-2,4%	67,1%	169
Thu nhập tài chính ròng	92	42	119,1%	143	-2,7%	84,0%	171
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	(5)	21	NA	49	27,8%	79,8%	62
Thu nhập khác ròng	120	1	15021,1%	125	173,2%	153,1%	82
LNTT	318	116	173,9%	551	36,1%	76,7%	718
LN ròng	260	98	164,7%	446	35,0%	78,4%	569
Biên LN gộp	23,8%	20,1%	3,7đ %	26,8%	4,9đ %		29,1%
Biên LN ròng	42,2%	23,9%	18,3đ %	34,4%	11,3đ %		28,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu Q3/25 tăng 67% sv quý trước, nhờ sản lượng cao su tăng mạnh

Doanh thu Q3/25 tăng gần 67% sv quý trước, chủ yếu nhờ mảng cao su tăng 75% sv quý trước. Trong Q3/25, sản lượng cao su tăng mạnh trong mùa khai thác cao điểm (tháng 7–8/2025), đi cùng với một số lo ngại về chính sách đối ứng từ Mỹ. KQKD Q3/25 của PHR cũng tương đồng với dữ liệu từ Bộ Công Thương, theo đó xuất khẩu cao su của Việt Nam tăng 92,4% sv quý trước về sản lượng và 81% sv quý trước về giá trị.

Biên LN gộp giảm 2,9 đ % sv quý trước do ASP giảm

Như đã đề cập, Q3/25 là giai đoạn mùa vụ cao điểm của ngành cao su, khiến nguồn cung tăng mạnh và kéo theo giá bán bình quân (ASP) giảm so với nửa đầu năm. Theo đó, biên LN gộp của PHR giảm 2,9 đ % sv Q2/25 (từ 26,7% xuống 23,8%).

LN ròng tăng mạnh nhờ khoản đền bù từ VSIP 3

Trong Q3/25, PHR ghi nhận khoản thu nhập khác khoảng 120 tỷ đồng từ dự án VSIP 3, vượt hơn 50% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết hợp với kết quả mùa vụ thuận lợi, LN ròng Q3/25 tăng 2,5 lần svck, đạt 260 tỷ đồng.

KQKD 9T25 tương đối phù hợp với dự phóng cả năm

Doanh thu 9T25 đạt 1.296 tỷ đồng, tương đương 66% dự phóng cả năm. Dù có phần thấp hơn kỳ vọng, bức tranh tăng trưởng svck vẫn tích cực. Theo thông tin từ công ty mẹ, ASP năm 2025 của PHR ước đạt khoảng 49 triệu đồng/tấn (tương đương USD1.870), cao hơn 11% svck. Dù doanh thu chưa đạt như kỳ vọng, khoản đền bù đáng kể từ VSIP 3 đã bù đắp phần thiếu hụt. Tổng kết, LN ròng 9T25 đạt 446 tỷ đồng, hoàn thành 78% dự phóng cả năm.

Triển vọng 2025-26: Tốc độ tăng trưởng cao su chậm lại, LN tiềm năng vào 2026

Hình 2: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2025-26

		Dự phóng mới		Dự phóng cũ		Thay đổi	
Tỷ đồng	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh thu	1.633	1.848	1.800	1.972	2.282	-6,3%	-21,1%
%svck	20,9%	13,1%	-2,6%	0,4%	23,2%		
_Cao su	1.285	1.506	1.447	1.592	1.618	-5,4%	-10,6%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	28.396	30.900	30.128	30.900	33.063	0,0%	-8,9%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	45,3	48,8	48,0	51,5	48,9	-5,3%	-1,8%
_Gỗ	237	225	231	148	132	51,9%	74,7%
_BDS KCN	87	98	103	210	511	-53,3%	-79,9%
LN gộp	423	476	460	573	776	-16,9%	-40,8%
Biên LN gộp	25,9%	25,8%	25,5%	29,1%	34,0%	-3,3đ %	-8,5đ %
Chi phí BH&QLDN	157	169	177	169	177	0,0%	0,1%
Chi phí BH&QLDN/DT	9,6%	9,2%	9,8%	8,6%	7,8%		
Thu nhập tài chính ròng	170	184	175	171	178	7,7%	-1,6%
Thu nhập từ liên doanh	56	62	143	62	143	0,0%	0,0%
LN khác ròng	64	121	1.544	82	179	47,0%	762,3%
LN trước thuế	556	674	2.144	718	1.098	-6,1%	95,3%
LN ròng	469	535	1.666	569	872	-6,0%	91,0%
%svck	-24,2%	14,0%	211,3%	15,7%	31,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng cao su có những dấu hiệu giảm nhiệt

