

04/02/2025

KHOẢ PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh

danhnguyen@phs.vn

DUY TRÌ QUỸ ĐẠO TĂNG TRƯỞNG

- **Kết quả kinh doanh 4Q24 nhóm ngành cao su thiên nhiên ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội.** Tốc độ tăng trưởng trung bình của nhóm này về doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) lần lượt đạt **25%, 97% và 110% YoY**. Các yếu tố thúc đẩy kết quả này bao gồm (i) Giá bán cao su bình quân 4Q24 tăng từ 30% - 40% so với cùng kỳ; (ii) Vườn cây tại Việt Nam, Lào, Cambodia đến chu kỳ chín mùa.

- **Dự báo doanh nghiệp cao su nội địa sẽ duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2025** nhờ vào (i) Giá bán dự phóng tăng trưởng ở mức 4% - 23% so với cùng kỳ đến ít nhất 2Q25; (ii) Tân dụng lượng hàng tồn kho lớn vào cuối 4Q24; (iii) Thị trường tiêu thụ cao su nội địa hưởng lợi từ sự chuyển dịch đầu tư ngành sản lốp trong bối cảnh căng thẳng thương mại toàn cầu gia tăng. Với triển vọng tích cực, PHS khuyến nghị:

+ **MUA CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk (UpCOM: DRI)** với giá mục tiêu là 15,100 VND/cp, tiềm năng tăng giá 23.8% (* gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt).

+ **TĂNG TỈ TRỌNG CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)** với giá mục tiêu là 43,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 10.4% (*)

Nguồn cung cao su toàn cầu bị suy giảm mạnh trong mùa cao điểm cuối 2024 do mưa bão cùng với các điều kiện thời tiết khắc nghiệt khiến cho tình trạng thiếu hụt dự kiến sẽ kéo dài đến mùa khai thác mới (từ 06/2025 trở đi). Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ nguyên liệu cao su duy trì ổn định khi ngành công nghiệp ô tô và lĩnh vực sản lốp tại 03 thị trường lớn (Mỹ, EU và Trung Quốc) tiếp tục ghi nhận tăng trưởng cả QoQ & YoY. **Vi vậy, PHS dự báo giá cao su SVR10 sẽ duy trì trên 1.8 USD/kg ít nhất đến 2Q25 (trước khi bắt đầu mùa khai thác mới). Từ đó, giá bán của các doanh nghiệp cao su Việt Nam có thể ghi nhận tăng trưởng 4 – 23% YoY.**

Thêm vào đó, **căng thẳng thương mại sẽ giúp thị trường tiêu thụ cao su nội địa Việt Nam hưởng lợi từ làn sóng chuyển dịch đầu tư của các doanh nghiệp sản xuất lốp xe hàng đầu Thế giới.** 02 tháng cuối năm 2024, tiếp tục có 02 dự án mở rộng lớn được thông báo với tổng công suất lốp xe tăng thêm 15 triệu lốp (Haohua Tire giai đoạn 2 – 10 triệu lốp và Kumho Tire giai đoạn 3 mở rộng – 5 triệu lốp), tương ứng 39% sản lượng lốp ô tô sản xuất tại Việt Nam năm 2023.

Đối với sự kiện Mỹ áp thuế nhập khẩu 25% hàng hóa từ Canada, Mexico và tăng thêm 10% đối với Trung Quốc (dự kiến áp dụng từ ngày 04/02/2024, đã được hoãn thêm 30 ngày), chúng tôi dự kiến sẽ không gây gián đoạn đến nhu cầu tiêu thụ mà chỉ ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng. Chi tiết:

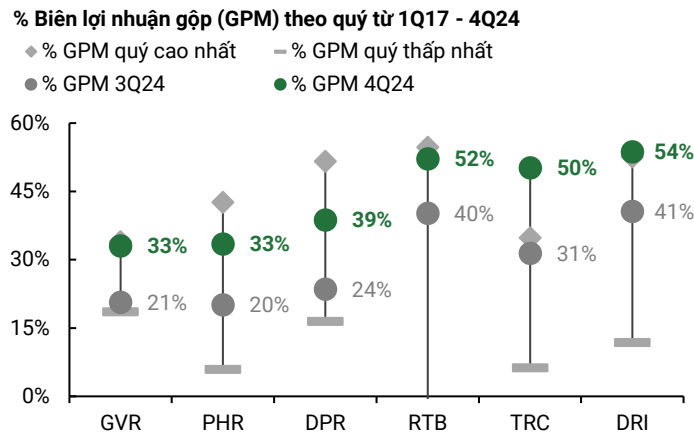
- (1) Hoạt động sản xuất lốp tại Trung Quốc vẫn có khả năng duy trì tăng trưởng, ít bị ảnh hưởng khi Mỹ không còn là thị trường trọng yếu.
- (2) Áp thuế mới tại 03 quốc gia trên có thể không gây ra sự đứt gãy trong chuỗi sản xuất của ngành công nghiệp sản lốp tại Mỹ mà tạo sự chuyển dịch sản xuất đến thị trường tiềm năng mới (Đáp ứng nguồn cung nguyên liệu cao su thiên nhiên ổn định), trong đó có Việt Nam.

Kết quả kinh doanh 4Q24 và FY24 của doanh nghiệp cao su thiên nhiên – Tăng trưởng vượt trội trong mùa vụ cao điểm

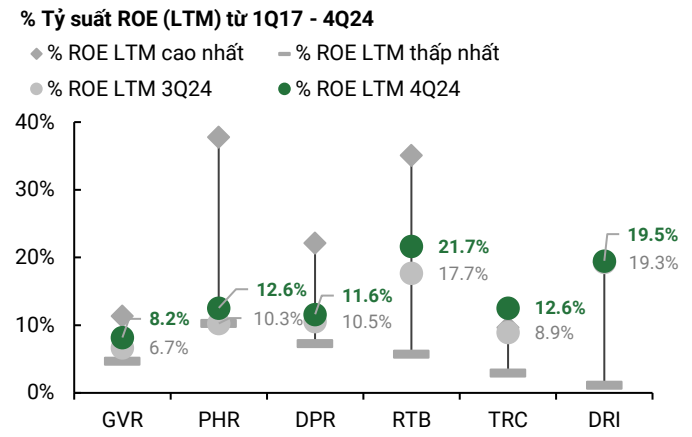
Bảng 1: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành cao su thiên nhiên trong 4Q24 và FY24

