

02/07/2025

KHOI PHAN TICH

Nguyễn Cửu Minh Danh

danhnguyen@phs.vn

"VÀNG TRẮNG" VẪN TỎA SÁNG GIỮA NHỮNG LỚP BỤI THUẾ QUAN

Chúng tôi khuyến nghị danh mục cổ phiếu sau:

- **MUA HSX: PHR** với giá mục tiêu 72,800 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 21.6% (bao gồm 2.2% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)
- **NẮM GIỮ HSX: DPR** giá mục tiêu 43,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 9.6% (bao gồm 4.8% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)
- **MUA HSX: TRC** với giá mục tiêu 94,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 45.1% (bao gồm 3.7% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)
- **MUA UpCOM: DRI** với giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 44.5% (bao gồm 3.9% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực với nhóm ngành cao su thiên nhiên với các luận điểm sau:

- 1) **Thị trường dường như đang đánh giá chưa thực sự khách quan về giá bán cao su tại Việt Nam và các tác động của thuế quan trong khi thực tế có thể không quá tiêu cực:** (i) Cao su thiên nhiên nằm ngoài danh mục thuế đối ứng từ Mỹ; (ii) tình hình sản xuất các sản phẩm cao su (lốp xe) tại Việt Nam vẫn tăng trưởng 02 chữ số đảm bảo cho nhu cầu tiêu thụ trong nước (iii) Giá bán cao su loại SVR10 trong quý 2 ước tính tiếp tục tăng trưởng 8% YoY, khả năng duy trì 1.8 USD/kg đến hết 3Q25.
- 2) **Nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu vẫn sẽ được duy trì ổn định từ lĩnh vực lốp xe, dẫn dắt chính từ phân khúc lốp xe thay thế (sản phẩm tiêu dùng thường xuyên), khi** (i) 75% - 85% sản lượng tiêu thụ lốp xe hàng năm toàn cầu và các thị trường lớn như Hoa Kỳ, Châu Âu đến từ phân khúc lốp xe thay thế; (ii) Nhu cầu đi lại tại các thị trường lớn đã quay trở về mức trước COVID-19 và được dự báo tiếp tục quỹ đạo tăng trưởng.
- 3) **Ngành công nghiệp cao su nội địa tại Việt Nam đang được mở ra nhiều cơ hội hơn, phần lớn đến từ sự chuyển dịch của các nhà máy lốp xe nước ngoài từ các cuộc chiến thuế quan trước đó, củng cố nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước và phần nào đảm bảo giá bán và tiêu thụ đầu ra cho các doanh nghiệp cao su nội địa.** Đối với cuộc chiến thuế quan lần này bao gồm (i) Mỹ áp dụng thuế sắc 232 với 25% ngành công nghiệp ô tô; (ii) Châu Âu sẽ có thể đánh thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe từ Trung Quốc từ 2026; chúng tôi đánh giá rằng sự chuyển dịch sẽ tiếp tục diễn ra khi Việt Nam sở hữu lợi thế về chi phí sản xuất.
- 4) **Lợi thế của các doanh nghiệp niêm yết khi áp dụng EUDR với giá bán cao hơn từ 0.15-0.3 USD/kg so với sản phẩm thông thường:** Hàng hóa từ Việt Nam có lợi thế cạnh tranh nhờ vào EVFTA và được phân loại rủi ro thấp theo EUDR (so với các nước cạnh tranh như Bồ Đào Nha; Malaysia; Indonesia và Campuchia khi đang bị xếp loại rủi ro tiêu chuẩn theo quy định này và không có các hiệp định thương mại tự do).

- Hiện tại chỉ có 19.1% diện tích rừng cao su Việt Nam đáp ứng được tiêu chí rừng bền vững thuộc chuỗi cung ứng EUDR, trong đó 3.6% diện tích từ doanh nghiệp niêm yết và chỉ có 1.9% đến từ hộ tiểu điền. Điều này giúp cho các doanh nghiệp niêm yết tạo nên lợi thế cạnh tranh với giá bán hấp dẫn hơn và khó bị cạnh tranh với các tiêu chí chặt chẽ từ EUDR. Các doanh nghiệp đã có chứng nhận quản lý rừng bền vững như HSX: DPR; HSX: PHR; HSX: TRC và UpCOM: DRI

5) Câu chuyện chuyển đổi đất sẽ được rõ ràng hơn kể từ 2025, thúc đẩy tăng trưởng đột biến các doanh nghiệp cao su niêm yết. Dựa trên thông tin được công bố đại chúng, chúng tôi cho rằng HSX: GVR, HSX: PHR và HSX: TRC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng này trong 2025.

6) Định giá hiện tại của các doanh nghiệp đang ở mức hấp dẫn khi được giao dịch ở mức chiết khấu so với trung bình ngành và quá khứ. Ngoài ra, với hoạt động kinh doanh được duy trì tăng trưởng trong 2025 – 2028, chúng tôi dự phóng các doanh nghiệp lĩnh vực cao su có khả năng chi trả cổ tức với mức tỷ suất cổ tức tiền mặt từ 6% - 10% mỗi năm.

Đối với danh mục cổ phiếu khuyến nghị: Chúng tôi thêm mới khuyến nghị MUA đối với HSX: PHR và HSX:TRC; giữ nguyên khuyến nghị NẮM GIỮ đối với HSX:DPR và điều chỉnh khuyến nghị MUA với UpCOM: DRI

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%) (*)	% Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			% ROE		
				24A	25F	26F	TTM	25F	26F	TTM	25F	26F	24A	25F	26F
PHR	MUA	72,800	21.6%	-26%	21%	146%	17.0	14.9	6.0	2.1	2.0	1.6	12.5%	14.2%	29.7%
DPR	NẮM GIỮ	43,500	9.9%	26%	16%	-18%	13.3	11.9	14.4	1.4	1.4	1.4	7.4%	11.9%	9.5%
TRC	MUA	94,500	45.1%	227%	15%	18%	7.2	7.8	6.7	1.0	0.9	0.9	12.5%	13.0%	14.0%
DRI	MUA	18,000	44.5%	48%	46%	-13%	6.6	5.9	6.8	1.4	1.4	1.3	19.5%	25.2%	19.8%

NỘI DUNG

A. GIÁ BÁN CAO SU VIỆT NAM KHÔNG QUÁ TIÊU CỰC NHƯ QUAN NGẠI CỦA THỊ TRƯỜNG 4

1. Ước tính giá bán bình quân SVR10 Việt Nam trong 2Q25 vẫn cao hơn cùng kỳ 8% YoY, nối tiếp đà tăng 27% YoY trong 1Q25..... 4
2. Trong kịch bản tiêu cực nhất khi SVR10 còn 1.5 USD/kg, dự phóng mảng kinh doanh cao su vẫn duy trì hoạt động liên tục với mức biên gộp trên 15% FY25/FY26 5

B. CUỘC CHIẾN THUẾ QUAN TOÀN CẦU CÓ THỂ MỞ RA NHIỀU CƠ HỘI HƠN CHO NGÀNH CÔNG NGHIỆP CAO SU TẠI VIỆT NAM 8

1. Sản phẩm cao su thiên nhiên không phải chịu thuế đối ứng từ Hoa Kỳ 8
2. Các sản phẩm lốp xe và sản phẩm ngành công nghiệp ô tô bị Hoa Kỳ áp dụng mức thuế nhập khẩu 25% và nằm ngoài danh mục áp dụng thuế đối ứng 10
3. Các khu vực có chi phí sản xuất cạnh tranh có thể hưởng lợi từ hiệu ứng con dao 02 lưỡi của thuế quan Hoa Kỳ 13
4. Liên minh Châu Âu bắt đầu điều tra chống bán phá giá sản phẩm lốp xe Trung Quốc và Quy định EUDR có hiệu lực từ 31/12/2025 17

C. TRIỂN VỌNG CÁC DOANH NGHIỆP CAO SU THIÊN NHIÊN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM..... 19

1. Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng trong 1Q25 và kỳ vọng tiếp tục duy trì tích cực cho giai đoạn nửa cuối năm 19
2. Câu chuyện chuyển đổi đất giúp gia tăng thu nhập cho các doanh nghiệp cao su với thu nhập ước tính tối thiểu 0.4 tỷ/ha..... 20
3. Lợi thế của các doanh nghiệp niêm yết trong việc áp dụng EUDR với giá bán cao hơn 0.15 – 0.3 USD/kg so với hiện hành..... 23

D. TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ 24

- CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC) – THỎI VÀNG TRẮNG ẨN MÌNH DẦN LỘ DIỆN 26
- CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UpCOM: DRI) – ĐỊNH GIÁ CHƯA PHẢN ÁNH ĐẦY ĐỦ NỘI LỰC DOANH NGHIỆP 33
- CTCP ĐẦU TƯ CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR) – TĂNG TRƯỞNG PHỤ THUỘC VÀO YẾU TỐ BÊN NGOÀI 39

A. GIÁ BÁN CAO SU VIỆT NAM KHÔNG QUÁ TIÊU CỰC NHƯ QUAN NGẠI CỦA THỊ TRƯỜNG

1. Ước tính giá bán bình quân SVR10 Việt Nam trong 2Q25 vẫn cao hơn cùng kỳ 8% YoY, nối tiếp đà tăng 27% YoY trong 1Q25

Dữ liệu giá bán thực tế cho thấy tăng trưởng của các doanh nghiệp cao su sẽ tiếp tục được giữ vững 2Q25 và khả năng duy trì đến hết 3Q25. Nhờ vào giá bán các sản phẩm hiện vẫn đang cao hơn cùng kỳ bình quân từ 10% - 15%. Trường hợp giá bán cao su tiếp tục giữ ở mức 1.8 USD/kg như hiện tại cho đến hết tháng 08/2025 trước khi vào vụ thu mua cao điểm từ tháng 09/2025, giá các sản phẩm cao su vẫn đang cao hơn từ 3% - 10% tùy thuộc vào loại sản phẩm.

Giá bán cao su SVR10 tại Việt Nam vẫn giữ ở mốc quanh 1.8 USD/kg đến giữa tháng 06/2025. Cụ thể với giá 1.78 USD/kg (tương ứng 46.63 triệu VND/ tấn với tỷ giá USD/VND 26,200, ngang với cùng kỳ năm trước), mức giá trên tương ứng như như kịch bản cơ sở chúng tôi dự phóng tại báo cáo phân tích ngành tháng 11/2024 và tháng 02/2025.

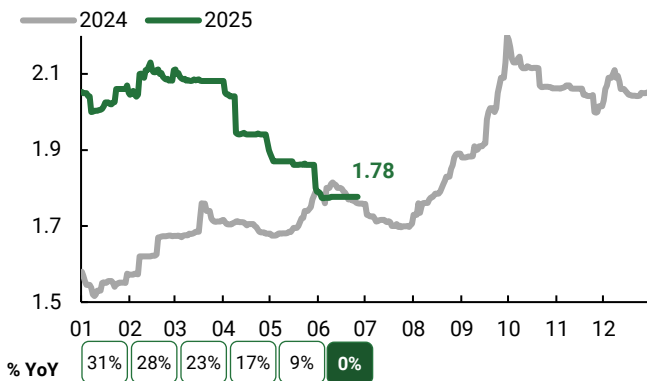
Một số doanh nghiệp niêm yết ghi nhận giá bán tháng 05 tăng trên 2.0 USD/kg, cao hơn 15% so với cùng kỳ:

- CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR) ghi nhận giá bán bình quân 05/25 +17.6% YoY đạt 1.99 USD/kg (52.37 triệu VND/tấn).
- CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk (UpCOM: DRI) có giá bán bình quân 05/25 +21.8% YoY đạt 2.08 USD/kg (54.2 triệu VND/tấn).

Đối với thị trường xuất khẩu giá xuất khẩu bình quân tháng 05/2025 vẫn giữ được tăng trưởng 12.7% YoY so với cùng kỳ đạt 1.796 USD/kg, mặc dù ghi nhận xu hướng giảm giá so với tháng trước đó (-7.4% MoM) kể từ thời điểm Hoa Kỳ công bố thuế quan từ tháng 04/2025.

Hình 1: Giá SVR10 tại T06/25 mặc dù suy giảm nhưng vẫn duy trì ở kịch bản cơ sở quanh mức 1.8 USD/kg trong 1H25

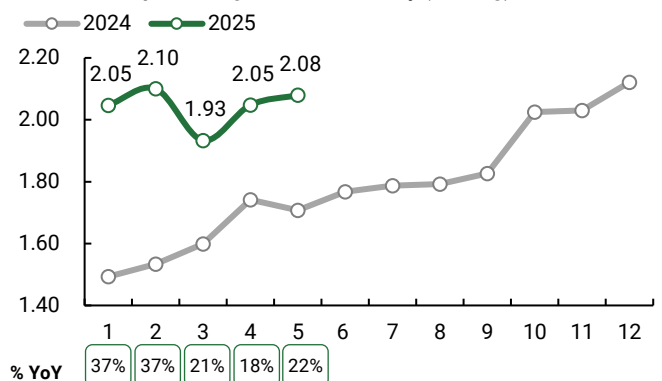
Diễn biến giá SVR 10 từ 2024 đến nay (USD/kg)



Nguồn: SGX, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 2: Giá bán cao su SVR3L neo cao giúp giá bán bình quân DRI tăng trưởng giá bán trên 20% so với cùng kỳ

Giá bán bình quân tháng DRI 2024 đến nay (USD/kg)



Nguồn: PHS tổng hợp, Báo cáo SXKD DRI

Bảng 1: Dữ liệu giá xuất khẩu các sản phẩm cao su tại Việt Nam đến 05/25 – Trường hợp duy trì mức giá hiện tại, các sản phẩm cao su vẫn đang cao hơn cùng kỳ từ 3% - 10% cho đến tháng 08/2025, trước khi vào vụ thu mua từ 09/2025.

Thông tin sản phẩm		Đơn giá xuất khẩu năm 2025 (USD/kg)				Đơn giá xuất khẩu năm 2024 (USD/kg)			
Sản phẩm	Tỷ trọng xuất khẩu	03/2025	04/2025	05/2025 (*)	% MoM 05.25/04.25	05/2024	Bình quân 06 – 08/24	% YoY 05.25/ 05.24	% YoY 05.25/ (06-08/24)
Hỗn hợp cao su thiên nhiên và cao su nhân tạo	55.5%	1.987	1.898	-	-	1,483	1,656	-	-
Latex	12.6%	1.524	1.448	1.301	-10.1%	1,199	1,257	+8%	+3%
SVR 3L	7.3%	2.185	2.150	1.930	-10.3%	1,711	1,849	+13%	+4%
SVR 10	11.6%	1.972	1.977	1.764	-10.8%	1,611	1,685	+10%	+5%
SVR CV60	4.4%	2.280	2.267	2.100	-7.4%	1,805	1,914	+16%	+10%
RSS 3	2.7%	2.223	2.130	2.050	-3.7%	1,789	1,927	+15%	+6%

Nguồn: (*) Agromonitor, Cổng thông tin điện tử Bộ Công Thương, PHS tổng hợp và ước tính

2. Trong kịch bản tiêu cực nhất khi SVR10 còn 1.5 USD/kg, dự phóng mảng kinh doanh cao su vẫn duy trì hoạt động liên tục với mức biên gộp trên 15% FY25/FY26

1.3 - 1.4 USD/kg đang là vùng giá thấp nhất đối với sản phẩm SVR10 kể từ đại dịch COVID-19 gây gián đoạn chuỗi cung ứng và giai đoạn nền kinh tế toàn cầu bất ổn từ cuối 2022 - 2023.

Bảng 2: Diễn biến giá cao su SVR10 từ năm 2020 đến hiện tại

Tỷ lệ tiêu thụ quý (%)	20%	10%	35%	35%	100%
Giá SVR10 (USD/kg)	1Q	2Q	3Q	4Q	Giá bình quân theo trọng số tiêu thụ quý
2020A	1.49	1.18	1.30	1.59	1.43
2021A	1.67	1.68	1.69	1.75	1.71
2022A	1.79	1.70	1.59	1.37	1.56
2023A	1.44	1.39	1.35	1.48	1.42
2024A	1.63	1.73	1.93	2.07	1.86
2025A	2.07	1.87	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu đến ngày 13/06/2025

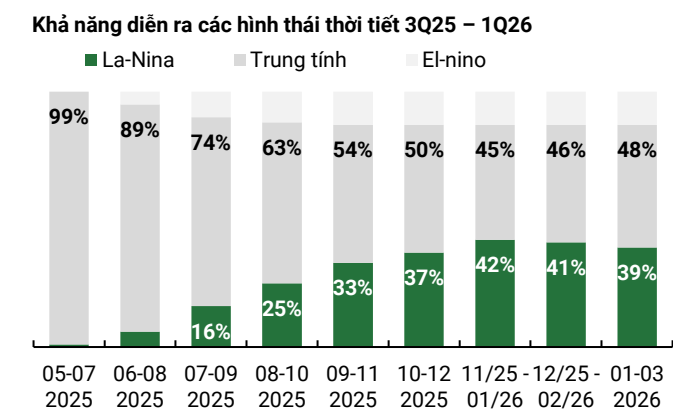
Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi dự phóng vùng giá 1.5 USD/kg (~39.3 triệu VND/tấn, tỷ giá USD/VND 26,200) sẽ là kịch bản tiêu cực nhất cho ngành cao su thiên nhiên Việt Nam với nhu cầu tiêu thụ mặt hàng này vẫn đang được duy trì trong khi nguồn cung toàn cầu khó có khả năng được bổ sung mạnh mẽ như các giai đoạn trước. Cụ thể:

- **Nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên trong nước được giữ vững và dự phóng tăng trưởng trên CAGR 10% 2024 – 2027 với loạt nhà máy lớp đi vào hoạt động từ 2025.** Dữ liệu vĩ mô về sản lượng sẫm, lớp trong 5T25 đã ghi nhận mức tăng trưởng 02 chữ số tại tỉnh Tây Ninh (+12.8% YoY); tỉnh Đồng Nai (+12.7% YoY) và tỉnh Tiền Giang (+26% YoY). (Danh sách dự án mới và nhân định được đề cập tại Báo cáo ngành Cao su 11/2024); Ngoài ra, Việt Nam được xếp vào nhóm “rủi ro thấp” theo Quy định EUDR có thể cho phép các doanh nghiệp cao su Việt Nam gia tăng thâm nhập vào thị trường này từ 2H25.
- **Cao su thiên nhiên không bị áp dụng thuế đối ứng tại Hoa Kỳ.**
- **Thị trường sẫm lớp duy trì ổn định, dù phải đối mặt với các rào cản thuế quan (như sắc thuế Mục 232 đối với ô tô và phụ tùng tại Hoa Kỳ, Châu Âu đang điều tra chống bán phá giá lốp xe từ Trung Quốc):**
 - Phân khúc lốp xe thay thế (mặt hàng tiêu dùng thiết yếu) đang tăng trưởng tiêu thụ trở lại về mức trước COVID-19 ở thị trường Mỹ và EU.
 - Phân khúc lốp xe nguyên gốc (mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu) đối mặt với triển vọng bất định từ (i) Sự không chắc chắn về đơn hàng của các nhà sản xuất cho thị trường Hoa Kỳ và (ii) Cuộc chiến “giá” của các nhà sản xuất xe điện tại Trung Quốc trong tương lai. Nhưng dữ liệu 5T25 cho thấy tình hình sản xuất và tiêu thụ xe tại Trung Quốc vẫn đang tích cực với mức tăng trưởng lần lượt là 12.7% YoY và 10.9% YoY.

- **Nguồn cung toàn cầu khó có khả năng bổ sung mạnh mẽ như giai đoạn trước**, do (i) Sản lượng của Bờ Biển Ngà (quốc gia đã vượt Việt Nam để đứng thứ 3 thế giới về sản lượng cao su với CAGR 20% giai đoạn 2018–2023) đã đạt ngưỡng khai thác tối đa, dự báo tăng trưởng nhẹ 1–3% mỗi năm; (ii) Dự báo hiện tượng La Niña với xác suất 40% sẽ xảy ra vào nửa cuối 2025–2026, ảnh hưởng đến nguồn cung trong mùa thu hoạch và thu mua cao điểm; (iii) Quy định EUDR chính thức có hiệu lực từ cuối 2025 sẽ siết chặt tiêu chuẩn đầu vào đối với các sản phẩm cao su.

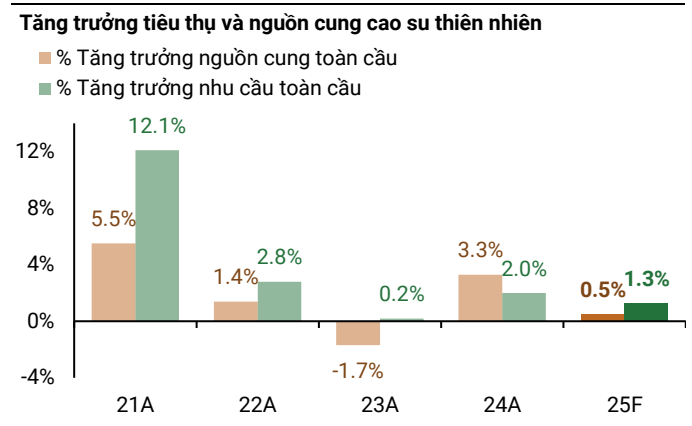
(*) Phân tích về nhu cầu đề cập tại Phần B. Cuộc chiến thuế quan toàn cầu có thể mở ra nhiều cơ hội hơn cho ngành công nghiệp cao su tại Việt Nam.

Hình 3: Hình thái La-niña có thể làm bất lợi mùa vụ khai thác chính, suy giảm nguồn cung giai đoạn 3Q25-1Q26



Nguồn: NOAA, PHS Tổng hợp, Dữ liệu tháng 06/2025

Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu tiếp FY25 tục tăng trưởng 1.3% YoY mặc dù phải đối mặt với thuế quan



Nguồn: ANRPC báo cáo tháng 05, PHS tổng hợp

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi thận trọng dự phóng giá cao su SVR10 sẽ duy trì ở mức 1.7 USD/kg từ 3Q25 (giảm -5.5% so với dự phóng trước đó) với mức giá bình quân FY25/FY26 lần lượt ghi nhận 1.79/1.70 USD/kg (-3.5%/-5.4% YoY)

Bảng 3: Phân tích độ nhạy giá bình quân SVR10 FY25 theo các vùng giá

Giá bình quân FY25		Giá SVR10 trong 3Q25 (USD/kg)					
		1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90
Giá SVR10 trong 4Q25 (USD/kg)	1.40	1.58	1.62	1.65	1.69	1.72	1.76
	1.50	1.62	1.65	1.69	1.72	1.76	1.79
	1.60	1.65	1.69	1.72	1.76	1.79	1.83
	1.70	1.69	1.72	1.76	1.79	1.83	1.86
	1.80	1.72	1.76	1.79	1.83	1.86	1.90
	1.90	1.76	1.79	1.83	1.86	1.90	1.93

% YoY SVR10 FY25/FY24		Giá SVR10 trong 3Q25 (USD/kg)					
		1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90
Giá SVR10 trong 4Q25 (USD/kg)	1.40	-15.1%	-13.2%	-11.3%	-9.4%	-7.5%	-5.7%
	1.50	-13.2%	-11.0%	-9.4%	-7.5%	-5.7%	-3.8%
	1.60	-11.3%	-9.4%	-7.5%	-5.7%	-3.8%	-1.9%
	1.70	-9.4%	-7.5%	-5.7%	-3.5%	-1.9%	0.0%
	1.80	-7.5%	-5.7%	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.9%
	1.90	-5.7%	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.9%	4.1%

Nguồn: PHS ước tính

Đối với các doanh nghiệp niêm yết, chúng tôi ước tính rằng trong trường hợp tiêu cực nhất khi giá SVR10 duy trì 1.5 USD/kg từ 3Q25 các doanh nghiệp vẫn có thể ghi nhận biên lợi nhuận gộp mảng đạt trên 15% mỗi năm.

