



NGUYÊN VẬT LIỆU KHÁC

(CAO SU, HÓA CHẤT)

TRIỂN VỌNG PHÂN HÓA GIỮA CÁC NGUỒN NGUYÊN LIỆU



Nguyễn Thị Quỳnh Giao – giao.ntq@vdsc.com.vn
Trần Thái Dương – duong.tt@vdsc.com.vn
Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn





Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng thị trường cao su thiên nhiên sẽ bước vào trạng thái cân bằng mới, trong đó: 1/ Nguồn cung tiếp tục duy trì hạn chế, trong khi 2/ Nhu cầu tăng trưởng chậm nhưng ổn định, tạo nền tảng để 3/ Mặt bằng giá duy trì ở mức cao so với trung bình nhiều năm trước. Về phía cung, khả năng mở rộng sản lượng trong ngắn hạn vẫn bị hạn chế do diện tích trồng mới toàn cầu thu hẹp kéo dài, chu kỳ tái canh chậm. Ở chiều ngược lại, nhu cầu tiêu thụ được kỳ vọng duy trì ổn định, dù tốc độ tăng trưởng có phần chậm lại trong bối cảnh môi trường thương mại toàn cầu còn nhiều biến động. Chúng tôi duy trì khuyến nghị tích cực đối với nhóm cổ phiếu cao su theo hướng đầu tư trung – dài hạn, trong bối cảnh mặt bằng giá cao su duy trì ở mức cao nhờ nguồn cung toàn cầu tiếp tục hạn chế. Các cổ phiếu đáng chú ý gồm PHR (Mua, GMT: 75.900 đồng/cp), TRC (Mua, GMT: 98.200 đồng/cp) và DPR (Mua, GMT: 53.700 đồng/cp).

Với lĩnh vực hóa chất và sẫm lốp, chúng tôi nhận thấy có một số rủi ro đối với các lĩnh vực này trong năm 2026, gồm: 1/ Sản xuất Photpho (hoạt động kinh doanh nổi bật của lĩnh vực hóa chất) gặp rủi ro từ các vấn đề pháp lý (liên quan tới quyền khai thác mỏ) và luật thuế xuất khẩu mới; 2/ Sẫm lốp với biên lợi nhuận ảnh hưởng tiêu cực từ giá nguyên liệu chính (cao su) vẫn duy trì ở mức cao. Do đó chúng tôi khuyến nghị Quan sát với các cổ phiếu trong các nhóm ngành này, và chỉ cân nhắc đầu tư khi có các yếu tố tích cực đến triển vọng ngành.

Mảng cao su: Triển vọng cung – cầu và giá

- Về nguồn cung, thị trường cao su thiên nhiên toàn cầu tiếp tục trong trạng thái hạn chế khi diện tích trồng mới thu hẹp kéo dài giai đoạn 2018–2023 khiến sản lượng khó phục hồi nhanh trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, sản lượng tại các quốc gia sản xuất lớn như Thái Lan, Indonesia và Malaysia chịu tác động tiêu cực từ thời tiết bất lợi và chi phí khai thác tăng, trong khi quá trình tái canh cần nhiều năm để cho sản lượng thương mại. Do đó, bước sang 2026, nguồn cung cao su được dự báo vẫn trong trạng thái thiếu hụt tương đối.
- Về nhu cầu, tiêu thụ cao su thiên nhiên duy trì xu hướng tăng chậm nhưng ổn định, được hỗ trợ bởi sản xuất ô tô và sẫm lốp tại Trung Quốc, Ấn Độ và khu vực ASEAN. Dù nhu cầu có thể chịu ảnh hưởng ngắn hạn từ yếu tố địa chính trị và chính sách thương mại, chúng tôi cho rằng xu hướng dài hạn vẫn tích cực khi nhu cầu thay thế cao su tổng hợp chưa đủ lớn và hoạt động sản xuất lốp xe tiếp tục tăng trưởng theo chu kỳ tiêu dùng.
- Về giá, trong bối cảnh cung tiếp tục thắt chặt và cầu duy trì ổn định, giá cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì mặt bằng cao trong năm 2026, với biên độ dao động hẹp hơn so với giai đoạn biến động mạnh 2024–2025. Giá khó tăng mạnh như chu kỳ trước nhưng cũng khó quay về vùng thấp, phản ánh trạng thái tái cân bằng mới của thị trường cao su toàn cầu.



Ngành sản lốp (đầu ra cao su) không phải lựa chọn của chúng tôi khi triển vọng phục hồi lợi nhuận (15-20%) không hấp dẫn với mức định giá hiện tại (PE 15-16x cao hơn trung bình ngành 11x). Trụ cột kéo tăng trưởng vẫn nằm ở (1) lốp vận tải bias nội địa theo dòng thúc đẩy SXCN, (2) lốp vận tải radial tiếp tục gia tăng ảnh hưởng tại Mỹ sau lệnh áp đặt thuế CPBG lên lốp Thái Lan từ cuối năm 2024. Vấn đề giá cao su đầu vào cao kìm hãm biên lợi nhuận ở vùng đáy 15 năm như 2025.

Ngành Hóa chất: Rủi ro gián đoạn hoạt động kinh doanh do vấn đề pháp lý

- *Phốt pho vàng*: Năm 2025, giá xuất khẩu phốt pho toàn ngành hồi phục nhẹ, trong khi sản lượng xuất khẩu của DGC (chiếm 50% tổng công suất của Việt Nam) tăng trưởng tích cực hơn các doanh nghiệp còn lại nhờ tỷ trọng lớn tại thị trường Nhật Bản – nơi tập trung nhóm khách hàng thuộc lĩnh vực công nghiệp công nghệ cao, sản xuất chất bán dẫn. Tuy nhiên, triển vọng năm 2026 đối với P4 xuất khẩu của DGC là khá tiêu cực, trong bối cảnh Công ty đang gặp phải các vấn đề về pháp lý (điều có thể khiến hoạt động sản xuất kinh doanh bị gián đoạn và ảnh hưởng đến nguồn cung nguyên liệu). Đối với các doanh nghiệp còn lại, tác động từ luật thuế xuất khẩu mới (từ 5% lên 10%) kỳ vọng sẽ khiến tỷ trọng tiêu thụ dịch chuyển sang Nhật Bản (được miễn thuế) và nội địa nhằm giữ biên lợi nhuận, trong bối cảnh việc chuyển phần chi phí thuế lên giá bán gặp áp lực cạnh tranh khá lớn từ P4 của Kazakhstan.
- *Xút*: Nguồn cung thiếu hụt trong nước (khoảng 200 nghìn tấn/năm) dần được bù đắp bởi các dự án tăng công suất mới từ CSV, HVT, DGC... Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi tạm thời chưa ghi nhận doanh thu từ nhà máy Xút-Clo Nghi Sơn của DGC trong năm 2026 với giả định tiến độ dự án bị ảnh hưởng do các vấn đề pháp lý mà Công ty đang gặp phải.

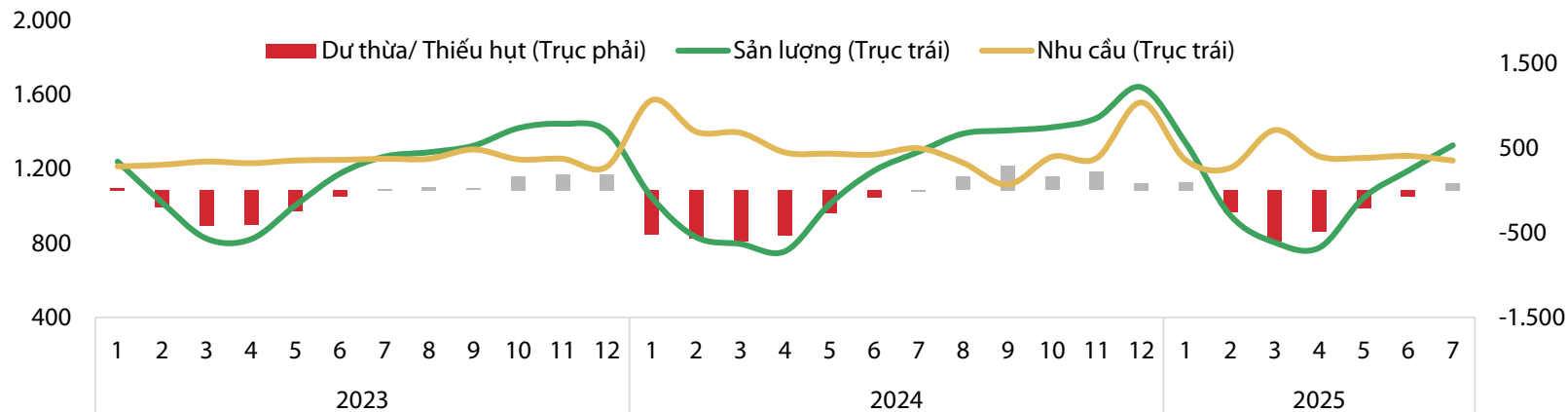
Rủi ro

- *Cao su*: Trong trường hợp giá dầu thô tiếp tục neo ở vùng thấp, biên độ tăng của giá cao su thiên nhiên có thể bị hạn chế do áp lực cạnh tranh từ cao su tổng hợp. Rủi ro thời tiết cực đoan có thể ảnh hưởng đến sản lượng khai thác mủ, làm gián đoạn chu kỳ thu hoạch và gây biến động ngắn hạn về nguồn cung. Căng thẳng địa chính trị tại một số quốc gia sản xuất cao su lớn (đặc biệt xung đột biên giới Thái Lan – Campuchia) có thể làm gián đoạn nguồn cung lao động và hoạt động khai thác, qua đó ảnh hưởng đến nguồn cung, tiến độ sản xuất và chi phí của ngành.
- *Hóa chất*: Các vấn đề pháp lý của doanh nghiệp được giải quyết sớm hơn kỳ vọng, giúp doanh nghiệp duy trì quyền khai thác tại các mỏ hiện hữu.

