Trưởng nhóm phân tích
Lê Anh Thắng
Thang.la@shs.com.vn

Khả quan

Giá hiện tại (11/11/2026):	**29.600 VNĐ/cp**
Giá mục tiêu:	**41.200 VNĐ/cp**
% tăng/giảm giá:	**+39%**

Thông số cơ bản	
Vốn hoá (tỷ đồng)	7.219
Số lượng CPLH	243.897.799
KLGD trung bình 10 phiên	507.440
Giá thấp 52w	28.850
Giá cao 52w	40.500
Sở hữu NĐT nước ngoài	10,4%
Sở hữu nhà nước	66,6%

Diễn biến giá cổ phiếu



Các chỉ số tài chính (*)

Đơn vị: tỷ đồng

Năm	2024	2025	9T2026
TTS	5.932	6.148	7.396
VCSH	3.919	4.222	5.070
Doanh thu	1.633	1.795	1.532
LNST	483	497	1.088
ROE	12,50%	12,20%	23,40%
ROA	8,00%	8,20%	16,10%
EPS (VND)	1.886	1.961	4.387
BVPS (VND)	15.339	16.506	19.961

PHR - CHUYỂN ĐỔI ĐẤT MỞ RA DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG

Quỹ đất cao su quy mô lớn tại vùng công nghiệp trọng điểm

PHR quản lý khoảng 15.000 ha đất tập trung tại các khu vực Tân Uyên, Bến Cát – Bàu Bàng và Phú Giáo (TPHCM), có lợi thế về kết nối hạ tầng, quy mô mặt bằng và khả năng phát triển KCN.

Năng lực chuyển đổi đất đã được chứng minh qua các dự án hiện hữu

NTC1-3, VSIP III và Thaco cho thấy PHR có thể hiện thực hóa giá trị đất thông qua bồi thường, chia sẻ lợi nhuận và sở hữu vốn tại doanh nghiệp phát triển KCN. Riêng 9T2026, PHR ghi nhận 751,7 tỷ đồng từ VSIP III và Thaco. Đồng thời, tỷ lệ sở hữu 32,85% NTC và 80% KCN Tân Bình giúp PHR tiếp tục hưởng lợi từ hoạt động đầu tư, cho thuê và vận hành hạ tầng công nghiệp.

Định hướng chuyển đổi đất, danh mục dự án từng bước hình thành

PHR định hướng hạn chế tái canh cao su tại TP.HCM (Bình Dương cũ), từng bước chuyển đổi quỹ đất sang công nghiệp, nông nghiệp công nghệ cao, năng lượng và logistics. Trong đó, khoảng 5.669 ha được định hướng tự đầu tư hoặc hợp tác phát triển, còn 7.102 ha dự kiến chuyển giao để nhận bồi thường, hỗ trợ.

Lợi nhuận tăng mạnh theo tiến độ chuyển đổi đất

LNST cổ đông mẹ 2026–2027 dự phóng lần lượt đạt 1.541 tỷ, 2.409 tỷ chủ yếu đến từ ghi nhận quyền lợi VSIP III và Thaco.

Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với PHR, giá mục tiêu 41.200 đồng/cp, dư địa tăng 39% so với giá tham chiếu 29.600 đồng/cp.

Rủi ro chính đến từ tiến độ pháp lý và chuyển đổi quỹ đất chậm hơn dự kiến, thời điểm ghi nhận và thu tiền bồi thường VSIP III–Thaco, cùng áp lực gia tăng chi phí khai thác cao su và vốn đầu tư các KCN mới.

1. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1.1. Quá trình hình thành và định hướng kinh doanh

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) có nguồn gốc là đơn vị sản xuất cao su thuộc hệ thống Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG). Công ty chuyển sang mô hình cổ phần năm 2008 và niêm yết HOSE năm 2009. Trong phần lớn lịch sử hoạt động, PHR tập trung vào khai thác, chế biến và tiêu thụ cao su thiên nhiên tại Bình Dương cũ, đồng thời mở rộng vườn cây sang Campuchia.

Từ khi các khu công nghiệp phía Bắc Bình Dương phát triển, cơ cấu lợi ích của PHR từng bước mở rộng. Đầu tư vào KCN Tân Bình, nắm giữ Nam Tân Uyên (NTC), hợp tác VSIP III và nhận bồi thường đất Bắc Tân Uyên 1 cho thấy công ty không còn phụ thuộc duy nhất vào sản lượng mủ. Trong dài hạn**, PHR định hướng hạn chế tái canh cao su ở địa bàn TPHCM và ưu tiên chuyển đổi quỹ đất sang công nghiệp, đô thị, năng lượng và nông nghiệp công nghệ cao.**

Giai đoạn	Thay đổi hoạt động	Ý nghĩa đối với cơ cấu tài sản
Trước 2008	Phát triển vườn cây, chế biến mủ	Tạo quỹ đất và năng lực khai thác cao su
2008-2016	Cổ phần hóa, niêm yết; phát triển Kampong Thom	Mở rộng nguồn cung, giảm phụ thuộc một vùng trồng
2017-2025	Tham gia NTC, Tân Bình, VSIP III	Hình thành lợi ích công nghiệp và quyền thu từ đất
2026 trở đi	Tiếp tục chuyển đổi quỹ đất sang các dự án mới như KCN Bắc Tân Uyên 1	Tăng vai trò của khai thác giá trị đất và đầu tư hạ tầng

1.2. Cơ cấu sở hữu và các nhóm tài sản

PHR hoạt động theo bốn nhóm tài sản: khai thác và kinh doanh cao su tại công ty mẹ; vườn cây Kampong Thom tại Campuchia; đầu tư phát triển, vận hành KCN thông qua Tân Bình và NTC; và quỹ đất cao su tại TP.HCM có khả năng chuyển đổi sang công nghiệp. Hoạt động cao su đóng góp doanh thu thường xuyên, trong khi KCN và chuyển đổi đất ngày càng quyết định quy mô lợi nhuận và dòng tiền của PHR.