Trong kịch bản cơ sở với giá SVR10 duy trì từ 1.7 USD/kg (46.9 triệu VND/tấn, USD/VND 26,200) chúng tôi dự phóng biên gộp của các doanh nghiệp sẽ đạt bình quân trên 20% và vẫn giữ được tăng trưởng lợi nhuận sau thuế FY25/26 (chi tiết bảng 4). Tăng trưởng của PHR, TRC ngoài lĩnh vực cao su thiên nhiên, còn được hưởng lợi từ thu nhập bồi thường từ các dự án chuyển đổi khu công nghiệp, công trình hạ tầng giao thông từ năm nay.

Bảng 4: Giá bán bình quân các doanh nghiệp niêm yết biến động theo giá SVR10 – Với (1) giá vốn dao động từ 28-35 triệu VND/ tấn tùy theo chính sách trả lương hàng năm và vùng trồng địa lý và (2) mức độ trượt giá của đồng VND, kịch bản tiêu cực nhất thì các doanh nghiệp niêm yết vẫn ghi nhận được biên lợi nhuận gộp mảng cao su trên 15%.

	Dữ liệu lịch sử			Dữ liệu dự phóng với các kịch bản					
	2022A	2023A	2024A	Tiêu cực (1.5 USD/kg từ 3Q25)		Cơ sở (1.7 USD/kg từ 3Q25)		Tích cực (1.9 USD/kg từ 3Q25)	
				25F	26F	25F	26F	25F	26F
Giá bán cao su bình quân DN niêm yết FY22-FY24 (USD/kg) & Dự phóng FY25-FY26 theo giá SVR10									
GVR (*)	1.51	1.22	1.73						
PHR	1.58	1.37	1.78						
DPR	1.58	1.38	1.88	1.65	1.50	1.79	1.70	1.93	1.90
TRC	1.58	1.36	1.81	(43.2 triệu VND/ tấn)	(39.8 triệu VND/ tấn)	(46.9 triệu VND/ tấn)	(45.1 triệu VND/ tấn)	(50.6 triệu VND/ tấn)	(50.4 triệu VND/ tấn)
DRI	1.58	1.42	1.82						
SVR10	1.56	1.42	1.86						
% YoY	-8.2%	-9.3%	+31.2%	-11.0%	-9.4%	-3.5%	-5.4%	+4.1%	-1.9%
Biên lợi nhuận gộp (%) các doanh nghiệp niêm yết – Mảng kinh doanh cao su thiên nhiên									
PHR	15.4%	14.6%	22.6%	19.1%	18.0%	20.8%	20.5%	22.3%	22.9%
DPR	19.7%	14.6%	27.8%	24.2%	22.4%	25.8%	24.9%	28.1%	28.0%
TRC	20.4%	20.4%	36.4%	27.0%	23.7%	29.8%	28.2%	32.2%	31.8%
DRI	40.9%	35.9%	40.2%	43.3%	37.7%	43.8%	41.1%	44.2%	43.8%
Tăng trưởng EPS (%) các doanh nghiệp niêm yết so với cùng kỳ									
PHR	+86.3%	-30.3%	-25.8%	+1.0%	+170%	+20.9%	+146%	+25.4%	+144%
DPR	-41.5%	-59.0%	+25.5%	-0.7%	-25.9%	+6.2%	-21.8%	+15.9%	-17.6%
TRC	-22.4%	-10.4%	+227%	-0.9%	+15.6%	+15.3%	+18.4%	+31.5%	+20.8%
DRI	-3.9%	-8.8%	+48%	+38.8%	-28.0%	+46.0%	-13.4%	+53.1%	+0.0%

Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính, (*) Ước tính từ BCTC và báo cáo thường niên

Bảng 5: VND trượt giá so với USD bù trừ tác động giảm giá bán SVR10

Nếu quy đổi tỷ giá 1.5 USD/kg thời điểm hiện tại, giá trị VND tương đương với 1.65 USD/kg tại cuối năm 2022 và 1.61 USD/kg tại cuối năm 2023

USDVND	1Q	2Q	3Q	4Q
2022A	23,000	23,415	23,845	23,800
2023A	23,640	23,750	24,460	24,420
2024A	24,950	25,470	24,760	25,550
2025A	25,760	26,290	-	-

Nguồn: Tỷ giá cuối kỳ tại VCB, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

B. CUỘC CHIẾN THUẾ QUAN TOÀN CẦU CÓ THỂ MỞ RA NHIỀU CƠ HỘI HƠN CHO NGÀNH CÔNG NGHIỆP CAO SU TẠI VIỆT NAM

1. Sản phẩm cao su thiên nhiên không phải chịu thuế đối ứng từ Hoa Kỳ

Cao su thiên nhiên là nguyên liệu đầu vào thiết yếu trong chuỗi cung ứng của ngành công nghiệp ô tô và có vai trò nhất định đối với năng lực sản xuất quốc phòng của Hoa Kỳ:

- Nguyên liệu này hiện diện trong hơn 50,000 sản phẩm công nghiệp tại Hoa Kỳ, từ sản xuất máy bay, lốp xe, thiết bị y tế đến cả các ứng dụng trong khí tài và phương tiện quân sự. Theo Báo cáo “Cao su thiên nhiên có phải là nguyên liệu quan trọng có thể thách thức nền kinh tế Hoa Kỳ không? – Bộ An Ninh nội địa Hoa Kỳ (Department of Homeland Security)”.
- Với các đặc tính kỹ thuật đặc thù, khó có thể thay thế bằng cao su tổng hợp và không được khai thác trong nước, Hoa Kỳ hiện đang phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu cao su thiên nhiên từ các quốc gia Đông Nam Á (Thái Lan). Mỗi năm, nước này nhập khẩu trung bình khoảng 900 nghìn tấn cao su thiên nhiên để phục vụ các ngành công nghiệp trong nước.
- Theo đánh giá từ Hiệp hội Các nhà sản xuất lốp xe Hoa Kỳ (USTMA), nếu đứt gãy nguồn cung cao su thiên nhiên tại châu Á sẽ gây nên sự xáo trộn cho chuỗi cung ứng sản xuất lốp xe tại đây và ảnh hưởng đến năng lực quốc phòng của quốc gia này.

Chúng tôi đánh giá rằng sự kiện Hoa Kỳ áp thuế đối ứng không ảnh hưởng trực tiếp đến xuất khẩu sản phẩm cao su thiên nhiên Việt Nam vì:

- (1)** Cao su thiên nhiên không phải chịu thuế nhập khẩu và được miễn thuế đối ứng tại Hoa Kỳ.
- (2)** Hoa Kỳ không phải là thị trường xuất khẩu cao su thiên nhiên chủ lực của Việt Nam. Năm 2024, 72% sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam được tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc.
- (3)** Đối với thị trường Trung Quốc, sản lượng lốp xe xuất khẩu trực tiếp sang Hoa Kỳ với 25 triệu lốp hiện chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (2.1%) trong cơ cấu sản xuất lốp xe hàng năm của nước này, hiện đã lên đến 1.1 tỷ lốp xe năm 2024. Nên tiêu thụ cao su thiên nhiên tại Trung Quốc sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể từ sự kiện này.

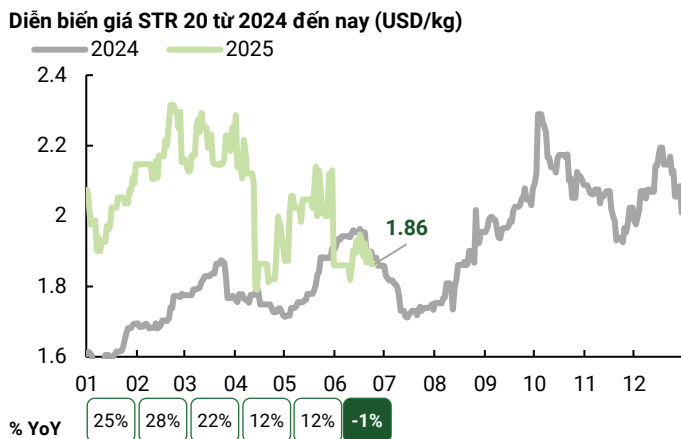
Do phụ thuộc vào nguồn cung bên ngoài và giữ vai trò thiết yếu trong cả ngành công nghiệp dân dụng lẫn quốc phòng, cao su thiên nhiên hiện không bị áp thuế nhập khẩu tại Hoa Kỳ (ngoại trừ nhập từ Trung Quốc) và được miễn trừ khỏi các mức thuế đối ứng ban hành trong tháng 4/2025:

- Ngày 02/04/2025, Tổng thống Donald Trump tuyên bố áp dụng thuế đối ứng với các đối tác thương mại toàn cầu với mức áp thuế lên đến 46% cho Việt Nam. Tuy nhiên, ngày 09/04/2025, chính sách này đã được tạm hoãn 90 ngày và áp dụng mức thuế tạm thời 10% cho toàn bộ đối tác. Sự kiện này ban đầu đã gây ra những biến động mạnh trên thị trường tài chính toàn cầu, cũng như thị trường hàng hóa tương lai cao su thiên nhiên, do những lo ngại bất định kinh tế toàn cầu.
- Tuy nhiên, **Phụ lục II được đính kèm tại Thông báo áp thuế đối ứng từ Nhà Trắng đã nêu rõ các mặt hàng cao su thiên nhiên không nằm trong danh mục bị áp thuế đối ứng**. Cụ thể các mã hàng được miễn thuế: 40011000 (Cao su Latex) – 40012100 (Cao su tờ xông khói – RSS) – 40012200 (Cao su định chuẩn kỹ thuật – TSR) – 40012900 (Các loại cao su khác) – 40013000 (Cao su nguyên sinh). Điều này khẳng định rằng các sản phẩm cao su thiên nhiên hiện không chịu tác động từ các mức thuế quan mới của Hoa Kỳ đối với các đối tác thương mại toàn cầu.

Trên thực tế, giá bán cao su tại các thị trường Đông Nam Á đến giữa tháng 06/2025 vẫn duy trì ở mức cao so với cùng kỳ sau giai đoạn bất ổn từ thông báo thuế quan từ Hoa Kỳ, được hỗ trợ bởi hoạt động tăng trưởng của công xưởng lốp xe lớn nhất thế giới:

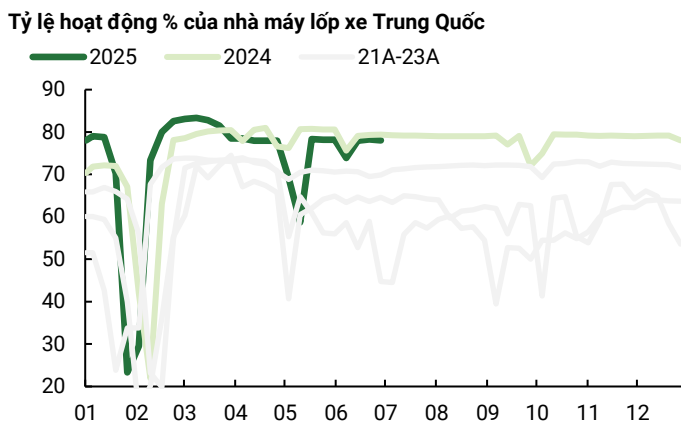
- Sau kỳ nghỉ lễ lao động dài 05 ngày, các nhà máy lốp Trung Quốc đã trở lại sản xuất và duy trì tỷ lệ hoạt động ở mức cao nhất 05 năm qua, cho thấy thuế quan hiện đang không ảnh hưởng đến lĩnh vực này.
- Đặc biệt, giá bán cao su định chuẩn kỹ thuật STR20 tại thị trường cao su trọng yếu là Thái Lan đến cuối 06/2025 vẫn duy trì trên 1.8 USD/kg thể hiện nhu cầu thu mua đang dần quay trở lại với tình hình sản xuất không quá tiêu cực sau cú sốc thuế quan toàn cầu vào đầu tháng 04/2025.
- Thị trường cao su các nước Đông Nam Á diễn biến trái chiều với sự sụt giảm mạnh từ Indonesia và Malaysia (ảnh hưởng đến giá hợp đồng tương lai SGX STR20), trong khi đó nhu cầu sản xuất duy trì tại Thái Lan và Việt Nam giúp giá bán nhanh chóng cân bằng tại 02 thị trường này.

Hình 5: Giá bán cao su tại Thái Lan vẫn duy trì trên 1.8 USD/kg sau tác động điều chỉnh từ thông báo thuế quan



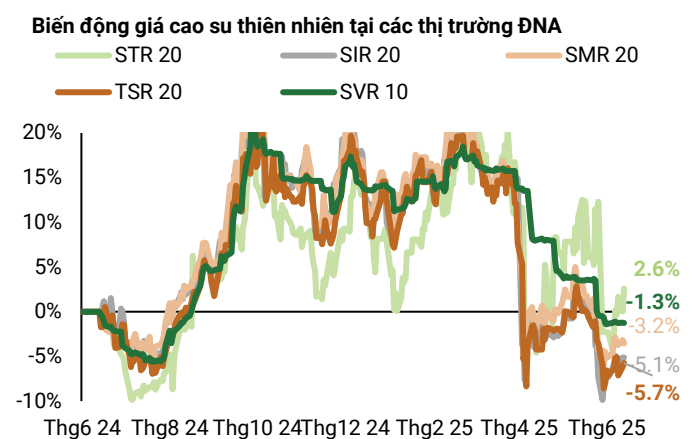
Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 7 Các nhà máy sản xuất lốp xe tại Trung Quốc tiếp tục trì tỷ lệ hoạt động ở mức cao nhất trong 05 năm qua



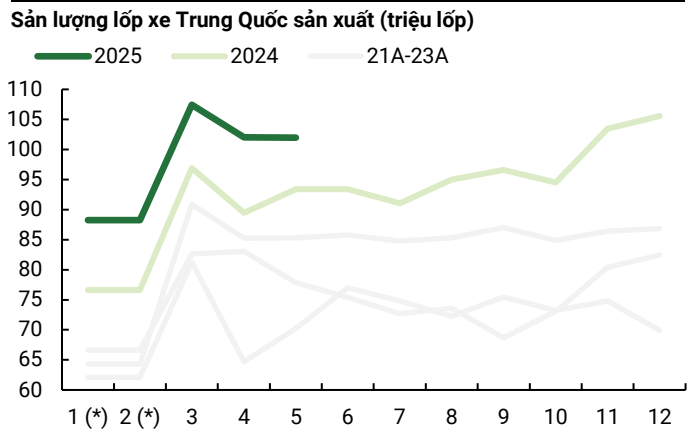
Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 26/06/2025

Hình 6: Giá bán tại các thị trường biến động trái chiều và đang có xu hướng phục cân bằng trở lại



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 8: Sản lượng lốp Trung Quốc duy trì trên 100 triệu sản phẩm mỗi tháng và ở mức cao nhất 5 năm



Nguồn: PHS tổng hợp, Tổng cục thống kê Trung Quốc, * Dữ liệu tháng 01 & 02 là bình quân của số lũy kế 02 tháng

2. Các sản phẩm lốp xe và sản phẩm ngành công nghiệp ô tô bị Hoa Kỳ áp dụng mức thuế nhập khẩu 25% và nằm ngoài danh mục áp dụng thuế đối ứng

Năm 2024, Việt Nam xuất khẩu 28.6 triệu lốp xe (HS4011) đến Hoa Kỳ (+26% YoY) và đóng góp trên 50% thị phần xuất khẩu của Việt Nam, trong đó:

- Lốp xe ô tô: 15.5 triệu lốp (+14% YoY)
- Lốp xe ô tô buýt/tải: 8.8 triệu lốp (+37% YoY)
- Các loại khác: 4.3 triệu lốp (+63% YoY)

Như vậy 85% sản phẩm Việt Nam xuất sang Hoa Kỳ sẽ nằm trong danh mục sản phẩm Sắc lệnh thuế mục 232 lĩnh vực ô tô với mức thuế quan áp dụng 25%, còn lại sẽ bị áp thuế đối ứng 10% tạm thời đến ngày 09/07/2025 trước khi có thông báo mới. Phân tích về tác động đến hoạt động xuất khẩu lốp xe và ảnh hưởng đến thị trường cao su tại Việt Nam sẽ được đề cập tại phần B.3.

Trước thời điểm “Ngày giải phóng – Liberation Day”, ngày 26/03/2025 Tổng thống Donald Trump đã ban hành lệnh áp thuế 25% mục 232 với các sản phẩm ô tô và phụ tùng ô tô nhập khẩu vào Hoa Kỳ, sắc thuế này sẽ không bị áp lũy kế lên các sắc thuế mới trong năm 2025 nhưng vẫn sẽ được áp dụng cùng với các loại thuế nhập khẩu tại Hoa Kỳ:

- Các sản phẩm ô tô nhập khẩu đã có hiệu lực thuế quan từ ngày 03/04/2025, trong khi sản phẩm phụ tùng ô tô có hiệu lực sau đó 01 tháng vào ngày 03/05/2025. Đặc biệt, sắc thuế này được miễn trừ với thuế đối ứng được Hoa Kỳ ban hành trước đó.
- Ngày 02/04/2025, Nhà Trắng công bố phụ lục danh mục các sản phẩm áp dụng trong sắc lệnh thuế quan này với các sản phẩm sẫm lốp xe sau:
 - 4011.10.10 (Lốp xe ô tô con); 4011.10.50 (Lốp xe ô tô con khác); 4011.20.10 (Lốp xe ô tô buýt hoặc xe tải);
 - 4012.19.40, 4012.19.80 và 4012.20.60 (Các loại lốp xe đã qua sử dụng hoặc đắp lại); 4013.10.0010 và 4013.10.0020 (Các loại sẫm lốp bằng cao su).
- Ngày 29/04/2025, thị trường lốp xe nhập khẩu tại Hoa Kỳ được giải tỏa áp lực trước khi thuế quan mục 232 có hiệu lực từ đầu tháng 05 khi Nhà Trắng công bố điều chỉnh sắc lệnh này không bị áp chồng lên một số sắc lệnh thuế ban hành trước đó như Thuế quan với lĩnh vực nhôm/ thép (25%); Thuế quan 25% với Canada và Mexico (CA IEEPA; MX IEEPA); đặc biệt là các sản phẩm linh kiện ô tô nằm trong danh mục Hiệp định thương mại USMCA (Hoa Kỳ - Mexico - Canada) sẽ được áp dụng mức thuế 0% cho đến khi có các thông báo mới.
- Tuy nhiên sắc lệnh thuế này vẫn sẽ chịu thêm các loại thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ như thuế tối huệ quốc (MFN); thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp (AD/CD) và các loại thuế suất của Trung Quốc:
 - Đối với thuế tối huệ quốc (MFN): Ngoài các đối tác thương mại tự do của Mỹ, các quốc gia khác hiện đang chịu mức thuế từ 3.4% - 4% cho các mặt hàng lốp xe trong danh mục mã 4011.10 và 4011.20.
 - Đối với thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (AD & CVD), Hoa Kỳ đang áp dụng các tỷ lệ với 02 loại lốp xe ô tô con và ô tô tải như sau:
 - Lốp xe ô tô con (4011.10): Hoa Kỳ áp dụng mức thuế từ **6.2% - 101.84%** cho các sản phẩm nhập khẩu từ Việt Nam, Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan từ năm 2021
 - Lốp xe ô tô tải và xe buýt (4011.20): Năm 2024, Hoa Kỳ áp dụng mức thuế từ **12.4% - 48.4%** cho sản phẩm nhập khẩu từ Thái Lan.
 - Trung Quốc cũng phải chịu các mức thuế AD trên 23.92%.

- Đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc, sắc thuế này sẽ kèm thêm tỷ lệ 20% đối với sắc thuế IEEPA China/ Hong Kong (04/02/2025) và các tỷ lệ áp thuế theo Mục 301 thuế quan giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc được ban hành trước đó.

Bảng 6: Tổng hợp các sắc thuế áp dụng lên ngành sản phẩm lốp từ Hoa Kỳ công bố cho đến ngày 27/06/2025

Loại lốp xe/ nguyên liệu sản xuất lốp	Thuế đối ứng	Sắc thuế lĩnh vực ô tô – Hiệu lực từ 03/05/2025	Thuế MFN/ Thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (AD/CVD)	Các loại thuế quan khác với Trung Quốc
Loại sản phẩm & lốp xe				
Các loại sản phẩm & Lốp xe ô tô con (*)	- Không áp dụng	- Tất cả quốc gia, trừ (**): 25% - (**) Canada & Mexico: 0% đối với các sản phẩm từ thuộc Hiệp định USMCA cho đến khi có thông báo mới	- MFN: 3.4% - 4% - AD & CVD: 6.2% - 101.84% (Sản phẩm từ Việt Nam, Thái Lan, Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc)	- IEEPA China/ Hong Kong: 25% - Thuế quan Mục 301 (từ 2018): Tỷ lệ thuế tùy thuộc sản phẩm
Các loại sản phẩm & Lốp xe tải và xe buýt (*)	- Không áp dụng	- Tất cả quốc gia, trừ (**): 25% - (**) Canada & Mexico: 0% đối với các sản phẩm từ thuộc Hiệp định USMCA cho đến khi có thông báo mới	- MFN: 3.4% - 4% - AD & CVD: 12.4% - 66.3% (Sản phẩm từ Thái Lan và Trung Quốc)	
Các loại sản phẩm lốp khác nằm ngoài mục (*)	- Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc: 145% (Từ 09/04/25); 30% (Từ 14/05/2025) - Các quốc gia khác 10% từ 05/04/25. Sau 09/07/25 sẽ có áp dụng mức thuế cụ thể cho từng quốc gia.	- Không áp dụng	- MFN & AD & CVD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	
Nguyên liệu sản xuất sản phẩm lốp				
Cao su thiên nhiên	- Không áp dụng	- Không áp dụng	- MFN: 0%	- IEEPA China/ Hong Kong: 25% - Thuế quan Mục 301 (từ 2018): Tỷ lệ thuế tùy thuộc sản phẩm
Thép và nhôm	- Không áp dụng với các mặt hàng thuộc Sắc thuế mục 232 – Nhôm và Thép (50%)	- Không áp dụng chống lên với sắc thuế Mục 232 – Nhôm và Thép (25%)	- MFN & AD & CVD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	
Các loại nguyên liệu khác	- Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc: 145% (Từ 09/04/25); 30% (Từ 14/05/2025) - Các quốc gia khác 10% từ 05/04/25. Sau 09/07/25 sẽ có áp dụng mức thuế cụ thể cho từng quốc gia.	- Không áp dụng	- MFN & AD & CVD: Tỷ lệ tùy thuộc sản phẩm	

Nguồn: Công bố từ Nhà Trắng, PHS tổng hợp, (*) Bao gồm các sản phẩm 4011.10.10; 4011.10.50; 4011.20.10; 4012.19.40; 4012.19.80; 4012.20.60; 4013.10.0010 và 4013.10.0020.