Giá cao su thế giới giảm 16% từ đầu năm đến nay

Sau khoảng nửa năm duy trì mặt bằng giá thuận lợi cho bên bán, giá cao su quay đầu giảm mạnh ngay khi Mỹ công bố các biện pháp thuế đáp trả. Lo ngại leo thang căng thẳng thương mại giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới trở thành yếu tố chi phối thị trường. Trung Quốc vẫn là quốc gia nhập khẩu cao su tự nhiên lớn nhất toàn cầu, do đó kỳ vọng nhu cầu suy yếu từ thị trường này chính là nguyên nhân chính khiến giá giảm gần đây.

Hình 3: Giá cao su đã giảm mạnh kể từ T4/25



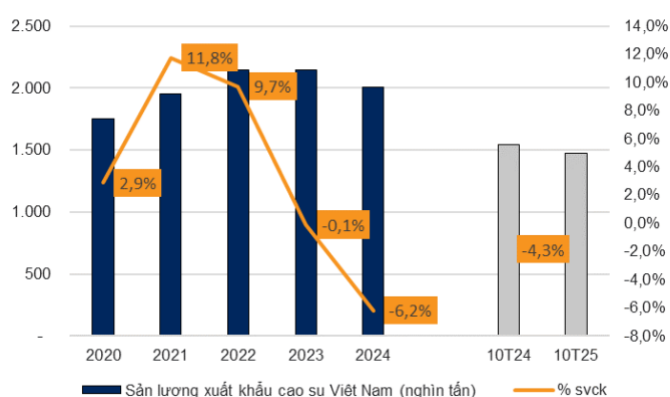
Nguồn: Malaysian Rubber Board

Xuất khẩu cao su của Việt Nam đang hạ nhiệt vào cuối 2025

Sau mùa cao điểm Q3/25, giúp lợi nhuận các nhà xuất khẩu cao su tăng mạnh như đã nêu trong cập nhật KQKD, xuất khẩu cao su Việt Nam tiếp tục chứng lại trong tháng 10. Theo Hải quan Việt Nam, sản lượng xuất khẩu T10/25 đạt 179.000 tấn, không đổi sv tháng trước nhưng giảm 20% svck tương đương 45.000 tấn. Lũy kế 10T25 đạt 1,47 triệu tấn, giảm 4% svck tương đương 67.000 tấn. Xu hướng này phản ánh nguồn cung thắt chặt tại các nước xuất khẩu lớn, đặc biệt là cao su tự nhiên.

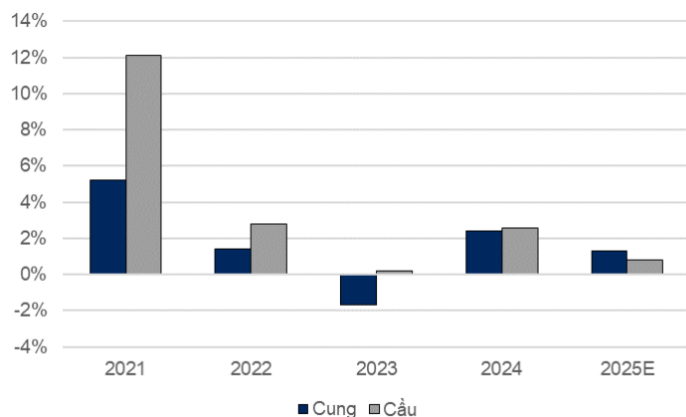
Theo ANRPC, thị trường cao su toàn cầu dự kiến tăng trưởng ở mức khiêm tốn: nhu cầu dự báo tăng 0,8% svck từ nền cao năm 2024, trong khi nguồn cung dự kiến cải thiện 1,3% svck sau khi giảm trong 2023.

