

CTCP Cao su Đồng Phú (HoSE: DPR)

Cánh đồng cũ, mùa “vàng” mới

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP) chúng tôi xác định giá trị hợp lý của DPR là 52.700 đồng/cổ phiếu, cùng với mức cổ tức 2.000 đồng, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 40%, dựa trên giá đóng cửa ngày 8/12/2025.

Mảng cao su tiếp tục là nền tảng ổn định cho doanh nghiệp

- Giai đoạn 2025–2029, sản lượng khai thác dự kiến duy trì ổn định quanh mức 11.800–12.800 tấn/năm, nhờ công tác tái canh được thực hiện đều đặn ở mức 450–500 ha/năm và năng suất duy trì quanh 1,9–2,0 tấn/ha.
- Về giá bán, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ duy trì mức trung bình khoảng 47–50 triệu đồng/tấn trong giai đoạn này, phản ánh xu hướng giá cao su thiên nhiên toàn cầu giữ ở vùng cân bằng khi nguồn cung toàn cầu vẫn co hẹp và nhu cầu dự kiến chậm lại. Qua đó, mảng hoạt động này có thể mang lại dòng tiền 200 tỷ đồng/năm – bệ đỡ cho mảng đầu tư KCN.

Khu công nghiệp mang lại làn gió mới cho tăng trưởng trung – dài hạn

- Hai dự án trọng điểm gồm KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng dự kiến sẽ lần lượt bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2027 và 2028, với mức giá cho thuê ban đầu kỳ vọng khoảng 71–72 USD/m².
- Cùng với đó, DPR có thể ghi nhận thêm các khoản thu từ mảng thanh lý cây, tiền đền bù thu hồi đất tại các KCN/CCN Tiến Hưng 1, Tân Lập và Thuận Phú. Ngoài ra, theo quy hoạch sử dụng đất 2021–2030, tổng diện tích đất có thể chuyển đổi mục đích sử dụng lên tới 1.621 ha tại Bình Phước và 140 ha tại Bình Dương, mang lại tiềm năng về tiền đền bù trong dài hạn cho doanh nghiệp.
- Về tài chính, chúng tôi nhận thấy DPR vẫn đang duy trì nền tảng an toàn với đòn bẩy thấp. Dự kiến nợ vay dài hạn sẽ tăng trở lại trong giai đoạn 2025–2028 nhằm tài trợ cho các dự án khu công nghiệp.

Rủi ro

- Thời tiết cực đoan có thể ảnh hưởng đến sản lượng khai thác, làm biến động nguồn cung và giá bán cao su.
- Tỷ lệ hấp thụ đất KCN chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng dòng tiền doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
Doanh thu	1.041	1.225	1.487	1.527	1.594	2.098	2.461
% tăng trưởng	-14,0%	17,6%	21,5%	2,7%	4,4%	31,6%	17,3%
EBITDA	289	394	527	592	562	885	1.147
LNST-CĐM	207	280	411	353	360	517	573
% tăng trưởng	-17,2%	35,4%	46,8%	-14,2%	2,0%	43,6%	10,8%
ROA (%)	5,0%	6,4%	9,0%	6,3%	5,4%	6,5%	6,1%
ROE (%)	6,8%	8,6%	11,9%	9,5%	9,0%	11,0%	10,5%
EPS cơ bản (VND)	2.378	3.226	4.734	4.061	4.144	5.949	6.589
GTSS (VND)	27.048	28.282	30.203	31.027	32.371	35.237	37.320
Cổ tức tiền mặt	3.000	2.000	1.988	2.518	2.155	2.201	3.427
P/E (x)	12,9	12,0	11,1	13,0	12,7	8,9	8,0
P/B (x)	1,1	1,4	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4

Nguồn: DPR, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 8/12/2025.

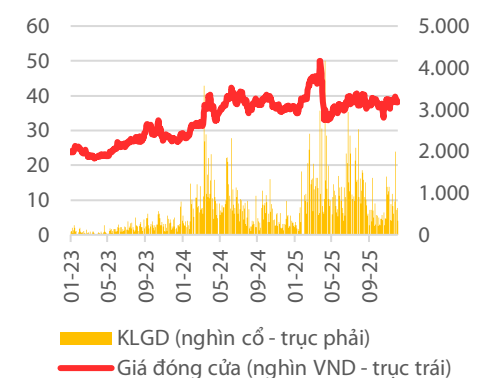
MUA

+40%

Giá thị trường (VND)	37.550
Giá mục tiêu (VND)	52.700

*Cổ tức 12 tháng tới	2.000
----------------------	-------

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.241
SLCPDLH (triệu cp)	87
Beta	1,28
Free Float (%)	45%
Giá cao nhất 52 tuần	49.985
Giá thấp nhất 52 tuần	32.990
KLGD bình quân 20 phiên (nghìn CP)	749



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DPR	-1,9	-6,2	26,9
VN30 Index	21,8	44,9	70,3
VN-Index	17,5	34,9	52,1

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	55,24%
Samarang Ucits	4,99%
PYN Elite Fund	4,96%
Khác	34,79%

Giới hạn sở hữu NTNN còn lại (46,8%)

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

giao.ntq@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lại toàn bộ các mảng kinh doanh cốt lõi của CTCP Cao su Đồng Phú (DPR), bao gồm: (1) khu công nghiệp, (2) hoạt động khai thác và kinh doanh cao su, (3) sản xuất và kinh doanh nệm cao su, (4) thanh lý cây và chế biến gỗ, và (5) chuyển đổi đất.

- (1) Chúng tôi tiến hành đánh giá lại danh mục tài sản **bất động sản khu công nghiệp** của DPR, dựa trên mức độ hoàn thiện pháp lý và kế hoạch phát triển cụ thể của từng dự án. Sử dụng phương pháp NPV (Net Present Value), trong đó dòng tiền đầu vào là dòng tiền tự do dành cho cổ đông (Free Cash Flow to Equity – FCFE), được chiết khấu về hiện tại với suất chiết khấu $K_e = 13\%$. NPV sau đó được điều chỉnh lại theo tỷ lệ sở hữu hiện tại của DPR (51%), tổng NPV hiệu dụng hiện tại là 725 tỷ đồng, với đóng góp lớn từ 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng (264 tỷ đồng) và Nam Đồng Phú mở rộng (475 tỷ đồng).
- (2) **Hoạt động khai thác và kinh doanh cao su** của DPR được đánh giá lại bằng phương pháp DCF (Discounted Cash Flow), sử dụng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (Free Cash Flow to Firm – FCFF) và chiết khấu với suất chiết khấu $WACC = 12,7\%$. Với giả định tăng trưởng dài hạn (g) bằng 1%, sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu thực tế của DPR (88%), tổng giá trị hiệu dụng còn lại của mảng cao su là 1.502 tỷ đồng, hiện là mảng đóng góp lớn nhất trong cơ cấu định giá của doanh nghiệp. Theo ước tính, mảng hoạt động này có thể mang lại dòng tiền 200 tỷ đồng/năm – bệ đỡ cho mảng đầu tư KCN.
- (3) Hoạt động **sản xuất nệm cao su và mảng thanh lý cây, chế biến gỗ** của DPR cũng được định giá theo phương pháp DCF, với suất chiết khấu $WACC$ lần lượt là 12,7% và 13,1% tương ứng cho từng mảng. Với giả định tăng trưởng dài hạn (g) là 1%, sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu thực tế (lần lượt 77% và 100%), giá trị hiệu dụng thu được là 38 tỷ đồng đối với mảng nệm cao su và 1.089 tỷ đồng đối với mảng thanh lý cây và chế biến gỗ.
- (4) Mảng thu nhập từ **chuyển đổi đất** được định giá bằng phương pháp DCF, với dòng tiền FCFF được chiết khấu về hiện tại tại suất chiết khấu $WACC = 13,1\%$. Dòng tiền chủ yếu đến từ bàn giao đất tại Bình Phước và Bình Dương, với giả định đơn giá bình quân lần lượt là 0,98 tỷ đồng/ha và 2,5 tỷ đồng/ha. Sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu thực tế 100%, giá trị hiệu dụng ghi nhận là 153 tỷ đồng.

Bảng 1: Định giá DPR bằng phương pháp SOTP

Dự án	Phương pháp	NPV (tỷ VNĐ)	Sở hữu (%)	NPV đối với DPR (tỷ VNĐ)
Mảng KCN	NPV	1.422		725
Bắc Đồng Phú MR		518	51%	264
Nam Đồng Phú MR		931	51%	475
Mảng kinh doanh cao su	DCF	1.715	88%	1.502
Mảng kinh doanh nệm cao su	DCF	50	77%	38
Mảng thanh lý cây cao su	FCFF	1.089	100%	1.089
Chuyển đổi đất	FCFF	153	100%	153
Tổng cộng				3.508
(+) Tiền và tương đương tiền				152
(+) Đầu tư ngắn hạn				1.545
(+) Đầu tư dài hạn				170
(-) Nợ vay				-
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				(798)
Giá trị tài sản ròng				4.577
SLCP lưu hành (triệu CP)				87
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				52.675

Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

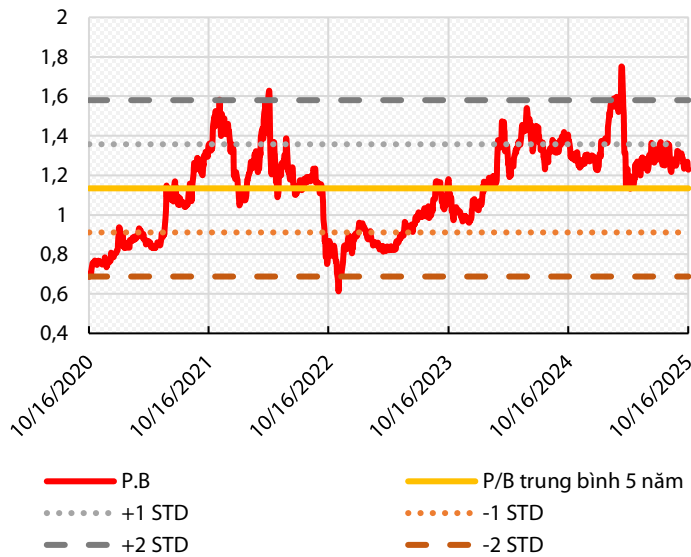
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (Sum-of-the-Parts – SOTP) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DPR. Theo đó, giá trị tài sản ròng (NAV) được xác định từ: (i) tổng giá trị hiệu dụng của các mảng hoạt động sau khi chiết khấu và điều chỉnh tỷ lệ sở hữu, bao gồm mảng khu công nghiệp, mủ cao su, nệm cao su, thanh lý cây và chuyển đổi đất, với tổng giá trị là 3.508 tỷ đồng; (ii) cộng thêm 152 tỷ đồng tiền mặt, 1.545 tỷ đồng đầu tư ngắn hạn, và 170 tỷ đồng đầu tư dài hạn; (iii) trừ đi phần lợi ích cổ đông không kiểm soát (798 tỷ đồng). Sau khi quy đổi trên số lượng cổ phiếu lưu hành là 87 triệu cp, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của DPR là 52.675 đồng/cổ phiếu.

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Chi phí vốn và số năm dự án KCN bị trì hoãn (VND)

		Số năm các dự án bị lùi so với dự định				
WACC		0	1	2	3	4
	11,7%	55.500	54.400	53.400	52.500	51.800
	12,2%	54.000	52.900	51.900	51.000	50.200
	12,7%	52.700	51.500	50.500	49.600	48.800
	13,2%	51.500	50.300	49.200	48.300	47.400
	13,7%	50.300	49.100	48.000	47.100	46.200

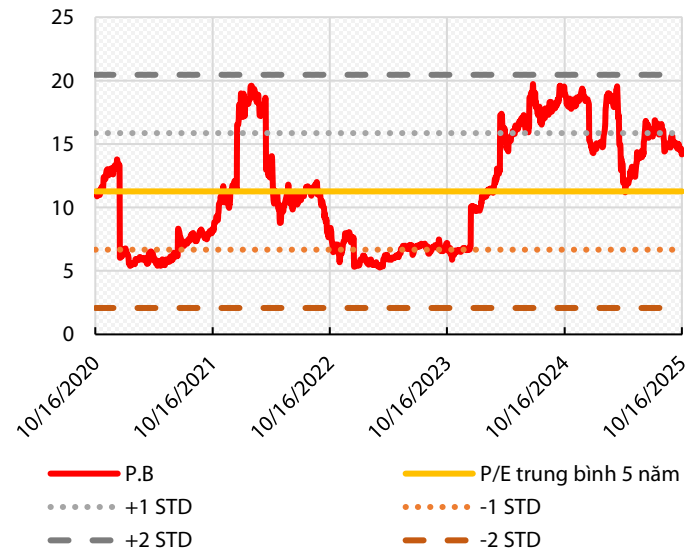
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 1: P/B 5 năm của DPR



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 2: P/E 5 năm của DPR



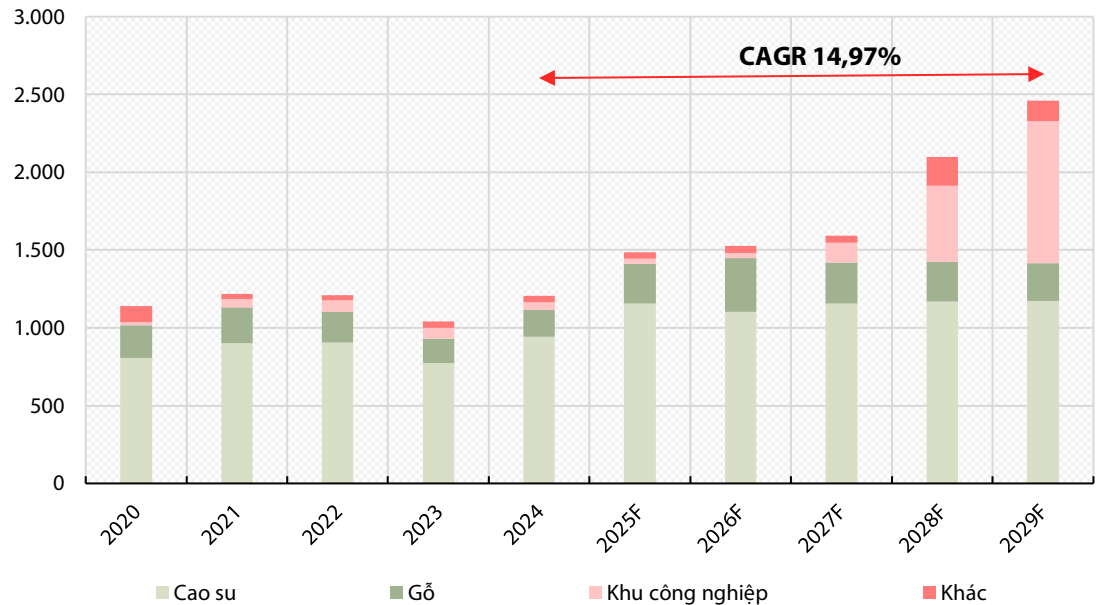
Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029

Doanh thu

Trong giai đoạn 2025–2029, doanh thu của DPR được dự báo ghi nhận mức tăng trưởng khả quan, với CAGR đạt 14,97%/năm, nhờ đóng góp từ cả các mảng duy trì ổn định và mảng tăng trưởng mới. Trong đó, mảng cao su vẫn là trụ cột chính, đóng góp bình quân khoảng 65–70% tổng doanh thu, với sản lượng ổn định và giá bán duy trì quanh 47–50 triệu đồng/tấn. Điểm nhấn chính cho giai đoạn này đến từ mảng khu công nghiệp, nhờ đóng góp từ các dự án KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú mở rộng.

Hình 1: Doanh thu thuần của DPR



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

Về dự báo doanh thu trong giai đoạn 2025 – 2029, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Mảng cao su – Bệ đỡ cho kết quả kinh doanh của DPR

Hiện tại, DPR hiện sở hữu cơ cấu [vườn cây cân đối](#), với nhóm cây trong độ tuổi khai thác hiệu quả nhất (7–20 năm) chiếm khoảng 53% tổng diện tích. Dự phóng cho giai đoạn 2025–2029, chúng tôi kỳ vọng mảng cao su của DPR sẽ bước vào giai đoạn ổn định, khi sản lượng duy trì quanh mức 11.800–12.800 tấn/năm và năng suất có xu hướng giảm nhẹ do cơ cấu vườn cây già tăng. Mặc dù vậy, doanh nghiệp vẫn duy trì hiệu quả khai thác ổn định nhờ thực hiện tái canh đều đặn 450–500 ha mỗi năm, kết hợp với quy trình kỹ thuật và quản lý vườn cây được kiểm soát chặt chẽ tại các nông trường.

Về giá bán, chúng tôi giả định giá cao su duy trì ổn định quanh 47–50 triệu đồng/tấn, trong điều kiện nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu tiếp tục thiếu hụt và [kịch bản giá dầu](#) Brent dao động 60–65 USD/thùng.

Về thị trường tiêu thụ, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ tiếp tục duy trì cơ cấu tương tự các năm gần đây, với tỷ trọng tiêu thụ nội địa chiếm khoảng 68–70% và xuất khẩu 30–32% tổng sản lượng tiêu thụ. Thị trường xuất khẩu chính của DPR vẫn là Hàn Quốc, Liên bang Nga, EU và Mỹ, nơi nhu cầu cao su phục vụ sản xuất lốp ô tô và công nghiệp chế biến tiếp tục duy trì ổn định.

- **Thị trường nội địa**, nhu cầu được dự báo ổn định, chủ yếu đến từ các doanh nghiệp sản xuất lốp và gang tay y tế, giúp DPR giữ mức tiêu thụ trong nước quanh 70% tổng sản lượng, đảm bảo khả năng tiêu thụ ổn định ngay cả trong bối cảnh biến động giá cao su toàn cầu.
- **Thị trường xuất khẩu** được kỳ vọng ổn định, hưởng lợi từ đà phục hồi của ngành ô tô tại các quốc

gia mà DPR đang xuất khẩu chính như Hàn Quốc, Liên bang Nga, EU và Mỹ.

Mảng khu công nghiệp – Động lực tăng trưởng chính

Trong giai đoạn 2025–2030, chúng tôi kỳ vọng mảng KCN sẽ trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DPR, khi hai dự án mở rộng Bắc Đồng Phú (BDP-MR) và Nam Đồng Phú (NDP-MR) lần lượt bước vào giai đoạn khai thác.

- **KCN Bắc Đồng Phú mở rộng:** Dự án dự kiến hoàn tất thủ tục pháp lý, báo cáo đánh giá tác động môi trường (ĐTM) và nghĩa vụ tài chính về đất trong năm 2025, qua đó bắt đầu cho thuê từ năm 2027. Giá cho thuê khởi điểm ước đạt khoảng 71 USD/m², với mức tăng giá trung bình 2%/năm trong suốt chu kỳ khai thác.
- **KCN Nam Đồng Phú mở rộng:** Dự án đang được đẩy mạnh công tác giải phóng mặt bằng và hoàn thiện hồ sơ pháp lý trong năm 2026, dự kiến bắt đầu cho thuê từ năm 2028. Mức giá cho thuê ban đầu ước tính đạt 72 USD/m², tương đương với mặt bằng chung tại khu vực Bình Phước nhưng có dư địa tăng giá nhờ vị trí thuận lợi và kết nối các tuyến giao thông chính.

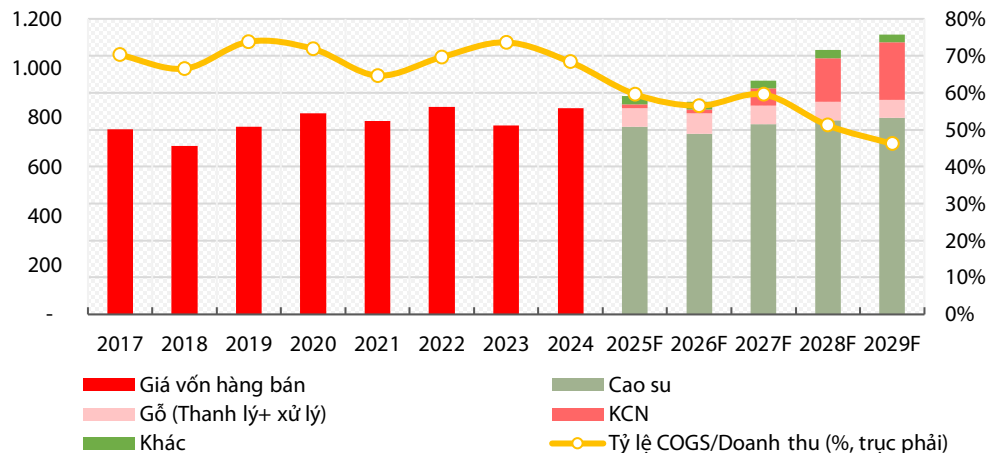
Với tiến độ trên, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng KCN sẽ bắt đầu ghi nhận đáng kể từ 2026, tăng mạnh trong giai đoạn 2027–2029, qua đó đóng góp tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu lợi nhuận của DPR và giúp cải thiện biên lợi nhuận tổng thể của doanh nghiệp.

Các mảng khác: Chúng tôi cho rằng mảng thanh lý cây của DPR sẽ ghi nhận biến động theo chu kỳ, với giai đoạn 2026–2028 là vùng trũng do diện tích trồng mới giai đoạn 2001–2003 thấp. Biên lợi nhuận dự kiến duy trì cao trên 60%. Các mảng khác như chuyển nhượng đất và bồi thường khi thu hồi đất được kỳ vọng đóng góp tích cực vào doanh thu. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án Tiến Hưng 1 (64 ha) có thể hoàn tất đấu giá lại trong 2025, mang về khoảng 56 tỷ đồng. Trong khi trung và dài hạn, [tổng giá trị bồi thường tiềm năng](#) có thể đạt hơn 1.900 tỷ đồng cho giai đoạn 2025–2030, tuy nhiên chúng tôi chưa đưa vào giả định về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp do chưa có thông tin đầy đủ về tiến độ.

Giá vốn hàng bán (COGS)

Về cơ cấu chi phí, theo ước tính của chúng tôi mảng cao su tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá vốn của DPR, trong đó chủ yếu là chi phí nhân công. Như đã phân tích ở phần ngành, khai thác mủ cao su là lĩnh vực [thâm dụng lao động](#), và hiện tại ít có khả năng cắt giảm chi phí lao động do phải duy trì mức lương đủ cạnh tranh để ổn định lực lượng sản xuất và chất lượng mủ khai thác.

Hình 2: Giá vốn hàng bán của DPR



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

Trong giai đoạn 2025–2029, giá vốn hàng bán của DPR dự kiến tăng nhẹ, phản ánh sự đóng góp thêm từ mảng khu công nghiệp kể từ năm 2026, khi chi phí thuê đất và san lấp được hạch toán tương ứng với diện tích cho thuê trong kỳ. Do đó, tỷ lệ COGS/doanh thu được kỳ vọng giảm từ ~60% năm 2025 xuống

còn khoảng 46% năm 2029, nhờ biên lợi nhuận có phần tốt hơn từ mảng KCN, qua đó giúp nâng dần biên lợi nhuận gộp toàn công ty trong trung hạn.

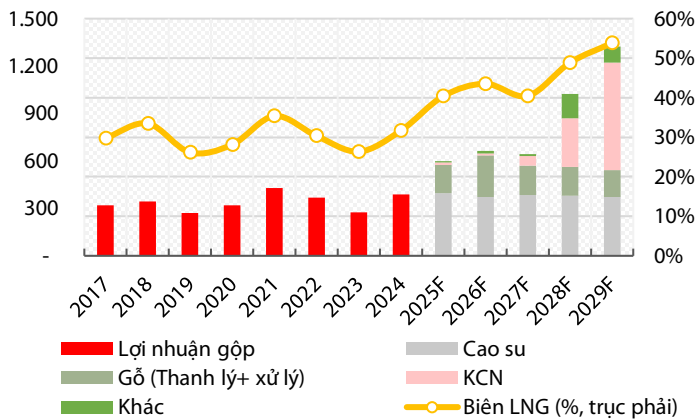
Lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp (GPM)

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của DPR trong năm 2025 sẽ cải thiện nhẹ so với cùng kỳ, đạt 40%, chủ yếu nhờ: 1/ giá cao su duy trì ở mức tích cực, với giá bán bình quân ước đạt khoảng 48 triệu đồng/tấn; 2/ đóng góp lớn hơn từ của mảng thanh lý cây (có biên gộp cao, trên 60%) khi diện tích thanh lý đạt hơn 459 ha. Bước sang năm 2026, biên gộp dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện lên 44%, do giá bán cao su ổn định và sản lượng gỗ thanh lý đến từ diện tích làm khu công nghiệp.

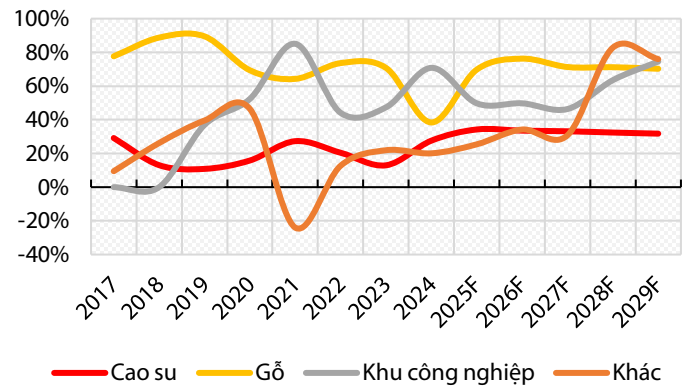
Từ năm 2027 trở đi, biên gộp của DPR được kỳ vọng duy trì trên 40% (nhờ đóng góp mới từ mảng khu công nghiệp với biên lợi nhuận cao hơn) và lần lượt đạt 40% năm 2027, 49% năm 2028 và 54% năm 2029. Đáng chú ý, biên lợi nhuận năm 2029 dự kiến tăng mạnh không chỉ nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn từ khu công nghiệp, mà còn do ghi nhận khoản đền bù thu hồi đất từ các cụm công nghiệp Tân Lập và Thuận Phú, với tổng diện tích khoảng 90 ha và đơn giá đền bù ước tính 0,98 tỷ đồng/ha.