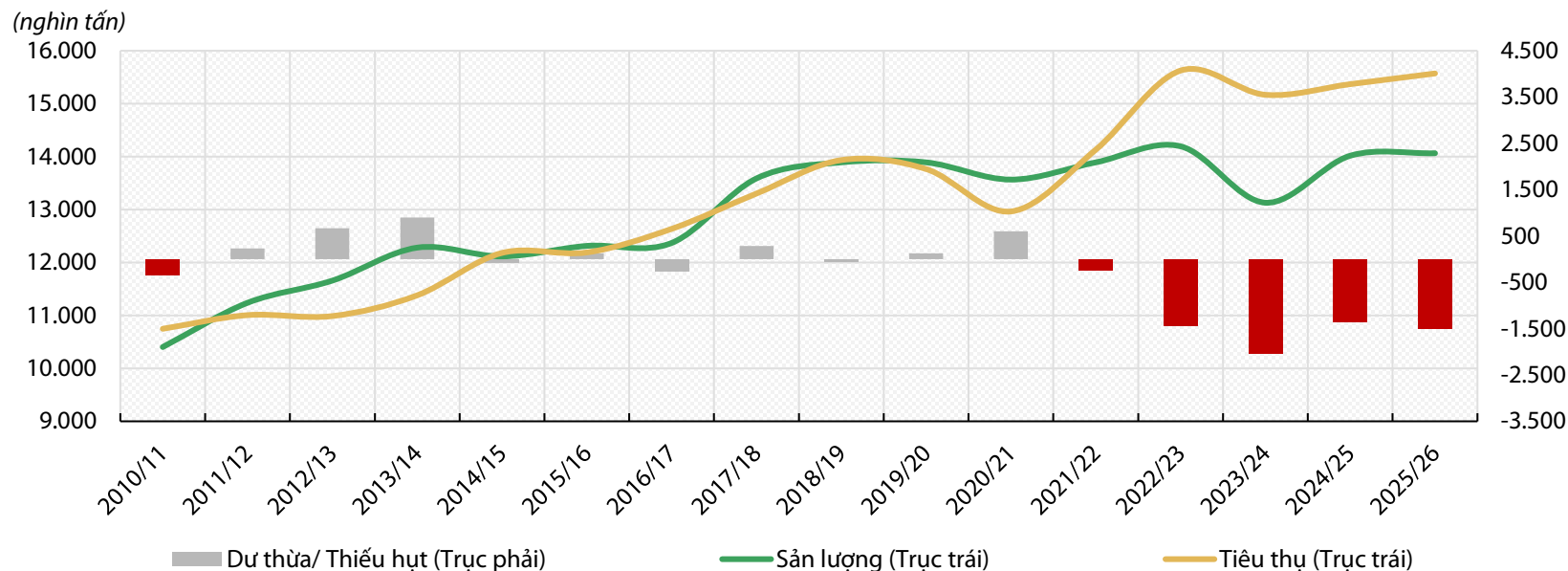
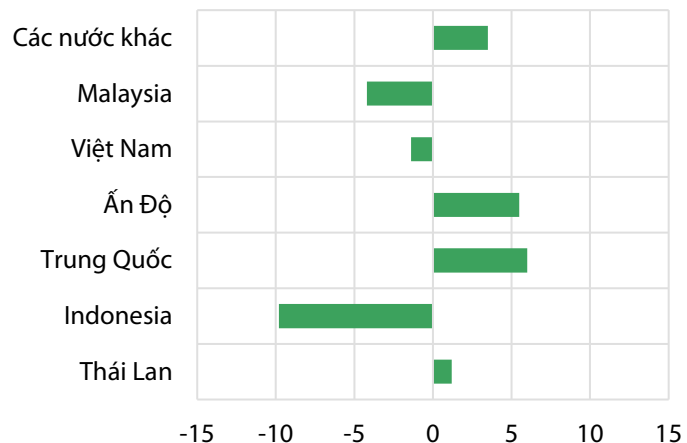
Phần I:		
Nhìn lại năm 2025	<u>Nguồn cung Cao su toàn cầu tiếp tục thiếu hụt</u>	<u>5</u>
	<u>Trong khi nhu cầu tiếp tục được duy trì</u>	<u>7</u>
	<u>Mặt bằng giá Cao su duy trì mức cao đến hết 2025</u>	<u>8</u>
	<u>Phốt pho vàng – Hỗ trợ từ nhu cầu sản xuất chất bán dẫn</u>	<u>14</u>
Phần II:		
Triển vọng thị trường 2026	<u>Cung tiếp tục thiếu, giá duy trì mặt bằng cao</u>	<u>9</u>
	<u>Điều kiện thời tiết kỳ vọng vào pha trung tính</u>	<u>10</u>
	<u>Giá dầu – yếu tố kiềm hãm đà tăng của giá cao su</u>	<u>11</u>
	<u>Rủi ro địa chính trị khu vực – yếu tố cần quan tâm</u>	<u>12</u>
	<u>Phốt pho vàng – Rủi ro về nguồn cung và mức thuế xuất khẩu mới</u>	<u>15</u>
	<u>Xút – Nguồn cung trong nước dần bù đắp nhập khẩu</u>	<u>16</u>
	<u>Ngành xăm lốp – Áp lực cạnh tranh nội địa bớt căng thẳng</u>	<u>17</u>
	<u>Mỹ duy trì vị thế trọng tâm trong thị trường xuất khẩu thay thế Brazil</u>	<u>18</u>
Phần III:		
Danh mục cổ phiếu	<u>PHR – Tiềm ẩn bù từ Thaco và hợp tác khu công nghiệp là động lực tăng trưởng 2026</u>	<u>21</u>
	<u>TRC – Mảng cao su tiếp kỳ vọng tăng trưởng; chất xúc tác đến từ đền bù khu công nghiệp Hiệp Thành</u>	<u>24</u>
	<u>DPR – Mảng cao su là bệ đỡ cho 2026</u>	<u>28</u>
	<u>DGC – Rủi ro lớn đến từ nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào</u>	<u>30</u>
	<u>DRC – Xuất khẩu nỉu giữ hy vọng tăng trưởng</u>	<u>34</u>

Năm 2025, thị trường cao su thiên nhiên tiếp tục ghi nhận trạng thái thiếu hụt nguồn cung. Theo ANRPC, sản lượng toàn cầu năm 2025 chỉ tăng ở mức 0,3–0,5%, tương đương ~14,9 triệu tấn, thấp hơn nhiều so với mức tăng của nhu cầu (~1,8%). Điều này nối dài xu hướng thâm hụt đã xuất hiện từ 2022–2024, khi sản lượng không theo kịp tốc độ phục hồi của tiêu thụ tại Trung Quốc và Ấn Độ.

Tương quan giữa sản lượng và tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn thế giới 2023 – 2025 (nghìn tấn)



Sự thiếu hụt chủ yếu đến từ sản lượng chậm lại ở quốc gia cung ứng cao su lớn nhất (Thái Lan) và sụt giảm tại Indonesia và Malaysia



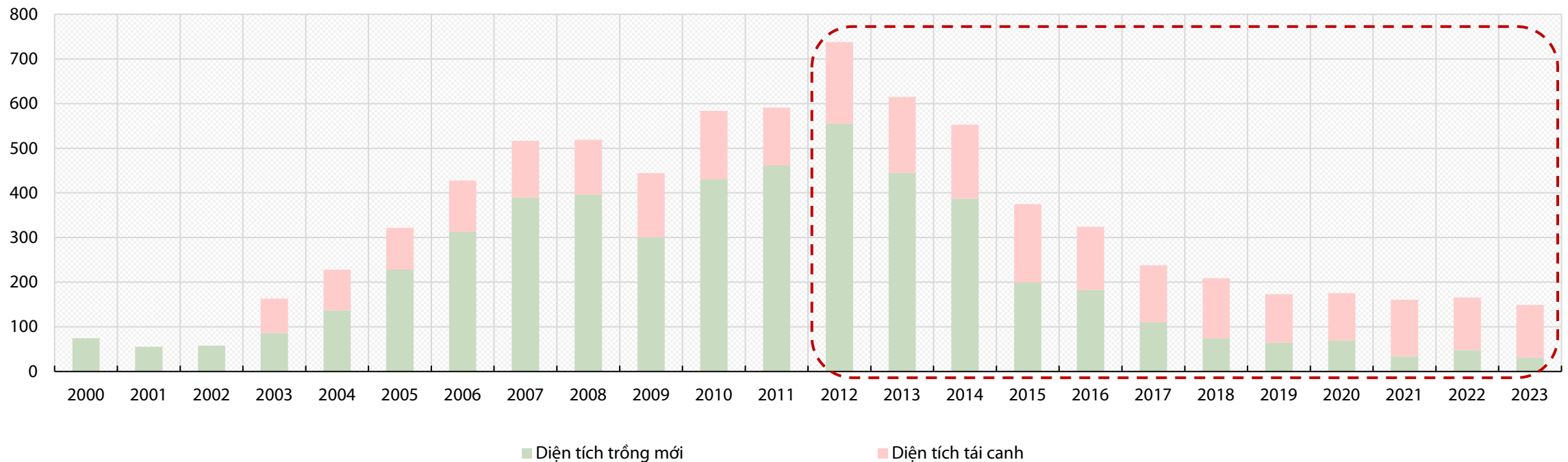
Nguồn: Agromonitor, CTCK Rong Việt

Nguồn cung suy giảm của giai đoạn cuối 2024 – 2025 không phải hiện tượng ngắn hạn, mà là hệ quả trực tiếp của việc diện tích trồng mới toàn cầu liên tục thu hẹp trong nhiều năm trước đó, sau giai đoạn mở rộng nóng 2005–2012, trong khi diện tích tái canh cũng không tăng tương ứng. Cụ thể:

- Giá cao su giai đoạn 2015–2020 duy trì mức thấp, không đủ hấp dẫn để kích thích mở rộng vùng trồng mới.
- Các quốc gia sản xuất lớn như Thái Lan, Indonesia, Việt Nam, Bờ Biển Ngà ưu tiên chuyển đổi đất sang cây trồng khác hoặc khu công nghiệp.
- Chu kỳ sinh học dài: cây cao su cần 7 năm để vào thời kỳ khai thác, khiến nguồn cung mới khó xuất hiện trong 2024–2027.

Do đó, diện tích trồng mới thấp kéo dài nhiều năm tạo nên **độ trễ** lớn cho nguồn cung toàn cầu, dẫn đến việc sản lượng 2024–2025 **không thể tăng mạnh trở lại** dù giá đã phục hồi.