Tài sản/pháp nhân	Quy mô/tỷ lệ PHR	Giá trị kinh tế
Cao su PHR mẹ	Khoảng 15.000ha tại TPHCM (Bình Dương cũ)	Khai thác mủ; thanh lý vườn cây; quỹ đất chuyển đổi
Phước Hòa Kampong Thom	7.664 ha trồng cao su; sở hữu 100%	Vườn cây khai thác trưởng thành tại Campuchia
CTCP KCN Tân Bình	KCN 352,5 ha; PHR sở hữu 80%	Doanh thu, lợi nhuận từ cho thuê hạ tầng, dịch vụ KCN hợp nhất
CTCP KCN Nam Tân Uyên	Đầu tư các KCN NTC1-NTC3; PHR sở hữu ~32,85%	Lợi nhuận công ty liên kết, cổ tức
Các công ty con khác	Trường Phát; các đơn vị tại Đắk Lắk	Quy mô nhỏ

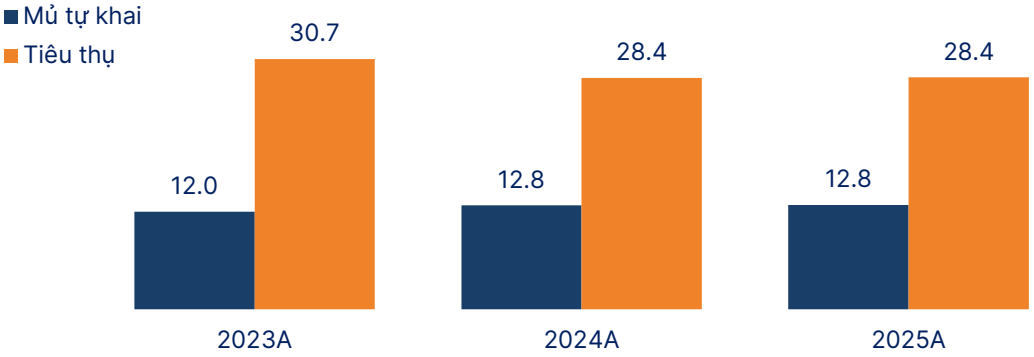
Nguồn: PHR, NTC

1.3. Hoạt động khai thác và kinh doanh cao su Việt Nam

Công ty mẹ khai thác mủ từ vườn cây tại TP.HCM (Bình Dương cũ), đồng thời thu mua cao su để chế biến và tiêu thụ. Giá bán bình quân và sản lượng mủ tự khai thác là hai biến số chính quyết định lợi nhuận: giá bán tăng làm mở rộng chênh lệch trên mỗi tấn mủ tự khai, còn sản lượng khai thác quyết định quy mô sản

phẩm có giá vốn thấp hơn mủ thu mua. Mảng mủ mua ngoài giúp tăng doanh thu và duy trì thị trường tiêu thụ nhưng biên lợi nhuận thấp hơn, do giá mua nguyên liệu cùng biến động theo giá bán.

Sản lượng tự khai thác và tiêu thụ PHR mẹ, 2023–2025 (nghìn tấn)



Nguồn: BCTN PHR

Chỉ tiêu	2023A	2024A	2025A	9T2026
Sản lượng khai thác (tấn)	11.955	12.772	12.805	8.586
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	30.704	28.399	28.448	21.468
ASP bình quân (triệu đồng/tấn)	34,3	45,3	49,5	56,9
Tỷ trọng khai thác/tiêu thụ	38,9%	45,0%	45,0%	40,0%

Nguồn: BCTN PHR 2023-2025; Nghị quyết HĐQT 61/2026 và dữ liệu 9T2026 công ty mẹ.

Năm 2025, PHR tự khai thác 12.805 tấn, tương đương 45% sản lượng tiêu thụ 28.448 tấn. Tỷ trọng này giảm xuống 40% trong 9T2026 khi khai thác đạt 8.586 tấn còn tiêu thụ 21.468 tấn. Mức ASP 9T2026 đạt 56,9 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với bình quân năm 2025, nhưng giá vốn cũng tăng mạnh. Sản lượng mủ tự khai phục hồi trong mùa cạo cuối năm và kiểm soát chi phí khai thác sẽ có tác động trực tiếp hơn đến lợi nhuận cao su so với tăng doanh số mủ thu mua.

1.4. Kampong Thom: mở rộng mảng khai thác cao su ngoài Việt Nam

PHR sở hữu 100% Kampong Thom với 7.664 ha cao su tại Campuchia. Vườn cây đã bước vào giai đoạn khai thác ổn định, sản lượng khoảng 11.500-13.000 tấn/năm.

ASP cải thiện từ 31,9 triệu đồng/tấn năm 2023 lên khoảng 41 triệu đồng/tấn theo báo cáo cuối 2024, đạt 45,36 triệu đồng/tấn năm 2025. Giá bán tăng giúp doanh thu tiếp tục mở rộng, trong khi sản lượng và giá vốn khai thác quyết định mức lợi nhuận giữ lại.

Kampong Thom	2023A	2024A	2025A
Khai thác (tấn)	13.015	11.573	11.572
Doanh thu (tỷ)	422,0	500,1	523,7
LNTT (tỷ)	46,9	140,2	100,9
Biên LNTT	11,1%	28,0%	19,3%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	13.046	11.000	11.403
ASP (triệu đồng/tấn)	31,9	41,0	45,36

Nguồn: PHR

Năm 2025, doanh thu Kampong Thom đạt 523,7 tỷ đồng (+4,7%), nhưng LNTT giảm 28,0% còn 100,9 tỷ đồng; biên LNTT thu hẹp từ 28,0% về 19,3%. Trong khi ASP bình quân tăng khoảng 11% từ mức sơ bộ cuối 2024, lợi nhuận giảm cho thấy chi phí sản xuất, cơ cấu hàng bán và các khoản chi phí ngoài giá vốn đã hấp thụ phần lợi ích giá bán.

6T2026[1], công ty tiêu thụ khoảng 6.400 tấn, doanh thu 308,1 tỷ và LNTT 83,3 tỷ, tương đương biên trước thuế 27,0%: biên lợi nhuận phục hồi ngay trong nửa đầu năm dù sản lượng khai thác chỉ đạt 3.636 tấn do tính mùa vụ.

