

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND41.650

Giá mục tiêu

VND57.500

Tỷ suất cổ tức

9,6%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 13/02/2023

Triển vọng ngắn hạn:

Tích cực

Triển vọng dài hạn:

Tích cực

Định giá:

Tích cực

Consensus*: Mua:7 Giữ:2 Bán:0

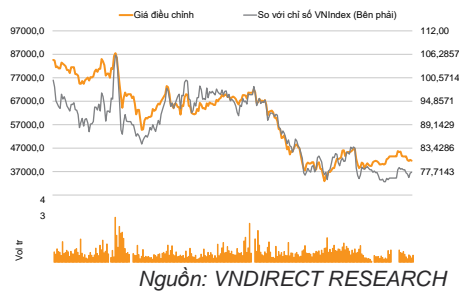
Giá mục tiêu/Consensus: -12,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2023/24 giảm lần lượt 30,7%/40,3%.

> Điều chỉnh giá mục tiêu giảm 26,4%.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	87.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	22.705tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.691
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	6,4
P/B hiện tại (x)	1,7

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Cao su Việt Nam	66,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Cổ tức tiền mặt hấp dẫn

- Lợi nhuận ròng năm 2022 tăng 85,7% svck đạt 887 tỷ đồng nhờ ghi nhận thu nhập bất thường từ đền bù đất, tuy nhiên chỉ hoàn thành 85,2% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi cho rằng mảng cao su sẽ hưởng lợi từ việc Trung Quốc mở cửa trở lại, trong khi mảng khu công nghiệp sẽ bước vào giai đoạn khó khăn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 57.500đ/cp.

Lợi nhuận ròng Q4/22 tăng mạnh nhờ thu nhập bất thường từ đền bù đất

PHR công bố doanh thu Q4/22 đạt 580 tỷ đồng (-13,6% svck), chủ yếu do doanh thu mảng cao su giảm 23,2% svck, đến từ việc sản lượng tiêu thụ giảm 15,2% svck. Tuy nhiên, PHR đã ghi nhận khoản đền bù đất ~400 tỷ đồng từ VSIP trong Q4/22, giúp cho lợi nhuận (LN) ròng Q4/22 tăng 142,9%. Trong năm 2022, doanh thu giảm 12,2% svck xuống 1.712 tỷ đồng nhưng LN ròng tăng 85,7% svck lên 887 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 85,2% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết quả thực tế không như kỳ vọng của chúng tôi do xuất khẩu cao su sang Trung Quốc phục hồi chậm hơn dự kiến.

Triển vọng mảng cao su: Tăng trưởng tích cực nhờ Trung Quốc mở cửa

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cao su sẽ tăng 8,1%/7,6% svck trong năm 2023/24 nhờ: 1) giá cao su tăng và nhu cầu phục hồi khi Trung Quốc mở cửa trở lại; 2) một số nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Malaysia tiếp tục hạn chế diện tích trồng cao su, dẫn đến nguồn cung toàn cầu thiếu hụt 290 nghìn tấn vào năm 2023 và khoảng 400 nghìn tấn vào năm 2024.

Triển vọng mảng KCN: Giai đoạn khó khăn để triển khai dự án mới

Chúng tôi kỳ vọng PHR ghi nhận phần đền bù đất còn lại (khoảng 200 tỷ đồng) từ VSIP III trong Q1/23 và sẽ không có khoản thu nhập bất thường nào cho đến hết năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng khu công nghiệp (KCN) sẽ khó triển khai các dự án mới do thủ tục pháp lý bị chậm trễ. KCN Tân Lập 1, KCN Tân Bình mở rộng sẽ chỉ có thể đi vào hoạt động trong nửa sau năm 2024.

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận ròng trong năm 2023-24

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu năm 2023/24 lần lượt 21,7%/29,4% so với dự phóng trước đó, do 1) giảm doanh thu cao su do chúng tôi hạ tiềm năng tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán từ mức nền thấp của năm 2022, 2) doanh thu KCN giảm do tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến. Với việc không còn khoản đền bù đất, LN ròng năm 2023/24 điều chỉnh giảm lần lượt 30,7%/40,3% svck.

PHR là cổ phiếu có cổ tức tiền mặt hấp dẫn. Khuyến nghị Khả quan.