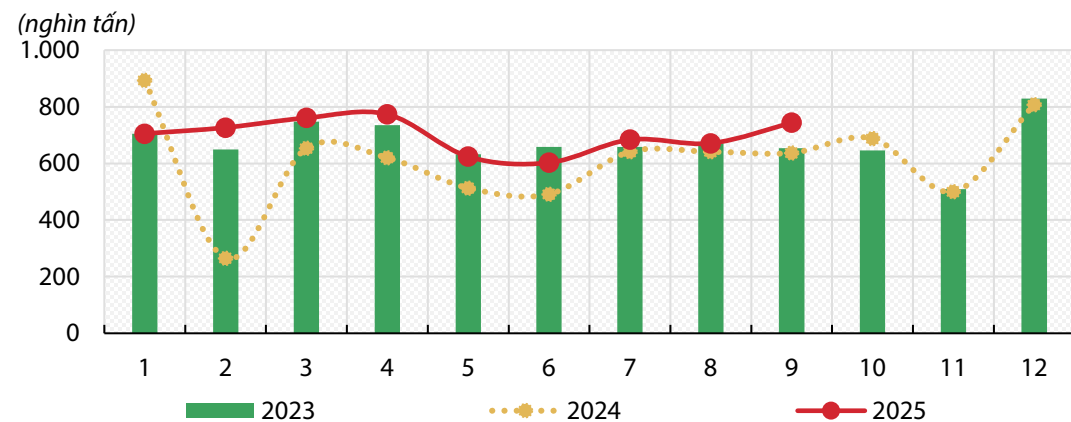
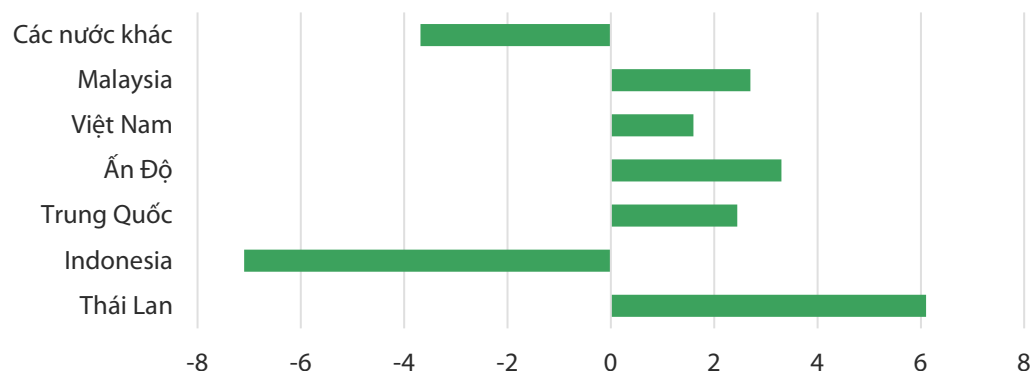
Diện tích trồng mới cao su toàn cầu liên tục thu hẹp trong giai đoạn từ 2012 - 2023



Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt

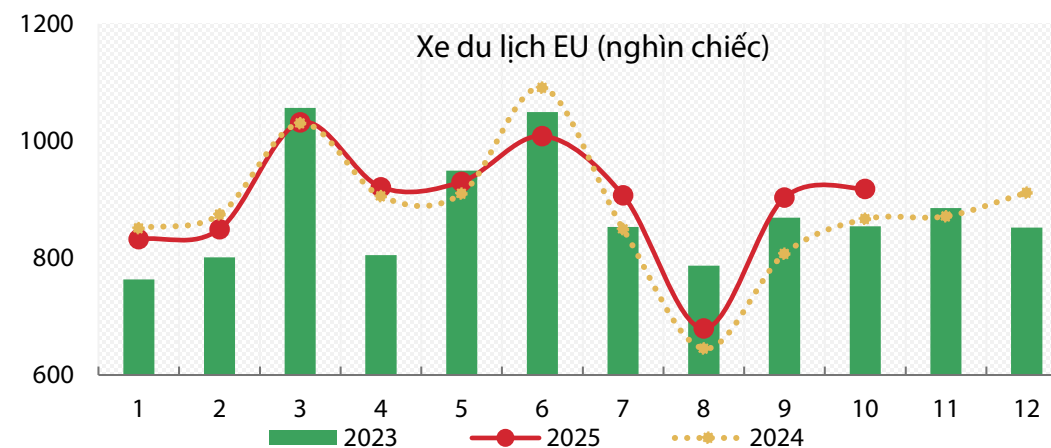
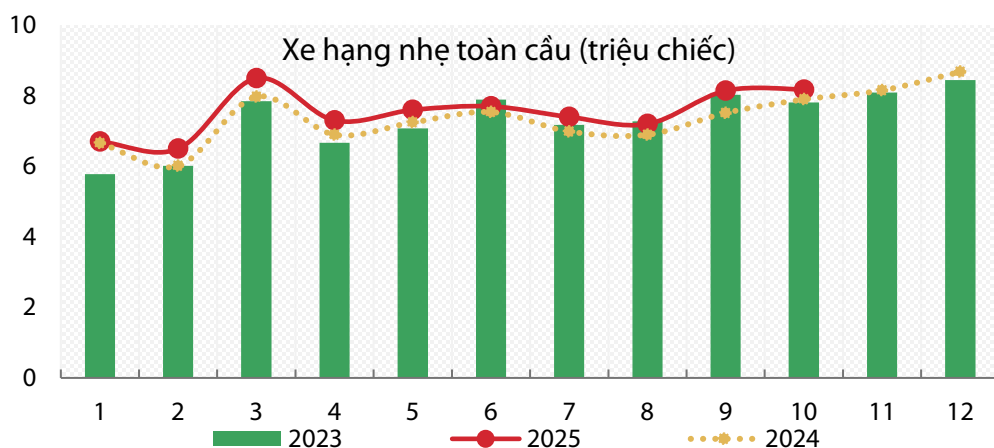
Trong khi nguồn cung tiếp tục bị hạn chế, nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên trong năm 2025 mặc dù có sự chậm lại nhưng vẫn duy trì xu hướng tăng, đặc biệt tại các quốc gia sản xuất và tiêu thụ chính như Trung Quốc, Ấn Độ và khu vực ASEAN.

Tiêu thụ CSTN tiếp tục tăng tại các quốc gia sản xuất chính (hình trái), sản lượng nhập khẩu CSTN của TQ T9/2025 duy trì tăng svck



Nguồn: Vietdata, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu tiếp tục được hỗ trợ bởi doanh số bán xe tiếp tục ghi nhận mức tăng svck



Nguồn: Agromonitor, CTCK Rồng Việt

- Từ Q3/2024, giá cao su thiên nhiên (đặc biệt Latex và RSS3) bắt đầu bước vào chu kỳ tăng và xác lập vùng đỉnh vào khoảng tháng 9/2024 trước khi bước vào giai đoạn cao điểm mùa vụ. Sau nhịp điều chỉnh, giá cao su xác lập mặt bằng giá mới thấp hơn vùng đỉnh tháng 9, tuy nhiên vẫn cao hơn đáng kể so với các năm trước.
- Từ tháng 4/2025, thị trường cao su ghi nhận một nhịp điều chỉnh ngắn hạn, chủ yếu xuất phát từ yếu tố tâm lý khi Mỹ áp dụng chính sách thuế quan mới đối với đối với các quốc gia, làm dấy lên lo ngại về tiêu thụ trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nhịp điều chỉnh này mang tính tạm thời và không làm thay đổi cán cân cung – cầu thực tế. Do đó, giá cao su đã hồi phục trở lại, tuy nhiên mặt bằng giá vẫn thấp hơn so với vùng giá trước tháng 4, cho thấy thị trường đang bước vào giai đoạn tái cân bằng trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu vẫn duy trì hạn chế.

Sau khi đạt đỉnh vào khoảng tháng 9/2024, giá cao su điều chỉnh theo mùa vụ và hình thành mặt bằng giá mới thấp hơn đỉnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với các năm trước, phản ánh trạng thái tái cân bằng trong bối cảnh nguồn cung tiếp tục hạn chế.



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bước sang năm 2026, tổng hòa các yếu tố cung – cầu cho thấy thị trường cao su thiên nhiên toàn cầu đang bước vào một trạng thái cân bằng mới, trong đó nguồn cung duy trì mức hạn chế, trong khi cầu tăng chậm nhưng vẫn ổn định. Điều này tạo điều kiện để giá cao su duy trì quanh mặt bằng hiện tại thay vì điều chỉnh sâu như các chu kỳ trước.

Về nguồn cung, chúng tôi đánh giá khả năng mở rộng sản lượng trong trung hạn vẫn thấp do: 1/ Hoạt động trồng mới và tái canh chậm kéo dài nhiều năm; 2/ Chính sách kiểm soát diện tích trồng tại Thái Lan vẫn tiếp tục; 3/ Giá cao su tăng trong 2024–2025 chủ yếu phản ánh yếu tố thời tiết bất lợi, chưa đủ mạnh để tạo động lực mở rộng tái canh hoặc đầu tư mới.

Về nhu cầu, chúng tôi chỉ rằng chỉ đang vào pha tăng trưởng chậm sau 2 năm phục hồi mạnh: 1/ Ngành ô tô tại Trung Quốc và châu Âu bước vào giai đoạn tích lũy sau chu kỳ hồi phục, làm giảm tốc độ tăng nhu cầu lốp; 2/ Môi trường địa chính trị phức tạp (thuế quan) và xu hướng bảo hộ thương mại tiếp tục tạo rủi ro cho chuỗi giá trị ô tô và sắt thép. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cao su vẫn tăng nhưng ở mức vừa phải, không tạo áp lực quá lớn lên cung, nhưng cũng không đủ để kéo giá tăng mạnh trong ngắn hạn.

Do đó, **trong ngắn – trung hạn**, chúng tôi cho rằng giá cao su nhiều khả năng duy trì ở mặt bằng cao hiện tại trong trung hạn quanh mặt bằng của nửa cuối năm 2025, cùng với đó biên độ dao động sẽ hẹp hơn so với các chu kỳ trước. **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.