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 4Q24 (%)			Tăng trưởng so với cùng kỳ trong năm 2024 (%)			Biên lợi nhuận gộp (%)		Biên lợi nhuận thuần - CĐTS (%)	
		Doanh thu	LNG	LNST - CĐTS	Doanh thu	LNG	LNST - CĐTS	4Q24	FY24	4Q24	FY24
GVR	115,200	22.5%	91.9%	69.5%	18.6%	39.2%	60.6%	33.1%	26.3%	21.2%	16.0%
PHR	7,046	35.8%	147.3%	56.8%	20.9%	29.2%	-24.2%	33.5%	25.9%	37.3%	28.7%
DPR	3,580	6.4%	59.4%	25.2%	17.6%	41.4%	33.8%	38.8%	31.7%	24.1%	22.8%
RTB	3,166	49.5%	159.3%	332.9%	24.1%	110.3%	115.2%	52.2%	41.3%	26.7%	31.2%
TRC	2,048	37.2%	102.5%	154.0%	33.8%	135.9%	227.6%	50.2%	36.0%	40.6%	29.4%
DRI	922	-0.3%	19.5%	22.3%	9.3%	18.7%	64.7%	53.7%	40.3%	26.1%	23.2%
Trung bình		25.2%	96.6%	110.1%	20.7%	62.5%	79.6%	43.6%	33.6%	29.3%	25.2%
Trung vị		29.2%	97.2%	63.2%	19.7%	40.3%	62.7%	44.5%	33.8%	26.4%	26.0%

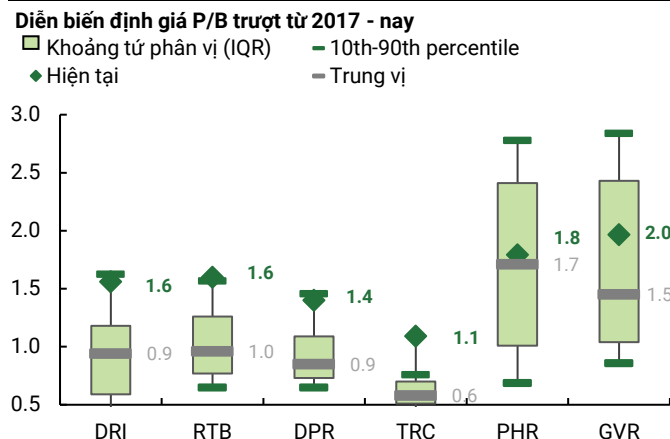
Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp, dữ liệu ngày 24/01/2025

Hình 1: % GPM doanh nghiệp kinh doanh thuần cao su thiên nhiên đã về mức đỉnh thiết lập năm 2017 và 2021


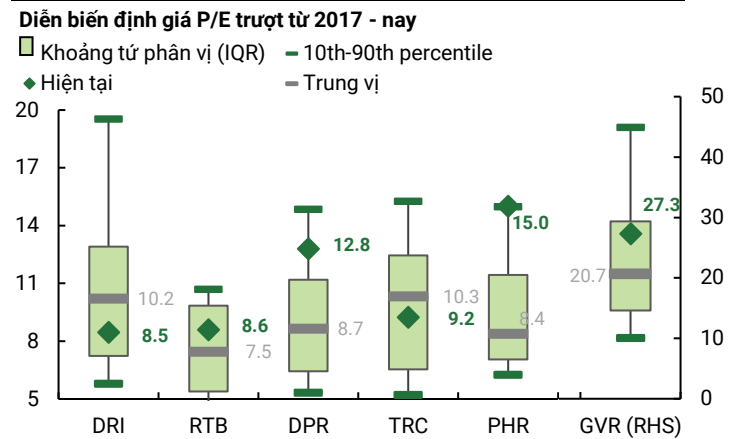
Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp

Hình 2: Tỷ suất % ROE LTM 4Q24 của các công ty cao su tiếp tục được cải thiện trên cả QoQ và YoY


Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp

Hình 3: Diễn biến định giá P/B trượt của các doanh nghiệp cao su từ 2017 đến nay


Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 24/01/2025

Hình 4: Diễn biến định giá P/E trượt của các doanh nghiệp cao su từ 2017 đến nay


Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 24/01/2025

Kết quả kinh doanh 4Q24 nhóm ngành cao su thiên nhiên PHS quan sát (Danh sách tại bảng 1) ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội. Tốc độ tăng trưởng trung bình của nhóm này về doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐT) lần lượt đạt 25%, 97% và 110% YoY. Các yếu tố thúc đẩy kết quả này bao gồm (i) Giá bán cao su bình quân 4Q24 tăng từ 30% - 40% so với cùng kỳ; (ii) Vườn cây tại Việt Nam, Lào, Cambodia đến chu kỳ khai thác chín muồi.

Dự báo doanh nghiệp cao su nội địa sẽ duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2025 đến từ:

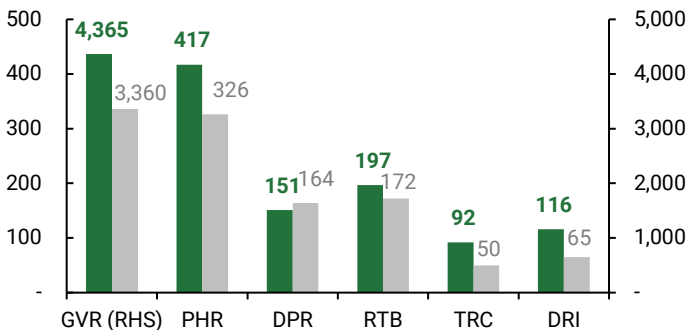
- Giá bán cao su loại SVR10 dự phóng tăng trưởng ở mức 4% - 23% so với cùng kỳ đến ít nhất 2Q25 (Hình 7).
- Tân dụng lượng hàng tồn kho lớn vào cuối 4Q24 (hình 5 & 6).
- Thị trường tiêu thụ cao su nội địa hưởng lợi từ sự chuyển dịch đầu tư ngành sắn lớp trong bối cảnh căng thẳng thương mại toàn cầu gia tăng.