Theo dữ liệu USTMA và USITC, giai đoạn 2019-2024, Hoa Kỳ tiêu thụ bình quân 330 triệu lốp xe hàng năm, trong đó:

- Chỉ có 16% sản lượng tiêu thụ là lốp Nguyên gốc (Original Equipment). Phân khúc này phụ thuộc vào lượng xe mới được sản xuất và thường được chỉ định từ nhà sản xuất xe để đáp ứng các tiêu chí hiệu suất vận hành xe được tối ưu theo thiết kế.

Chúng tôi đánh giá cấu trúc nhập khẩu hàng hóa sẽ chưa thể biến động mạnh ngay lập tức trong bối cảnh nhu cầu lốp xe vẫn ổn định khi: (i) Hoa Kỳ áp dụng mức thuế cố định và có các biện pháp điều chỉnh thuế quan kịp thời mặt hàng này nhằm đảm bảo nguồn cung ứng không bị sốc trong ngắn hạn; (ii) Lốp xe thay thế là sản phẩm tiêu dùng thường xuyên và đang phụ thuộc vào bên ngoài.

Hoạt động xuất khẩu lốp tại Việt Nam sau thuế quan có hiệu lực vẫn diễn ra bình thường và có chiều hướng gia tăng:

+ HSX: CSM: Casumina đang tăng tốc xuất khẩu lốp xe sang và mở rộng thêm 600,000 sản phẩm xuất sang Hoa Kỳ.

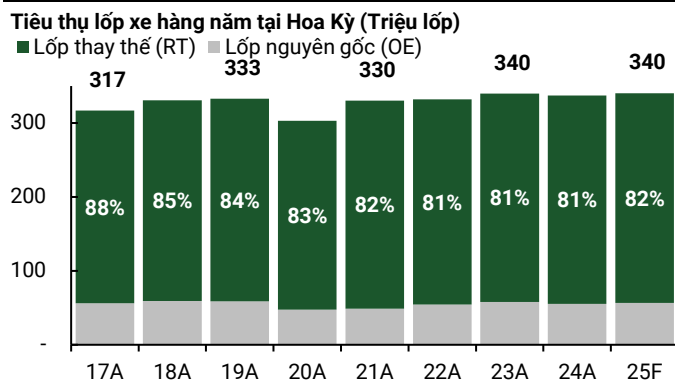
+ Doanh nghiệp FDI: Sailun chia sẻ hoạt động xuất khẩu sang Hoa Kỳ hiện đang được thực hiện ổn định tại các nhà máy đặt ở Việt Nam và Campuchia.

- **81% sản lượng còn lại đến từ phân khúc Lốp thay thế (Replacement Tire)**, được cung cấp độc lập và có thể sử dụng trên bất kỳ thương hiệu hoặc mẫu xe nào. Phân khúc này phụ thuộc vào nhu cầu thay thế lốp xe của người tiêu dùng sau 01 thời gian sử dụng (03 – 04 năm).
- Xét theo nguồn gốc, **trên 60% sản lượng tiêu thụ được phân phối bởi sản phẩm nhập khẩu** với thị phần chính Thái Lan (#1), Việt Nam (#2), Mexico (#3), Trung Quốc (#4), Canada (#5).

Thị trường lốp xe thay thế tại Hoa Kỳ được USTMA dự báo tăng trưởng nhẹ +0.8% YoY với 284 triệu lốp tiêu thụ năm 2025 và được dự báo duy trì trên 270 triệu lốp hàng năm, khi hoạt động giao thông tại Hoa Kỳ đã về mức trước COVID-19. Dữ liệu tháng 03/25 về Số dặm di chuyển trượt 12 tháng tại Hoa Kỳ cho thấy sự phục hồi và có thể tiếp tục trở lại quỹ đạo tăng trưởng cũ khi (i) Mô hình làm việc tại nhà đang không còn được khuyến khích áp dụng; (ii) các chi phí nguyên liệu đang ở mức thấp; (iii) lượng phương tiện sử dụng liên tục gia tăng với 285 triệu xe (+1% YoY) đang hoạt động tại đây.

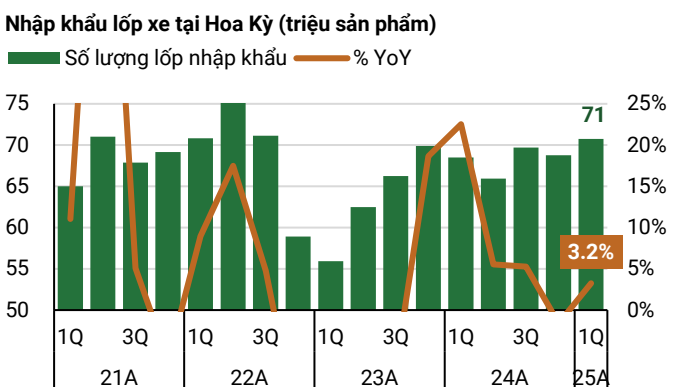
Đối với phân khúc lốp nguyên gốc, chúng tôi cho rằng sự ảnh hưởng sẽ không đáng kể khi Hoa Kỳ có thể đàm phán với các đối tác về việc tăng nhập khẩu các phương tiện của Hoa Kỳ để giảm chênh lệch thương mại. Mỗi năm Hoa Kỳ sản xuất bình quân 10-11 triệu phương tiện các loại (Theo dữ liệu từ OICA), tương ứng ~50-55 triệu lốp nguyên gốc tiêu thụ hàng năm.

Hình 9: Lốp thay thế (RT) đang chiếm lĩnh thị trường Hoa Kỳ với 280 triệu lốp phân khúc này sử dụng hàng năm



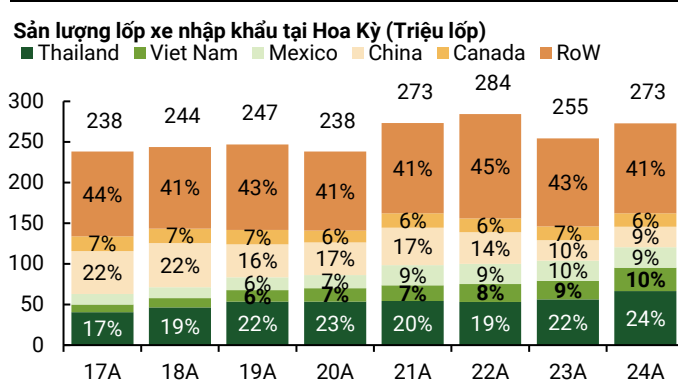
Nguồn: USTMA, PHS tổng hợp

Hình 11: Nhập khẩu lốp xe duy trì xu hướng tăng trưởng



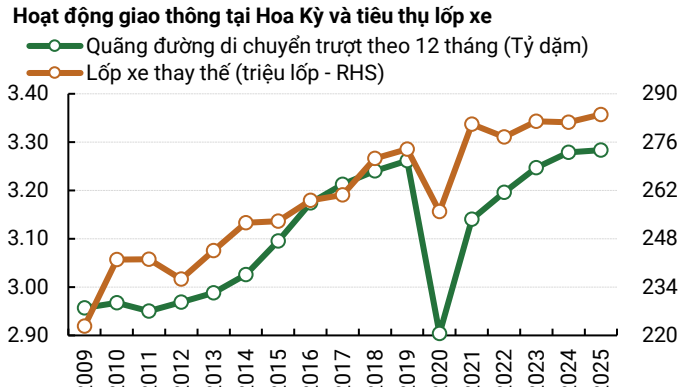
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 10: Thái Lan, Mexico và Việt Nam dành được thị phần xuất khẩu từ Trung Quốc sau cuộc thương chiến đầu tiên



Nguồn: USITC, HS4011, PHS tổng hợp

Hình 12: Giao thông Hoa Kỳ đã trở về mức trước COVID-19



Nguồn: USTMA, U.S. Federal Highway Administration

3. Các khu vực có chi phí sản xuất cạnh tranh có thể hưởng lợi từ hiệu ứng con dao 02 lưỡi của thuế quan Hoa Kỳ

Các biện pháp thuế quan lĩnh vực phụ tùng ô tô của Hoa Kỳ lần này được ban hành với mục tiêu **(i)** bảo vệ và tăng khả năng cạnh tranh cho các nhà sản xuất lốp xe trong nước trước sự thâm nhập của các sản phẩm lốp xe nhập khẩu có chi phí sản xuất thấp và **(ii)** thu hút đầu tư mở rộng các nhà máy sản xuất tại Hoa Kỳ; khi tạo áp lực chi phí lên các đơn vị nhập khẩu.

Tuy nhiên, hiệu ứng con dao 02 lưỡi với ngành sản lốp đang có khả năng cao diễn ra tại thị trường Hoa Kỳ khi:

Tại thị trường Bắc Mỹ (Hoa Kỳ, Mexico, Canada) nhiều nhà sản xuất lốp xe lớn đã thông báo kế hoạch tăng giá bán:

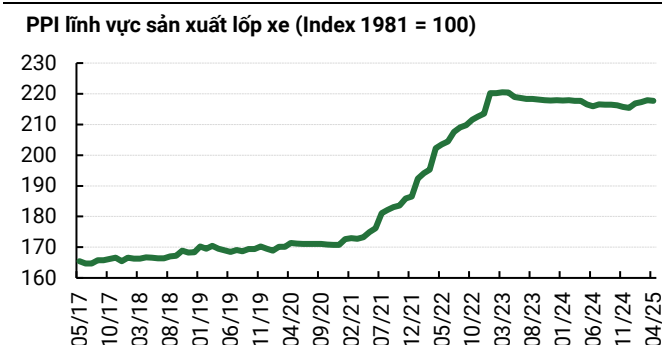
- Bridgestone: Tăng từ 6% - 8% giá bán các loại lốp từ tháng 06/2025
- Sumitomo Rubber North America: Tăng giá sản phẩm có thể lên tới 25%
- Goodyear tire: Tăng tới 4% giá bán các loại sản phẩm từ tháng 05/2025.
- Yokohama Tire: Tăng tới 10% giá bán các loại sản phẩm từ tháng 05/2025.

(i) Các nhà sản xuất nội địa cũng có khả năng chịu áp lực chi phí sản xuất tăng mạnh với các nguyên liệu nhập khẩu ngoài cao su thiên nhiên bị áp các mức thuế trên 25% sau tháng 07/2025. Chỉ số PPI tháng 04/2025 lĩnh vực sản xuất lốp xe tại Hoa Kỳ ghi nhận 217.7 điểm, tăng nhẹ so với tháng 01/2025 (216.8) và tiếp tục duy trì gần mức đỉnh vào tháng 03/2023 (220.4), cho thấy áp lực chi phí vẫn đang hiện hữu với các nhà sản xuất lốp xe khi chỉ số giá vẫn neo cao dành cho các nhà phân phối và cần phải theo dõi dữ liệu này ở các tháng tiếp theo để đánh giá được rõ ràng hơn liệu rằng các nhà sản xuất lốp tại Hoa Kỳ đang hưởng lợi hay chịu tác động xấu từ chính sách thuế được ban hành vừa qua.

(ii) Áp lực về chi phí đầu vào tăng cao sẽ làm cho các trung tâm phân phối/ đại lý lốp xe tại Hoa Kỳ (Tire Dealers/ Tire Distributors) lựa chọn các sản phẩm cùng phân khúc nhưng có giá cạnh tranh hơn (sản phẩm nhập khẩu) để bảo toàn được lợi nhuận kinh doanh trên thị trường bán lẻ:

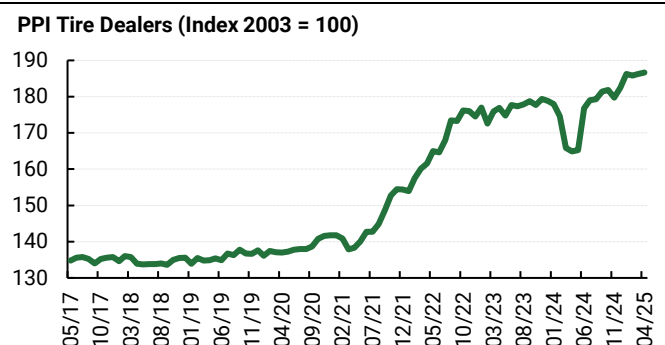
- Chỉ số PPI cho dịch vụ chính của đại lý lốp xe đạt 186.647 trong tháng 4/2025, tăng mạnh so với mức 182.470 vào tháng 12/2024, đây là mức cao nhất trong vòng 01 năm qua.
- Mức tăng PPI của đơn vị đại lý lốp xe phản ánh xu hướng giá bán hiện đang tăng đều đặn do **(i) chi phí đầu vào tăng (Giá lốp từ nhà sản xuất tăng với PPI tháng 04 ghi nhận 217.7 hoặc Đơn giá nhập khẩu bình quân lốp xe 1Q25 +1.4% QoQ; +1.5% YoY); (ii) gia tăng chi phí vận hành, nhân công, v.v.**

Hình 13: PPI lĩnh vực sản xuất lốp xe neo cao thể hiện áp lực chi phí vẫn còn hiệu hữu với các nhà sản xuất Hoa Kỳ



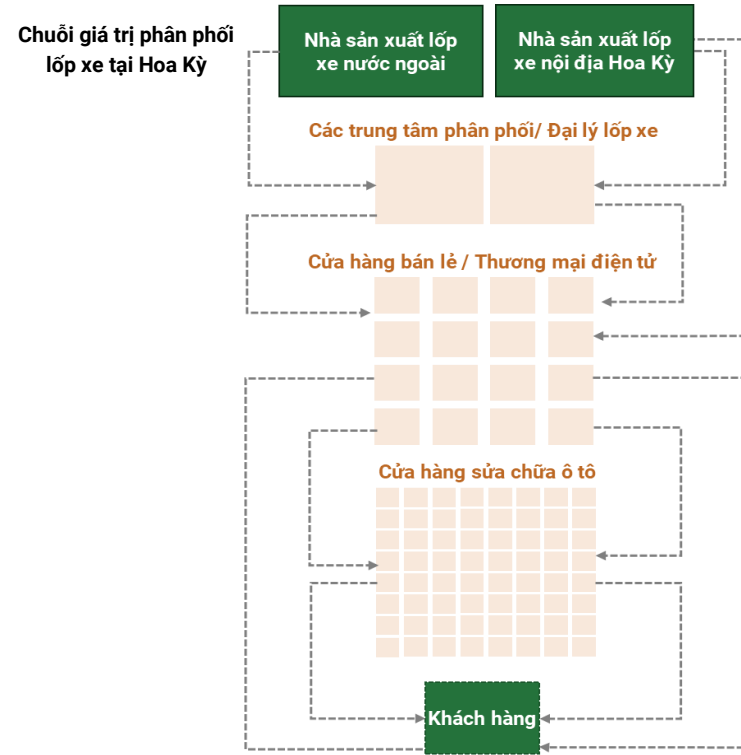
Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, PHS tổng hợp

Hình 14: PPI đại lý lốp xe (Tires Dealers) tăng đều phản ánh xu hướng giá bán đang tăng mạnh trở lại tại Hoa Kỳ



Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, PHS tổng hợp

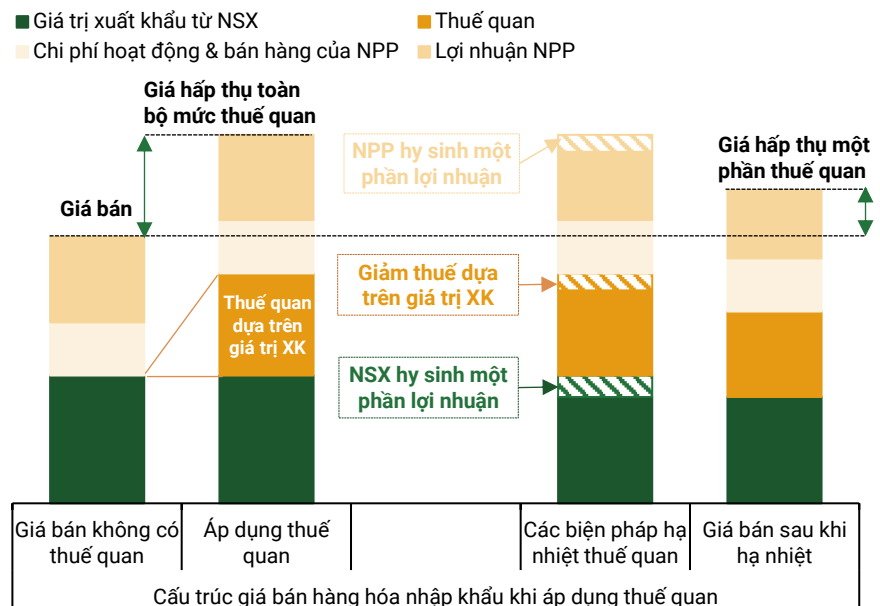
Hình 15: Trong bối cảnh thị trường tăng giá bán, các nhà phân phối và bán lẻ sẽ quan tâm về việc giữ chân và tăng sức mua người tiêu dùng để tối ưu lợi nhuận. Khi đó sản phẩm cùng phân khúc với chi phí đầu vào hấp dẫn hơn (nhập khẩu) được ưu tiên lựa chọn để có thể hưởng nhiều ưu đãi hơn



Nguồn: PHS tổng hợp và phân tích

Hình 16: Giá bán tới người tiêu dùng sẽ không tăng theo tỷ lệ thuế tương ứng, mà còn phải xem xét các yếu tố sau (1) Đơn giá nhập khẩu vào thị trường; (2) Cấu trúc giá vốn hàng bán của các nhà phân phối; (3) Tỷ lệ chấp nhận chia sẻ thuế quan đến từ nhà sản xuất và đơn vị bán hàng

Các trường hợp giá bán sản phẩm nhập khẩu khi áp thuế quan



Nguồn: PHS tổng hợp và phân tích, NSX: Nhà sản xuất; NPP: Nhà phân phối

Bảng 7: Các trường hợp tác động giá bán tăng thêm khi áp dụng thuế quan 25% đến từ (1) Tỷ trọng chi phí trong cấu trúc giá bán từ nhà phân phối; (2) Tỷ lệ chấp nhận hy sinh lợi nhuận từ cả nhà cung cấp và nhà phân phối

Giá trị nhập khẩu trong cấu trúc giá bán nhà phân phối chiếm tỷ trọng càng nhỏ thì tác động từ thuế quan càng thấp.

Ví dụ sản phẩm nhập khẩu lốp xe đóng góp 30% cấu trúc giá bán từ NPP, sau khi áp dụng mức thuế 25% làm cấu trúc giá NPP tăng 7.5%. Tuy nhiên nếu cả 02 đối tác đều chấp nhận hy sinh giảm lợi nhuận đi 5% thì mức tăng chỉ còn 2.1%.

Tỷ trọng cấu trúc giá bán từ nhà phân phối		Tỷ lệ chấp thuận hy sinh lợi nhuận đồng thời từ nhà cung cấp và nhà phân phối										
Giá trị nhập khẩu	Chi phí & lợi nhuận NPP	-10%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
20%	80%							0.8%	1.9%	2.9%	4.0%	5.0%
25%	75%						0.9%	2.0%	3.1%	4.1%	5.2%	6.3%
30%	70%				0.0%	1.1%	2.1%	3.2%	4.3%	5.4%	6.4%	7.5%
35%	65%			0.1%	1.1%	2.2%	3.3%	4.4%	5.5%	6.6%	7.7%	8.7%
40%	60%		0.1%	1.2%	2.3%	3.4%	4.5%	5.6%	6.7%	7.8%	8.9%	10.0%
45%	55%	0.1%	1.2%	2.4%	3.5%	4.6%	5.7%	6.8%	7.9%	9.0%	10.1%	11.3%
50%	50%	1.3%	2.4%	3.5%	4.6%	5.8%	6.9%	8.0%	9.1%	10.3%	11.4%	12.5%
55%	45%	2.4%	3.5%	4.7%	5.8%	6.9%	8.1%	9.2%	10.3%	11.5%	12.6%	13.8%
60%	40%	3.5%	4.7%	5.8%	7.0%	8.1%	9.3%	10.4%	11.6%	12.7%	13.9%	15.0%
70%	30%	5.8%	6.9%	8.1%	9.3%	10.5%	11.6%	12.8%	14.0%	15.2%	16.3%	17.5%
80%	20%	8.0%	9.2%	10.4%	11.6%	12.8%	14.0%	15.2%	16.4%	17.6%	18.8%	20.0%

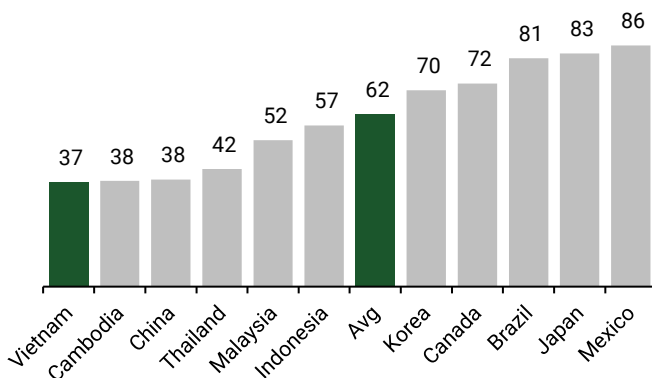
Nguồn: PHS ước tính

Chúng tôi nhận định mức tăng giá bán tới người tiêu dùng cuối cùng của lốp xe nhập khẩu sẽ có khả năng tăng thấp hơn 15%, thậm chí thấp hơn mức tăng của các đơn vị nội địa công bố với lợi thế dành cho các doanh nghiệp có giá thành xuất khẩu thấp. Tiếp tục tạo nên cuộc chiến thị phần khi chi phí nhập khẩu sản phẩm lốp xe (Hình 17 & Hình 18) đang cạnh tranh hơn cả chi phí sản xuất và giá bán của các đơn vị tại Hoa Kỳ:

- Theo dữ liệu công bố từ USTIC năm 2020 về thông tin các doanh nghiệp sản xuất lốp nội địa với lốp xe ô tô/ tải nhẹ (4011.10), **đơn giá sản xuất bình quân là (63.34 USD/lốp) và giá bán bình quân (91.99USD/lốp).**
- Đối với lốp xe buýt và tải (4011.20), năm 2024 các doanh nghiệp lốp sản xuất nội địa có **đơn giá sản xuất bình quân (281 USD/lốp) và giá bán bình quân (349 USD/lốp).**

Hình 17: Các quốc gia Đông Nam Á hiện đang chiếm lợi thế cạnh tranh về giá đối với mặt hàng lốp xe tại Hoa Kỳ

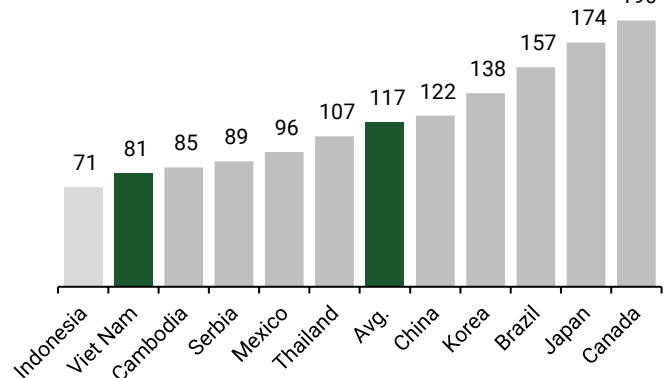
Đơn giá nhập khẩu 4011.10 Hoa Kỳ (USD/lốp) - FY24



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Hình 18: Các quốc gia Đông Nam Á hiện đang chiếm lợi thế cạnh tranh về giá đối với mặt hàng lốp xe tại Hoa Kỳ

Đơn giá nhập khẩu 4011.20 Hoa Kỳ (USD/lốp) - FY24

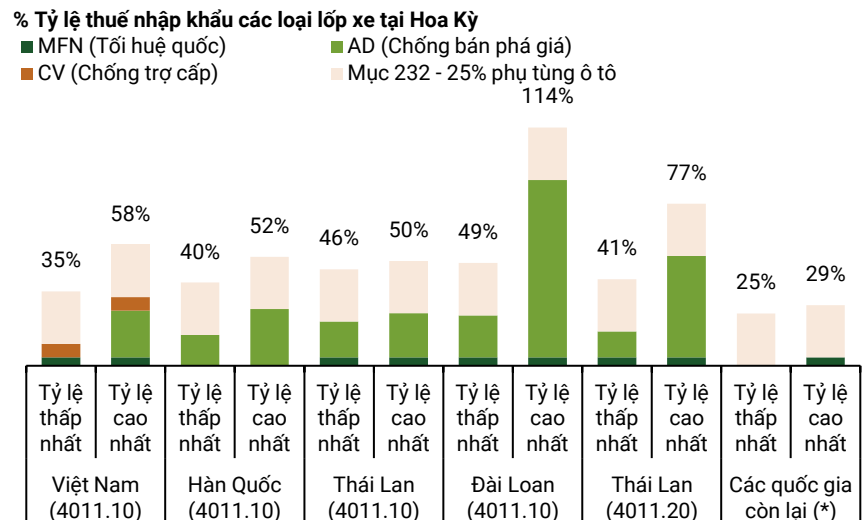


Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Mặc dù 2021, Hoa Kỳ công bố mức thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp loại lốp xe ô tô (4011.10) với Việt Nam có tỷ lệ lên tới 22%, phần lớn các doanh nghiệp sản xuất lốp trọng yếu như Sailun Group, Kenda Rubber Vietnam, Bridgestone Tire Manufacutring, Kumho Tire, Yokohama Rubber Co., chỉ chịu mức thuế chống bán phá giá là 0%.