Hình 4: Xuất khẩu cao su giảm 4,3% svck trong 10T25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hải quan Việt Nam

Hình 5: ANRPC dự phóng cung/cầu thị trường cao su tự nhiên



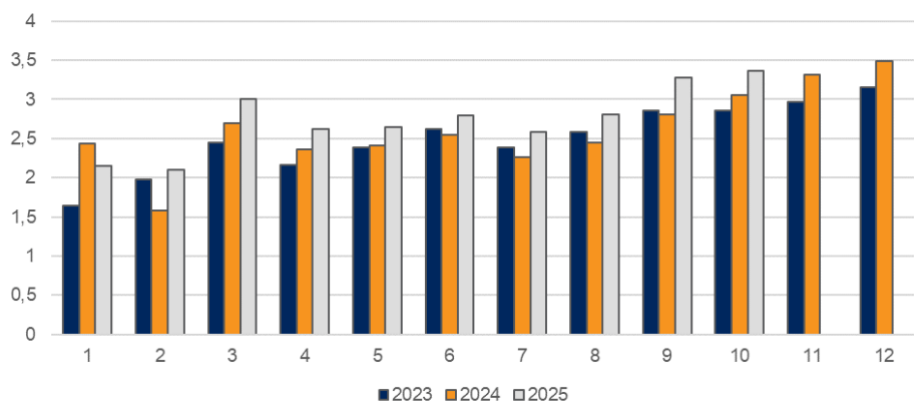
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC

Chúng tôi dự phóng thị trường cao su sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong 2026

Chúng tôi cho rằng thị trường cao su sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong giai đoạn cuối năm 2025 và năm 2026, dựa trên một vài yếu tố sau:

- 1) Ngành ô tô từng là động lực tăng trưởng toàn cầu của Trung Quốc nay đối mặt nhiều vấn đề mang tính cấu trúc như dư thừa công suất, cạnh tranh giá gay gắt và ưu đãi quá mạnh. Công suất lắp đặt hiện gần gấp đôi sản lượng 27,5 triệu xe năm ngoái, gây kém hiệu quả trong chuỗi phân phối. Sản xuất tiếp tục tăng trong 10T25. Thị trường có thể bước vào pha hạ nhiệt năm 2026, kéo theo nhu cầu nhập khẩu cao su tự nhiên giảm. S&P Global dự báo chu kỳ giảm tồn kho của ngành ô tô toàn cầu kéo dài đến 2026 và ổn định trở lại từ 2027 đến 2028.

Hình 6: Sản lượng bán ra ngành ô tô tại Trung Quốc tăng mạnh trong 2025 (triệu chiếc)



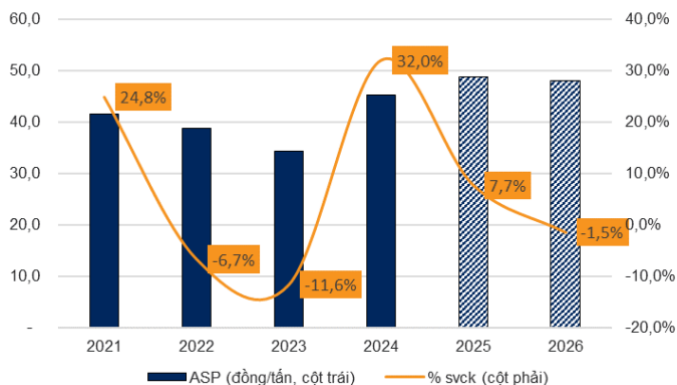
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAM

- OPEC phát tín hiệu tạm dừng tăng sản lượng trong đầu 2026 do lo ngại dư cung. Điều này khiến nguy cơ giá dầu giảm sâu và giá cao su tổng hợp lao dốc khó xảy ra.
- Tuy nhiên, ANRPC cho rằng ngành cao su sẽ tiếp tục thiếu hụt 600.000–800.000 tấn cao su toàn cầu kéo dài đến 2028. Điều này giúp nền giá cao su tự nhiên sẽ được hỗ trợ đáng kể.

Chúng tôi điều chỉnh giảm mảng cao su PHR xuống 5,4%/10,6%

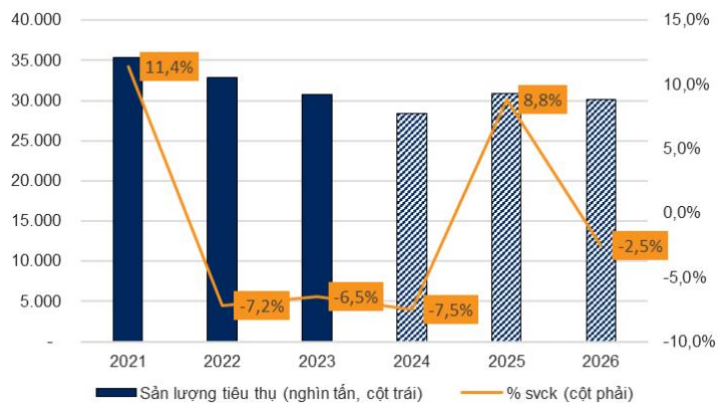
Từ những điều trên, chúng tôi điều chỉnh giảm ASP năm 2025–26 khoảng 3,6%, xuống còn 48,5 triệu đồng mỗi tấn. Sản lượng tiêu thụ giữ tương đối ổn định quanh 30.900–30.128 tấn, khiến tăng trưởng doanh thu được kỳ vọng sẽ đi ngang. Dự phóng doanh thu cao su 2025-26 mới đạt khoảng 1.592 tỷ đồng và 1.618 tỷ đồng, giảm 5,4% và 10,6%.

Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng ASP cao su PHR 2025 đạt 48,75 triệu/tấn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng 8,8% svck trong 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng dài hạn của mảng KCN đang có những điểm sáng

Diễn biến giá cổ phiếu của PHR trước đây được dẫn dắt bởi một câu chuyện rất rõ ràng

Quỹ đất tại tỉnh Bình Dương của PHR ngày càng trở nên mang tính chiến lược và mọi kỳ vọng về khả năng sáp nhập với TP.HCM đều càng củng cố thêm cho câu chuyện rerating này. Tuy nhiên tâm lý tích cực đó đã bị đảo chiều khi đề xuất áp thuế 46% của Mỹ xuất hiện vào tháng 4, kéo toàn bộ nhóm cổ phiếu khu công nghiệp giảm mạnh và khiến PHR tụt sâu so với chỉ số VN Index.

Hình 9: Diễn biến giá PHR so với VN-Index kể từ đầu năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Chúng tôi tái định giá mảng KCN của PHR nhờ bối cảnh vĩ mô đã thay đổi tích cực

Tâm lý FDI vào Việt Nam đã ổn định nhanh hơn kỳ vọng. Chính phủ có phản ứng sớm, xử lý các lo ngại về rủi ro chuyển tải hàng hóa và đàm phán nhằm hạ các mức thuế đề xuất vốn đã gây hoang mang cho thị trường. Với khung thuế mới được điều chỉnh xuống còn từ 0 đến 20%, mức độ rủi ro đã trở nên dễ kiểm soát hơn. Về dài hạn, sức hấp dẫn của Việt Nam vẫn còn nguyên vẹn khi lợi thế cạnh tranh tiếp tục được mở rộng qua mạng lưới FTA rộng hơn, chính sách nhất quán hơn và hệ thống ưu đãi rõ ràng hơn, tăng cường liên kết giữa doanh nghiệp FDI và nội địa. Đầu tư công cho hạ tầng giao thông và logistics tăng tốc giúp Việt Nam không chỉ giữ được sức cạnh tranh mà còn gia tăng khoảng cách với các nước trong khu vực.

Với PHR, đây là yếu tố then chốt vì công ty đang sở hữu quỹ đất tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu khu công nghiệp ngày càng tăng ở Bình Dương và tâm lý đối với các dự án chuyển đổi đất đang cải thiện trở lại. Khi tiến độ đàm phán diễn biến thuận lợi hơn và mức bù rủi ro của ngành giảm xuống, cơ hội rerating sẽ mở ra ngay khi có điểm rơi rõ ràng về bồi thường giá trị đất và các mốc triển khai quan trọng. Do đó chúng tôi đưa mảng khu công nghiệp của PHR trở lại quỹ đạo tăng trưởng ổn định, theo đó dự phóng mức tăng trưởng giá cho thuê bình quân 3% mỗi năm thay cho giả định giá đi ngang trước đây trong báo cáo ngành.

Hình 10: Vị trí các dự án KCN NTC mở rộng 2, Tân Lập I, VSIP III và Bắc Tân Uyên I



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, QH tỉnh Bình Dương, Google Maps

Dự án Bắc Tân Uyên I được kỳ vọng sẽ là điểm sáng trong năm 2026-27

Tháng 6/2025, dự án khu công nghiệp chuyên cơ khí của Thadico Bình Dương (THACO Group) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư bởi UBND tỉnh Bình Dương. Đến cuối tháng 9, dự án tiếp tục vượt qua một cột mốc quan trọng khác khi TP.HCM phê duyệt quy hoạch 1/2000. Hiện PHR đang thực hiện quy trình tham vấn nội bộ để chuẩn bị cho vòng đàm phán giá bồi thường tiếp theo với THACO.