Hình 3: Lợi nhuận gộp của DPR (tỷ đồng)



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

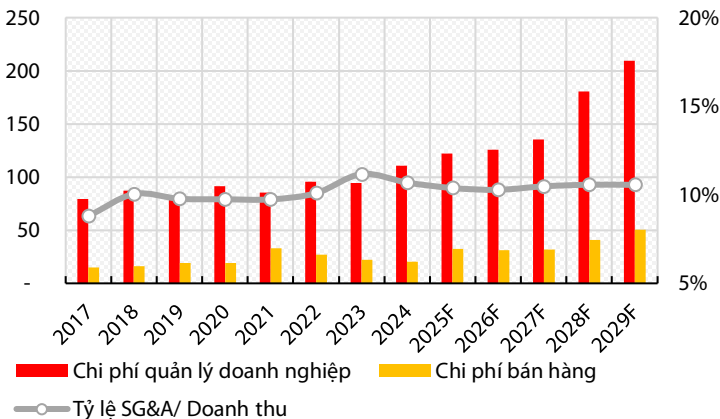
Hình 4: Biên gộp từng mảng kinh doanh của DPR (%)



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

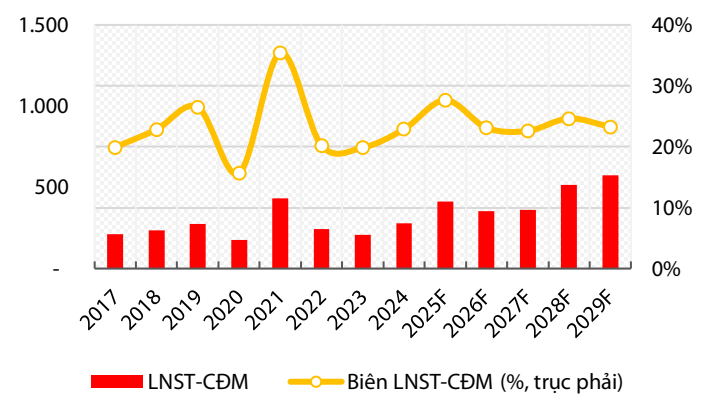
Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu của DPR được kỳ vọng duy trì ổn định quanh mức 10–11% trong giai đoạn 2025–2029.

Hình 5: Chi phí BH & QLDN



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ



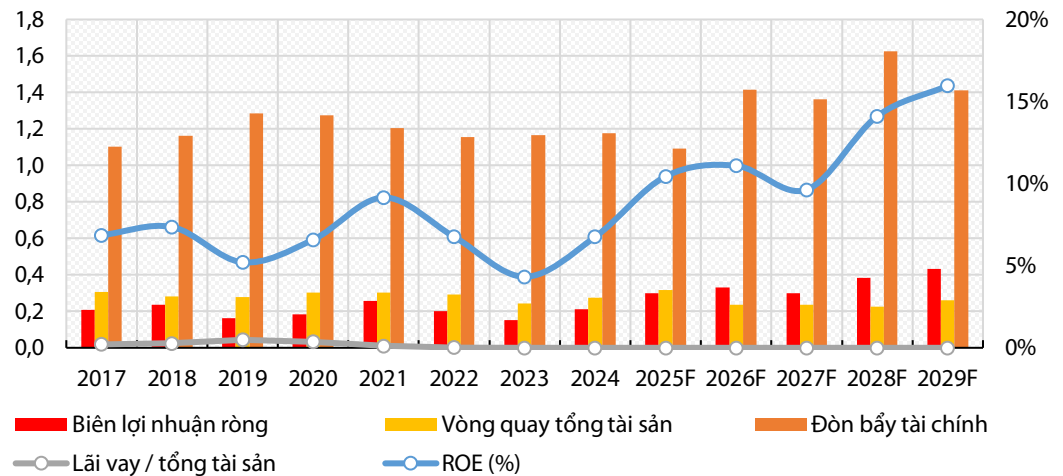
Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Trên cơ sở đó, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐM) của DPR được kỳ vọng tăng trưởng ổn định, từ 411 tỷ đồng năm 2025 lên khoảng 573 tỷ đồng vào năm 2029, tương ứng CAGR đạt khoảng 8,6%/năm. Biên lợi nhuận ròng theo đó dao động trong khoảng từ 23% - 28% trong giai đoạn 2025 - 2029.

Hiệu quả sử dụng vốn

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của Công ty sẽ tăng trưởng rõ nét trong giai đoạn 2026–2029 và đạt 16%, nhờ sự cải thiện của: 1/ Biên lợi nhuận ròng cải thiện đáng kể (từ 30% năm 2025 lên 43% năm 2029) nhờ sự đóng góp của mảng khu công nghiệp có biên cao, cùng khoản thu từ đền bù đất tại CCN Tân Lập và Thuận Phú; 2/ Cơ cấu tài sản được tối ưu, giúp vòng quay tổng tài sản duy trì ổn định ở mức 0,2–0,3 lần.

Hình 7: Phân tích tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont

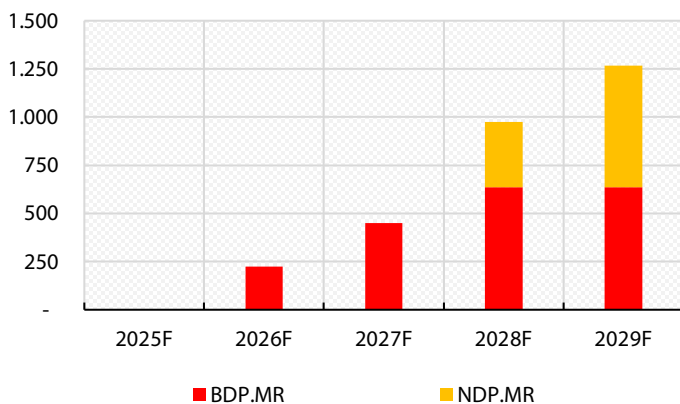


Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Ghi chú: ROE, Lãi vay / tổng tài sản (%), (trục trái); Biên lợi nhuận ròng, Vòng quay tài sản, Đòn bẩy tài ch (trục phải)

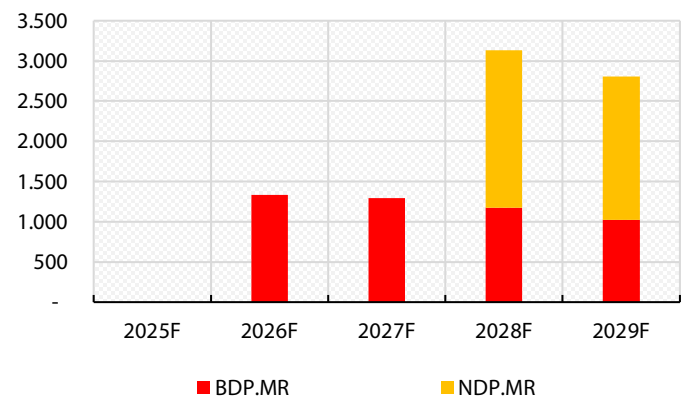
Điểm nổi bật về tài sản

Hình 8: Xây dựng cơ bản dở dang



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Chi phí trả trước



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Về **xây dựng cơ bản dở dang và chi phí trả trước**, chúng tôi ước tính gia tăng từ năm 2025–2029, chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư trở lại mảng khu công nghiệp sau thời gian dài gián đoạn. Cụ thể, giá trị xây dựng cơ bản dở dang dự kiến đạt khoảng 1.267 tỷ đồng vào năm 2029.

Bên cạnh đó, chi phí trả trước dài hạn cũng được dự báo tăng dần từ năm 2026, phản ánh chi phí bồi

thường, giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất cho hai KCN nói trên. Việc mở rộng quy mô đầu tư này được kỳ vọng sẽ tạo nền tảng cho sự tăng trưởng trung hạn của DPR từ sau 2026, khi cả hai dự án lần lượt bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê đất và dịch vụ hạ tầng.

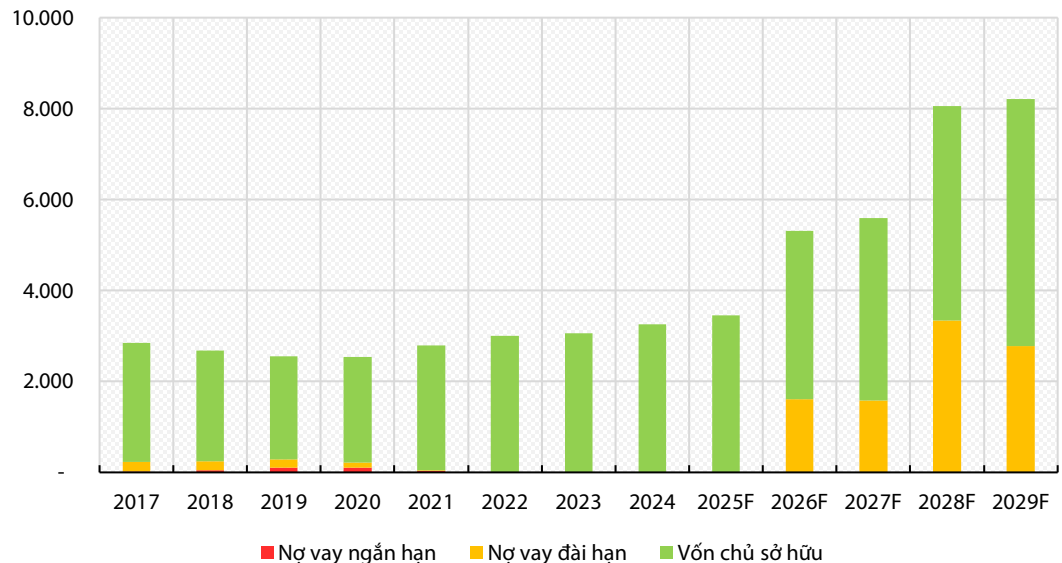
Nợ vay

Về cơ cấu nợ vay, DPR duy trì đòn bẩy tài chính thấp, gần như không sử dụng nợ vay trong giai đoạn 2021–2024. Tuy nhiên, bước sang chu kỳ đầu tư mới cho các dự án khu công nghiệp, chúng tôi ước tính nợ vay dài hạn sẽ gia tăng trở lại từ năm 2026, chủ yếu để đóng tiền sử dụng đất và triển khai hạ tầng cho KCN Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR. Cụ thể, dư nợ dài hạn dự kiến đạt khoảng 1.605 tỷ đồng năm 2026, sau đó tăng lên 3.347 tỷ đồng năm 2028, trước khi giảm dần khi các dự án hoàn tất giai đoạn đầu tư và bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê.

Vốn lưu động

Chúng tôi giả định DPR sẽ duy trì nền tảng tài chính lành mạnh và dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và bổ sung thêm từ mảng KCN, chúng tôi cho rằng Công ty có đủ khả năng tự tài trợ vốn lưu động trong trung hạn.

Hình 10: Dự phóng tổng nợ



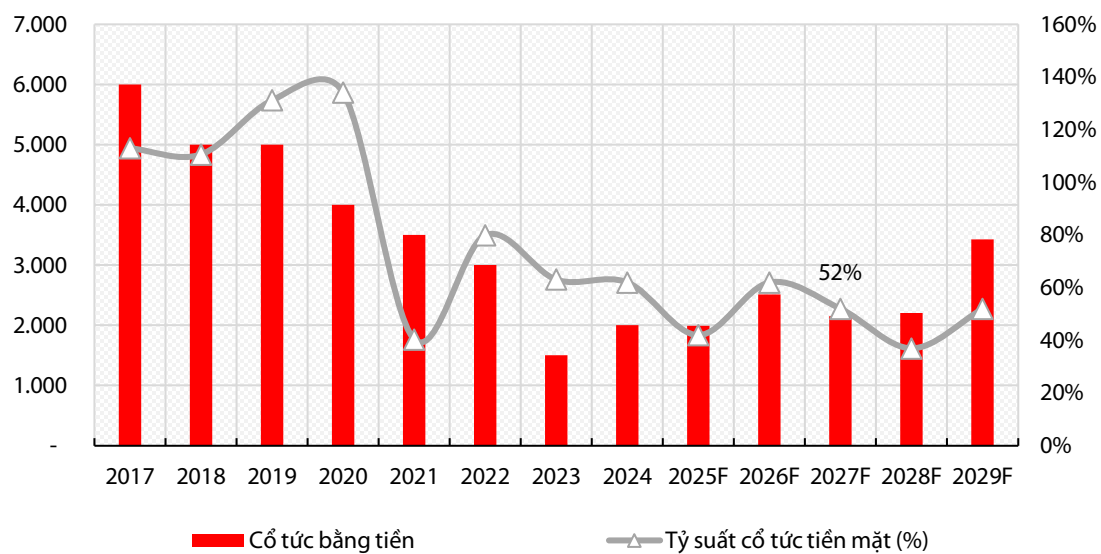
Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức

DPR là một trong những doanh nghiệp cao su quốc doanh duy trì chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn trong nhiều năm. Giai đoạn 2017–2024, tỷ suất cổ tức (cổ tức tiền mặt/EPS) dao động trong khoảng 40–130%, tương ứng mức chi trả 1.500–6.000 đồng/cp.

Năm 2025, theo Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên tổ chức vào tháng 6, DPR đã thông qua mức cổ tức tối thiểu là 13,33% vốn điều lệ, tương đương 1.333 đồng/cổ phiếu. Mức cổ tức này cho thấy định hướng duy trì chính sách chia cổ tức tiền mặt ổn định, tuy nhiên tỷ trọng có phần giảm so với các năm trước thể hiện sự thận trọng của Ban lãnh đạo trước những bất ổn từ môi trường kinh doanh toàn cầu, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến thuế quan từ thị trường Mỹ. Giai đoạn 2026–2029, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức/LNST-CĐM của DPR sẽ dao động 37%–62%. Một số năm, Công ty có thể giữ lại lợi nhuận để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính liên quan đến khu công nghiệp; tuy vậy, triển vọng về tỷ suất cổ tức nhìn chung được củng cố khi mảng KCN đóng góp ngày càng lớn, qua đó tạo dư địa cho tỷ suất cổ tức cải thiện theo chu kỳ cho thuê và ghi nhận

Hình 11: Chính sách cổ tức của DPR giai đoạn 2017 – 2029F



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của DPR (Tỷ đồng)

KQ HĐKD	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Doanh thu thuần	1.217	1.211	1.041	1.225	1.487	1.527	1.594	2.098	2.461
Giá vốn	-787	-844	-767	-836	-887	-863	-949	-1.073	-1.136
Lãi gộp	430	367	274	388	601	665	645	1.025	1.325
Chi phí bán hàng	-33	-27	-22	-20	-32	-31	-32	-41	-50
Chi phí quản lý	-86	-95	-94	-111	-122	-126	-135	-181	-210
Thu nhập từ HĐTC	47	68	120	98	77	123	178	212	202
Chi phí tài chính	-7	-2	-6	-9	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	225	38	30	58	20	26	23	163	111
Lãi/lỗ từ LDLK	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	577	349	302	404	543	657	680	1.178	1.378
Thuế TNDN	-105	-61	-50	-58	-105	-126	-131	-203	-253
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	43	45	65	27	178	188	458	552
LNST-CĐM	431	244	207	280	411	353	360	517	573
EBITDA	436	374	289	394	527	592	562	885	1.147

Nguồn: DPR, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 4: Bảng cân đối kế toán của DPR (Tỷ đồng)

BẢNG CĐKT	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tiền	593	311	320	326	502	388	357	223	304
Đầu tư tài chính ngắn hạn	698	1.209	1.303	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545
Các khoản phải thu	54	81	108	88	119	123	128	168	197
Tồn kho	214	194	164	151	167	2.169	2.549	5.170	5.272
Tài sản ngắn hạn khác	59	90	111	86	135	138	145	190	223
Tài sản cố định hữu hình	1.764	1.729	1.737	1.730	1.647	1.562	1.477	1.393	1.310
Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1	2	2	2	3	4
Đầu tư tài chính dài hạn	141	124	119	170	170	170	170	170	170
Tài sản dài hạn khác	508	425	395	386	386	386	386	386	386
TỔNG TÀI SẢN	4.032	4.165	4.258	4.483	4.673	6.483	6.758	9.249	9.411
Tiền hàng phải trả & ứng trước	333	224	195	222	236	229	252	285	302
Khách hàng trả trước	33	6	6	10	10	10	10	10	10
Vay và nợ ngắn hạn	29	5	0	0	0	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	25	0	0	0	0	1.605	1.588	3.347	2.771
Trái phiếu chuyển đổi	800	874	965	972	906	877	848	819	790
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	70	64	38	24	71	62	56	76	93
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.290	1.174	1.204	1.228	1.223	2.784	2.754	4.537	3.966
Vốn đầu tư của CSH	622	622	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	373	433	373	378	504	540	621	818	942
Khoản thu nhập khác	60	75	96	135	135	135	135	135	135
Quỹ đầu tư phát triển	1.137	1.177	810	874	915	950	986	1.038	1.095
TỔNG VỐN	2.192	2.308	2.350	2.457	2.624	2.696	2.813	3.062	3.243
Lợi ích cổ đông thiểu số	551	683	704	798	825	1.003	1.192	1.650	2.202

Nguồn: DPR, CTCK Rông Việt ước tính

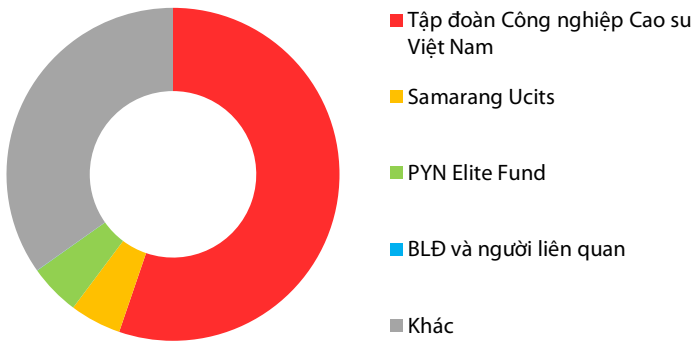
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Công ty

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (DPR) được thành lập vào năm 1981, trực thuộc Tổng cục Cao su Việt Nam. Doanh nghiệp kế thừa lịch sử hoạt động từ đồn điền Thuận Lợi – một trong những đồn điền cao su lâu đời nhất Việt Nam, do Công ty Michelin – Pháp thành lập vào khoảng năm 1927. Trong suốt giai đoạn đầu, DPR hoạt động theo mô hình doanh nghiệp nhà nước, tập trung vào khai thác và quản lý vườn cây cao su tại Sông Bé (nay là Bình Phước).

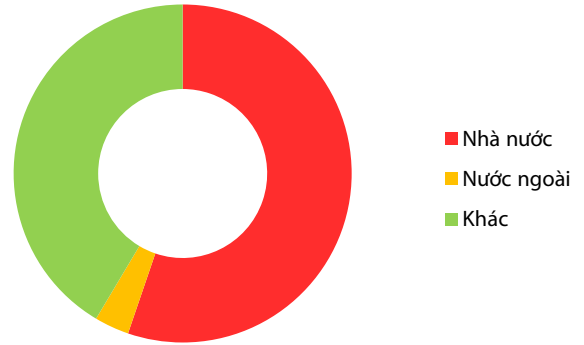
Về cơ cấu sở hữu, DPR hiện thuộc nhóm doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) với tỷ lệ sở hữu hơn 55%. Bên cạnh đó, công ty cũng thu hút sự tham gia của một số quỹ đầu tư nước ngoài (Samarang UCITS, PYN Elite Fund,...) cùng với sự đồng hành của ban lãnh đạo và người có liên quan. Tính đến hiện tại, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại DPR chỉ ở mức 3,32%.

Hình 12: Cơ cấu cổ đông lớn của DPR



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Lịch sử hình thành

Giai đoạn 2005 – 2007: Cổ phần hóa và niêm yết trên HOSE

Đến năm 2005, tổng diện tích vườn cây do DPR quản lý đạt 9.137 ha. Năm 2006 công ty chính thức chuyển đổi mô hình hoạt động sang Công ty Cổ phần. Ngày 28/12/2006, DPR chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với vốn điều lệ 400 tỷ đồng. Năm 2007, DPR thực hiện niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán DPR và công ty bắt đầu triển khai chiến lược mở rộng diện tích trồng mới ra ngoài địa bàn tỉnh Bình Phước, bao gồm các khu vực như Đắk Nông và Campuchia, với diện tích khai hoang ban đầu khoảng 4.000 ha và mở rộng lên đến 10.000 ha.

Giai đoạn 2008 – 2010: Mở rộng sang lĩnh vực khu công nghiệp và tăng vốn điều lệ

Không dừng lại ở lĩnh vực cao su truyền thống, DPR bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực khu công nghiệp với việc tham gia góp vốn thành lập Công ty CP Đầu tư Khu dân cư và Công nghiệp Bắc Đồng Phú vào năm 2008. Tại thời điểm đó, DPR nắm giữ 51% cổ phần và đảm nhiệm vai trò quản lý hai khu công nghiệp lớn tại Bình Phước, bao gồm khu Nam Đồng Phú và khu dân cư Cao su Đồng Phú. Năm 2010, các khu công nghiệp và khu dân cư do DPR đầu tư chính thức được đưa vào khai thác thương mại, mở ra nguồn thu mới bên cạnh lĩnh vực cao su truyền thống. Song song đó, vào tháng 5/2010, DPR thực hiện thay đổi giấy đăng ký kinh doanh lần 3, nâng vốn điều lệ lên 380,01 tỷ đồng.

Giai đoạn 2011 – 2017: Mở rộng vùng trồng trong và ngoài nước

Sau khi hoàn tất giai đoạn khai hoang, DPR tập trung phát triển vùng nguyên liệu tại Campuchia và Đắk Nông. Đến năm 2014, tổng diện tích trồng mới tại Campuchia đạt 6.300 ha, tại Đắk Nông đạt 935 ha. Năm

2017, công ty đã đưa vào khai thác khoảng 43% diện tích tại Campuchia và 65% tại Đắk Nông, từng bước nâng cao sản lượng và hiệu quả hoạt động của mảng cao su.

Giai đoạn 2018 – 2021: **Củng cố vị thế và tối ưu hóa mô hình kinh doanh**

DPR là một trong những đơn vị tiên phong trong hệ sinh thái Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) triển khai mô hình tích hợp giữa phát triển Khu công nghiệp và cây cao su tại Bình Phước. Tháng 6/2021, DPR thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu thưởng, nâng vốn điều lệ lên 1.052,8 tỷ đồng.

Giai đoạn 2022 đến nay: **Tái cấu trúc tài sản**

Nhằm tái cấu trúc tài sản và chuyên môn hóa hoạt động đầu tư hạ tầng khu công nghiệp, năm 2023, DPR thành lập Công ty Cổ phần Doruco – đơn vị phụ trách phát triển các dự án khu công nghiệp. Trong năm 2023 và 2024, Doruco tiến hành đầu tư vào các hạng mục hạ tầng kỹ thuật quan trọng và chính thức được chấp thuận chủ trương đầu tư mở rộng KCN Bắc Đồng Phú tại xã Tân Lập, tỉnh Bình Phước. Năm 2025, DPR tiếp tục được chấp thuận chủ trương đầu tư mở rộng KCN Nam Đồng Phú. Đây được xem là giai đoạn khởi đầu cho chu kỳ tăng trưởng mới của DPR.

Bảng 5: Quá trình hình thành và phát triển của DPR

Năm	Sự kiện
21/05/1981	➢ Công ty Cao su Đồng Phú trực thuộc Tổng cục Cao su Việt Nam.
13/11/2006	➢ Bộ NN&PTNT ban hành Quyết định số 3441/QĐ-BNN-ĐMDN chuyển doanh nghiệp nhà nước Công ty Cao su Đồng Phú thành Công ty Cổ phần.
28/12/2006	➢ Công ty Cao su Đồng Phú chính thức hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần, với Giấy CNĐKKD số 4403000069 do Sở KHĐT tỉnh Bình Phước cấp.
30/11/2007	➢ Cổ phiếu Công ty được niêm yết tại Sở GDCK TP.HCM với mã chứng khoán DPR, vốn điều lệ 400 tỷ đồng, khối lượng niêm yết 10 triệu cổ phiếu.
05/2010	➢ Thay đổi đăng ký kinh doanh lần 3, nâng vốn điều lệ lên 380,01 tỷ đồng.
12/07/2018	➢ DPR hoàn tất thủ tục thay đổi ngành nghề kinh doanh phù hợp với Luật Doanh nghiệp 2014 và ngành nghề kinh doanh theo hệ thống ngành kinh tế Việt Nam.
01/2021	➢ Trong tháng 6/2021, DPR chia cổ tức bằng cổ phiếu, nâng vốn điều lệ lên 1.052,8 tỷ đồng;
2023	➢ Thành lập CTCP Doruco – đơn vị chuyên quản lý và phát triển mảng khu công nghiệp, góp phần vào định hướng tái cấu trúc tài sản của DPR.
2024	➢ Ngày 24/06/2024, Doruco được UBND tỉnh Bình Phước chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng

Nguồn: DPR, CTCK Rông Việt

Cấu trúc doanh nghiệp

DPR hiện nắm giữ hệ thống công ty con và công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực cao su, khu công nghiệp và chế biến gỗ. Trong đó, nổi bật là CTCP KCN Bắc Đồng Phú (51%), CTCP Cao su Kỹ thuật Đồng Nai (76,8%) và CTCP Cao su Đồng Phú Kratie (58,4%). Ngoài ra, công ty còn góp vốn tại một số đơn vị cao su khác ở Kon Tum, Lào Cai, Bình Phước, cũng như lĩnh vực dịch vụ du lịch và khách sạn.