Chúng tôi cho rằng việc hưởng được mức thuế nhập khẩu cạnh tranh hơn các đối thủ cũng giúp cho các doanh nghiệp này gia tăng sản lượng xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong giai đoạn 2021- 2024, đây cũng chính là các doanh nghiệp xuất khẩu chủ yếu sang Hoa Kỳ tại Việt Nam.

Hình 19: Các mức thuế quan áp dụng lĩnh vực lốp xe (4011.10 & 4011.20) tại Hoa Kỳ ban hành từ 2021 đến nay đối với một số quốc gia



Nguồn: PHS tổng hợp, The U.S. DoC, (*) Trừ Trung Quốc, Canada, Mexico

Doanh nghiệp sản xuất lốp tại Việt Nam có thể gia tăng thâm nhập vào Hoa Kỳ nhờ vào lợi thế chi phí và mức áp thuế nằm trong nhóm thấp:

- Sau khi Hoa Kỳ áp mức thuế đồng bộ 25% lên các quốc gia xuất khẩu lốp xe, mức thuế đối với phần lớn doanh nghiệp Việt Nam chỉ cao hơn 6%–10% so với mức thấp nhất hiện hành (*). **Chênh lệch này hoàn toàn có thể được bù đắp nhờ lợi thế về chi phí cạnh tranh.** Vì vậy xuất khẩu được nhận định sẽ tiếp tục duy trì, đơn cử như chia sẻ từ Sailun.
- Đối với phân khúc lốp xe tải (mã HS 4011.20), việc Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá từ 12%–48% kể từ năm 2024 đã nâng tổng thuế suất lên 41%–77%, mở ra cơ hội thâm nhập thị trường Mỹ cho các nhà sản xuất đến từ Việt Nam, với mức thuế tổng là 29%, thấp hơn 12%–48% với Thái Lan. Đây được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực, góp phần giúp doanh nghiệp như (HSX: CSM) ghi nhận đơn hàng gia tăng thêm 600.000 sản phẩm xuất khẩu sang Hoa Kỳ trong bối cảnh thuế quan hiện nay.

Tổng kết lại, chúng tôi đánh giá sự kiện Hoa Kỳ áp dụng thuế đối ứng và mức thuế 25% lên lĩnh vực lốp xe sẽ không ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng kinh doanh lĩnh vực lốp xe và nhu cầu tiêu thụ cao su tại Việt Nam khi:

- Cao su tự nhiên nằm trong danh mục Hoa Kỳ miễn thuế nhập khẩu và thuế đối ứng, nhằm đảm bảo ổn định cho chuỗi cung ứng ngành ô tô.
- Đối với thị trường xuất khẩu cao su chủ lực của Việt Nam là Trung Quốc, đến giữa 06/25, các nhà máy lốp xe tại đây vẫn duy trì tỷ lệ hoạt động cao nhất 05 năm đảm bảo nhu cầu nhập khẩu cao su từ Việt Nam chưa bị ảnh hưởng bởi các yếu tố thuế quan và bất định kinh tế toàn cầu.
- Đối với ngành sản phẩm lốp, ngược lại với những lo ngại tiêu cực về thuế quan ban đầu, các doanh nghiệp sản phẩm lốp tại Việt Nam vẫn đang hoạt động ổn định và thậm chí có thể tăng được thị phần tại thị trường Hoa Kỳ nhờ lợi thế cạnh tranh và mức thuế thuộc nhóm thấp so với các nước xuất khẩu khác. Vì vậy tiêu thụ cao su nội địa vẫn có thể được đảm bảo.

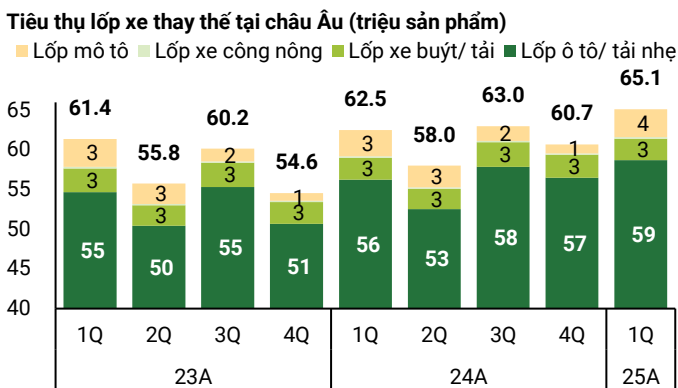
4. Liên minh Châu Âu bắt đầu điều tra chống bán phá giá sản phẩm lốp xe Trung Quốc và Quy định EUDR có hiệu lực từ 31/12/2025

Thị trường lốp xe tại châu Âu, tương tự như thị trường Hoa Kỳ, hiện cũng đang ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ với xu hướng di chuyển của người tiêu dùng cũng chỉ vừa mới quay trở lại trước mức đại dịch COVID-19:

Sự phục hồi hoàn toàn cho nhu cầu đi lại tại Châu Âu được dự báo sẽ diễn ra kể từ năm 2026-2027. Điều này cũng cho thấy tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ lốp xe (Yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng duy trì và tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên) vẫn còn hiện hữu ở các thị trường lớn như EU, Hoa Kỳ.

- Báo cáo của ETRMA về dữ liệu thị trường lốp xe thay thế trong 1Q25, phân khúc lốp ô tô và tải nhẹ tiếp tục tăng trưởng +3% YoY, nối tiếp mức tăng trưởng +8% YoY được ghi nhận trong 2H24.
- Sản lượng tiêu thụ đã đạt về gần mức tiêu thụ trong 1Q19, trước thời điểm đại dịch COVID-19 diễn ra. Theo ETRMA, thị trường lốp xe tiêu thụ có mức độ tương quan cao với quãng đường di chuyển của các phương tiện. Trên khắp châu Âu, số dặm di chuyển của các loại xe đã tăng 1.5% YoY, gần như ngang bằng với hiệu suất trước đại dịch

Hình 20: Nhu cầu đi lại phục hồi đã giúp cho sản lượng tiêu thụ lốp thay thế duy trì tăng trưởng tại châu Âu



Nguồn: ETRMA, PHS tổng hợp

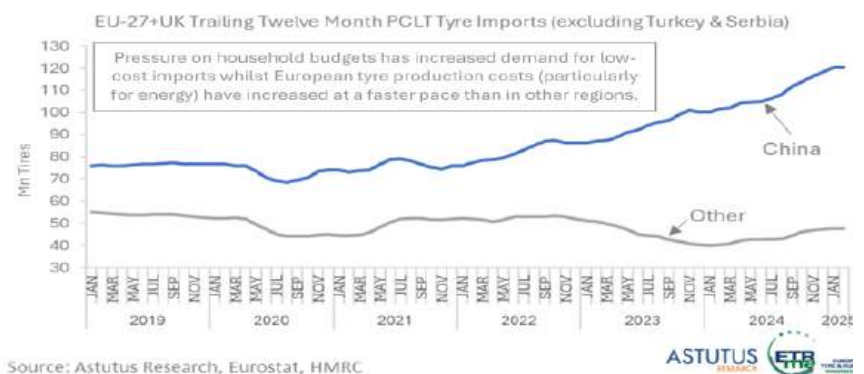
Hình 21: Quãng đường các phương tiện di chuyển tại châu Âu đã trở về thời điểm trước đại dịch



Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Thị trường châu Âu cũng đang bị thâm nhập từ các nhà sản xuất lốp xe có chi phí thấp, đặc biệt từ Trung Quốc khi áp lực chi tiêu hộ gia đình tăng cao đã làm cho người tiêu dùng có xu hướng lựa chọn lốp xe có giá cả hợp lý. Theo dữ liệu từ ETRMA, năm 2024 châu Âu nhập khẩu 165 triệu lốp xe ô tô/tải (+17%) trong đó 72% đến từ Trung Quốc với 118 triệu lốp (+18% YoY). Xu hướng này tiếp tục trong 2T25 với tăng trưởng nhập khẩu +12% YoY.

Hình 22: Nhập khẩu lốp xe ô tô/tải tại châu Âu từ năm 2019 đến 2T25

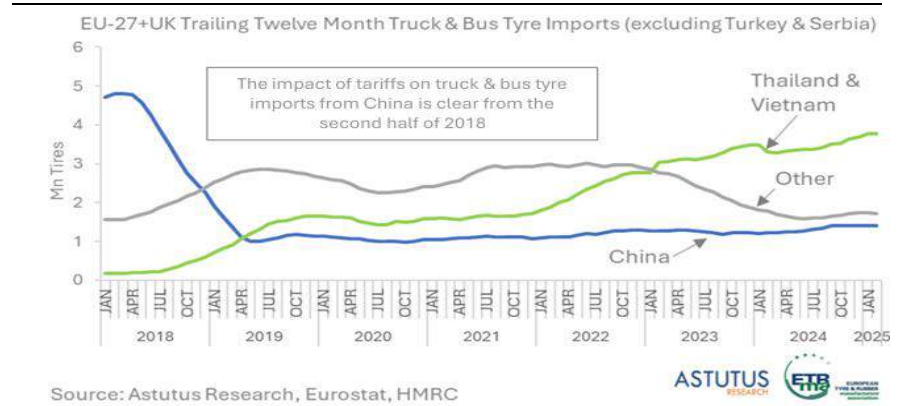


Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Ngày 21/05/2025, Ủy ban châu Âu (EC) đã khởi xướng cuộc điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe du lịch và xe tải nhẹ nhập khẩu từ Trung Quốc, sau khi nhận được đơn khiếu nại từ ngành công nghiệp lốp xe trong Liên minh châu Âu (EU):

- Thời hạn điều tra dự kiến sẽ kéo dài trong 14 tháng, tuy nhiên trong trường hợp có đủ bằng chứng sơ bộ, các biện pháp tạm thời có thể được triển khai sau 08 tháng kể từ ngày mở cuộc điều tra.
- Trước đó vào tháng 01/2025, EU đã tiếp tục gia hạn thời gian áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với lốp xe buýt và xe tải nhập khẩu từ Trung Quốc đã được ban hành lần đầu vào 05/2018.

Hình 23: Sau khi Trung Quốc bị áp thuế CBPG năm 2018, thị phần lốp xe tải và xe buýt đã chuyển sang Thái Lan và Việt Nam



Nguồn: Báo cáo quý 1/2025 ETRMA, PHS tổng hợp

Như vậy, khả năng lốp xe xuất khẩu từ Trung Quốc sẽ bị áp thuế trong khoảng thời gian từ tháng 01/2026 đến 07/2026, trùng với thời điểm Luật chống phá rừng EUDR chính thức có hiệu lực từ 31/12/2025.

- Trong ngắn hạn, diễn biến này sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp tranh thủ nhập khẩu trước thời điểm các mức thuế và quy định mới được áp dụng.
- Trong dài hạn, xu hướng chuyển dịch sản xuất, đơn hàng nhiều khả năng sẽ diễn ra, trong đó Việt Nam và Thái Lan sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ vào:
 - Cả hai quốc gia đều được xếp loại rủi ro thấp theo EUDR. Việc phân loại này giúp EU đưa ra các biện pháp quản lý phù hợp, tập trung vào các khu vực có nguy cơ cao để đảm bảo rằng hàng hóa nhập khẩu vào EU không liên quan đến phá rừng hoặc suy thoái rừng.
 - Việt Nam còn sở hữu lợi thế vượt trội khi có Hiệp định Thương mại Tự do EVFTA, giúp hàng hóa xuất khẩu hưởng thuế suất cạnh tranh.

Bảng 8: Hàng hóa từ Việt Nam có lợi thế cạnh tranh hơn tại Châu Âu so với các quốc gia nhờ vào EVFTA và được phân loại rủi ro thấp theo EUDR

Quốc gia	FTA	Phân loại rủi ro chuẩn EUDR
Việt Nam	EVFTA	Rủi ro thấp (Low-risk)
Thailand	Không có	Rủi ro thấp (Low-risk)
Bờ Biển Ngà	EPA	Rủi ro tiêu chuẩn (Standard risk)
Indonesia, Malaysia, Cambodia	Không có	Rủi ro tiêu chuẩn (Standard risk)

Nguồn: Ủy ban Châu Âu (EC), PHS tổng hợp

C. TRIỂN VỌNG CÁC DOANH NGHIỆP CAO SU THIÊN NHIÊN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

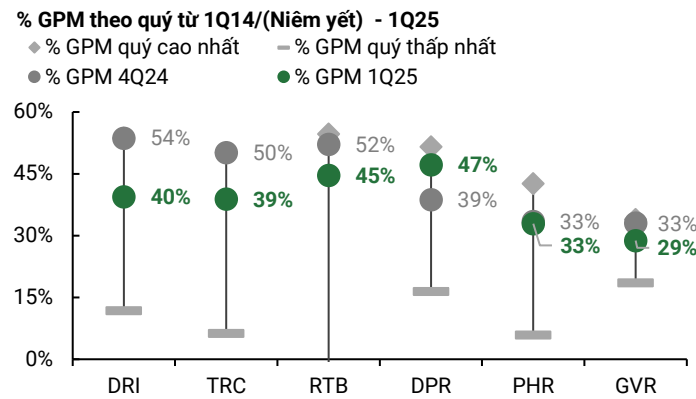
1. Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng trong 1Q25 và kỳ vọng tiếp tục duy trì tích cực cho giai đoạn nửa cuối năm

Bảng 9: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành cao su thiên nhiên trong 1Q25

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 1Q25 (%)			Biên lợi nhuận gộp (%)		Biên lợi nhuận thuần - CĐTS (%)		% ROE LTM		% ROA LTM	
		Doanh thu	LNG	LNST - CĐTS	1Q25	4Q24	1Q25	4Q24	1Q25	4Q24	1Q25	4Q24
DRI	952	74%	149%	167%	40%	53%	27%	26%	25%	20%	21%	16%
TRC	1,980	55%	180%	358%	39%	52%	31%	42%	15%	13%	13%	11%
RTB	2,674	-29%	-8%	-61%	45%	51%	21%	26%	17%	22%	10%	13%
DPR	3,628	9%	17%	25%	47%	39%	32%	20%	11%	12%	6%	6%
PHR	8,197	-4%	41%	31%	33%	33%	31%	36%	13%	12%	8%	8%
GVR	122,000	24%	52%	149%	29%	34%	21%	19%	9%	8%	6%	5%
Trung bình		22%	72%	111%	39%	44%	27%	28%	15%	14%	11%	10%
Trung vị		16%	47%	90%	39%	45%	29%	26%	14%	13%	9%	9%

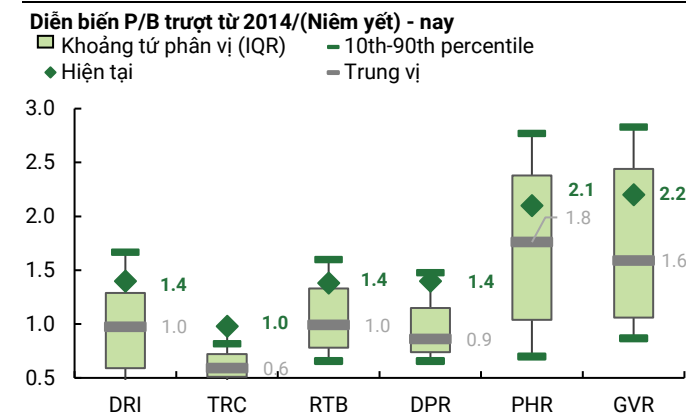
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 24: % GPM doanh nghiệp kinh doanh thuần cao su thiên nhiên tiếp tục duy trì trên mức 30%



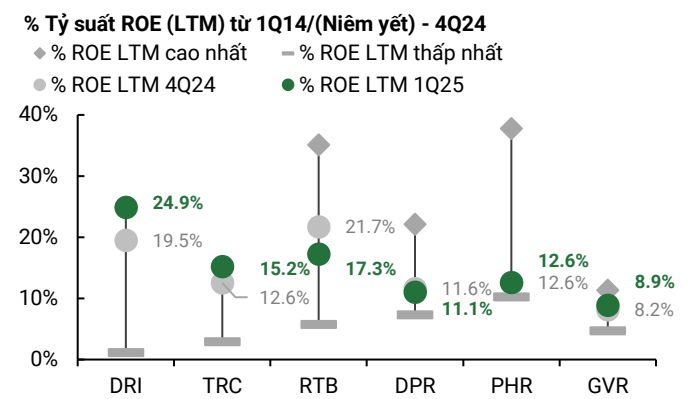
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 26: Diễn biến định giá P/B trượt của các doanh nghiệp cao su từ 2014 đến nay



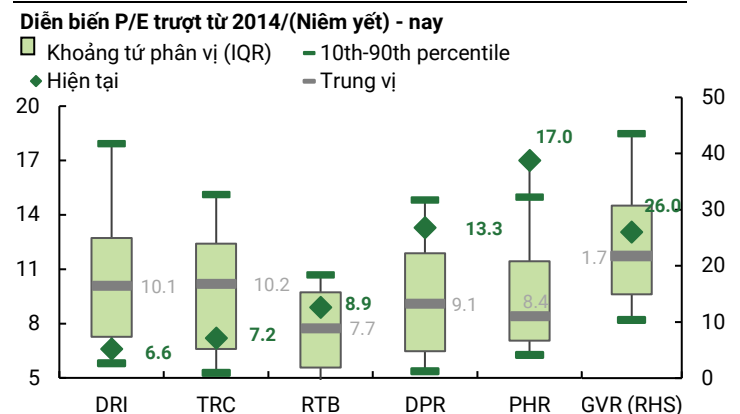
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 25: Tỷ suất % ROE LTM 1Q25 của DRI và TRC thiết lập mức cao nhất kể từ khi niêm yết



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

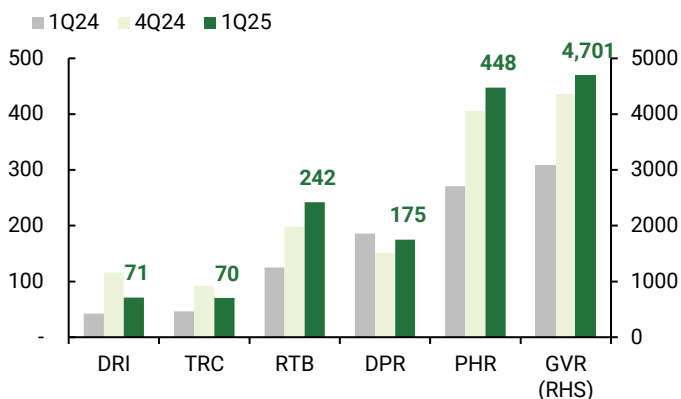
Hình 27: DRI và TRC hiện đang giao dịch tại biên dưới định giá P/E lịch sử và thấp hơn đáng kể mức trung vị



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/2025

Hình 28: Hàng tồn kho cao tại cuối 1Q25 giúp các doanh nghiệp tiếp tục hưởng lợi từ giá bán cao trong 2Q25

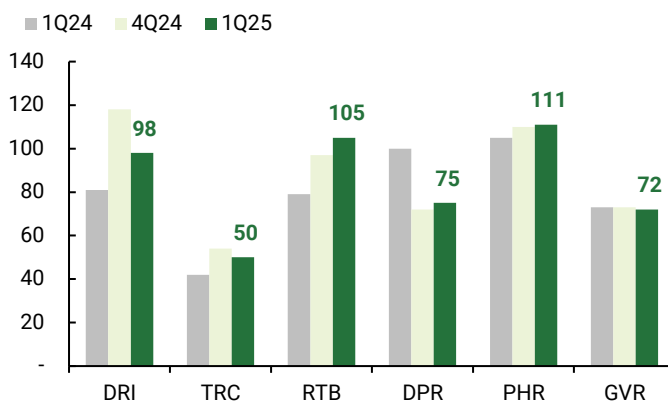
Giá trị hàng tồn kho tại cuối kỳ (Tỷ VND)



Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

Hình 29: Các doanh nghiệp cao su có thể tận dụng lượng hàng tồn kho cao trước khi bước vào khai thác từ tháng 06

Số ngày hàng tồn kho bình quân



Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

2. Câu chuyện chuyển đổi đất giúp gia tăng thu nhập cho các doanh nghiệp cao su với thu nhập ước tính tối thiểu 0.4 tỷ/ha

Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, câu chuyện chuyển đổi đất tiếp tục mở ra cơ hội gia tăng thu nhập cho các doanh nghiệp cao su, với giá trị ước tính tối thiểu đạt 0.4 tỷ đồng/ha.