Theo quy hoạch 1/5000 trước đó, dự án có quy mô 786 ha với tổng vốn đầu tư 26 nghìn tỷ đồng, trong đó 460 ha thuộc giai đoạn 1 và phần còn lại thuộc giai đoạn 2. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng PHR sẽ tiến hành thanh lý diện tích cao su trong 1H26 và ghi nhận bồi thường đất trong 2H26 còn lại. Giai đoạn 2 dự kiến được hoàn thành trong năm 2027.

Hình 11: Giả định của chúng tôi về tiến độ đền bù của dự án Bắc Tân Uyên I

Giả định của chúng tôi	1H26	2H26	1H27	2026	2027
Đơn giá thanh lý cao su (tỷ đồng)	0,3	0,3			
Diện tích thanh lý cao su (ha)	460	326			
Đơn giá đền bù đất (tỷ đồng)		2,5	2,5		
Diện tích đền bù đất (ha)		460	326		
Tổng LN (tỷ đồng)	138	1.248	815	1.386	815

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điều chỉnh tiến độ dự án Tân Lập I từ 2026 sang 2028

Dự án Tân Lập I chưa có nhiều tiến triển mới kể từ lần cập nhật gần nhất dù đã hoàn tất giải phóng mặt bằng và phê duyệt quy hoạch 1/2000. Chúng tôi cho rằng PHR đang theo dõi khả năng hấp thụ của các khu công nghiệp lân cận như NTC3 và VSIP3 trước khi triển khai nguồn cung mới. Mặc dù tâm lý FDI cải thiện, rủi ro vẫn ở mức cao. Việc đẩy nhanh nguồn cung tại thời điểm này chưa phải lựa chọn tối ưu về hiệu quả kinh tế.

Do đó chúng tôi lùi ghi nhận doanh thu sang năm 2028, loại bỏ toàn bộ đóng góp từ dự án này trong dự báo trước đây cho 2025–26. Từ 2028 trở đi, chúng tôi dự báo dự án sẽ bàn giao đều đặn khoảng 16 ha mỗi năm, tương ứng khoảng 580 tỷ đồng doanh thu mỗi năm. Dù điều chỉnh này làm giảm lợi nhuận ngắn hạn, nhưng giúp đường cong hiện thực hóa giá trị của PHR trở nên mượt hơn và kéo dài thời gian khai thác giá trị quỹ đất thay vì dồn nén vào một giai đoạn.

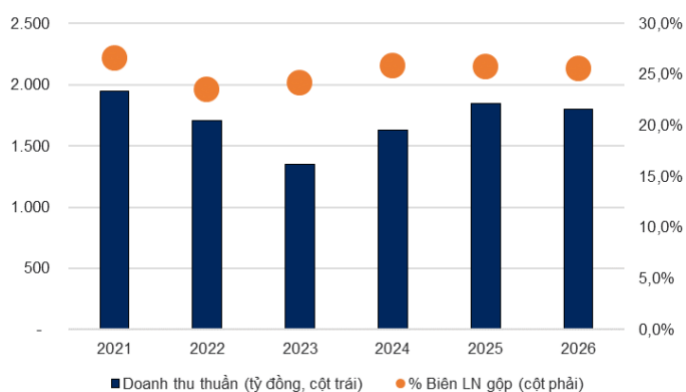
Tổng quan dự phóng 2025-26

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng năm 2025-26:

- 1) Giảm 5% dự phóng giá bán bình quân năm 2025 và giảm 9% sản lượng tiêu thụ mảng cao su năm 2026, kéo theo điều chỉnh giảm doanh thu mảng cao su trong hai năm 2025–26.
- 2) Tăng dự phóng thu nhập khác năm 2025 lên 121 tỷ đồng nhờ bồi thường từ VSIP3 cao hơn kỳ vọng trước đó. Năm 2026, chúng tôi đưa vào dự phóng bồi thường từ Bắc Tân Uyên I, giúp thu nhập khác đạt khoảng 1.544 tỷ đồng.
- 3) Tăng 8% thu nhập tài chính năm 2025 nhờ vị thế tiền mặt cải thiện hơn.