Bảng 6: Hệ thống công ty con, công ty liên kết

Tên Công ty	Địa điểm	Ngành nghề kinh doanh	Tỷ lệ biểu quyết (%)
Công ty con			
CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Đồng Nai	Kinh doanh hạ tầng KCN	51,00%
CTCP Cao su Kỹ thuật Đồng Nai	Đồng Nai	Sản xuất mù cao su	76,83%
CTCP Cao su Đồng Phú Kratie	Đồng Nai	Trồng, khai thác & chế biến mù cao su	58,37%
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			
CTCP Thương mại Dịch vụ & Du lịch Cao su	Quảng Ninh	Kinh doanh khách sạn	5,39%

CTCP Đầu tư Xây dựng Cao su Phú Thịnh	Đồng Nai	Trồng, khai thác & chế biến mủ cao su	0,2%
CTCP Cao su Sa Thầy	Kon Tum	Trồng, khai thác & chế biến mủ cao su	10,21%
CTCP Cao su Dầu Tiếng Lào Cai	Lào Cai	Sản xuất, thu mua mủ & chế biến cao su	11,7%
CTCP BOT Bình Phước	Đồng Nai	Sản xuất, thu mua mủ & thu phí đường bộ	11,32%

Các Đơn vị trực thuộc không có tư cách pháp nhân hạch toán phụ thuộc

Chi nhánh Chế biến Gỗ - Cao su Đồng Phú	Đồng Nai	Chế biến gỗ
---	----------	-------------

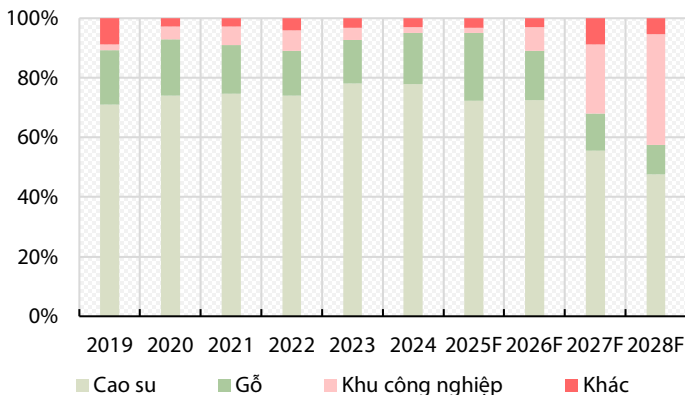
Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Tổng quan hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

CTCP Cao su Đồng Phú (DPR) hiện hoạt động tập trung vào ba mảng kinh doanh chính. Đầu tiên là **mảng cao su** tự nhiên, bao gồm trồng, khai thác và chế biến mủ cao su. Đây là mảng kinh doanh truyền thống, đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Sản phẩm chủ yếu gồm các dòng SVR (SVR 3L, SVR 10, SVR CV60), tiêu thụ tại thị trường nội địa và xuất khẩu sang các thị trường như: Hàn Quốc, Nga, EU và USA. Bên cạnh đó, nhằm nâng cao giá trị sử dụng quỹ đất cao su và đón đầu xu hướng công nghiệp hóa tại Bình Phước, DPR đã mở rộng sang mảng khu công nghiệp (KCN). Trước đây, DPR đã triển khai 2 KCN tại Bình Phước gồm KCN Bắc Đồng Phú (189 ha) và KCN Nam Đồng Phú (69 ha); cả hai hiện đã lấp đầy. Ngoài ra, DPR còn đầu tư khu dân cư Cao su Đồng Phú quy mô 38 ha nằm liền kề KCN Bắc Đồng Phú. Song song đó, doanh thu của Công ty còn được đóng góp bởi các mảng thanh lý cây, chế biến gỗ cao su và một số dịch vụ khác, vừa tận dụng nguồn lực sẵn có, vừa bổ sung vốn cho tái canh cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

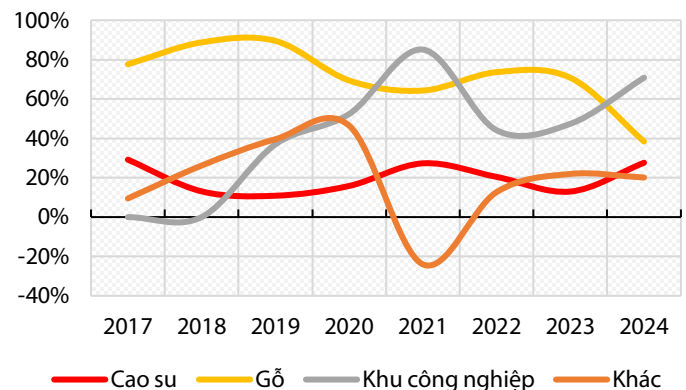
Trong giai đoạn 2017–2024, doanh thu của DPR dao động quanh mức 1.000–1.200 tỷ đồng/năm, với cơ cấu đóng góp chủ yếu từ mảng cao su (chiếm khoảng 70–80% tổng doanh thu). Mảng gỗ thanh lý đóng góp ổn định 15–20% doanh thu, đóng vai trò nguồn thu bổ trợ quan trọng nhờ biên lợi nhuận gộp luôn duy trì ở mức cao (trên 70%). Trong khi đó, mảng khu công nghiệp (KCN) bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2019, với tỷ trọng ngày càng gia tăng từ mức 5% năm 2019 lên khoảng 7% năm 2024, đồng thời đạt biên lợi nhuận gộp vượt trội (50–85%). Nhóm dịch vụ và mảng khác chiếm tỷ trọng không đáng kể (<5%), chủ yếu mang tính bổ trợ. Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp toàn công ty biến động mạnh do phụ thuộc vào giá mủ cao su, nhưng xu hướng dài hạn đang dịch chuyển sang ổn định hơn khi DPR mở rộng tỷ trọng mảng KCN và duy trì nguồn thu gỗ thanh lý.

Hình 14: Cơ cấu doanh thu



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 15: GPM các mảng kinh doanh của DPR



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

1. Mảng cao su

DPR hiện xây dựng được chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành cao su, bao gồm 06 nông trường, 03 nhà máy chế biến mủ và một chi nhánh chế biến gỗ. Mô hình này giúp công ty kiểm soát toàn bộ quy trình từ đầu vào (trồng, chăm sóc, khai thác mủ cao su) đến đầu ra (chế biến cao su thành phẩm và tận dụng gỗ sau thanh lý). Nhờ đó, DPR vừa nâng cao hiệu quả sử dụng đất và cây trồng, vừa đảm bảo chất lượng sản phẩm đồng đều,

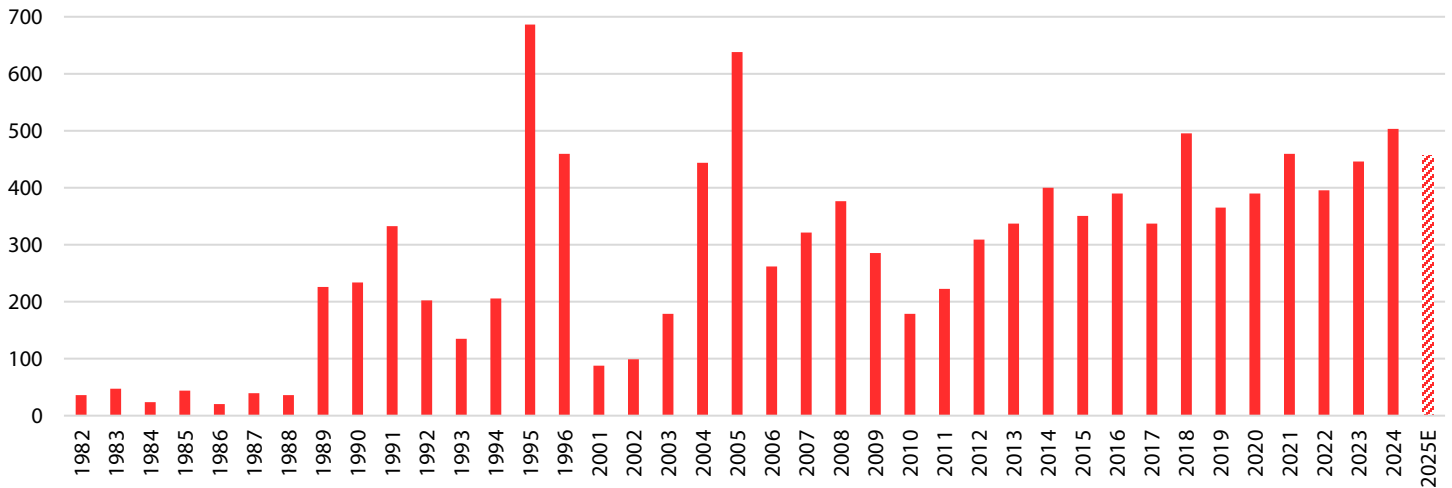
đáp ứng nhu cầu đa dạng của thị trường trong và ngoài nước.

Quy mô và hoạt động sản xuất

Hiện tại, DPR quản lý tổng diện tích đất cao su khoảng 16.700 ha, phân bố tại Bình Phước, Đắk Nông và Kratie (Campuchia). Trong đó, riêng tại Bình Phước, diện tích đưa vào khai thác đạt khoảng 6.300 ha, cùng với gần 1.000 ha đang trong giai đoạn kiến thiết cơ bản. Cơ cấu diện tích này tạo nên sự cân bằng giữa vườn cây đã cho khai thác, vườn cây trưởng thành và diện tích tái canh, qua đó đảm bảo sản lượng ổn định trong trung hạn.

Trong hơn ba thập kỷ qua, DPR liên tục mở rộng diện tích trồng mới, với tốc độ tăng mạnh nhất giai đoạn 1995–1996 và 2004–2005 (khoảng 600–700 ha/năm). Từ 2010 đến nay, diện tích trồng mới duy trì mức ổn định hơn, dao động quanh 300–500 ha/năm. Xu hướng này cho thấy công ty đã hình thành cơ cấu vườn cây đa dạng về độ tuổi, vừa đảm bảo sản lượng hiện tại, vừa duy trì tiềm năng khai thác ổn định trong tương lai.

Hình 16: Diện tích trồng mới của DPR (ha)



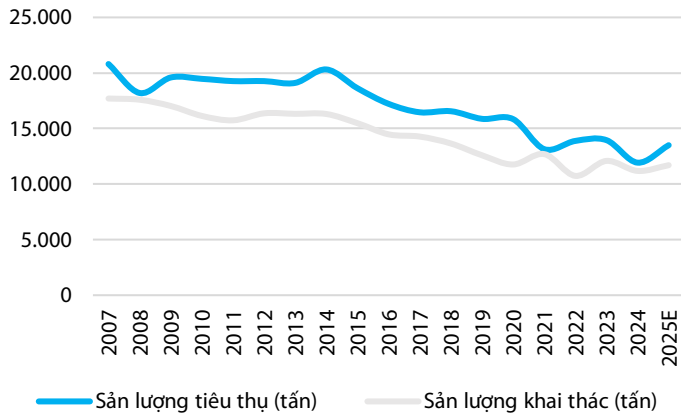
Nguồn: DPR, CTCK Rông Việt tổng hợp

Cùng với quá trình mở rộng diện tích trồng mới trong những năm 1995–1996 và 2004–2005, DPR đã đặt nền móng cho một giai đoạn tăng sản lượng mủ sau đó. Nhiều diện tích trồng mới đã bắt đầu cho khai thác sau giai đoạn kiến thiết cơ bản, góp phần đẩy sản lượng mủ của DPR lên cao trong giai đoạn 2007–2014, khi nhu cầu cao su toàn cầu đang trong xu hướng hồi phục, đặc biệt các ngành sản xuất ô tô, sắm lốp gia tăng nhu cầu với nguyên liệu cao su tự nhiên, đẩy nhu cầu nhập khẩu của các thị trường như Mỹ, Hàn Quốc, Nga... từ đó hỗ trợ việc hấp thụ sản lượng xuất khẩu của DPR.

Tuy nhiên, từ năm 2015 trở đi, diễn biến ảnh hưởng kép bắt đầu xuất hiện: một phần diện tích vườn cây bước vào độ tuổi khó khai thác (5 năm cuối của [vòng đời cây cao su](#)), khi chiều cao miệng cạo ngày càng lớn khiến việc khai thác khó khăn hơn và năng suất giảm dần; đồng thời, diện tích kiến thiết cơ bản trong giai đoạn 2009–2011 giảm cũng làm thu hẹp diện tích có thể đưa vào khai thác trong giai đoạn sau. Trong giai đoạn 2022–2024, sản lượng khai thác của DPR duy trì ở mức khoảng 10.000–13.000 tấn/năm.

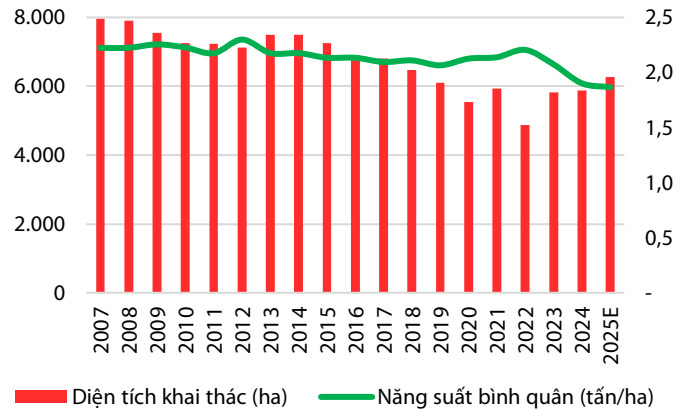
Về năng suất, DPR hiện duy trì mức bình quân 5 năm khoảng 2,08 tấn/ha, vượt hơn năng suất bình quân ngành cao su tại các công ty con của VRG, vốn thường dao động trong khoảng 1,4–1,5 tấn/ha. Sau “vùng trũng” giai đoạn 2022–2023, diện tích khai thác của DPR trong 2 năm gần đây đang phục hồi và ổn định ở mức ~ 6.000 ha/năm, cho thấy công ty đang luân chuyển vườn cây hợp lý và duy trì năng lực khai thác ổn định cho giai đoạn trung hạn.

Hình 17: Sản lượng khai thác và tiêu thụ của DPR



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 18: Diện tích (ha, trục trái) và năng suất khai thác (trục phải)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hoạt động chế biến và cơ cấu sản phẩm

Mủ cao su được thu hoạch từ cây chủ yếu ở dạng lỏng hoặc đông tụ, rất khó bảo quản lâu dài nếu không được xử lý kịp thời. Vì vậy, việc sở hữu hệ thống nhà máy chế biến mủ ngay tại vườn cây là một lợi thế quan trọng của DPR so với các hộ tiểu điền. Công ty hiện có chuỗi sản xuất khép kín từ khâu trồng trọt, thu hoạch đến chế biến, giúp kiểm soát chất lượng nguyên liệu đầu vào và ổn định chất lượng đầu ra.

Hiện tại, DPR vận hành 3 cơ sở chế biến chính với tổng công suất thiết kế trên 22.000 tấn/năm, gồm:

- Nhà máy chế biến mủ Tân Lập (công suất 6.000 tấn/năm) chuyên sản xuất latex HA/LA.
- Xí nghiệp chế biến mủ Thuận Phú (công suất 16.000 tấn/năm), chế biến các dòng mủ khối như SVR L, SVR 3L, SVR 10, SVR 20, SVR 50, SVR 60.
- Nhà máy chế biến mủ Tân Hưng (quy mô nhỏ hơn, hỗ trợ chế biến mủ tạp và bổ trợ cho khu vực Đồng Phú).

Đặc biệt, mùa rụng lá (thường rơi vào quý I hằng năm) là giai đoạn DPR phải tạm dừng khai thác mủ, nhưng nhờ có hệ thống chế biến và dự trữ, công ty vẫn duy trì được nguồn sản phẩm để cung ứng ra thị trường.

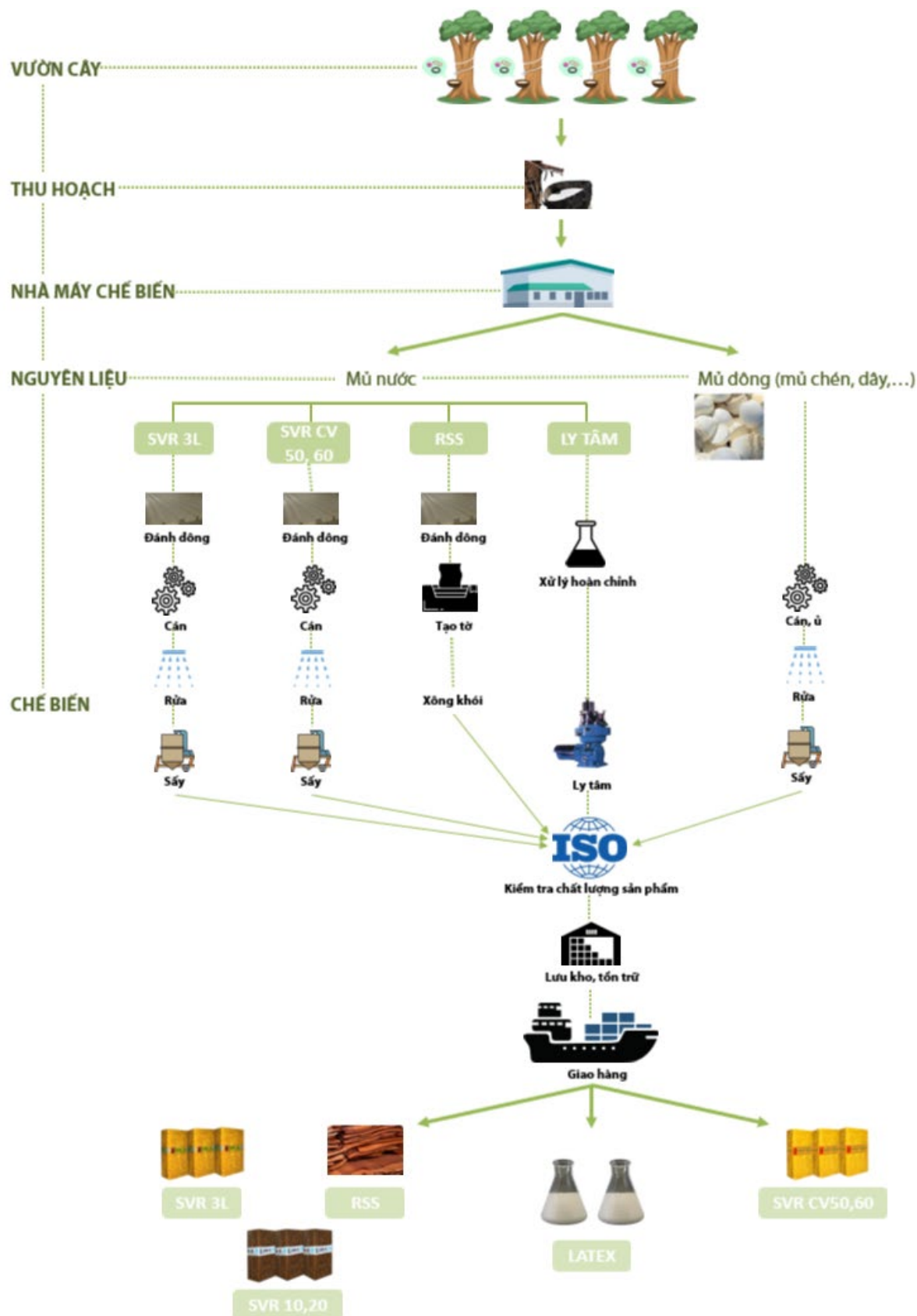
Bảng 7: Các nhà máy chế biến mủ của DPR

Nhà máy	Công suất thiết kế (Tấn/năm)	Loại mủ chế biến
Nhà máy chế biến mủ Tân Lập	6.000	Latex HA/LA
Xí nghiệp chế biến mủ Thuận Phú	16.000	Mủ khối SVR L, SVR 3 L, SVR 10, SVR 20, SVR 50, SVR 60
Nhà máy chế biến mủ Tân Hưng	3.000	Mủ tờ RSS

Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

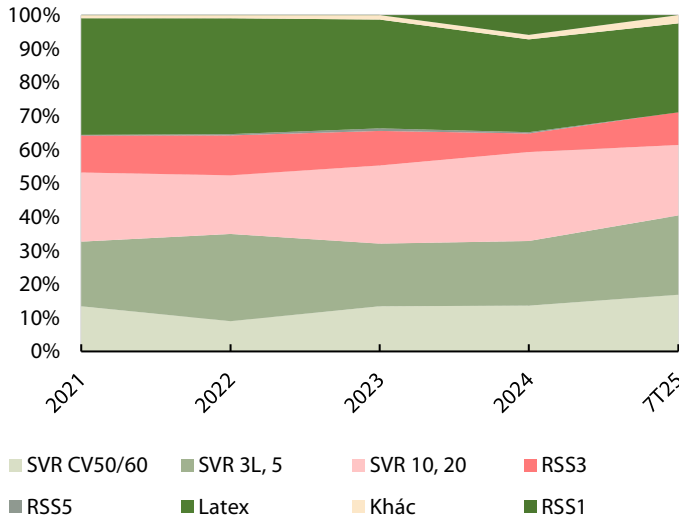
Các sản phẩm cao su thiên nhiên phổ biến được chế biến hiện nay gồm: cao su khối định chuẩn kỹ thuật (SVR 3L, SVR 10, SVR 20, SVR CV50, SVR CV60), cao su tờ xông khói (RSS), latex cô đặc và crepe (crep). Đây là nguồn nguyên liệu thiết yếu cho nhiều ngành công nghiệp và đời sống, trong đó riêng ngành sản xuất lốp xe chiếm khoảng 70% nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu. Ngoài ra, cao su còn được sử dụng trong sản xuất găng tay, đế giày, băng tải, dây cu-roa, nệm gối, bóng thể thao, linh kiện ô tô...

Hình 19: Chu trình chế biến cao su thành phẩm



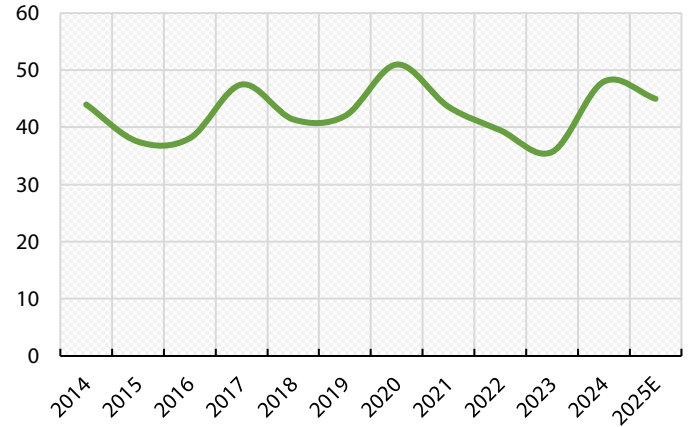
Nguồn: VRA, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 20: Chứng loại sản phẩm của DPR (theo sản lượng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 21: Giá bán bình quân các sản phẩm cao su của DPR (triệu đồng/tấn)



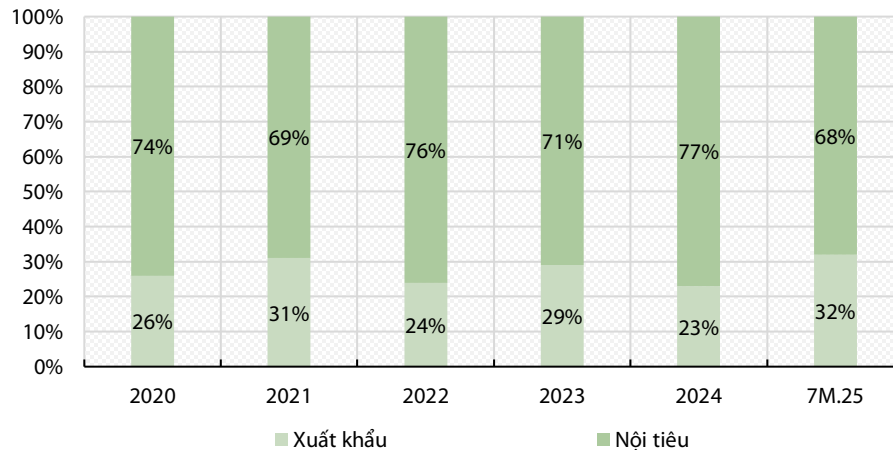
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Giá bán thành phẩm cao su thiên nhiên của DPR nhìn chung biến động cùng xu hướng với giá cao su thế giới, chịu tác động trực tiếp từ (1) cung – cầu toàn cầu và (2) diễn biến giá dầu. Tuy nhiên, giá bán bình quân của DPR thường cao hơn mặt bằng chung ngành, nhờ cơ cấu sản phẩm thiên về dòng chất lượng cao, đồng đều và ổn định. Đây là lợi thế cạnh tranh rõ rệt của DPR so với nhiều doanh nghiệp cao su và các tiểu điền, vốn do đặc thù cách khai thác và thu gom nên thường cho ra tỷ lệ mù tạp cao hơn, từ đó ảnh hưởng đến chất lượng cao su thành phẩm.

Thị trường tiêu thụ

Từ 2021 - nay, thị trường nội địa vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tiêu thụ của DPR, dao động từ 68–77% tổng sản lượng. Mặc dù giá cao su trong nước vẫn biến động theo xu hướng giá cao su thế giới, nhưng kênh tiêu thụ nội địa giúp DPR giảm bớt tác động trực tiếp từ các yếu tố bên ngoài như biến động tỷ giá, chi phí logistics hay chính sách nhập khẩu so với các doanh nghiệp có tỷ lệ xuất khẩu cao, đặc biệt, trong bối cảnh một số thị trường xuất khẩu áp dụng thuế đối ứng và các rào cản thương mại trong thời gian gần đây.

Hình 22: Tỷ lệ tiêu thụ nội địa và xuất khẩu



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thị trường xuất khẩu chính của DPR hiện bao gồm Hàn Quốc, Liên bang Nga, EU và Mỹ, trong đó mỗi thị

trường gắn liền với những nhóm sản phẩm chủ lực:

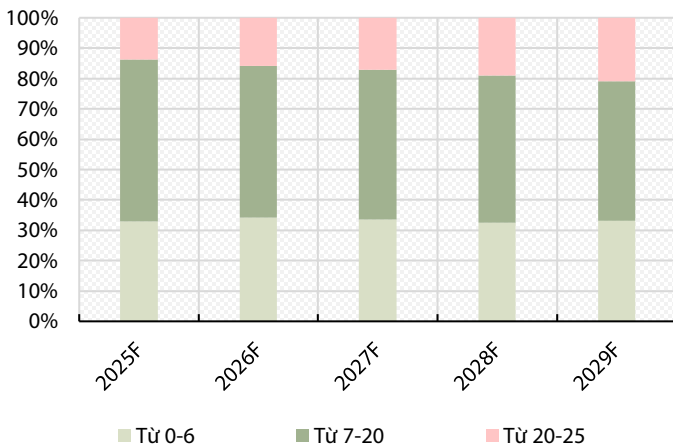
- SVR 10: chuyên cung cấp cho hãng sản xuất lốp xe Belshina (Nga).
- SVR 3L: được ưa chuộng tại Hàn Quốc, ứng dụng trong sản xuất băng keo, đế giày.
- Latex HA/LA: xuất khẩu sang EU và Mỹ để sản xuất các sản phẩm cao cấp (găng tay, nệm, dụng cụ y tế), nhờ ưu thế không chứa TMTD (chất bảo quản thường dùng có thể gây dị ứng da).