1.5. Tân Bình và NTC: lợi ích từ phát triển và vận hành KCN

PHR sở hữu 80% tại CTCP KCN Tân Bình, đơn vị quản lý KCN Tân Bình quy mô 352,5 ha với khoảng 248 ha thương phẩm. Khoảng 223 ha đã cho thuê, tương đương gần 90% diện tích thương phẩm; hơn 24 ha còn lại chưa đưa vào kinh doanh đồng loạt do vướng mắc mặt bằng. Hoạt động KCN tạo dòng thu từ hạ tầng và dịch vụ, trong khi dư địa tăng trưởng từ quỹ đất hiện hữu tương đối hạn chế.

PHR nắm khoảng 32,85% NTC, công ty đang vận hành ba KCN với tổng diện tích quy hoạch khoảng 966,5 ha. Hai KCN Nam Tân Uyên và Nam Tân Uyên mở rộng đã kín diện tích đất công nghiệp; dư địa cho thuê mới tập trung tại NTC3. Đến cuối 2025, NTC3 đã ký 109,84 ha; nửa đầu 2026 ký chính thức thêm khoảng 6 ha và có hơn 20 ha thỏa thuận ghi nhớ. Tiến độ hoàn thiện hạ tầng là yếu tố quyết định khả năng chuyển đổi nhu cầu thuê thành hợp đồng và dòng tiền.

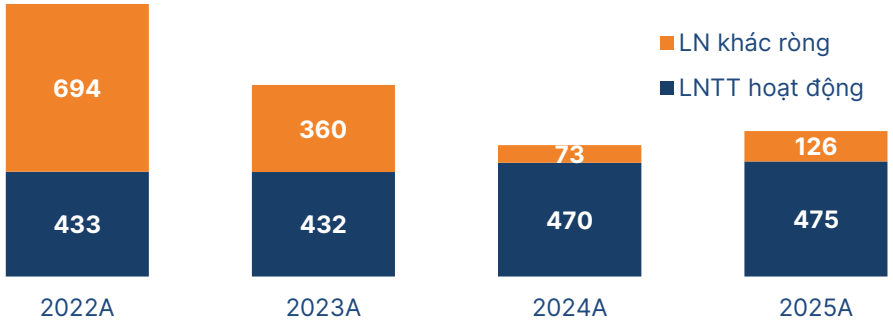
Khu công nghiệp	Quy mô	Cho thuê và tỷ lệ lấp đầy
KCN Tân Bình (PHR 80%)	352,5 ha	~90% thương phẩm
NTC1 - Nam Tân Uyên	~332 ha	100% đất công nghiệp
NTC2 - Nam Tân Uyên mở rộng	~288,5 ha	100% đất công nghiệp
NTC3 - Nam Tân Uyên MR GĐ2	**~346ha quy hoạch, trong đó: 255ha thương phẩm CN**	**45%**

Nguồn: PHR, NTC.

NTC3 là động lực tăng trưởng giai đoạn tới của khoản đầu tư NTC, với hơn một nửa diện tích thương phẩm chưa ký thuê tại cuối năm 2025.

1.6. Thu nhập đất làm biến động lợi nhuận từng năm

Cơ cấu LNTT PHR 2022-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC hợp nhất PHR 2022-2025.

[1] *https://news.vrg.vn/hoat-dong-co-so/cong-ty-vrg-phuoc-hoa-kampong-thom-hoan-thanh-tot-ke-hoach-6-thang-dau-nam-2026/*

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024A	2025A	9T2026A
Doanh thu thuần	1.709	1.351	1.633	1.795	1.532
LNTT hoạt động kinh doanh	433	432	470	475	374
Lợi nhuận khác ròng	694	360	73	126	966
LNTT hợp nhất	**1.127**	**792**	**543**	**600**	**1.340**
LNST cổ đông mẹ	**885**	**620**	**460**	**478**	**1.070**

Nguồn: BCTC hợp nhất PHR 2022-2025; BCTC hợp nhất Q3/2026.

Giai đoạn 2022-2025, LNTT từ hoạt động kinh doanh duy trì khoảng 430-475 tỷ đồng/năm, còn lợi nhuận khác ròng biến động 73-694 tỷ đồng, chủ yếu theo tiến độ bồi thường đất và thanh lý cây. Năm 2026, phần thu nhập đất tăng mạnh, trong khi hiệu quả hoạt động thường xuyên chịu sức ép từ giá vốn khai thác và chi phí quản lý.

9T2026, doanh thu thuần hợp nhất đạt 1.532,5 tỷ đồng (+18,2% YoY) nhưng lợi nhuận gộp chỉ tăng 2,7% lên 356,7 tỷ đồng; biên gộp giảm 3,5 điểm phần trăm còn 23,3%. LNTT hoạt động kinh doanh giảm 12,3% về 374,0 tỷ đồng. Ngược lại, lợi nhuận khác ròng tăng 841,4 tỷ đồng lên 966,2 tỷ đồng, vượt mức tăng 788,9 tỷ đồng của LNTT hợp nhất. Như vậy, **toàn bộ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong 9T2026 đến từ các khoản thu nhập ngoài hoạt động,** trong khi lợi nhuận kinh doanh giảm 52,5 tỷ đồng chủ yếu do Khoản trích Quỹ phát triển KH&CN 52,7 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh cao su đi ngang chủ yếu do giá bán cao su cải thiện đã bù đắp chi phí thuê đất tăng.

1.7. Cơ cấu tài sản và dòng tiền 9T2026

Tại 30/09/2026, tổng tài sản hợp nhất đạt 7.396 tỷ đồng, tăng khoảng 20% so với đầu năm. Tiền, tương đương tiền và đầu tư nắm giữ đến đáo hạn ngắn hạn khoảng 2.755 tỷ đồng; phải thu ngắn hạn tăng lên 856 tỷ đồng. Quy mô tài sản tài chính lớn tạo nguồn thu lãi tiền gửi, nhưng tăng phải thu đồng thời làm chậm chuyển hóa lợi nhuận kế toán thành tiền mặt.