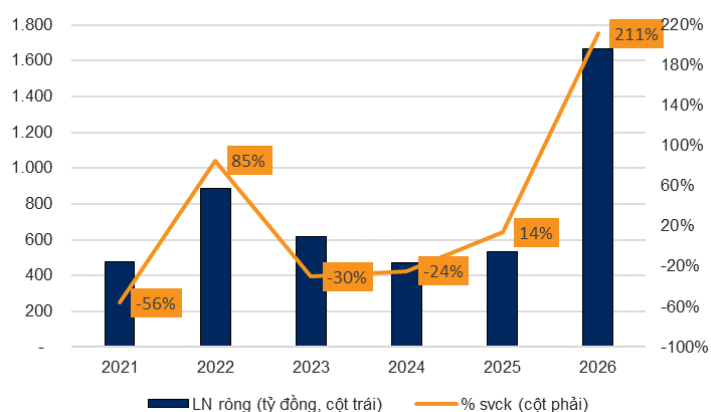
Theo đó, lợi nhuận ròng dự phóng năm 2025 được điều chỉnh giảm 6% so với lần cập nhật trước, đạt 535 tỷ đồng. Trong khi đó lợi nhuận ròng năm 2026 dự phóng tăng mạnh 91%, đạt 1.666 tỷ đồng.

Hình 12: Dự phóng doanh thu và biên LN gộp trong năm 2021-26, dựa trên dự phóng của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 14% svck vào năm 2025, và tăng mạnh 3,1 lần vào năm 2026



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 68.400đ/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 14% (từ 60.000 đồng) do:

- Điều chỉnh giả định WACC tăng do tăng Lãi suất phi rủi ro từ 3,0% lên 3,6% và tăng Phần bù rủi ro thị trường từ 8,35% đến 8,66% dựa trên [mô hình Damodaran](#).
- Giảm định giá DCF mảng cao su do ASP và sản lượng kỳ vọng thấp hơn so dự phóng trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi bổ sung khoản đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên I vào dự phóng, tương ứng mức tăng 1.821 tỷ đồng.

Hình 14: Thay đổi giả định WACC

	Trước	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%	8,7%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,6%
Beta	1,2	1,2
Chi phí vốn vay	7,5%	7,5%
Tỷ lệ nợ vay	1,5%	1,5%
Tỷ lệ VCSH	98,5%	98,5%
Chi phí VCSH	13,0%	14,0%
WACC	12,9%	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá SOTP của PHR

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Cao su, gỗ	DCF	1.689
KCN Tân Lập I	DCF (EV)	161
KCN Tân Bình	DCF (EV)	104
Đền bù đất		
Khác	P/B	152
(+)		
Tiền và tương đương tiền	BV	1.873
Đầu tư liên kết		3.714
NTC	RNAV	1.721
KCN VSIP 3	DCF	1.987
Khác	P/B	6
Đền bù đất		1.821
(-)		
Nợ ròng	BV	60
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	181
Giá trị doanh nghiệp		9.273
SLCP lưu hành		135.499.198
Giá cổ phiếu (đồng/cp)		68.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với WACC (đồng/cp)

WACC	12,9%	13,4%	13,9%	14,4%	14,9%
Giá mục tiêu	69.700	69.000	68.400	67.800	67.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: 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)				
	28.900	29.900	30.900	31.900	32.900
46,8	67.400	67.700	68.000	68.300	68.600
47,8	67.600	67.900	68.200	68.500	68.800
48,8	67.800	68.100	68.400	68.700	69.000
49,8	68.000	68.300	68.600	68.900	69.200
50,8	68.200	68.500	68.800	69.100	69.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: So sánh với các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 25/11/2025)

Công ty	Mã CK	Doanh thu		% svck	LN ròng		Nợ/VCSH	ROE	P/E trượt	P/B quý
		Vốn hóa	2024		2024	% svck			12T	trước
		tr USD	tr USD		tr USD		%	%	x	x
BDS KCN										
TCT Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	2.586	209	(34,1)	83	(13,1)	115,4	18,2	18,6	3,2
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	1.278	111	(50,6)	17	(79,0)	114,3	7,3	19,1	1,4
Tổng công ty Viglacera	VGC VN	746	475	(9,8)	43	(9,3)	48,9	15,9	14,2	2,2
Tổng công ty IDICO	IDC VN	573	353	22,2	78	43,2	48,3	31,1	8,2	2,3
Tổng CTCP Phát triển KCN	SNZ VN	514	311	8,1	38	16,3	43,5	27,5	10,6	2,7
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	417	234	16,8	46	25,6	73,9	13,9	12,2	1,6
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	214	35	6,5	12	37,9	75,1	10,3	17,3	1,8
CTCP KCN Nam Tân Uyên	NTC VN	146	15	56,6	12	5,7	240,2	32,5	9,8	3,1
CTCP Long Hậu	LHG VN	56	17	7,1	7	10,8	10,9	17,3	5,0	0,8
Trung bình				2,5		4,2	85,6	19,3	12,8	2,1
Trung vị				7,1		10,8	73,9	17,3	12,2	2,2
Cao su										
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	4.124	1048	18,6	165	60,6	12,1	8,2	17,4	2,6
Cao su Đồng Phú	DPR VN	126	48	17,7	11	33,5	0,0	11,6	9,6	1,3
Cao su Bà Rịa	BRR VN	78	16	(2,2)	5	(2,2)	0,0	9,7	19,7	1,9
Cao su Tân Biên	RTB VN	95	46	24,2	14	93,7	5,4	21,6	9,2	1,9
Đầu tư Cao su Đắk Lắk	DRI VN	35	18	5,9	4	47,3	5,2	13,4	15,7	2,2
Trung bình				12,8		46,6	4,5	12,9	14,3	2,0
Trung vị				17,7		47,3	5,2	11,6	15,7	1,9
Trung vị hỗn hợp										
Cao su Phước Hòa	PHR VN	284	64	20,9	18	(24,2)	1,5	16,9	11,2	1,9