Với cơ cấu sản phẩm và thị trường như trên, DPR không chỉ đảm bảo được giá bán bình quân cao hơn ngành, mà còn duy trì được tệp khách hàng ổn định, dài hạn ở các thị trường tiêu thụ lớn.

Triển vọng giai đoạn 2025 - 2029

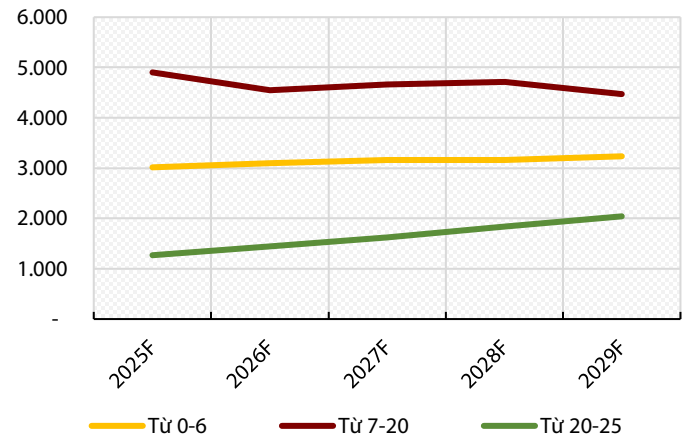
Tính đến năm 2025, cơ cấu vườn cây của DPR vẫn duy trì ở trạng thái khá cân bằng, trong đó nhóm cây từ 7–20 năm tuổi (độ tuổi cho năng suất cao nhất) chiếm khoảng 53% tổng diện tích. Theo ước tính của chúng tôi, giai đoạn 2025–2029, diện tích nhóm này sẽ thu hẹp trong giai đoạn 2025 – 2029. Diện tích ước tính sẽ giảm dần từ khoảng 4.900 ha xuống 4.471 ha (48% tổng diện tích). Cùng với đó, diện tích cây từ 20 – 25 tuổi (cây cao su sẽ cho năng suất thấp hơn) được dự báo tăng từ khoảng 1.269 ha lên 2.042 ha (từ 14% lên 21%) vào năm 2029.

Hình 23: Ước tính độ tuổi của cây



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

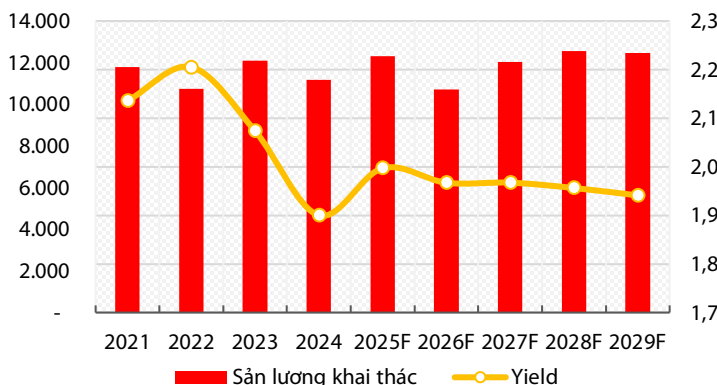
Hình 24: Ước tính độ tuổi của cây theo diện tích



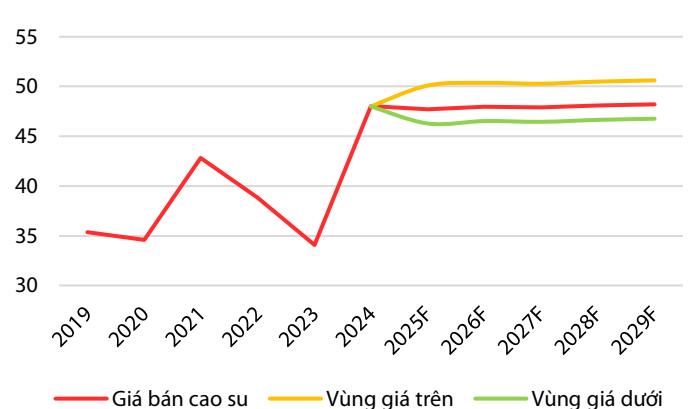
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng DPR tiếp tục duy trì ổn định công tác tái canh ở mức 450–500 ha/năm. Với chu kỳ 6–7 năm kiến thiết cơ bản, những diện tích trồng mới từ giai đoạn 2023–2025 sẽ bắt đầu đóng góp sản lượng đáng kể từ năm 2030.

Hình 25: Ước tính sản lượng (tấn) và năng suất khai thác (tấn/ha, cột phải) của DPR



Hình 26: Ước tính giá bán cao su trung bình (triệu đồng/tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Dựa trên cơ cấu vườn cây và kế hoạch tái canh nêu trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác của DPR giai đoạn 2025–2029 sẽ giảm nhẹ vào năm 2026, sau đó duy trì ổn định dao động quanh mức 11,800–12,800 tấn/năm từ 2027 - 2029. Trong đó, sản lượng năm 2025 ước đạt khoảng 12,326 tấn và tăng nhẹ lên 12,657 tấn vào năm 2029, tương ứng CAGR giai đoạn 2026–2029 đạt khoảng +0,66%/năm. Về phần năng suất khai thác (tấn/ha), chúng tôi cho rằng sẽ giảm nhẹ từ 2,0 tấn/ha năm 2025 xuống 1,94 tấn/ha năm 2029, chủ yếu do tỷ trọng vườn cây từ 20–25 năm tuổi tăng dần.

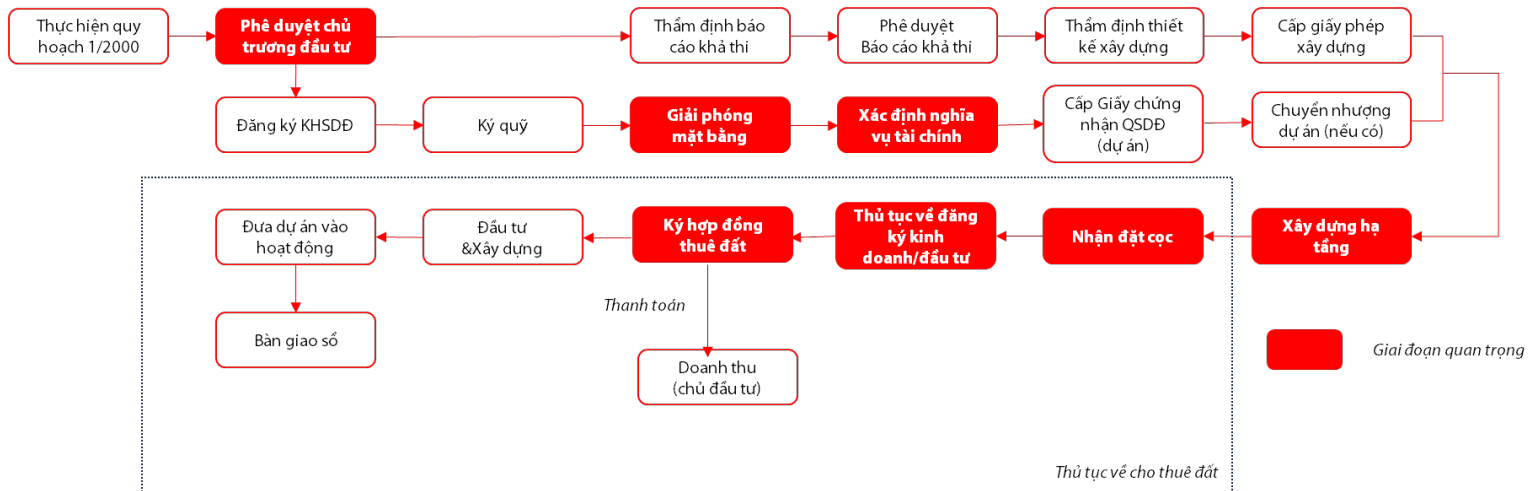
Về mặt giá bán, chúng tôi kỳ vọng giá cao su của DPR sẽ duy trì quanh mức 47–50 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2025–2029, tương ứng vùng giá tương đối ổn định so với giai đoạn trước đó. Diễn biến này phản ánh xu hướng giá cao su thiên nhiên thế giới được dự báo sẽ giữ quanh vùng cân bằng, khi nguồn cung toàn cầu co hẹp nhưng nhu cầu tăng chậm lại do áp lực từ ngành ô tô và giá dầu thấp. Như đã đề cập ở phần ngành, giá cao su thiên nhiên nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định quanh mức 1.600–1.700 USD/tấn, tương ứng với giá trong nước các chủng loại RSS3, TSR20 và Latex lần lượt khoảng 55–58 triệu; 38–42 triệu; 35–37 triệu đồng/tấn trong kịch bản giá dầu Brent dao động 60–65 USD/thùng.

Với cơ cấu sản phẩm chủ yếu là cao su khối (SVR10, SVR3L) và hỗn hợp CSTN–CSTH, DPR được kỳ vọng sẽ duy trì mức giá bán trung bình quanh 47–50 triệu đồng/tấn, nhờ lợi thế về chuỗi sản xuất khép kín giúp Công ty kiểm soát chất lượng mủ cao su nguyên liệu.

2. Mảng khu công nghiệp

Trong giai đoạn tái cơ cấu quỹ đất nông nghiệp, nhằm nâng cao giá trị sử dụng đất và đón đầu dòng vốn FDI, DPR bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực phát triển khu công nghiệp (KCN) với công ty con là CTCP KCN Bắc Đồng Phú (DPR 51%, NTC 40%, cổ đông khác 9%). Trước đây, công ty đã triển khai thành công KCN Bắc Đồng Phú (≈189 ha) và KCN Nam Đồng Phú (≈69 ha), hiện đã lấp đầy. Hiện tại, khu công nghiệp này đã thu hút được 65 dự án đầu tư, bao gồm 40 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và 25 dự án trong nước.

Hình 27: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một Khu công nghiệp

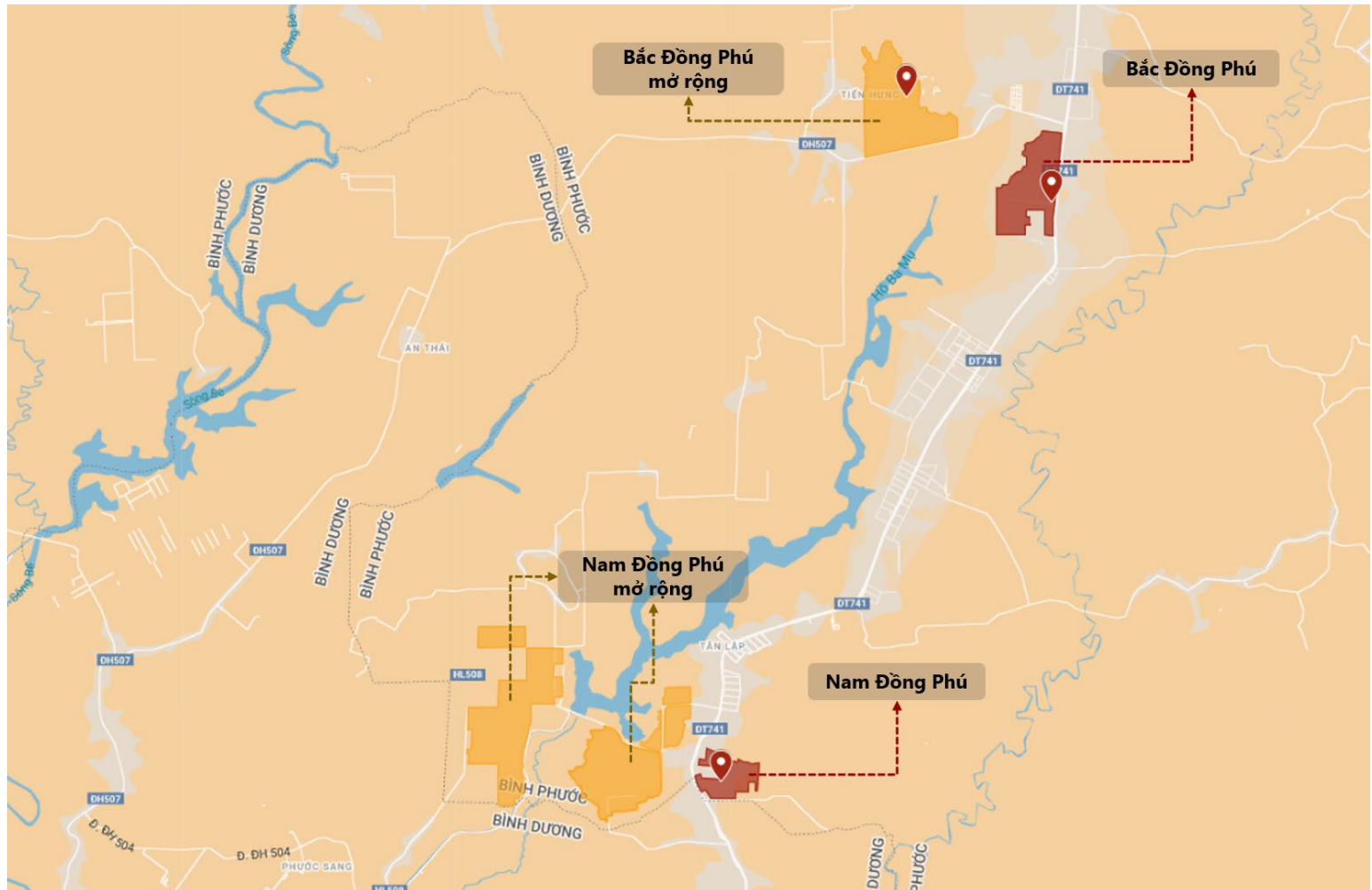


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hiện tại, DPR đang xúc tiến triển khai hai KCN mở rộng tại huyện Đồng Phú, tỉnh Bình Phước. Các dự án này sở hữu lợi thế lớn nhờ vị trí kết nối trực tiếp với Bình Dương và Đồng Nai qua các tuyến huyết mạch như QL14, DT741, đồng thời nằm gần cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành (dự kiến hoàn thành giai đoạn 2026-2027) và cảng cạn ICD Hoa Lư. Nhờ đó, chúng tôi nhận thấy hai KCN này của DPR không chỉ thuận lợi về vận chuyển hàng hóa mà còn có khả năng thu hút dòng vốn FDI dịch chuyển từ vùng lõi (Bình Dương, Đồng Nai) sang Bình Phước.

- KCN Bắc Đồng Phú mở rộng (317 ha): Được Phó Thủ tướng chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 16/01/2025, với tổng vốn đầu tư dự án đạt 1.360 tỷ đồng, trong đó vốn góp của chủ đầu tư là 204 tỷ đồng. Dự án do CTCP KCN Bắc Đồng Phú (DPR sở hữu 51%) triển khai tại thị trấn Tân Phú (huyện Đồng Phú) và xã Tiến Hưng (TP. Đồng Xoài), với thời hạn hoạt động đến năm 2059. Hiện dự án đang thực hiện các thủ tục đánh giá tác động môi trường (ĐTM) và lập quy hoạch chi tiết 1/2000.
- KCN Nam Đồng Phú mở rộng (480 ha): Tổng vốn đầu tư khoảng 1.830 tỷ đồng, trong đó vốn góp nhà đầu tư là 274,5 tỷ đồng. Dự án đặt tại xã Tân Lập (huyện Đồng Phú), được chia thành nhiều giai đoạn phát triển từ năm 2025 đến 2030, bao gồm đầu tư hạ tầng kỹ thuật, đền bù cây cao su, và chuẩn bị quỹ đất cho thuê theo từng phân khu. Hiện dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và đang tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý.

Hình 28: Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn 2025–2030, chúng tôi kỳ vọng mảng KCN sẽ đóng góp động lực tăng trưởng cho doanh thu và lợi nhuận của DPR, trong đó:

- KCN Bắc Đồng Phú mở rộng: chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý, đánh giá tác động môi trường và đóng tiền sử dụng đất trong giai đoạn 2025-2026, qua đó có thể bắt đầu triển khai cho thuê từ năm 2027. Với mức giá cho thuê dự kiến khoảng \$71/m².
- KCN Nam Đồng Phú mở rộng: theo ước tính của chúng tôi, dự án sẽ tập trung vào công tác giải

phóng mặt bằng, hoàn tất thủ tục pháp lý và nộp tiền sử dụng đất trong năm 2026 - 2027, để có thể chính thức cho thuê từ năm 2028. Giá cho thuê dự kiến đạt khoảng \$72/m².

Với lộ trình này, chúng tôi kỳ vọng từ năm 2027–2028 trở đi, mảng KCN sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và đóng góp tỷ trọng ngày càng lớn vào cơ cấu lợi nhuận của DPR.

Bảng 8: Thông tin và giả định về các dự án khu công nghiệp của DPR

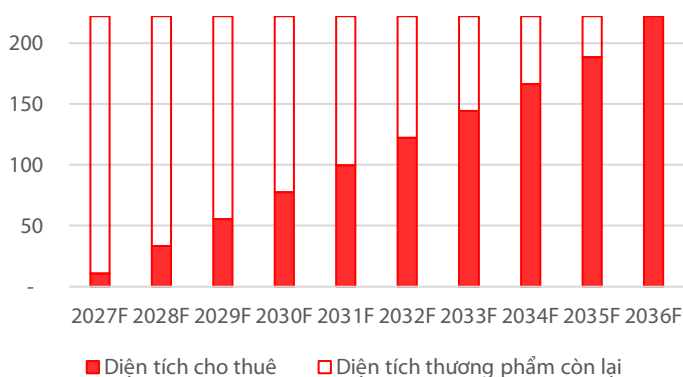
Chỉ tiêu	Đơn giá	BĐP MR	NĐP MR
Thông tin			
Tổng diện tích		317	480
Diện tích thương phẩm ước tính		222	336
Tổng mức đầu tư		1,360	1,830
Giả định			
Chi phí GPMB (tỷ/ha)	0.93	295	312
LUR (Tỷ/ha)	6	1,331	2,016
Chi phí XDHT(Tỷ/ha)	2.8	621	941
Chi phí khác	0.06	13	20
Giá vốn	9.79	2,261	3,289
Giá cho thuê ban đầu (USD/m ²)		70	71
% tăng giá mỗi năm		2%	2%
Thời gian lấp đầy kỳ vọng		2027F - 2037F	2028F - 2038F

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

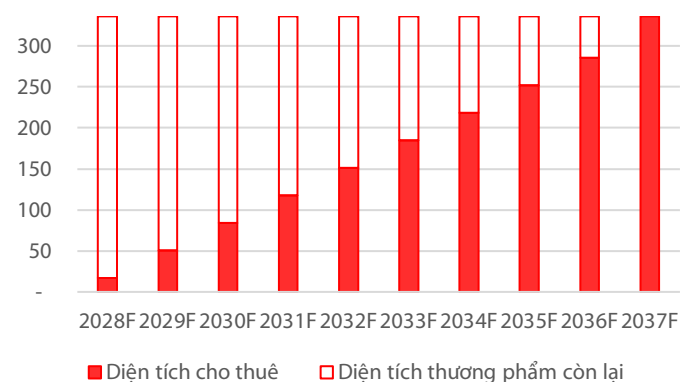
Mức giá cho thuê kỳ vọng 71–72 USD/m²/chu kỳ thuê tại hai KCN Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR, theo chúng tôi là hợp lý và có cơ sở vững chắc nhờ: 1/ Hệ thống hạ tầng giao thông Bình Phước đang ngày càng hoàn thiện với trục Quốc lộ 13, Quốc lộ 14 (Đường Hồ Chí Minh), đường ĐT741, ICD Hoa Lư và cao tốc Chơn Thành – Gia Nghĩa (đang triển khai), giúp kết nối thuận lợi với TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và các cảng biển lớn như Cái Mép – Thị Vải; 2/ Sự lan tỏa từ thị trường Bình Dương, nơi giá thuê khu công nghiệp đã tăng lên mức cao, tạo động lực dịch chuyển dòng vốn FDI sang Bình Phước; 3/ Giá cho thuê tại Bình Phước vẫn ở mức cạnh tranh: so với Bình Dương (KCN Nam Tân Uyên 3 (NTC3) đã đạt khoảng 140–150 USD/m²/chu kỳ thuê) thì mức 71–72 USD/m² tại Bình Phước được đánh giá là hợp lý để vừa thu hút nhà đầu tư; 2/ KCN này cũng gần nguồn nguyên liệu (cao su), từ đó có thể thu hút nhóm khách hàng là các nhà sản xuất các sản phẩm liên quan (giày dép, lốp xe,...)

Nhờ những yếu tố này, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy cho mỗi khu công nghiệp có thể đạt 100% trong vòng 10 năm, phù hợp với xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi các trung tâm công nghiệp truyền thống (Bình Dương, Đồng Nai).

Hình 29: Tỷ lệ lấp đầy kỳ vọng của BDP mở rộng (ha)



Hình 30: Tỷ lệ lấp đầy kỳ vọng của NDP mở rộng (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

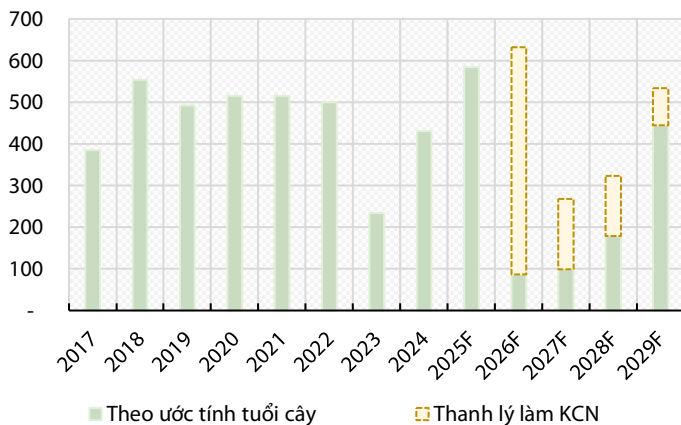
3. Các mảng khác

Thanh lý cây

Cây cao su sau chu kỳ khai thác mủ khoảng 20–25 năm thường được đưa vào diện thanh lý do năng suất mủ suy giảm. Trong nhiều trường hợp, doanh nghiệp có thể rút ngắn chu kỳ khai thác xuống từ 15–20 năm để gia tăng sản lượng gỗ, đặc biệt khi giá mủ thấp. Đây vừa là bước tất yếu trong quy trình tái canh vườn cây, vừa tạo ra nguồn thu bổ sung quan trọng. Hiện nay, hầu hết các bộ phận của cây cao su đều được tận dụng: từ gỗ nguyên khối, ván ép, MDF, dăm gỗ, viên nén đến mùn cưa dùng trong nuôi trồng nấm.

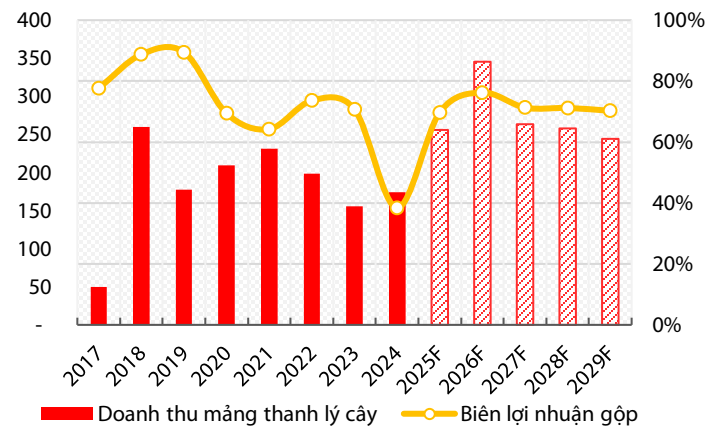
Hoạt động thanh lý cây tại DPR thường được triển khai vào tháng 3–9 hằng năm, trước mùa trồng tái canh. Quy mô thanh lý thường chiếm 3–5% tổng diện tích để vừa đảm bảo nguồn gỗ, vừa duy trì ổn định sản lượng mủ khai thác. Nhờ đó, DPR có thể kết hợp hai mục tiêu: tái canh diện tích mới nhằm trẻ hóa vườn cây và tạo ra dòng tiền ngắn hạn với biên lợi nhuận gộp cao (70 – trên 80%).

Hình 31: Diện tích thanh lý cao su (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 32: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (RHS) mảng thanh lý



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Theo ước tính của chúng tôi, giai đoạn 2026–2028 sẽ là vùng trũng của mảng thanh lý cây ***nếu chỉ xét theo ước tính tuổi cây***, do ảnh hưởng từ việc diện tích trồng mới sụt giảm trong giai đoạn 2001–2003, khiến số lượng vườn cây đến tuổi thanh lý ít hơn. Tuy nhiên, phần thiếu hụt này được bù đắp bởi diện tích cây ***phải thanh lý để phục vụ phát triển KCN***, nên mảng thanh lý cây được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng từ 2029 trở đi, diện tích thanh lý sẽ có xu hướng tăng trở lại, nhờ các vườn cây được trồng mới mạnh mẽ trong giai đoạn 2004–2006 bước vào cuối chu kỳ khai thác. Đây sẽ là giai đoạn hồi phục của mảng thanh lý cây, cả về sản lượng gỗ và doanh thu, trong khi biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao.

Dịch vụ khác (Chuyển nhượng đất, dịch vụ,...)

Ngoài mảng cao su và thanh lý cây, DPR còn ghi nhận doanh thu từ một số hoạt động dịch vụ khác, trong đó đáng chú ý nhất là chuyển nhượng, đấu giá quyền sử dụng đất. Theo quy hoạch chung giai đoạn 2021–2030 của tỉnh Bình Phước, diện tích đất cao su do DPR quản lý được chuyển đổi mục đích sử dụng lên đến 1.621 ha, bao gồm cả KCN Bắc Đồng Phú MR, Nam Đồng Phú MR và các cụm công nghiệp (CCN) cùng khu dân cư. Với đơn giá đền bù trung bình khoảng 0,98 tỷ đồng/ha (dựa trên các đợt thu hồi trước đây), tổng số tiền DPR có thể thu về trong giai đoạn này ước tính đạt khoảng 1.588 tỷ đồng.