Khi được thu hồi đất để phục vụ các dự án hạ tầng, bất động sản hoặc khu công nghiệp, các doanh nghiệp thường được ghi nhận thu nhập sau (1) Thu nhập từ thanh lý cây cao su giải phóng mặt bằng bàn giao đất và (2) Thu nhập từ tiền bồi thường, hỗ trợ. Trong đó:

(1) Thu nhập từ thanh lý cây cao su, phát sinh khi tiến hành giải phóng mặt bằng. Giá trị thanh lý hiện được ghi nhận thông qua đấu giá, dao động trong khoảng 0.15 – 0.4 tỷ đồng/ha, tùy thuộc vào vị trí địa lý, mật độ và tuổi đời vườn cây.

(2) Thu nhập từ tiền bồi thường, hỗ trợ bao gồm:

(2.1) Tiền bồi thường, hỗ trợ theo chính sách hiện hành, bao gồm giá trị công trình hiện hữu và cây trồng trên đất.

- Theo chính sách hiện hành tại các địa phương, mức hỗ trợ này đang dao động trong khoảng 0.155 – 0.429 tỷ đồng/ha. Đáng chú ý, việc sáp nhập địa giới hành chính dự kiến từ 01/07/2025 có thể tạo mặt bằng giá đền bù cây trồng tăng lên. Cụ thể, mức đền bù tại Bình Dương (0.25 tỷ đồng/ha) và Đồng Nai (0.16 tỷ đồng/ha) nhiều khả năng sẽ tiệm cận với mặt bằng giá tại TP. HCM (0.43 tỷ đồng/ha) và Bình Phước (0.26 tỷ đồng/ha) (Đơn giá dựa trên diá định mật độ cây trồng 555 cây/ha)

(2.2) Chi phí bồi thường, hỗ trợ khác (bao gồm hỗ trợ tài sản trên đất, hỗ trợ chi phí đầu tư vào đất còn lại, hỗ trợ chế độ trợ cấp ngừng việc và hỗ trợ đảm bảo có chỗ ở, ổn định đời sống, sản xuất và công bằng với người có đất bị thu hồi).

Bảng 10: Tổng hợp thu nhập từ việc chuyển đổi đất

Địa phương	(1) Thu nhập từ thanh lý vườn cây	(2) Thu nhập từ tiền bồi thường, hỗ trợ	
	Đơn giá thanh lý vườn cây (tỷ/ha)	Đơn giá bồi thường cây trồng (tỷ/ha) (*)	Chi phí bồi thường, hỗ trợ khác
Thành phố Hồ Chí Minh	0.15 – 0.4	0.429	Phụ thuộc vào thỏa thuận của các bên liên quan và các chính sách hiện hành
Bình Dương		0.245	
Bình Phước		0.259	
Tây Ninh		0.222	
Đồng Nai		0.155	

Nguồn: Các quyết định về việc ban hành đơn giá bồi thường cây trồng trên địa bàn các địa phương, Giả định mật độ cây 555/ha, PHS tổng hợp

Từ đầu năm 2025, hoạt động thu hồi chuyển đổi đất tại khu vực Đông Nam Bộ có thể được đẩy nhanh khi (1) khu vực này được mở rộng giới hạn quy hoạch đất giai đoạn 2025 – 2030 giúp hàng loạt khu công nghiệp mới được phê duyệt đầu tư; (2) Các dự án công trình hạ tầng giao thông trọng điểm được đẩy mạnh thực hiện (Cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh – Chơn Thành – Bình Phước; Cao tốc Gia Nghĩa Chơn Thành; Đường vành đai 4; v.v).

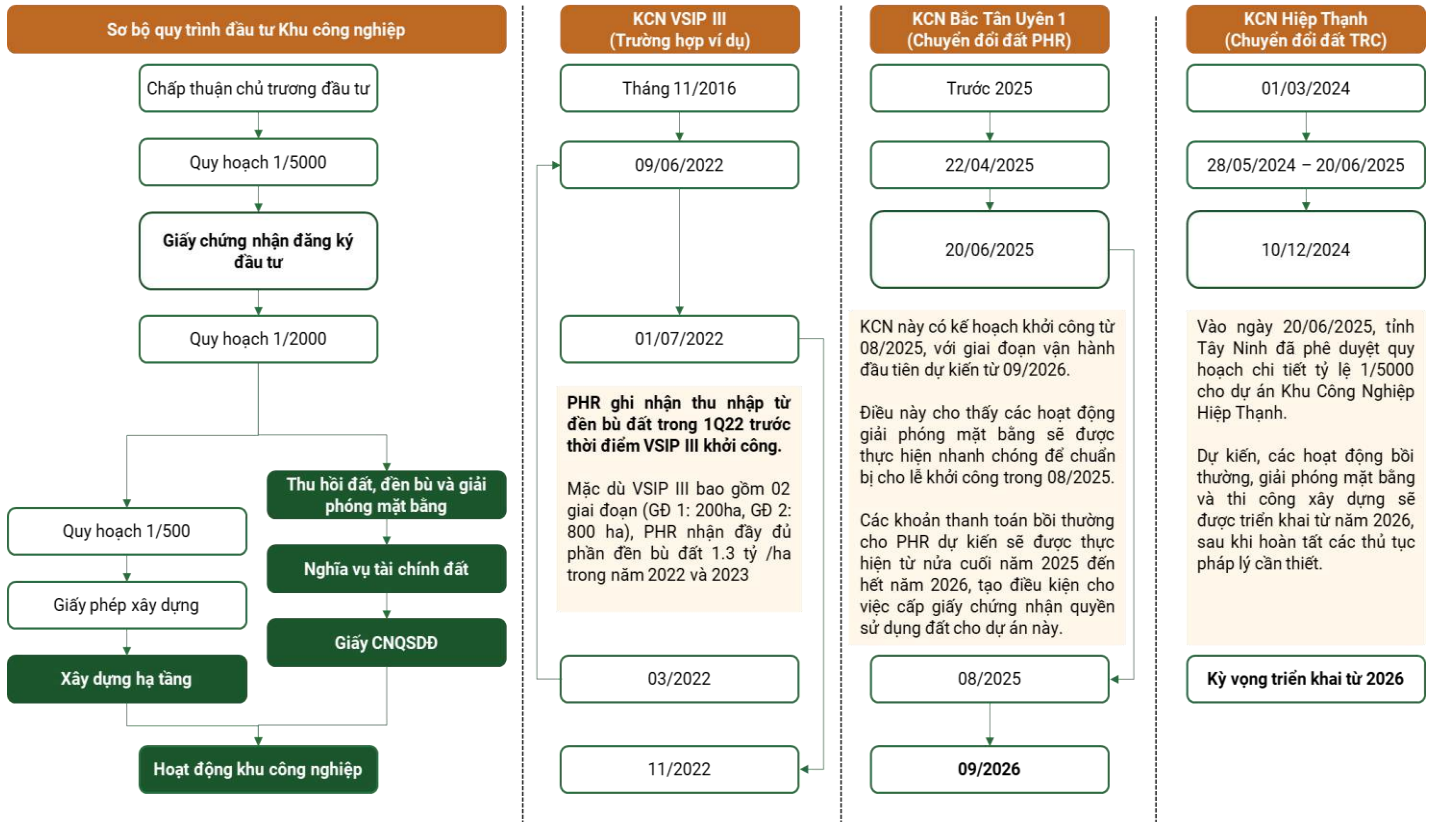
Dựa trên các thông tin được công bố đại chúng, chúng tôi cho rằng **HSX: GVR, HSX: PHR và HSX: TRC** sẽ là các doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng này trong giai đoạn 2025 trở đi với các thông tin dự án sau:

Bảng 11: Thông tin dự án chuyển đổi đất cao su có thể ghi nhận thu nhập bồi thường giai đoạn 2025 – 2026

Công ty	Sở hữu GVR	Dự án	Diện tích	Ghi chú
HSX: TRC	60.0%	Khu công nghiệp Hiệp Thạnh (Giai đoạn 1)	495 ha	Được phê duyệt Quy hoạch 1/5,000 và Cấp giấy chứng nhận đầu tư cho GVR. Dự kiến triển khai xây dựng từ năm 2026
		Khu công nghiệp Thạnh Đức	2,765 ha	KCN khả năng được triển khai thực hiện giai đoạn 2026 – 2030 theo Đề án phát triển Khu công nghiệp tỉnh Tây Ninh giai đoạn 2021 - 2030 (với hiện trạng đất trồng cây Cao su do Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh đang quản lý, sử dụng)
HSX: PHR	66.6%	Khu công nghiệp Bắc Tân Uyên 1	786 ha	Được phê duyệt Quy hoạch 1/5,000 và Cấp giấy chứng nhận đầu tư cho Thaco. Dự kiến triển khai xây dựng từ 08/2025 và có thể hoạt động từ 09/2026
		Dự án đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	81ha	Dự án được khởi công từ tháng 02/2025.
		Dự án Đường Vành Đai 4 qua Bình Dương	n/a	Dự án được khởi công từ tháng 06/2025. Tổng nhu đất sử dụng cho dự án ~420ha, và có ảnh hưởng đến phần lớn diện tích đất cao su trên Huyện Bắc Tân Uyên.
Công ty TNHH MTV Tổng công ty Cao su Đồng Nai	100%	KCN Long Đức 3, KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp, KCN Xuân Quế - Sông Nhạn, KCN Long Đức, và các dự án khác	4,577 ha	Theo các quyết định thu hồi đất từ UBND tỉnh Đồng Nai, từ đầu năm đến nay ước tính đã ban hành thu hồi 833.6ha tại Tổng công ty cao su Đồng Nai.

Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 30: Sơ bộ quy trình đầu tư dự án – Các thủ tục cần thiết (thu hồi đất, đền bù, giải phóng mặt bằng) cần phải hoàn tất trong giai đoạn 2025 – 2026 để các dự án đạt đủ điều kiện để đi vào hoạt động theo dự kiến từ năm 2026



Nguồn: PHS tổng hợp

Bảng 13: Tổng hợp đơn giá đền bù các dự án đã được công bố trước đó tại tỉnh Bình Dương, Bình Phước và Đồng Nai

Thời gian	Công ty	Dự án	(2.1) Đơn giá bồi thường cây trồng	(2.2) Hỗ trợ các loại	Tổng cộng (tỷ/ha)	Nguồn	Ghi chú
Tỉnh Đồng Nai							
2020	Tổng Công ty cao su Đồng Nai	Sân bay Long Thành	0.300 (*)	0.475	0.775	QĐ số 17/2020/QĐ-UBND tỉnh Đồng Nai	Giả định mật độ cây 833/ha với đơn giá 360,000 VND/ cây
Tỉnh Bình Phước							
2020	CT TNHH MTV Cao su Phú Riềng	KDC Đa Ka	0.588	0.16	0.750	QĐ số 470/QĐ-UBND tỉnh Bình Phước	(2.1) có thêm bồi thường công trình
2021	HSX: DPR	CCN Tân Tiến 2	0.311	0.59	0.900	QĐ số 412/QĐ-UBND tỉnh Bình Phước	
2021	HSX: DPR	CCN Tân Phú	0.192	0.71	0.900	QĐ số 413/QĐ-UBND tỉnh Bình Phước	
2021	HSX: DPR	CCN Tiến Hưng 1	0.247	0.78	1.024	QĐ số 414/QĐ-UBND tỉnh Bình Phước	
Tỉnh Bình Dương							
2020	HSX: PHR	KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2	n/a	n/a	2.487	Báo cáo kiểm toán năm 2020 của PHR	
2022	HSX: PHR	KCN VSIP III	n/a	n/a	2.5 (*)	Báo cáo kiểm toán năm 2022 của PHR	(*) = (1) Nhận tiền 1.3 tỷ/ha trong FY22/23 + (2) 20% lợi nhuận gộp trên phần diện tích khách thuê và không thấp hơn 1.2 tỷ/ha

Nguồn: PHS tổng hợp

Tổng diện tích cao su toàn quốc đến 910,000 ha, nhưng chỉ có 19.1% diện tích có thể đáp ứng quy định EUDR:

- Hộ tiểu điền đóng góp 1.9%
- Đại điền với 06 doanh nghiệp niêm yết đóng góp 3.6% diện tích
- Các đại điền còn lại 13.6% diện tích.

Cơ hội để tham gia chuỗi cung ứng EUDR với giá bán cao hơn từ 0.15 -0.3 USD/kg tùy loại sản phẩm (+10% - 20% so với sản phẩm thường) sẽ dành cho các doanh nghiệp đã hoàn tất các thủ tục yêu cầu và khó bị cạnh tranh bởi các hộ tiểu điền.

Chúng tôi cho rằng việc ký kết nguồn hàng và đảm bảo nguồn hàng đạt chuẩn EUDR sẽ được đẩy mạnh từ 2H25 để kịp đáp ứng quy định EUDR từ YE25.

Khách hàng của các sản phẩm EUDR không chỉ đến từ các nhà sản xuất nội địa xuất khẩu sang châu Âu mà còn đến từ các đơn vị sản xuất sản phẩm xuất sang châu Âu (lốp xe, các sản phẩm khác) tại nước ngoài (Trung Quốc, Hàn Quốc, Ấn Độ, Malaysia,...).

3. Lợi thế của các doanh nghiệp niêm yết trong việc áp dụng EUDR với giá bán cao hơn 0.15 – 0.3 USD/kg so với hiện hành

Hộ tiểu điền cao su tại Việt Nam với chuỗi cung ứng bị phân tán và thiếu tính truy xuất, gặp nhiều thách thức trong việc tham gia EUDR. Theo báo cáo “Chuỗi cung ứng cao su tiểu điền – Thực trạng và khả năng đáp ứng Quy định chống mất rừng của EU” được đăng tải trên Hiệp hội cao su Việt Nam (VRA), hiện có hơn 264.000 hộ tiểu điền tham gia sản xuất cao su trên gần 490.000 ha (54% tổng diện tích cao su tại Việt Nam) và cung ứng 819 nghìn tấn mủ cao su nguyên liệu năm 2024 (63% trên tổng 1.3 triệu tấn nguyên liệu trong nước) với:

- Phần lớn hoạt động thu mua – phân phối mủ cao su vẫn diễn ra qua nhiều cấp đại lý, với hình thức giao dịch chủ yếu bằng miệng, không chứng từ đầy đủ. Nhiều đại lý hoạt động không đăng ký, không lưu hồ sơ giao dịch, khiến truy xuất nguồn gốc gần như không thể thực hiện.
- Trong khi đó, EUDR – có hiệu lực từ 31/12/2025 – yêu cầu mọi sản phẩm cao su nhập khẩu vào EU phải chứng minh không gây mất rừng (sau ngày 31/12/2020) và tuân thủ toàn bộ pháp luật tại quốc gia sản xuất, từ sử dụng đất, môi trường, lao động đến đăng ký kinh doanh. Thiếu thông tin ở bất kỳ khâu nào trong chuỗi cũng đồng nghĩa với việc bị loại khỏi thị trường EU.
- Theo thống kê từ báo cáo, đến tháng 01/2025 có 4 doanh nghiệp tư nhân đã xây dựng được chuỗi cung ứng EUDR với sự tham gia của các hộ tiểu điền. **Tổng diện tích trong các mô hình này khoảng 17,500 ha, thuộc sở hữu của 6,000 hộ dân, chiếm 1.9% tổng diện tích cao su.**

Đối với đại điền tại Việt Nam, chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước thuộc Tập đoàn cao su Việt Nam và trực tiếp quản lý vườn cây của mình. Nguồn đất trồng cao su của DN có tính pháp lý rõ ràng, nhiều diện tích đã đạt chứng chỉ quản lý rừng bền vững (tính đến hết 9/5/2025 diện tích cao su đạt chứng chỉ FSC là khoảng 11.400 ha và diện tích đạt PEFC là 145.000 ha, toàn bộ là diện tích đại điền). Các DN này có chuỗi cung rõ ràng, hoàn toàn có khả năng đáp ứng truy xuất nguồn gốc. Hầu hết các DN đã và đang thực hiện với các yêu cầu của EUDR. Một số DN đã xuất khẩu sản phẩm “đã đáp ứng được EUDR” sang EU:

- Danh sách công bố từ Văn phòng chứng chỉ quản lý rừng bền vững Việt Nam với loại rừng trồng cao su, có 18 doanh nghiệp cao su đạt chuẩn PEFC với 145,000 ha (16% diện tích toàn quốc) trong đó có **06 doanh nghiệp niêm yết với diện tích 32,900 ha (3.6% diện tích toàn quốc).**
- Đối với doanh nghiệp niêm yết có vườn cây kinh doanh tại nước ngoài, chúng tôi ghi nhận được doanh nghiệp **Công ty CP Đầu tư Cao su Đắk Lak (UpCOM: DRI)** đã được cấp giấy chứng nhận FSC vào tháng 10/2024 với diện tích 6,845.4 ha tại vườn cây tại Lào. Mặc dù chỉ mới triển khai công tác bán hàng EUDR và FSC từ tháng 07/2024, công ty đã tiêu thụ được 432 tấn sản phẩm đạt EUDR và 80.6 tấn hàng FSC (~5% sản lượng tiêu thụ FY24) với đơn giá cao hơn 150 – 200 USD/tấn – theo AGM 2025 - thể hiện DRI đang là doanh nghiệp tiềm năng đón đầu xu hướng EUDR, khi quy định này bắt đầu có hiệu lực từ cuối năm 2025.

Bảng 14: Thống kê tổ chức cao su đạt chứng nhận quản lý rừng bền vững theo VFSC/ PEFC tại Việt Nam

STT	Tên tổ chức được cấp chứng nhận	Tỉnh	Diện tích báo cáo tháng 09/2024 (ha)	Diện tích báo cáo tháng 06/2025 (ha)
1	Công ty CP Cao su Hòa Bình (HSX: HRC)	Bà Rịa - Vũng Tàu	-	1,662.8
2	Công ty CP Cao su Bà Rịa (UpCOM: BRR)		4,468.7	4,468.6
3	Công ty CP Cao su Phước Hoà (HSX: PHR)	Bình Dương	2,791.6	3,322.4
4	Công ty TNHH MTV Cao su Dầu Tiếng		8,000.0	25,152.4
5	Công ty CP Lâm nghiệp Hoà Phát Bình Phước	Bình Phước	2,853.5	-
6	Công ty TNHH MTV Cao su Lộc Ninh		7,099.4	10,179.5
7	Công ty CP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)		10,297.2	9,997.6
8	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Long		14,856.2	14,809.8
9	Công ty TNHH MTV Cao su Phú Riềng		17,338.5	17,334.7
10	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Thuận	Bình Thuận	5,120.0	5,120.0
11	Tổng Công ty Cao su Đồng Nai	Đồng Nai	11,035.4	11,035.4
12	Công ty TNHH MTV Cao su Chư Sê	Gia Lai	5,357.5	5,360.1
13	Công ty TNHH Cao su ChuProng		5,759.6	5,779.2
14	Công ty TNHH MTV Cao su ChuPah		6,130.7	6,130.7
15	Công ty TNHH MTV Cao su Mang Yang		7,437.1	7,437.1
16	Công ty CP Cao su Sa Thầy	Kon Tum	1,736.1	1,736.1
17	Công ty TNHH MTV Cao su Kon Tum		2,105.2	2,105.2
18	Công ty CP Cao su Tân Biên (UpCOM: RTB)	Tây Ninh	4,426.1	6,323.9
19	Công ty CP Cao su Tây Ninh (HSX: TRC)		7,114.8	7,113.8
			123,927.6	145,069.3

Nguồn: VFSC, PHS tổng hợp

D. TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực với nhóm ngành cao su thiên nhiên với các luận điểm sau:

- (1) Thị trường dường như đang đánh giá chưa thực sự khách quan về giá bán cao su tại Việt Nam và các tác động của thuế quan trong khi thực tế có thể không quá tiêu cực: (i) Cao su thiên nhiên nằm ngoài danh mục thuế đối ứng từ Mỹ; (ii) tình hình sản xuất các sản phẩm cao su (lốp xe) tại Việt Nam vẫn tăng trưởng 02 chữ số đảm bảo cho nhu cầu tiêu thụ trong nước (iii) Giá bán cao su loại SVR10 trong quý 2 ước tính tiếp tục tăng trưởng 8% YoY, khả năng duy trì 1.8 USD/kg đến hết 3Q25.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu vẫn sẽ được duy trì ổn định từ lĩnh vực lốp xe, dẫn dắt chính từ phân khúc lốp xe thay thế (sản phẩm tiêu dùng thường xuyên), khi (i) 75% - 85% sản lượng tiêu thụ lốp xe hàng năm toàn cầu và các thị trường lớn như Hoa Kỳ, Châu Âu đến từ phân khúc lốp xe thay thế; (ii) Nhu cầu đi lại tại các thị trường lớn đã quay trở về mức trước COVID-19 và được dự báo tiếp tục quỹ đạo tăng trưởng.
- (3) Ngành công nghiệp cao su nội địa tại Việt Nam đang được mở ra nhiều cơ hội hơn, phần lớn đến từ sự chuyển dịch của các nhà máy lốp xe nước ngoài từ các cuộc chiến thuế quan trước đó, củng cố nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước và phần nào đảm bảo giá bán đầu ra cho các doanh nghiệp cao su. Đối với cuộc chiến thuế quan lần này bao gồm (i) Mỹ áp dụng thuế sắc 232 với 25% ngành công nghiệp ô tô; (ii) Châu Âu sẽ có thể đánh thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe từ

Trung Quốc từ 2026; chúng tôi đánh giá rằng sự chuyển dịch sẽ tiếp tục diễn ra khi Việt Nam sở hữu lợi thế về chi phí sản xuất.

(4) Lợi thế của các doanh nghiệp niêm yết khi áp dụng EUDR với giá bán cao hơn từ 0.15-0.3 USD/kg so với sản phẩm thông thường: Hiện tại chỉ có 19.1% diện tích rừng cao su Việt Nam đáp ứng được tiêu chí rừng bền vững thuộc chuỗi cung ứng EUDR, trong đó 3.6% diện tích từ doanh nghiệp niêm yết và chỉ có 1.9% đến từ hộ tiểu điền. Điều này giúp cho các doanh nghiệp niêm yết tạo nên lợi thế cạnh tranh với giá bán hấp dẫn hơn và khó bị cạnh tranh với các tiêu chí chặt chẽ từ EUDR. Các doanh nghiệp đã có chứng nhận quản lý rừng bền vững như HSX: DPR; HSX: PHR; HSX: TRC và UpCOM: DRI.

(5) Câu chuyện chuyển đổi đất sẽ được rõ ràng hơn kể từ 2025, thúc đẩy tăng trưởng đột biến các doanh nghiệp cao su niêm yết. Dựa trên thông tin được công bố đại chúng, chúng tôi cho rằng HSX: GVR, HSX: PHR và HSX: TRC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng này trong 2025.