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

Hình 19: P/B 5 năm gần nhất của PHR



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá PHR hấp dẫn ở mức P/B 1.8 lần, thấp hơn trung bình 5 năm

Giá cổ phiếu PHR đã chịu tác động từ mức thuế suất đáp trả trước đây khiến định giá bị thu hẹp mạnh. Mức P/B hiện tại 1.8 lần trở nên hấp dẫn khi so với mức trung bình 5 năm là 1.9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi hàm ý mức P/B 2.3 lần phù hợp với các giai đoạn PHR ghi nhận lãi bồi thường từ NTC3 năm 2020 và VSIP giai đoạn 2023–24. Chúng tôi cho rằng định giá đủ hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng vĩ mô đang dần cải thiện.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro tăng giá bao gồm giá bán và sản lượng tiêu thụ cao su của PHR cao hơn so với kỳ vọng. Trái lại, tiến độ đền bù tại dự án Bắc Tân Uyên I chậm hơn so với dự phóng là rủi ro giảm giá đối với giá mục tiêu của chúng tôi.

Phụ lục I: 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.

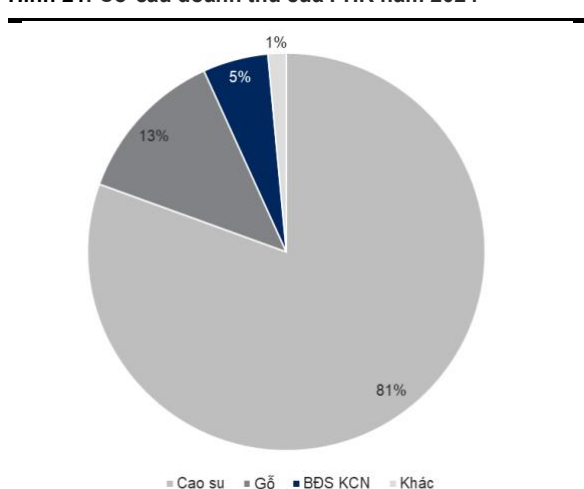
Theo chiến lược của công ty mẹ, PHR hiện đang tập trung chuyển đổi đất cao su thành KCN. Tuy nhiên, doanh thu từ một vài KCN được ghi nhận vào thu nhập từ công ty liên doanh/liên kết hoặc thu nhập khác do PHR không trực tiếp phát triển các KCN này. PHR liên doanh với NTC và kí kết hợp đồng hợp tác kinh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

Hình 20: 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
Đã lấp đầy						
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%
Đang còn diện tích cho thuê						
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%
Sắp triển khai						
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%
Trong tương lai						
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 21: Cơ cấu doanh thu của PHR năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: 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

Phụ lục II: Các dự phóng tài chính trọng yếu

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	1.848	1.800
Giá vốn hàng bán	(1.243)	(1.429)	(1.307)	(1.024)	(1.211)	(1.371)	(1.340)
LN gộp	389	517	401	327	423	476	460
Chi phí QLDN	(84)	(115)	(116)	(100)	(119)	(130)	(137)
Chi phí bán hàng	(29)	(32)	(41)	(34)	(37)	(39)	(40)
LN hoạt động	447	567	433	432	492	553	601
EBITDA	378	482	369	331	410	464	442
Khấu hao	103	113	124	138	144	157	160
EBIT	275	370	245	193	266	307	282
Doanh thu tài chính	188	237	179	180	188	200	219
Chi phí tài chính	(54)	(26)	(21)	(24)	(18)	(16)	(44)
Thu nhập ròng khác	935	31	694	360	64	121	1.544
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	38	(13)	30	82	56	62	143
LN trước thuế	1.382	597	1.127	792	556	674	2.144
Chi phí thuế TNDN	(257)	(84)	(201)	(131)	(61)	(110)	(388)
LN ròng	1.082	478	885	620	469	535	1.666
LNST của cổ đông không kiểm soát	43	36	40	42	26	29	91