Hình 5: Phân lớn các doanh nghiệp đều gia tăng hàng tồn kho so với cùng kỳ năm trước

Hình 6: Doanh nghiệp tích trữ hàng tồn kho giai đoạn Quý 1-2/2025 sẽ tiếp tục được hưởng lợi về giá bán neo cao

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

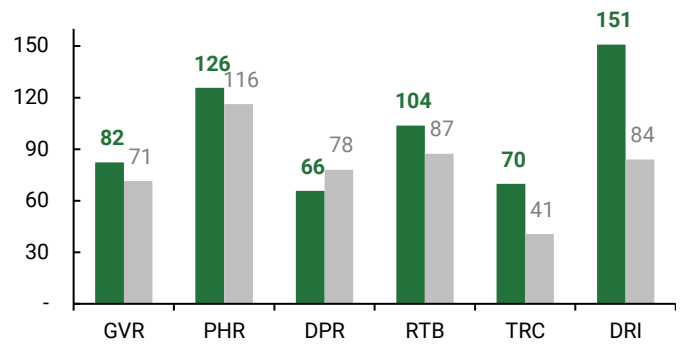
■ 31/12/2024 ■ 31/12/2023



Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

Số ngày hàng tồn kho (Ngày)

■ 31/12/2024 ■ 31/12/2023

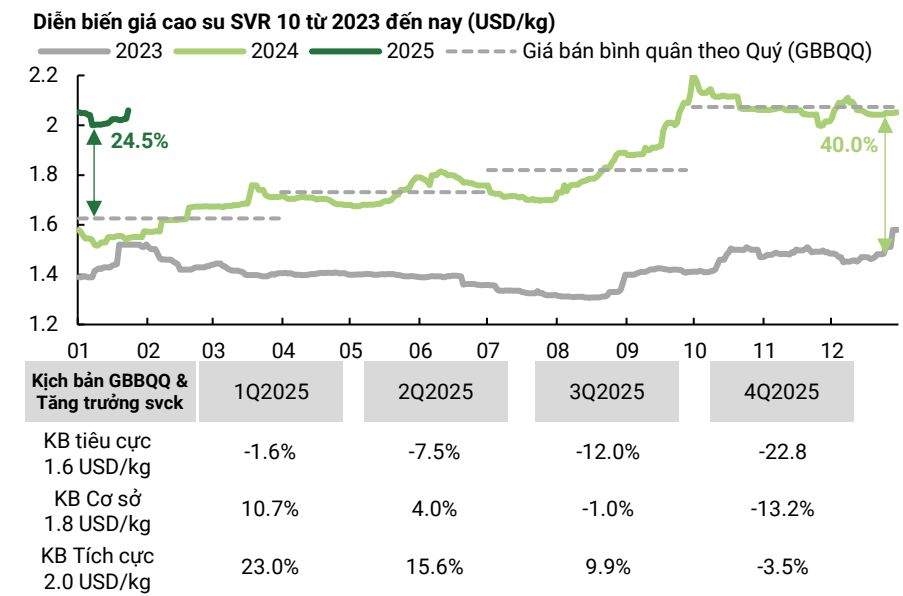


Nguồn: PHS ước tính

Triển vọng kinh doanh năm 2025

Giá cao su SVR10 đang diễn biến theo kịch bản tích cực dự báo bởi PHS, duy trì trên mức 2.0 USD/kg (> 50,400 VND/kg) tại **Báo cáo ngành cao su Tháng 11/2024**. Trong tháng 01/2025, mức giá này đang ghi nhận tăng 24.5% YoY so với bình quân 1Q24 (Hình 7).

Hình 7: Giá SVR10 trong 4Q24 ghi nhận tăng 40.0% so với bình quân cùng kỳ. T01/25 tiếp tục neo cao với mức tăng 24.5% so với bình quân 1Q24.



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu tổng hợp ngày 03/02/2025

Theo nhận định của PHS, **giá bán SVR10 khả năng cao sẽ duy trì trên 1.8 USD/kg đến hết 2Q25** từ đó tiếp tục tạo mức tăng trưởng về giá bán cho các doanh nghiệp cao su của Việt Nam, nhờ các yếu tố hỗ trợ sau (Bảng 2):

(1) Nguồn cung cao su toàn cầu bị ảnh hưởng trong mùa khai thác cao điểm cuối 2024 và khó có thể cải thiện lập tức làm cho tình trạng thiếu hụt sẽ kéo dài đến mùa vụ khai thác mới từ tháng 06/2025 trở đi:

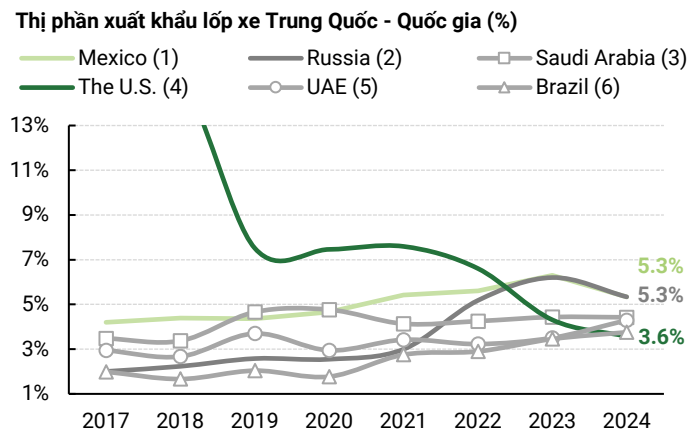
- 03 nông trường cao su lớn là Thái Lan, Indonesia, Bờ Biển Ngà (Đóng góp 61% nguồn cung cao su toàn cầu năm 2023) bị suy giảm sản lượng nghiêm trọng từ tháng 12/24 – 01/25 do thời tiết mưa bão lớn, dịch bệnh lá và giảm diện tích trồng (Chi tiết tại Bảng 2)
- Theo chu kỳ sinh trưởng tự nhiên, cây cao su thường được khai thác đến tháng 01 hàng năm, sau đó ngừng cạo mủ từ 04 - 05 tháng để thay lá trước khi vào vụ khai thác mới. Vì vậy sản lượng mủ chỉ có thể dần được bổ sung trở lại từ tháng 06/2025 trở đi.