PHR dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt năm 2021 là 4.000đ/cp, tương đương tỷ suất cổ tức 9,6%. Dù triển vọng kinh doanh trong ngắn hạn kém khả quan, PHR vẫn có mức trả cổ tức hấp dẫn. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 26,4% còn 57.500 đồng/cp do 1) tăng giả định WACC, 2) áp dụng tỷ lệ chiết khấu 50% cho KCN Tân Bình, KCN Tân Lập 1 để phản ánh chậm trễ về pháp lý. Rủi ro giảm giá: 1) giá cao su thấp hơn dự kiến; 2) quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.945	1.709	1.833	2.211
Tăng trưởng DT thuần	19,2%	(12,2%)	7,3%	20,7%
Biên lợi nhuận gộp	26,6%	22,8%	22,9%	28,9%
Biên EBITDA	37,5%	74,9%	59,6%	57,5%
LN ròng (tỷ)	478	887	701	817
Tăng trưởng LN ròng	(55,9%)	85,7%	(20,9%)	16,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(69,6%)	148,8%	(27,9%)	7,5%
EPS cơ bản	3.524	6.546	5.176	6.030
EPS điều chỉnh	2.215	5.510	3.970	4.267
BVPS	22.057	24.248	24.244	25.747
ROAE	15,4%	28,3%	21,3%	24,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CỔ TỨC TIỀN MẶT HẤP DẪN

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 57.500 đồng/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PHR trong dài hạn nhờ:

- Mảng cao su sẽ dẫn dắt doanh thu 2023/24 với mức đóng góp bình quân khoảng 72% trong bối cảnh thiếu hụt các khoản một lần từ đền bù đất. Từ mức nền cao của năm 2022, chúng tôi cho rằng LN ròng năm 2023 sẽ giảm 20,9% svck. Tuy nhiên, nếu loại bỏ lợi ích từ các khoản thu nhập bất thường, LN ròng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong giai đoạn 2023/24 sẽ tăng lần lượt 6,1%/9,7% svck. Chúng tôi tin rằng PHR có thể hưởng lợi từ: 1) giá cao su tăng và nhu cầu phục hồi sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại; 2) một số nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Malaysia sẽ hạn chế diện tích trồng cao su, dẫn tới nguồn cung cao su toàn cầu thiếu hụt 290 nghìn tấn vào năm 2023 và khoảng 400 nghìn tấn vào năm 2024.
- Chính sách cổ tức luôn duy trì hấp dẫn. PHR đặt mục tiêu trả cổ tức tiền mặt năm 2021 là 4.000 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 9,6%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 57.500 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho các mảng cao su, gỗ, dự án KCN và các công ty liên kết.

- Đối với mảng cao su và gỗ, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu (DCF) với tỷ lệ chiết khấu WACC là 19,4% trong 10 năm.
- Đối với các dự án KCN, chúng tôi dùng phương pháp dự phóng dòng tiền với tỷ lệ chiết khấu WACC là 19,4% để định giá cho từng dự án đã có trong quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 50% cho KCN Tân Bình và KCN Tân Lập 1 để phản ánh thủ tục pháp lý chậm hơn dự kiến.
- Đối với tiền và các khoản tương đương tiền và tổng nợ, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tính tới cuối Q4/22.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm 26,4% xuống 57.500đ/cp (từ 78.100đ/cp).

Hình 1: Thay đổi giá định WACC cho các dự án của PHR

	Trước đó	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	4,0%
Beta	0,9	1,5
Chi phí sử dụng nợ	7,0%	7,0%
Tỷ lệ nợ	11,8%	7,1%
Tỷ lệ vốn	88,2%	92,9%
Chi phí sử dụng vốn	12,9%	20,5%
WACC	12,0%	19,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá từng phần

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
KCN Tân Bình 1	DCF		162
KCN Tân Lập 1	DCF	50%	281
KCN Tân Bình mở rộng	DCF	50%	1.505
Mảng cao su, gỗ	DCF		845
(+) Tiền và tương đương tiền BV			2.400
(+) Đầu tư vào công ty liên kết			4.330
NTC	RNAV		2.286
KCN VSIP III	DCF		1.905
Khác	BV		139
(-) Tổng dư nợ gộp	BV		264
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			151
Giá trị doanh nghiệp			9.184
Chiết khấu		15%	
SLCP đang lưu hành			135.499.198
Giá mục tiêu (VND/cp)			57.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá tới từ: thủ tục pháp lý cho KCN Tân Lập 1/KCN Tân Bình được phê duyệt. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su giảm sâu hơn dự kiến; 2) quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.