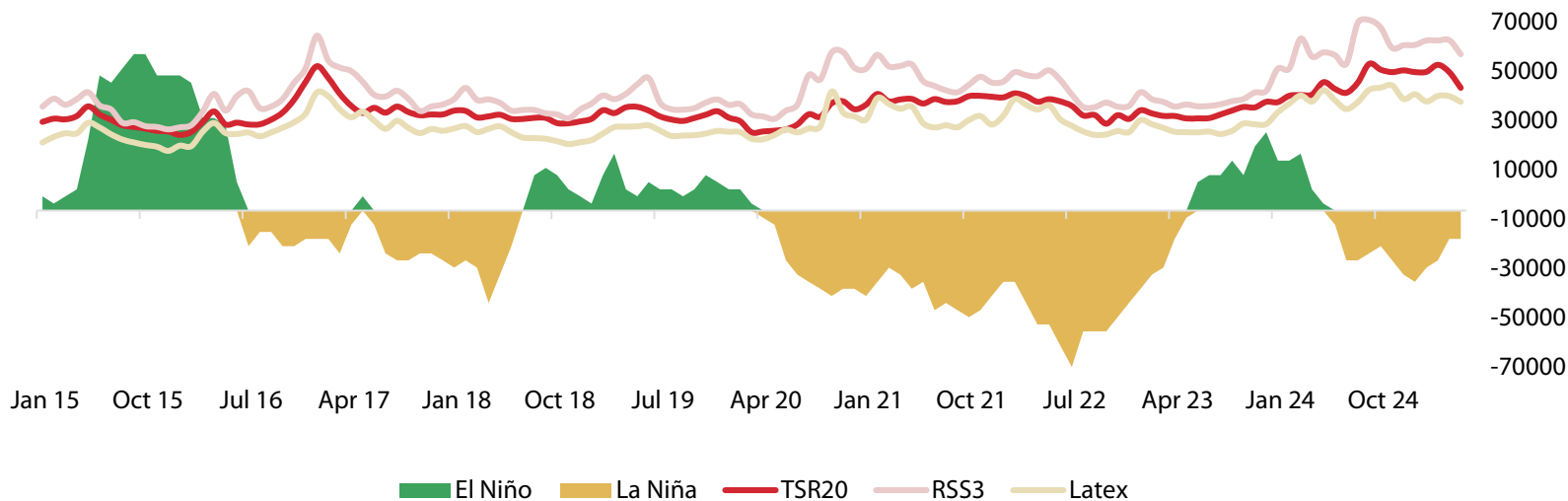
Tóm tắt và dự phóng triển vọng cung – cầu – giá cao su giai đoạn 2024 – 2026F

Yếu tố	2024	2025	2026F
Nguồn cung	Thiếu hụt	Thiếu hụt	Thiếu hụt
Nhu cầu	Phục hồi	Tăng chậm nhưng vẫn ổn định	Ổn định
Giá	Tăng mạnh	Giảm so với 2024, vẫn duy trì mặt bằng cao	Duy trì mặt bằng cao, dao động biên độ hẹp

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

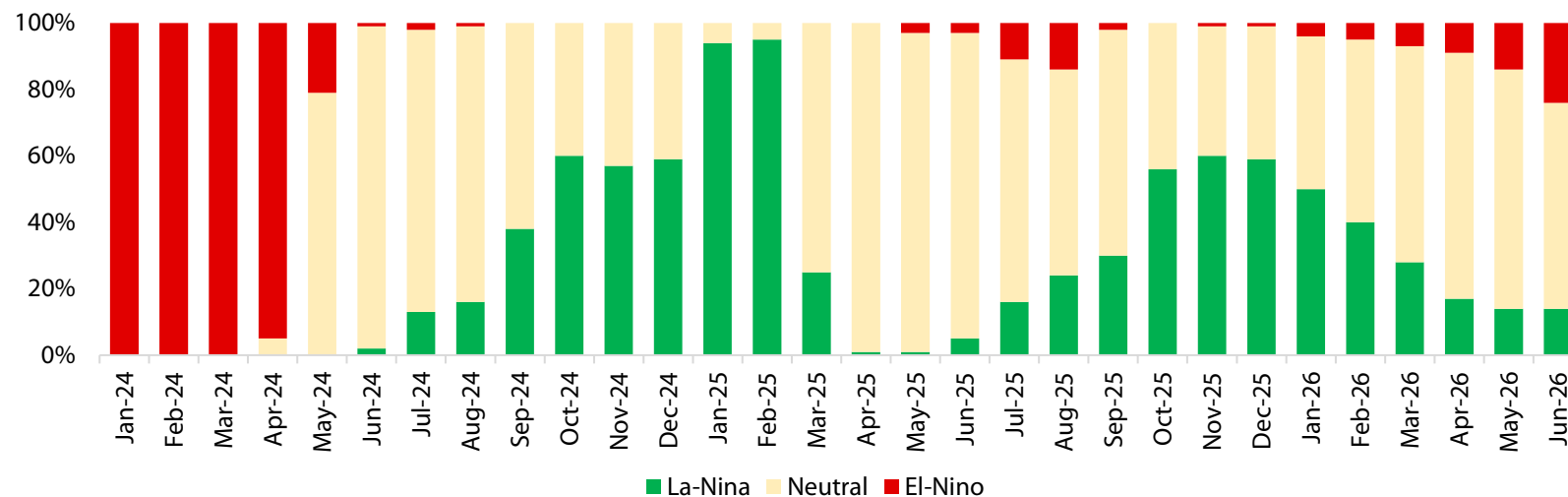
- Bên cạnh các yếu tố mang tính cấu trúc, điều kiện thời tiết khắc nghiệt tiếp tục là yếu tố bổ trợ quan trọng ảnh hưởng đến nguồn cung cao su thiên nhiên trong giai đoạn 2024–2026. Trong giai đoạn El Niño (khô hạn), sản lượng mủ tại các quốc gia sản xuất chính có xu hướng suy giảm do năng suất khai thác thấp hơn, trong khi giai đoạn La Niña (mưa kéo dài) cũng gây gián đoạn hoạt động cạo mủ, ảnh hưởng đến sản lượng thực tế.
- Trong giai đoạn 2024–2025, sự đan xen giữa El Niño và La Niña đã góp phần hạn chế khả năng phục hồi sản lượng, qua đó hỗ trợ mặt bằng giá cao su duy trì ở mức cao. Bước sang 2026, mặc dù tác động của thời tiết được kỳ vọng giảm dần và chuyển về trạng thái trung tính, rủi ro gián đoạn nguồn cung vẫn hiện hữu, đặc biệt trong bối cảnh dư địa cung mới chưa được cải thiện rõ rệt.
- Sản lượng khai thác ước tính của các doanh nghiệp trong danh sách theo dõi của chúng tôi kỳ vọng tiếp tục duy trì ổn định, với: PHR (12.053 tấn, -2,8% YoY), DPR (10.700 tấn, -13% YoY), TRC (19.437 tấn, +12% YoY).

Tương quan giữa giá cao su và hiện tượng thời tiết ENSO



Nguồn: NOAA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

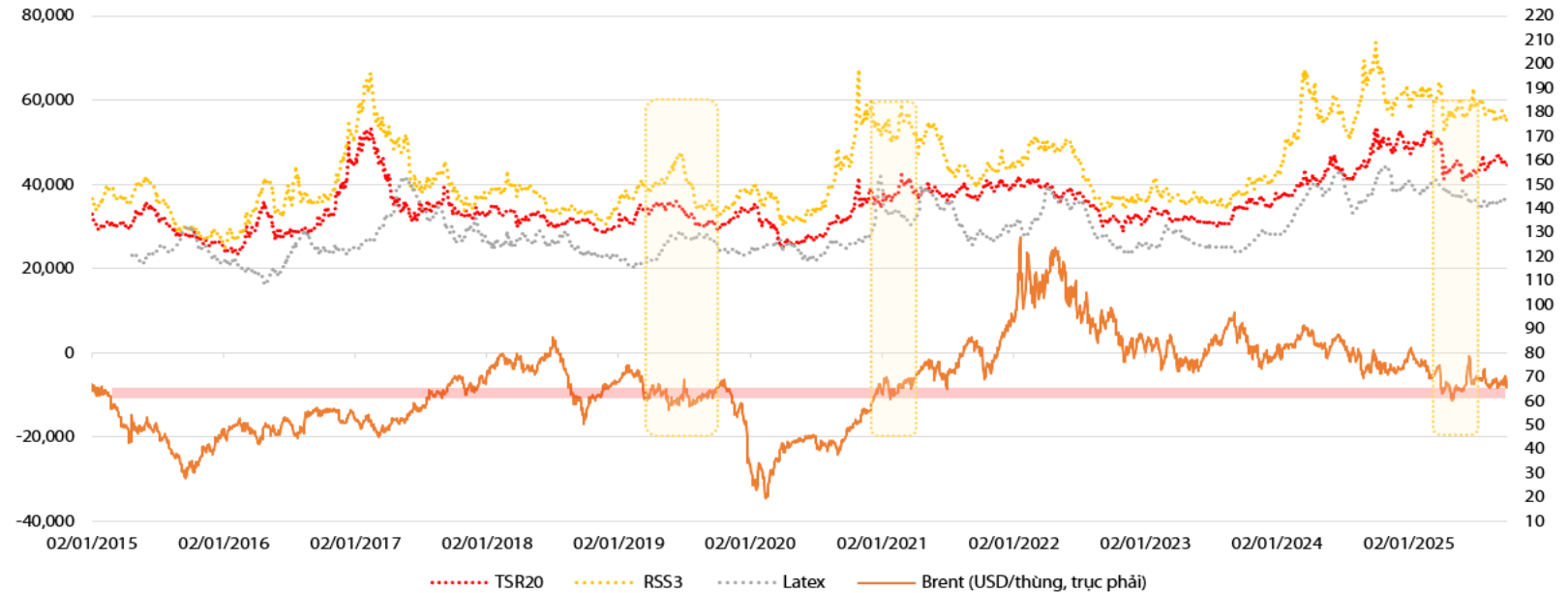
Dự báo tỷ lệ khả năng hiện tượng ENSO năm 2026



Nguồn: IRI ước tính, CTCK Rồng Việt

- Mặc dù giá dầu duy trì ở mặt bằng thấp có thể **giới hạn dư địa tăng** của giá cao su thiên nhiên thông qua kênh giá cao su tổng hợp, tuy nhiên **không thể thay thế hoàn toàn** cao su thiên nhiên, đặc biệt trong các ứng dụng yêu cầu độ bền cơ học, độ đàn hồi và khả năng chịu mài mòn cao. Do đó, chúng tôi cho rằng ngay cả khi giá cao su tổng hợp được hỗ trợ bởi giá dầu thấp, nhu cầu đối với cao su thiên nhiên vẫn mang tính bắt buộc trong cơ cấu sản xuất sẫm lốp.
- Theo dự báo của các tổ chức quốc tế lớn, giá dầu năm 2026 nhiều khả năng tiếp tục dao động quanh vùng 60–65 USD/thùng. Với mặt bằng này, chúng tôi cho rằng giá cao su tổng hợp sẽ duy trì mặt bằng giá thấp, qua đó **tạo lực cản nhất định** đối với đà tăng của giá cao su thiên nhiên. Do đó, dù giá cao su được hỗ trợ bởi yếu tố thiếu cung mang tính cấu trúc, dư địa tăng mạnh trong năm 2026 nhiều khả năng sẽ bị hạn chế dư địa tăng trưởng.