Chỉ tiêu 30/09/2026 (tỷ)	Hợp nhất	Công ty mẹ
Tiền và tương đương tiền	357,6	247,4
Đầu tư nắm giữ đến đáo hạn ngắn hạn	2.397,4	723,2
Đầu tư nắm giữ đến đáo hạn dài hạn	144,0	-
Nợ vay tài chính	(60,0)	(15,0)
Tiền ròng trước cổ tức	**2.839,0**	**955,6**
Cổ tức, lợi nhuận phải trả	(203,9)	(191,1)
Tiền ròng sau nghĩa vụ cổ tức	**2.635,1**	**764,5**

Nguồn: BCTC riêng và hợp nhất Q3/2026.

2. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

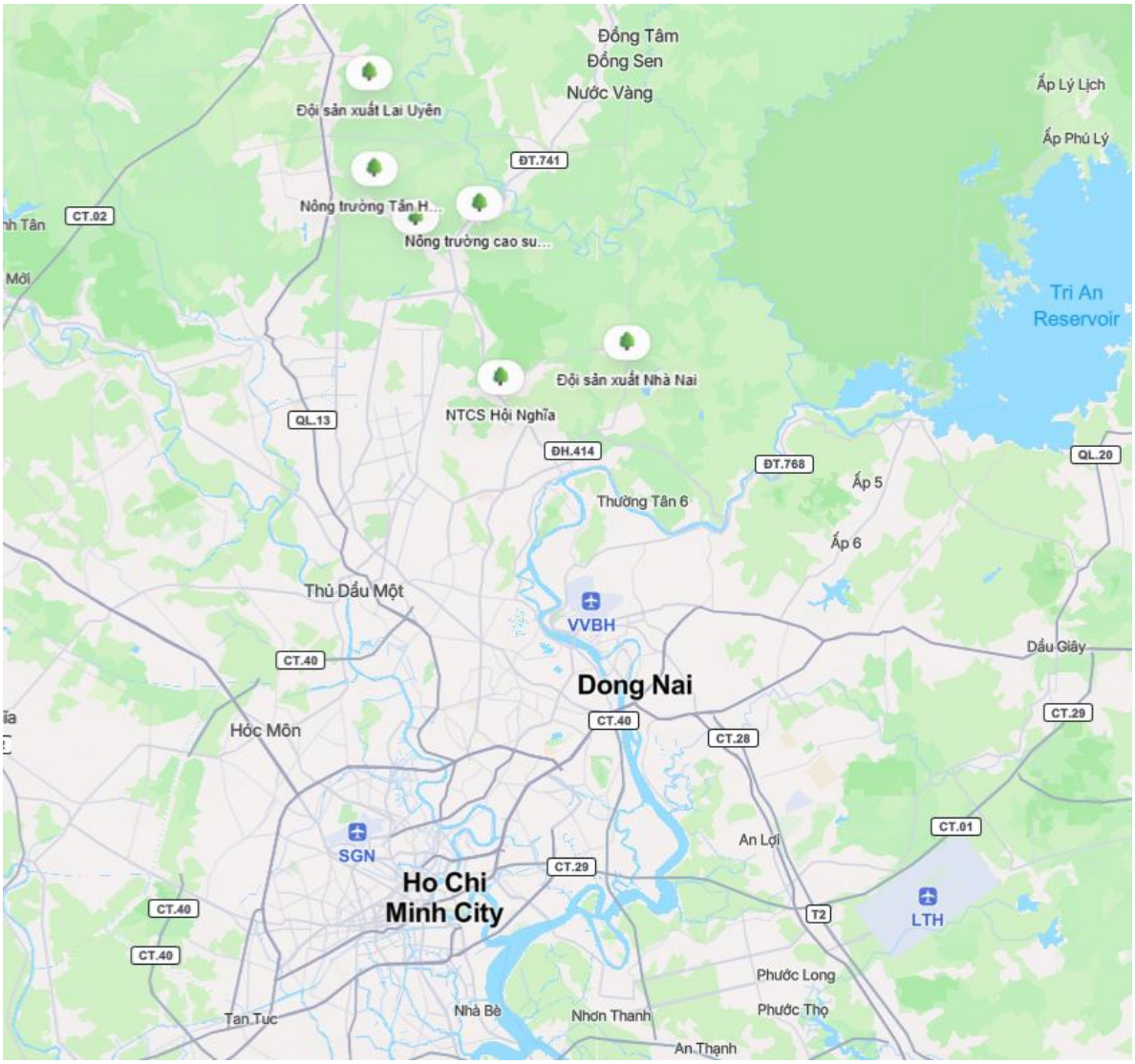
Quy mô và vị trí đất cao su tại TP.HCM tạo nguồn tài sản chuyển đổi lớn; khả năng hiện thực hóa đã được chứng minh qua NTC3, VSIP III và Thaco.

2.1. Đặc điểm quỹ đất cao su và lợi thế tổ chức mặt bằng

PHR quản lý khoảng 15.423 ha đất cao su tại TP.HCM (Bình Dương cũ) vào ngày 30/06/2026. Sau diện tích Thaco khoảng 704 ha, quỹ đất còn lại theo phạm vi tính toán là 14.719 ha. Đặc điểm nổi bật là những vùng đất cao su quy mô lớn nằm trên các hành lang công nghiệp Tân Uyên, Bến Cát-Bàu Bàng và Phú Giáo, hỗ trợ triển khai dự án tập trung, hạn chế phân tán mặt bằng. Giá trị khai thác kinh tế phân hóa theo khả năng kết nối, quy hoạch sử dụng đất và phương thức hợp tác phát triển từng cụm.

Các nông trường Hội Nghĩa, Nhà Nai, Hưng Hòa, Tân Hưng, Lai Uyên và Bố Lá có tổng diện tích theo danh mục lịch sử 13.906,9 ha, trong đó 12.210,1 ha kinh doanh và 1.696,8 ha kiến thiết cơ bản. Trong đó, Hội Nghĩa-Nhà Nai gắn với trục công nghiệp Tân Uyên; Hưng Hòa-Tân Hưng thuộc hành lang Bến Cát-Bàu Bàng; Lai Uyên-Bố Lá có lợi thế quỹ đất tại Phú Giáo, hưởng lợi từ các tuyến đường kết nối mới.