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	428	139	166	146	190	279	1.474
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	235	220
Hàng tồn kho	294	336	321	326	417	653	784
Tài sản ngắn hạn khác	77	92	98	100	83	90	98
Tổng tài sản ngắn hạn	3.111	2.738	3.055	2.762	2.573	2.855	3.855
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
Tổng tài sản	6.539	6.027	6.329	6.161	5.944	6.267	8.094
Nợ vay ngắn hạn	116	176	119	277	60	158	153
Các khoản phải trả ngắn hạn	971	953	1.096	557	518	567	562
Phải trả ngắn hạn khác	49	63	79	49	41	43	133
Tổng nợ ngắn hạn	1.137	1.192	1.294	883	620	767	848
Nợ vay dài hạn	528	242	146	42	0	86	641
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	759	1.719
Vốn chủ sở hữu	3.311	3.109	3.435	3.814	3.932	4.046	5.263
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	111	120	151	168	181	210	300
Tổng nguồn vốn	6.539	6.027	6.329	6.161	5.944	6.267	8.094

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	674	2.144
Khấu hao	103	113	124	138	144	157	160
Thuế TNDN đã nộp	(151)	(159)	(106)	(207)	(60)	(109)	(387)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.783)	(806)	(1.430)	(1.040)	(901)	(1.091)	(2.409)
Thay đổi vốn lưu động	1.232	509	1.064	619	493	460	1.831
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	784	255	780	302	232	91	1.339
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	236	320
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(804)	226	(286)	202	393	84	320
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(751)	315	(231)	342	517	220	(288)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	16	0	0	0	0	0	0
Trả vớt góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	127	(222)	(161)	51	(264)	184	551
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(418)	(636)	(362)	(714)	(441)	(406)	(406)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(275)	(858)	(523)	(663)	(705)	(223)	145
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	670	428	139	166	146	190	279
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(243)	(289)	27	(20)	44	88	1.195
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	427	139	166	146	190	279	1.474

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	3.949	12.295
P/B	2,3	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	1,4
Tỷ suất cổ tức	4,5%	4,5%	7,2%	3,6%	5,4%	5,4%	5,4%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	75%	31%	114%	30%	66%	87%	76%
Chỉ số tăng trưởng (svek)							
Tăng trưởng doanh thu	-0,4%	19,2%	-12,2%	-20,9%	20,9%	13,1%	-2,6%
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%	87,4%	1180,8%
Tăng trưởng LN ròng	140,5%	-55,9%	85,4%	-30,0%	-24,2%	14,0%	211,3%
Chỉ số sinh lời							
Biên LN gộp	23,8%	26,6%	23,5%	24,2%	25,9%	25,8%	25,5%
Biên EBITDA	23,2%	24,8%	21,6%	24,5%	25,1%	25,1%	24,6%
Biên LN ròng	66,3%	24,5%	51,8%	45,9%	28,7%	29,0%	92,6%
ROA	18,2%	8,2%	15,0%	10,6%	8,2%	9,2%	24,5%
ROE	38,1%	16,0%	28,3%	18,2%	12,8%	14,1%	37,7%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	28,4	31,4	68,8	46,7	40,5	60,2	56,1
Nợ vay ròng/VCSH	6,5%	9,0%	2,9%	4,5%	-3,3%	-0,9%	-12,9%
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Vòng quay các khoản phải thu	19,5	28,9	26,9	22,9	23,3	23,3	24,0
Số ngày phải thu	18,4	12,4	13,4	15,7	15,4	15,4	15,0
Vòng quay các khoản phải trả	25,4	38,0	26,9	21,8	34,9	37,2	34,5
Số ngày phải trả	14,2	9,5	13,4	16,5	10,3	9,7	10,4
Vòng quay hàng tồn kho	4,0	4,5	4,0	3,2	3,3	2,6	1,9
Số ngày tồn kho	89,9	79,4	90,4	113,6	110,4	140,4	193,0
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,7	2,3	2,4	3,1	4,2	3,7	4,5

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

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích & Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích

Email: hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – P. Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>