(2) Nhu cầu tiêu thụ nguyên liệu cao su duy trì ổn định:

- Ngành công nghiệp ô tô tại 03 thị trường lớn (Mỹ, Liên minh châu Âu và Trung Quốc) tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng trên cơ sở QoQ và YoY với cả lĩnh vực tiêu thụ, sản xuất xe ô tô và lĩnh vực sửa chữa.
- Thị trường ô tô toàn cầu dự báo tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025, theo S&P Global Mobility, doanh số bán xe dự kiến đạt 89.6 triệu xe, tăng 1.7% YoY, tương đương mức tăng trưởng năm 2024.
- Sự kiện căng thẳng thương mại về việc Mỹ áp thuế nhập khẩu 25% hàng hóa từ Canada, Mexico và tăng thêm 10% đối với hàng hóa từ Trung Quốc từ ngày 04/02/2025 dự kiến sẽ không gây gián đoạn đến nhu cầu tiêu thụ mà chỉ ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng cụ thể:

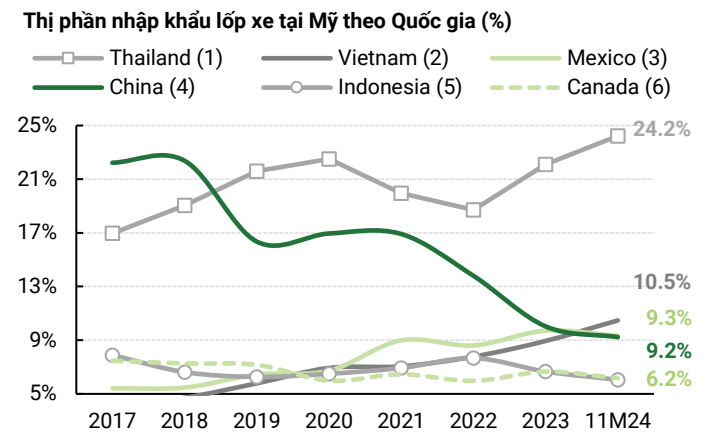
- **Hoạt động sản xuất sảm lốp tại Trung Quốc vẫn có khả năng tăng trưởng, ít bị ảnh hưởng khi Mỹ không là thị trường xuất khẩu trọng yếu.** Theo dữ liệu Trung tâm Thương mại quốc tế về sản lượng xuất khẩu lốp của Trung Quốc đến các thị trường toàn cầu, thị phần xuất khẩu đến thị trường Mỹ đã giảm mạnh từ 15% vào năm 2018 xuống chỉ còn 3.6% vào năm 2024 (Hình 08).
- **Chuyển dịch sản xuất ngành lốp xe sang các thị trường tiềm năng trong đó có Việt Nam.** Trong 11T2024, Mexico, Canada và Trung Quốc đang chiếm 25% thị phần nhập khẩu lốp xe tại Mỹ (Hình 09), tuy nhiên cả 03 thị trường này đều ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ và suy giảm sản lượng xuất khẩu đến Mỹ lần lượt là +3.4%/ (-1.3%)/(-1.3%) YoY. Trong khi 11T24 tổng sản lượng nhập khẩu lốp xe tại Mỹ cải thiện tích cực (+7.9% YoY) với tăng trưởng từ Thái Lan (+19.1% YoY) và Việt Nam (+28.9% YoY), cho thấy việc áp thuế mới tại 03 quốc gia trên có thể không gây ra sự đứt gãy trong chuỗi sản xuất của ngành công nghiệp sảm lốp, mà tạo lên sự chuyển dịch sản xuất đến các thị trường mới.

Hình 8: Thị trường Mỹ giảm thị phần từ 15% (2018) còn 3.6% (2024) sản lượng lốp xuất khẩu từ Trung Quốc



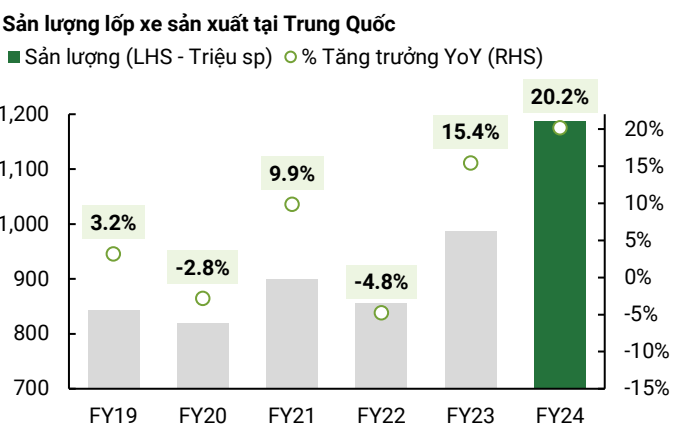
Nguồn: Trade International Center, PHS tổng hợp

Hình 9: Gia tăng căng thẳng thương mại sẽ tạo nên chuyển dịch sản xuất từ quốc gia bị áp thuế sang nước thứ 3



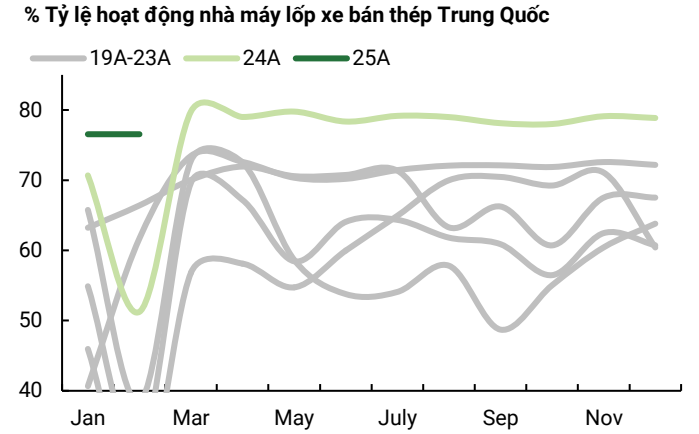
Nguồn: Trade International Center, PHS tổng hợp

Hình 10: Sản lượng sản xuất lốp xe tại Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2024



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, PHS tổng hợp

Hình 11: Tỷ lệ hoạt động nhà máy sản xuất lốp bán thép Trung Quốc ở mức cao thể hiện đơn hàng được duy trì



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu tại ngày 24/01/2025

Bảng 2: Dữ liệu Hoạt động khai thác của nông trường cao su lớn và Hoạt động sản xuất, tiêu thụ ngành công nghiệp ô tô

Nguồn cung cao su thiên nhiên		Nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên	
Quốc gia	Hoạt động khai thác và tình hình xuất khẩu cao su	Quốc gia	Hoạt động sản xuất, tiêu thụ ngành công nghiệp ô tô
Thái Lan (32% nguồn cung toàn cầu *)	- Thái Lan bị hứng chịu thời tiết khắc nghiệt với mưa lớn và lũ quét tại miền Nam từ tháng 12 đến nay. - Theo Hiệp hội cao su Thái Lan (RAOT), mưa lớn ảnh hưởng 30% sản lượng cao su của Thái Lan trong tháng 12/2024 và hiện tượng mưa lớn tiếp tục diễn biến hết tháng 01/25 , dự kiến nguồn cung sẽ thiếu hụt cho đến mùa khai thác trở lại từ 05/25.	Mỹ	- 11T24 Sản lượng lốp xe nhập khẩu vào thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh với 250.3 triệu sản phẩm (+7.9% YoY) . Trong đó, sản lượng lốp xe nhập khẩu từ Thái Lan và Việt Nam ghi nhận mức tăng 2 chữ số: + Thái Lan là quốc gia chiếm thị phần xuất khẩu lốp xe đến Mỹ với 60.6 triệu lốp (+19.1% YoY) và Việt Nam đang vươn lên thứ 2 với 26.2 triệu lốp (+28.9% YoY).
Indonesia (18% nguồn cung toàn cầu *)	- Ước tính sơ bộ sản lượng xuất khẩu FY24 giảm còn 1.62 triệu tấn (-8% YoY) . Đây là năm thứ 07 liên tiếp quốc gia cung ứng cao su thứ 2 thế giới bị suy giảm sản lượng do dịch bệnh và giảm diện tích trồng.	Liên minh EU	- Trong 4Q24 sản lượng tiêu thụ lốp xe thay thế (Replacement tyre) của các doanh nghiệp thuộc Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe và cao su Châu Âu (ETRMA) ghi nhận mức tăng mạnh +11.4% YoY . - Lũy kế FY24 sản lượng lốp xe thay thế tăng (+4.9% YoY) với 244.3 triệu lốp xe các loại được tiêu thụ. - Lĩnh vực ô tô ghi nhận mức tăng nhẹ +0.8% YoY với 10.6 triệu xe mới được đăng ký tại EU.
Bờ Biển Ngà (11% nguồn cung toàn cầu *)	- 12/24 xuất khẩu ghi nhận giảm mạnh (-24% YoY) . - Sản lượng xuất khẩu FY24 giảm (-7.7% YoY) , khi đạt 1.51 triệu tấn cao su. Chấm dứt đà tăng trưởng mạnh giai đoạn 2020-2023.	Trung Quốc	- Sản lượng sản xuất lốp xe tiếp tục đạt mức tăng trưởng 02 chữ số (+20.2% YoY) khi đạt 1,186 triệu sản phẩm trong FY24. - Lĩnh vực ô tô tăng trưởng ổn định với sản lượng sản xuất và tiêu thụ lũy kế FY24 lần lượt là 31.3 triệu xe (+3.7% YoY) và 31.4 triệu xe (+4.5% YoY) . - Tỷ lệ hoạt động của các nhà máy sản xuất lốp xe bán thép tại Trung Quốc giữ ở mức cao (>70%) trước khi nghỉ tết Nguyên đán, thể hiện đơn hàng vẫn tiếp tục được duy trì trong nửa đầu năm 2025.
Việt Nam (9% nguồn cung toàn cầu *)	- Ngược lại với các nông trường lớn trên, năm 2024 sản lượng mủ khô khai thác tại Việt Nam ước tính đạt 1.296 triệu tấn (+2.1% YoY) – Theo Tổng cục thống kê Việt Nam. - Tuy nhiên mức tăng trưởng nhẹ của Việt Nam không đủ để bù đắp cho sự thụt hụt cục bộ của 03 nông trường trên chiếm đến 61% sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu.		

Nguồn: PHS tổng hợp, (*) Dữ liệu sản lượng năm 2023 theo FAOSTAT

Căng thẳng thương mại sẽ giúp thị trường tiêu thụ cao su nội địa Việt Nam hưởng lợi từ làn sóng chuyển dịch đầu tư của các doanh nghiệp sản xuất lốp xe hàng đầu. 02 tháng cuối năm 2024, tiếp tục có 02 dự án mở rộng lớn được thông báo với tổng công suất lốp xe tăng thêm 15 triệu lốp, tương ứng 39% sản lượng lốp ô tô sản xuất tại Việt Nam năm 2023. Chi tiết:

- Haohua Tire giai đoạn 2 tại tỉnh Bình Phước:** Tháng 12/2024, doanh nghiệp này đã khánh thành và đưa vào vận hành giai đoạn 1 của nhà máy với công suất 14.4 triệu lốp/năm, tổng vốn đầu tư 500 triệu USD. Ngay trong lễ khánh thành, Công ty tiếp tục đầu tư 280 triệu USD cho giai đoạn 2, mở rộng công suất 10 triệu lốp/năm. Khi hoàn thành 02 giai đoạn vào năm 2026, tổng công suất sản xuất sẽ đạt 24.4 triệu lốp/năm, tương đương 61% sản lượng lốp ô tô sản xuất tại Việt Nam năm 2023. Theo tìm hiểu, Công ty này vừa qua đã bị Mexico áp thuế nhập khẩu chống bán phá giá là 11.55% có hiệu lực từ ngày 01/10/2024.
- Kumho Tire mở rộng tại tỉnh Bình Dương:** Trong buổi làm việc với chính quyền tỉnh Bình Dương vào tháng 11/2024, đại diện Kumho Tire chia sẻ kế hoạch đầu tư thêm 300 triệu USD để mở rộng nhà máy giai đoạn 3, tăng công suất thêm 5 triệu lốp/năm, dự kiến vận hành từ 2026. Với kế hoạch mở rộng này, tổng công suất nhà máy sẽ tăng từ 13 triệu lên 18 triệu lốp/năm vào năm 2026.

04/02/2025

KHUYẾN NGHỊ
TĂNG TỈ TRỌNG

Giá hợp lý	43,500 VND
Giá hiện tại	41,200 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+10.4% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	86.69
Free float (%)	38%
Vốn hóa (tỷ VND)	3,588
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	279,961
Sở hữu nước ngoài (%)	0.11%
Ngày niêm yết đầu tiên	30/11/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)	55.3%
Cổ đông khác	44.7%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,217
BVPS (VND)	28,282
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	6.39%
ROE (%)	11.63%
P/E	12.8
P/B	1.4
Tỷ suất cổ tức (%)	3.63%

Cập nhật kết quả kinh doanh 4Q24 và FY24 - CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)

Giá mủ cao su tăng cao trong năm 2024 đã giúp DPR ghi nhận doanh thu cao nhất trong hơn một thập niên, chỉ xếp sau các năm 2011-2012 – giai đoạn đỉnh cao của giá cao su trong thập niên trước:

- Doanh thu thuần đạt 1,244.6 tỷ VND (+17.6% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 344.3 tỷ VND (+35.5% YoY); LNST-CĐTS ghi nhận 279.5 tỷ VND (+33.8% YoY), lần lượt hoàn thành 90%, 96% và 94% dự phóng gần nhất của PHS. Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên 31.7% so với mức 26,4% cùng kỳ, nhờ giá bán cao su tăng mạnh.
- Chúng tôi đánh giá động lực tăng trưởng đến từ **(1)** Giá bán tăng từ 40% - 50% YoY; **(2)** Mảng thanh cây và sản xuất gỗ tích cực **(3)** Vườn cây Kratie - DPR sở hữu 58.4% - bước vào giai đoạn khai thác chín mười (LNST cổ đông không kiểm soát +172% YoY trong 4Q24). Chi tiết:
 - Giá bán bình quân tăng mạnh: Đặc biệt trong 4Q24, giá bán bình quân công ty mẹ ghi nhận 53.3 triệu VND/ tấn (+47.7% YoY) và lũy kế FY24 công ty mẹ công bố đạt 48.0 triệu VND mỗi tấn (+38.7% YoY).
 - Sản lượng cao su tiêu thụ công ty mẹ: 4Q24 ghi nhận mức sụt giảm -22.9% YoY chỉ đạt 4,583 tấn. Lũy kế FY24 công ty mẹ hoàn thành 85% kế hoạch năm khi tiêu thụ 11,853 tấn cao su (-12.2% YoY). PHS cho rằng sự sụt giảm sản lượng chủ yếu do thay đổi cơ cấu sản phẩm từ cao su ly tâm (có giá bán thấp hơn 20%-30% với loại cao su kỹ thuật SVR) sang cao su SVR10,20, phục vụ ngành công nghiệp sản xuất.
 - Công ty mẹ đã thanh lý lũy kế FY24 431.47 ha (+84.4% YoY) vườn cây cao su chủ yếu trong 1H24 và sản lượng tiêu thụ gỗ lũy kế FY24 tăng trưởng gấp đôi cùng kỳ với 13,966.7m³ gỗ (+102.3% YoY).

Bảng 3: Kết quả kinh doanh 4Q24 và FY24 của DPR

	4Q24	4Q23	% YoY	FY24	FY23	% YoY	Dự phóng PHS FY24	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	456.8	429.4	6.4%	1,224.6	1,041.1	17.6%	1,367.3	90%
Giá vốn hàng bán	(279.8)	(318.3)	-12.1%	(836.4)	(766.7)	9.1%	(920.5)	91%
Lợi nhuận gộp	177.1	111.1	59.4%	388.1	274.4	41.4%	446.8	87%
Chi phí bán hàng và QLDN	(51.7)	(43.0)	20.3%	(130.9)	(116.3)	12.5%	(137.2)	95%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	125.4	68.1	84.1%	257.3	158.1	62.7%	309.6	83%
Thu nhập tài chính, ròng	26.9	29.7	-9.4%	88.4	114.4	-22.7%	77.5	114%
Thu nhập khác, ròng	4.2	15.7	-73.4%	57.1	31.5	81.2%	60.0	95%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	156.5	113.6	37.7%	402.8	304.0	32.5%	447.2	90%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	141.4	99.3	42.3%	344.3	254.1	35.5%	357.7	96%
LNST- CĐTS	109.9	87.8	25.2%	279.5	208.8	33.8%	297.4	94%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	38.8%	25.9%		31.7%	26.4%		32.7%	97%
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	27.4%	15.9%		21.0%	15.2%		22.6%	93%
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	30.9%	23.1%		28.1%	24.4%		26.2%	107%
<i>CPBH & QLDN / Doanh thu (%)</i>	11.3%	10.0%		10.7%	11.2%		10.0%	107%

Nguồn: PHS tổng hợp từ báo cáo tài chính DPR và dự phóng

Chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng dự báo kết quả kinh doanh của DPR trong giai đoạn 2025 – 2026 so với dữ liệu dự phóng gần đây nhất (Bảng 4), tuy nhiên, cần thu thập thêm thông tin để cập nhật mô hình dự phóng với các yếu tố sau:

- **Tăng diện tích vườn cây thanh lý:** Diện tích vườn cây dự kiến thanh lý trong 02 đợt thông báo gần nhất để thực hiện tái canh trong năm 2025 đang ghi nhận là 584.2 ha (+35% so với thực hiện năm 2024). Diện tích trên có thể tăng thêm trong năm 2025 - 2026 để phục vụ việc mở rộng các khu công nghiệp hoặc dự án mới thực hiện tại phần đất cao su.
- **Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú giai đoạn 2 (317 ha) được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 16/01/2025:** Tổng vốn đầu tư của dự án là 1,360 tỷ VND với chủ đầu tư là Công ty cổ phần khu công nghiệp Bắc Đồng Phú (DPR sở hữu 51%). Hiện có hai điểm đáng lưu ý là (1) Công ty đang thực hiện phương pháp ghi nhận doanh thu phân bổ nên kết quả kinh doanh có thể không cải thiện đột biến ngay khi dự án đi vào hoạt động; (2) Tiềm năng cạnh tranh với khu công nghiệp hiện hữu tại Bình Phước khi 02 KCN Becamex Bình Phước và KCN Minh Hưng III – Sikico đang là địa điểm thu hút các dự án lớn của tỉnh nhờ vị trí nằm ngay cao tốc TPHCM – Bình Dương – Chơn Thành (Hoạt động từ 2027).

Diễn biến định giá: Hiện tại DPR đang giao dịch tại P/E trượt 12 tháng là 12.8x, cao hơn trung vị của công ty 48% (Hình 4). Với dự phóng gần nhất về kết quả kinh doanh giai đoạn 25F – 27F, DPR đang giao dịch tại P/E dự phóng 25F/26F/27F là 12.0x/12.9x/13.2x.

Theo dự phóng từ báo cáo cập nhật gần nhất - Báo cáo ngành cao su Tháng 11/2024 - Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỈ TRỌNG** với giá mục tiêu là 43,500 VND/cổ phiếu (+10.4% so với giá đóng cửa 26/01/24, bao gồm tỷ suất dự phóng cổ tức tiền mặt năm 2025 là 2,000 VND/cổ phiếu)

Bảng 4: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh DPR giai đoạn 2024A – 2027F

	2024A	% YoY	2025F	% YoY	2026F	% YoY	2027F	% YoY
Doanh thu thuần	1,224.6	17.6%	1,439.7	17.6%	1,422.6	-1.2%	1,426.8	0.3%
Giá vốn hàng bán	(836.4)	9.1%	(968.9)	15.8%	(991.1)	2.3%	(994.1)	0.3%
Lợi nhuận gộp	388.1	41.4%	470.8	21.3%	431.6	-8.3%	432.7	0.3%
Chi phí bán hàng và QLDN	(130.9)	12.5%	(145.5)	11.2%	(144.3)	-0.8%	(145.8)	1.0%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	257.3	62.7%	325.3	26.4%	287.2	-11.7%	286.9	-0.1%
Thu nhập tài chính, ròng	88.4	-22.7%	82.0	5.7%	85.4	4.2%	89.2	4.3%
Thu nhập khác, ròng	57.1	81.2%	45.7	-19.8%	52.9	15.6%	49.3	-6.7%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	402.8	32.5%	453.0	1.3%	425.5	-6.1%	425.3	-0.1%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	344.3	35.5%	362.4	1.3%	340.4	-6.1%	340.3	-0.1%
LNST- CĐTS	279.5	33.8%	299.0	0.6%	278.5	-6.9%	271.7	-2.4%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	31.7%		32.7%		30.3%		30.3%	
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	21.0%		22.6%		20.2%		20.1%	
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	28.1%		25.2%		23.9%		23.8%	
<i>CPBH & QLDN / Doanh thu (%)</i>	10.7%		10.1%		10.1%		10.2%	

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

04/02/2025

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	15,100 VND
Giá hiện tại	12,600 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+23.8% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (%)	39.2%
Vốn hóa (tỷ VND)	922
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	609,783
Sở hữu nước ngoài (%)	0.11%
Ngày niêm yết đầu tiên	30/11/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Cao su Đắk Lắk (HSX: DRG)	60.84%
Cổ đông khác	39.16%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,006
BVPS (VND)	7,275
Nợ/VCSH (%)	8.44%
ROA (%)	16.1%
ROE (%)	19.5%
P/E	8.5
P/B	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	6.35%

Cập nhật kết quả kinh doanh 4Q24 và FY24 - CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk (UpCOM: DRI)

DRI duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong 4Q24 (+20.6% YoY), bất chấp sự sụt giảm mạnh về sản lượng tiêu thụ. Lũy kế 11T24 sản lượng tiêu thụ giảm 26% YoY khi chỉ đạt 9,500 tấn, tuy nhiên mức tăng giá bán mủ trên 40% (Đơn giá bình quân tại tháng 11/24 ghi nhận 2,030 USD/tấn và lũy kế 11T24 đạt 1,756 USD/tấn) hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận quý vừa qua. *Hiện tại, công ty chưa công bố chi tiết về tình hình kinh doanh T12/2024.*

DRI hoàn thành 103% kế hoạch doanh thu và 181% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của công ty đặt ra năm 2024. Lũy kế năm 2024, DRI ghi nhận doanh thu đạt 470.5 tỷ VND (+6.1% YoY); lợi nhuận sau thuế tăng lên 110.4 (+49.9% YoY) lần lượt hoàn thành 94% và 91% dự phóng từ PHS.

Việc xuất khẩu sang thị trường EU dự kiến sẽ thuận lợi hơn trong năm 2025 khi công ty đã đạt các chứng nhận bền vững quan trọng. Trong tháng 11 và 12/2024, Công ty đã được cấp chứng chỉ FSC – FM/CoC cho sản phẩm gỗ và mủ tại Daklaoruco; Chứng nhận FSC – CoC cho các sản phẩm mủ chế biến tại nhà máy của Daklaoruco và cho mảng thương mại của DRI.

Kế hoạch kinh doanh năm 2025 tích cực: Công ty đặt doanh thu bán hàng năm 2025 đạt 604.8 tỷ VND (+28.5% so với thực hiện năm 2024); lợi nhuận sau thuế đạt 110.4 tỷ VND (tương đương 2024); chi trả cổ tức 9%. Chi tiết:

- Mảng cao su: Sản lượng tiêu thụ dự kiến 13,500 tấn; giá bán mủ bình quân 1,695 USD/tấn.
- Tháng 12/2024, DRI đã hoàn tất tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ là 4%/ cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng 5% cổ tức còn lại sẽ tiếp tục được chi trả bằng tiền mặt trong năm 2025.