Tương quan giữa giá dầu (USD/thùng) và giá cao su thiên nhiên (đồng/kg)



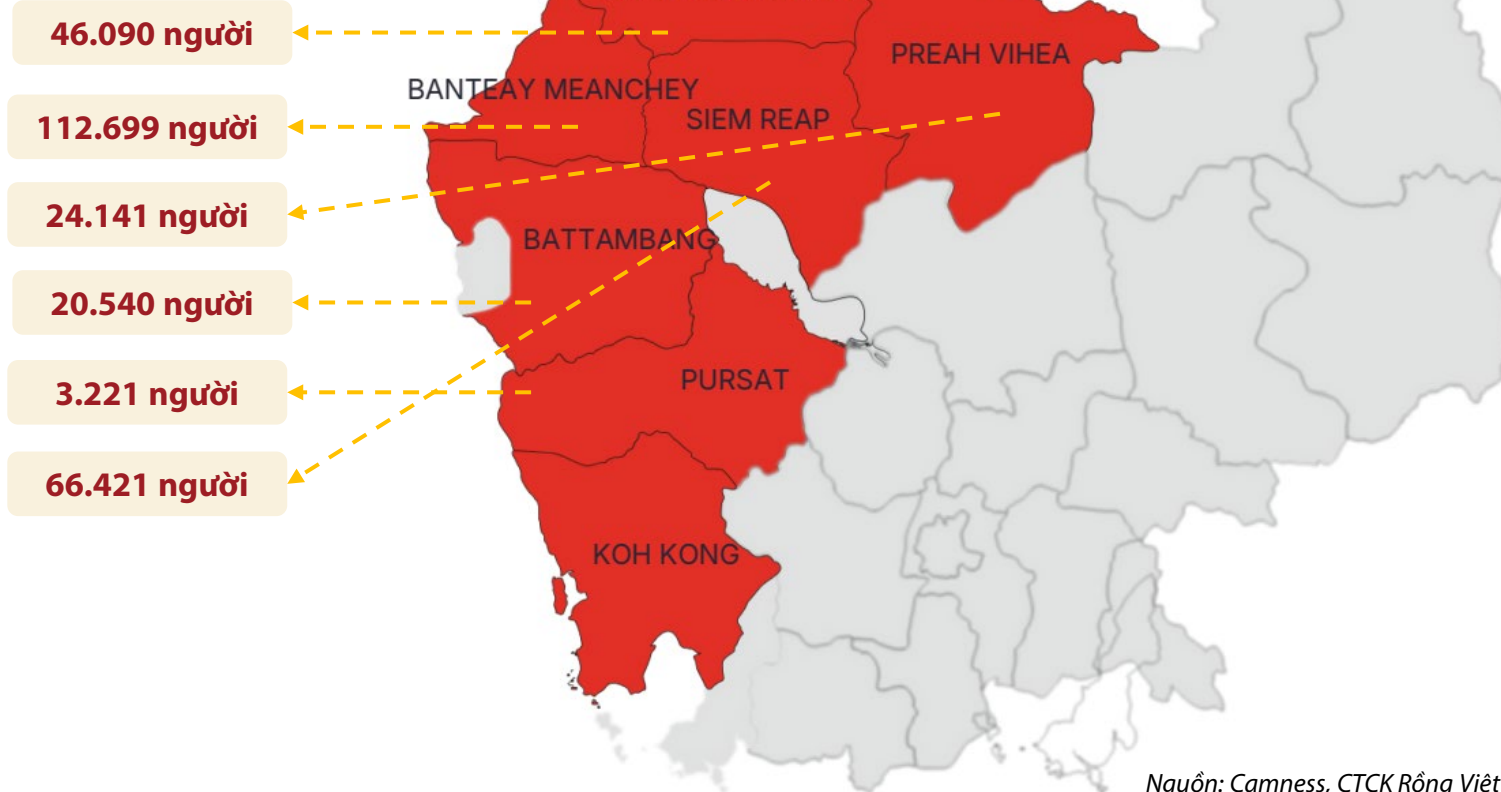
Bình quân dự báo giá dầu của các tổ chức lớn

USD/thùng	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26
50-55	0%	5%	9%	9%	15%	10%
55-60	8%	41%	39%	35%	30%	50%
60-65	88%	50%	39%	35%	25%	0%
65-70	4%	5%	9%	13%	20%	40%
Trên 70	0%	0%	4%	9%	10%	0%
Trung bình	63	62	61	63	62	62
Trung vị	63	61	62	62	63	60

Nguồn: Bloomberg, CTK Rong Việt

Xung đột biên giới Thái – Cam hiện nay chủ yếu diễn ra tại các tỉnh phía Tây và Tây Bắc Campuchia (Oddar Meanchey, Preah Vihear, Banteay Meanchey, Siem Reap, Battambang, Pursat, Koh Kong). Tuy nhiên, **đây không phải là vùng trồng cao su trọng điểm của Campuchia**, khi hoạt động cao su tập trung chủ yếu tại các tỉnh miền Đông và Đông Nam như Kampong Cham, Kratie và Mondulkiri. Tương tự, tại Thái Lan, các vùng trồng cao su lớn nhất nằm ở miền Nam (~60% tổng sản lượng), trong khi các tỉnh giáp Campuchia chỉ chiếm tỷ trọng thứ cấp. Do đó, xét thuần về địa lý vùng trồng, xung đột hiện tại **chưa tác động trực tiếp** đến diện tích hay sản lượng cao su của cả hai quốc gia.

Số lượng người sơ tán từ ngày 7 – 11/12



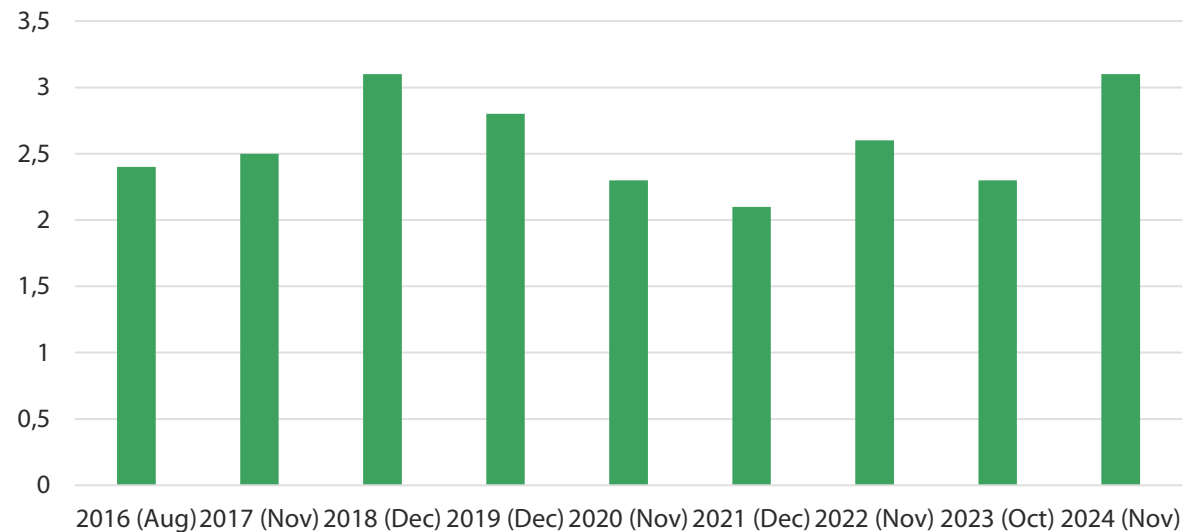
Tuy nhiên, điểm cần lưu ý nằm ở **yếu tố nhân công**. Việc căng thẳng biên giới kéo dài và hạn chế hoạt động tại các cửa khẩu quan trọng như Poipet, Ban Klong Luek và Phsar Prum có thể làm gián đoạn dòng lao động qua lại giữa Campuchia và Thái Lan, ảnh hưởng lao động quay trở lại Thái trong mùa khai thác mới. Do đó, **trong trường hợp xung đột tiếp tục kéo dài** thì ngành cao su, với đặc thù phụ thuộc cao vào lao động thủ công (thợ cạo mủ) khả năng cao sẽ **đối mặt rủi ro gián tiếp qua kênh nhân công**, với tác động có độ trễ và nhiều khả năng chỉ bộc lộ rõ khi bước vào mùa khai thác chính từ **tháng 4–5**.