(6) Định giá hiện tại của các doanh nghiệp đang ở mức hấp dẫn khi được giao dịch ở mức chiết khấu so với trung bình ngành và quá khứ. Ngoài ra, với hoạt động kinh doanh được duy trì tăng trưởng trong 2025 – 2028, chúng tôi dự phóng các doanh nghiệp lĩnh vực cao su có khả năng chi trả cổ tức với mức tỷ suất cổ tức tiền mặt từ 6% - 10% mỗi năm

Đối với danh mục cổ phiếu khuyến nghị, chúng tôi thêm mới HSX: PHR và HSX:TRC. Cụ thể:

- Khuyến nghị **MUA HSX: PHR** với giá mục tiêu 72,800 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 21.6% (bao gồm 2.2% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24) và **MUA HSX: TRC** với giá mục tiêu 94,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 45.1% (bao gồm 3.7% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)
- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng và giá mục tiêu đối với **HSX: DPR** – Khuyến nghị **NẮM GIỮ** giá mục tiêu 43,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 9.6% (bao gồm 4.8% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)
- Điều chỉnh tăng giá mục tiêu **UpCOM: DRI** lên 18,000 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 44.5% (bao gồm 3.9% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)

Bảng 15: Tổng hợp khuyến nghị và dự phóng từ PHS

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/giảm (%) (*)	% Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			% ROE		
				24A	25F	26F	TTM	25F	26F	TTM	25F	26F	24A	25F	26F
PHR	MUA	72,800	21.6%	-26%	21%	146%	17.0	14.9	6.0	2.1	2.0	1.6	12.5%	14.2%	29.7%
DPR	NẮM GIỮ	43,500	9.9%	26%	16%	-18%	13.3	11.9	14.4	1.4	1.4	1.4	7.4%	11.9%	9.5%
TRC	MUA	94,500	45.1%	227%	15%	18%	7.2	7.8	6.7	1.0	0.9	0.9	12.5%	13.0%	14.0%
DRI	MUA	18,000	44.5%	48%	46%	-13%	6.6	5.9	6.8	1.4	1.4	1.3	19.5%	25.2%	19.8%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, (*) Bao gồm tỷ suất cổ tức so với giá đóng cửa ngày 27/06/2025

30/06/2025

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	94,500 VND
Giá hiện tại	67,000 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+45.1% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	29.1
Free float (%)	32%
Vốn hóa (tỷ VND)	1,951
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	177,265
Sở hữu nước ngoài (%)	2.29%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/07/2007

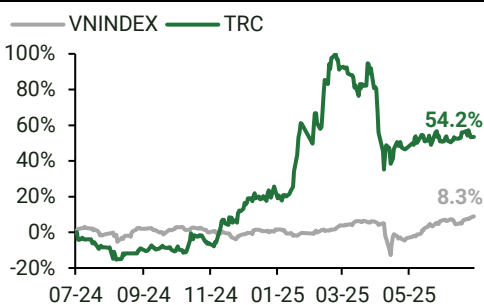
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Cao su Việt Nam (HSX: GVR)	60.0%
Cổ đông nước ngoài	2.3%
Cổ đông khác	27.7%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	9,487
BVPS (VND)	67,018
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	13.18%
ROE (%)	15.18%
P/E	7.04
P/B	1.00
Tỷ suất cổ tức (%)	1.34%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần với số vốn điều lệ là 300 tỷ đồng vào ngày 28/12/2006. Hiện nay Công ty đang sở hữu hơn 7.000 ha cao su, hai nhà máy chế biến mủ cốm và hai dây chuyền chế biến mủ ly tâm với máy móc và thiết bị hiện đại tại Tây Ninh. Ngoài ra công ty còn sở hữu gần 6,500 ha cao su tại Campuchia. TRC chính thức được niêm yết tại HSX từ năm 2007.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC) – THỜI VÀNG TRẮNG ẮN MÌNH DẦN LỘ DIỆN

- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 94,700 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 45.1% (bao gồm 3.7% tỷ suất cổ tức năm 2024 là 2,500 VND/cổ phiếu TRC sẽ chi trả trong năm 2025).
- Với một chu kỳ kinh doanh mới, chúng tôi kỳ vọng TRC có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là 10.2x trong ngắn hạn với sự kỳ vọng (i) Thị trường không còn quá bi quan về giá cao su thực tế đang được kinh doanh tại các doanh nghiệp; (ii) Trong kịch bản cơ sở với giá cao su 1.7 USD/kg và KCN Hiệp Thạnh có thể được đền bù vào năm sau, TRC duy trì tăng trưởng LNST 25F/26F là 15.3%/18.3% YoY.

Cập nhật KQKD 1Q25 – Quý thứ 05 liên tiếp ghi nhận tăng trưởng 03 chữ số đối với chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế

- KQKD hợp nhất 1Q25 tiếp tục ghi nhận sự bứt phá với doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST-CĐTS lần lượt tăng trưởng +55% YoY/ +180% YoY/ +358% YoY**, có giá trị lần lượt là 226.1 tỷ VND/ 87.9 tỷ VND/ 70.4 tỷ VND. Mức tăng trưởng mạnh mẽ trong 1Q25 ngoài đến từ giá bán tăng cao (+47.2% YoY), chúng tôi đánh giá rằng còn đến từ các yếu tố sau:
 - CTCP Siêm Riệp PTCS tại Campuchia (TRC sở hữu 100%) đang bước vào giai đoạn tăng trưởng:** Công ty này vừa hoạt động có lãi từ 2024 với dự phóng diện tích vườn cây khai thác (6,410 ha) sẽ đạt tỷ lệ 100% năm nay (So với tỷ lệ khai thác trên 80% năm 2023-2024).
 - Hấp thụ tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh đến lợi nhuận sau thuế được tối ưu với các lợi thế chi phí:**
 - Chi phí bán hàng 1Q25 chỉ chiếm 0.7% doanh thu;
 - Chi phí tài chính 1Q25 giảm mạnh chỉ còn 0.3 tỷ VND khi TRC đã hoàn tất trả 46 tỷ VND nợ vay trong kỳ và không còn dư nợ vay.
 - Hưởng ưu đãi thuế TNDN: Công ty mẹ được hưởng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 10% đối với hoạt động trồng trọt chế biến mủ cao su tại Tây Ninh trong khi Công ty con tại Campuchia hiện cũng đang được ưu đãi miễn thuế lợi tức.

Luận điểm đầu tư

1. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh dự phóng tăng trưởng CAGR 24A – 28F đạt 5.1% với biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trên 24%/năm, bình quân đạt 217 tỷ VND/năm (gấp 2.2 lần giai đoạn 20A-24A với giá trị bình quân 100 tỷ VND/năm)

- Vườn cây tại Siêm Riệp bắt đầu vào độ tuổi khai thác với tỷ lệ khai thác 100% từ 2025, dự phóng đóng góp cho tổng sản lượng tiêu thụ hợp nhất của TRC tăng trưởng CAGR 24A – 28F đạt 11.3% với tăng trưởng năm 2025F đạt 13.5% YoY khi tiêu thụ 18,372 tấn sản phẩm.
- Giá bán bình quân Việt Nam và Campuchia 1H25 lần lượt là 54.2 triệu VND/tấn (2.06 USD/kg) và 47.6 triệu VND/tấn (1.8 USD/kg). Cao hơn đáng kể so với quan ngại của thị trường ở mức 1.6 USD/kg.

- Giá định giá bán các loại sản phẩm cao su (SVR10) duy trì trên 1.7 USD/kg (44.5 triệu VND/tấn) từ 3Q25, chúng tôi ước tính giá bán bình quân giai đoạn 25F-28F dao động từ 45 – 47 triệu VND/tấn.
- Chi phí bán hàng thấp, chỉ từ 1-1.5% trên doanh thu được dự phóng sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới kể cả mô hình kinh doanh tại Campuchia của TRC. Mặc dù vườn cây tại Campuchia chỉ mới đưa vào khai thác, công ty đã được đặt cọc mua 6,500 tấn CSR10, CSR10 mix giai đoạn 2025 – 2027 với khoản tạm ứng là 7 triệu USD (Báo cáo kiểm toán 2024)
- Chúng tôi đánh giá rằng, sản phẩm cao su tại Campuchia sẽ dễ được hấp thụ giai đoạn 25F-30F khi Campuchia trở thành điểm đến mới của các nhà sản xuất lốp xe với (i) nhân công giá rẻ; (ii) nguồn nguyên liệu cao su có sẵn và rẻ hơn từ 5% - 10%; (iii) các nhà sản xuất cũng cam kết thu mua cao su nội địa khi đầu tư tại nước này:
 - Năm 2024, Cart Tire đầu tư ban đầu 350 triệu USD tại Campuchia với cam kết sử dụng 50,000 tấn cao su nội địa trong năm đầu tiên và lên đến 150,000 tấn cao su giai đoạn sau đó.
 - Từ năm 2023 - 2025, Campuchia đã liên tiếp có 06 nhà đầu tư lốp xe có quy mô lớn như Sailun Tire (1 tỷ USD); Wanli Tire (500 triệu USD); General Tyre Technology (300 triệu USD); v.v. Với tổng công suất ước tính trên 70 triệu lốp/năm với nhu cầu tiêu thụ sẽ từ 300,000 – 400,000 tấn cao su mỗi năm khi các nhà máy hoạt động hết công suất.
 - Năm 2024, tổng diện tích cao su tại Campuchia đạt 425 nghìn ha, trong đó 77% trong độ tuổi khai thác với sản lượng đạt 408 nghìn tấn và 53% diện tích được khai thác bởi các đại điền . Như vậy dư địa tiêu thụ các sản phẩm cao su tại Campuchia của TRC hoàn toàn có cơ sở với khả năng cung cấp ổn định và nhu cầu đang gia tăng từ các tập đoàn sản xuất lốp xe.

Bảng 16: Tổng hợp giả định dự phóng mảng kinh doanh cao su của TRC

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Diện tích khai thác công ty Mẹ (ha)	3,759	4,037	4,156	4,454	4,908	4,882	5,400	5,927
Năng suất khai thác (Tấn/ha)	2.19	2.19	2.11	2.01	1.81	1.81	1.81	1.81
Diện tích khai thác tại Siêm Riệp (ha)	1,897	3,730	5,219	5,512	6,411	6,411	6,411	6,411
Năng suất khai thác (Tấn/ha)	0.79	0.89	1.24	1.35	1.43	1.49	1.57	1.74
Sản lượng tiêu thụ công ty Mẹ (tấn)	8,460	9,430	10,630	9,062	9,221	9,765	11,920	13,672
Sản lượng tiêu thụ Siêm Riệp (tấn)	1,209	3,584	6,376	7,124	9,151	9,570	10,036	11,138
Tổng sản lượng tiêu thụ (Tấn)	9,669	13,014	17,006	16,186	18,372	19,335	21,956	24,810
% tăng trưởng so với cùng kỳ	-1.7%	34.6%	30.7%	-4.8%	13.5%	5.2%	13.6%	13.0%
Tổng giá bán bình quân (trVND/tấn)	41.6	37.2	32.0	44.6	46.0	43.9	44.5	45.4
% tăng trưởng so với cùng kỳ	30.5%	-10.5%	-14.0%	39.4%	3.1%	-4.6%	1.3%	2.0%

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động sản xuất kinh doanh các năm, PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 17: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh TRC giai đoạn 2025F – 2028F

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	417	523	563	744	910	918	1,047	1,193
Giá vốn hàng bán	(319)	(417)	(448)	(473)	(639)	(659)	(747)	(840)
Lợi nhuận gộp	99	107	115	271	271	258	300	353
Chi phí bán hàng	(4)	(7)	(8)	(11)	(13)	(13)	(15)	(17)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(33)	(33)	(45)	(48)	(57)	(57)	(66)	(76)
Lợi nhuận từ HĐKD	72	62	65	221	224	216	261	297
Lợi nhuận tài chính	16	8	20	19	24	28	42	38
Chi phí tài chính	(7)	(13)	(16)	(11)	(2)	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	(0)	(7)	(12)	-	-	-	-
Thu nhập/ (Chi phí) khác	41	27	16	33	57	150	100	20
Lợi nhuận trước thuế	113	89	74	242	280	366	361	317
Thuế TNDN	(16)	(14)	(7)	(21)	(25)	(64)	(61)	(50)
Lợi nhuận sau thuế	97	75	68	221	255	302	300	268
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	15.5%	25.4%	7.5%	32.2%	22.4%	0.8%	14.0%	14.0%
Lợi nhuận gộp	49.5%	8.2%	7.4%	135.9%	0.1%	-4.7%	16.0%	17.7%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	72.0%	7.8%	-7.5%	244.3%	-5.1%	-6.5%	16.2%	18.5%
Lợi nhuận sau thuế	5.4%	-22.4%	-10.4%	227.4%	15.3%	18.4%	-0.8%	-10.7%
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	23.7%	20.4%	20.4%	36.4%	29.8%	28.2%	28.6%	29.6%
Biên lợi nhuận HĐKD	14.8%	12.7%	11.0%	28.5%	22.1%	20.5%	20.9%	21.7%
Biên lợi nhuận thuần	23.3%	14.4%	12.0%	29.7%	28.0%	32.9%	28.6%	22.4%
% ROE	6.2%	4.8%	4.2%	12.5%	13.0%	14.2%	13.1%	11.1%
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	-1.0%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
% Chi phí QLDN / doanh thu	-7.8%	-6.3%	-8.0%	-6.5%	-6.3%	-6.3%	-6.3%	-6.4%
% Thuê suất TNDN	-14.2%	-15.4%	-9.2%	-8.5%	-9.0%	-17.5%	-16.9%	-15.7%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Chi phí nhân công hiện chiếm hơn 55% tổng chi phí sản xuất, chúng tôi cho rằng việc tăng thu nhập người lao động sẽ bắt đầu được phản ánh rõ rệt vào giá vốn từ 2025 trở đi, trong bối cảnh giá bán sản phẩm chỉ mới tăng mạnh vào cuối 2024 và được dự phóng duy trì ở mức cao đến năm 2028.

Với thuế suất thu nhập doanh nghiệp: Công ty mẹ được hưởng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 10% đối với hoạt động trồng chọt chế biến mủ cao su tại Tây Ninh trong khi Công ty con tại Campuchia hiện cũng đang được ưu đãi miễn thuế lợi tức trong 03 năm, năm 2025 là năm thứ 3 thời gian ưu đãi, từ 2026 dự phóng thuế suất tại Campuchia sẽ là 20%.

Thu nhập khác: Năm 2025, chúng tôi dự phóng công ty sẽ nhận được khoản tiền nhượng quyền khai thác 296ha và thanh lý vườn cây tái canh 185ha.

Bên cạnh đó, khoản thu nhập (bồi thường và thanh lý cây cao su) để phục vụ triển khai Khu công nghiệp Hiệp Thạnh hiện chưa được công bố chính thức, chúng tôi giả định thận trọng tổng thu nhập ghi nhận 0.5 tỷ VND/ha, diện tích chuyển giao lần lượt là 300 ha năm 2026 và 200 ha năm 2027.

2. Không còn nghĩa vụ nợ và hoạt động kinh doanh hưởng lợi từ giá bán cao, kỳ vọng tỷ suất cổ tức TRC giai đoạn 2025F – 2028F ở mức 6% - 8%

Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2025 – 2028, TRC sẽ giữ mức tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức trên 50%, tương ứng với mức cổ tức tiền mặt từ 4,000 – 5,000 VND/ cổ phiếu mang lại lợi suất cổ tức 6% - 8% mỗi năm cho nhà đầu tư.

Bảng 18: Tỷ lệ chi trả cổ tức của TRC từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST (Tỷ VND)	83.4	92.3	97.2	75.4	67.6	221.3	255.1	302.1	299.8	267.5
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	64.8%	61.8%	40.1%	75.6%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	1,800	1,900	1,300	1,900	900	2,500	4,200	5,000	4,900	4,400
% Tỷ suất cổ tức						3.7%	6.3%	7.5%	7.3%	6.6%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 67,000 VND/ cổ phiếu

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng 19: Tổng hợp dòng tiền FCFF

Đơn vị: Tỷ VND	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	68	221	255	302	300	268
Tăng: Khấu hao	46	54	59	62	64	66
Giảm: Capex	-20	-19	-19	-19	-19	-19
(Tăng) / giảm vốn lưu động	30	74	4	6	-39	-32
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế TNDN)	14	10	2	-	-	-
Tổng	138	340	301	351	307	283
Giảm: chiết khấu về thời điểm 27/06/25			148			
Dòng tiền FCFF			153	351	307	283
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn			1.00%			
WACC mục tiêu			12.6%			
Giá trị hiện tại của FCFF			144	294	228	187

Tổng hợp định giá (Tỷ VND)

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	852
Terminal Value	2,468
Giá trị hiện tại của Terminal Value	1,629
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	2,481
+ Tiền	277
- Nợ	0
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	2,758
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	29,125,000
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	94,700
Giá hiện tại (VND/cp)	67,000
Tiềm năng tăng giá (%)	41.3%

Bảng 20: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

		Giá trị mỗi cổ phần (VND)				
		Tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.6%	104,400	108,000	111,900	116,200	121,100
	11.6%	96,500	99,400	102,500	106,000	109,800
	12.6%	89,800	92,100	94,700	97,500	100,600
	13.6%	84,100	86,000	88,200	90,500	93,000
	14.6%	79,100	80,800	82,600	84,500	86,600

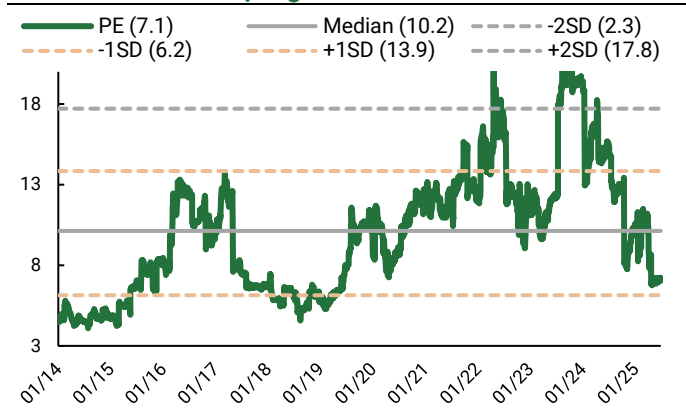
Phụ lục định giá theo hệ số P/E

Hiện tại TRC đang giao dịch tại mức P/E trượt được chiết khấu **41.6%** so với P/E trung vị của TRC kể từ khi niêm yết là **10.2x**. Tỷ lệ này hiện thấp hơn so với trung vị P/E trượt từ 10.0x của các doanh nghiệp cùng ngành.

Đối với triển vọng tăng trưởng LNST đã được trình bày ở mục trên, TRC hiện tại cũng đang giao dịch chiết khấu so với trung vị (**10.2x**) lần lượt là **33%/58%/57%/40%** tại P/E dự phóng giai đoạn 25F- 28F với tỷ lệ P/E dự phóng đang được giao dịch lần lượt là 7.65x/ 6.46x/ 6.51x/ 7.29x.

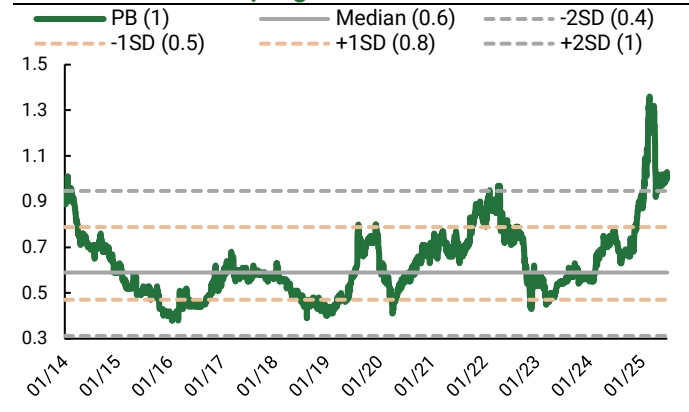
Với một chu kỳ kinh doanh mới và được dự phóng tại quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng TRC có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là **10.2x trong ngắn hạn** với sự kỳ vọng (i) Thị trường không còn quá bi quan về giá cao su thực tế đang được kinh doanh tại các doanh nghiệp; (ii) Trong kịch bản cơ sở với giá cao su 1.7 USD/kg và KCN Hiệp Thành có thể được đền bù giải phóng mặt bằng vào năm sau, TRC vẫn có thể duy trì tăng trưởng LNST 25F/26F lần lượt là 15.3%/18.3% YoY.

Hình 31: Diễn biến định giá P/E của TRC



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Hình 32: Diễn biến định giá P/B của TRC



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 94,700 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 45.1% (bao gồm 3.7% tỷ suất cổ tức năm 2024 là 2,500 VND/cổ phiếu TRC sẽ chi trả trong năm 2025).

