

KHUYẾN NGHỊ		CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR) THU NHẬP TỪ NTC3 VÀ VSIP3 HỖ TRỢ LỢI NHUẬN NĂM 2024			
Giá hiện tại:	55,200	Ngày viết báo cáo:	23/02/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu:	64,800	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	135.5	Tập đoàn công nghiệp cao su VN (GVR)	66.6%
Tỷ suất cổ tức	5%	Vốn hóa (tỷ VND)	7,615	VOF Investment Ltd	4.8%
Tiềm năng tăng giá	23%	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	0.3		
		Sở hữu nước ngoài	15.8%		

Bộ phận Research:

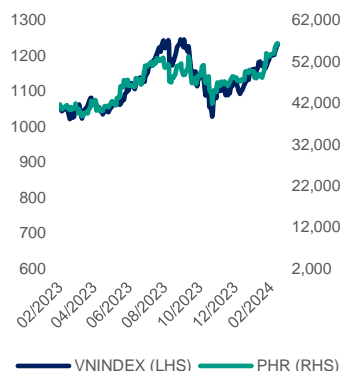
Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **PHR** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **64,800 VNĐ/CP (Upside 23% so với giá đóng cửa ngày 23/02/2024, đã bao gồm lợi suất cổ tức 5%)**, dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP.

Chúng tôi sử dụng phương pháp **(1) RNAV** cho mảng Khu công nghiệp, với tỷ lệ chiết khấu 70% đối với KCN Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng để phản ánh rủi ro tiến độ triển khai các dự án khu công nghiệp này chậm hơn so với kỳ vọng; **(2) DCF** cho mảng cao su & gỗ với tỷ lệ chiết khấu WACC = 12%, tỷ lệ tăng trưởng dài hạn giả định = 2%/năm.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Mảng cao su kỳ vọng phục hồi tích cực +18% yoy từ mức nền thấp trong năm 2023.
- Các nút thắt pháp lý được giải quyết sẽ giúp cho PHR có thể ghi nhận thu nhập từ góp vốn đầu tư tại NTC và VSIP 3 trong năm 2024.
- Qũy đất chuyển đổi phát triển KCN lớn (khoảng 5,126 ha) đảm bảo tăng trưởng dài hạn cho mảng KCN của PHR.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn: tối thiểu 5-6% (tương đương 30%/mệnh giá).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo PHR ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 1,544 tỷ VNĐ (+14% yoy)**, **LNST-CĐTS đạt 582 tỷ VNĐ (-6% yoy)**, tương đương EPS fwd = 4,293 VNĐ/CP, P/E fwd = 13.0x, P/B fwd = 2.0x. BSC lưu ý nếu loại bỏ khoản thu nhập từ đền bù đất VSIP3 thì LNTT của PHR tăng +24% yoy. Trong đó: **(i)** Doanh thu bán thành phẩm đạt 1,333 tỷ VNĐ (+18% yoy), **(ii)** Doanh thu mảng khu công nghiệp đạt 205 tỷ VNĐ (-3% yoy), **(iii)** Thu nhập từ NTC và VSIP 3 đạt lần lượt đạt 112 tỷ VNĐ và 163 tỷ VNĐ.

Bảng so sánh P/E và VN index



CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết thúc Q4.2023, PHR ghi nhận **DTT = 461 tỷ VNĐ (-28% yoy)**, **LNST-CĐTS = 151 tỷ VNĐ (-64% yoy)** chủ yếu do: **(1)** Doanh thu bán thành phẩm giảm -6% yoy, **(2)** Doanh thu KCN ghi nhận lỗ do điều chỉnh ghi nhận về kế toán.

Lũy kế năm 2023, PHR ghi nhận **DTT = 1,127 tỷ VNĐ (-23% yoy)**, **LNST-CĐTS = 622 tỷ VNĐ (-30% yoy)** chủ yếu do **(1)** Doanh số mảng cao su sụt giảm -23% yoy, **(2)** Ghi nhận thu nhập từ đền bù đất thấp hơn -48% yoy.

RỦI RO

(1) Giá cao su giảm, **(2)** Tiến độ chuyển đổi đất trồng cao su sang khu công nghiệp kéo dài do thủ tục pháp lý phức tạp, **(3)** Tiến độ ghi nhận doanh thu tại KCN NTC3 và VSIP3 chậm hơn so với kỳ vọng.