Hình 3: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 10/02/2023)

Công ty	Mã CK	Giá		Khuyến tiêu nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		P/B (lần)		Tăng trường EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
		Hiện tại	Khuyến nghị			2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
		Nội tệ	Nội tệ											
BDS KCN														
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	28.300	44.000	Khả quan	120	14,3	9,9	1,8	1,6	66,7	15,7	29,5	3,5	5,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	22.250	36.400	Khả quan	725	11,0	6,1	1,1	0,7	30,3	22,4	25,7	10,4	11,3
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	35.000	N/A	KKN	666	9,0	10,3	2,1	1,6	3,6	25,0	18,6	18,4	14,7
Tổng CTCP Phát triển khu công nghiệp	SNZ VN	23.100	N/A	KKN	369	14,6	N/A	1,5	N/A	22,5	N/A	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	38.300	N/A	KKN	536	6,0	5,6	2,4	1,5	19,5	38,6	29,1	13,8	11,9
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	83.300	N/A	KKN	321	9,2	8,2	2,6	1,7	N/A	27,5	N/A	5,6	N/A
CTCP KCN Nam Tân Uyên	NTC VN	123.500	N/A	KKN	126	11,6	7,3	4,2	N/A	N/A	52,1	70,3	6,9	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	21.800	N/A	KKN	46	5,4	3,9	0,7	0,6	23,7	16,7	21,0	8,5	10,9
<i>Trung bình</i>						<i>10,1</i>	<i>7,3</i>	<i>2,1</i>	<i>1,3</i>	<i>27,7</i>	<i>28,3</i>	<i>32,4</i>	<i>9,6</i>	<i>10,9</i>
<i>Trung vị</i>						<i>10,1</i>	<i>7,3</i>	<i>2,0</i>	<i>1,6</i>	<i>23,1</i>	<i>25,0</i>	<i>27,4</i>	<i>8,5</i>	<i>11,3</i>
Cao su														
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	14.650	N/A	KKN	2.486	15,3	14,1	1,2	N/A	10,4	7,1	8,8	4,8	5,1
CTCP Cao su Đồng Phú	DPR VN	53.500	N/A	KKN	98	9,6	11,8	1,0	1,0	(37,2)	8,3	7,7	5,9	5,2
CTCP Cao su Tân Biên	RTB VN	20.900	N/A	KKN	78	9,9	N/A	1,3	N/A	49,9	18,4	N/A	8,9	N/A
CTCP Cao su Bà Rịa	BRR VN	19.600	N/A	KKN	94	15,0	N/A	1,6	N/A	34,3	11,1	N/A	9,3	N/A
CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk	DRI VN	8.100	N/A	KKN	25	10,0	N/A	1,1	N/A	248,9	11,4	N/A	7,5	N/A
<i>Trung bình</i>						<i>12,0</i>	<i>12,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>61,3</i>	<i>11,3</i>	<i>8,2</i>	<i>7,3</i>	<i>5,2</i>
<i>Trung vị</i>						<i>10,0</i>	<i>12,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>34,3</i>	<i>11,1</i>	<i>8,2</i>	<i>7,5</i>	<i>5,2</i>
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	41.650	57.500	Khả quan	239	6,4	8,0	1,7	1,5	8,4	28,3	21,3	14,4	10,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tóm tắt KQKD 2022: mảng kinh doanh cao su suy yếu, thu nhập bất thường từ mảng khu công nghiệp giúp cải thiện lợi nhuận