Vị trí các nông trường cao su và quy mô quản lý



Quy mô và địa bàn sáu nông trường theo công bố PHR

Nông trường	Diện tích lịch sử (ha)	KD / KTCB (ha)	Trụ sở Bình Dương cũ → TP.HCM hiện tại
Hội Nghĩa	2.144,7	1.830,1 / 314,6	Hội Nghĩa, Tân Uyên → P. Bình Cơ
Nhà Nai	2.552,2	2.488,6 / 63,6	Tân Thành, Bắc Tân Uyên → X. Bắc Tân Uyên
Hưng Hòa	2.592,4	2.086,1 / 506,3	Hưng Hòa, Bến Cát → P. Chánh Phú Hòa
Tân Hưng	2.932,7	2.467,4 / 465,3	Tân Hưng, Bến Cát → P. Bến Cát
Lai Uyên	2.094,5	1.980,2 / 114,3	Tân Long, Phú Giáo → X. An Long
Bố Lá	1.590,5	1.357,7 / 232,8	Phước Hòa, Phú Giáo → X. Phước Hòa
TỔNG	**13.906,9**	**12.210,1 / 1.696,8**	**Quy mô lịch sử, không phải hiện trạng 2026**

Nguồn: PHR, SHS.

Vị trí hạ tầng: khả năng hưởng lợi phân hóa theo từng cụm

Cụm đất PHR	Hạ tầng và điểm tựa công nghiệp
Hội Nghĩa - Nhà Nai	VSIP III tại Hội Nghĩa; NTC3-Thaco cùng hành lang; ĐT747, ĐT746 và Vành đai 4
Hưng Hòa - Tân Hưng	Trục QL13, kết nối khu vực Bến Cát-Bàu Bàng và các KCN phía Bắc
Lai Uyên - Bố Lá	Lai Uyên ở Tân Long/An Long; Bố Lá ở Phước Hòa; ĐT741 và đường tạo lực Bắc Tân Uyên-Phú Giáo-Bàu Bàng; Cao tốc TP.HCM-Chơn Thành

QL13 và Mỹ Phước-Tân Vạn kết nối cụm Bến Cát-Bàu Bàng về phía Nam; ĐT746-ĐT747 phục vụ khu Tân Uyên-Bắc Tân Uyên; ĐT741 và tuyến Bắc Tân Uyên-Phú Giáo-Bàu Bàng cải thiện khả năng tiếp cận vùng đất Phú Giáo. Vành đai 4 TP.HCM tạo lợi thế tại cụm Hội Nghĩa-VSIP III, trong khi cao tốc TP.HCM-Thủ Dầu Một-Chơn Thành mở rộng hành lang phát triển phía Bắc.

Hiệu quả kinh tế của đất cao su

Lợi thế của đất cao su PHR nằm ở quy mô liền vùng và mặt bằng dân cư tương đối thấp, giúp giảm thời gian tập hợp đất và tổ chức đầu tư hạ tầng KCN. Phần nền đất trồng cây lâu năm cũng có thể thuận lợi hơn một số khu đất trũng phải xử lý nền lớn. Hai lợi thế này đã thể hiện qua các dự án NTC3, VSIP III và Thaco; hiệu quả kinh tế cuối cùng vẫn gắn với chi phí hạ tầng, quy hoạch và tỷ lệ phần lợi ích PHR được giữ lại.

Khả năng chuyển đổi đã được chứng minh: ba cơ chế tạo giá trị

NTC3, VSIP III và Thaco có ý nghĩa vượt quá khoản lợi nhuận đã ghi nhận. Ba thương vụ cho thấy PHR có thể tạo giá trị từ đất theo các cấu trúc khác nhau: nhận hỗ trợ cây trồng và tiếp tục sở hữu cổ phần chủ đầu tư KCN; nhận khoản hỗ trợ và chia sẻ kết quả cho thuê; hoặc nhận bồi thường khi bàn giao đất để bên thứ ba phát triển. Đây là cơ sở quan trọng cho chiến lược chuyển đổi diện tích cao su còn lại.

Dự án	Diện tích	Cơ chế và quyền lợi PHR	Giá trị tham chiếu
NTC3	346 ha	Hỗ trợ cây cao su và hưởng lợi từ sở hữu NTC	864,65 tỷ hỗ trợ; ~2,50 tỷ/ha
VSIP III	691 ha	Khoản hỗ trợ theo thỏa thuận và chia sẻ 20% LN gộp cho thuê	Tổng 3.260 tỷ ~ 4,7 tỷ/ha
Bắc Tân Uyên 1 (Thaco)	~704 ha	Bồi thường, hỗ trợ theo tiến độ	~1.450 tỷ; ~2,06 tỷ/ha

Nguồn: PHR

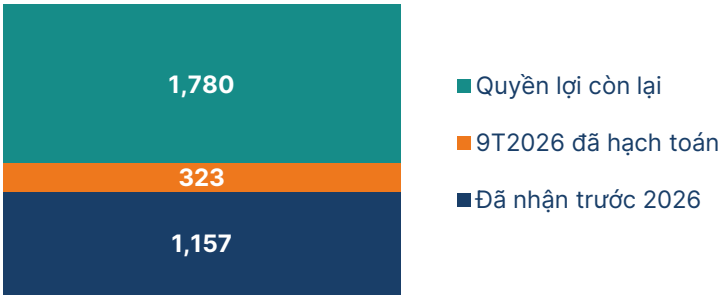
NTC3 - Phần lợi ích vốn chủ giúp PHR tiếp tục hưởng lợi sau khi bàn giao đất

Tại NTC3, PHR được hỗ trợ cây cao su khi chuyển đất và đồng thời nắm giữ khoảng 32,85% NTC, đơn vị triển khai KCN. Nhờ đó, PHR nhận được lợi ích một lần từ bàn giao mặt bằng và tiếp tục tham gia hiệu quả kinh doanh KCN sau khi dự án vận hành. Đây là cấu trúc có khả năng tạo giá trị dài hạn cao hơn bồi thường đơn thuần, nhưng phụ thuộc tốc độ cho thuê và chính sách phân phối lợi nhuận NTC.