Chỉ số	2022	2023	2024F	VN Index
PE (x)	6.3	11.8	12.9	14.1
PB (x)	1.7	2.0	2.0	1.7
PS (x)	3.1	5.0	4.8	1.7
ROE (%)	28.3%	16.3%	14.6%	12.2%
ROA (%)	15.0%	10.1%	8.9%	2.0%

KQKD	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,351	1,544
Lợi nhuận gộp	517	401	330	384
LNST-CĐTS	478	885	622	582
EPS	3,375	6,265	4,591	4,293
Tăng trưởng EPS	-54%	86%	-30%	-6%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4.2023

Hình. Cập nhật KQKD Quý 4.2023

KQKD (tỷ VND)	Q4.2023	%yoy	2022	2023	% yoy	Cập nhật
Doanh thu	463	-28%	1,712	1,354	-24%	<p>Trong Q4.2023, PHR ghi nhận DTT = 461 tỷ VNĐ (-28% yoy), chủ yếu do: (1) Doanh thu bán thành phẩm giảm -6% yoy, (2) Doanh thu KCN ghi nhận lỗ do điều chỉnh ghi nhận về kế toán.</p> <p>- Doanh thu tài chính = 44 tỷ VNĐ (-52% yoy) do (i) Lãi tiền gửi ngân hàng tăng +17% yoy, (ii) Cùng kỳ năm 2022, PHR điều chỉnh lại giá trị cổ tức được nhận, khiến cho khoản mục này tăng đột biến.</p> <p>- Lãi CTLK = 22 tỷ VNĐ (so với cùng kỳ ghi nhận lỗ 39 tỷ VNĐ) nhờ ghi nhận phần sở hữu 33% tại NTC3.</p> <p>- Thu nhập khác = 88 tỷ VNĐ (-79% yoy) nhờ bắt đầu ghi nhận từ hợp đồng hợp tác đầu tư với VSIP 3.</p> <p>Qua đó, khiến cho LNST-CĐTTS giảm -64% yoy.</p> <p>Lũy kế năm 2023, PHR ghi nhận DTT = 1,127 tỷ VNĐ (-23% yoy), LNST-CĐTTS = 622 tỷ VNĐ (-30% yoy) chủ yếu do (1) Doanh thu bán thành phẩm giảm -23% yoy, (2) Ghi nhận thu nhập từ đền bù đất giảm -48% yoy.</p> <p>Đánh giá của BSC:</p> <p>- So với dự phóng của BSC, DTT hoàn thành 94% do (i) Mảng KCN ghi nhận thấp hơn dự phóng -19% trong khi (ii) Mảng cao su và gỗ ghi nhận tương đương với dự phóng.</p> <p>- LNST-CĐTTS hoàn thành 113% do (i) Thu nhập từ NTC3 cao hơn dự phóng và (ii) PHR đã bắt đầu ghi nhận thu nhập từ hợp đồng hợp tác đầu tư với VSIP3 trong Q4.2023, sớm hơn so với dự phóng ghi nhận từ 2024 của chúng tôi.</p>
<i>Cao su & Gỗ</i>	470	-6%	1,457	1,127	-23%	
<i>KCN</i>	(11)	-115%	240	212	-12%	
<i>Xử lý nước thải</i>	3	-12%	13	12	-9%	
Giá vốn hàng bán	373	-14%	1,307	1,021	-22%	
Lợi nhuận gộp	90	-56%	465	333	-28%	
<i>Cao su & Gỗ</i>	94	17%	223	165	-26%	
<i>KCN</i>	(4)	-107%	177	160	-10%	
<i>Xử lý nước thải</i>	1	445%	5	7	19%	
Chi phí bán hàng	(11)	-27%	(41)	(34)	-18%	
Chi phí QLDN	(35)	-29%	(116)	(101)	-12%	
LN từ CTLDLK	22		30	82	175%	
Doanh thu tài chính	44	-52%	179	180	0%	
Chi phí tài chính	(8)	15%	(21)	(24)	14%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	(5)	-20%	(17)	(17)	4%	
Lãi/Lỗ HĐKD	101	-20%	434	434	0%	
Thu nhập khác, ròng	86	-79%	698	360	-48%	
LNTT	187	-65%	1,132	795	-30%	
Thuế thu nhập DN	28	-73%	(202)	(131)	-35%	
LNST	158	-64%	930	664	-28%	
CĐTTS	(7)	-45%	(40)	(42)	3%	
LNST-CĐTTS	151	-64%	889	622	-30%	
Biên lợi nhuận gộp	19.5%	-12.8 bps	26.2%	24.6%	-1.6 bps	
<i>Cao su & Gỗ</i>	19.9%	+3.9 bps	15.3%	14.7%	-0.6 bps	
<i>KCN</i>	39.5%	-50.9 bps	73.9%	75.4%	+1.6 bps	
<i>Xử lý nước thải</i>	43.4%	+36.4 bps	41.3%	54.1%	+12 bps	
Biên lợi nhuận ròng	32.8%	-39.6 bps	52.0%	46.0%	-6 bps	

Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Mảng cao su kỳ vọng phục hồi tích cực +18% yoy từ mức nền thấp trong năm 2023.

Trong năm 2023, doanh thu bán thành phẩm của PHR giảm -23% yoy do **(i)** Sản lượng ước tính giảm -11% yoy, **(ii)** Giá bán trung bình ước tính giảm -13% yoy.

Sang năm 2024, BSC dự phóng giá cao su tăng +8% yoy nhờ:

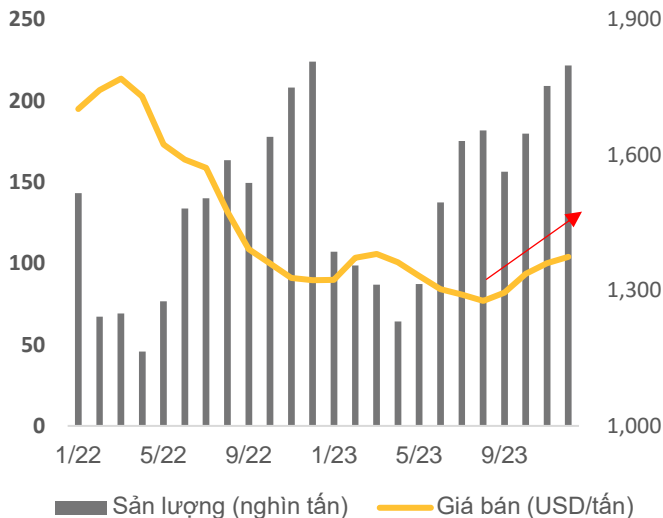
(1) Nhu cầu nhập khẩu cao su của Trung Quốc đang cho thấy sự phục hồi. Theo Tổng cục Hải quan, sản lượng xuất khẩu cao su năm 2023 đạt hơn 1.71 triệu tấn, tăng +7% yoy. Đặc biệt, sản lượng xuất khẩu trong 6 tháng cao điểm cuối năm đạt 1.26 triệu tấn, tăng +5% yoy.

(2) Doanh số xe ô tô tiêu thụ tại Trung Quốc cũng cho thấy sự tăng trưởng trở lại kể từ Q2.2023 hỗ trợ tích cực cho nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe. Theo CAAM, tổng sản lượng xe bán ra năm 2023 tăng 12% so với cùng kỳ.

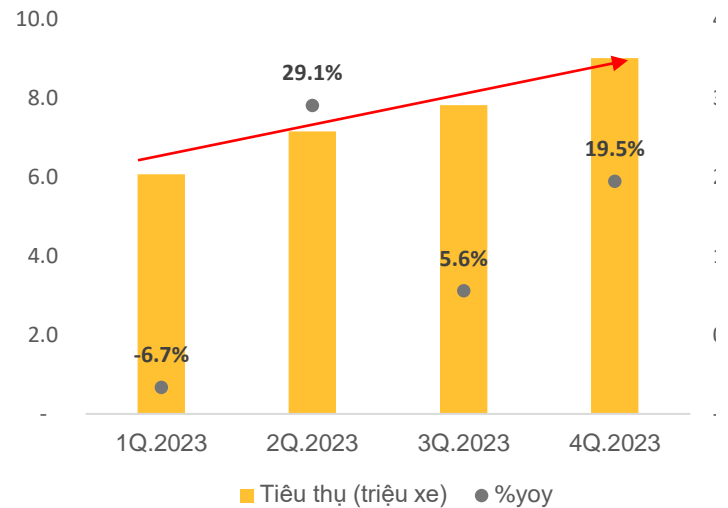
BSC cho rằng nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe và các sản phẩm khác của Trung Quốc sẽ gia tăng trong năm 2024 nhờ **(i)** Kinh tế phục hồi thúc đẩy bởi nhu cầu sản xuất và tiêu dùng gia tăng, **(ii)** Mảng chế tạo xe điện của Trung Quốc đang được đẩy mạnh đầu tư. Qua đó, tác động tích cực lên giá cao su tự nhiên do Trung Quốc hiện đang là quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất thế giới, chiếm 22% thị phần xuất khẩu toàn cầu và 78% sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam.