Bảng 5: Kết quả kinh doanh 4Q24 và FY24 của DRI

	4Q24	4Q23	% YoY	FY24	FY23	% YoY	Dự phóng PHS FY24	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	147.1	147.5	-0.3%	470.5	443.5	6.1%	500.0	94%
Giá vốn hàng bán	(68.1)	(81.4)	-16.4%	(280.9)	(284.2)	-1.2%	(302.9)	93%
Lợi nhuận gộp	79.0	66.1	19.5%	189.6	159.3	19.0%	197.0	96%
Chi phí bán hàng và QLDN	(26.9)	(22.0)	22.4%	(64.8)	(61.2)	5.8%	(57.3)	113%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	52.1	44.1	18.0%	124.9	98.1	27.3%	139.8	89%
Thu nhập tài chính, ròng	2.6	2.5	3.9%	16.3	(1.5)		17.4	94%
Thu nhập khác, ròng	(1.2)	(6.9)	-82.6%	(1.4)	(2.9)	-50.9%	(1.5)	96%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	53.5	39.7	34.7%	139.7	93.7	49.1%	155.7	90%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	38.1	31.6	20.6%	110.4	73.7	49.9%	120.7	91%
LNST- CĐTS	38.4	31.4	22.3%	109.0	73.7	48.0%	120.7	90%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>53.7%</i>	<i>44.8%</i>		<i>40.3%</i>	<i>35.9%</i>		<i>39.4%</i>	
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	<i>35.4%</i>	<i>29.9%</i>		<i>26.5%</i>	<i>22.1%</i>		<i>28.0%</i>	
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	<i>25.9%</i>	<i>21.4%</i>		<i>23.5%</i>	<i>16.6%</i>		<i>24.1%</i>	
<i>CPBH & QLDN / Doanh thu (%)</i>	<i>18.3%</i>	<i>14.9%</i>		<i>13.8%</i>	<i>13.8%</i>		<i>11.5%</i>	

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi sẽ điều chỉnh tăng dự phóng kết quả kinh doanh của DRI trong báo cáo cập nhật sắp tới so với dữ liệu dự phóng gần đây nhất (Bảng 6), sau khi thông tin chi tiết về tình hình kinh doanh tháng 12/2024 của Công ty được công bố. Việc điều chỉnh tăng dự phóng dựa trên các yếu tố sau:

- **Khả năng cao công ty ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong 1H25** từ (1) Lượng hàng tồn kho lớn; (2) Giá cao su dự phóng neo cao đến 1H25:
 - Tại 31/12/2024, giá trị hàng tồn kho của DRI tăng lên 116 tỷ VND (+78.5% YoY) với số ngày hàng tồn kho đạt 151 ngày, giúp công ty có thể hưởng lợi từ đà tăng giá cao su đến hết 2Q25.
 - Trong 1Q24 và 2Q24, giá bán bình quân của DRI là 1,536 USD/tấn và 1,732 USD/ tấn, với mức giá bình quân SVR10 tại tháng 01/2025 ghi đạt 2,026 USD/tấn lần lượt tạo mức tăng trưởng là 32% và 17% YoY.
- **Tăng giá bán các sản phẩm đạt chuẩn:** Các sản phẩm đạt chuẩn FSC và EUDR sẽ được bán với giá tăng thêm tối thiểu 100 USD/ tấn.
- **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):** Tại nghị quyết số 01- NQ/HĐQT công ty công bố đã miễn nhiệm giám đốc cũ tại Daklaoruco và điều chuyển ông Đỗ Thiện Nghĩa hiện là Giám đốc Công ty TNHH Phát triển cao su Đắk Lắk – Mondunkiri (Dakmoruco – Cambodia) trở thành Giám đốc mới tại Lào.

Diễn biến định giá: Hiện tại DRI đang giao dịch tại P/E trượt 12 tháng là 8.5x, thấp hơn trung vị của công ty 17% (Hình 4). Với dự phóng gần nhất về kết quả kinh doanh giai đoạn 25F – 27F, DRI đang giao dịch tại P/E dự phóng 25F/26F/27F là 7.3x/7.3x/6.8x.

Theo dự phóng từ báo cáo cập nhật gần nhất - Báo cáo ngành cao su Tháng 11/2024 - Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 15,100 VND/cổ phiếu (+23.8% so với giá đóng cửa 26/01/24, bao gồm tỷ suất dự phóng cổ tức tiền mặt còn lại năm 2025 là 500 VND/cổ phiếu).

Bảng 6: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh DRI giai đoạn 2025F – 2027F

	2024A	% YoY	2025F	% YoY	2026F	% YoY	2027F	% YoY
Doanh thu thuần	470.5	6.1%	527.8	12.2%	541.3	2.5%	565.9	4.5%
Giá vốn hàng bán	(280.9)	-1.2%	(304.2)	8.3%	(319.4)	5.0%	(329.0)	3.0%
Lợi nhuận gộp	189.6	19.0%	223.6	17.9%	221.8	-0.8%	236.8	6.8%
Chi phí bán hàng và QLDN	(64.8)	12.9%	(63.3)	-2.2%	(65.0)	2.5%	(67.9)	4.5%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	124.9	22.5%	160.3	28.4%	156.9	-2.1%	168.9	7.7%
Thu nhập tài chính, ròng	16.3		12.8	-21.6%	15.5	21.5%	14.5	-6.7%
Thu nhập khác, ròng	(1.4)	-78.9%	(3.6)	151.3%	(3.5)	-1.9%	(3.4)	-1.6%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	139.7	48.5%	169.5	21.3%	168.9	-0.3%	180.0	6.6%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	110.4	49.0%	127.1	15.1%	126.7	-0.3%	135.0	6.6%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	40.3%		42.4%		41.0%		41.9%	
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	26.5%		30.4%		29.0%		29.9%	
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	23.5%		24.1%		23.4%		23.9%	
<i>CPBH & QLDN / Doanh thu (%)</i>	13.8%		12.0%		12.0%		12.0%	

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
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478
Fax: (+84-28) 5 413 5473

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 và 5, 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
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai
Bà Trưng, Hà Nội
Phone: (+84-24) 3 933 4566
Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801