Bên cạnh Bình Phước, nông trường An Bình của DPR có thể hưởng lợi từ quy hoạch chung của tỉnh Bình Dương. Theo dự thảo quy hoạch đang trình Chính Phủ thông qua, có 2 CCN với tổng diện tích 140 ha

được quy hoạch trên nông trường này đến 2030. Với đơn giá 2,5 tỷ/ha tại khu vực Bình Dương, tiền bồi thường thu về có thể đạt 350 tỷ đồng.

Trong giả định thận trọng, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026 dự án Tiến Hưng 1 (64ha) có thể thực hiện đấu giá lại và mang về cho công ty 56 tỷ đồng tiền đền bù (đơn giá ước tính 0,98 tỷ/ha). Trong giai đoạn 2029-2030, doanh nghiệp có thể ghi nhận thêm ~90 tỷ đồng tiền đền bù (với CCN Thuận Phú với Tân Lập).

Bảng 9: Tổng hợp các dự án được quy hoạch có sử dụng đất cao su của DPR

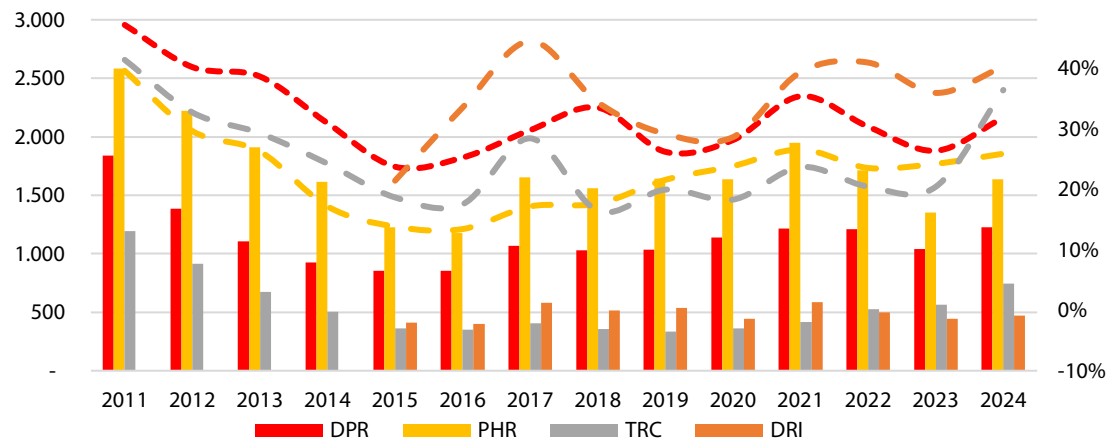
Dự án	Diện tích (ha)	Cập nhật tiến độ
KCN Bắc Đồng Phú MR	317	Đã có chủ trương đầu tư và hiện đang đánh giá tác động môi trường (ĐTM) và trình quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/2000
KCN Nam Đồng Phú MR	480	Đã có chủ trương đầu tư
KDC Tiến Hưng 1	64	Hiện đang tổ chức đấu giá tìm chủ đầu tư dự án
KDC Tiến Hưng 2	39	Đã nhận đền bù
Khu Đô thị mới tại nông trường Thuận Phú	613	Chưa có thông tin
CCN Tân Lập	40	Đã được phê duyệt trong quy hoạch tỉnh thời kỳ 2021-2030
CCN Thuận Phú	50	Đã được phê duyệt trong quy hoạch tỉnh thời kỳ 2021-2030
CCN An Bình 1	70	Có trong quy hoạch tỉnh bình Dương thời kỳ 2021-2030 chờ phê duyệt
CCN An Bình 4	70	Có trong quy hoạch tỉnh bình Dương thời kỳ 2021-2030 chờ phê duyệt
KCN Phú Giáo 1	558	KCN dự trữ cho giai đoạn sau 2030
Tổng cộng	2.301	

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Vị thế doanh nghiệp

Thực tế tại Việt Nam, chất lượng cao su thiên nhiên vẫn chưa đồng đều: khu vực đại điền như DPR có lợi thế chuỗi khép kín từ trồng – khai thác – chế biến, giúp đảm bảo chất lượng mủ nguyên liệu ổn định và cho ra sản phẩm cao su thiên nhiên với tiêu chuẩn lý hóa cao hơn, còn khu vực tiểu điền thường bị phân mảnh do phụ thuộc nhiều đầu mối thu mua, dẫn tới sản phẩm kém ổn định. Chúng tôi nhận thấy lợi thế của DPR trong việc kiểm soát quy trình chế biến và cải tiến liên tục về các chỉ tiêu lý hóa (độ dẻo, độ nhớt Mooney, độ bền, PRI, VFA...) sẽ giúp công ty duy trì vị thế cạnh tranh, đảm bảo đầu ra cho khách hàng trong và ngoài nước.

Hình 33: Doanh thu (tỷ đồng) và Biên lợi nhuận gộp (% , trục trái) của DPR so với một số doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

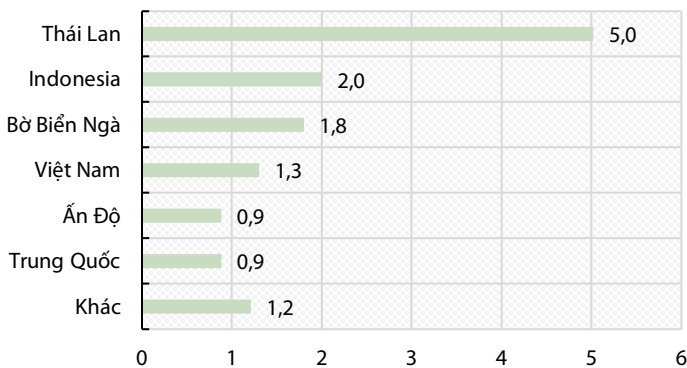
TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU

Thị trường cao su Thế giới

Cao su thiên nhiên (CSTN) được khai thác chủ yếu từ cây *Hevea brasiliensis*, là nguyên liệu đầu vào quan trọng cho nhiều ngành công nghiệp như lốp ô tô, găng tay, thiết bị y tế và các sản phẩm dân dụng. Cây cao su có chu kỳ sinh trưởng dài, với thời gian kiến thiết cơ bản khoảng 6–7 năm trước khi bước vào giai đoạn khai thác mở kéo dài 20–25 năm.

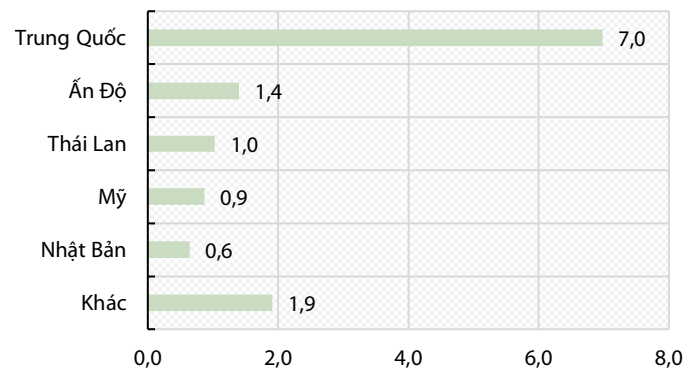
Do đặc thù ưa khí hậu nóng ẩm, lượng mưa cao và phân bố quanh vĩ tuyến 10° Bắc – Nam, cây cao su được trồng tập trung tại khu vực Đông Nam Á, nơi hội tụ đầy đủ điều kiện sinh trưởng lý tưởng. Hiện tại, khu vực này hiện chiếm hơn 70% sản lượng CSTN toàn cầu, trong đó Thái Lan chiếm hơn 33%, Indonesia khoảng 13% và Việt Nam chiếm khoảng 8%.

Hình 34: Top các quốc gia sản xuất CSTN 2024 (triệu tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 35: Top các quốc gia tiêu thụ CSTN 2024 (triệu tấn)

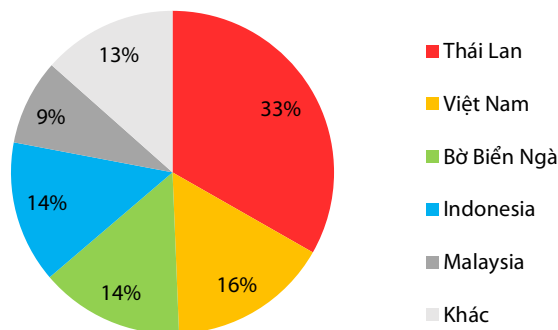


Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhu cầu CSTN toàn cầu chủ yếu đến từ ngành sản xuất lốp xe, chiếm khoảng 70% tổng sản lượng tiêu thụ, phần còn lại phân bổ cho sản phẩm cao su kỹ thuật, găng tay, thiết bị y tế, và hàng tiêu dùng. Do đó, biến động trong nhu cầu từ ngành ô tô và vận tải có tác động trực tiếp đến nhu cầu CSTN.

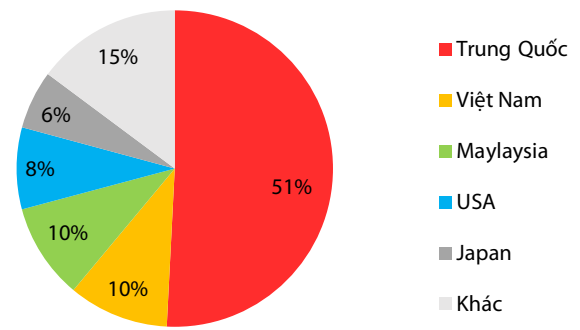
Trung Quốc là thị trường tiêu thụ CSTN lớn nhất thế giới, với khoảng 7 triệu tấn/năm, tương đương 45–50% tổng cầu toàn cầu, nhờ vị thế trung tâm sản xuất lốp xe và sản phẩm cao su xuất khẩu. Theo sau là Ấn Độ (1,4 triệu tấn, chiếm 9%), Thái Lan (1,0 triệu tấn), Hoa Kỳ, Nhật Bản và các quốc gia khác.

Hình 36: Top 5 quốc gia xuất khẩu CSTN 2024 (%)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 37: Top 5 quốc gia nhập khẩu CSTN 2024 (%)



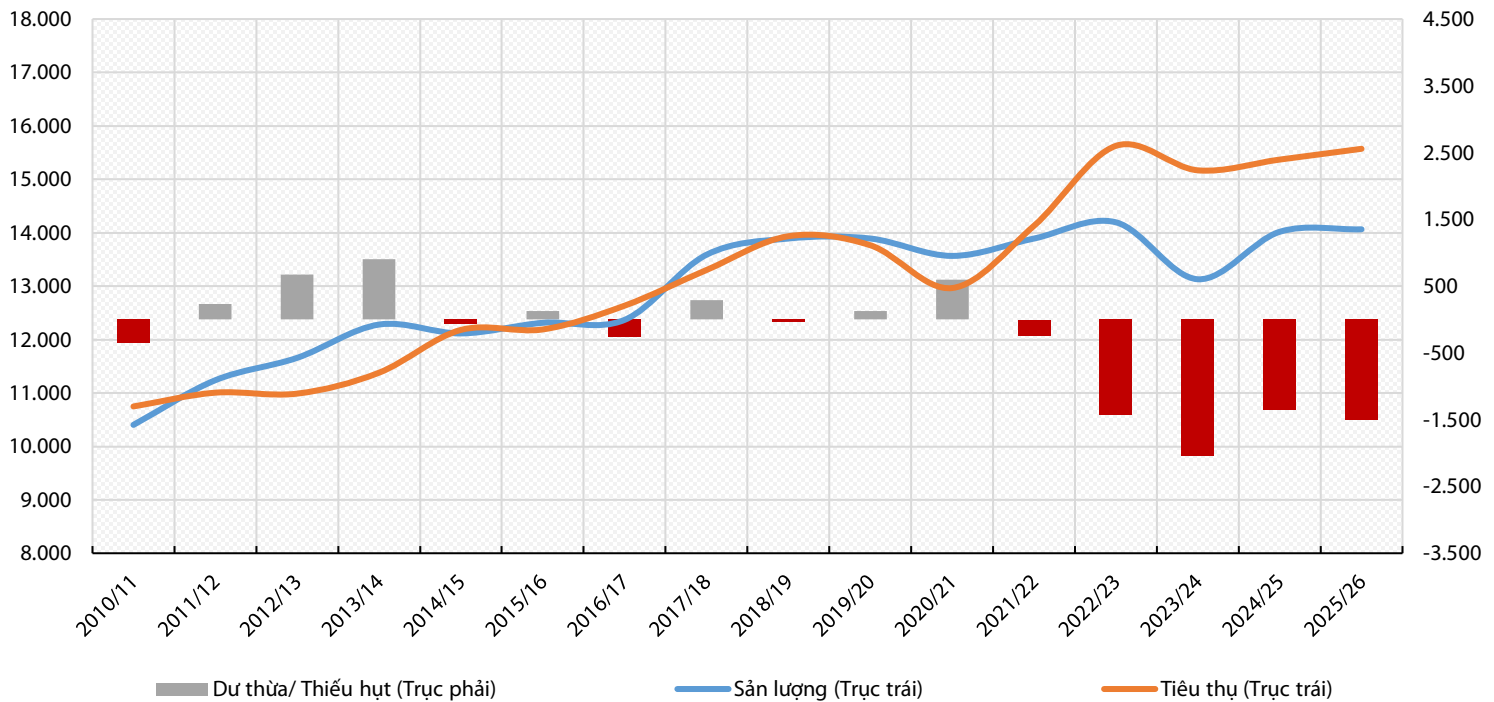
Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Trong giai đoạn 2012–2021, thị trường cao su thiên nhiên liên tục rơi vào trạng thái **dư cung**, khi sản lượng tăng nhanh hơn nhu cầu thực tế. Nguyên nhân bắt nguồn từ giai đoạn trước đó, khi giá cao su tăng mạnh (đặc biệt 2010–2011) khiến nhiều quốc gia mở rộng diện tích trồng vượt quy hoạch khiến tình trạng dư cung gần như kéo dài suốt gần một thập kỷ.

Từ 2021 trở đi, bức tranh ngành Cao su bắt đầu có sự chuyển biến khi các nước sản xuất lớn như Thái Lan, Indonesia, Bờ Biển Ngà và Việt Nam dần siết chặt việc mở rộng diện tích, chuyển một phần đất cao su sang phát triển khu công nghiệp hoặc cây trồng khác. Trong khi đó, nhu cầu cao su được hỗ trợ bởi sự hồi phục trở lại của ngành ô tô toàn cầu với lượng xe du lịch toàn cầu (2022) tăng gần 8% so với năm trước (OICA), với mức phục hồi mạnh nhất đến từ Trung Quốc và Ấn Độ.

Nhờ đó, cán cân cung – cầu toàn cầu đã thu hẹp dần mức dư thừa và thậm chí bước vào thiếu hụt nhẹ từ sau năm 2022. Xu hướng này cho thấy chu kỳ mới của ngành cao su đã và đang được hình thành, với động lực chính đến từ kiểm soát nguồn cung và phục hồi nhu cầu trong lĩnh vực ô tô.

Hình 38: Tương quan giữa sản lượng và tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn thế giới 2011 – 2025F (nghìn tấn)



Nguồn: ANRPC ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

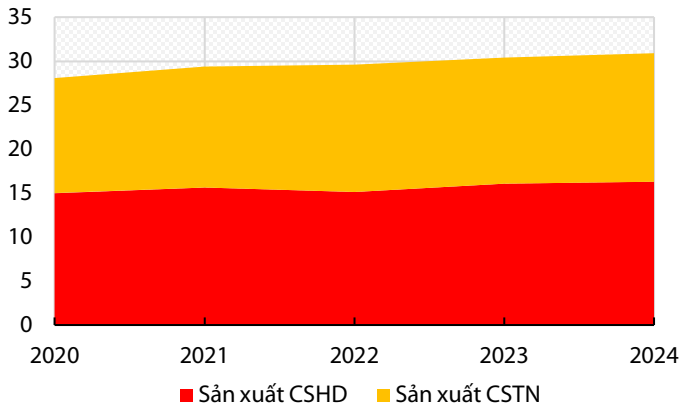
Việc thiếu hụt nguồn cung cao su thiên nhiên trong những năm 2021 đến nay khiến cao su tổng hợp (CSTH) ngày càng đóng vai trò lớn hơn trong chuỗi cung ứng nguyên liệu cho ngành sản xuất lốp xe nhờ: 1/ Không bị phụ thuộc vào thời gian sinh trưởng, CSTH có thể sản xuất linh hoạt theo nhu cầu thị trường nhờ nguồn nguyên liệu từ dầu mỏ và công nghệ hóa dầu ngày càng hiện đại; 2/ Giá cả cạnh tranh, đặc biệt trong những giai đoạn thiếu hụt nguồn cung CSTN khiến giá biến động mạnh; 3/ Dễ tiêu chuẩn hóa về chất lượng, giúp các nhà sản xuất công nghiệp kiểm soát tốt hơn đầu VÀO.

Trong giai đoạn 2020–2024, sản lượng CSTH toàn cầu giữ vị thế ổn định, chiếm từ 51 - 53% tổng lượng cao su sản xuất toàn cầu. Theo số liệu từ MRC năm 2024, Trung Quốc hiện là nhà sản xuất CSTH lớn nhất thế giới, chiếm 40% thị phần, theo sau là Mỹ (13%) và Hàn Quốc (10%). Nhờ khả năng kiểm soát chất lượng đồng nhất, quy trình chế biến nhanh và ít phụ thuộc vào điều kiện khí hậu, CSTH đang trở thành giải pháp bù đắp cho sự thiếu hụt CSTN trong trung hạn.

Tuy vậy, cao su thiên nhiên vẫn giữ vai trò *không thể thay thế* trong nhiều ứng dụng đặc thù như lốp xe

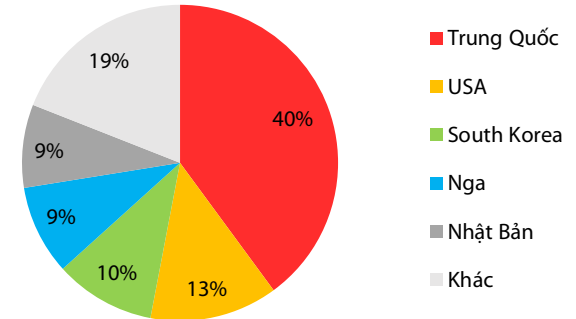
tải nặng, hàng không, hoặc các sản phẩm cần độ bền kéo và đàn hồi cao, những đặc tính mà cao su tổng hợp chưa thể tái tạo hoàn toàn.

Hình 39: Sản lượng sản xuất CSTN và CSTD (triệu tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 40: Top các quốc gia sản xuất CSTH 2024 (triệu tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

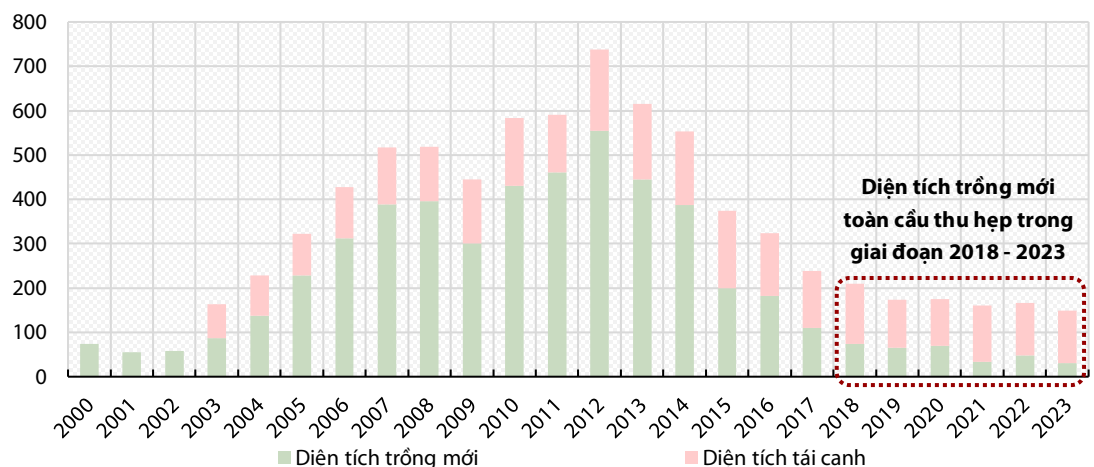
Nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu

Từ giai đoạn 2018 đến nay, diện tích trồng mới cao su thiên nhiên toàn cầu đã thu hẹp đáng kể, khiến khả năng bổ sung nguồn cung trong 3–5 năm tới bị hạn chế, do cây cao su cần trung bình 7 năm mới bước vào thời kỳ khai thác mủ ổn định. Điều này cho thấy nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu khó có thể tăng mạnh trở lại như các giai đoạn trước đây.

Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), sản lượng cao su toàn cầu năm 2025 dự kiến chỉ tăng khoảng 0,3–0,5% (~14,9 triệu tấn); trong khi nhu cầu được dự báo tăng nhanh hơn 1,8% (~15,6 triệu tấn), chủ yếu đến từ nhu cầu cao su tại Trung Quốc và Ấn Độ được dự báo tăng lần lượt 2,5% và 3,4% trong năm nay.

Giá cao su cũng bắt đầu phục hồi đáng kể từ quý IV/2024, sau nhiều năm duy trì ở mức thấp, do điều kiện thời tiết bất lợi làm giảm sản lượng tại một số quốc gia châu Á. Nhìn chung, tình trạng thiếu hụt nguồn cung hiện nay bắt nguồn từ việc mất bằng giá duy trì mức thấp kéo dài suốt 7–8 năm qua, dẫn tới việc các quốc gia không “mặn mà” trong việc tái canh khiến sản lượng trồng mới suy giảm rõ rệt, trong khi đó, một bộ phận nông hộ lại chuyển sang trồng cây có lợi nhuận cao hơn như dầu cọ, cà phê và ca cao.

Hình 41: Diện tích trồng mới và tái canh cao su thiên nhiên toàn cầu (nghìn ha)

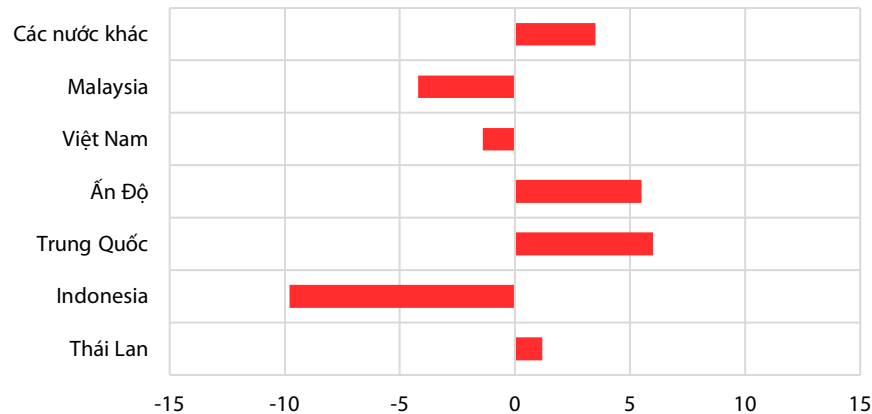


Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Về từng quốc gia, theo dự báo của ANRPC, trong năm 2025, nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu sẽ tiếp tục chịu áp lực giảm tại nhiều khu vực sản xuất chủ lực:

- Indonesia dự kiến giảm khoảng 9,8%YoY, xuống còn 2,04 triệu tấn, do nông hộ tiếp tục chuyển sang trồng cọ dầu với biên lợi nhuận cao hơn và thời gian thu hồi vốn ngắn hơn.
- Malaysia dự kiến giảm ~4,2%YoY, còn 370 nghìn tấn, do diện tích vườn cây già cỗi, thiếu lao động và xu hướng chuyển đổi sang cây trồng khác.
- Việt Nam dự kiến giảm ~1,3%YoY, còn khoảng 1,28 triệu tấn, do một phần diện tích thu hồi để phát triển KCN
- Thái Lan, quốc gia sản xuất cao su lớn nhất thế giới, đã thu hẹp ~4,5% diện tích cao su giai đoạn 2017–2022 do hạn chế quỹ đất, chi phí lao động tăng và ảnh hưởng của bệnh rụng lá. Mặc dù sản lượng năm 2025 được dự báo nhích tăng nhẹ khoảng 1,2% YoY nhờ nền thấp, song về dài hạn, nước này vẫn duy trì kế hoạch 20 năm cắt giảm diện tích trồng từ 23 triệu rai xuống 18,4 triệu rai (tương đương ~720 nghìn ha) theo kế hoạch phát triển ngành của RAOT (Rubber Authority of Thailand).