(3) Giá dầu trung bình năm 2024 dự báo đạt mức 85 USD/thùng (+6% yoy) do (i) Nguồn cung ổn định nhờ Mỹ gia tăng khai thác **(ii)** Các quốc gia OPEC+ có thể cắt giảm sản lượng, **(iii)** Nhu cầu các nền kinh tế lớn phục hồi. Qua đó, hỗ trợ giá cao su tự nhiên năm 2024 do giá cao su thường có những biến động đồng pha với giá dầu.

Hình. Sản lượng và giá xuất khẩu cao su qua Trung Quốc cho thấy sự phục hồi từ tháng 8/2023.



Hình. Doanh số tiêu thụ ô tô gia tăng thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe của Trung Quốc.



Nguồn: Tổng cục hải quan, CAAM, BSC Research tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ năm 2024 dự báo tăng +10% yoy nhờ (i) PHR gia tăng thu mua mủ nguyên liệu để phục vụ cho nhu cầu phục hồi, **(ii)** Sản lượng sản xuất của các nhà máy tại Campuchia cải thiện nhờ các vùng trồng cây cao su có tuổi thọ cao hơn, **(iii)** Sản lượng xuất khẩu qua Trung Quốc phục hồi như đã trình bày ở phần trên.

2. Các nút thắt pháp lý được giải quyết sẽ giúp cho PHR có thể ghi nhận thu nhập từ góp vốn đầu tư tại NTC và VSIP 3 trong năm 2024.

PHR hiện đang sở hữu 33% cổ phần của NTC và nhận 20% thu nhập cho thuê đất tại KCN VSIP3.

VỀ NTC, sau khi được tỉnh Bình Dương giao đất thực hiện dự án NTC3, công ty gặp vướng mắc trong việc tìm kiếm đơn vị thẩm định giá để xác định giá đất do lo ngại về những thay đổi trong Luật đất đai sửa đổi. Tuy nhiên, theo cập nhật của chúng tôi, giá tiền sử dụng đất của KCN NTC3 đã được xác định và trình lên cấp có thẩm quyền phê duyệt. Bên cạnh đó, lãnh đạo tỉnh Bình Dương cũng cho thấy những quyết tâm trong việc giải quyết những vướng mắc trong xác định giá đất. Bằng chứng là, trong tháng 2/2024, UBND tỉnh đã tổ chức cuộc họp để khẩn trương thành lập Tổ công tác liên ngành các cấp để xác định giá đất và giao các Sở, ngành, đại phương phối hợp thành lập Hội đồng thẩm định giá đất cụ thể. Do đó, **BSC tin rằng nút thắt pháp lý về giá tiền sử dụng đất của NTC3 sẽ sớm được tháo gỡ**, qua đó giúp cho doanh nghiệp có thể triển khai các bước đầu tư tiếp theo và ghi nhận doanh thu tại NTC3 kể từ năm 2024.

Lũy kế năm 2023, NTC đã ký được 85 ha hợp đồng cho thuê và ghi nhận 232 tỷ VNĐ tiền đặt cọc của một số khách hàng tại khoản mục “Người mua trả tiền trước ngắn hạn”. Theo đó, **chúng tôi dự phóng NTC sẽ ghi nhận khoảng 30 ha diện tích cho thuê KCN NTC3 vào năm 2024, trong đó 15% doanh thu sẽ được ghi nhận một lần**. Qua đó, đóng góp 121 tỷ VNĐ vào LNTT của PHR trong năm 2024.

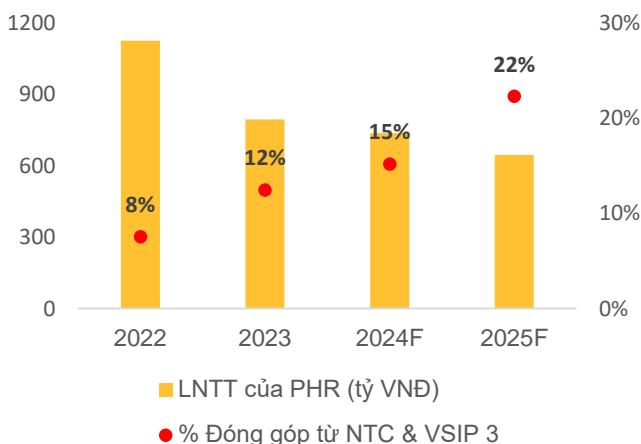
VỀ VSIP 3, sau khi được Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam (GVR) phê duyệt phương án góp vốn đầu tư, **PHR đã bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ KCN này trong Q4.2023**. Một số khách hàng lớn tại KCN bao gồm LEGO (44 ha) và Pandora (10 ha). Với việc dự án LEGO kì vọng sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động trong T10/2024, **BSC kì vọng doanh thu từ LEGO sẽ là động lực thúc đẩy chính cho kết quả kinh doanh của VSIP3 trong năm 2024**. Qua đó, đóng góp 163 tỷ VNĐ vào LNTT của PHR trong năm 2024.

Hình. Danh mục các dự án KCN PHR sở hữu thông qua góp vốn đầu tư

TT	Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Thời gian ghi nhận doanh thu	Cập nhật tiến độ
1	Nam Tân Uyên mở rộng (GD 2)	Bình Dương	33%	346	255	2024F	Đang chờ UBND tỉnh phê duyệt giá đất để xây dựng cơ sở hạ tầng. BSC dự báo PHR sẽ ghi nhận lợi nhuận từ NTC3 trong năm 2024.
2	VSIP 3	Bình Dương	20%	1,000	650	2023	Đã khởi công xây dựng từ T3/2022. PHR bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ KCN này trong Q4.2023.

Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

Hình. BSC dự phóng NTC và VSIP 3 đóng góp > 15% LNTT của PHR trong giai đoạn 2024-2025.



Hình. Dự án nhà máy LEGO đang được xây dựng tại KCN VSIP 3



Nguồn: VnExpress, BSC Research tổng hợp

3. Quỹ đất chuyển đổi phát triển KCN lớn (khoảng 5,126 ha) sẽ đảm bảo tăng trưởng dài hạn cho mảng KCN của PHR.

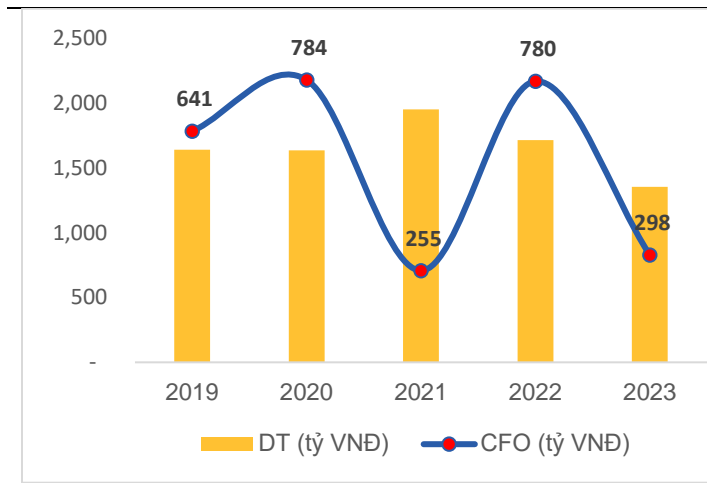
Theo kế hoạch của công ty, đến năm 2030, PHR sẽ cắt giảm 7,720 ha diện tích trồng cao su; trong đó, khoảng 5,126 ha sẽ được phát triển khu công nghiệp. ([Tham khảo Báo cáo gần nhất](#)).

BSC kỳ vọng các dự án KCN của PHR sẽ được đẩy nhanh tiến độ pháp lý trong thời gian tới nhờ (i) Nguồn cung KCN tại Bình Dương đang ngày càng khan hiếm. Theo CBRE, tỷ lệ lấp đầy các KCN tại Bình Dương tính đến cuối Q4.2023 đã lên tới 91%, (ii) Trong năm 2023, một số KCN tại tỉnh này đã được tháo gỡ được khó khăn về pháp lý để bắt đầu triển khai như: KCN Cây Trường (700 ha) và KCN VSIP 3 (1,000 ha).

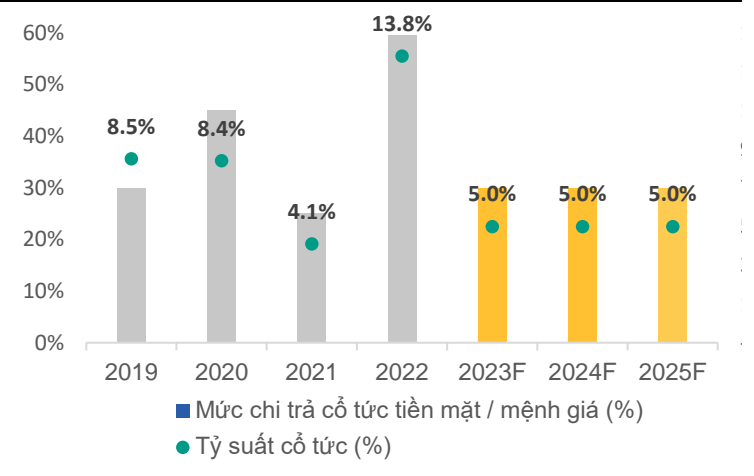
4. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn.

PHR duy trì tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm trung bình 40%/mệnh giá, trong giai đoạn 2019-2022 nhờ dòng tiền ổn định thông qua hoạt động kinh doanh cao su và chuyển đổi đất KCN. Tại ĐHCĐ năm 2023, PHR đã thông qua kế hoạch chia cổ tức với tỷ lệ đạt tối thiểu 30%/mệnh giá, tương ứng 5%/giá cổ phiếu hiện tại. Với triển vọng lợi nhuận khả quan trong các năm tới, BSC cho rằng PHR có thể sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ trả cổ tức này trong giai đoạn 2024F-2025F.

Hình. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định của PHR.



Hình. BSC kỳ vọng PHR có thể duy trì tỷ lệ trả cổ tức tối thiểu 30% mệnh giá trong giai đoạn 2024F-2025F



Nguồn: PHR, BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo PHR ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,544 tỷ VNĐ (+14% yoy), LNST-CĐTS đạt 582 tỷ VNĐ (-6% yoy), tương đương EPS fwd = 4,293 VNĐ/CP, P/E fwd = 12.9x, P/B fwd = 2.0x. BSC lưu ý LNST suy giảm do PHR không còn ghi nhận lợi nhuận từ đền bù đất VSIP 3 trong năm 2024. Nếu loại bỏ khoản thu nhập này, thì LNTT năm 2024 của PHR sẽ tăng +24% so với cùng kỳ. Chi tiết phân bổ doanh thu như sau:

- **Doanh thu bán thành phẩm đạt 1,333 tỷ VNĐ (+18% yoy),** dựa trên giả định (i) Sản lượng cao su tiêu thụ đạt 32,595 tấn (+10% yoy), (ii) Giá bán bình quân đạt 37.9 triệu VNĐ/tấn (+8% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt 17.3%, tăng 2.6 điểm % so với cùng kỳ, nhờ giá bán cao su phục hồi.
- **Doanh thu mảng khu công nghiệp đạt 205 tỷ VNĐ (-3% yoy),** nhờ ghi nhận cho thuê 5 ha còn lại tại KCN Tân Bình và ghi nhận hồi tố từ các hợp đồng cho thuê trước đó. Biên lợi nhuận gộp đạt 74.4%, đi ngang so với cùng kỳ.
- **Thu nhập từ cổ tức và góp vốn đầu tư tại NTC và VSIP 3 đạt lần lượt đạt 112 tỷ VNĐ và 163 tỷ VNĐ.**

Hình. Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024.

KQKD (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,351	1,544
Cao su + Gỗ	1,693	1,342	1,127	1,333
Khu công nghiệp	253	240	212	205
Lãi gộp	516	402	330	384

<i>Cao su + Gỗ</i>	340	205	165	231
<i>Khu công nghiệp</i>	180	177	160	153
Thu nhập tài chính	237	179	180	173
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(24)	(23)
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	(20)	(17)	(17)	(23)
Lãi/(Lỗ) từ công ty liên doanh	(14)	30	82	88
Chi phí BH	(29)	(41)	(34)	(30)
Chi phí QLDN	(115)	(116)	(101)	(98)
Lãi từ HĐKD	566	433	435	495
Thu nhập khác, ròng	31	694	360	243
LNTT	597	1,127	795	738
Thuế TNDN	(84)	(201)	(131)	(121)
LNST	513	926	664	617
Lợi ích CĐTS	36	40	42	35
LNST-CĐTS	477	886	622	582
Biên LNG	26.5%	23.5%	24.5%	24.9%
<i>Cao su + Gỗ</i>	20.1%	15.3%	14.7%	17.3%
<i>Khu công nghiệp</i>	71.1%	73.9%	75.4%	74.4%
Biên LNR	24.5%	51.8%	46.1%	37.7%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **PHR** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **64,800 VNĐ/CP (Upside 23% so với giá đóng cửa ngày 23/02/2024, đã bao gồm lợi suất cổ tức 5%)**, dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP.