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	523.5	562.7	744.1	910.5	917.9	1,046.6	1,192.8
Giá vốn hàng bán	(416.5)	(447.9)	(473.3)	(639.3)	(659.4)	(746.9)	(840.1)
Lợi nhuận gộp	106.9	114.8	270.9	271.2	258.5	299.7	352.7
Chi phí bán hàng	(7.2)	(8.3)	(10.6)	(12.7)	(12.7)	(14.7)	(16.9)
Chi phí QLDN	(33.1)	(44.9)	(48.1)	(57.1)	(57.4)	(66.3)	(76.4)
Lợi nhuận từ HĐKD	66.7	61.6	212.2	201.3	188.3	218.8	259.4
Lợi nhuận tài chính	8.2	12.9	7.3	24.3	28.1	41.8	38.1
Chi phí tài chính	(12.5)	(16.1)	(10.6)	(1.7)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	26.9	16.0	32.9	56.5	150.0	100.0	20.0
Lợi nhuận trước thuế	89.2	74.4	241.8	280.4	366.4	360.6	317.4
Lợi nhuận sau thuế	75.4	67.6	221.3	255.1	302.1	299.8	267.5
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	75.4	67.6	221.3	255.1	302.1	299.8	267.5
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài Sản Ngắn Hạn	377	393	588	797	1,021	1,237	1,425
Tiền và tương đương tiền	76	106	260	423	648	803	936
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	194	200	196	218	216	259	287
Hàng tồn kho	64	50	92	94	101	112	127
Tài sản ngắn hạn khác	44	37	39	61	57	63	76
Tài Sản Dài Hạn	1,606	1,603	1,607	1,568	1,524	1,479	1,432
Phải thu dài hạn	2	2	1	1	1	1	1
Tài sản cố định	762	920	961	985	995	993	983
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	668	518	493	429	376	332	295
Đầu tư tài chính dài hạn	169	162	151	151	151	151	151
Tài sản dài hạn khác	4	1	1	3	2	2	3
Tổng cộng tài sản	1,983	1,996	2,194	2,365	2,545	2,716	2,857
Nợ phải trả	405	346	317	324	333	358	384
Nợ ngắn hạn	201	177	280	324	332	357	383
Nợ vay ngắn hạn	49	41	10	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	152	136	270	324	332	357	383
Nợ dài hạn	203	169	38	1	1	1	1
Nợ vay dài hạn	203	169	36	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	1	1	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	1,578	1,651	1,877	2,041	2,212	2,358	2,473
Vốn góp	300	300	300	300	300	300	300
Thặng dư và các quỹ	1,278	1,351	1,577	1,741	1,912	2,058	2,173
Tổng nguồn vốn	1,983	1,996	2,194	2,365	2,545	2,716	2,857

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	33.3	78.7	287.0	317.7	369.7	325.3	301.4
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	7.1	10.8	37.1	(20.0)	(17.7)	(19.1)	(19.1)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(77.8)	(78.2)	(196.1)	(134.4)	(127.6)	(151.1)	(149.9)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(37.4)	11.3	128.1	163.3	224.4	155.2	132.5
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	112.6	75.9	106.3	260.1	423.4	647.8	803.0
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	75.2	87.1	234.4	423.4	647.8	803.0	935.5
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng							
Doanh thu	25.4%	7.5%	32.2%	22.4%	0.8%	14.0%	14.0%
Lợi nhuận sau thuế	-22.4%	-10.4%	227.4%	15.3%	18.4%	-0.8%	-10.7%
Tổng tài sản	0.5%	0.7%	9.9%	7.8%	7.6%	6.7%	5.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	1.1%	4.6%	13.7%	8.7%	8.4%	6.6%	4.9%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	20.4%	20.4%	36.4%	29.8%	28.2%	28.6%	29.6%
Tỷ suất EBIT	12.7%	11.0%	28.5%	22.1%	20.5%	20.9%	21.7%
Tỷ suất EBITDA	25.3%	22.0%	40.1%	34.8%	43.6%	36.6%	29.0%
Tỷ suất lãi ròng	14.4%	12.0%	29.7%	28.0%	32.9%	28.6%	22.4%
ROA	3.8%	3.4%	10.6%	11.2%	12.3%	11.4%	9.6%
ROE	4.8%	4.2%	12.5%	13.0%	14.2%	13.1%	11.1%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	130.9	127.8	97.3	83.1	86.3	82.7	83.5
Số ngày tồn kho	58.5	46.2	54.8	53.2	54.0	52.0	52.0
Số ngày phải trả	10.4	12.2	9.3	5.1	8.9	8.6	8.6
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.9	2.2	2.1	2.5	3.1	3.5	3.7
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.6	1.9	1.8	2.2	2.8	3.2	3.4
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.9	1.3	2.0	2.3	2.4
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.20	0.17	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.16	0.13	0.02	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.03	0.02	0.01	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.13	0.10	0.02	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UpCOM: DRI) – ĐỊNH GIÁ CHƯA PHẢN ÁNH ĐẦY ĐỦ NỘI LỰC DOANH NGHIỆP

30/06/2025

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	18,000 VND
Giá hiện tại	12,800 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+44.5% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (%)	54%
Vốn hóa (tỷ VND)	937
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,352,371
Sở hữu nước ngoài (%)	0.64%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/05/2017

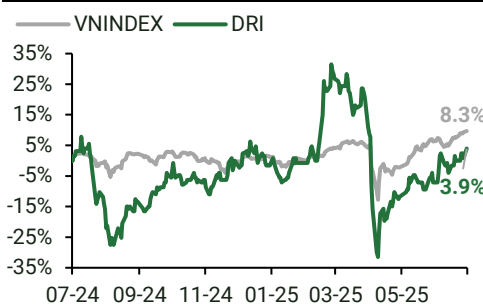
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Cao su Đắk Lắk	45.0%
Cổ đông nước ngoài	0.6%
Cổ đông khác	44.4%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,939
BVPS (VND)	8,533
ROA (%)	21.20%
ROE (%)	24.92%
P/E	6.6
P/B	1.5
Tỷ suất cổ tức (%)	6.25%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

DRI hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác, chế biến mủ cao su và cây ăn quả. Công ty hiện đang quản lý vườn cao su trồng tại 2 tỉnh ChămPaSăk và Salaval tại Lào thông qua công ty con, tổng diện tích cao su lên đến 8.810,5 ha. DRI chủ yếu sản xuất các sản phẩm SVR3L, SVR10 và SVR60.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 44.5% (bao gồm 3.9% tỷ suất cổ tức còn lại năm 2024 là 500 VND/cổ phiếu DRI sẽ chi trả trong năm 2025).
- Dự phóng tăng trưởng LNST +44.5% FY25 và duy trì EPS trên 1,880 VND/cổ phiếu từ 2026, DRI đang giao dịch chiết khấu so với P/E trung vị (10.1x) lần lượt là 72%/49%/56%/62% tại P/E dự phóng giai đoạn 25F- 28F với P/E dự phóng lần lượt là 5.9x/ 6.8x/ 6.5x/ 6.3x.

5T2025 hoàn thành lần lượt 46% và 65% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025

Năm 2025, DRI đặt kế hoạch lợi nhuận thận trọng: Doanh thu 612.9 tỷ VND (+30% YoY) và Lợi nhuận sau thuế 110.4 tỷ VND (tương đương FY24), và chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 9% cho lợi nhuận FY24. Chi tiết:

- Mảng cao su: Sản lượng tiêu thụ dự kiến 13.500 tấn (+21.4% YoY); giá bán mủ bình quân 1.695 USD/tấn (-5.0% YoY).
- Hoa Kỳ đóng góp 9% thị phần tiêu thụ của DRI FY24 và sẽ không bị ảnh hưởng khi nguyên liệu cao su không bị áp dụng thuế đối ứng từ Hoa Kỳ.
- Mặc dù chỉ mới triển khai công tác bán hàng EUDR và FSC từ tháng 07/2024, công ty đã tiêu thụ được 432 tấn sản phẩm đạt EUDR và 80.6 tấn hàng FSC (~5% sản lượng tiêu thụ FY24) với đơn giá cao hơn 150 – 200 USD/tấn thể hiện DRI đang là doanh nghiệp tiềm năng đón đầu xu hướng EUDR, khi quy định này bắt đầu có hiệu lực từ cuối năm 2025.
- Tháng 12/2024, DRI đã hoàn tất tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ là 4%/ cổ phiếu, 5% còn lại tiếp tục được chi trả trong năm 2025.
- Công ty đã thông qua tờ Trình chuyển đăng ký giao dịch cổ phiếu trên sàn UpCOM sang niêm yết cổ phiếu tại sàn HOSE.

5T25 DRI tiếp tục ghi nhận giá bán tăng trưởng trên 20% YoY với đơn giá 2.05 USD/kg, và sản lượng tiêu thụ 2025 được kỳ vọng tăng trên 34% YoY:

- Chúng tôi nhận thấy sự cải thiện trong công tác khai thác mủ so với cùng kỳ với sản lượng khai thác lũy kế 5T25 đạt 2,441/13,500 tấn, đạt 18% kế hoạch năm 2025. Và tăng trưởng 18% so với cùng kỳ 5T24.
- Về sản lượng tiêu thụ 5T25 DRI tiêu thụ 5,200 tấn cao su (+34% YoY), nếu xét riêng lũy kế 2 tháng 04 và 05/2025 DRI ghi nhận 1,440 tấn tiêu thụ (+35% YoY) cho thấy tăng trưởng tiêu thụ vẫn duy trì đến 2Q25.
- Trong tháng 05/2025 đơn giá xuất khẩu của DRI vẫn đạt 2.141 USD/kg (tương ứng 56 triệu VND/tấn), không như quan ngại của thị trường về diễn biến giá cao su chỉ còn 1.6 USD/kg trong 02 tháng qua.
- Theo tìm hiểu từ PHS RS, đến giữa tháng 06/2025 các đơn giá xuất khẩu loại cao su SVR3L tại Việt Nam đi các nước hiện vẫn đang dao động trên 1.9 – 2.2 USD/kg, cho thấy tiềm năng tăng duy trì kết quả kinh doanh của DRI vẫn hiện hữu với biên lợi nhuận gộp tiếp tục đạt trên 40%.

Dự phóng tăng trưởng 45% YoY trong năm 2025 với tỷ suất cổ tức dự phóng từ 8% - 10% giai đoạn 2025 - 2028

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng về việc cải thiện sản lượng trong năm 2025 thông qua năng lực quản lý, khai thác cao su tốt hơn từ ban lãnh đạo mới tại Daklaoruco (Lào). Với sự khai thác ổn định trở lại và triển vọng bền vững ngành được phân tích tại trên, chúng tôi thận trọng dự phóng (1) Sản lượng tiêu thụ 2025 phục hồi 20% YoY và tăng trưởng nhẹ 1% các năm kế tiếp; (2) Giá bán chỉ còn 1,700 USD/tấn kể từ 3Q25 (trong mô hình dự phóng chưa tính đến tác động tăng giá từ 150-200 USD từ sản phẩm EUDR).

Bảng 21: Tổng hợp giả định dự phóng mảng kinh doanh cao su của DRI

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng sản lượng tiêu thụ (Tấn)	16,923	14,330	14,611	10,714	12,857	12,985	13,115	13,115
% tăng trưởng so với cùng kỳ	9.7%	-15.3%	2.0%	-26.7%	20.0%	1.0%	1.0%	0.0%
Tổng giá bán bình quân (USD/tấn)	1,766	1,610	1,416	1,788	1,898	1,700	1,700	1,700
% tăng trưởng so với cùng kỳ	34.3%	-8.8%	-12.1%	26.3%	6.1%	-10.4%	0.0%	0.0%
Tỷ giá USD/VND	22,920	23,730	24,420	25,500	26,200	26,725	27,250	27,800

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động sản xuất kinh doanh các năm, PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 22: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh DRI giai đoạn 2025F – 2028F

Đơn vị: Tỷ VND	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	586	497	444	471	639	590	608	620
Giá vốn hàng bán	(355)	(293)	(284)	(281)	(359)	(347)	(356)	(361)
Lợi nhuận gộp	230	203	159	190	280	243	252	258
Chi phí bán hàng	(34)	(35)	(34)	(31)	(45)	(41)	(43)	(43)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(19)	(23)	(27)	(34)	(38)	(35)	(36)	(37)
Lợi nhuận từ HĐKD	177	146	98	125	197	166	173	178
Lợi nhuận tài chính	19	31	18	23	11	13	16	18
Chi phí tài chính	(71)	(71)	(19)	(7)	(1)	-	-	-
Thu nhập/ (Chi phí) khác	(8)	(1)	(3)	(1)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	116	106	94	140	207	179	188	195
Thuế TNDN	(32)	(25)	(20)	(29)	(48)	(41)	(43)	(45)
Lợi nhuận sau thuế	84	80	74	110	159	138	145	150
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	32.7%	-15.2%	-10.7%	6.2%	35.7%	-7.7%	3.0%	2.0%
Lợi nhuận gộp	82.5%	-11.8%	-21.7%	19.0%	47.6%	-13.3%	3.7%	2.7%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	134.5%	-17.6%	-32.7%	27.3%	57.6%	-15.7%	4.1%	3.0%
Lợi nhuận sau thuế	246.4%	-4.4%	-8.3%	49.9%	44.5%	-13.4%	5.0%	3.8%
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	39.3%	40.9%	35.9%	40.2%	43.8%	41.1%	41.4%	41.7%
Biên lợi nhuận HĐKD	30.2%	29.3%	22.1%	26.5%	30.8%	28.1%	28.4%	28.7%
Biên lợi nhuận thuần	14.4%	16.2%	16.6%	23.4%	24.9%	23.4%	23.9%	24.3%
% ROE	11.4%	12.7%	13.4%	19.5%	25.2%	19.8%	19.4%	18.6%
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	-5.9%	-7.0%	-7.8%	-6.5%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	-7.0%
% Chi phí QLDN / doanh thu	-3.3%	-4.6%	-6.0%	-7.3%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-6.0%

Tại cuối 1Q25, DRI giảm vay nợ ngắn hạn từ 30.5 tỷ VND (FY24) xuống chỉ còn 5.5 tỷ VND và hoàn toàn có thể tắt toán nghĩa vụ nợ trong năm nay. Không còn các nghĩa vụ tài, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm của DRI sẽ duy trì trên 60%, tỷ suất cổ tức từ 8% - 10%/năm.

Bảng 23: Tỷ lệ chi trả cổ tức của DRI từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST (Tỷ VND)	41.0	24.3	84.1	80.4	73.7	110.4	159.5	138.1	145.0	150.4
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	71%	81%	61%	27%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	400	270	700	300	600	900	1,300	1,100	1,100	1,200
% Tỷ suất cổ tức						3.9% (*)	10.2%	8.6%	8.6%	9.4%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 12,800 VND/ cổ phiếu, đối với 2024 chúng tôi ước tính tỷ suất dựa trên 500 VND/cổ phiếu còn lại sẽ được chi trả trong năm nay

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng 24: Tổng hợp dòng tiền FCFF

Đơn vị: Tỷ VND	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	74	110	159	138	145	150
Tăng: Khấu hao	42	46	46	47	48	50
Giảm: Capex	-23	-30	-30	-30	-30	-60
(Tăng) / giảm vốn lưu động	18	-16	-3	17	-11	1
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế TNDN)	5	3	1	-	-	-
Tổng	116	113	173	172	152	142
Giảm: chiết khấu về thời điểm 27/06/25			86			
Dòng tiền FCFF			88	172	152	142
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn			1.00%			
WACC mục tiêu			13.8%			
Giá trị hiện tại của FCFF			82	142	110	90

Tổng hợp định giá (Tỷ VND)

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	424
Terminal Value	1,114
Giá trị hiện tại của Terminal Value	707
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	1,130
+ Tiền	194
- Nợ	0
- Lợi ích cổ đông thiểu số	6
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	1,317
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	73,200,000
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	18,000
Giá hiện tại (VND/cp)	12,800
Tiềm năng tăng giá (%)	40.6%

So với báo cáo cập nhật ngành cao su tháng 11/2024, chúng tôi điều chỉnh:

- WACC giảm từ 14.6% còn 13.8%
- Sản lượng tiêu thụ FY25-FY28: +1.4%/+2.0%/+0% so với dự phóng trước
- Giá bán FY25-FY28: +5.4%/-5.6%/-5.6% so với dự phóng trước
- Tỷ giá USD/VND: +2.7%/+2.4%/+2.9% so với dự phóng trước
- Lợi nhuận sau thuế: +25.6%/+8.7%/+7.4% so với dự phóng trước

Bảng 25: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

		Giá trị mỗi cổ phần (VND)				
		Tăng trưởng dài hạn				
WACC		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	11.8%	19,600	20,200	20,800	21,400	22,100
	12.8%	18,400	18,800	19,300	19,800	20,400
	13.8%	17,300	17,600	18,000	18,500	19,000
	14.8%	16,300	16,600	17,000	17,300	17,700
	15.8%	15,500	15,800	16,100	16,400	16,700

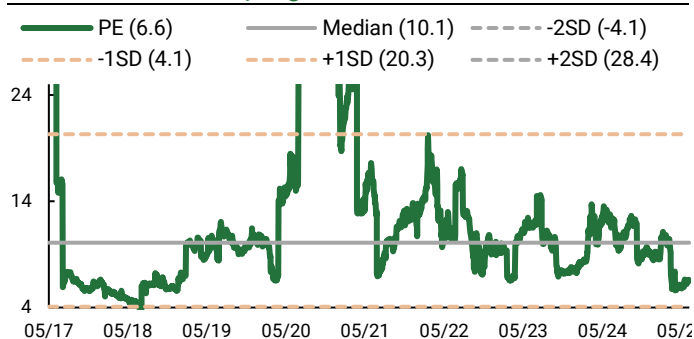
Phụ lục định giá theo hệ số P/E

Hiện tại DRI đang **giao dịch tại mức P/E trượt được chiết khấu 53.0% so với P/E trung vị của DRI là 10.1x** kể từ khi niêm yết.

Đối với triển vọng tăng trưởng LNST +44.5% FY25 và duy trì EPS trên 1,880 VND/cổ phiếu từ năm 2026, **DRI hiện tại cũng đang giao dịch chiết khấu lần lượt là 72%/49%/56%/62% tại P/E dự phóng giai đoạn 25F- 28F** với tỷ lệ P/E dự phóng lần lượt là 5.9x/ 6.8x/ 6.5x/ 6.3x.

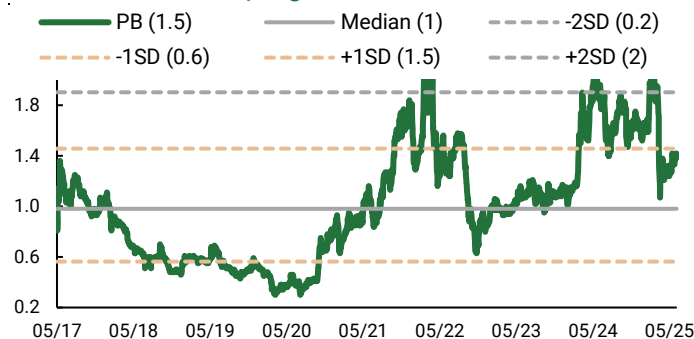
Chúng tôi kỳ vọng DRI có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là 10.1x với sự kỳ vọng (i) Thị trường phản ánh được thông tin được thuế đối ứng của Hoa Kỳ không áp dụng cho nguyên liệu cao su thiên nhiên và thị phần xuất khẩu DRI không ảnh hưởng; (ii) Giá bán DRI vẫn có khả năng duy trì từ 1.9-2.0 USD/kg, cao hơn đáng kể quan ngại của thị trường và dự phóng của chúng tôi, tạo tiền đề tăng trưởng tốt hơn giai đoạn tới.

Hình 33: Diễn biến định giá P/E của DRI



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Hình 34: Diễn biến định giá P/B của DRI



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá 44.5% (bao gồm 3.9% tỷ suất cổ tức còn lại năm 2024 là 500 VND/cổ phiếu DRI sẽ chi trả trong năm 2025).

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	496.8	443.5	471.1	639.3	589.9	607.8	619.9
Giá vốn hàng bán	(293.5)	(284.2)	(281.5)	(359.5)	(347.4)	(356.1)	(361.5)
Lợi nhuận gộp	203.3	159.3	189.6	279.8	242.5	251.6	258.4
Chi phí bán hàng	(34.9)	(34.4)	(30.5)	(44.7)	(41.3)	(42.5)	(43.4)
Chi phí QLDN	(22.7)	(26.8)	(34.2)	(38.4)	(35.4)	(36.5)	(37.2)
Lợi nhuận từ HĐKD	145.7	98.1	124.8	196.7	165.8	172.6	177.8
Lợi nhuận tài chính	31.2	17.8	23.2	11.2	13.5	15.7	17.5
Chi phí tài chính	(70.5)	(19.3)	(6.9)	(0.8)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(0.8)	(2.9)	(1.4)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	105.6	93.7	139.7	207.1	179.3	188.3	195.4
Lợi nhuận sau thuế	80.4	73.7	110.4	159.5	138.1	145.0	150.4
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài Sản Ngắn Hạn	165.1	180.1	222.8	315.8	373.4	456.1	510.1
Tiền và tương đương tiền	66.6	60.3	81.1	149.3	228.6	297.1	351.0
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5.0	10.0	10.0	12.8	11.8	12.2	12.4
Phải thu ngắn hạn	18.5	38.3	6.5	25.6	23.6	25.8	25.3
Hàng tồn kho	72.3	65.4	116.0	119.8	100.3	111.3	112.2
Tài sản ngắn hạn khác	2.8	6.1	9.2	8.3	9.1	9.7	9.2
Tài Sản Dài Hạn	600.7	462.3	506.3	495.6	477.1	459.2	469.9
Phải thu dài hạn	60.0	43.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
Tài sản cố định	484.1	353.1	370.1	336.4	307.7	281.5	256.6
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	34.7	46.6	36.8	54.6	66.5	74.4	109.6
Tài sản dài hạn khác	21.9	19.6	19.4	24.6	23.0	23.3	23.8
Tổng cộng tài sản	765.9	642.5	729.1	811.4	850.5	915.3	980.0
Nợ phải trả	194.7	105.2	138.5	128.8	126.9	131.0	133.8
Nợ ngắn hạn	109.2	105.2	138.5	128.8	126.9	131.0	133.8
Nợ vay ngắn hạn	56.2	45.3	30.5	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	53.0	59.9	107.9	128.8	126.9	131.0	133.8
Nợ dài hạn	85.5	-	-	-	-	-	-
Nợ vay dài hạn	85.5	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	571.2	537.3	590.6	682.6	723.6	784.3	846.2
Vốn góp	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0
Thặng dư và các quỹ	(160.8)	(194.7)	(141.4)	(49.4)	(8.4)	52.3	114.2
Tổng nguồn vốn	765.9	642.5	729.1	811.4	850.5	915.3	980.0

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	163.8	127.4	133.1	191.4	189.0	166.4	184.1
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(53.1)	(33.1)	(21.5)	(26.8)	(14.0)	(15.1)	(43.2)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(125.0)	(100.4)	(90.6)	(96.4)	(95.7)	(82.8)	(87.0)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(14.4)	(6.1)	21.1	68.2	79.3	68.5	53.9
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	81.1	66.6	60.3	81.1	149.3	228.6	297.1
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	66.7	60.4	81.4	149.3	228.6	297.1	351.0
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng							
Doanh thu	-15.2%	-10.7%	6.2%	35.7%	-7.7%	3.0%	2.0%
Lợi nhuận sau thuế	-4.4%	-8.3%	49.9%	44.5%	-13.4%	5.0%	3.8%
Tổng tài sản	-25.4%	-16.1%	13.5%	11.3%	4.8%	7.6%	7.1%
Tổng vốn chủ sở hữu	-19.7%	-5.9%	9.9%	15.6%	6.0%	8.4%	7.9%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	40.9%	35.9%	40.2%	43.8%	41.1%	41.4%	41.7%
Tỷ suất EBIT	29.3%	22.1%	26.5%	30.8%	28.1%	28.4%	28.7%
Tỷ suất EBITDA	37.7%	31.0%	36.0%	37.9%	36.1%	36.3%	36.7%
Tỷ suất lãi ròng	16.2%	16.6%	23.4%	24.9%	23.4%	23.9%	24.3%
ROA	9.0%	10.5%	16.1%	20.7%	16.6%	16.4%	15.9%
ROE	12.7%	13.4%	19.5%	25.2%	19.8%	19.4%	18.6%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	16.0	23.4	17.4	9.1	15.2	14.8	15.1
Số ngày tồn kho	96.4	88.4	117.6	119.7	115.6	108.4	112.8
Số ngày phải trả	3.3	2.5	2.2	3.0	3.1	2.3	2.4
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.5	1.7	1.6	2.5	2.9	3.5	3.8
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.1	0.8	1.5	2.2	2.6	3.0
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.7	0.7	1.3	1.9	2.4	2.7
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.2	0.1	0.1	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.1	-	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

30/06/2025

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	72,800 VND
Giá hiện tại	61,000 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+21.6% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	135.5
Free float (%)	33%
Vốn hóa (tỷ VND)	8,265
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	775,048
Sở hữu nước ngoài (%)	14.97%
Ngày niêm yết đầu tiên	04/08/2009

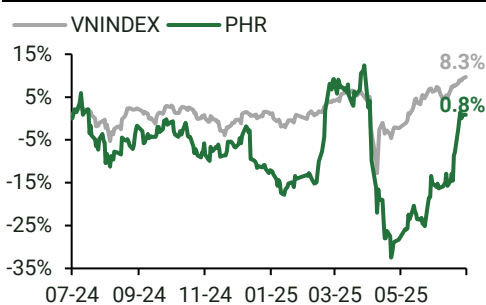
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Cao su Việt Nam (HSX: GVR)	66.62%
Cổ đông nước ngoài	14.97%
Cổ đông khác	18.41%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,561
BVPS (VND)	28,638
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	8.08%
ROE (%)	12.59%
P/E	17.13
P/B	2.13
Tỷ suất cổ tức (%)	4.92%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác, chế biến mủ cao su và chế biến gỗ cao su. PHR chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2008. Công ty có diện tích đất trồng cao su là 15.227 ha và 3 nhà máy chế biến mủ cao su với tổng công suất 27.000 tấn/năm. PHR được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 8/2009.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR) – TĂNG TRƯỞNG PHỤ THUỘC VÀO YẾU TỐ BÊN NGOÀI

- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu năm 2025 là 72,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 21.6% (bao gồm 2.2% tỷ suất cổ tức tiền mặt năm 2024 sẽ chi trả trong năm nay).
- Trong quá khứ, khi PHR ghi nhận nguồn thu từ các dự án đền bù đất như KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (năm 2020) và KCN VSIP III (năm 2023–2024), cổ phiếu PHR từng được giao dịch tại vùng định giá P/B 2.4x – 2.6x, tương ứng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình định giá 10 năm, cùng với tỷ suất ROE dao động từ 20% – 35%.
- Với triển vọng ghi nhận lợi nhuận từ các dự án đền bù KCN Bắc Tân Uyên 1 giai đoạn 2025–2027, chúng tôi ước tính mức P/B mục tiêu phù hợp cho PHR giai đoạn 2025–2027 là 2.4x – 2.6x, tương ứng với giá mục tiêu năm 2025 là 72.800 – 78.800 VND/cổ phiếu.