VSIP III - Quyền lợi gắn với kết quả phát triển và cho thuê

Theo tổng quyền hỗ trợ PHR công bố trong năm 2026, giá trị VSIP III được điều chỉnh lên 3.260 tỷ đồng; doanh nghiệp đã nhận 1.157 tỷ đến cuối 2025. Từ 2026, quyền lợi còn lại theo số tổng là 2.103 tỷ đồng, bao gồm phần có thể đã thu trong năm 2026. BCTC Q3 ghi nhận 323,4 tỷ đồng thu nhập liên quan VSIP III, đang ở phải thu.

Tổng quyền VSIP III theo trạng thái (tỷ đồng)



Thaco - Tiến độ bồi thường tác động trực tiếp EPS ngắn hạn

PHR ghi nhận lũy kế 428,3 tỷ đồng bồi thường từ dự án KCN cơ khí Thaco, riêng quý III khoảng 403,6 tỷ đồng. So với tổng giá trị ước tính 1.450 tỷ đồng, phần chưa ghi nhận còn khoảng 1.022 tỷ đồng.

Pipeline phát triển công nghiệp 2026-2030

Danh mục chuyển đổi tiếp theo tập trung tại ba KCN Tân Lập 1 (200 ha), Lai Hưng (600 ha) và Bắc Tân Uyên 2 (425 ha), tổng quy mô quy hoạch khoảng 1.225 ha. Các dự án đã có bước tiến về pháp nhân và hồ sơ quy hoạch 1/2.000, song vẫn đang ở giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Các dự án sẽ do PHR tự đầu tư / hợp tác đầu tư hoặc chuyển giao quỹ đất cao su cho nhà đầu tư khác.

Dự án	Quy mô	Tình trạng, cơ chế tiềm năng
Tân Lập 1	200 ha	Trong quy hoạch; pháp nhân dự án đã hình thành; triển khai quy hoạch 1/2.000; định hướng PHR đầu tư
Lai Hưng	600 ha	Trong quy hoạch; tiếp tục hồ sơ 1/2.000; định hướng hợp tác với đối tác phát triển
Bắc Tân Uyên 2	425 ha	Trong quy hoạch; tiếp tục hồ sơ 1/2.000
Bắc Tân Uyên 3	288 ha	Danh mục tiềm năng;
Bàu Bàng 4	500 ha	Đã nằm trong quy hoạch tỉnh;
Tân Bình mở rộng	~500 ha	Đề xuất bổ sung quy hoạch;
KCN Phước Hòa	282 ha	Định hướng nghiên cứu/đề xuất
CCN Tân Định 3-5	225 ha	Ba cụm 75 ha;

Nguồn: Quyết định 790/QĐ-TTg; tài liệu PHR 2026.

Định hướng phát triển quỹ đất dài hạn: từ nhận bồi thường sang tham gia đầu tư

Theo định hướng PHR công bố năm 20262, khoảng 5.669 ha được dành cho các phương án tự phát triển hoặc giữ quyền chi phối, *gồm 2.612 ha KCN, 2.041 ha nông nghiệp công nghệ cao, 391 ha điện mặt trời, 343 ha logistics và 282 ha CCN*. Khoảng 7.102 ha khác thuộc định hướng chuyển giao để nhận bồi thường, hỗ trợ và thanh lý cây. Đây là phương án sử dụng đất dài hạn, không phải diện tích đã có quyết định đầu tư dự án.

Phương thức	Khả năng giữ lợi ích	Đánh đổi và yêu cầu triển khai
PHR tự phát triển KCN/CCN	Lợi nhuận cho thuê, hạ tầng và dịch vụ trong nhiều năm	Cần vốn đầu tư, chấp thuận nhà đầu tư, GPMB và khả năng hấp thụ
Liên doanh/góp vốn	Nhận phần lợi nhuận theo sở hữu và thỏa thuận	Chia sẻ lợi nhuận, quyền kiểm soát và nghĩa vụ góp vốn
Bàn giao nhận hỗ trợ	Thu hồi tiền sớm, có thể tái đầu tư vào dự án khác	Không giữ toàn bộ lợi ích phát triển đất sau bàn giao
Năng lượng/nông nghiệp CNC	Đa dạng hóa phương án sử dụng đất và dòng tiền	Cần quy hoạch ngành, công nghệ, thị trường và hiệu quả đầu tư

Quy mô đất là điều kiện cần; cơ chế đầu tư, hiệu quả vốn và pháp lý quyết định giá trị thực tế thuộc về cổ đông PHR.

Chiến lược quỹ đất chuyển từ nhận bồi thường sang tham gia trực tiếp lợi nhuận hạ tầng công nghiệp. Tự phát triển KCN giúp PHR giữ lại nguồn thu cho thuê và dịch vụ trong nhiều năm nhưng làm tăng vốn đầu tư và thời gian thu hồi; hợp tác giảm nhu cầu vốn nhưng chia sẻ quyền kiểm soát và lợi nhuận. Cơ cấu dự án được lựa chọn sẽ quyết định dòng tiền và tỷ suất sinh lời của PHR trong chu kỳ tới.

Giá cao su duy trì vùng thuận lợi, nhưng lợi nhuận vận hành phụ thuộc mủ tự khai thác: năng suất và chi phí

Triển vọng cung - cầu cao su thiên nhiên 2026-2027

ANRPC dự báo nguồn cung cao su thiên nhiên thế giới năm 2026 đạt 15,039 triệu tấn (+0,6% YoY), thấp hơn nhu cầu 15,356 triệu tấn (+0,4%) khoảng 317 nghìn tấn. Diện tích vườn cây già hóa, thiếu lao động cạo mủ và tái canh chậm tại các nước sản xuất lớn giữ nguồn cung tăng thấp. Tuy nhiên, kịch bản IRSG năm 2027 tiến gần trạng thái cân bằng khoảng 15,9 triệu tấn cả cung và cầu, khiến dư địa tăng giá có thể thu hẹp so với 2026.