Hình 42: Dự kiến % tăng/giảm sản lượng cao su thiên nhiên tại các nước sản xuất chính năm 2025 so với năm 2024 (%)



Nguồn: ANRPC ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

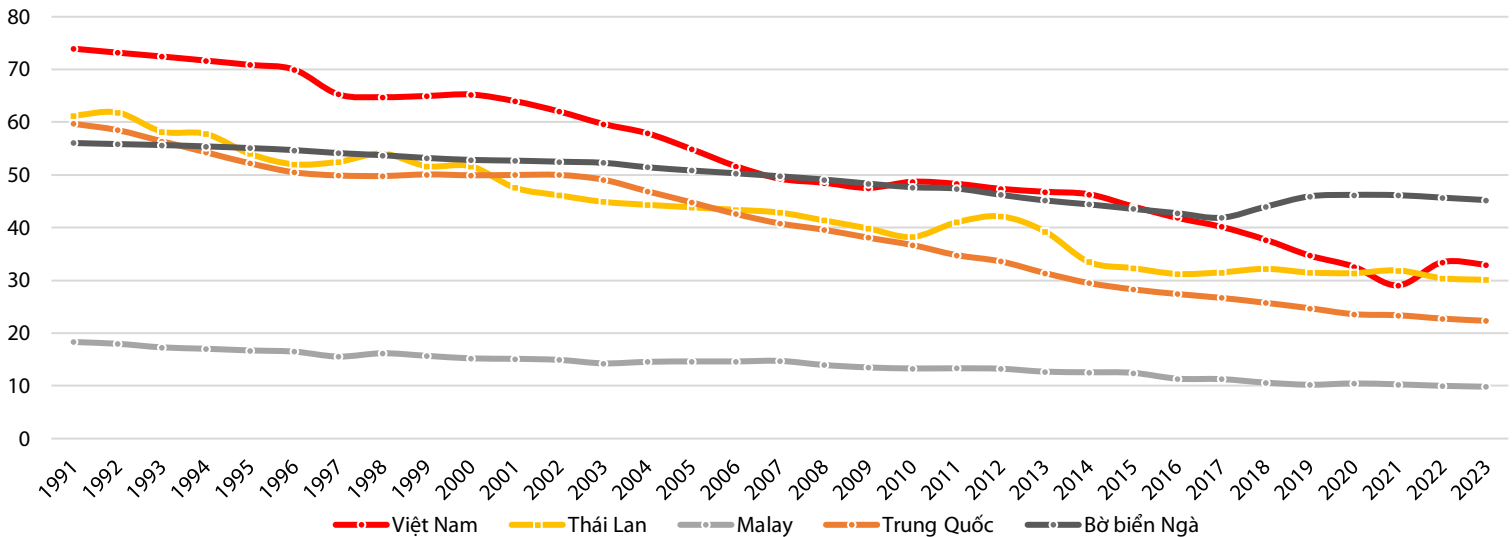
Cho bối cảnh ngành Cao su 3 – 5 năm tới, chúng tôi cho rằng **nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu khó có khả năng tăng nhanh trở lại**, do ba yếu tố chính: 1/ Hoạt động trồng mới và tái canh chậm kéo dài trong nhiều năm, trong khi một phần diện tích được chuyển đổi sang các mục đích khác; 2/ Chính sách kiểm soát diện tích trồng tại Thái Lan nhằm duy trì giá và ổn định thị trường; 3/ Giá cao su phục hồi năm 2024 chủ yếu do yếu tố thời tiết, chưa đủ hấp dẫn để thúc đẩy mạnh hoạt động tái canh và đầu tư trồng mới.

Bên cạnh yếu tố diện tích trồng thu hẹp, nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu còn chịu áp lực từ **sự suy giảm lao động trong ngành nông nghiệp**. Theo thống kê của Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC, Natural Rubber Trends & Statistics 2024) và Tổ chức Lao động Quốc tế (ILO, World Employment and Social Outlook 2023), mức thu nhập của lao động trong ngành cao su hiện thấp hơn khoảng 40–50% so với lao động trong khu vực công nghiệp và dịch vụ tại các quốc gia sản xuất lớn như Thái Lan, Indonesia và Việt Nam. Cụ thể, theo ANRPC, thu nhập bình quân của người khai thác mủ tại Thái Lan và Indonesia dao động quanh mức 250–300 USD/tháng, trong khi lao động trong khu công nghiệp đạt 450–600 USD/tháng tùy khu vực.

Điều này khiến lực lượng lao động trẻ ít mặn mà gắn bó với nghề, trong khi thế hệ lao động hiện tại đang dần già hóa. Hệ quả là chi phí nhân công tăng nhanh, nhưng năng suất khai thác không cải thiện đáng kể, làm giảm hiệu quả kinh tế của cây cao su so với các cây trồng hoặc ngành nghề thay thế khác.

Về dài hạn, xu hướng chuyển dịch lao động ra khỏi khu vực nông nghiệp được dự báo sẽ tiếp tục diễn ra, tạo thêm rào cản cho việc mở rộng sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu. Đồng thời, **khả năng giảm chi phí nhân công là rất hạn chế**, do các doanh nghiệp trồng và khai thác cao su buộc phải duy trì mức lương đủ cạnh tranh so với khu vực công nghiệp. Đây là một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp cao su.

Hình 43: Tỷ lệ lao động trong ngành nông nghiệp tại các quốc gia sản xuất cao su lớn (% trên tổng lao động)

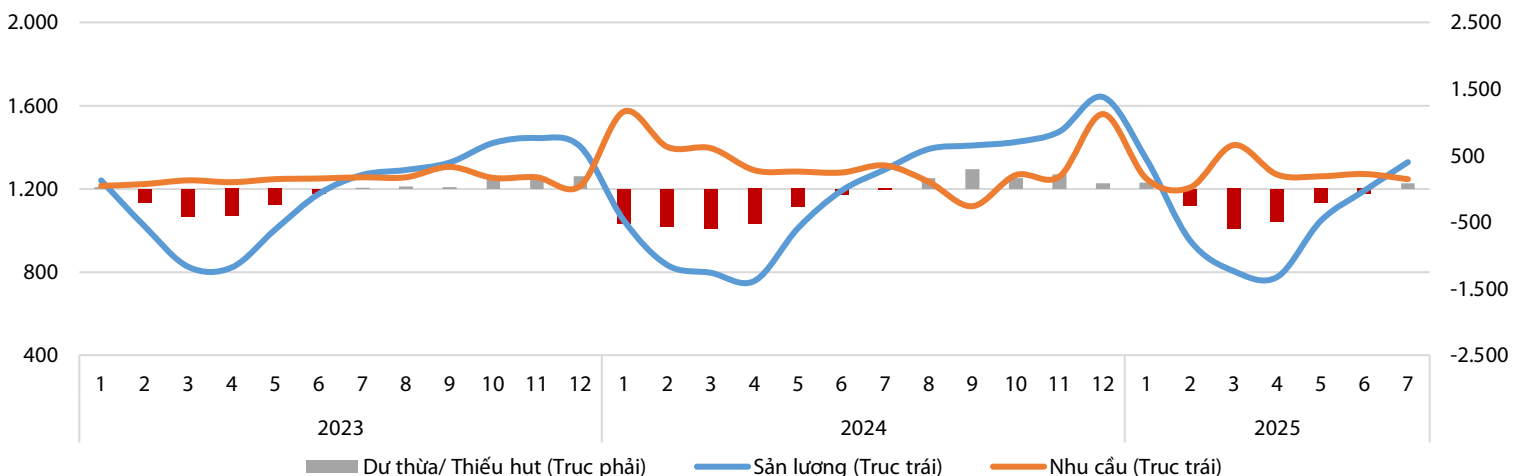


Nguồn: WorldBank, CTCK Rông Việt tổng hợp

Nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu

Sau giai đoạn phục hồi mạnh mẽ từ năm 2023–2024, nhu cầu CSTN toàn cầu đang ghi nhận dấu hiệu chững lại trong nửa cuối năm 2025, chủ yếu do sự điều chỉnh của thị trường ô tô và sắm lốp tại Trung Quốc và châu Âu. Theo ANRPC, tiêu thụ CSTN toàn cầu 7T2025 giảm nhẹ khoảng -0,6% YoY (đạt 8,9 triệu tấn), trái ngược với mức tăng +1% trong nửa đầu năm.

Hình 44: Khoảng cách giữa nhu cầu và sản lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn thế giới thu hẹp kể từ tháng 6 khi nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc giảm tốc và cao su bắt đầu vào vụ mùa (Nghìn tấn)

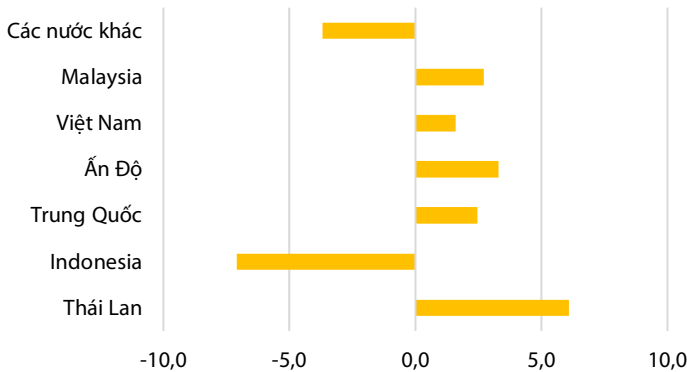


Nguồn: ANRPC, CTCK Rông Việt tổng hợp

Động lực tiêu thụ chính vẫn đến từ Trung Quốc, chiếm hơn 50% tổng nhu cầu nhập khẩu toàn cầu, nhưng thị trường này đang có dấu hiệu chững lại, chủ yếu do ngành ô tô và sắt thép giảm tốc. Theo Hiệp hội Ô tô Trung Quốc (CAAM), trong 8T/2025, sản lượng và doanh số ô tô tăng lần lượt +12,7% và +12,6% YoY, tuy nhiên riêng tháng 8 chỉ còn mức tăng +4,9% YoY (mức thấp nhất trong 7 tháng gần đây). Chính phủ Trung Quốc dự báo doanh số ô tô cả năm 2025 chỉ tăng khoảng +3% YoY (~32,3 triệu xe, thấp hơn mức tăng +4,5% YoY năm 2024). Cùng với đó, BYD – nhà sản xuất xe lớn nhất Trung Quốc cũng hạ mục tiêu bán hàng năm 2025 xuống còn 4,6 triệu xe (-16% so với kế hoạch đầu năm), mức thấp nhất từ 2020 và vào tháng 7/2025.

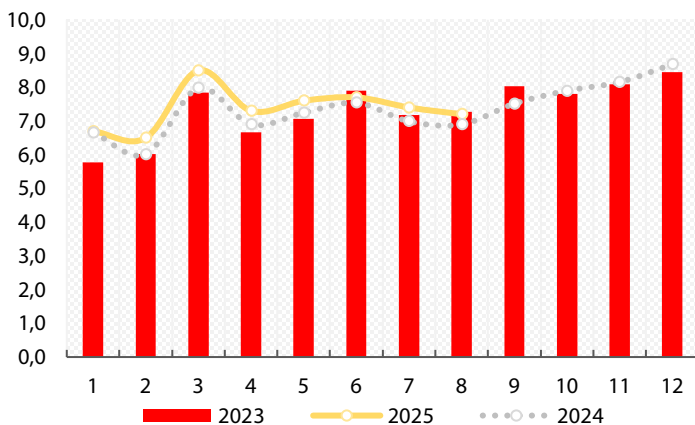
Theo LMC Automotive, doanh số bán xe hạng nhẹ toàn cầu trong 8T/2025 đạt khoảng 59 triệu chiếc (+5% YoY), song tốc độ tăng trưởng tháng 8 chỉ đạt +4,1% YoY, thấp hơn đáng kể so với trung bình nửa đầu năm. Nhu cầu ô tô không tăng trưởng mạnh như dự kiến, cũng đặt ra sự không chắc chắn về mức tiêu thụ CSTN trong sản xuất sắt thép.

Hình 45: Dự kiến % tăng/giảm tiêu thụ cao su thiên nhiên tại các nước sản xuất chính năm 2025 so với năm 2024 (%)



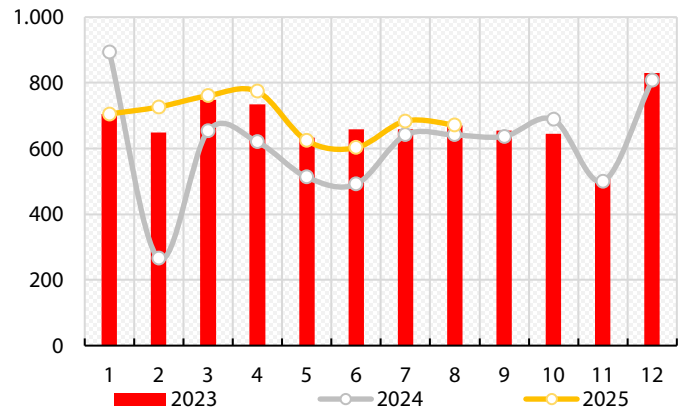
Nguồn: ANRPC ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 47: Doanh số bán xe hạng nhẹ toàn cầu (triệu chiếc)



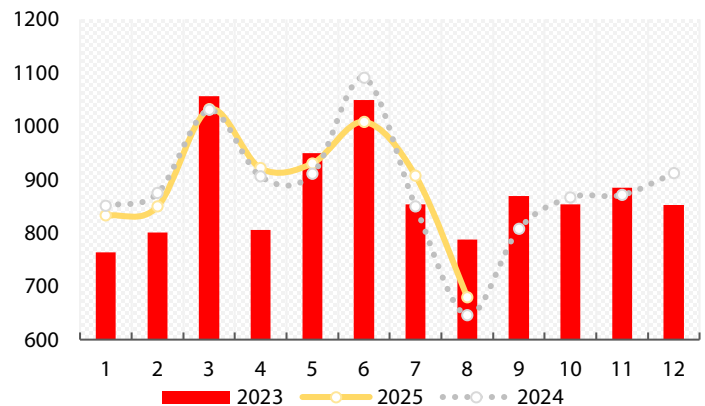
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 46: Sản lượng nhập khẩu cao su của Trung Quốc theo tháng



Nguồn: Vietdata, Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 48: Doanh số bán xe du lịch EU (nghìn chiếc)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Về mặt tổng thể, sau giai đoạn phục hồi mạnh mẽ 2023–2024, chúng tôi cho rằng **nhu cầu cao su thiên nhiên đang bước sang giai đoạn tăng trưởng chậm lại**, phản ánh sự điều chỉnh của thị trường ô tô, sắt thép trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều bất ổn. Các yếu tố như căng thẳng địa chính trị, xu hướng bảo hộ thương mại, biến động chuỗi cung ứng đang ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng tiêu thụ

hàng hóa lâu bền, đặc biệt là ô tô.

Bên cạnh đó, sự chuyển dịch nhanh sang xe điện và vật liệu tổng hợp cũng làm thay đổi cấu trúc nhu cầu cao su tự nhiên truyền thống. *Chúng tôi cho rằng, trong giai đoạn 3 – 5 năm tới, nhu cầu CSTN toàn cầu nhiều khả năng sẽ duy trì trạng thái từ ổn định đến tăng nhẹ, chủ yếu đến từ các thị trường đang phát triển như Ấn Độ và Đông Nam Á, trong khi Trung Quốc và châu Âu sẽ tiếp tục dao động quanh mức nền hiện tại.*

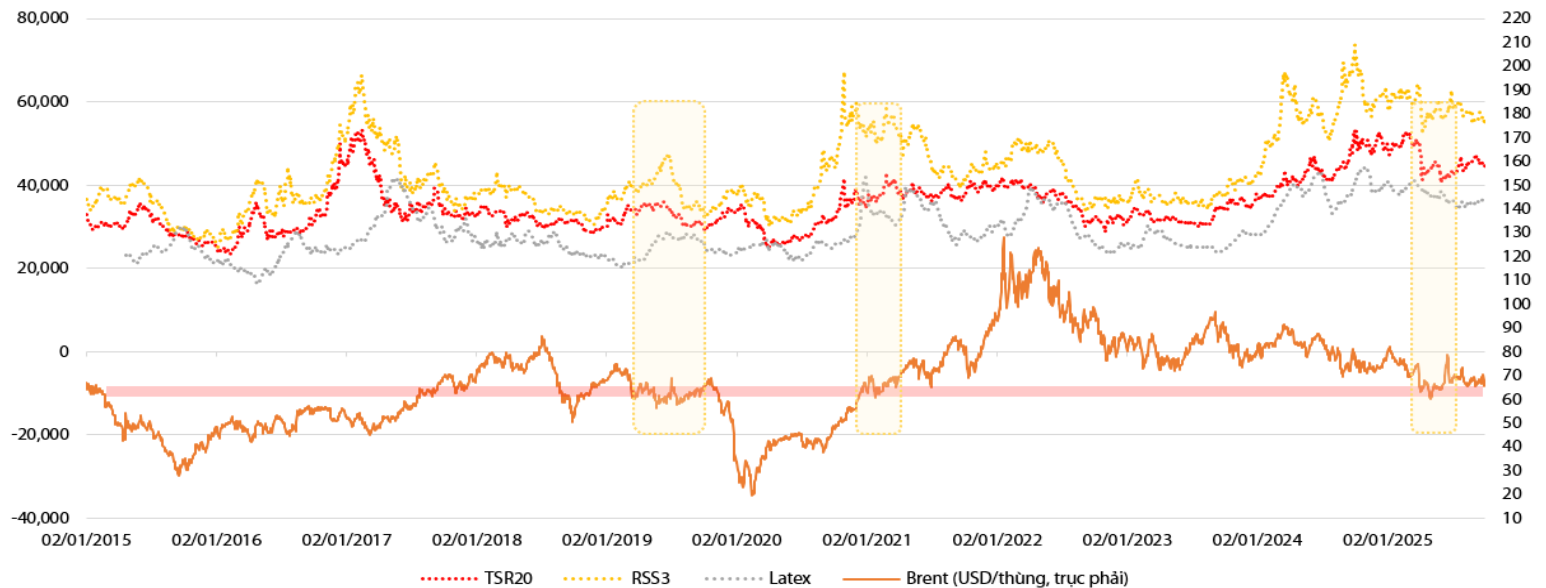
Diễn biến và xu hướng giá cao su thiên nhiên

Tổng hòa các yếu tố cung – cầu cho thấy thị trường cao su thiên nhiên toàn cầu đang bước vào giai đoạn cân bằng mới, với nguồn cung hạn chế trong khi nhu cầu tăng chậm lại. **Về phía cung**, chúng tôi cho rằng khả năng mở rộng sản lượng trong 3–5 năm tới vẫn thấp, do: 1/ Hoạt động trồng mới và tái canh chậm trong nhiều năm, trong khi một phần diện tích được chuyển đổi sang các mục đích khác (như khu công nghiệp, cây công nghiệp ngắn ngày); 2/ Chính sách kiểm soát diện tích trồng tại Thái Lan vẫn đang tiếp tục nhằm ổn định giá và bảo đảm sinh kế cho nông hộ; 3/ Giá cao su phục hồi trong năm 2024 chủ yếu nhờ yếu tố thời tiết bất lợi làm gián đoạn nguồn cung, chưa đủ tạo động lực để các nước mở rộng tái canh và đầu tư mới.

Ở chiều ngược lại, **cầu CSTN toàn cầu** sau giai đoạn phục hồi mạnh mẽ 2023–2024 đang bước sang giai đoạn tăng trưởng chậm lại, chủ yếu do thị trường ô tô và sắm lốp tại Trung Quốc và châu Âu đang trong pha tích lũy. Cùng với tác động từ căng thẳng địa chính trị, xu hướng bảo hộ thương mại, gián đoạn chuỗi cung ứng tiếp tục ảnh hưởng đến tiêu thụ hàng hóa lâu bền, đặc biệt là ô tô.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng giá cao su thiên nhiên nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định quanh mặt bằng hiện tại trong trung hạn, nhờ cung không tăng mạnh trong khi tồn kho ở mức thấp. Về dài hạn, giá có thể ghi nhận xu hướng phục hồi trở lại khi các yếu tố vĩ mô cải thiện dẫn đến sự tăng trưởng mạnh trở lại của ngành ô tô toàn cầu, tuy nhiên sẽ cần theo dõi thêm các yếu tố ảnh hưởng đến cung cầu của thị trường.

Hình 49: Tương quan giữa giá dầu Brent và giá cao su giai đoạn 2015 - 2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt tổng hợp

Ngoài yếu tố cung – cầu, biến động giá dầu thô cũng là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến giá cao su thiên nhiên. Lý do bởi dầu là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất cao su tổng hợp (CSTH) – sản phẩm có thể thay thế một phần CSTN trong ngành sắm lốp và các ứng dụng công nghiệp. Do đó, giá dầu thường có mối tương quan chặt chẽ với giá cao su. Quan sát trong giai đoạn 2015–2024,

xu hướng giá Brent và giá CSTN (RSS3, TSR20, Latex) thường di chuyển đồng pha, với hệ số tương quan khoảng 0,75–0,8. Khi giá dầu tăng, chi phí sản xuất CSTH tăng, thúc đẩy nhu cầu chuyển sang CSTN và kéo giá cao su tự nhiên tăng theo và ngược lại.

Bảng 10: Xác suất dự báo giá dầu từ 14 tổ chức theo thống kê của Bloomberg

USD/thùng	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26
Từ 50–60	7%	7%	36%	36%	25%	25%
Trên 60–65	36%	93%	50%	43%	50%	42%
Trên 65–70	57%	0%	0%	7%	8%	17%
Trên 70	0%	0%	14%	14%	17%	17%
Trung bình	65	63	62	63	64	65
Trung vị	66	63	61	63	64	65

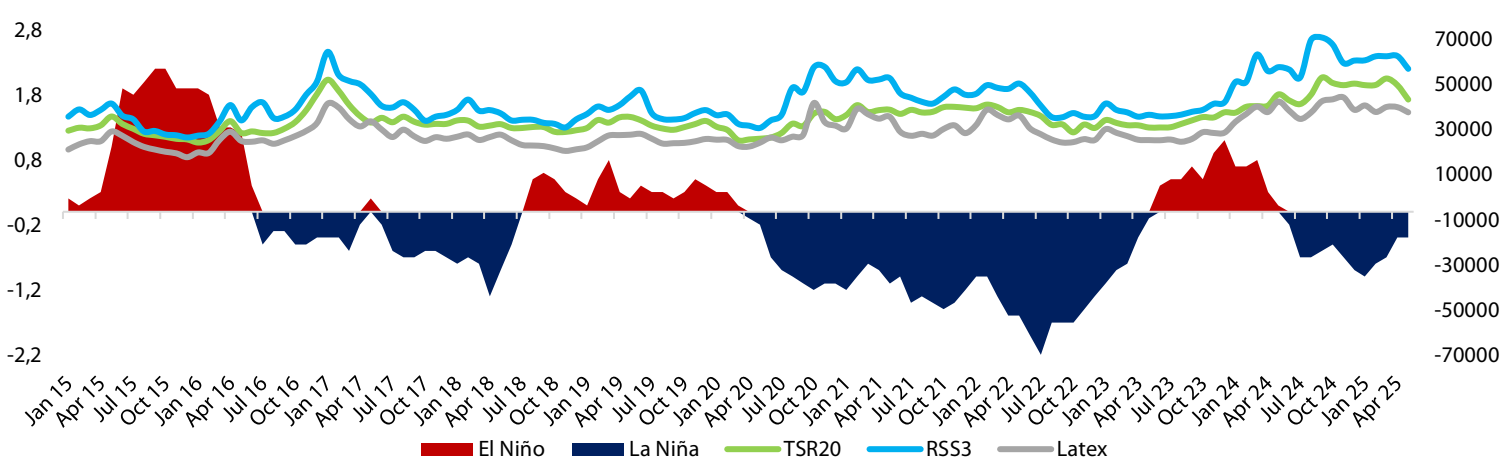
Nguồn: Bloomberg, Bộ phận phân tích ngành Dầu khí CTCK Rồng Việt.

Theo dự báo từ 14 tổ chức theo thống kê của Bloomberg, giá dầu Brent trung bình được dự báo sẽ giảm dần về mức 62–65 USD/thùng trong năm 2026, thấp hơn so với trung bình năm 2024 (~79,8 USD/thùng). Diễn biến này phản ánh (1) nguồn cung dầu dồi dào hơn từ OPEC+ và Mỹ; (2) nhu cầu năng lượng toàn cầu chậm lại trong bối cảnh tăng trưởng yếu tại Trung Quốc và châu Âu.

Trong bối cảnh đó, giá cao su thiên nhiên nhiều khả năng sẽ chịu áp lực cạnh tranh trong ngắn hạn, do: 1/ Giá dầu giảm → chi phí sản xuất CSTH giảm → cao su tổng hợp trở nên cạnh tranh hơn, làm giảm nhu cầu sử dụng CSTN; 2/ Các doanh nghiệp sản xuất chuyển đổi một số nguyên liệu từ CSTH nhằm tối ưu chi phí nguyên liệu.

Tuy vậy, mức độ ảnh hưởng sẽ được hạn chế, do cấu trúc thị trường CSTH và CSTN vẫn duy trì trạng thái cân bằng tương đối ổn định và nguồn cung CSTN toàn cầu vẫn ở trạng thái co hẹp, trong khi tồn kho ở mức thấp. Nhờ đó, trong kịch bản giá dầu Brent duy trì quanh 60–65 USD/thùng, chúng tôi cho rằng giá các chủng loại cao su thiên nhiên RSS3, TSR20 và Latex nhiều khả năng sẽ giữ ổn định lần lượt quanh vùng 55 – 58; 38 – 42; 35 – 37 triệu đồng/tấn.

Hình 50: Tương quan giữa giá cao su và hiện tượng ENSO



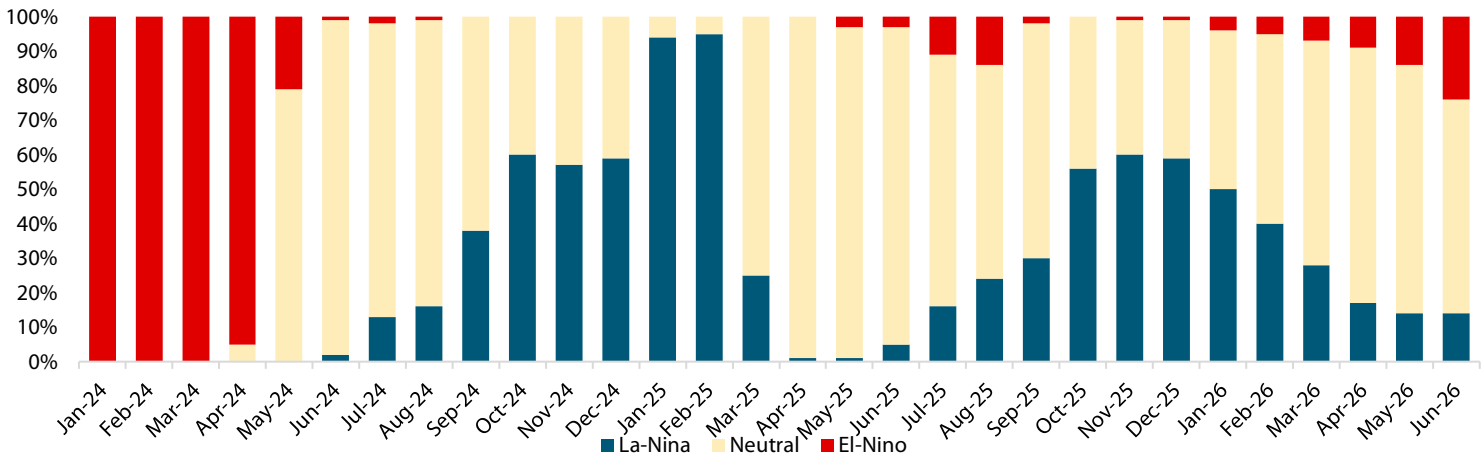
Nguồn: NOAA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bên cạnh giá dầu, yếu tố thời tiết và hiện tượng ENSO (El Niño – La Niña) cũng là một trong những biến số quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến diễn biến giá cao su thiên nhiên. Giai đoạn 2015–2024, giá cao su thường có xu hướng tăng mạnh trong các điều kiện thời tiết khô hạn làm giảm năng suất cây (El Niño),

và mưa lớn kéo dài khiến hoạt động cạo mủ bị gián đoạn, sản lượng thu hoạch giảm (La Niña). Tuy nhiên, mức ảnh hưởng có độ trễ và phụ thuộc vào thời kỳ khai thác chính của từng vùng trồng.

Theo dự báo của International Research Institute (IRI), chu kỳ ENSO giai đoạn cuối 2025 có khả năng chuyển từ trạng thái trung tính sang La Niña, với xác suất hơn 60%. Diễn biến này cho thấy nguy cơ mưa lớn kéo dài tại Đông Nam Á, ảnh hưởng trực tiếp đến năng suất thu mủ trong mùa khai thác chính (thường từ tháng 5 đến tháng 12). Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng giá cao su thiên nhiên có thể duy trì ổn định trong cuối 2025 – đầu 2026, được hỗ trợ bởi nguồn cung dự kiến có thể gián đoạn do thời tiết bất lợi.

Hình 51: Dự báo chu kỳ ENSO (% khả năng có thể xảy ra)

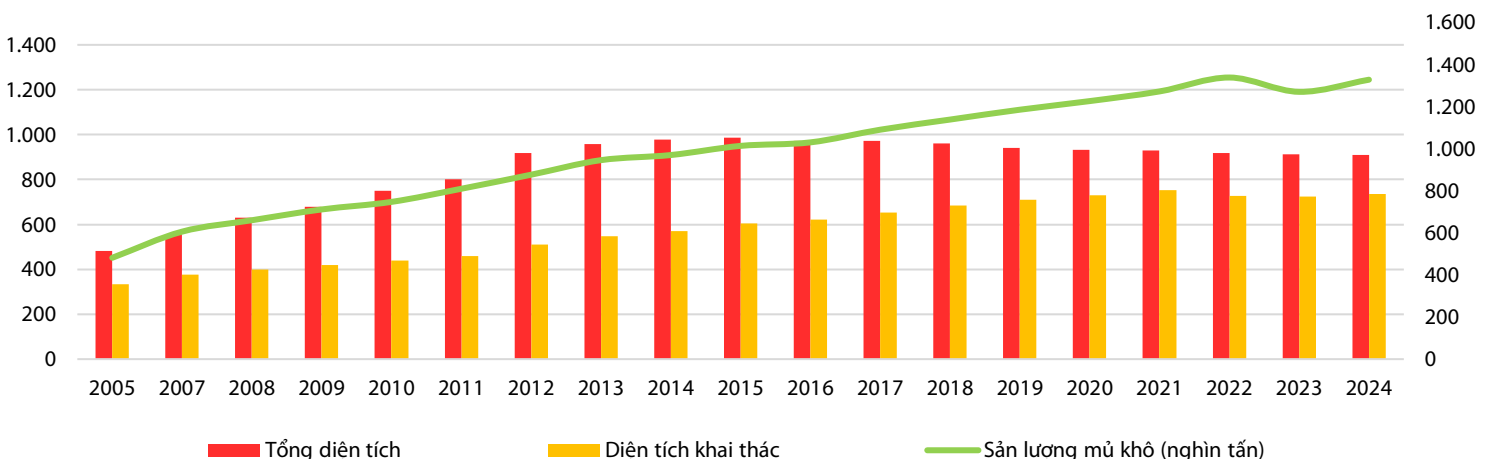


Nguồn: IRI ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thị trường cao su Việt nam

Việt Nam hiện là nhà sản xuất cao su thiên nhiên lớn thứ tư thế giới, sau Thái Lan và Indonesia và Bờ biển Ngà, với sản lượng năm 2024 đạt khoảng 1,45 triệu tấn (+2% YoY). Diện tích khai thác đạt khoảng 740 nghìn ha, chiếm gần 80% tổng diện tích trồng. Trong nhiều năm qua, sản lượng cao su của Việt Nam duy trì ổn định nhờ năng suất vườn cây cải thiện và việc tái canh có chọn lọc tại các vùng trọng điểm như Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. Tuy nhiên, do đặc thù phụ thuộc lớn vào điều kiện khí hậu, hoạt động khai thác cao su tại Việt Nam thường bị gián đoạn trong mùa mưa (tháng 5–9). Đặc biệt, trong năm 2024–2025, nhiều đợt mưa bão như bão Yagi, bão Peipah làm gián đoạn khai thác tại một số khu vực, ảnh hưởng đến sản lượng mủ thu hoạch.

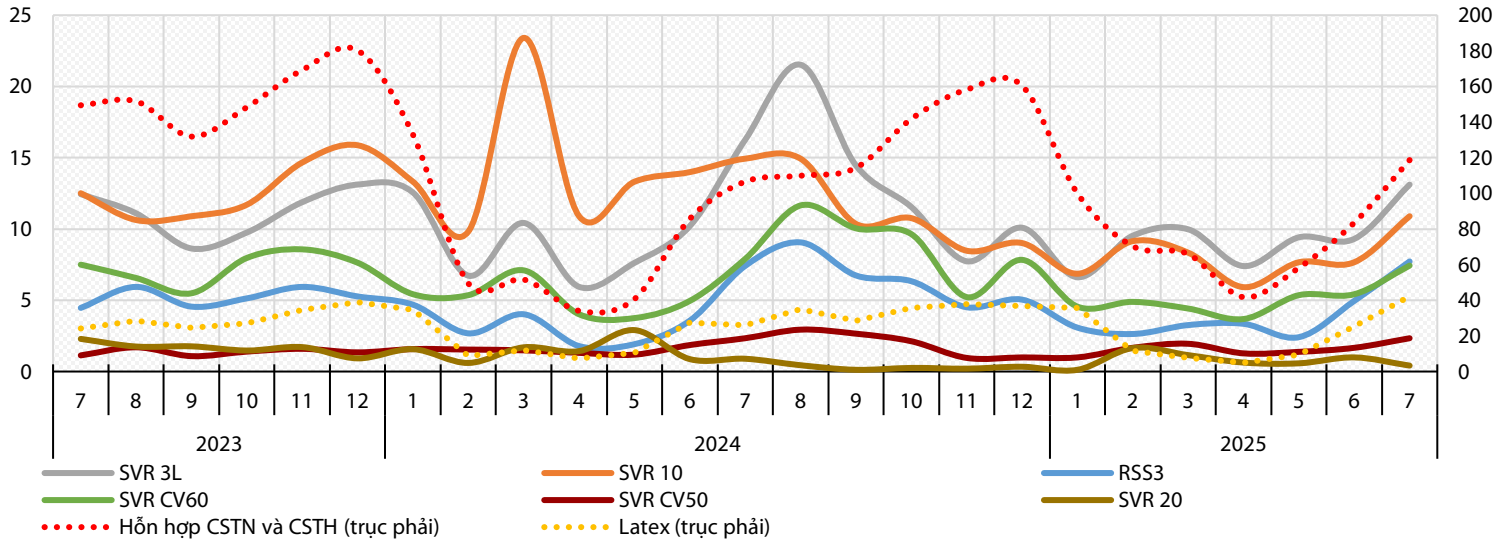
Hình 52: Tổng diện tích và sản lượng mủ khô tại Việt Nam giai đoạn 2005 – 2024 (nghìn ha)



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giá cao su Việt Nam hiện **vẫn phụ thuộc lớn vào biến động của giá cao su thế giới**, do: 1/ hơn 80% sản lượng được xuất khẩu, chủ yếu sang Trung Quốc, Ấn Độ và các nước châu Á khác; 2/ Sản lượng xuất khẩu chưa đủ vị thế để đàm phán giá bán. Ngoài ra, phần lớn xuất khẩu của Việt Nam là cao su sơ chế (hỗn hợp CSTN–CSTH, SVR10, SVR3L), phụ thuộc vào nhu cầu của ngành ô tô và sản xuất xăm lốp Trung Quốc.

Hình 53: Sản lượng xuất khẩu các chủng loại cao su của Việt Nam theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tuy nhiên, một số doanh nghiệp sản xuất cao su hiện nay có chuỗi sản xuất khép kín từ trồng trọt – khai thác – chế biến, tiêu biểu là những doanh nghiệp trong Tập đoàn Cao su, có lợi thế hơn trong việc kiểm soát chất lượng nguyên liệu đầu vào, sản phẩm đầu ra và duy trì biên lợi nhuận ổn định hơn so với nhóm doanh nghiệp thương mại thuần. Nhờ khả năng điều chỉnh cơ cấu sản phẩm theo biến động thị trường, nhóm này có thể phần nào giảm bớt tác động của biến động giá thế giới, dù vẫn khó tách rời hoàn toàn khỏi xu hướng chung của thị trường cao su toàn cầu.

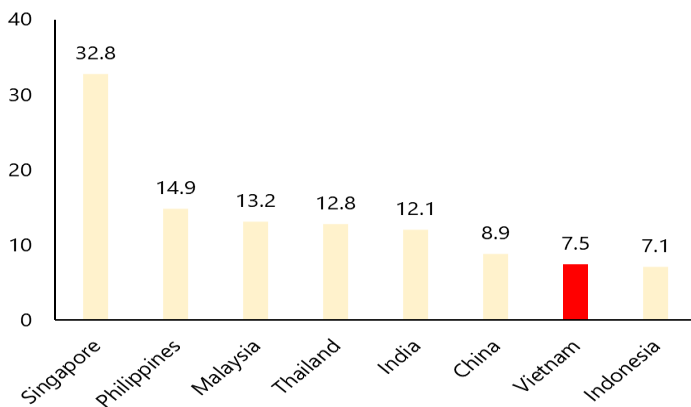
TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Xu hướng “Trung Quốc +1” kỳ vọng duy trì: Từ giai đoạn 2017-2024, mối quan hệ thương mại giữa 02 cường quốc Mỹ - Trung Quốc trở nên căng thẳng, khi Chính quyền Tổng thống Trump khởi động điều tra thương mại với Trung Quốc, cáo buộc vi phạm sở hữu trí tuệ và ép buộc chuyển giao công nghệ. Các nhà sản xuất đa quốc gia nhận thấy rủi ro của việc tập trung hoàn toàn chuỗi giá trị sản xuất tại Trung Quốc (hub sản xuất lớn nhất trên Thế giới trước đây), và bắt đầu xu hướng dịch chuyển nhà máy sang các quốc gia lân cận. Việt Nam từ đó thu hút được dòng vốn FDI rõ ràng (giá trị FDI đăng ký tăng 30%, so với giai đoạn 2013-2016), với những lợi thế về: 1/ Chi phí sản xuất cạnh tranh (chi phí lao động, điện ở mức cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực), 2/ Duy trì ưu đãi cho doanh nghiệp FDI (miễn phí thuế thu nhập doanh nghiệp trong 02 năm đầu tiên, môi trường đầu tư ổn định), 3/ Vị trí địa lý thuận lợi (gần khu vực Đông Á – trung tâm kinh tế, đường bờ biển kéo dài với hệ thống cảng nước sâu), và 4/ Chính sách thương mại tương đối cởi mở (với 19 hiệp định Thương mại Tự do đang được thực thi).

Về mặt thị trường, Hoa Kỳ vẫn là đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (do xu hướng dịch chuyển của dòng vốn FDI). Tuy nhiên, trong tháng 4/2025, chính quyền tổng thống Trump đã bất ngờ công bố các biện pháp thuế quan mới; các mức thuế cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước sẽ tiếp tục được áp dụng, với mức tối thiểu là 10%. Chính phủ Việt Nam đang trong quá trình đàm phán để giảm mức thuế đối ứng. Các doanh nghiệp FDI có khuynh hướng chờ đợi quyết định cuối cùng về chính sách thuế quan (dự kiến trong nửa cuối 2025), trước khi có quyết định về việc chọn vị trí thuê đất để đặt nhà máy (tại Việt Nam hoặc các quốc gia Châu Á khác có lợi thế).

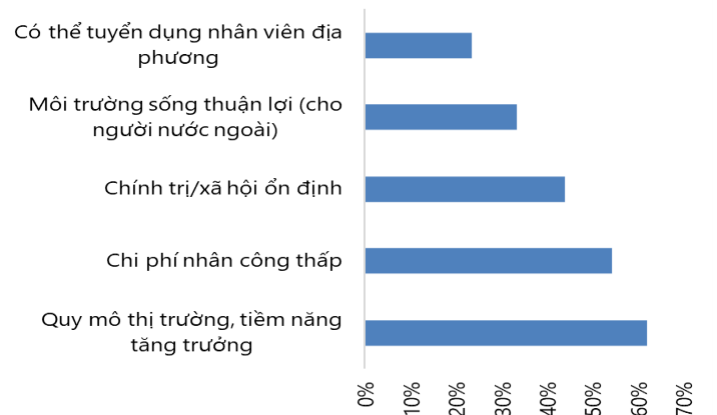
Xu hướng chờ đợi của các doanh nghiệp FDI nhìn chung sẽ kéo dài cho đến 2025, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây là những khó khăn ngắn hạn. Sang giai đoạn 2026 trở về sau, *chúng tôi kỳ vọng giá trị FDI (cho lĩnh vực sản xuất) có thể hồi phục và duy trì mức tăng trưởng trung bình 5%/năm*, khi: 1/ Chính sách thương mại và các mức thuế quan giữa các quốc gia đã trở nên rõ ràng; 2/ Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế cạnh tranh dài hạn (vị trí địa lý thuận lợi, các hiệp định thương mại với các quốc gia), và 3/ Tiềm năng tiêu thụ nội địa (khi Việt Nam đang duy trì cơ cấu dân số trẻ).

Hình 54: Giá bán điện bình quân tại các quốc gia (US cent/kWh)



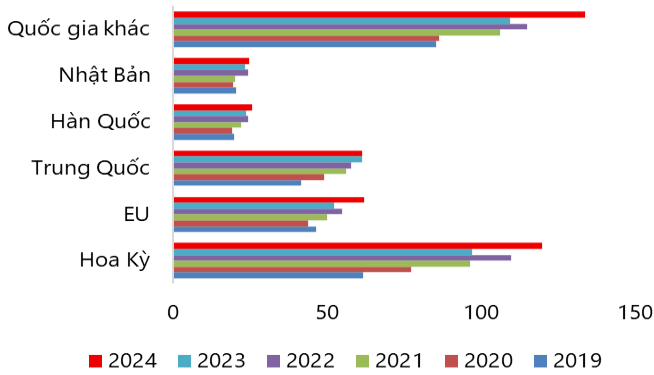
Nguồn: Statista, Globalpetroprices

Hình 55: Lợi thế về môi trường kinh doanh tại Việt Nam - khảo sát các doanh nghiệp Nhật Bản trong năm 2024 (%)



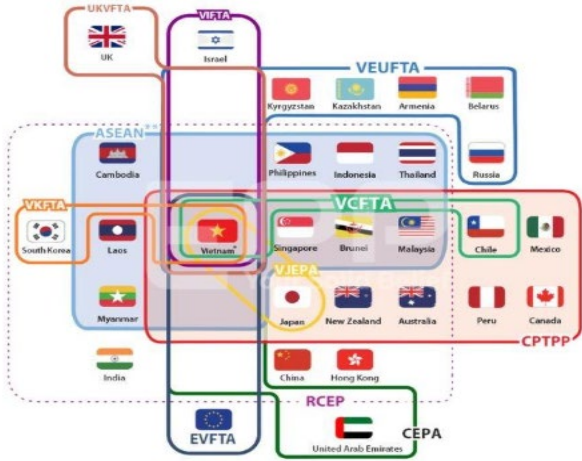
Nguồn: Jetro, CTCK Rồng Việt

Hình 56: Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

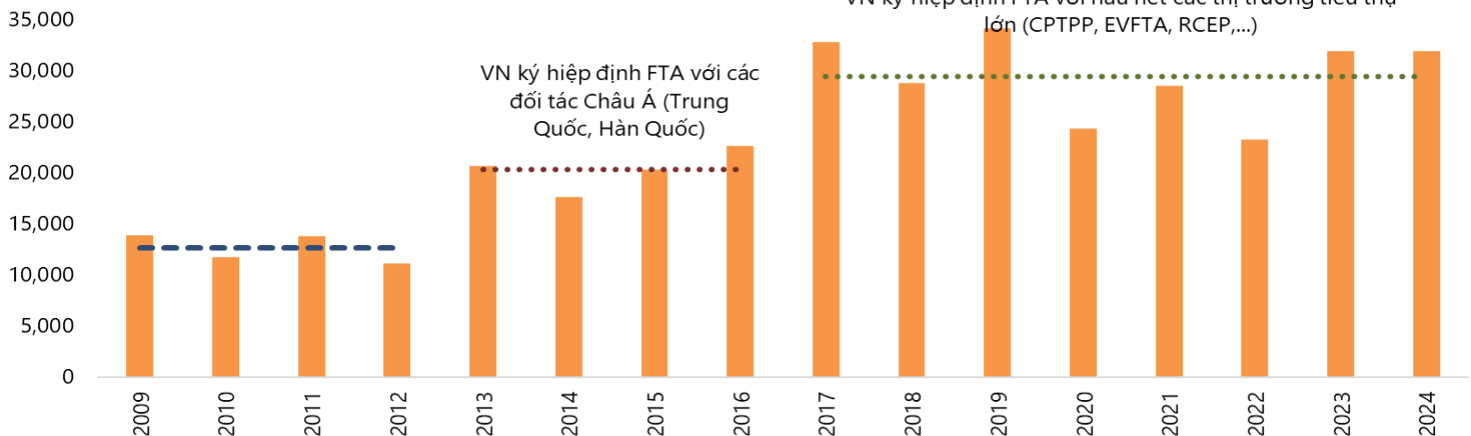
Hình 58: Các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đang tham gia, tính đến 2024



Nguồn: MOIT, CTCK Rồng Việt

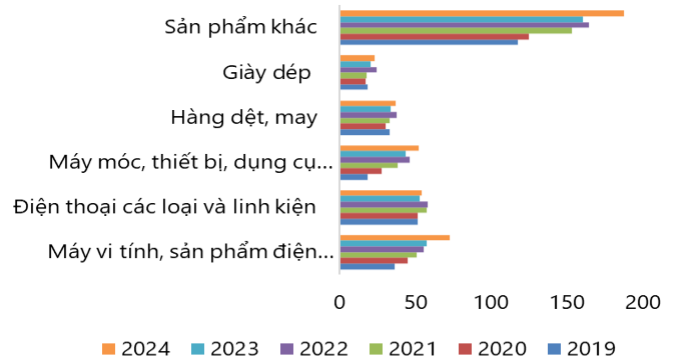
Hình 60: Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2008-2024 (triệu USD, loại trừ BĐS) và giá trị trung bình qua các giai đoạn

VN gia nhập WTO



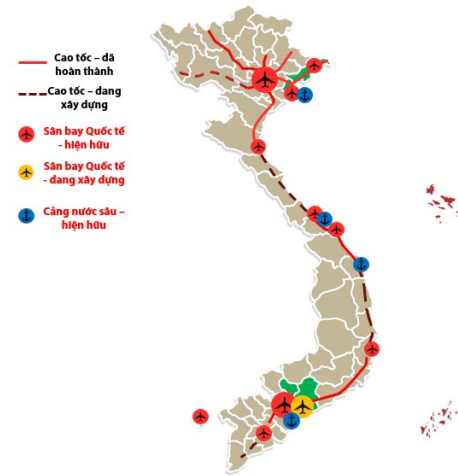
Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 57: Nhóm ngành có giá trị xuất khẩu lớn, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



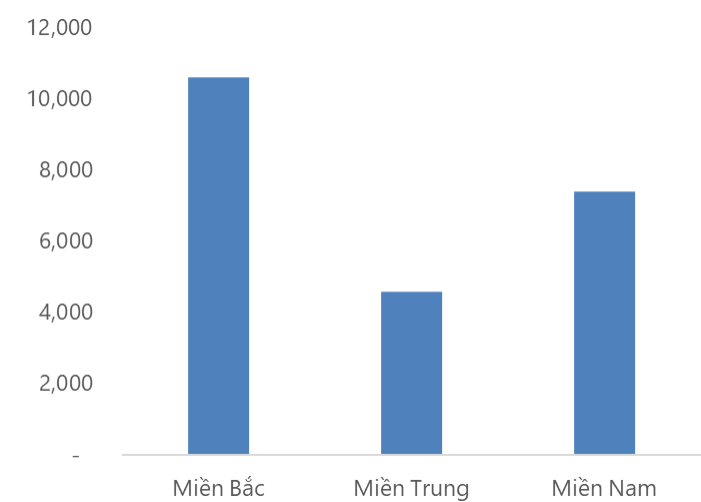
Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Hình 59: Lợi thế từ hệ thống hạ tầng, cảng biển của Việt Nam



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 61: Tổng diện tích các KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-6T2025, theo vùng (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 11: Các KCN có quy mô lớn (trên 500ha) được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-6T2025

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tỉnh thành	Diện tích (Ha)
KCN Bàu Cạn (GD1)	KN Group	Đồng Nai	1.000
KCN Vinhomes Vũng Áng	VHM	Hà Tĩnh	965
KCN VSIP Lạng Sơn	VSIP	Lạng Sơn	600
KCN Thọ Lộc (GD1)	VSIP	Nghệ An	500
KCN Trảng Duệ 03	KBC	Hải Phòng	652
KCN Vĩnh Thạnh (GD2)	Thanh Bình Phú Mỹ	Cần Thơ	540
KCN Xuân Quế - Sông Nhạn (GD1)	KCN Xuân Quế	Đồng Nai	1.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Xu hướng phát triển dài hạn của các KCN: Tuy có cái nhìn tích cực về triển vọng cho thuê đất KCN, chúng tôi nhận thấy nguồn cung tương lai (từ các khu vực tiềm năng tại miền Trung – với hệ thống cảng nước sâu và chi phí GPMB tương đối thấp) sẽ có thể khiến sự cạnh tranh giữa các KCN tăng lên. Để thu hút được các khách hàng lớn, các KCN sẽ cần theo dõi các xu hướng phát triển dài hạn của ngành để có chính sách đầu tư và bán hàng phù hợp:

Hình thành các Khu Thương mại Tự do (Free Trade Zones – FTZ): FTZ là các khu vực kinh tế đặc biệt được thiết lập nhằm thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu, logistics, sản xuất công nghệ cao, và thu hút đầu tư trong và ngoài nước. Đặc điểm chính của các FTZ có thể kể đến gồm: 1/ Các ưu đãi, cơ chế chính sách riêng biệt cho các nhà đầu tư; 2/ Thử nghiệm các cơ chế mới (sandbox,...) nhằm định hướng phát triển công nghệ số, trí tuệ nhân tạo; 3/ HĐND&UBND thành phố được chủ động trong việc thực thi các chính sách (theo các Nghị quyết riêng biệt, được Quốc hội thông qua). Trong năm 2025, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết riêng biệt để phát triển FTZ tại các tỉnh trọng điểm về KCN/Logistic (Hải Phòng, Đà Nẵng, và dự kiến thời gian tới là Đồng Nai). Về dài hạn, đây là các khu vực sẽ thu hút được sự chú ý tương đối lớn của các doanh nghiệp FDI, đặc biệt là các tập đoàn đa quốc gia.

Sự phát triển của các KCN phục vụ cho lĩnh vực công nghệ cao: Sau giai đoạn tập trung thu hút doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực sản xuất gia công đơn thuần (da giày, dệt may, máy móc thiết bị,...) thì Chính phủ Việt Nam đã chú ý hơn tới “chất lượng” của nguồn vốn FDI thu hút, nhằm: 1/ Phát triển lĩnh vực công nghệ cao, nhằm hướng tới sự phát triển bền vững; 2/ Giảm rủi ro với môi trường (khi chỉ tập trung vào các lĩnh vực sản xuất đơn thuần). Các chính sách đáng chú ý bao gồm: 1/ Nghị định 182/2024/NĐ-CP về việc thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ Hỗ trợ đầu tư (ISF) như một phương thức để hỗ trợ các doanh nghiệp lĩnh vực công nghệ cao; 2/ Luật Công nghiệp Công nghệ số (được Quốc hội thông qua trong tháng 6/2025) đã Luật hóa cụ thể về Định hướng phát triển và Chính sách hỗ trợ với lĩnh vực công nghiệp số - xu thế phát triển tương lai. Với những định hướng như vậy, chúng tôi cho rằng những KCN tại các trung tâm phát triển công nghiệp số/KCN tại khu vực FTZ (Hà Nội, Tp.HCM, Đà Nẵng, Hải Phòng) sẽ thu hút sự chú ý của nhóm khách hàng phát triển các sản phẩm công nghệ số (phần cứng, phần mềm, nội dung số) – cùng với toàn bộ hệ sinh thái của họ. Nhóm khách hàng này thường sẽ ưu tiên tới vị trí gần các thành phố lớn (lợi thế về nguồn lực chất lượng cao), có chính sách ưu đãi riêng biệt cho doanh nghiệp và hạ tầng hoàn thiện (nguồn điện năng ổn định).

Bảng 12: Các điều kiện cần doanh nghiệp đáp ứng để nhận hỗ trợ từ ISF

Đối tượng được hỗ trợ	Yêu cầu về vốn	Điều kiện giải ngân
Doanh nghiệp có dự án đầu tư sản xuất sản phẩm công nghệ cao	Vốn tối thiểu 12.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 12.000 tỷ đồng trong 5 năm, hoặc 10.000 tỷ đồng trong 3 năm, kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư
Doanh nghiệp có dự án ứng dụng công nghệ cao	Hoặc doanh thu một năm ít nhất 20.000 tỷ đồng	
Doanh nghiệp có dự án trong lĩnh vực công nghiệp chip, mạch tích hợp bán dẫn, trung tâm dữ liệu AI	Vốn tối thiểu 6.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 6.000 tỷ đồng trong 5 năm, hoặc 4.000 tỷ đồng trong 3 năm, kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư
Hoặc doanh thu một năm ít nhất 10.000 tỷ đồng		
Doanh nghiệp có dự án đầu tư sản xuất sản phẩm, ứng dụng công nghệ cao thuộc danh mục công nghệ, sản phẩm đột phá được ưu tiên nghiên cứu, phát triển bởi Chính phủ.	Không áp dụng	Không áp dụng
Doanh nghiệp có dự án thiết kế vi mạch, cam kết tuyển dụng ít nhất 300 lao động Việt Nam sau 5 năm hoạt động tại Việt Nam, hoặc đào tạo ít nhất 30 kỹ sư chất lượng cao mỗi năm.	Không áp dụng	Không áp dụng
Dự án trung tâm nghiên cứu và phát triển R&D	Vốn tối thiểu 3.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 1.000 tỷ đồng trong 3 năm kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư.

Nguồn: Nghị định 182, CTCK Rong Viet tổng hợp

Xu hướng chuyển dịch các nhà máy ra khỏi các khu đô thị lớn: Các KCN đầu tiên tại Việt Nam được xây dựng gần trung tâm các thành phố lớn, có thể kể đến KCN Biên Hòa 01 (340ha, KCN đầu tiên của Việt Nam, thành lập năm 1961), KCN Tân Thuận (Tp. HCM, thành lập 1991),... Sau thời gian thuê đất 50 năm, một số KCN (đặc biệt là các KCN nằm gần trung tâm đô thị) sẽ cần phải di dời do: 1/ Không còn phù hợp với quy hoạch của thành phố, 2/ Định hướng phát triển lĩnh vực công nghệ cao (không ô nhiễm) tại các thành phố lớn, trong khi các nhà máy hiện hữu (với rủi ro ô nhiễm môi trường) sẽ được hỗ trợ di dời sang KCN lân cận. Đáng chú ý trong thời gian tới chính là việc di dời các doanh nghiệp tại KCN Biên Hòa 01 (gồm 76 doanh nghiệp) với thời hạn đến cuối 2025. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc di dời sẽ không đạt kế hoạch do chưa có chính sách cụ thể để hỗ trợ các doanh nghiệp thuê đất tại các KCN mới. Từ giai đoạn 2026 trở về sau, khi chính sách cụ thể hơn để doanh nghiệp có thể di dời nhà máy, một số KCN lân cận (Đồng Nai, Vũng Tàu, Bình Dương,...) được hưởng lợi khi thu hút được nhóm khách hàng này.

Giảm phát thải Carbon tại các KCN: Các thị trường xuất khẩu quy mô lớn, như EU (chiếm ~12% giá trị xuất khẩu của Việt Nam) sẽ bắt đầu đưa cơ chế CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) từ 2026. Với việc các nhà nhập khẩu mua tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải, chủ yếu theo phạm vi 01 và 02) sẽ là một yếu tố thu hẹp lợi thế về giá thành của các nhà sản xuất đặt nhà máy tại các quốc gia Châu Á. Các doanh nghiệp FDI qua đó cũng đang trong quá trình giảm phát thải carbon tại khu vực sản xuất của họ, và các nhà phát triển KCN có thể cung cấp các dịch vụ cho khách hàng và tăng tính cạnh tranh trong dài hạn, nổi bật có thể kể đến gồm: 1/ Xử lý và tuần hoàn hệ thống nước thải, 2/ Cung cấp nguồn năng lượng tái tạo (dưới dạng các tấm pin mặt trời mái nhà) cho các khách hàng thuê đất.

Bảng 13: Phạm vi phát thải của một nhà máy sản xuất

Phạm vi	Mô tả	Nguồn phát thải chính
1 - Phát thải trực tiếp	Khí thải trực tiếp từ các hoạt động do công ty sở hữu hoặc kiểm soát	Quá trình đốt cháy trong thiết bị sản xuất
2 – Phát thải gián tiếp từ năng lượng nhập khẩu	Khí thải từ việc sản xuất điện, hơi nước, sưởi ấm hoặc làm mát được mua hoặc mua bởi công ty	- Xử lý nước thải - Điện từ lưới điện - Hơi nóng từ nhà cung cấp
3 – Phát thải gián tiếp khác	Tất cả các phát thải gián tiếp khác (không bao gồm trong Phạm vi 2) xảy ra trong chuỗi giá trị của công ty	- Nguyên liệu cho hoạt động sản xuất - Phương tiện vận tải

Nguồn: CTCK Rong Viet

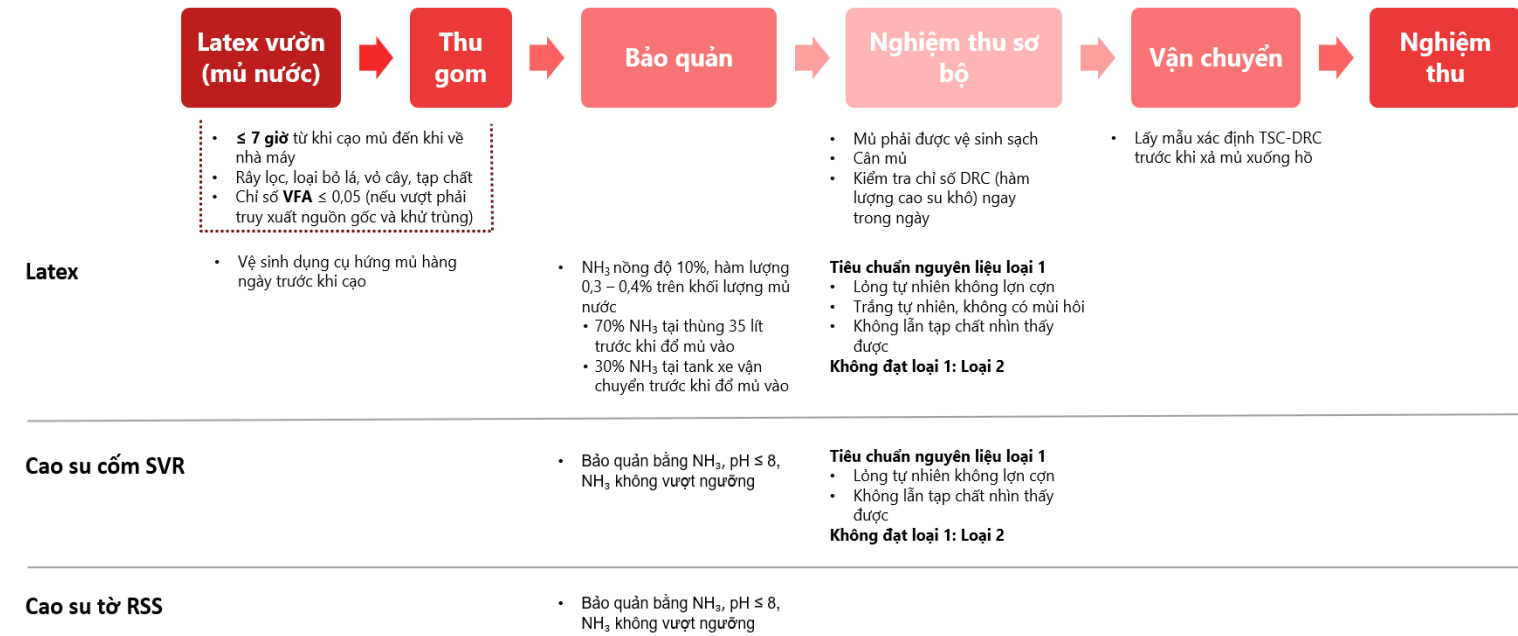
PHỤ LỤC – ĐẶC ĐIỂM NGÀNH CAO SU VIỆT NAM

Vòng đời cây cao su



Nguồn: VRA, CTCK Rông Việt

Hình 62: Quy trình nghiệm thu mũ nguyên liệu dùng cho sản xuất cao su thành phẩm



Nguồn: VRG, CTCK Rông Việt

Đặc tính cây cao su

Bảng 14: Đặc tính về môi trường trồng của cây cao su, và các sản phẩm chính

Đặc điểm	Nhiệt độ	Nhiệt độ không khí bình quân >25 độ C, phát triển tốt trong điều kiện có 1600 – 1700 giờ nắng/năm.
	Lượng mưa	Lượng mưa tối ưu >1800 mm/năm, mùa khô <5 tháng, với số ngày có sương mù <20 ngày/năm
	Gió	Cây ưa lạnh gió, tốc độ gió lý tưởng là 1 – 2 m/s. Cây cao su khá cao, gỗ giòn, dễ gãy và cho sản lượng mủ thấp trong điều kiện gió mạnh
	Đất	Ưu tiên đất có thành phần cơ giới nặng, tầng hữu ích dày >2m, thoát nước tốt, không ngập úng, ít đá sỏi, tương đối bằng phẳng.
Sản phẩm từ cây cao su	Mủ cao su	Sản phẩm chính từ cây cao su. Mủ cao su là nguyên liệu quan trọng cho nhiều ngành công nghiệp, đặc biệt là sản xuất lốp xe
	Gỗ cao su	Phụ phẩm từ cây cao su sau chu kỳ kinh tế lấy mủ khoảng 25 năm. Gỗ cao su là nguồn nguyên liệu quan trọng của ngành gỗ, nhất là sản xuất đồ nội thất

Nguồn: VRG, CTCK Rông Việt

So sánh đặc tính các sản phẩm mủ cao su

Loại	Định nghĩa & Tiêu chuẩn	Tính chất vật lý & hóa học	Ưu điểm	Nhược điểm	Ứng dụng trong chuỗi giá trị	Hình ảnh minh họa
SVR CV 50/60	<i>Standard Vietnamese Rubber – Constant Viscosity.</i>	- Độ nhớt Mooney: CV50 (50±5), CV60 (60±5).- Chỉ số màu Lovibond: ≤ 6.- Tạp chất ≤ 0,05%. - Nitrogen ≤ 0,60%.	- Độ nhớt ổn định, ít thay đổi theo thời gian lưu kho. - Màu sáng, tạp chất thấp. - Tính đồng nhất cao, dễ phối trộn.	- Chi phí chế biến cao hơn (do xử lý hóa chất ổn định). - Không thích hợp cho sản phẩm yêu cầu cao về độ bền động.	Lốp radial cao cấp, các chi tiết kỹ thuật chính xác (seal, gasket, cao su chịu lực).	
SVR 3L, 5	<i>Standard Vietnamese Rubber 3L (Light color) & 5.</i>	- Độ bẩn (Dirt content): ≤ 0,03% (3L), ≤ 0,05% (5).- Chỉ số màu Lovibond: 6–8 (3L sáng hơn).- Nitrogen ~ 0,60%.	- Độ dẻo tốt, cơ tính cao. - Dùng rộng rãi, chiếm tỉ trọng lớn trong XK VN.	- Nhạy cảm với điều kiện bảo quản (oxy hóa, sậm màu). - SVR 5 chất lượng thấp hơn, ít ổn định.	Lốp xe con, lốp công nghiệp nhẹ, băng tải, ống dẫn, giày dép.	
SVR 10, 20	<i>Standard Vietnamese Rubber 10/20.</i>	- Độ bẩn: ≤ 0,20% (SVR10), ≤ 0,30% (SVR20).- Lovibond ≥ 8 (màu sẫm).- Nitrogen ~ 0,60–0,70%. - Ash ≤ 1,0%.	- Giá rẻ, dễ sản xuất (chi phí thấp). - Đáp ứng nhu cầu số lượng lớn.	- Màu sẫm, nhiều tạp chất. - Cơ tính kém hơn SVR 3L/5.- Ít dùng cho sản phẩm cao cấp.	Lốp xe tải, bus, máy kéo, sản phẩm công nghiệp nặng (yêu cầu thể tích lớn, không cần thẩm mỹ).	
RSS 1, 3, 5	<i>Ribbed Smoked Sheet.</i> Phân loại RSS1 (cao nhất) → RSS5 (thấp nhất).	- Tạp chất: RSS1 ≤ 0,02%, RSS3 ≤ 0,05%, RSS5 ≤ 0,20%. - Màu: RSS1 sáng, RSS5 sẫm.- Độ dẻo Po ≥ 30.	- Dễ nhận diện bằng cảm quan. - Truyền thống, được nhiều thị trường công nhận (TOCOM giao dịch RSS3).	- Chất lượng không đồng nhất. - Dễ bị oxy hóa, mốc trong bảo quản. - Thua kém SVR về đồng nhất & kiểm soát.	Lốp ô tô, xe máy, sản phẩm kỹ thuật phổ thông. RSS3 phổ biến nhất trong thương mại quốc tế.	
Latex ly tâm (DRC 100%)	<i>Centrifuged Latex.</i> Latex tươi quay ly tâm, cô đặc lên 60% DRC. Trong báo cáo tài chính thường quy đổi về 100% DRC để thống nhất khối lượng.	- DRC thực tế: 60%. - pH: 9,5–10,5 (nhờ NH ₃ bảo quản).- Độ nhớt thấp, màu trắng sữa.- Tạp chất cơ học ≤ 0,02%.	- Đồng nhất, dễ sử dụng.- Độ tinh khiết cao. - Đáp ứng sản phẩm đòi hỏi chất lượng y tế.	- Bảo quản lạnh/kiểm soát NH ₃ . - Giá trị xuất khẩu phụ thuộc nhiều vào thị trường găng tay (Malaysia, Thái).	Găng tay y tế, bóng thể thao, bao cao su, băng dính, sản phẩm mỏng yêu cầu độ bền kéo.	

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Điểm khác biệt và cạnh tranh giữa cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp (hóa dầu)

Tiêu chí	Cao su thiên nhiên (NR)	Cao su tổng hợp (SR)	Tính cạnh tranh
Nguồn gốc	Khai thác từ mủ cây cao su (<i>Hevea brasiliensis</i>)	Sản xuất từ hóa dầu, chủ yếu butadiene, styrene, isoprene (sản phẩm từ dầu thô)	Giá SR phụ thuộc nhiều vào giá dầu thô
Tính chất cơ lý	- Độ đàn hồi cao, chống mài mòn tốt, chịu kéo/rách tốt, chịu lạnh tốt. - Khả năng tự phục hồi cao.	- Có thể điều chỉnh tính chất theo nhu cầu (chịu nhiệt, chịu dầu, chống hóa chất). - Một số loại kém đàn hồi hơn NR.	NR ưu thế trong lốp xe tải, máy bay, thiết bị cần độ bền cơ học cao . SR có ưu thế trong sản phẩm cần chống nhiệt, hóa chất .

Tiêu chí	Cao su thiên nhiên (NR)	Cao su tổng hợp (SR)	Tính cạnh tranh
Ứng dụng	Lốp xe du lịch, xe tải, xe bus, máy bay, găng tay y tế, sản phẩm chịu tải nặng.	Lốp xe du lịch, băng tải, dây curoa, vật liệu chịu dầu/hóa chất, sản phẩm tiêu dùng (giày, đồ gia dụng).	Hai loại thường pha trộn với nhau trong sản xuất lốp để tối ưu tính chất và chi phí.
Chi phí sản xuất	Phụ thuộc năng suất vườn cây, thời tiết, chi phí nhân công.	Phụ thuộc giá dầu thô và chi phí hóa dầu.	Khi giá dầu giảm , SR rẻ hơn các doanh nghiệp thường có xu hướng tăng dùng SR thay NR trong ngắn hạn.
Tính mùa vụ & rủi ro cung	Rất nhạy cảm với thời tiết (mùa rụng lá, mưa bão, El Niño/La Niña).	Nguồn cung ổn định, chủ động được theo công suất nhà máy.	Đây là lợi thế cạnh tranh chính của SR.

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Cao su tổng hợp (SR) có khả năng chịu nhiệt, chịu hóa chất, kháng dầu, tốt hơn so với Cao su thiên nhiên (NR), nhưng lại không thể thay thế hoàn toàn NR trong việc sản xuất lốp xe, máy bay, găng tay y tế do thua kém về độ đàn hồi, độ bền cơ học, cũng như về khả năng chống mài mòn.

Cao su tổng hợp thường được dùng làm nguyên liệu thay thế cho cao su thiên nhiên trong các giai đoạn thuận lợi khi giá dầu Brent ở mức thấp. Khi giá dầu tăng trở lại, giá cao su tổng hợp trở nên đắt đỏ hơn, nhu cầu cao su thiên tăng lên, hỗ trợ cho việc tăng giá của loại cao su này. Tuy nhiên, theo dữ liệu quá khứ, dù tương quan khá thấp ($R2 \sim 15\%$), nhưng giá dầu Brent có thể được dùng như một chỉ báo xu hướng (leading indicator) cho việc dự báo giá cao su (TSR20) trong tương lai.

Thời vụ cạo mủ cao su tại một số quốc gia

	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12
Việt Nam												
Thái Lan												
Indonesia												
Campuchia												
Lào												
Malaysia												
Trung Quốc												

Ghi chú

Mùa vụ cạo

Mùa thấp điểm

Nghỉ cạo

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

PHỤ LỤC – CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR)

GVR là doanh nghiệp cao su lớn nhất Việt Nam và cũng là một trong những tập đoàn cao su hàng đầu khu vực, với diện tích quản lý khoảng 400.000 ha tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Hoạt động cốt lõi của GVR gồm: khai thác và chế biến mủ cao su thiên nhiên, sản xuất sản phẩm công nghiệp cao su, chế biến gỗ và phát triển hạ tầng khu công nghiệp trên đất cao su chuyển đổi. Trong đó, sản phẩm mủ khối (SVR 3L, SVR 10, SVR CV) chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu xuất khẩu. Bên cạnh đó, mảng khu công nghiệp và gỗ đang ngày càng đóng góp tỷ trọng cao hơn trong lợi nhuận hợp nhất, giúp GVR giảm bớt tính chu kỳ phụ thuộc vào giá cao su.

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR)

PHR sở hữu gần 15.000 ha cao su tại Bình Dương và một phần ở Campuchia, với sản lượng tiêu thụ khoảng 25 - 30 nghìn tấn mủ mỗi năm. Ngoài hoạt động truyền thống khai thác mủ, PHR nổi bật nhờ sở hữu quỹ đất chuyển đổi sang khu công nghiệp, hợp tác cùng Becamex IDC phát triển các dự án lớn như VSIP III và Nam Tân Uyên mở rộng. Mảng cho thuê đất khu công nghiệp đã và đang trở thành động lực lợi nhuận quan trọng, bên cạnh hoạt động cao su vốn chịu tác động mạnh từ giá quốc tế.

Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh (HOSE: TRC)

TRC quản lý hơn 6.000 ha cao su tập trung tại Tây Ninh, giáp biên giới Campuchia. Quy mô sản lượng nhỏ hơn so với PHR hay DPR, nhưng công ty được đánh giá có chi phí khai thác thấp và biên lợi nhuận ổn định nhờ lợi thế địa lý. TRC tập trung sản xuất mủ khối (TSR), xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Trung Quốc. Doanh nghiệp ít đa dạng hóa sang các mảng khác như KCN hay gỗ, do đó phụ thuộc nhiều vào chu kỳ giá cao su.

Công ty Cổ phần Cao su Đắk Lắk (HOSE: DRI)

DRI là doanh nghiệp thành viên của VRG, tập trung khai thác cao su tại Lào với diện tích khoảng 9.000 ha tại Attapeu và Champasak. Hoạt động của DRI mang tính xuất khẩu cao, với phần lớn sản phẩm tiêu thụ tại Trung Quốc. Doanh thu và lợi nhuận của công ty chịu ảnh hưởng đáng kể từ biến động giá cao su thế giới, chính sách biên mậu Trung Quốc cũng như tỷ giá. Với đặc thù hoạt động ở ngoài lãnh thổ Việt Nam, DRI có rủi ro về địa chính trị và môi trường kinh doanh tại Lào.

Bảng 15: So sánh các chỉ tiêu tài chính của DPR và các doanh nghiệp cùng ngành

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung trình 5 năm
SỐ NGÀY PHẢI THU (NGÀY)						
DPR	8,7	6,2	5,3	12,4	12,0	8,9
Trung bình ngành	15,9	17,3	22,7	21,6	15,7	18,6
Trung vị ngành	18,0	15,8	13,1	17,2	14,7	15,8
SỐ NGÀY PHẢI TRẢ (NGÀY)						
DPR	3,9	3,0	2,9	2,6	2,5	3,0
Trung bình ngành	8,8	7,3	9,6	10,9	8,2	9,0
Trung vị ngành	6,5	7,0	8,9	9,9	8,3	8,1
SỐ NGÀY TỒN KHO (NGÀY)						
DPR	65,1	87,3	88,2	85,2	69,1	79,0
Trung bình ngành	72,9	73,2	81,5	78,6	88,0	78,9
Trung vị ngành	67,6	72,3	85,6	76,6	89,5	78,3
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP (%)						
DPR	28,1	35,4	30,3	26,4	31,8	30,4
Trung bình ngành	22,9	29,0	27,1	24,1	31,8	27,0
Trung vị ngành	22,4	26,5	23,5	22,3	31,1	25,2

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung trình 5 năm
BIÊN EBITDA (%)						
DPR	28,6	35,8	30,9	27,7	29,9	30,6
Trung bình ngành	23,9	28,8	26,3	22,9	30,1	26,4
Trung vị ngành	22,1	25,2	23,6	21,8	30,0	24,5
ROE %						
DPR	10,0	21,7	9,8	7,3	10,8	11,9
Trung bình ngành	13,5	10,9	13,4	10,3	13,1	12,2
Trung vị ngành	7,3	11,3	11,0	10,1	12,0	10,3
ROA %						
DPR	4,7	11,0	6,1	4,9	6,0	6,6
Trung bình ngành	7,8	7,3	9,1	8,1	10,5	8,6
Trung vị ngành	5,9	7,6	9,1	9,2	9,2	8,2
P/E						
DPR	8,1	5,9	9,1	14,8	12,3	10,1
Trung bình ngành	12,5	15,8	11,6	11,7	11,9	12,7
Trung vị ngành	12,4	14,7	11,1	11,7	12,2	12,4
P/B						
DPR	0,8	1,2	0,9	1,1	1,3	1,0
Trung bình ngành	1,0	1,7	1,1	1,1	1,4	1,3
Trung vị ngành	0,7	1,6	1,1	1,1	1,5	1,2
EV/EBITDA						
DPR	5,1	5,6	3,9	6,3	6,2	5,4
Trung bình ngành	14,7	14,8	10,4	13,7	11,0	12,9
Trung vị ngành	16,9	16,4	9,6	12,3	9,6	13,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

Ghi chú: các doanh nghiệp cùng ngành: PHR, TRC, DRI, BBR.

KQ HĐKD	Tỷ đồng			
	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	1.041	1.225	1.487	1.527
Giá vốn	-767	-836	-887	-863
Lãi gộp	274	388	601	665
Chi phí bán hàng	-22	-20	-32	-31
Chi phí quản lý	-94	-111	-122	-126
Thu nhập từ HĐTC	120	98	77	123
Chi phí tài chính	-6	-9	0	0
Lợi nhuận khác	30	58	20	26
Lãi/lỗ từ LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	302	404	543	657
Thuế TNDN	-50	-58	-105	-126
Lợi ích cổ đông thiểu số	45	65	27	178
LNST-CĐM	207	280	411	353
EBITDA	289	394	527	592

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	Unit: %			
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng				
Doanh thu	-14,0%	17,6%	21,5%	2,7%
Lợi nhuận HĐKD	-22,8%	36,5%	33,7%	12,4%
LNST-CĐM	-15,3%	35,4%	46,8%	-14,2%
Tổng tài sản	2,2%	5,3%	4,2%	38,7%
Vốn chủ sở hữu	1,8%	4,6%	6,8%	2,7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	26,4%	31,7%	40,4%	43,5%
EBITDA/ Doanh thu	27,7%	32,2%	35,4%	38,8%
LNST/ Doanh thu	19,9%	22,9%	27,7%	23,1%
ROA	4,9%	6,3%	8,8%	5,4%
ROE	8,8%	11,7%	16,2%	13,3%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	9,6	13,9	12,5	12,5
Vòng quay hàng tồn kho	4,7	5,6	5,3	0,4
Vòng quay khoản phải trả	3,9	3,8	3,8	3,8
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	10,0	9,5	10,1	18,3
Nhanh	9,2	8,8	9,4	9,2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	59,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	59,5%

Nguồn: DPR, CTCK Rong Việt ước tính

BẢNG CĐKT	Tỷ đồng			
	2023	2024	2025	2026
Tiền	320	326	502	388
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.303	1.545	1.545	1.545
Các khoản phải thu	108	88	119	123
Tồn kho	164	151	167	2.169
Tài sản ngắn hạn khác	111	86	135	138
Tài sản cố định hữu hình	1.737	1.730	1.647	1.562
Tài sản cố định vô hình	1	1	2	2
Đầu tư tài chính dài hạn	119	170	170	170
Tài sản dài hạn khác	395	386	386	386
TỔNG TÀI SẢN	4.258	4.483	4.673	6.483
Tiền hàng phải trả & ứng trước	195	222	236	229
Khách hàng trả trước	6	10	10	10
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	1.605
Trái phiếu chuyển đổi	965	972	906	877
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	38	24	71	62
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.204	1.228	1.223	2.784
Vốn đầu tư của CSH	1.070	1.070	1.070	1.070
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	373	378	504	540
Khoản thu nhập khác	96	135	135	135
Quỹ đầu tư phát triển	810	874	915	950
TỔNG VỐN	2.350	2.457	2.624	2.696
Lợi ích cổ đông thiểu số	704	798	825	1.003

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2023	2024	2025	2026
EPS (đồng)	2.378	3.226	4.734	4.061
P/E (x)	13	12	11	13
BV (đồng)	27.048	28.282	30.203	31.027
P/B (x)	1,14	1,36	1,74	1,70
DPS (đồng/cp)	3.000	1.500	1.988	2.518

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Tỷ trọng	Giá
SoTP	100%	52.700
Giá mục tiêu (đồng)		52.700

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Hạn
Jun-25	45.200	MUA	1 năm
Dec-25	52.700	MUA	1 năm

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam

Phó phòng

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng

Trưởng bộ phận

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng Bộ phận

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thăng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**