Hình 4: So sánh KQKD Q4/22 và năm 2022

(tỷ đồng)	Q4/22	Q4/21	% svck	2022	2021	% svck Nhận xét
Doanh thu	579,8	670,8	-13,6%	1.711,8	1.950,3	-12,2% Doanh thu 2022 giảm 12,2% svck tới từ sự sụt giảm doanh thu mảng cao su, gỗ và mảng KCN, giảm lần lượt 13,9%/5,0% svck.
Cao su, gỗ	502,1	654,1	-23,2%	1.457,3	1.693,1	-13,9%
BĐS KCN	74,5	14,9	398,8%	239,9	252,7	-5,0%
LN gộp	132,0	187,2	-29,5%	390,3	516,6	-24,4%
Biên LN gộp	22,8%	27,9%	-5,1 điểm %	22,8%	26,5%	-3,7 điểm % Biên LN gộp Q4/22 đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi đà tăng cao của giá mù cao su đầu vào, dẫn tới biên LN gộp cả năm 2022
LN từ hoạt động tài chính	86,1	95,0	-9,3%	158,8	210,8	-24,7%
Chi phí bán hàng	15,0	12,3	22,2%	40,8	31,7	28,9%
Chi phí QLDN	38,7	52,6	-26,5%	105,2	115,3	-8,7%
% chi phí BH&QLDN/Doanh thu	9,3%	9,7%	-0,4 điểm %	8,5%	7,5%	1,0 điểm %
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	124,8	181,4	-31,2%	432,6	566,9	-23,7%
LN khác	409,6	16,4	2397,7%	696,0	30,5	2178,5%
LNTT	534,3	197,8	170,1%	1.128,6	597,5	88,9%
LN ròng	418,8	172,4	142,9%	886,9	477,5	85,7% LN khác trong Q4/22 ghi nhận 400 tỷ đồng thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất dự án VSIP III, giúp cho tổng thu nhập bất thường từ dự án này năm 2022 đạt 698 tỷ đồng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu năm 2022 đạt 1.712 tỷ đồng (-12,2% svck), chủ yếu do hoạt động kinh doanh cốt lõi – cao su, gỗ sụt giảm. Năm 2022, mảng kinh doanh cao su của PHR chịu áp lực lớn cả về sản lượng tiêu thụ và giá bán khi Trung Quốc thực hiện nghiêm ngặt các biện pháp phòng chống Covid-19. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ và giá bán cao su năm 2022 giảm lần lượt là 8,2% và 6,3% svck. Bên cạnh đó, do phụ thuộc vào nguồn cung từ thu mua cao su tiểu điền, biên LN gộp trong năm 2022 đã giảm 3,7% điểm svck xuống 22,8%.

Mặt khác, PHR đã hoàn thành nghĩa vụ giải phóng mặt bằng để tiếp tục bàn giao đất cho dự án VSIP III. PHR đã ghi nhận 400 tỷ đồng tiền bồi thường đất từ VSIP trong Q4/22, giúp cho thu nhập bất thường năm 2022 đạt 698 tỷ đồng. Theo đó, LN ròng năm 2022 tăng 85,7% svck lên 887 tỷ đồng, hoàn thành 85,2% dự báo cả năm của chúng tôi.

Hình 5: Tiến độ giải phóng mặt bằng KCN VSIP III (T9/2022)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Động lực thúc đẩy tiến độ dự án VSIP III sau 6 tháng trì hoãn đến từ:

- Triển khai dự án hạ tầng gần VSIP III. Với tổng kinh phí hơn 1.400 tỷ đồng, dự án đường ĐT746 dẫn vào VSIP III sẽ được nâng cấp lên 6 làn xe. Tỉnh Bình Dương đã yêu cầu dự án khởi công từ tháng 11/2022.
- Triển khai xây dựng nhà máy LEGO, nhà máy thứ 6 thế giới và thứ 2 châu Á tại VSIP III có quy mô khoảng 44 ha, với tổng vốn đầu tư 1 tỷ USD. Nhà máy Lego chính thức được khởi công xây dựng vào 3/11/2022.

Hình 6: Nhà máy LEGO chính thức được khởi công



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

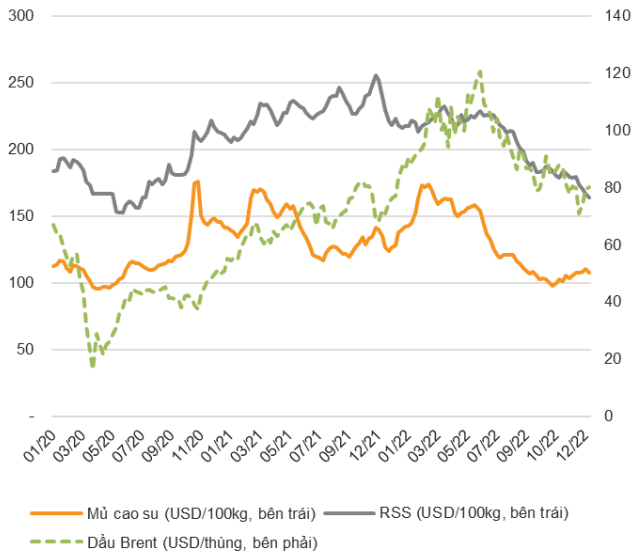
Triển vọng 2023-2024: Màng cao su dẫn dắt năm 2023 trước khi tín hiệu tích cực từ BĐS KCN xuất hiện trong năm 2024

Màng cao su: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

Theo World Bank, giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi trong năm 2023 sau khi giảm mạnh theo dấu giá dầu năm 2022. Giá cao su thiên nhiên (RSS) năm 2023 được dự báo đạt mức trung bình 1,9 USD/kg (+5,5% svck) nhờ:

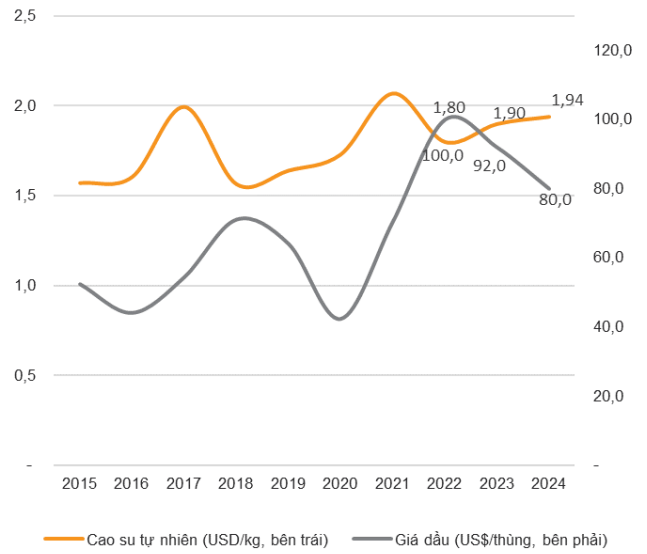
- Việc Trung Quốc mở cửa trở lại không chỉ giải quyết nút thắt về sản lượng dầu ra mà còn thúc đẩy đà tăng giá nhờ nhu cầu cao su cho sản xuất lốp xe của Trung Quốc khi Zero-Covid được gỡ bỏ. Nhập khẩu cao su của Trung Quốc dự kiến sẽ tăng 3,1% so với cùng kỳ năm 2023.
- Nguồn cung cao su thiên nhiên dự kiến sẽ chậm lại do các nước cung cấp lớn như Thái Lan và Malaysia tiếp tục hạn chế diện tích trồng cao su, dẫn đến thiếu hụt 290 nghìn tấn.
- Giá dầu được dự báo hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì mức cao trong năm 2023 sẽ hỗ trợ đà tăng giá cao su.

Hình 7: Mối tương quan sự biến động giá giữa cao su thiên nhiên và giá dầu thô



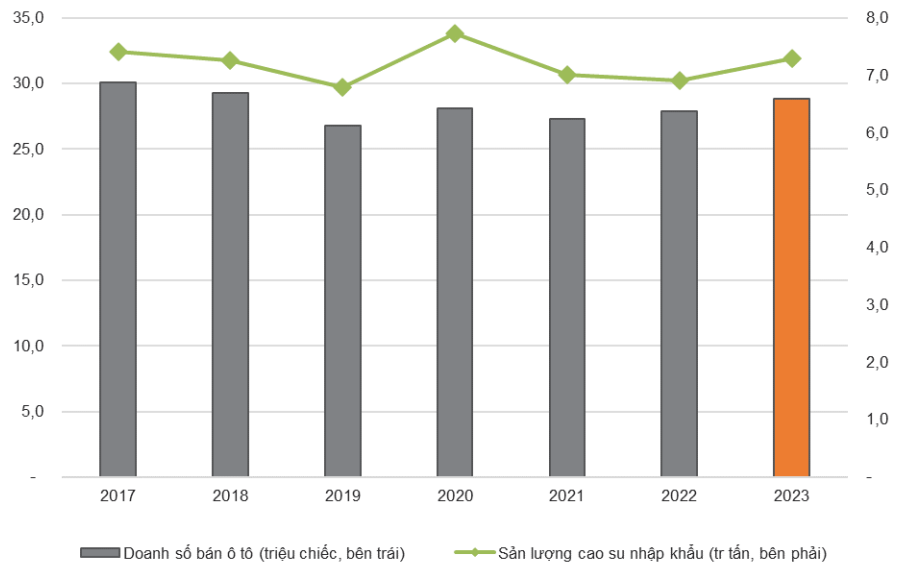
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANRPC

Hình 8: Chúng tôi cho rằng cao su thiên nhiên và dầu thô sẽ có xu hướng đối lập trong giai đoạn 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

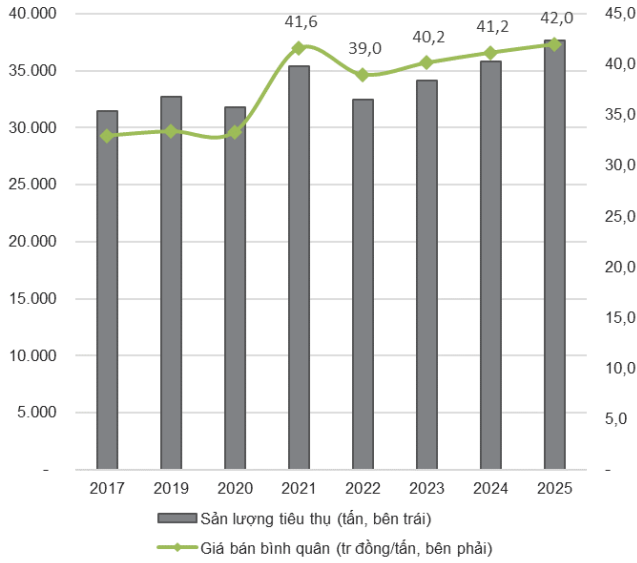
Hình 9: Sản lượng nhập khẩu cao su của Trung Quốc dự kiến tăng 3,1% svck nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất lốp xe



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Reuters, IRSG

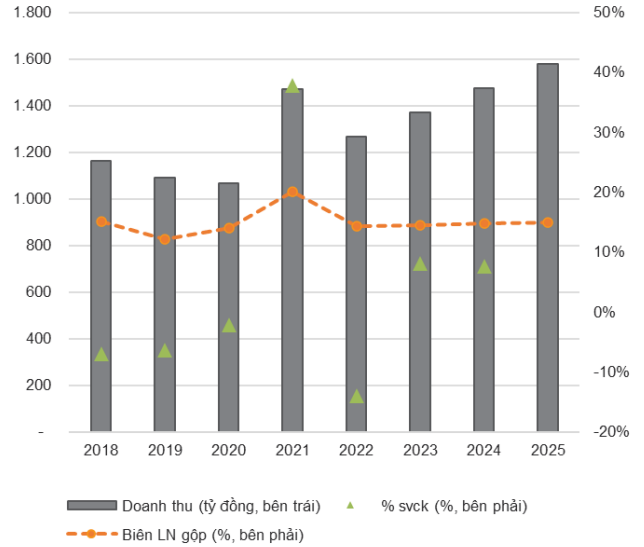
Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp đầu ngành với sản lượng xuất khẩu lớn sang Trung Quốc như PHR sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su bình quân trong giai đoạn 2023-24 sẽ tăng lần lượt 3,0%/2,5% svck. Theo đó, chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh mảng cao su sẽ phục hồi với mức tăng trưởng lần lượt 8,1%/7,6% svck trong giai đoạn 2023-24. Với đóng góp ngày càng tăng từ vườn cây ở Campuchia như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo cập nhật](#) trước, chúng tôi tin rằng PHR có thể cải thiện biên LN gộp mảng cao su với mức tăng trung bình khoảng 0,2 điểm % svck trong giai đoạn 2023-24.

Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng giá bán trong năm 2023-24 sẽ tăng 3,0%/2,5% svck



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cao su có thể phục hồi từ năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Bất động sản KCN: Giai đoạn khó khăn để triển khai dự án mới

Kể từ Q1/22, không ghi nhận đề xuất thành lập thêm KCN nào ở cả thị trường phía Nam và phía Bắc. Ngoài ra, có rất ít KCN mới được đưa vào quy hoạch tổng thể KCN quốc gia. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản KCN phía Nam sẽ chứng kiến sự khan hiếm nguồn cung mới từ nay đến cuối năm 2023 do khung pháp lý chậm trễ trước sự thay đổi lãnh đạo cấp cao của nhiều địa phương (Bình Dương, Đồng Nai...)

Từ đó, chúng tôi cho rằng PHR sẽ tập trung vào hoàn thiện thủ tục pháp lý cho các dự án mới trong năm 2023. KCN Tân Lập 1 (202ha, PHR sở hữu 51%) và KCN Tân Bình mở rộng (1.055ha, PHR sở hữu 80%) sẽ chỉ có thể đi vào hoạt động sau nửa đầu năm 2024.

Về kế hoạch dài hạn, PHR có kế hoạch phát triển 5 KCN với tổng diện tích hơn 2.700 ha trong giai đoạn 2026-30.

Hình 12: Kế hoạch triển khai các dự án KCN của PHR

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Thời điểm dự kiến đưa vào hoạt động	Trạng thái
Tân Lập 1	51%	202	136	2024	Đang hoàn thiện pháp lý
Tân Bình mở rộng	80%	1.055	791	2025	Đang hoàn thiện pháp lý
Khu công nghiệp đô thị Tân Thành	100%	312	218	2026-30	Đang hoàn thiện pháp lý
KCN dịch vụ đô thị Bình Mỹ	100%	1.002	701	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
KCN dịch vụ đô thị Hội Nghĩa	100%	716	501	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Bình mở rộng (giai đoạn 3)	80%	400	280	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Lập mở rộng	51%	287	201	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: KCN Tân Lập 1



- Vị trí: Tân Lập, tỉnh Bình Dương
- Tổng diện tích: 202ha
- Diện tích cho thuê: 136ha
- Giá cho thuê: 130-150 USD/m²
- Trạng thái: Đang hoàn thiện thủ tục pháp lý
- Thời gian hoạt động dự kiến: 2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

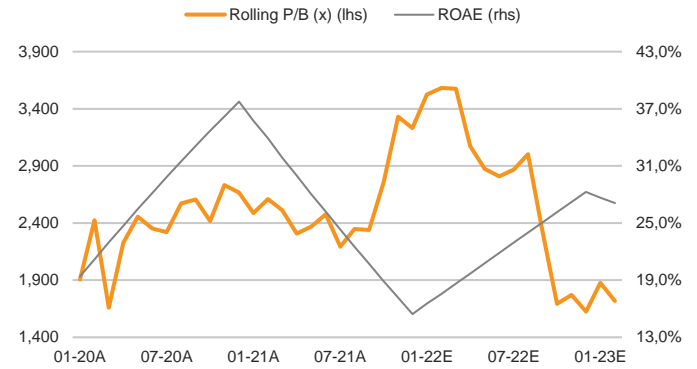
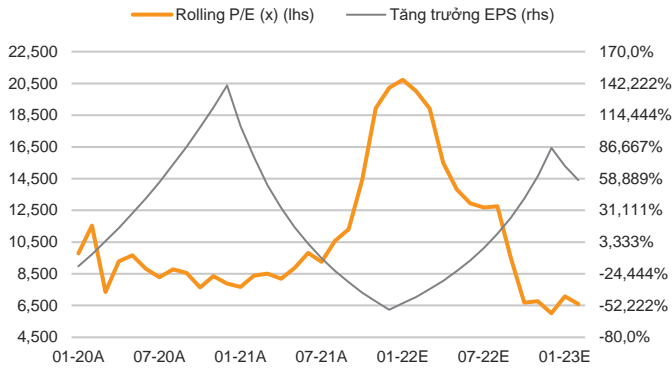
Điều chỉnh dự phóng 2023-25

Hình 14: Dự phóng 2023-25

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		Thay đổi		Dự phóng mới 2025	Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
Doanh thu	1.833	2.211	2.341	3.133	-21,7%	-29,4%	2.822	
Cao su	1.371	1.475	1.575	1.767	-13,0%	-16,5%	1.580	Chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng doanh thu mảng cao su năm 2023-24 tới từ việc hạ tiềm năng tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán từ mức nền thấp trong năm 2022.
Gỗ	198	208	243	255	-18,4%	-18,4%	219	
BĐS KCN	259	521	521	1.109	-50,3%	-53,0%	1.016	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu mảng KCN năm 2023-24 do hoạt động cho thuê KCN có thể chậm hơn so với kì vọng. Nút thắt pháp lý cho dự án mới như Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng sẽ khó có thể được tháo gỡ sớm.
LN gộp	419	638	637	1.115	-34,2%	-42,7%	1.035	
Biên LN gộp	22,9%	28,9%	27,2%	35,6%	-4,3 điểm %	-6,7 điểm %	36,7%	
Chi phí BH&QLDN	(146)	(153)	(130)	(137)	12,6%	12,0%	(162)	
LN khác	404	282	438	311	-7,8%	-9,3%	340	
LN TT	932	1.085	1.321	1.785	-29,4%	-39,2%	1.587	
LN ròng	701	817	1.013	1.368	-30,7%	-40,3%	1.194	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	1.709	1.833	2.211
Giá vốn hàng bán	(1.318)	(1.413)	(1.573)
Chi phí quản lý DN	(105)	(104)	(110)
Chi phí bán hàng	(41)	(42)	(43)
LN hoạt động thuần	244	273	485
EBITDA thuần	378	370	587
Chi phí khấu hao	(134)	(96)	(101)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	244	273	485
Thu nhập lãi	179	227	236
Chi phí tài chính	(21)	(68)	(90)
Thu nhập ròng khác	696	404	282
TN từ các Cty LK & LD	30	95	171
LN trước thuế	1.129	932	1.085
Thuế	(201)	(186)	(217)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(40)	(44)	(51)
LN ròng	887	701	817
Thu nhập trên vốn	887	701	817
Cổ tức phổ thông	(400)	(400)	(450)
LN giữ lại	487	301	367

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	166	174	234
Đầu tư ngắn hạn	2.234	2.234	2.234
Các khoản phải thu ngắn hạn	239	263	282
Hàng tồn kho	322	357	392
Các tài sản ngắn hạn khác	75	82	89
Tổng tài sản ngắn hạn	3.035	3.110	3.230
Tài sản cố định	2.298	2.939	3.414
Tổng đầu tư	382	477	510
Tài sản dài hạn khác	603	590	576
Tổng tài sản	6.318	7.115	7.731
Vay & nợ ngắn hạn	119	214	214
Phải trả người bán	77	83	92
Nợ ngắn hạn khác	1.087	1.113	1.169
Tổng nợ ngắn hạn	1.282	1.410	1.475
Vay & nợ dài hạn	146	840	1.202
Các khoản phải trả khác	1.454	1.385	1.320
Vốn điều lệ và	1.355	1.355	1.355
LN giữ lại	501	360	400
Vốn chủ sở hữu	3.286	3.285	3.489
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	195	246
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.318	7.115	7.731

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	1.129	932	1.085
Khấu hao	134	96	101
Thuế đã nộp	(106)	(187)	(217)
Các khoản điều chỉnh khác	(247)	(546)	(771)
Thay đổi VLĐ	(109)	(155)	(79)
LC tiền thuần HKĐK	801	141	119
Đầu tư TSCĐ	(137)	(724)	(564)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	28	0	0
Các khoản khác	(132)	227	374
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(241)	(497)	(190)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	387	790	362
Dòng tiền từ HĐTC khác	(548)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(362)	(400)	(450)
LC tiền thuần HĐTC	(523)	390	(88)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	139	166	174
LC tiền thuần trong năm	37	34	(159)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	176	199	15

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	51,9%	38,3%	37,0%
Vòng quay TS	0,28	0,27	0,30
ROAA	14,4%	10,4%	11,0%
Đòn bẩy tài chính	1,97	2,04	2,19
ROAE	28,3%	21,3%	24,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	12,8	16,4	14,5
Số ngày nắm giữ HTK	89,1	92,1	91,3
Số ngày phải trả tiền bán	21,3	21,3	21,4
Vòng quay TSCĐ	0,75	0,70	0,70
ROIC	24,0%	15,5%	15,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,4	2,2	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	2,0	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,9	1,7	1,7
Vòng quay tiền	80,6	87,2	84,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(12,2%)	7,3%	20,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(33,9%)	12,0%	77,5%
Tăng trưởng LN ròng	85,7%	(20,9%)	16,5%
Tăng trưởng EPS	85,7%	(20,9%)	16,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

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

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: son.leanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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