Thị trường cao su thiên nhiên	2025A tham chiếu	2026F ANRPC	2027F IRSG
Cung (triệu tấn)	14,952	15,039	~15,9
Cầu (triệu tấn)	15,301	15,356	~15,9
Cân đối (nghìn tấn)	(349)	(317)	Tiệm cận cân bằng

Nguồn: ANRPC Monthly Natural Rubber Statistics 2026; IRSG WRIO tháng 6/2026

Kết quả 9T2026 cho thấy áp lực giá vốn thành phẩm

[2] *https://vietnambiz.vn/cao-su-phuoc-hoa-tinh-chuyen-trong-chuoi-lam-nang-luong-tai-tao-2026917171721957.htm*

Mủ thành phẩm PHR mẹ (tỷ đồng)	9T2025	9T2026	Thay đổi
Doanh thu	691,9	969,2	+40,1%
Giá vốn	571,1	843,8	+47,8%
Lợi nhuận gộp	120,8	125,4	+3,8%
Biên lợi nhuận gộp	17,5%	12,9%	−4,5 đpt

Nguồn: BCTC riêng PHR Q3/2026

Trong 9T2026, doanh thu mủ thành phẩm công ty mẹ tăng 40,1% nhưng lợi nhuận gộp chỉ tăng 3,8%. Giá vốn tăng 47,8% và biên gộp giảm 4,5 điểm phần trăm về 12,9%, phản ánh sự gia tăng chi phí đầu vào và áp lực cơ cấu mủ mua ngoài. Mặc dù ASP bình quân đạt 56,9 triệu đồng/tấn, tác động tích cực từ giá bán chưa chuyển hóa tương xứng thành lợi nhuận. Từ 2026, chi phí đất dự kiến tăng lên khoảng 115 tỷ đồng/năm từ 60 tỷ năm 2025, khiến hiệu quả khai thác tự nhiên giảm nếu không cải thiện năng suất và kiểm soát giá vốn.

Chuyển đổi đất làm giảm năng lực khai thác cao su Việt Nam

PHR dự kiến chuyển đổi hơn 10.000ha từ 2028 trong kịch bản dài hạn, kéo theo sản lượng mủ tự khai trong nước giảm dần. Với năng suất tham chiếu 1,40 tấn/ha, mỗi 1.000 ha giảm tương đương khoảng 1.400 tấn sản lượng khai thác hàng năm trước tác động tuổi cây và mùa vụ. Chi phí vật tư, lao động trực tiếp giảm theo diện tích; chi phí hạ tầng, quản lý và phần chi phí cố định giảm chậm hơn. Vì vậy, lợi nhuận cao su sẽ giảm theo tốc độ chuyển đổi đất, thay vì duy trì nguyên hiện trạng.

3. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH, ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

Dự phóng KQKD 2026-2028

Chỉ tiêu (tỷ đồng, trừ EPS)	2025A	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1.794,9	2.192,5	2.400,0	2.299,1
Lợi nhuận gộp	504,0	472,2	564,0	551,8
Biên lợi nhuận gộp	*28,1%*	*21,5%*	*23,5%*	*24,0%*
LNTT từ hoạt động KD	**475,0**	**510,0**	**646,0**	**631,8**
VSIP III	-	*323,4*	*1.779,6*	-
Thaco	-	*828,3*	*500,0*	*121,7*
Thanh lý cây ròng	-	*269,5*	*95,0*	*100,0*
Đất chuyển đổi mới	-	-	-	*1.000,0*
LNTT hợp nhất	**600,1**	**1.931,2**	**3.020,6**	**1.853,5**
LNST hợp nhất	496,9	1.565,7	2.433,5	1.500,8
EPS (đồng/cp)	**1.961**	**6.319**	**9.879**	**6.043**

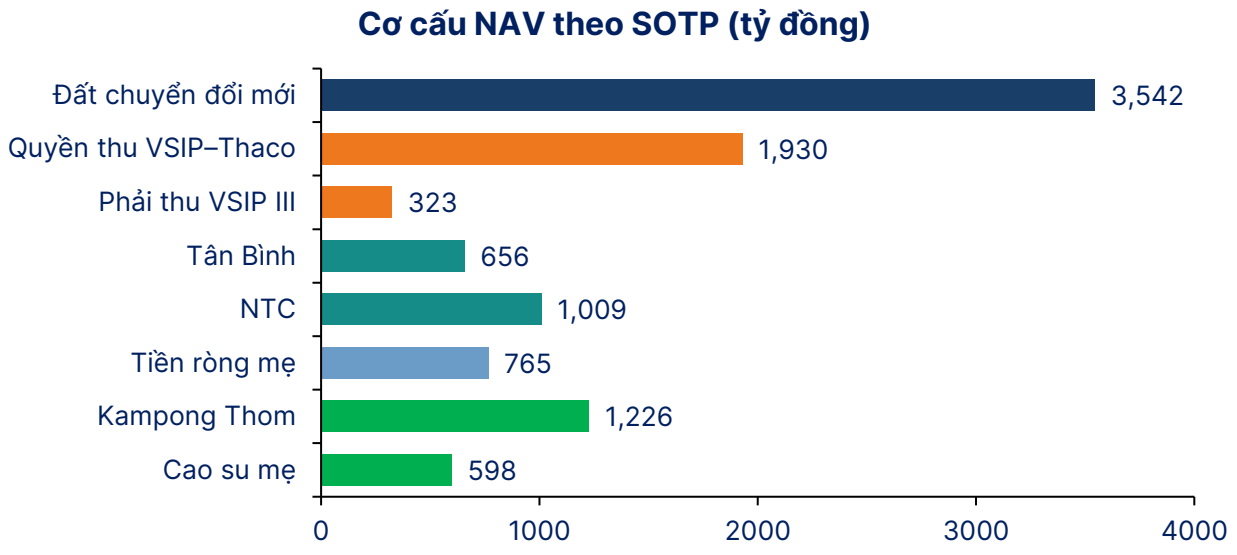
Nguồn: SHS dự phóng

LNST cổ đông mẹ năm 2026 dự phóng đạt 1.541 tỷ đồng, tăng hơn ba lần so với 2025, chủ yếu nhờ ghi nhận bồi thường và thanh lý vườn cây. Năm 2027F tăng lên 2.409 tỷ trong kịch bản ghi nhận 1.779,6 tỷ VSIP III và 500 tỷ Thaco. Sang 2028, lợi nhuận giảm về 1.474 tỷ khi phần VSIP III không còn, được bù một phần bởi 1.000 tỷ từ kỳ vọng chuyển đổi đất mới.