Chúng tôi sử dụng phương pháp **(1) RNAV** cho mảng Khu công nghiệp, với tỷ lệ chiết khấu 70% đối với khu công nghiệp Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng để phản ánh rủi ro tiến độ triển khai các dự án khu công nghiệp này chậm hơn so với kỳ vọng; **(2) DCF** cho mảng cao su & gỗ với tỷ lệ chiết khấu WACC = 12% nhờ môi trường lãi suất giảm, tỷ lệ tăng trưởng dài hạn giả định là 2%/năm.

PHR hiện đang được giao dịch ở mức P/B fwd 2024 = 2.0x thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm = 2.4x.

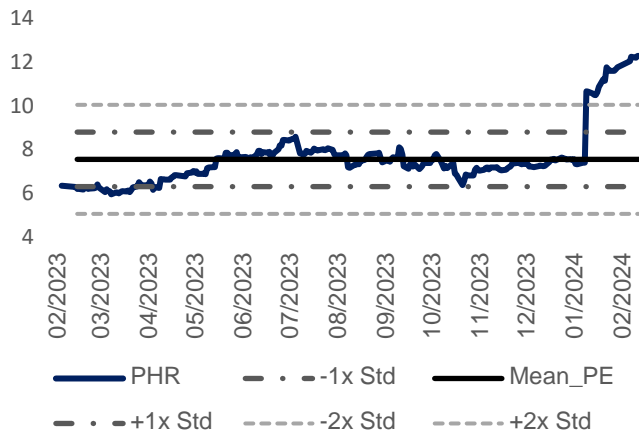
Hình 11: Định giá cổ phiếu

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý
Cao su & Gỗ	DCF			1,382
Khu công nghiệp	RNAV			1,759
<i>Tân Bình</i>		80%		59
<i>Tân Lập 1</i>		51%	70%	216
<i>Tân Bình mở rộng</i>		80%	70%	1,483
Công ty LDLK & Đầu tư góp vốn				3,497
<i>VSIP 3</i>	<i>RNAV</i>	20%		1,425
<i>NTC</i>	<i>RNAV</i>	33%		1,941
<i>Khác</i>	<i>BV</i>			131
(+) Tiền và tương đương tiền				711
(+) Đầu tư ngắn hạn				1,935
(-) Nợ vay				(338)

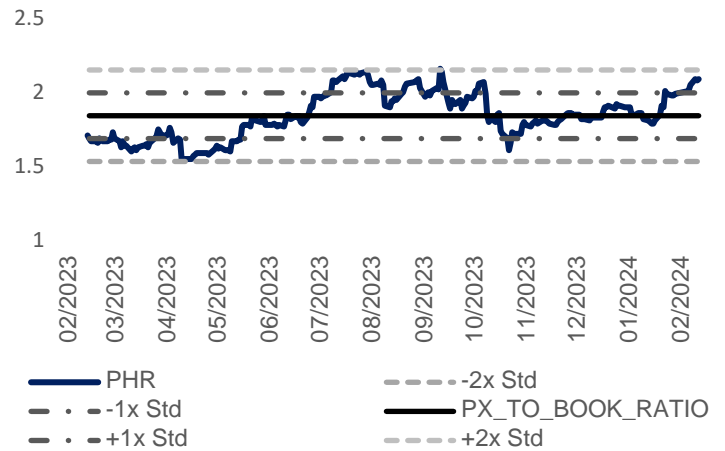
(-) Lợi ích CĐTS		(168)
Giá trị doanh nghiệp		8,777
SLCP đang lưu hành (triệu CP)		135
Giá mục tiêu		64,800
Tỷ lệ cổ tức		5%
Tiềm năng tăng giá		23%

Nguồn: BSC Research dự báo

STOCK PE



STOCK PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

V. RỦI RO

1. Giá cao su giảm.
2. Tiến độ chuyển đổi đất trồng cao su sang phát triển khu công nghiệp kéo dài do thủ tục pháp lý phức tạp.
3. Tiến độ ghi nhận doanh thu tại KCN NTC3 và VSIP3 chậm hơn so với kỳ vọng.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,351	1,544
Giá vốn hàng bán	(1,429)	(1,307)	(1,021)	(1,159)
Lợi nhuận gộp	516	402	330	384
Chi phí bán hàng	(32)	(41)	(34)	(30)
Chi phí QLDN	(115)	(116)	(101)	(98)
Lãi/Lỗ HĐKD	369	245	195	256
Doanh thu tài chính	237	179	180	173
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(24)	(23)
Chi phí lãi vay	(20)	(17)	(17)	(23)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	31	694	360	243
Lợi nhuận trước thuế	597	1,127	795	738
Thuế thu nhập DN	(84)	(201)	(131)	(121)
LN sau thuế	513	926	664	617
CĐTS	36	40	42	35
LNST-CĐTS	477	886	622	582
EPS	3,524	6,534	4,591	4,293

CĐKT (tỷ VND)	2021	2022	2023	2024F
Tiền và TĐ tiền	139	166	146	711
Đầu tư ngắn hạn	1,898	2,234	1,997	1,935
Phải thu ngắn hạn	273	238	193	225
Tồn kho	336	321	322	288
TS ngắn hạn khác	91	97	104	93
TS ngắn hạn	2,737	3,056	2,762	3,252
TS cố định	1,743	1,767	1,780	1,651
TS dở dang dài hạn	531	521	486	504
ĐT dài hạn	377	383	573	573
TS dài hạn khác	435	404	375	379
TS dài hạn	3,288	3,273	3,399	3,288
Tổng TS	6,025	6,329	6,161	6,540
Phải trả người bán	50	77	48	65
Vay ngắn hạn	176	119	277	291
Nợ ngắn hạn khác	964	1,097	557	795
Tổng Nợ ngắn hạn	1,190	1,293	881	1,150
Vay dài hạn	242	146	42	48
Nợ dài hạn khác	1,484	1,455	1,422	1,351
Tổng Nợ dài hạn	1,726	1,601	1,463	1,398
Tổng Nợ	2,916	2,894	2,345	2,548
Vốn góp	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư vốn CP	21	21	21	21
LN để lại	291	500	769	850
Vốn chủ khác	1,321	1,408	1,502	1,597
CĐTS	121	151	168	168
Tổng Vốn CSH	3,109	3,435	3,816	3,991
Tổng nguồn vốn	6,025	6,329	6,161	6,540
Số lượng CP lưu hành (tr)	133	134	135	135

LCTT (tỷ VND)	2021	2022	2023	2024F
LỖ/LN TT	597	1,127	795	738
Khấu hao và phân bổ	113	124	138	157
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	509	1,064	624	732
LCTT từ HĐKD	255	780	298	932
Tiền chi mua TSCĐ	(115)	(127)	(71)	(24)
LCTT từ HĐ Đầu tư	315	(231)	346	20
Tiền chi trả cổ tức	(636)	(362)	(714)	(406)
Tiền từ vay ròng	(222)	(161)	(51)	20
LCTT từ HĐTC	(858)	(523)	(663)	(387)
Dòng tiền đầu kỳ	428	139	166	146
Tiền trong kỳ	(289)	27	(20)	565
Dòng tiền cuối kỳ	139	166	146	711

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.3	2.4	3.1	2.8
Hệ số TT nhanh	2.0	2.1	2.8	2.6
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.5	0.5	0.4	0.4
Hệ số Nợ/VCSH	0.9	0.8	0.6	0.6
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	85	86	118	96
Số ngày phải thu	16	14	17	14
Số ngày phải trả	16	18	17	18
CCC	84	81	117	92
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	27%	24%	24%	25%
LNST	26%	54%	49%	40%
ROE	15.3%	25.8%	16.3%	14.6%
ROA	7.9%	14.0%	10.1%	8.9%
Định giá				
P/E	9.7	6.3	11.8	12.9
P/B	2.50	1.7	2.0	2.0
P/S	5.00	3.1	5.0	4.8
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	19%	5%	-31%	14%
Tăng trưởng LN TT	-1%	-19%	33%	-7%
Tăng trưởng EPS	-56%	85%	-30%	-6%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (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>