Câu chuyện chuyển đổi đất từ Khu công nghiệp Bắc Tân Uyên 1 (786ha) sẽ mang lại nguồn thu nhập ước tính trên 2,000 tỷ VND cho PHR giai đoạn FY25 – FY27 và giúp PHR đạt mức lợi nhuận cao nhất kể từ khi niêm yết

- Dự án Khu công nghiệp Bắc Tân Uyên 1 (786 ha) vào ngày 18/06/2025 UBND tỉnh Bình Dương đã trao quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án Khu công nghiệp chuyên ngành cơ khí cho THADICO Bình Dương (thành viên của Tập đoàn THACO). Dự án có tổng 786 ha, và dự kiến khởi công xây dựng vào tháng 8 năm 2025 – theo THACO.
- Theo thông tin Quy hoạch 1/5000, dự án được chia làm 02 giai đoạn:
 - Giai đoạn 1: Tổng diện tích 460 ha (đất thương phẩm: 322.8 ha)
 - Giai đoạn 2: Tổng diện tích 326 ha (đất thương phẩm: 213.5 ha)
- Chúng tôi đánh giá rằng quá trình đền bù và giải phóng mặt bằng sẽ được tiến hành từ 2H25-FY27 để đáp ứng mốc thời gian khởi công dự án vào tháng 8 năm 2025 và hoàn thành các thủ tục pháp lý đưa vào hoạt động từ tháng 9 năm 2026.
- Với diện tích đất cao su hiện hữu trên dự án 730ha, chúng tôi giả định toàn bộ phần đất trên thuộc về HSX: PHR với đơn giá đền bù 2.5 tỷ/ha (tương đương phần đền bù KCN Nam Tân Uyên mở rộng và VSIP III), đóng góp 19%/69%/53% lợi nhuận sau thuế PHR giai đoạn FY25-FY27:

Giả định đền bù đất	2025F	2026F	2027F
Diện tích cao su thanh lý (ha)	460	270	
Đơn giá thanh lý (Tỷ VND/ha)	0.3	0.3	
Diện tích cao su được đền bù (ha)		460	270
Đơn giá đền bù (Tỷ VND/ha)		2.5	2.5
Tổng thu nhập dự phóng từ dự án (Tỷ VND)	138	1,231	675
% đóng góp lợi nhuận sau thuế PHR	19.0%	68.6%	52.8%

Gia tăng thu nhập từ Công ty liên doanh liên kết (UpCOM: NTC với tỷ lệ sở hữu từ PHR là 33%) khi Khu công nghiệp Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC 3) chính thức đi vào hoạt động từ cuối năm 2024:

- Tại tài liệu Đại hội cổ đông năm 2025 của NTC, công ty công bố đã ký thành công cho thuê đất 47.15ha tại dự án KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 với giá bán bình quân là 140.8 USD/m²
- Năm 2025, Công ty đặt mục tiêu cho thuê chính thức 75ha, chúng tôi đánh giá hoàn toàn khả thi khi NTC 3 đang sở hữu vị thế thuận lợi để thu hút khách hàng thuê mới trong bối cảnh thị trường hiện tại với cạnh tranh về giá cho thuê và hạ tầng liên kết vùng đang được cải thiện:
 - Mức giá 140 USD/m² hiện đang là mức giá cạnh tranh so với các dự án trong khu vực (VSIP III: 180–200 USD/m²; KCN Bàu Bàng (BCM): 140–150 USD/m²; KCN Cây Trường (BCM): 140–150 USD/m²)
 - Đường vành đai 4 đoạn qua Bình Dương đã chính thức được khởi công từ 18/06/2025 đi ngang qua KCN VSIP III, KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 sẽ giúp cho kết nối hạ tầng khu vực Đông Nam Bộ từ khu công nghiệp này được thuận tiện hơn.
- Đối với dự án NTC3, NTC thay đổi cách hạch toán ghi nhận 01 lần so với phương pháp phân bổ trước đó.

Bảng 26: Giả định dự phóng đóng góp lợi nhuận PHR từ UpCOM: NTC

Đơn vị: Tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá thuê bình quân NTC3 (USD/m ²)	140.0	141.4	142.8	144.2
Diện tích bàn giao (ha)	20	20	20	20
Dự phóng Lợi nhuận PHR's ghi nhận từ UpCOM: NTC (Tỷ VND)	158.9	165.9	172.9	180.5
Dự phóng Cổ tức bằng tiền mặt PHR nhận từ UpCOM: NTC (Tỷ VND)	47.3	63.1	71.0	71.0
% đóng góp lợi nhuận sau thuế PHR	27.3%	11.6%	16.9%	36.7%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đối với phân thu nhập còn lại từ dự án VSIP III (tối thiểu 1.2 tỷ/ha), chúng tôi dự phóng PHR nhận được 2.5 tỷ/ha đối với diện tích đất còn lại

Không giống như cấu trúc đền bù đất nhận 01 lần ~2.5 tỷ VND/ha mà PHR nhận được từ dự án Khu công nghiệp Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 vào năm 2020, Dự án KCN VSIP III lựa chọn cơ chế đền bù linh hoạt hơn theo thuyết minh báo cáo tài chính kiểm toán PHR FY23 & FY24:

- VSIP thực hiện chi trả ban đầu 1.3 tỷ VND/ha, phần còn lại được xác định dựa trên 20% lợi nhuận gộp từ hoạt động cho thuê đất, với mức lợi nhuận chia cho PHR không thấp hơn 1.2 tỷ VND/ha.
- Trong giai đoạn 2023–2024, VSIP đã chi trả 139 tỷ VND cho PHR tương ứng với 69.8 ha (44.8 ha FY2023 và 24.6 ha FY24) đất được bàn giao, tương đương đơn giá đền bù thêm 1.9 - 2.1 tỷ VND/ha (cao hơn mức tối thiểu 1.2 tỷ/ha đề cập trên).

- Năm 2022, chúng tôi ước tính hợp đồng thuê đất tại khu vực này có đơn giá khoảng 130 - 150 USD/m² tại KCN VSIP III. Đến năm 2025, mức giá thuê tại khu công nghiệp này đã tăng lên 180–200 USD/m², cho thấy xu hướng tăng mạnh trong giá thuê đất công nghiệp và từ đó có thể làm tăng đáng kể khoản đền bù đất cho PHR từ các dự án tiếp theo. Chúng tôi ước tính PHR có thể ghi nhận mức đền bù lên đến 2.5 tỷ VND/ha trong các dự án bàn giao đất tương lai.

Bảng 27: Thu nhập từ đền bù đất dự án KCN VSIP III từ 2022 đến 2024

Thời gian	Giá trị (Tỷ VND)	Diện tích đất (ha)	Đơn giá đền bù (Tỷ VND/ha)
Thu nhập khác ghi nhận từ đền bù dự án KCN VSIP III (FY22 & FY23)			
2022	698.3		
2023	200		
Total	898.3	691	1.3
Thu nhập khác ghi từ việc nhận 20% lợi nhuận gộp từ phần đất được bàn giao			
2023	83.654	44.8	1.9
2024	55.756	24.6	2.3
Total	139.41	69.8	2.0

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán PHR, PHS tổng hợp

Theo khảo sát:

- Giai đoạn 1 của VSIP III (200 ha) đã gần được lấp đầy hoàn toàn bởi các khách thuê.
- Giai đoạn 2 (800 ha) đã được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư vào tháng 01/2025 và hiện đang trong quá trình phát triển hạ tầng.
- Đáng chú ý, tháng 02/2025, VSIP III đã ký kết thành công dự án Trung tâm số SAM Hub (50 ha) với tổng vốn đầu tư 1,5 tỷ USD, cho thấy nhu cầu thuê đất khu công nghiệp tại khu vực này tiếp tục ở mức cao.

Bảng 28: Tổng hợp các dự án đã được đầu tư tại KCN VSIP III

Dự án	Diện tích (ha)	Thời gian xây dựng	Thời gian cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư	Tổng vốn đầu tư (Triệu USD)
Lego	44.8	03/11/2022	21/03/2022	1,000
Pandora	7.5	16/05/2024	27/03/2023	150
Kriswire	7	07/09/2024	15/04/2024	22.7
D.Mag	8	-	26/09/2024	120
TekTro	10	-	26/09/2024	38
Sembcorp Infra Services	7	-	26/09/2024	51.1
Timotion Vietnam	n/a	-	02/02/2025	29
Axman Vietnam	n/a	-	02/02/2025	24
Farina Food Ltd	n/a	-	04/01/2025	6.68
Toan Phat Packaging	n/a	-	04/01/2025	5.9
SAM Digital Center	50	-	n/a	1,500
Giant	10.2	-	n/a	120
Protron	7.3	-	n/a	n/a
Voxen	8.5	-	n/a	n/a
Takigawa	2.1	-	n/a	n/a

Nguồn: PHS tổng hợp

Với các thông về cấu trúc tài chính mới từ dự án này vẫn chưa được công bố, chúng tôi kỳ vọng cấu trúc đền bù này sẽ tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2025 - 2028. Chúng tôi dự phóng mỗi năm VSIP III sẽ có thể bàn giao 20ha đất và chi trả 2.5 tỷ/ha cho PHR đối với phần diện tích còn lại, tương ứng với 50 tỷ VND mỗi năm từ dự án này.

Bảng 29: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh PHR giai đoạn 2025F – 2028F

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1,945	1,709	1,351	1,633	1,647	1,600	1,626	1,626
Giá vốn hàng bán	(1,429)	(1,307)	(1,024)	(1,211)	(1,273)	(1,240)	(1,251)	(1,251)
Lợi nhuận gộp	517	402	327	422	374	360	375	375
Chi phí bán hàng	(32)	(41)	(34)	(38)	(38)	(37)	(37)	(37)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(115)	(116)	(100)	(132)	(133)	(130)	(132)	(132)
Lợi nhuận từ HĐKD	370	245	193	253	203	193	206	206
Lợi nhuận tài chính	237	179	180	188	141	177	203	204
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(24)	(18)	(1)	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty LDLC	(13)	30	82	48	112	103	102	110
Thu nhập/ (Chi phí) khác	31	698	360	73	233	1,281	725	50
Lợi nhuận trước thuế	597	1,132	792	543	688	1,754	1,236	569
Thuế TNDN	(84)	(202)	(131)	(60)	(106)	(318)	(213)	(78)
Lợi nhuận sau thuế	513	930	661	483	582	1,436	1,024	492
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	19.2%	-12.2%	-20.9%	20.9%	0.9%	-2.9%	1.6%	0.0%
Lợi nhuận gộp	32.9%	-22.2%	-18.6%	29.2%	-11.5%	-3.8%	4.3%	0.0%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	34.2%	-33.7%	-21.0%	30.6%	-19.8%	-4.6%	6.7%	0.0%
Lợi nhuận sau thuế	-54.4%	81.1%	-28.9%	-27.0%	20.5%	146.8%	-28.7%	-52.0%
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	26.6%	23.5%	24.2%	25.9%	22.7%	22.5%	23.1%	23.1%
Biên lợi nhuận HĐKD	19.0%	14.3%	14.3%	15.5%	12.3%	12.1%	12.7%	12.7%
Biên lợi nhuận thuần	26.4%	54.4%	48.9%	29.6%	35.3%	89.8%	63.0%	30.2%
% ROE	15.4%	28.3%	17.9%	12.5%	14.2%	29.7%	18.9%	9.1%
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	-1.6%	-2.4%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
% Chi phí QLDN / doanh thu	-5.9%	-6.8%	-7.4%	-8.1%	-8.1%	-8.1%	-8.1%	-8.1%
% Thuê suất TNDN	-14.1%	-17.8%	-16.5%	-11.1%	-15.4%	-18.1%	-17.2%	-13.7%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 30: Tỷ lệ chi trả cổ tức của PHR từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST-CĐTTS(Tỷ VND)	450	1,082	478	889	620	460	577	1,408	1,020	513
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	90.4%	56.4%	70.9%	60.2%	65.6%	39.8%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	3,000	4,500	2,500	3,950	3,000	1,350	2,500	6,200	4,500	2,200
% Tỷ suất cổ tức						2.2%	4.1%	10.2%	7.4%	3.6%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 61,000 VND/ cổ phiếu

Khuyến nghị - Định giá PHR đang ở mức hấp dẫn trong bối cảnh chuẩn bị ghi nhận lợi nhuận kỷ lục từ các dự án đền bù giai đoạn 2025–2027

Trong quá khứ, khi PHR ghi nhận nguồn thu từ các dự án đền bù đất như KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (năm 2020) và KCN VSIP III (năm 2023–2024), cổ phiếu PHR từng được giao dịch tại vùng định giá P/B 2.4x – 2.6x, tương ứng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình định giá P/B 10 năm, cùng với tỷ suất ROE dao động từ 20% – 35%.

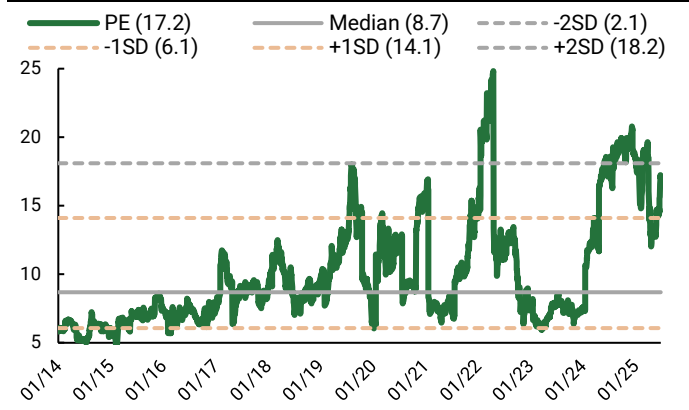
Hiện tại, PHR đang giao dịch tại mức P/B trượt 2.2x, chiết khấu 9% – 18% so với vùng định giá lịch sử nói trên. Với triển vọng ghi nhận lợi nhuận từ các dự án đền bù lớn giai đoạn 2025–2027, chúng tôi dự phóng:

- Lợi nhuận sau thuế giai đoạn FY25 – FY27 lần lượt đạt: 582 tỷ VND (+20.5% YoY)/ 1,436 tỷ VND (+146.8% YoY – mức cao nhất kể từ khi niêm yết)/ 1,024 tỷ VND (–28.7% YoY)
- Tỷ suất ROE giai đoạn FY25 – FY27: 14.2%/ 29.7%/18.9%.

Dựa trên các yếu tố nêu trên, chúng tôi ước tính mức P/B mục tiêu phù hợp cho PHR giai đoạn 2025–2027 là 2.4x – 2.6x, tương ứng với giá mục tiêu năm 2025 là 72.800 – 78.800 VND/cổ phiếu.

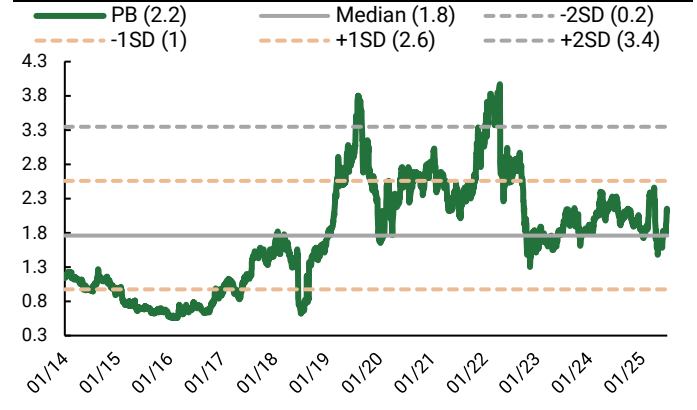
Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu năm 2025 là 72,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 21.6% (bao gồm 2.2% tỷ suất cổ tức tiền mặt năm 2024 sẽ chi trả trong năm nay).

Hình 35: Diễn biến định giá P/E của PHR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Hình 36: Diễn biến định giá P/B của PHR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 27/06/25

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1,708.6	1,351.0	1,633.1	1,647.4	1,600.1	1,625.9	1,625.9
Giá vốn hàng bán	(1,306.9)	(1,024.0)	(1,210.6)	(1,273.4)	(1,240.4)	(1,250.6)	(1,250.6)
Lợi nhuận gộp	401.6	327.0	422.5	374.0	359.7	375.3	375.3
Chi phí bán hàng	(40.8)	(33.5)	(37.6)	(37.9)	(36.8)	(37.4)	(37.4)
Chi phí QLDN	(115.9)	(100.1)	(132.3)	(133.5)	(129.6)	(131.7)	(131.7)
Lợi nhuận từ HĐKD	244.9	193.4	252.6	202.7	193.3	206.1	206.1
Lợi nhuận tài chính	209.3	262.3	236.0	253.1	279.7	305.1	313.3
Chi phí tài chính	(20.6)	(23.5)	(18.4)	(0.6)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	698.0	359.8	73.1	232.6	1,281.0	725.0	50.0
Lợi nhuận trước thuế	1,131.7	792.0	543.3	687.7	1,754.0	1,236.2	569.5
Lợi nhuận sau thuế	929.7	661.3	483.0	581.9	1,436.4	1,023.5	491.7
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	889.4	619.7	460.0	556.1	1,368.9	978.2	469.0
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài Sản Ngắn Hạn	3,058	2,762	2,570	2,873	3,943	4,111	3,967
Tiền và tương đương tiền	166	146	190	537	1,638	1,795	1,639
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,234	1,997	1,683	1,647	1,600	1,626	1,626
Phải thu ngắn hạn	240	193	208	203	197	200	200
Hàng tồn kho	321	326	406	385	409	396	404
Tài sản ngắn hạn khác	98	100	83	100	99	94	98
Tài Sản Dài Hạn	3,275	3,399	3,361	3,422	3,428	3,428	3,448
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1,767	1,779	1,809	1,735	1,656	1,571	1,480
Bất động sản đầu tư	199	185	171	171	171	171	171
Chi phí xây dựng dở dang	523	487	466	453	442	433	426
Đầu tư tài chính dài hạn	382	573	543	655	757	859	969
Tài sản dài hạn khác	405	375	372	408	402	394	402
Tổng cộng tài sản	6,333	6,161	5,932	6,294	7,371	7,539	7,414
Nợ phải trả	2,894	2,346	2,013	1,982	1,986	2,002	2,005
Nợ ngắn hạn	1,295	883	604	583	585	599	604
Nợ vay ngắn hạn	119	277	60	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	1,176	606	544	583	585	599	604
Nợ dài hạn	1,599	1,463	1,408	1,399	1,401	1,403	1,401
Nợ vay dài hạn	146	42	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1,454	1,422	1,408	1,399	1,401	1,403	1,401
Vốn chủ sở hữu	3,439	3,814	3,918	4,312	5,385	5,537	5,409
Vốn góp	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư và các quỹ	2,084	2,459	2,563	2,957	4,030	4,182	4,054
Tổng nguồn vốn	6,333	6,160	5,931	6,294	7,371	7,539	7,414

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	782.5	302.0	224.4	512.8	1,284.6	898.4	326.7
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(233.4)	341.6	521.2	76.9	165.5	120.5	131.3
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(522.5)	(663.4)	(701.5)	(242.9)	(349.2)	(861.8)	(614.1)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	26.6	(19.9)	44.0	346.7	1,101.0	157.1	(156.1)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	139.2	165.8	145.8	190.4	537.1	1,638.1	1,795.2
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	165.8	146.0	189.9	537.1	1,638.1	1,795.2	1,639.0
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng							
Doanh thu	-12.2%	-20.9%	20.9%	0.9%	-2.9%	1.6%	0.0%
Lợi nhuận sau thuế	81.1%	-28.9%	-27.0%	20.5%	146.8%	-28.7%	-52.0%
Tổng tài sản	5.1%	-2.7%	-3.7%	6.1%	17.1%	2.3%	-1.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	10.6%	10.9%	2.7%	10.1%	24.9%	2.8%	-2.3%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	23.5%	24.2%	25.9%	22.7%	22.5%	23.1%	23.1%
Tỷ suất EBIT	14.3%	14.3%	15.5%	12.3%	12.1%	12.7%	12.7%
Tỷ suất EBITDA	62.5%	51.2%	28.5%	35.6%	101.8%	67.0%	25.7%
Tỷ suất lãi ròng	54.4%	48.9%	29.6%	35.3%	89.8%	63.0%	30.2%
ROA	15.0%	10.6%	8.0%	9.5%	21.0%	13.7%	6.6%
ROE	28.3%	17.9%	12.5%	14.2%	29.7%	18.9%	9.1%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	54.8	58.5	44.8	45.6	45.6	44.6	45
Số ngày tồn kho	91.7	115.2	110.3	113.4	116.9	117.4	117
Số ngày phải trả	14.1	22.7	20.0	13.2	15.7	16.5	17
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	3.1	4.3	4.9	6.7	6.9	7
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.1	2.8	3.6	4.3	6.0	6.2	6
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.9	2.4	3.1	3.7	5.5	5.7	5
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.1	0.1	0.0	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.0	0.1	0.0	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng**. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của PHS có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của PHS, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,

Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận
Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung
Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,
Hải Phòng

Điện thoại: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801