Định giá SOTP

SOTP phản ánh các hoạt động có đặc điểm dòng tiền và phạm vi sở hữu khác nhau: cao su mẹ, Kampong Thom, đầu tư NTC/Tân Bình, tiền ròng riêng công ty mẹ, quyền lợi VSIP III-Thaco và kịch bản chuyển đổi đất.

Cấu phần SOTP	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
Cao su mẹ	DCF, không giá trị cuối kỳ	598,0
Kampong Thom	DCF vườn cây + giá trị cuối kỳ	1.226,4
Tiền ròng PHR mẹ	Tiền + tiền gửi - vay - cổ tức phải trả	764,5
NTC	Giá thị trường	1.009,3
KCN Tân Bình	80% phần giá trị vốn chủ -BV	656,0
VSIP III đã ghi nhận, còn phải thu	Khoản phải thu riêng	323,4
VSIP III-Thaco chưa ghi nhận	PV quyền thu tương lai sau thuế	1.930,3
10.000 ha chuyển đổi (giả định)	1.000 ha/năm 2028-2037 × 1 tỷ/ha	3.542,5
TỔNG GIÁ TRỊ VỐN CHỦ		**10.050,4**
GIÁ TRỊ HỢP LÝ (đồng/cp)		**41.207,6**



Nguồn: SHS ước tính

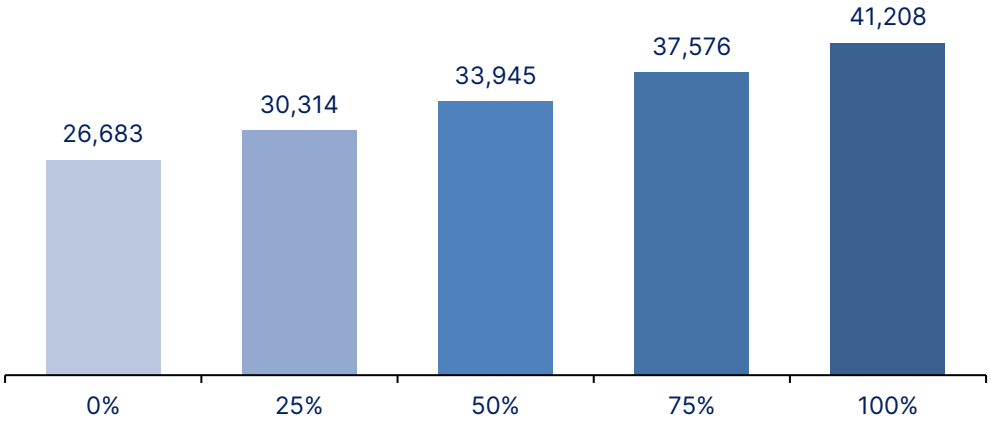
Giá trị chuyển đổi 10.000 ha đất đạt 3.542,5 tỷ đồng, tương đương 35,2% tổng NAV. Quyền thu VSIP III-Thaco chưa ghi nhận và phải thu VSIP III tạo thêm khoảng 2.254 tỷ đồng, đưa tỷ trọng tài sản và quyền lợi từ đất lên trên một nửa định giá PHR. Khoản bồi thường có thời điểm thu cụ thể hơn đất chuyển đổi mới, song phần lớn giá trị dài hạn vẫn phụ thuộc triển khai danh mục KCN/CCN và cơ chế chia sẻ lợi ích trên quỹ đất còn lại.

Độ nhạy định giá đối với đất chuyển đổi

Trong kịch bản cơ sở, 10.000 ha được chuyển đổi từ 2028 với tốc độ 1.000 ha/năm, giá trị kinh tế tham chiếu trước thuế 1 tỷ đồng/ha và WACC 14%.

Định giá đất chuyển đổi phản ánh dòng tiền sau thuế và được đối ứng bằng giảm diện tích khai thác trong DCF cao su mẹ. Nếu chỉ 50% quyền lợi đất mới được hiện thực hóa theo PV, giá trị hợp lý giảm từ 41.208 xuống khoảng 33.945 đồng/cp cho thấy độ nhạy cao của cổ phiếu với tốc độ chuyển đổi đất.

Giá trị hợp lý theo tỷ lệ hiện thực hóa quỹ đất chuyển đổi (đồng/cp)



Đánh giá và khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với PHR, giá mục tiêu 41.200 đồng/cp, tương ứng dư địa tăng 39,0% so với giá đóng cửa ngày 11/11/2026.

Rủi ro đối với khuyến nghị

Rủi ro	Tác động	Mức độ ảnh hưởng
Chậm chuyển đổi đất	Lùi tiến độ pháp lý và thu hồi đất, giảm PV quyền đất dài hạn	Cao
VSIP III-Thaco ghi nhận/thu tiền chậm	Dịch chuyển EPS và dòng tiền giữa các năm; tăng vốn lưu động	Cao
Giá cao su giảm hoặc giá vốn tăng	Thu hẹp FCFF của mủ tự khai, đặc biệt khi chi phí đất và nhân công tăng	Trung bình
KCN mới cần vốn lớn	Giảm tiền ròng và kéo dài thời gian thu hồi vốn, phụ thuộc hấp thụ đất	Trung bình
Chi phí sử dụng đất tăng cao	Ảnh hưởng đến lợi nhuận mảng cao su	Trung bình

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS 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.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam,
Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa nhà SHS,
Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 2, Tòa nhà SHB Đà Nẵng, số 06 Nguyễn Văn Linh, P.Hải Châu, TP Đà Nẵng.

Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779
Email: contact-dn@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Website: shs.com.vn

Tel: 1900 63 8588

Email: hotrokhachhang@shs.com.vn

GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn