

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND58.200

Giá mục tiêu

VND71.500

Tỷ suất cổ tức

4,83%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 25/10/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

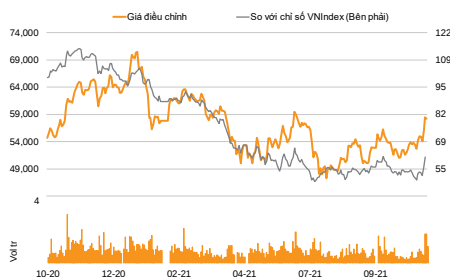
Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 14,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	70.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	34.346
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.927
Free float (%)	18
P/E trượt (x)	11,5
P/B hiện tại (x)	2,5

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Cao su	66,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tỏa sáng sau cơn mưa

- PHR sở hữu hơn 22.500ha diện tích vườn cây cao su tại Việt Nam và Campuchia. Trong đó hơn 5.600ha sẽ được chuyển đổi sang KCN.
- Dự phóng LN ròng 2021-25 tăng trưởng kép 48,5%, với động lực là tăng trưởng doanh thu KCN, mảng cao su tự nhiên và các khoản đền bù đất.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 71.500 đ/cp.

Một trong những nhà sản xuất cao su lớn nhất Việt Nam

PHR là nhà sản xuất cao su tự nhiên lớn thứ ba trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, sở hữu diện tích vườn cây cao su hơn 14.500ha tại Việt Nam và 8.000ha tại Campuchia. PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su thành khu công nghiệp (KCN) tại Bình Dương, để nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”.

Đột phá lợi nhuận (LN) ròng từ 2022 nhờ đóng góp của các KCN mới

Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận 898 tỷ đồng tiền bồi thường và hỗ trợ tái định cư cho 691ha tại KCN VSIP 3 trong 2022, giúp LN ròng năm 2022 tăng mạnh mẽ 161,1% svck. Bên cạnh đó, trong số 5.600ha chuyển đổi thành KCN, chúng tôi cho rằng có 4 KCN tiềm năng (tương đương 2.600ha) có thể khai thác trong 3 năm tới. Từ đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng KCN của PHR đạt 521 tỷ đồng (+702,2% svck) trong năm 2023 và 1.109 tỷ đồng (+112,6% svck)/1.799 tỷ đồng (+62,2% svck) trong 2024-25.

Triển vọng tích cực hơn ở mảng cao su tự nhiên nhờ đưa vào khai thác vườn cao su non

Tại Bình Dương, PHR có 6.530ha diện tích vườn cây khai thác và 5.969ha diện tích kiến thiết cơ bản (KTCB) vào cuối 2020. Hầu hết vườn cây KTCB có thể đưa vào khai thác trong 2022-25. Cùng với 7.664ha diện tích khai thác tại Kampong Thon và sự hỗ trợ từ giá cao su tự nhiên tăng mạnh do nhu cầu toàn cầu được kỳ vọng sẽ tăng mạnh và thiếu hụt nguồn cung, chúng tôi dự báo doanh thu mảng cao su tự nhiên của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) là 10,0% với CAGR sản lượng tiêu thụ là 8,7% trong 2021-25.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 71.500 đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan nhờ 1) LN ròng 2022 tăng mạnh 161% svck, 2) định giá hấp dẫn với P/E 2022 chỉ 7,8x và 3) chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn. Tiềm năng tăng giá đến từ việc liệu PHR có thể giải quyết các rào cản pháp lý tại các KCN mới và nhận tiền đền bù đất sớm hơn dự kiến hay không. Rủi ro giảm giá: 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, 2) sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý tại các KCN, dẫn đến việc trì hoãn đưa vào khai thác và nhận tiền đền bù đất, 3) rủi ro giá cao su giảm do cung vượt cầu và vấn đề tồn kho toàn cầu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.632	2.074	2.083	2.761
Tăng trưởng DT thuần	(0,4%)	27,1%	0,4%	32,5%
Biên lợi nhuận gộp	23,8%	21,5%	16,6%	25,2%
Biên EBITDA	94,1%	32,3%	71,5%	48,1%
LN ròng (tỷ)	1.083	403	1.052	893
Tăng trưởng LN ròng	140,7%	(62,7%)	160,6%	(15,2%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	163,0%	(66,2%)	181,9%	(17,8%)
EPS cơ bản	7.993	2.982	7.771	6.590
EPS điều chỉnh	7.661	2.856	7.454	6.317
BVPS	23.624	23.041	26.310	28.620
ROAE	37,8%	12,8%	31,5%	24,0%

Nguồn: VND RESEARCH

TỎA SÁNG SAU CƠN MƯA

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** đối với PHR với những luận điểm sau:

1) PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su sang KCN, chúng tôi kỳ vọng khoảng 2.600ha từ 4 KCN có thể đưa vào khai thác trong ba năm tới. Từ đó, chúng tôi ước tính doanh thu mảng KCN sẽ đạt tăng trưởng kép 85,7% trong 2023-25.

2) Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực trong hoạt động kinh doanh cao su của PHR, với nhu cầu cao su tự nhiên được kỳ vọng tăng mạnh trong các năm tới, bên cạnh giá cao su tự nhiên tăng được hỗ trợ bởi giá dầu Brent tăng cao. Chúng tôi dự báo giá bán cao su tự nhiên trung bình của PHR sẽ ở mức 43,4-47,5 triệu đồng/tấn trong 5 năm tới do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô Mỹ và Trung Quốc.

3) Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận 898 tỷ đồng tiền bồi thường và hỗ trợ tái định cư cho 691ha tại KCN VSIP 3 trong 2022, giúp LN ròng năm 2022 tăng mạnh mẽ 161,1% svck. Chúng tôi dự báo LN ròng của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép 48,1% giai đoạn 2023-25, được hỗ trợ bởi 1) tăng trưởng kép doanh thu KCN đạt 85,7% và tăng trưởng kép thu nhập từ công ty liên kết đạt 43,8%, nhờ sự đóng góp của 4 KCN mới và 2) tăng trưởng kép doanh thu mảng cao su tự nhiên đạt 9,6% nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô Hoa Kỳ và Trung Quốc.

4) PHR hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 là 20,4 lần, cao hơn so với mức P/E trung bình ngành 19,0 lần. Tuy nhiên xét về triển vọng LN ròng của PHR trong 2022 với mức tăng trưởng mạnh mẽ ước tính 161,1% svck, P/E 2022 là 7,8x, mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Bên cạnh đó, với tiềm năng tăng giá 27,7%, bao gồm tỷ suất cổ tức, chúng tôi cho rằng cổ phiếu PHR đủ hấp dẫn để tích lũy.

Động lực tăng giá đến từ việc liệu PHR có thể giải quyết các rào cản pháp lý tại các KCN mới và nhận tiền đền bù đất sớm hơn dự kiến hay không. **Rủi ro giảm giá:** 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, 2) sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý tại các KCN, dẫn đến việc trì hoãn đưa vào khai thác và nhận tiền đền bù đất, 3) rủi ro giá cao su giảm do cung vượt cầu và vấn đề tồn kho toàn cầu, mảng này vốn có biên lợi nhuận thấp.

Giá mục tiêu 1 năm cho PHR là 71.500 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 27,7%

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP) cho các mảng cao su, gỗ, dự án KCN và các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết của PHR.

Đối với các KCN đã nằm trong quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương được phê duyệt bởi Chính phủ, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với giả định tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 12,0% cho mỗi dự án. Đối với KCN Tân Bình mở rộng, do công ty chưa được UBND tỉnh Bình Dương phê duyệt nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% cho KCN này để phản ánh giá trị tài sản. Ngoài ra, để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% vào RNAV của chúng tôi.

Đối với các công ty liên doanh liên kết của PHR đang vận hành khai thác các KCN, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV với giả định tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 10,0% cho mỗi dự án.

Với mảng cao su và gỗ, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF 10 năm.

Hình 1: Các giả định cho WACC

Giả định	
Phần bù thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	0,9
Chi phí sử dụng nợ	7,0%
Tỷ lệ nợ	12,4%
Tỷ lệ vốn	87,6%
Chi phí sử dụng vốn	12,9%
WACC	12,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo SOTP

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Lưu ý
KCN Tân Bình 1	162	DCF	
KCN Tân Lập 1	781	DCF	
KCN Tân Bình mở rộng	2.520	DCF	Do công ty chưa được UBND tỉnh Bình Dương phê duyệt nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 50% cho KCN này để phản ánh giá trị tài sản.
Mảng cao su, gỗ	1.745	DCF	
(+) Tiền và tương đương tiền	2.031	BV	
(+) Đền bù đất	748	BV	
(+) Đầu tư vào công ty liên kết			
NTC	1.601	RNAV	
VSIP 3 IP	2.774	DCF	
Others	137	BV	
(-) Tổng dự nợ gộp	442		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	120		
Giá trị doanh nghiệp	12.102		
Chiết khấu	20%		Để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi.
SLCP đang lưu hành	135.499.198		
Giá mục tiêu (VND/cp)	71.500		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)			Tỷ suất
					TTM	2021	2022	Hiện tại	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	
Cao su Việt Nam	GVR VN	38.300	NA	6.733	32,4	38,7	34,7	3,2	2,9	2,8	10,0	9,4	10,3	6,0	5,9	6,3	2,3
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	46.150	NA	2.099	20,6	N/A	N/A	3,1	N/A	N/A	15,4	N/A	N/A	5,0	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	43.650	57.500	1.093	24,1	13,3	10,0	2,0	1,7	1,5	8,6	17,6	18,1	3,7	7,0	8,1	-
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	36.800	NA	725	17,5	18,2	15,5	2,6	2,2	2,3	14,4	13,1	14,5	4,8	N/A	N/A	3,0
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	62.800	NA	828	37,1	19,3	14,6	4,8	3,7	3,8	13,0	16,0	31,8	3,4	5,1	8,9	6,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	139.100	NA	558	12,4	N/A	N/A	5,5	N/A	N/A	51,7	N/A	N/A	6,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	31.000	NA	513	16,0	N/A	N/A	2,2	N/A	N/A	14,3	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	58.200	71.500	347	11,5	20,4	7,8	2,5	2,6	2,3	21,8	12,7	31,5	11,3	6,3	15,7	4,8
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	60.600	58.800	266	23,6	21,8	12,0	4,3	4,4	2,8	21,2	20,6	32,1	6,0	5,4	7,7	2,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	171.500	NA	181	14,1	9,7	N/A	6,0	5,3	N/A	33,3	37,1	N/A	5,9	6,3	N/A	4,7
CTCP Long Hậu	LHG VN	56.800	NA	125	8,4	8,3	9,1	2,0	1,9	1,8	25,9	22,7	21,0	12,4	11,3	10,7	3,3
KCN Cao Su Việt Nam	VRG VN	24.200	NA	28	59,6	N/A	N/A	2,3	N/A	N/A	3,7	N/A	N/A	1,7	N/A	N/A	N/A
Trung bình VN					23,1	18,7	14,8	3,4	3,1	2,5	19,4	18,6	22,8	5,9	6,8	9,6	3,3
Waha Corp Pcl	WHA TB	3,3	NA	1.459	21,4	17,5	14,2	1,8	1,7	1,6	7,9	9,6	11,4	2,7	3,7	4,5	3,0
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	18,4	NA	633	18,9	20,2	14,8	1,2	1,4	1,3	7,1	7,1	9,1	2,7	3,0	4,1	1,7
Frasers Property Thailand Pcl	FPT TB	11,8	NA	819	9,5	15,9	13,7	0,8	0,8	0,8	8,7	5,5	6,1	2,8	1,9	2,1	3,4
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	6,5	NA	303	9,4	13,0	15,3	0,9	0,9	0,9	9,6	6,1	5,5	2,7	2,0	1,8	3,4
Trung bình Thái Lan					14,8	16,7	14,5	1,2	1,2	1,1	8,4	7,1	8,0	2,8	2,7	3,1	2,9
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	1.145,0	NA	1.711	22,9	15,6	13,2	0,8	0,7	0,7	3,5	4,9	5,5	1,8	3,1	3,4	0,2
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	1.120,0	NA	1.467	12,7	15,0	15,9	1,3	1,3	1,2	10,7	8,2	7,0	4,2	3,3	3,0	0,8
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	159,0	NA	796	N/A	19,3	20,1	0,7	0,6	0,5	(36,3)	2,8	2,2	(12,8)	(0,3)	0,9	-
Trung bình Indonesia					17,8	16,6	16,4	0,9	0,8	0,8	(7,4)	5,3	4,9	(2,3)	2,0	2,4	0,3

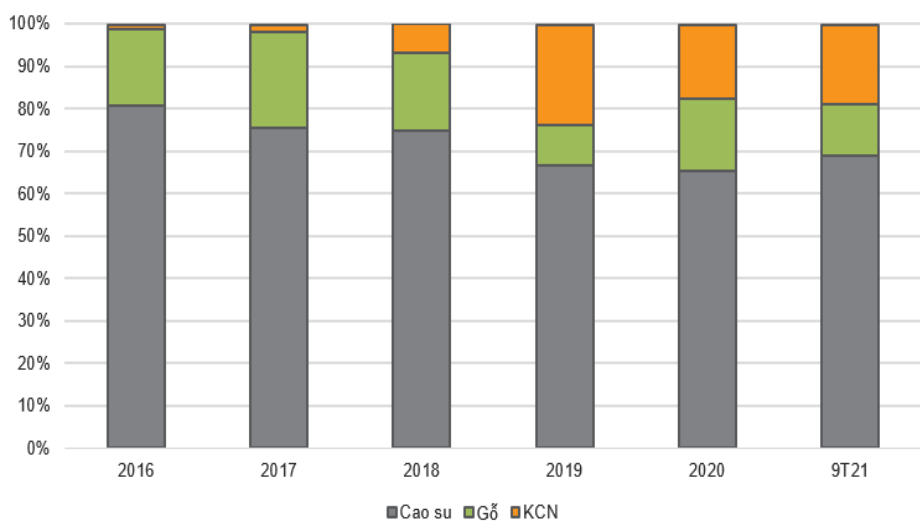
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1993, Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) trực thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam, một doanh nghiệp nhà nước. PHR là doanh nghiệp sản xuất cao su, gỗ và vận hành khai thác các KCN. PHR niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE/HSX) từ năm 2009. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu 8,5% và LN ròng 49,8% trong giai đoạn 2016-20, chủ yếu nhờ sự đóng góp của các khoản thu nhập một lần từ đền bù đất và thanh lý cao su.

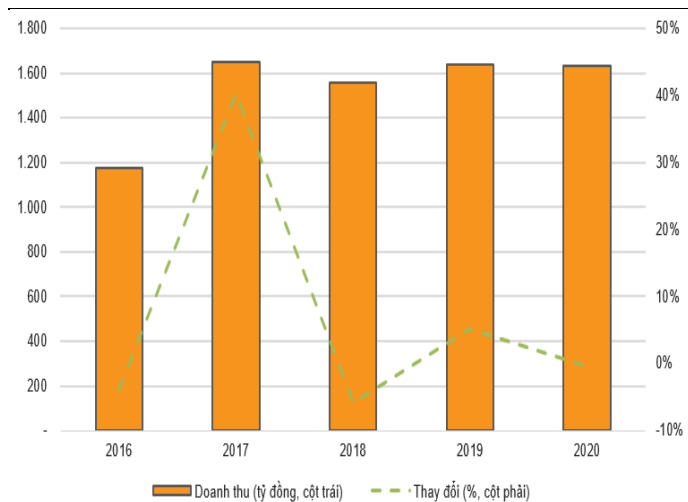
Hiện tại, cao su tự nhiên là mảng kinh doanh lớn nhất của PHR, chiếm 69,0% doanh thu trong 9T21. PHR hiện đang tập trung vào việc chuyển đổi đất cao su thành KCN theo chiến lược dài hạn của công ty mẹ.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu của PHR theo các mảng kinh doanh giai đoạn 2016-9T21



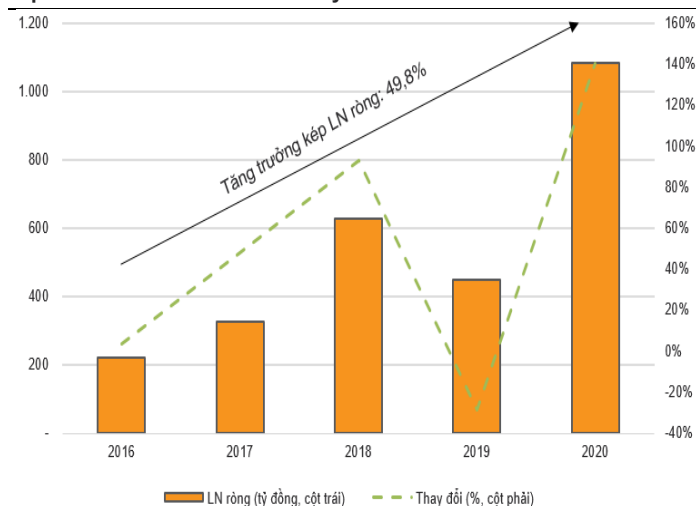
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: PHR ghi nhận doanh thu ổn định giai đoạn 2017-20...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: ... và tăng trưởng LN ròng khởi sắc nhờ các khoản thu nhập một lần từ đền bù đất và thanh lý cao su



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

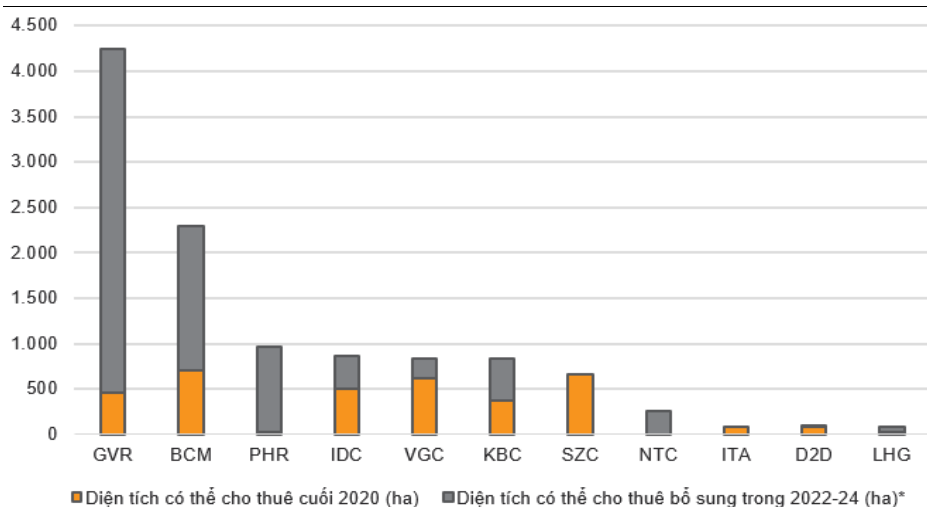
KCN – động lực tăng trưởng LN ròng chính cho PHR giai đoạn 2022-25

Đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha diện tích cao su sang KCN tại Bình Dương, trung tâm công nghiệp và logistic lý tưởng tại phía Nam

Để nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”, PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha diện tích cao su sang KCN (gồm khoảng 4.000ha tự phát triển và khoảng 1.600ha chuyển nhượng cho các chủ đầu tư khác), tương đương 48,5% quỹ đất KCN hiện tại của Bình Dương. Trong đó, chúng tôi nhận thấy có 4 KCN tiềm năng có thể đưa vào khai thác trong ba năm tới (tương đương 2.600ha), gồm KCN NTU 3 (345ha, PHR sở hữu 32,85%) từ 2022, KCN VSIP 3 (1.000ha, PHR sở hữu 20%) từ 2023, KCN Tân Lập 1 (202ha, PHR sở hữu 51%) từ 2023 and KCN Tân Bình mở rộng (1.055ha, PHR sở hữu 80%) từ 2024.

Tất cả các KCN này đều nằm trên địa bàn tỉnh Bình Dương, một trung tâm công nghiệp và logistic tại phía Nam Việt Nam với 28 KCN hiện hữu. Bình Dương đang nổi lên như một điểm sáng thu hút vốn FDI trong xu hướng di dời ngành sản xuất khỏi Trung Quốc. Tính đến ngày 20/9, Bình Dương đứng thứ 3 cả nước về thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (sau TP.HCM và Hà Nội) với 3.855 dự án, thu hút tổng vốn đăng ký 34,9 tỷ USD từ 65 quốc gia. Chúng tôi tin rằng các khu công nghiệp này có thể thu hút các nhà đầu tư và giúp thu nhập của PHR tăng đột biến trong dài hạn.

Hình 7: PHR sở hữu tiềm năng hấp dẫn với quỹ đất lớn được kỳ vọng có thể khai thác trong ba năm tới



*Dựa theo ước tính của chúng tôi.

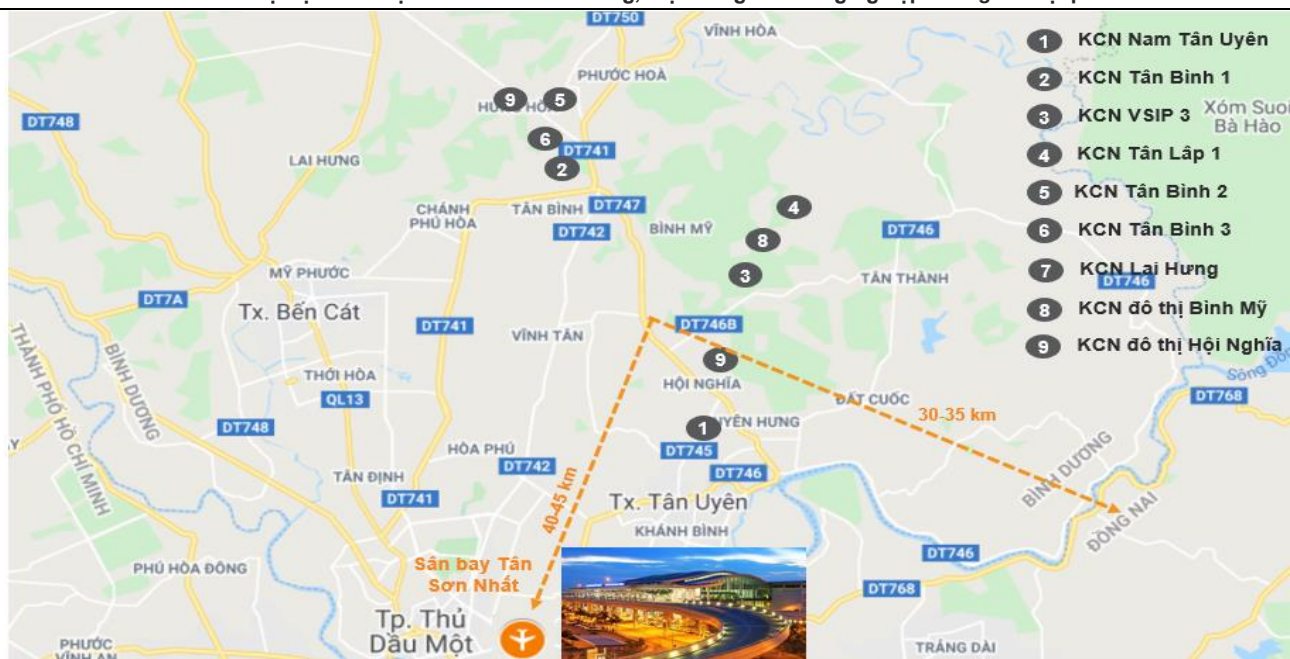
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Kế hoạch triển khai các dự án KCN của PHR

KCN	PHR sở hữu	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Năm hoạt động	Hiện trạng
NTU 1	33%	332	229	100%	2004	Đang hoạt động
NTU 2	33%	289	201	100%	2010	Đang hoạt động
Tân Bình	80%	353	245	~90%	2012	Đang hoạt động
NTU 3	33%	346	255	0%	2022	Đang hoàn thành pháp lý
VSIP 3	20%	1.000	700	0%	2023	Đang hoàn thành pháp lý
Tân Lập I	51%	202	136	0%	2023	Đang hoàn thành pháp lý
Tân Bình mở rộng (giai đoạn 2)	80%	1.055	791	0%	2024	Đang hoàn thành pháp lý
KCN đô thị Tân Thành	100%	312	218	0%	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
KCN dịch vụ đô thị Bình Mỹ	100%	1.002	701	0%	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
KCN dịch vụ đô thị Hội Nghĩa	100%	716	501	0%	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Bình mở rộng (giai đoạn 3)	80%	400	280	0%	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Tân Lập I mở rộng	51%	287	201	0%	2026-30	Đang nghiên cứu khả thi
Lai Hưng	N/A	600	N/A	0%	N/A	Đang nghiên cứu khả thi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Các KCN của PHR nằm tại vị trí đặc địa của tỉnh Bình Dương, một trung tâm công nghiệp và logistic tại phía Nam



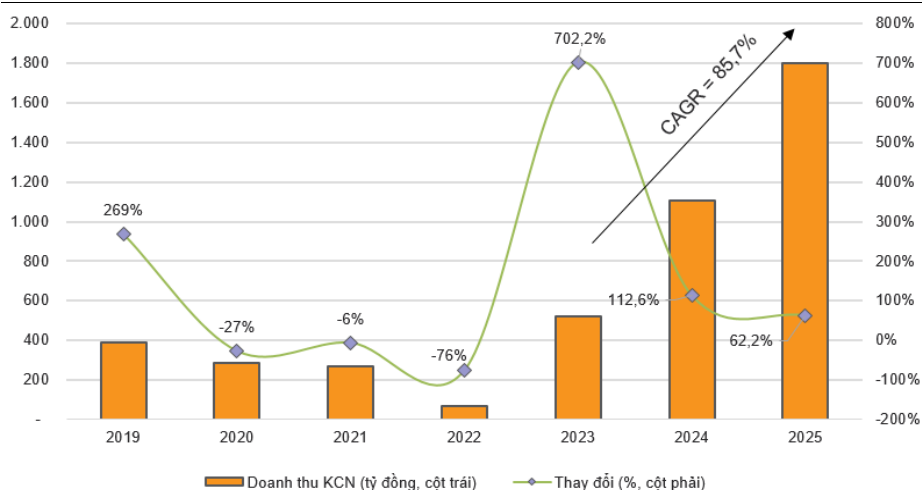
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GOOGLEMAP

Doanh thu mảng KCN dự kiến sẽ tăng vọt từ năm 2023

PHR hiện đang vận hành KCN Tân Bình (353ha) từ năm 2012. Giai đoạn 2018-20, PHR chuyển sang sử dụng phương pháp ghi nhận một lần, giúp doanh thu KCN giai đoạn này đạt tăng trưởng kép 64,2%. Tuy nhiên, KCN Tân Bình đang dần được lấp đầy với tỷ lệ lấp đầy khoảng 90% tại cuối Q3/21, trong khi 15ha diện tích cho thuê còn lại vẫn chưa sẵn sàng cho thuê do vấn đề đền bù đất đai. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu KCN 2022 sẽ giảm mạnh 75,7% svck (65 tỷ đồng), chủ yếu từ phân bổ 1.460,2 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện cuối Q3/21.

Tuy nhiên, doanh thu KCN của PHR được kỳ vọng tăng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép 85,7% trong 2023-25, nhờ đóng góp của KCN Tân Lập 1 và KCN Tân Bình mở rộng. Chúng tôi dự báo diện tích đất KCN cho thuê của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép 93,2% trong 2023-25 với giá thuê trung bình khoảng 130-160 USD/m2/kỳ thuê. Chúng tôi ước tính doanh thu KCN đạt 521 tỷ đồng (+702,2% svck) trong năm 2023 và 1.109 tỷ đồng (+112,6% svck)/1.799 tỷ đồng (+62,2% svck) trong 2024-25.

Hình 10: Doanh thu mảng KCN dự kiến sẽ tăng vọt từ năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập một lần từ đền bù đất là động lực tăng trưởng LN ròng chính năm 2022

Sau khi nhận khoản thanh toán 860 tỷ đồng bồi thường và hỗ trợ tái định cư cho 347ha KCN NTU3 trong năm 2020, PHR có kế hoạch nhận một khoản thanh toán tương tự khác tại KCN VSIP 3 trong năm 2021. Tuy nhiên do đợt dịch bùng phát lần thứ 4 và các cuộc điều tra vi phạm quy định về quản lý tài sản công tại Bình Dương, chúng tôi cho rằng KCN VSIP 3 sẽ nhận phê duyệt cuối cùng vào năm 2022. Dự kiến khoản đền bù là 898 tỷ đồng, bồi thường cho 691ha và hỗ trợ thiệt hại do thanh lý vườn cao su sớm, trong đó PHR đã nhận được khoản tạm ứng 150 tỷ đồng trong 2019. Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận được toàn bộ số tiền đền bù là 898 tỷ đồng vào năm 2022, sau khi nhận được quyết định thu hồi đất tại KCN VSIP 3 từ UBND tỉnh Bình Dương.

Bên cạnh KCN VSIP3, chúng tôi nhận thấy PHR còn một khoản tiềm năng từ việc đền bù 600ha đất cao su tại KCN Lai Hưng (do Becamex phát triển), đã được quy hoạch trong quy hoạch chung quốc gia. Nhưng cả hai doanh nghiệp hiện nay vẫn chưa thương lượng về phương thức đền bù và phát triển dự án. Trong trường hợp dự án vẫn được thực hiện, PHR kỳ vọng sẽ là đối tác (sở hữu 50%) để phát triển dự án. Chúng tôi hiện chưa tính đến khoản đền bù này trong tính toán hiện tại do thiếu các thông tin chi tiết.

Các KCN mới trong các công ty liên doanh liên kết thúc đẩy LN ròng từ 2022

Chúng tôi ước tính thu nhập từ liên doanh liên kết của PHR sẽ tăng mạnh từ năm 2022 khi các KCN NTU3 và VSIP 3 đi vào hoạt động. PHR sở hữu 32,8% NTC, chúng tôi kỳ vọng NTC sẽ nhận phê duyệt cho phép khai thác KCN NTU3 (345ha) vào Q4/21 - đầu năm 2022 và bắt đầu mở bán KCN này từ năm 2022. Đối với KCN VSIP 3, bên cạnh khoản tiền đền bù, PHR sẽ được chia 20% lợi nhuận từ doanh số bán 691ha đất và 20% lợi nhuận được chia từ cổ phần trong dự án này.

Hình 11: Kết quả hoạt động kinh doanh của NTC theo dự phóng của chúng tôi

	2021	2022	2023	2024	2025
Diện tích đất cho thuê dự kiến (ha)	-	24	34	40	40
Doanh thu (tỷ đồng)	297	755	1.064	1.342	1.464
LN ròng (tỷ đồng)	294	441	615	798	901
Thu nhập liên kết cho PHR (tỷ đồng)	22	75	113	170	202
Cổ tức cho PHR (tỷ đồng)	71	63	79	79	79

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



691ha diện tích đất cao su

- 898 tỷ đồng đền bù
- 20% lợi nhuận từ bán đất
- 20% cổ phần



Hình 12: Kết quả hoạt động kinh doanh của KCN VSIP 3 theo dự phóng của chúng tôi

	2021	2022	2023	2024	2025
Diện tích đất cho thuê dự kiến (ha)	-	-	40	60	70
20% lợi nhuận chia cho PHR	-	-	132	212	272
Thu nhập liên kết cho PHR (tỷ đồng)	-	-	95	171	228
Cổ tức cho PHR (tỷ đồng)	-	-	30	30	30

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng tích cực hơn trong mảng cao su tự nhiên

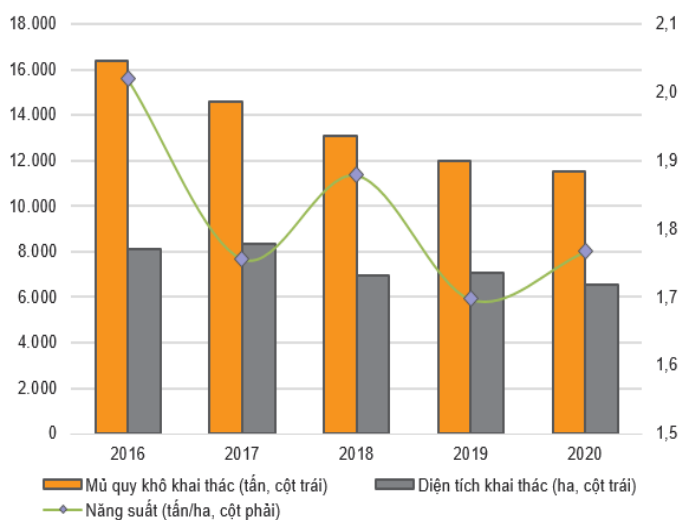
PHR là một trong những nhà sản xuất cao su lớn nhất Việt Nam

PHR là một trong những nhà sản xuất cao su lớn nhất trong ngành cao su của Việt Nam với 14.500ha diện tích cao su ở Bình Dương và khoảng 8.000ha diện tích cao su ở Campuchia. PHR đứng thứ 2 trong số các thành viên của Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) về sản lượng khai thác tại Việt Nam. Hiện tại,

công ty sở hữu ba nhà máy chế biến mủ cao su với tổng công suất thiết kế 27.000 tấn/năm, bao gồm nhà máy chế biến Bó Lá (6.000 tấn/năm), nhà máy chế biến mủ ly tâm (3.000 tấn/năm) và nhà máy chế biến Cua Paris (18.000 tấn/năm).

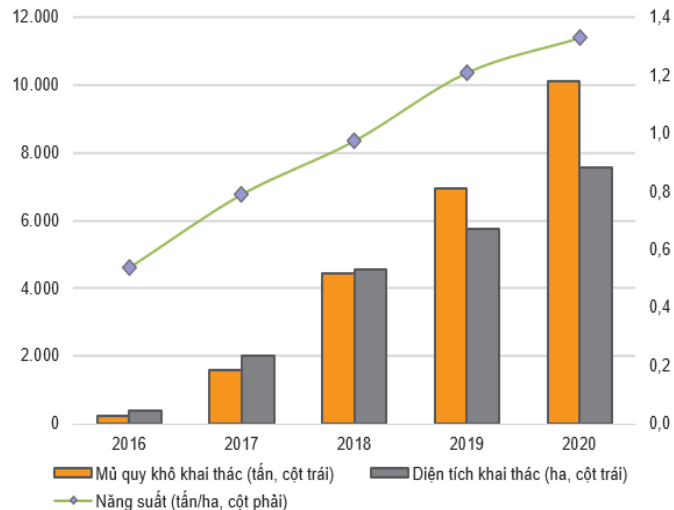
PHR chủ yếu tập trung vào cao su kỹ thuật (TSR), được sử dụng rộng rãi trong sản xuất lốp xe, bao gồm SVR 10, SVR 20, SVR 3L, SVR 5, SVR CV 50, SVR CV 60. Hiện tại, TSR đã trở thành loại phổ biến nhất thị trường, chiếm 70% trong số các sản phẩm cao su tự nhiên trên thế giới, theo Shanghai International Energy Exchange.

Hình 13: Vườn cao su của PHR tại Việt Nam đạt năng suất cao 1,7-2,0 tấn/ha giai đoạn 2016-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Năng suất tại vườn cao su tại Campuchia đang được cải thiện, giai đoạn 2016-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 15: Các sản phẩm cao su của PHR



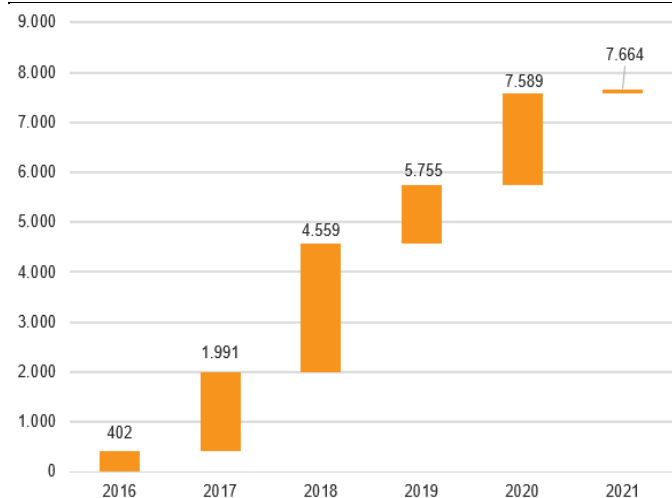
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các vườn cao su non tại Campuchia và Việt Nam sẽ thúc đẩy doanh thu mủ cao su giai đoạn 2022-25

Tại Bình Dương, PHR có 6.530ha diện tích vườn cây khai thác và 5.969ha diện tích KTCB vào cuối 2020. Hầu hết vườn cây KTCB có thể đưa vào khai thác trong 2022-25, hỗ trợ sản lượng khai thác mủ quy khô tại Việt Nam giai đoạn này tăng trưởng kép 16,7%. Cùng lúc đó, vườn cây cao su tại Kampong Thon, Campuchia trồng từ 2009 đã được đưa vào khai thác 7.589ha (99% diện tích cao su tại Campuchia) trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác

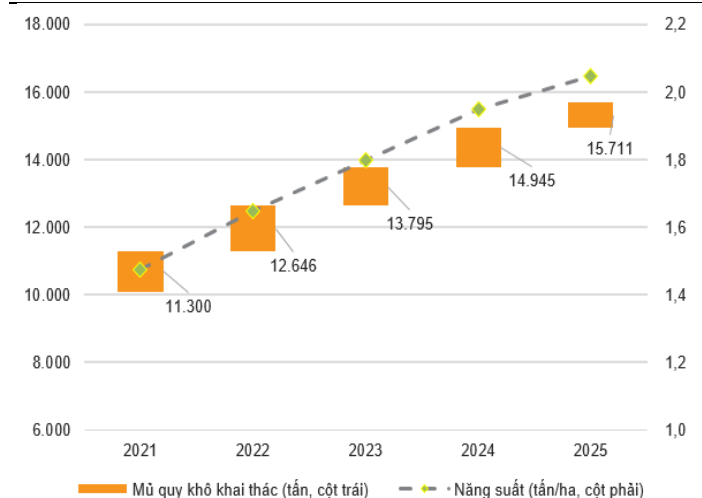
mủ quy khô tại Campuchia tăng trưởng kép 8,6% giai đoạn 2021-25 với năng suất trung bình là 1,8 tấn/ha.

Hình 16: Đưa vào khai thác tất cả 7.664ha vườn cao su tại Campuchia từ 2021...



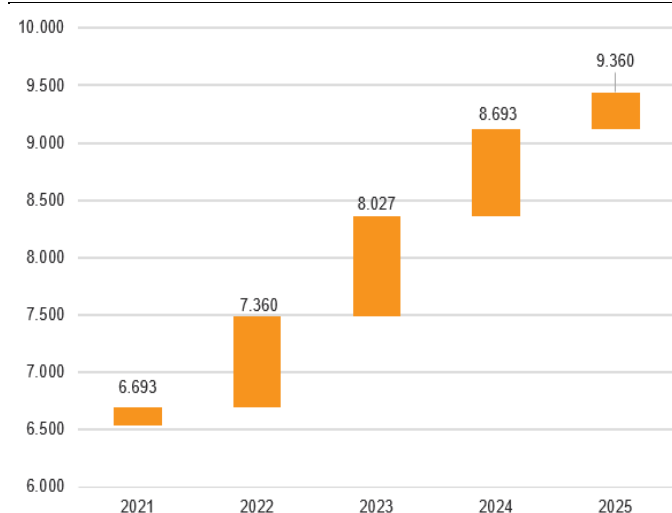
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: ... giúp sản lượng khai thác tại đây đạt tăng trưởng kép 8,6% giai đoạn 2021-25



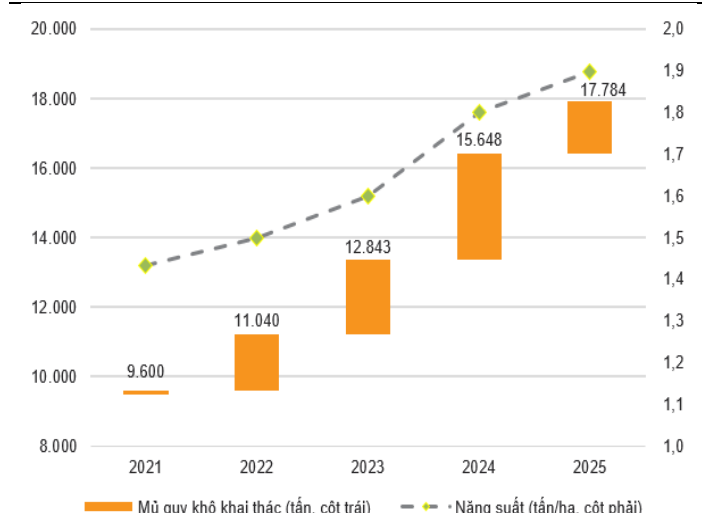
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Hầu hết 5.969ha vườn cây KTCB tại Việt Nam năm 2020 sẽ được khai thác trong 2022-25...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: ... dẫn đến sản lượng khai thác tại Việt Nam đạt tăng trưởng kép 16,7% giai đoạn 2021-25



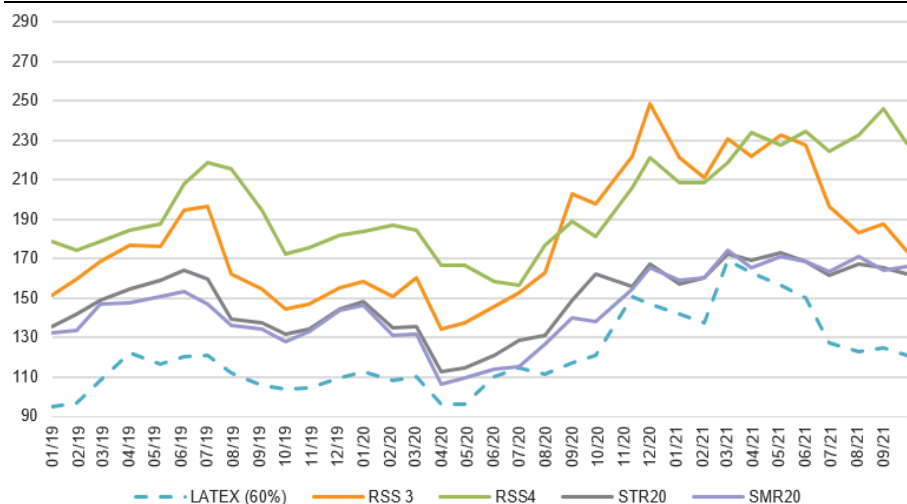
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hưởng lợi từ giá cao su tự nhiên tăng và nhu cầu toàn cầu phục hồi

Theo dự báo của Expert Market Research, nhu cầu cao su tự nhiên toàn cầu sẽ tăng trưởng kép 4,8% giai đoạn 2021-26, đạt 20,1 triệu tấn vào năm 2026, phản ánh nhu cầu từ ô tô tại Mỹ và Trung Quốc phục hồi cũng như nhu cầu nguyên liệu cho ngành cao su tăng mạnh trong thời kỳ đại dịch. Tuy nhiên, nguồn cung vẫn đang bị hạn chế trong năm 2021 do sự gia tăng lây lan của Covid-19 tại các nước sản xuất như Thái Lan, Indonesia, Malaysia. Theo ANRPC, nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu thiếu hụt hơn 800.000 tấn trong 9T21. Dẫn đến giá cao su trung bình đã tăng 51,4% svck lên 2,12 USD/kg vào tháng 6 năm 2021. Trading Economics cho rằng xu hướng giá cao su tăng có thể sẽ tiếp tục trong năm 2022, được thúc đẩy bởi giá dầu tăng.

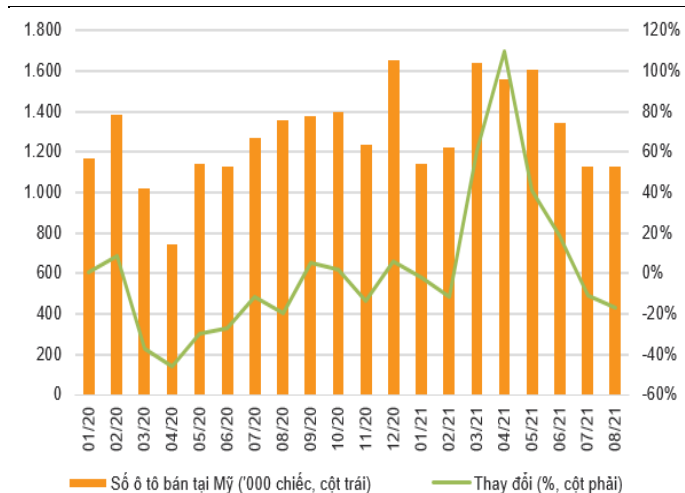
Nhờ đó xuất khẩu cao su của Việt Nam trong 9T21 đạt 1,3 triệu tấn (+17,1% svck), trị giá 2,2 tỷ đô la Mỹ (+52,7% svck), theo Bộ Công thương. Giá cao su xuất khẩu bình quân của Việt Nam trong tháng 9/2021 khoảng 1.646 USD/tấn (+22,7% svck).

Hình 20: Giá cao su tự nhiên tăng mạnh từ Q2/20 nhờ nhu cầu phục hồi và nguồn cung thiếu hụt (USD/100kg)



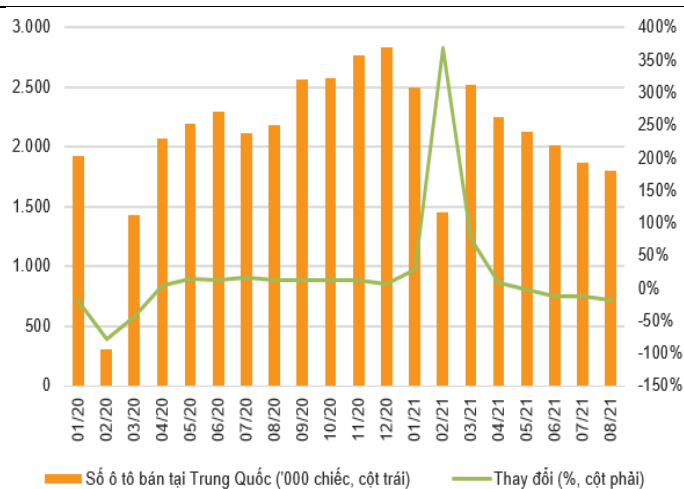
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 21: Doanh số bán ô tô tại Mỹ



Nguồn: STATISTA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Doanh số bán ô tô tại Trung Quốc

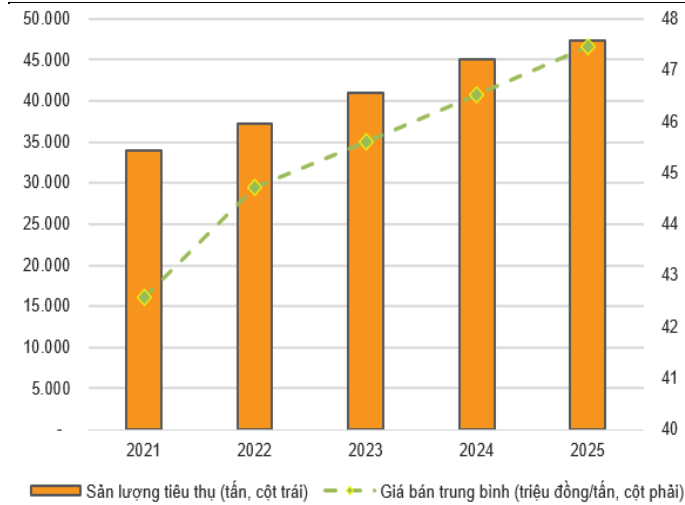


Nguồn: CHINA PASSENGER VEHICLE ASSOCIATION

Chúng tôi dự phóng doanh thu mangan cao su của PHR tăng trưởng kép 10,0% giai đoạn 2021- 25

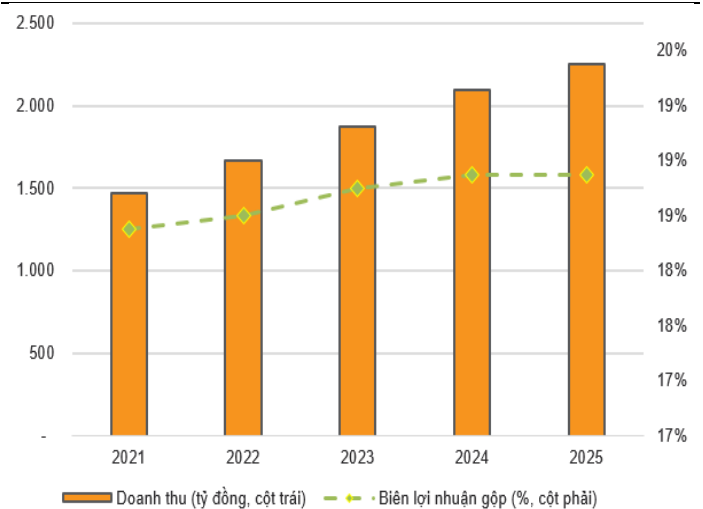
Hưởng lợi từ nhu cầu cao su tự nhiên phục hồi và nguồn cung thiếu hụt, doanh thu mangan cao su 9T21 của PHR đạt 1.039,0 tỷ đồng (+37,7% svck), nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 16,5% svck và giá bán bình quân tăng 37,1% svck. Chúng tôi dự báo doanh thu cao su của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép 10,0% với sản lượng tiêu thụ tăng trưởng kép 8,7% giai đoạn 2021-25, nhờ 1) nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô tại Mỹ và Trung Quốc và 2) sản lượng khai thác tại Mỹ và Việt Nam tăng trưởng kép 12,5% giai đoạn 2021-25. Chúng tôi cũng ước tính tỷ suất biên lợi nhuận gộp mangan cao su của PHR sẽ dao động khoảng 18,1% - 19,0%, với giả định giá bán cao su tự nhiên trung bình dao động ở mức 43,4-47,5 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2021-25.

Hình 23: Sản lượng khai thác cải thiện, cùng với nhu cầu mạnh mẽ từ ô tô Mỹ và Trung Quốc giúp lượng tiêu thụ cao su tự nhiên của PHR tăng trưởng kép 8,7% giai đoạn 2021-25



Nguồn: STATISTA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Chúng tôi dự báo doanh thu mảng cao su của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép 10,0% với biên lợi nhuận dao động 18,1%-19,0% giai đoạn 2021-25



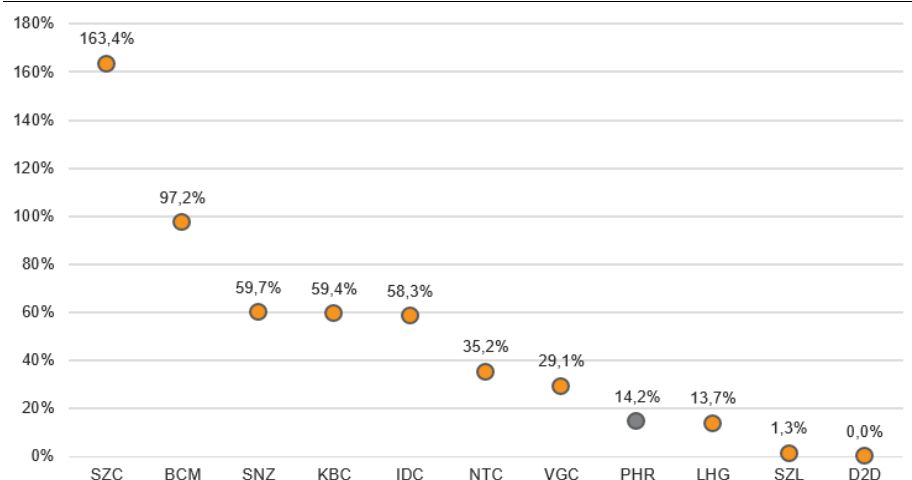
Nguồn: CHINA PASSENGER VEHICLE ASSOCIATION,

Tài chính lành mạnh giúp PHR tối ưu hóa khả năng sinh lời hơn các công ty cùng ngành

Chúng tôi cho rằng công ty đang hoạt động ổn định, không gặp khó khăn trong việc thu hồi công nợ và tình trạng ứ đọng hàng tồn kho. Tại thời điểm cuối Q2/21, PHR duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) chỉ ở mức 0,14x, tiền và các khoản tương đương tiền chiếm tỷ trọng lớn với 2.031 tỷ đồng, chiếm 33,3% tổng tài sản. Chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế của PHR trong việc kiểm soát tình hình tài chính của mình, từ đó giúp công ty có thêm dư địa để huy động thêm vốn vay để tài trợ cho KCN mới trong 2022-24.

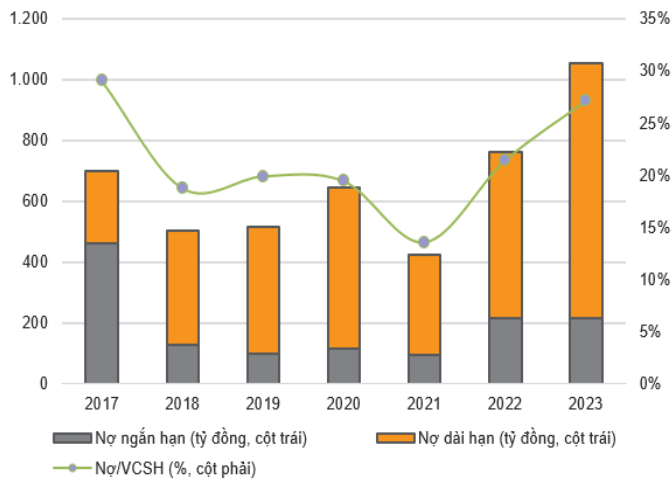
Trong các công ty cùng ngành, PHR có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao thứ hai với 21,6% vào cuối Q2/21, nhờ lợi nhuận ròng trong 6 tháng cuối 2020 tăng mạnh 75,5% svck.

Hình 25: PHR có tỷ lệ D/E thấp so với các công ty cùng ngành, Q2/21



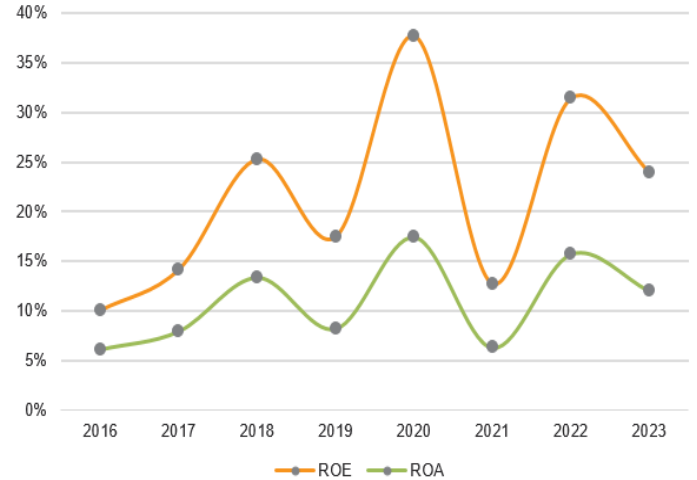
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 26: Tổng nợ của PHR có thể tăng đáng kể trong 2022-23 do công ty đầu tư vào các KCN mới



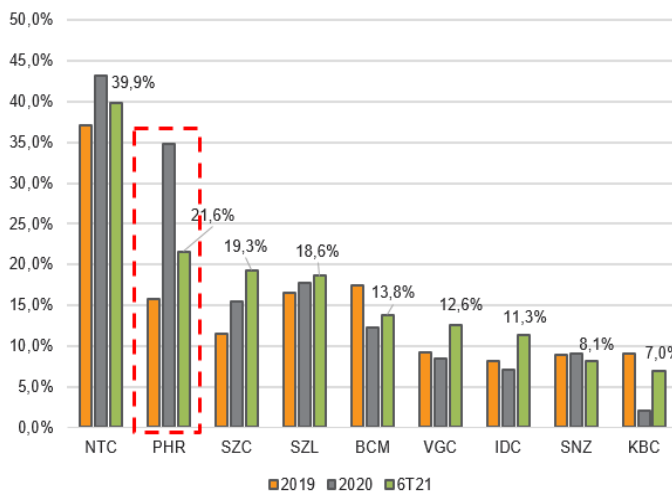
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 27: Hiệu suất sinh lời có thể sẽ giảm mạnh trong 2021 do thiếu các khoản thu nhập một lần



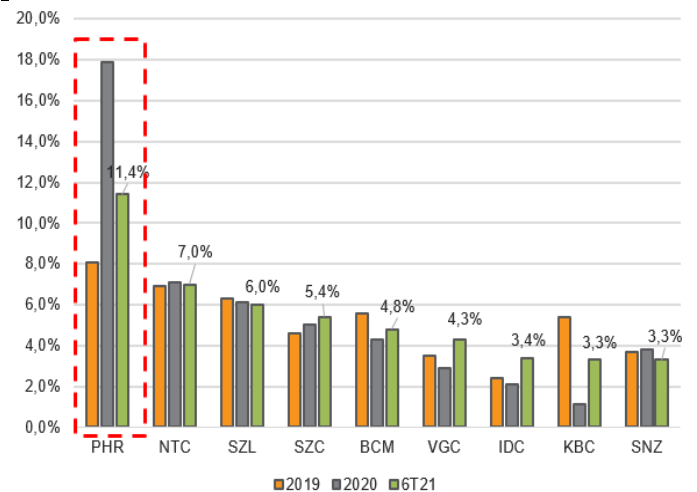
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: ROE của PHR so với các công ty cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: ROA của PHR so với các công ty cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng LN ròng 2021-23

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2021 của PHR tăng 27,1% svck nhưng LN ròng giảm mạnh 64,2% svck, do:

- Doanh thu mảng cao su tự nhiên tăng 34,2% svck nhờ giá bán bình quân tăng 30,3% svck do nhu cầu toàn cầu phục hồi và nguồn cung thiếu hụt.
- Doanh thu mảng KCN giảm 6,1% svck xuống 267,7 tỷ đồng do diện tích cho thuê hạn chế.
- Thu nhập khác giảm 94,7% svck chỉ còn 49,9 tỷ đồng do thiếu các khoản thu nhập một lần từ đền bù đất và thanh lý cao su.

Năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu PHR tăng 0,5% svck nhưng LN ròng tăng mạnh mẽ 161,1% svck nhờ:

- Doanh thu mảng cao su tự nhiên tăng 11,7% svck nhờ nhu cầu toàn cầu phục hồi.

- Doanh thu mảng KCN giảm sâu 75,7% svck còn 65 tỷ đồng do diện tích cho thuê hạn chế.
- Thu nhập khác tăng vọt 18 lần svck lên 932,4 tỷ đồng nhờ khoản thanh toán đền bù đất từ KCN VSIP 3.

Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu PHR tăng 32,5% svck nhưng LN ròng giảm 15,2% svck do:

- Doanh thu mảng KCN nhảy vọt +702,2% svck nhờ đưa vào khai thác KCN Tân Lập 1 (202ha) từ 2023.
- Nhưng thu nhập khác giảm 75,2% svck do thiếu khoản thu nhập đền bù đất.

Hình 30: Dự phóng của chúng tôi về triển vọng LN ròng 2021-25

tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	2.074	2.083	2.761	3.594	4.453
% svck	27,1%	0,5%	32,5%	30,2%	23,9%
Cao su, gỗ	1.806	2.017	2.238	2.485	2.653
% svck	34,2%	11,7%	11,0%	11,0%	6,8%
KCN	268	350	367	386	405
% svck	-6,1%	-75,7%	702,2%	112,6%	62,2%
LN gộp	446	345	695	1.179	1.759
<i>Biên LN gộp</i>	21,5%	16,6%	25,2%	32,8%	39,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	(120)	(124)	(130)	(137)	(143)
Doanh thu tài chính	196	198	238	249	249
Chi phí tài chính	(39)	(60)	(72)	(95)	(96)
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	22	75	208	342	431
LN hoạt động kinh doanh	504	433	939	1.538	2.199
Thu nhập khác	50	932	231	311	370
LN trước thuế	554	1.366	1.171	1.849	2.568
LN sau thuế	443	1.093	937	1.479	2.055
LN ròng	403	1.052	893	1.409	1.958
% svck	-64,2%	161,1%	-15,2%	57,9%	38,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD 9T21: LN ròng giảm mạnh do thiếu các khoản thu nhập một lần

Hình 31: Kết quả kinh doanh (KQKD) 9T21

	Q3/21	Q3/20	% tăng trường svck	6T21	6T20	% tăng trường svck	% sv kế hoạch 2021 của PHR	Nhận xét
Doanh thu (tỷ đồng)	521,7	390,9	0,3	1.279,5	886,3	44,4%	60,1%	
Cao su, gỗ	314,4	374,9	(0,2)	1.039,0	754,6	37,7%		Nhờ sản lượng tiêu thụ cao su tăng 16,5% svck và giá bán trung bình tăng mạnh 37,1% svck.
Cho thuê đất KCN	206,6	14,8	13,0	237,7	129,2	83,9%		
Khác	0,7	1,1	(0,4)	2,8	2,5	12,4%		
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	200,3	58,0	2,5	329,3	203,4	61,9%		
Biên lợi nhuận gộp	38,4%	14,8%	23,5 điểm %	25,7%	22,9%	2,8 điểm %		Nhờ mảng KCN có BLN cao đóng góp nhiều hơn trong kỳ.
BLN cao su, gỗ	18,5%	12,7%	5,7%	15,9%	15,0%	0,9%		Nhờ giá bán cao su tự nhiên trung bình tăng mạnh 37,1% svck.
BLN cho thuê KCN	69,1%	70,0%	-0,9%	69,5%	70,1%	-0,6%		
Chi phí BH và QLDN	32,1	24,5	31,1%	82,0	65,8	24,6%		
DT tài chính	69,6	54,6	27,4%	136,2	113,7	19,7%		
Chi phí tài chính	5,3	8,2	-36,2%	20,3	19,6	3,6%		
LN từ liên doanh liên kết	(31,5)	5,9	-635,3%	22,4	52,3	-57,2%		NTC đã trả cổ tức tiền trong Q3/21 dẫn đến lỗ liên kết 31,5 tỷ đồng.
LN hoạt động kinh doanh	201,0	85,8	134,2%	385,5	284,1	35,7%		
Thu nhập khác	3,5	118,7	-97,1%	14,2	602,7	-97,7%		Do thiếu thu nhập một lần từ đền bù KCN Nam Tân Uyên và thanh lý cao su.
LN trước thuế	204,5	204,6	0,0%	399,7	886,8	-54,9%		
LN sau thuế	170,6	169,9	0,4%	340,3	725,1	-53,1%		
Lợi ích cổ đông thiểu số	25,6	4,9	421,2%	35,2	24,1	46,2%		
LN ròng	145,0	165,0	-12,1%	305,1	701,0	-56,5%	44,1%	

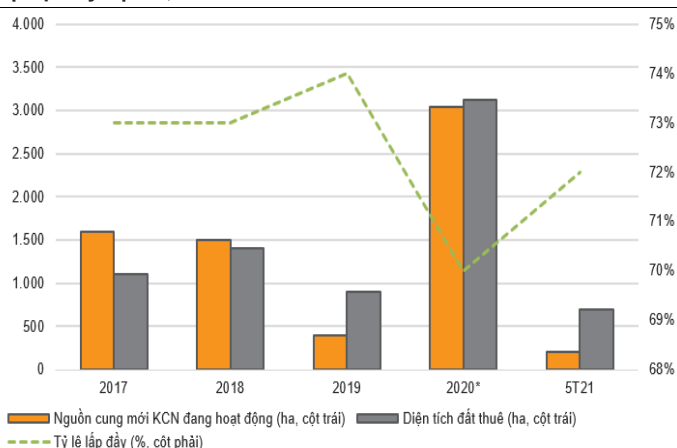
Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%

Diện tích đất công nghiệp cho thuê duy trì ở mức cao 700ha (-12,5% svck) trong 5T21. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới, do đó tỷ lệ lấp đầy tăng 1,6% (so với cuối năm 2020) lên 71,8%. Chúng tôi tin rằng nhu cầu đất công nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao trong nửa cuối 2021 và 2022 bởi dòng vốn FDI và mở rộng sản xuất đang diễn ra mạnh mẽ, đặc biệt sự tham gia của Foxconn, OPPO sẽ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ cũng như mở ra cơ hội cho ngành công nghiệp hỗ trợ Việt Nam.

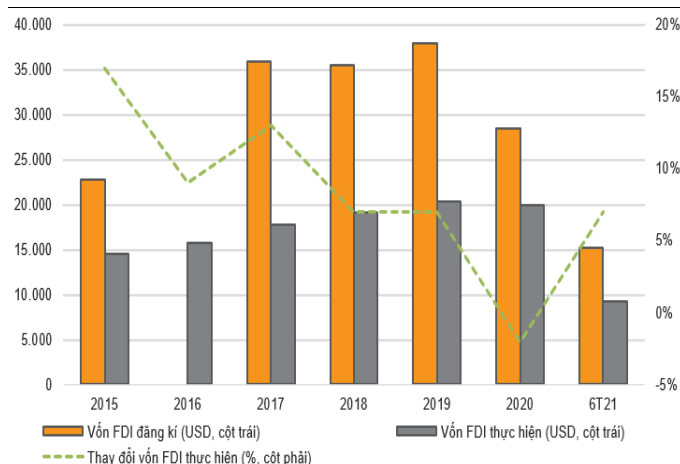
Hình 32: Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%



*Bao gồm KCN trong các khu kinh tế

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Hình 33: Vốn FDI giải ngân tăng 6,8% svck trong 6T21

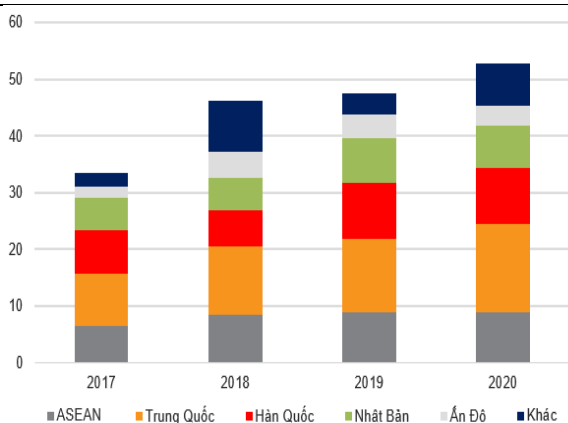


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) và chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc giúp thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam

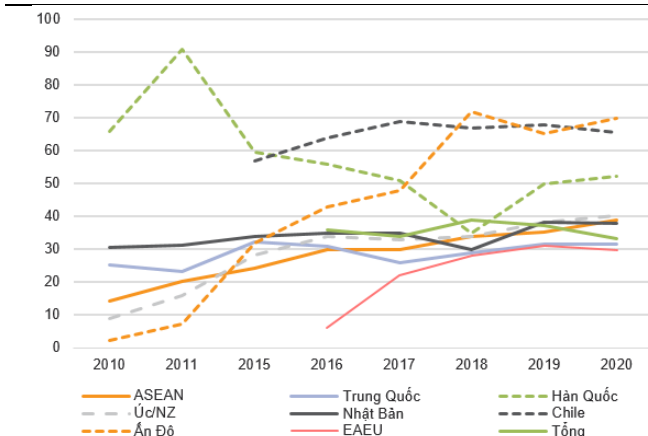
Theo Bộ Công thương, giá trị xuất khẩu được hưởng ưu đãi thuế FTA năm 2020 đạt 52,76 tỷ USD (+10,9% svck). Bên cạnh đó, nhờ EVFTA có hiệu lực, Việt Nam đã cấp 127.296 bộ C/O mẫu EUR.1 trị giá 4,8 tỷ USD tính từ 01/08/2020 tới đầu tháng 4 năm 2021. Xuất khẩu của Việt Nam sang EU đến năm 2030 dự kiến sẽ tăng 44,4%. Chúng tôi cho rằng hiệp định EVFTA sẽ giúp thúc đẩy đầu tư sản xuất tới Việt Nam, giúp duy trì dòng vốn FDI trong các năm tới.

Hình 34: Giá trị xuất khẩu có áp dụng ưu đãi thuế quan FTA tăng 16,4% mỗi năm trong 2017-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 35: Tỷ lệ hiệu dụng FTA vẫn tích cực 33,1% trong 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 36: Danh sách công ty có kế hoạch/đang di chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam

Tên công ty	Quốc gia	Tình trạng tại Q1/21	Vị trí chuyển dịch	Ngành
Hanwha	Hàn Quốc	Đã di chuyển	Hà Nội	Linh kiện hàng không
Yokowo	Nhật Bản	Đã di chuyển	Hà Nam	Linh kiện mô tô
Huafu	Trung Quốc	Đã di chuyển	Long An	Dệt may
Goertek	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bắc Ninh	Linh kiện tai nghe và điện thoại
TCL	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bình Dương	Điện tử - TV
Foxconn	Đài Loan	Đang di chuyển	Bắc Giang Quảng Ninh	Điện tử - TV
Lenovo	Trung Quốc	Đang xem xét	Bắc Ninh	Điện tử - Máy tính
Nintendo	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Điện tử - Phụ kiện game
Sharp	Nhật Bản	Đang di chuyển	Bình Dương	Điện tử - Camera
Kyocera	Nhật Bản	Đang di chuyển	Hải Phòng	Điện tử - Máy in, photocopy
Asics	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Sản xuất giày

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế sẽ là nhân tố giúp Việt Nam hấp dẫn giữa chiến lược “Trung Quốc + 1”

Dù giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam tăng mạnh từ 2019 nhưng với mức giá 110 USD/m²/kỳ thuê tại Q2/21 vẫn là mức thấp thứ hai trong khu vực, chỉ cao hơn giá thuê đất tại Myanmar. Tại Việt Nam, lương công nhân thấp hơn nhiều so với Thái Lan và Malaysia. Trong khi đó, chỉ có Indonesia có mức giá điện thấp hơn so với Việt Nam.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) từ mức 22% xuống mức 20% vào năm 2016 cho tất cả các công ty trong nước và nước ngoài để tăng cường thu hút sản xuất. Ngoài ra, các công ty tại các khu công nghiệp còn được hưởng các ưu đãi khác như miễn/giảm thuế và miễn thị thực. Các ưu đãi thuế phổ biến dành cho các công ty ở các khu công nghiệp bao gồm miễn thuế trong 2 đến 4 năm, giảm thuế trong 3 đến 15 năm và miễn thuế nhập khẩu.

Hình 37: Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế

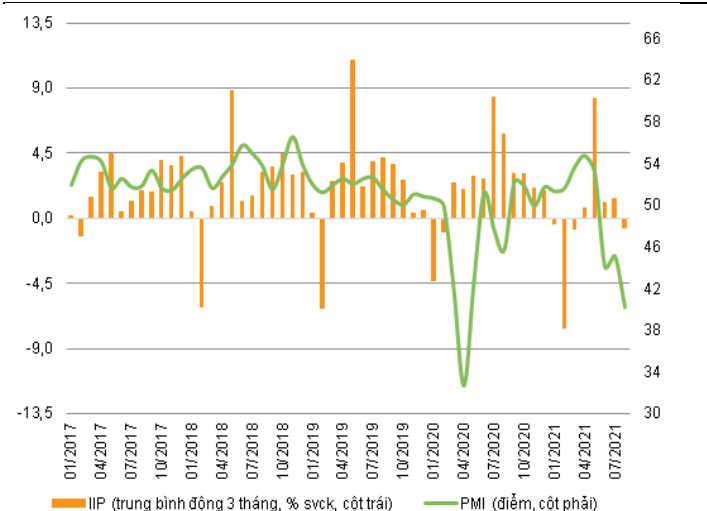
	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m ²)	Giá thuê đất trung bình (USD/m ² /kỳ thuê)	Thuế TNDN (%)	Số KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25	63
Philippines	205	0,110	na	122	30	323
Việt Nam	265	0,077	352	110	20	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24	340
Trung Quốc	1042	0,104	356	na	25	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, STATISTA, MPI

Tiềm năng rộng sản xuất mạnh mẽ từ các doanh nghiệp nước ngoài và doanh nghiệp nội địa

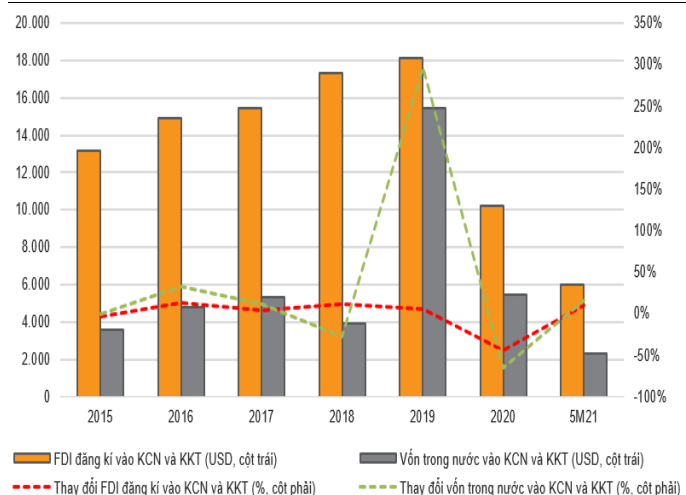
Chúng tôi quan sát thấy các khách thuê hiện hữu đang tích cực mở rộng sản xuất tại Việt Nam nhờ nền tảng sản xuất vững chắc của Việt Nam. Theo JETRO, gần 47% doanh nghiệp Nhật Bản có kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh tại Việt Nam trong 1-2 năm tới. LG Electronics, Intel, Mitsubishi Motors, và Ford cũng đã thông báo kế hoạch mở rộng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp hỗ trợ trong nước cũng được hưởng lợi từ làn sóng FDI và dự kiến mở rộng sản xuất như O.N Vina, một đối tác của Samsung.

Hình 38: PMI tháng 08/2021 dưới mức 50 do làn sóng COVID-19 thứ 4



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 39: Dòng vốn FDI và vốn trong nước vào KCN và khu kinh tế (KKT) tăng 10,3%/15,7% svck trong 5T21

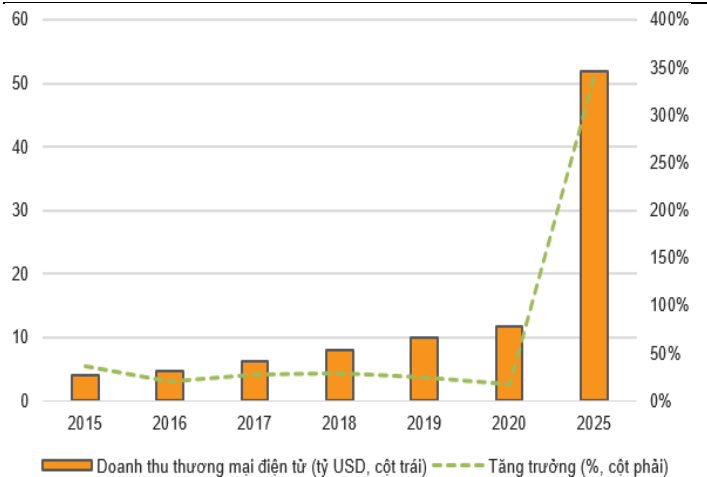


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI

Thương mại điện tử bùng nổ tại Việt Nam, thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN làm dịch vụ kho bãi

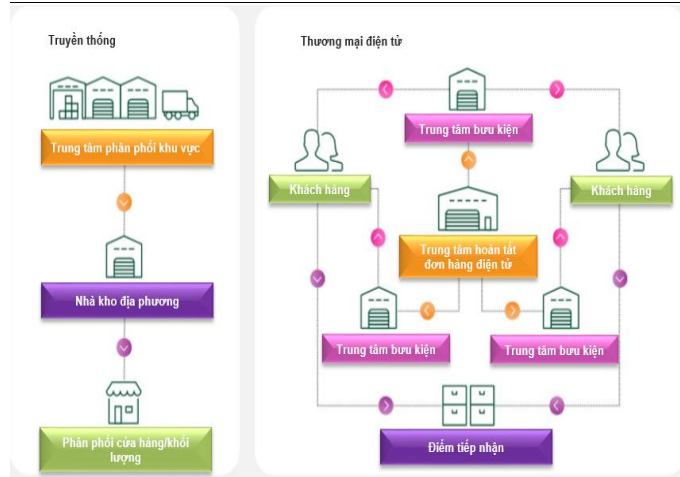
Theo Bộ Công thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, sự tăng trưởng trong lĩnh vực thương mại điện tử sẽ thúc đẩy nhu cầu kho bãi thêm 350.000 m2 với doanh thu thương mại điện tử khoảng 25-27 tỷ USD, tương đương với 728.000 m2 trong năm 2025 cho Việt Nam.

Hình 40: Thương mại điện tử bùng nổ tại Việt Nam, doanh thu tăng trưởng kép giai đoạn 2020-25 đạt 44,9%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 41: Nhu cầu về kho bãi có thể tăng thêm 728.000 m2 trong 2025 nhờ thương mại điện tử bùng nổ

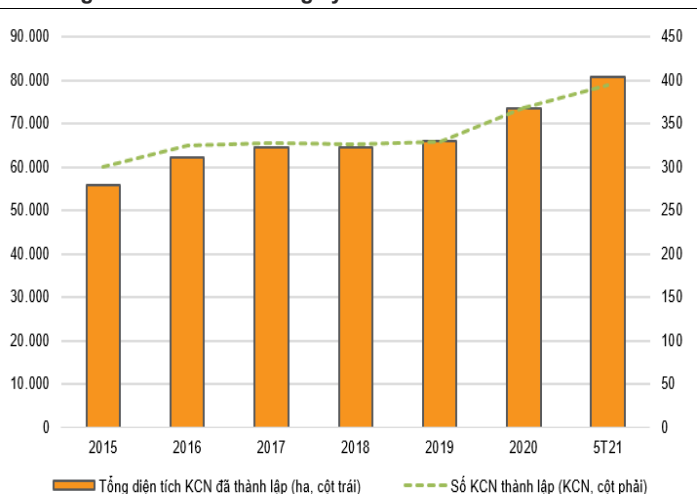


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Nguồn cung đang được đẩy mạnh bổ sung để đáp ứng nhu cầu đất khu công nghiệp ngày càng tăng trong các năm tới

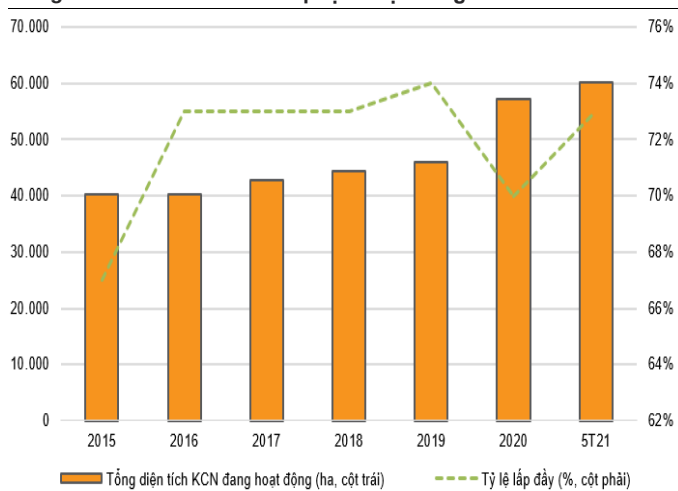
Trong bối cảnh nhu cầu đang vượt cung, Việt Nam tăng tốc độ thành lập bổ sung đất KCN để đáp ứng nhu cầu. Trong 5T21, Việt Nam thành lập mới 25 khu công nghiệp (KCN), bổ sung 7.300ha diện tích đất công nghiệp, mức tăng diện tích đất cao nhất kể từ năm 2015. Tính đến tháng 5/2021, Việt Nam có 394 KCN được thành lập, với tổng diện tích đất công nghiệp là 80.900ha (+9,9% so với cuối năm 20). Trong đó, 286 KCN với 57.300ha đất công nghiệp đang hoạt động, 108 KCN với 23.600ha đang xây dựng, giúp đảm bảo nguồn cung trong tương lai.

Hình 42: Việt Nam thành lập 25 KCN bổ sung 7.300ha đất trong 5T21, mức tăng cao nhất so với cùng kỳ kể từ 2015



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Hình 43: Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao 72-74% trong 2021-22 khi nhu cầu tiếp tục vượt cung

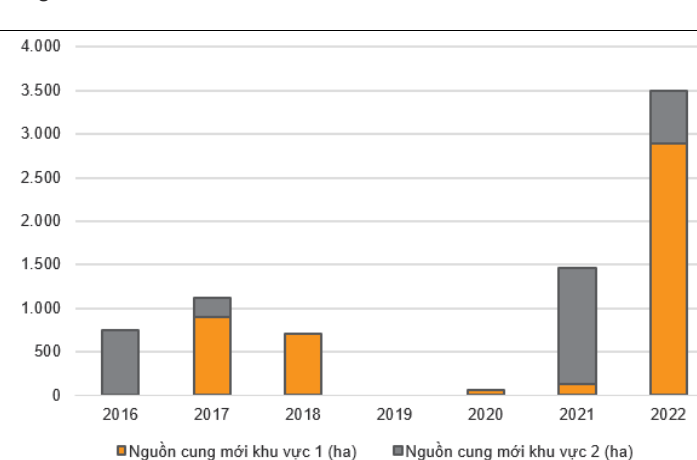


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Tập trung mở rộng nguồn cung KCN phía Nam

Diện tích đất KCN ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm hơn 5.000ha trong 2021-22 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực. Cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh phát triển với các dự án sắp và đang được triển khai như 11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam, đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và giai đoạn một của dự án sân bay quốc tế Long Thành.

Hình 44: Diện tích đất KCN phía Nam dự kiến tăng mạnh thêm 5.000ha trong 2021-22

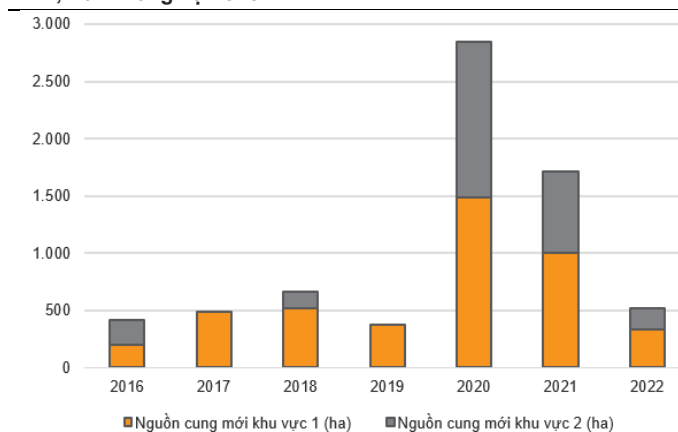


Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An

Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 45: Nguồn cung mới có thể dịch chuyển sang Hưng Yên, Hải Dương do quỹ đất tại các trung tâm công nghiệp như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng hạn chế



Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng

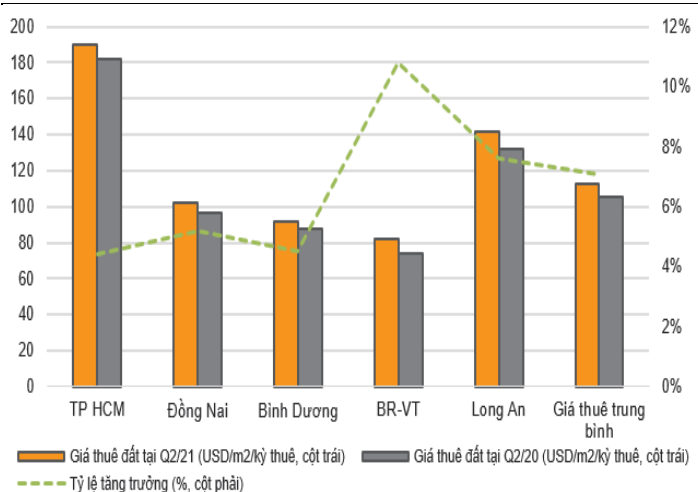
Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chúng tôi cho rằng giá thuê tiếp tục tăng trong nửa cuối 2021 và 2022 do nhu cầu cao và nguồn cung hạn chế

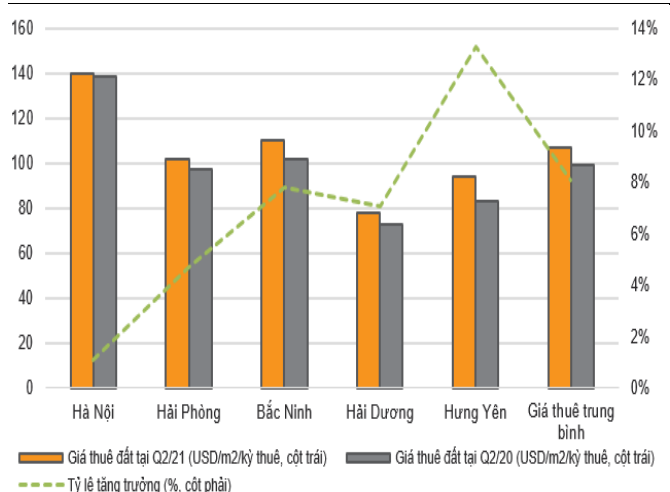
Theo JLL, giá thuê đất tại hai vùng công nghiệp trọng điểm vẫn tăng mạnh trong Q2/21, cụ thể các tỉnh phía Nam tăng trung bình 7,1% svck lên 113 USD/m2/kỳ thuê và các tỉnh phía Bắc tăng 5,9% svck lên 107 USD/m2/kỳ thuê. Tại phía Nam, chúng tôi quan sát thấy giá thuê đất KCN tại BR-VT tiếp tục tăng mạnh nhất 10,8% svck trong Q2/21. Hưng Yên và Bắc Ninh ghi nhận mức tăng ấn tượng lần lượt là 11,5% svck và 8,2% svck. Với nhu cầu tăng cao, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối 2021 và 2022, đặc biệt là đối với các KCN ở khu vực trung tâm, do nguồn cung thiếu hụt.

Hình 46: Giá thuê đất KCN tại BR-VT tăng 10,8% svck, cao nhất so với các KCN khác ở phía Nam trong Q2/21



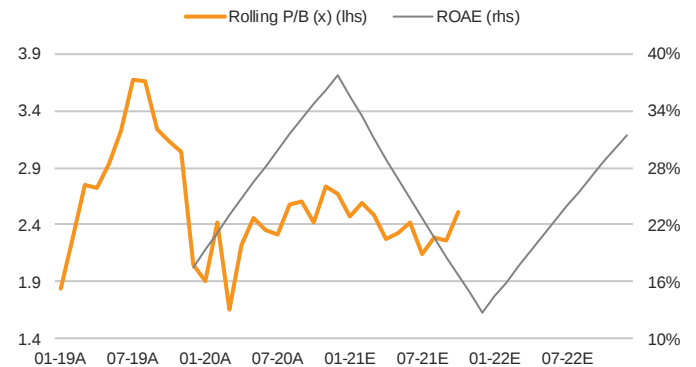
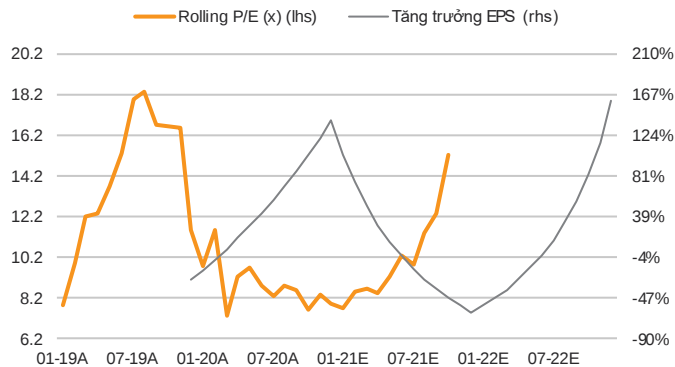
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 47: Giá thuê đất tại Hưng Yên tăng 11,5% svck, cao nhất so với các KCN khác ở phía Bắc trong Q2/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.074	2.083	2.761
Giá vốn hàng bán	(1.628)	(1.738)	(2.066)
Chi phí quản lý DN	(92)	(96)	(100)
Chi phí bán hàng	(28)	(28)	(29)
LN hoạt động thuần	326	221	566
EBITDA thuần	413	312	661
Chi phí khấu hao	(87)	(91)	(95)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	326	221	566
Thu nhập lãi	196	198	238
Chi phí tài chính	(39)	(60)	(72)
Thu nhập ròng khác	50	932	231
TN từ các Cty LK & LD	22	75	208
LN trước thuế	555	1.366	1.171
Thuế	(111)	(273)	(234)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(40)	(40)	(44)
LN ròng	403	1.052	893
Thu nhập trên vốn	403	1.052	893
Cổ tức phổ thông	(400)	(400)	(400)
LN giữ lại	4	653	493

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	176	474	532
Đầu tư ngắn hạn	1.942	1.943	1.943
Các khoản phải thu ngắn hạn	266	299	343
Hàng tồn kho	390	429	472
Các tài sản ngắn hạn khác	106	114	123
Tổng tài sản ngắn hạn	2.880	3.259	3.413
Tài sản cố định	2.345	2.773	3.022
Tổng đầu tư	404	479	687
Tài sản dài hạn khác	621	611	599
Tổng tài sản	6.250	7.122	7.721
Vay & nợ ngắn hạn	94	214	214
Phải trả người bán	20	21	25
Nợ ngắn hạn khác	1.045	1.162	1.178
Tổng nợ ngắn hạn	1.159	1.397	1.417
Vay & nợ dài hạn	330	551	840
Các khoản phải trả khác	1.488	1.418	1.351
Vốn điều lệ và	1.355	1.355	1.355
LN giữ lại	372	604	739
Vốn chủ sở hữu	3.122	3.565	3.878
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	191	235
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.250	7.122	7.721

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	555	1.366	1.171
Khấu hao	87	91	95
Thuế đã nộp	(111)	(273)	(234)
Các khoản điều chỉnh khác	(270)	(352)	(651)
Thay đổi VLĐ	(202)	(172)	(119)
LC tiền thuần HKKD	59	660	262
Đầu tư TSCĐ	(72)	(508)	(334)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ			
Các khoản khác	353	198	238
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	281	(310)	(96)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được		341	289
Dòng tiền từ HĐTC khác	(220)		
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(400)	(400)	(400)
LC tiền thuần HĐTC	(620)	(59)	(111)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	428	176	474
LC tiền thuần trong năm	(280)	291	55
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	148	467	529

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	19,5%	50,6%	32,3%
Vòng quay TS	0,32	0,31	0,37
ROAA	6,3%	15,7%	12,0%
Đòn bẩy tài chính	2,02	2,00	1,99
ROAE	12,8%	31,5%	24,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	7,9	17,0	14,1
Số ngày nắm giữ HTK	87,4	90,1	83,4
Số ngày phải trả tiền bán	4,5	4,4	4,4
Vòng quay TSCĐ	0,88	0,81	0,95
ROIC	10,9%	23,3%	17,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	2,0	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	1,7	1,7
Vòng quay tiền	90,9	102,7	93,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	27,1%	0,4%	32,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	18,1%	(32,2%)	156,1%
Tăng trưởng LN ròng	(62,7%)	160,6%	(15,2%)
Tăng trưởng EPS	(62,7%)	160,6%	(15,2%)

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

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@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>