Nguồn: Camness, CTCK Rồng Việt

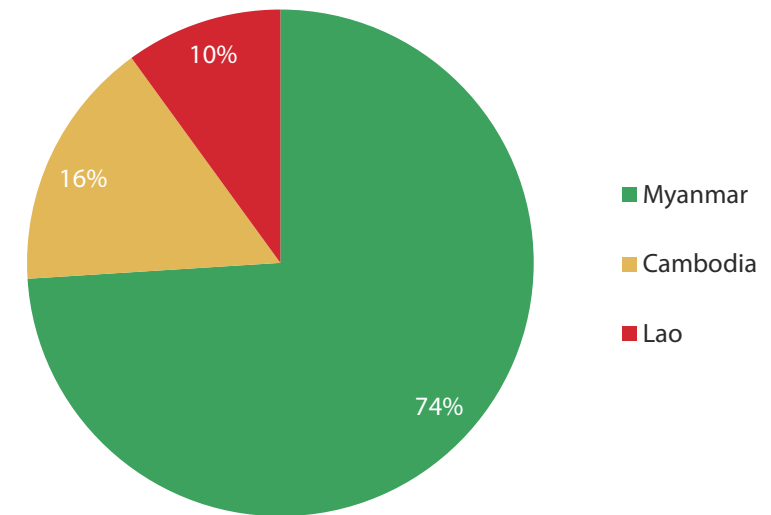
- Về mặt lao động, tại Thái Lan, tổng số lao động nhập cư từ nhóm CLM (Campuchia – Lào – Myanmar) duy trì ở mức cao và có xu hướng tăng trở lại sau giai đoạn COVID, đạt khoảng 3,1 triệu người vào tháng 11/2024. Trong cơ cấu này, lao động Campuchia chiếm khoảng 16% (tương đương gần 496.000 người). Cùng với đó, theo các nghiên cứu của Winrock International, khoảng 10,8% lao động Campuchia tại Thái Lan làm việc trong lĩnh vực nông nghiệp, nhóm ngành bao gồm cả hoạt động trồng và khai thác cao su. Mặc dù tỷ trọng này không chiếm đa số, song đây lại là nhóm lao động then chốt do đặc thù khai thác cao su phụ thuộc lớn vào thợ cạo mủ có kinh nghiệm, khó thay thế trong ngắn hạn.
- Chúng tôi cho rằng vấn đề lao động là một trong những **dấu hiệu cần theo dõi sát**, trong trường hợp xung đột giữa Thái Lan và Campuchia tiếp tục kéo dài đến mùa thu hoạch cao su tiếp theo (dự kiến bắt đầu từ tháng 4–5/2026), **tình trạng thiếu lao động khai thác có thể trở thành một rủi ro** thực sự ảnh hưởng đến sản lượng khai thác của Thái Lan và sẽ tiếp tục gây áp lực lên tổng nguồn cung cao su toàn cầu, ảnh hưởng đến giá bán cao su.

Số lượng lao động nhập cư Campuchia – Lào – Myanmar tiếp tục tăng...

(Triệu người)



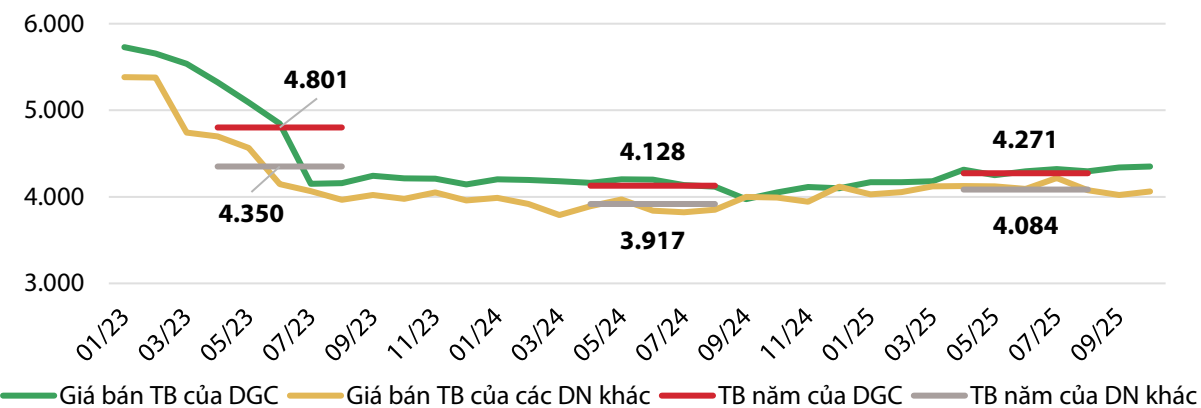
Trong đó, tỷ trọng lao động Campuchia đứng thứ 2, sau Myanmar



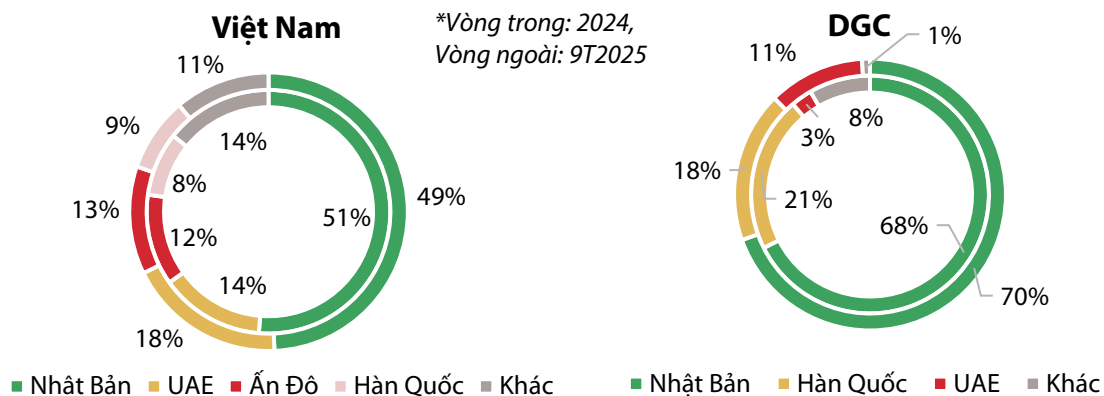
Nguồn: Winrock International, CTCK Rồng Việt

- Giá bán:** Trong năm 2025, giá xuất khẩu phốt pho vàng (P4) của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng 5% YoY – **hồi phục nhẹ** từ mức nền thấp năm 2024 - chủ yếu do giá bán cao cho ngành công nghiệp điện tử, đặc biệt là linh kiện bán dẫn phục vụ cho sản xuất chip.
- Sản lượng xuất khẩu:** Lũy kế 10 tháng 2025, **xuất khẩu P4 toàn ngành giảm nhẹ 6% YoY**. Tuy nhiên, nếu loại trừ mức tăng **16% YoY của DGC** (chiếm 43% tổng xuất khẩu), phần còn lại của ngành cho thấy sự **sụt giảm (-18% YoY)**. Tuy tiêu thụ trực tiếp từ Mitsubishi và Toyota (hai đối tác công nghiệp sử dụng nhiều P4 nhất) vẫn giữ ổn định, nhu cầu P4 cho các ứng dụng khác (hóa chất, phân bón...) lại giảm so với mức nền cao cùng kỳ.

Giá xuất khẩu P4 của Việt Nam hồi phục nhẹ so với cùng kỳ (USD/tấn)

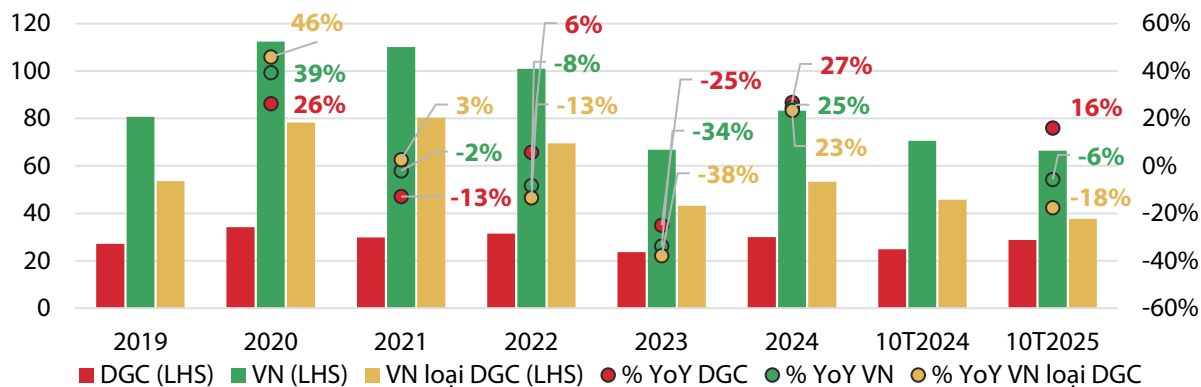


Nhật Bản vẫn là thị trường tiêu thụ P4 tiềm năng của Việt Nam... (*)

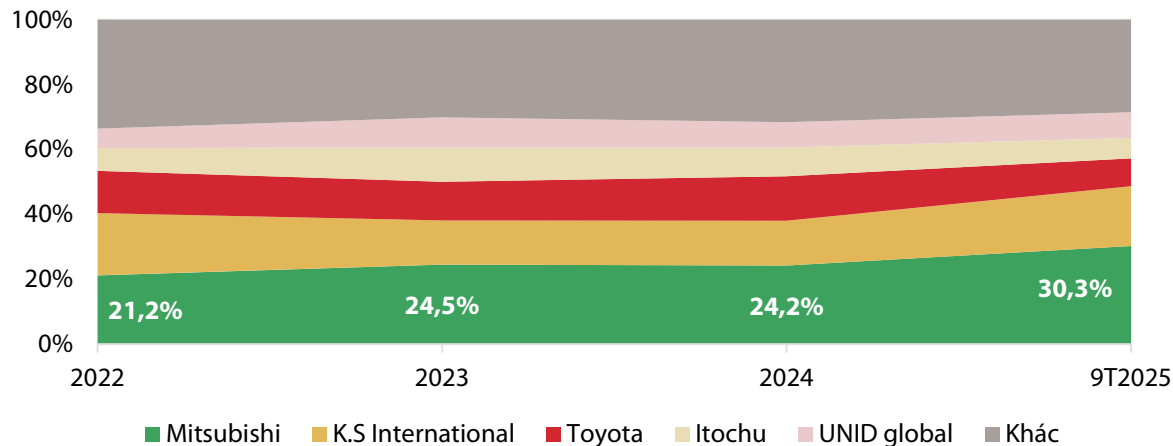


Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Xuất khẩu P4 năm 2025 của toàn ngành giảm nhẹ (nghìn tấn)

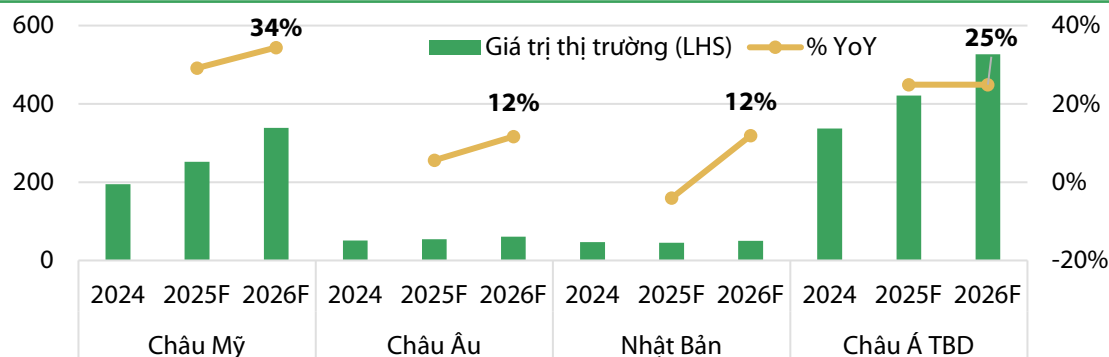


... với tệp khách hàng tập trung tại nhóm công nghiệp



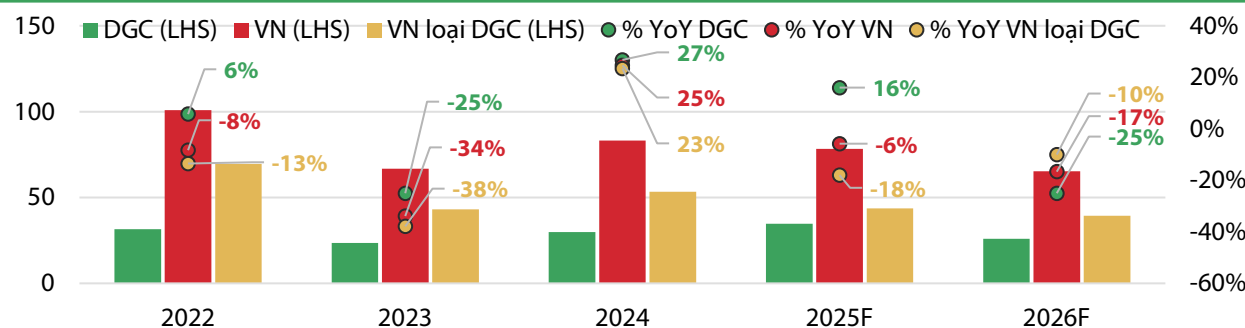
- **Sản lượng:** Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu P4 toàn ngành trong năm 2026 **sẽ giảm 17% YoY**, trong đó DGC giảm 25% YoY và các doanh nghiệp còn lại giảm 10% YoY khi: 1/ Rủi ro về vấn đề môi trường và khai thác của DGC có thể ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty trong năm 2026; và 2/ Thuế xuất khẩu tăng lên 10% (từ mức 5% hiện tại) trong năm sau khả năng cao sẽ khiến các doanh nghiệp còn lại (vốn có thị trường xuất khẩu chính tại Ấn Độ và UAE) chuyển tỷ trọng tiêu thụ sang Nhật Bản (được hưởng ưu đãi thuế) và thị trường nội địa nhằm giữ biên lợi nhuận.
- **Giá bán:** Từ các kỳ vọng: 1/ Vị thế độc quyền của P4 Việt Nam tại Nhật Bản tiếp tục được duy trì; và 2/ Tăng trưởng tích cực của ngành công nghiệp bán dẫn (thường mua P4 với giá cao), chúng tôi dự phóng giá xuất khẩu P4 trung bình của Việt Nam sẽ **tăng khoảng 3-5% YoY**. Trong bối cảnh nhu cầu hạ nguồn từ các lĩnh vực khác chưa rõ ràng, chúng tôi đánh giá P4 Việt Nam sẽ khó có thể tăng được giá bán tại các thị trường ngoài Nhật Bản, với rủi ro thay thế lớn của P4 từ Kazakhstan (thường có giá bán thấp hơn so với Việt Nam).

...hỗ trợ bởi tăng trưởng ngành bán dẫn trong năm 2026 (triệu USD)

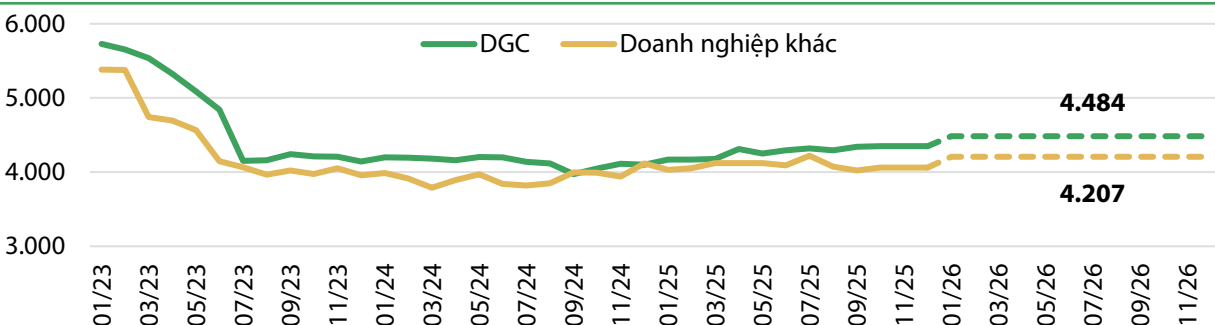


Nguồn: WSTS, ITC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

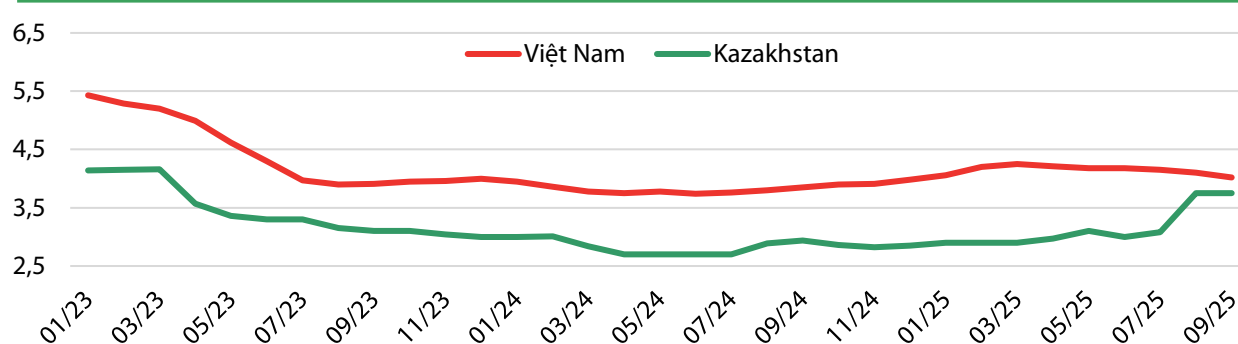
Sản lượng xk ước tính giảm mạnh từ rủi ro nguồn cung và tác động của luật thuế mới



Mặc dù giá xuất khẩu trung bình vẫn có thể tăng từ 3-5%... (USD/tấn)

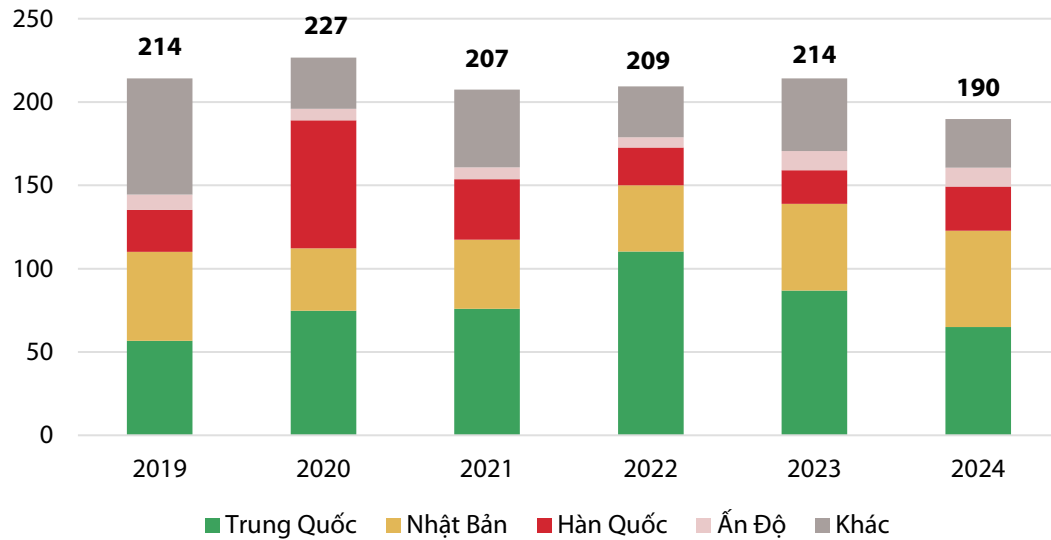


Giá xuất khẩu P4 của Việt Nam cao hơn Kazakhstan khoảng 20% (USD/kg)

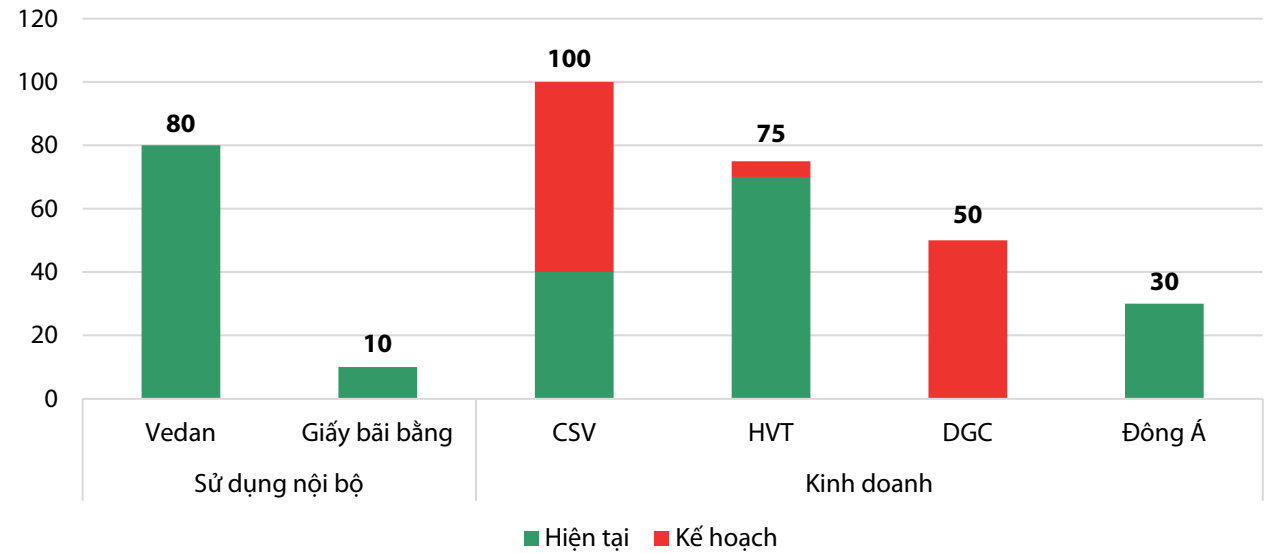


- Hiện tại, cả nước có 6 cơ sở sản xuất Xút quy mô lớn với tổng công suất khoảng 230 nghìn tấn, trong đó chỉ có khoảng 140 nghìn tấn được bán thương mại. Do Xút là nguồn nguyên liệu đầu vào của nhiều ngành công nghiệp quan trọng (sản xuất giấy, chất tẩy rửa, nhôm, dệt nhuộm...), các nhà máy sản xuất Xút nội địa hiện **chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước**, với thiếu hụt hàng năm (khoảng 200 nghìn tấn) được nhập khẩu từ các quốc gia như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc...
- Trong thời gian sắp tới, nguồn cung trong nước **dự kiến sẽ được cải thiện** với một số dự án mở rộng công suất từ CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam (60 nghìn tấn), CTCP Hóa Chất Đức Giang (50 nghìn tấn), CTCP Hóa Chất Việt Trì (5 nghìn tấn)...

Việt Nam đang phải nhập khẩu Xút hàng năm (Nghìn tấn)

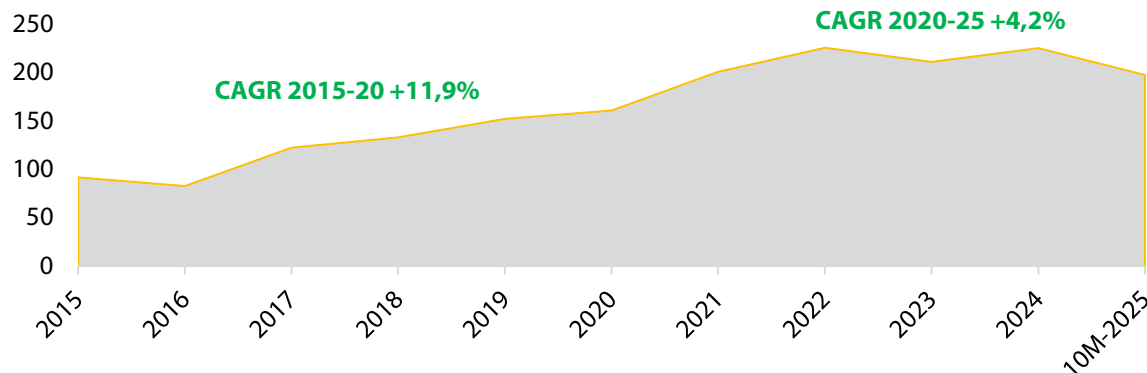


Công suất Xút của Việt Nam dự kiến sẽ được cải thiện trong năm 2026 (Nghìn tấn/năm)

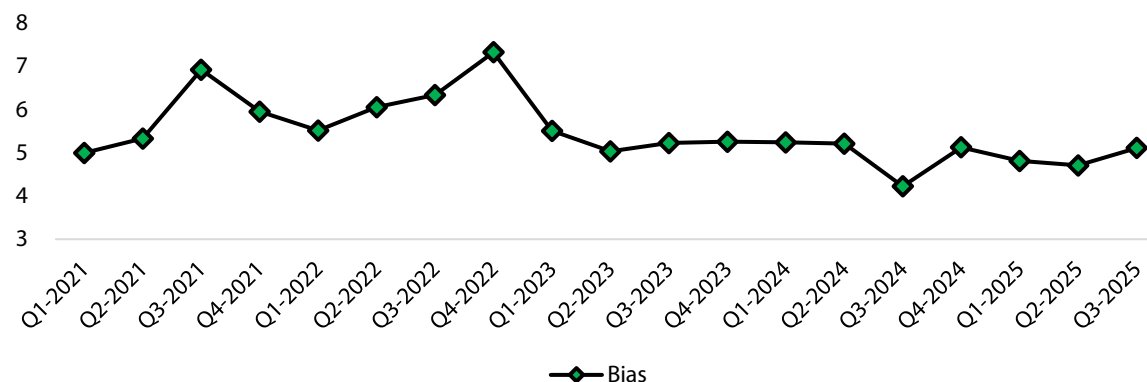


Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giá trị xuất khẩu lốp ô tô vận tải từ Trung Quốc sang Việt Nam (triệu đô) chứng lại 2 năm qua do các doanh nghiệp Trung Quốc không còn áp lực giải phóng hàng tồn kho cao như thời điểm Covid-19, đặc biệt dòng lốp vận tải

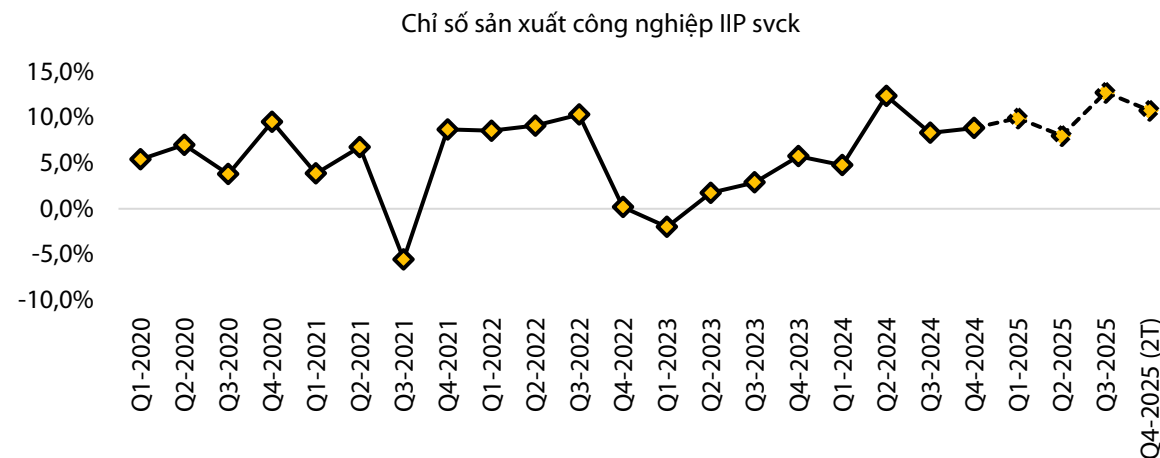


Các nhà sản xuất sản lốp nội địa nỗ lực giảm giá bán tăng cạnh tranh, điển hình DRC từ 2020 tới nay

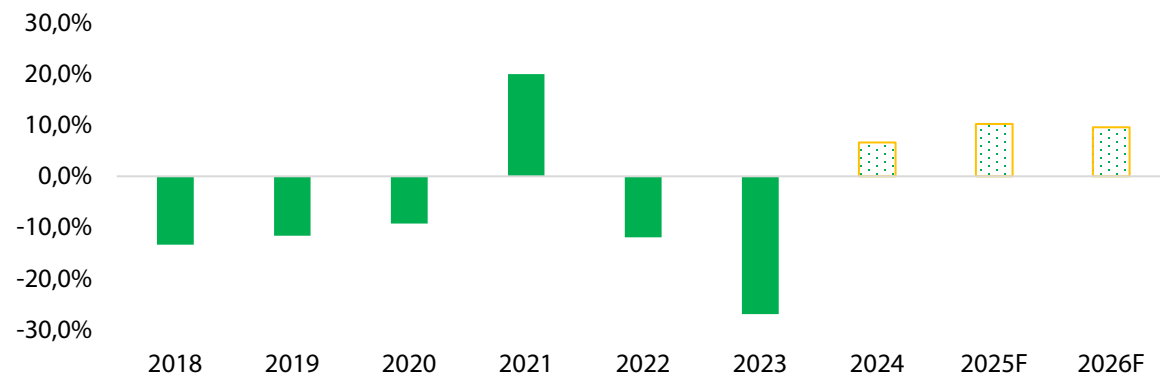


Nguồn: CSM, DRC, Trademap, CTCK Rồng Việt

...Qua đó, giúp các nhà sản xuất sản lốp vận tải nội địa hưởng trọn tăng trưởng từ phục hồi SXCN



Tăng trưởng YoY về sản lượng bán ra của lốp vận tải bias chuyên kinh doanh nội địa của DRC



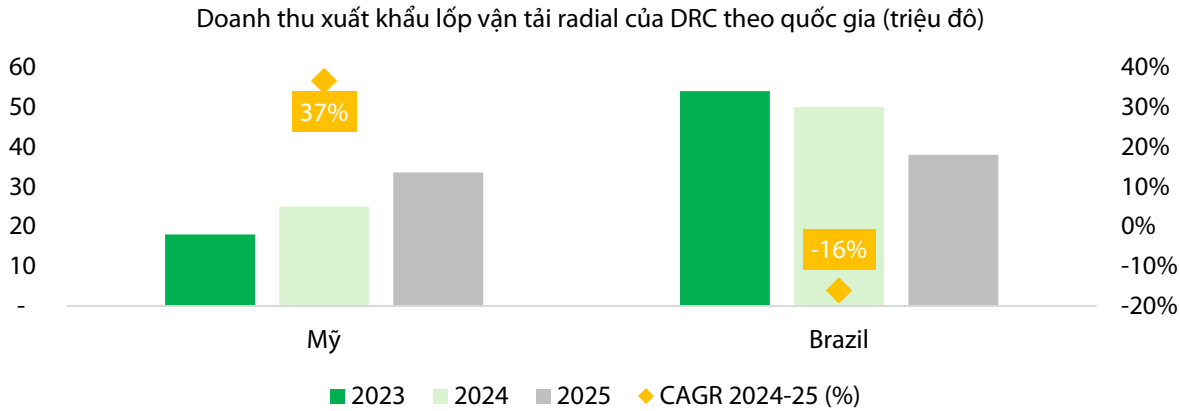
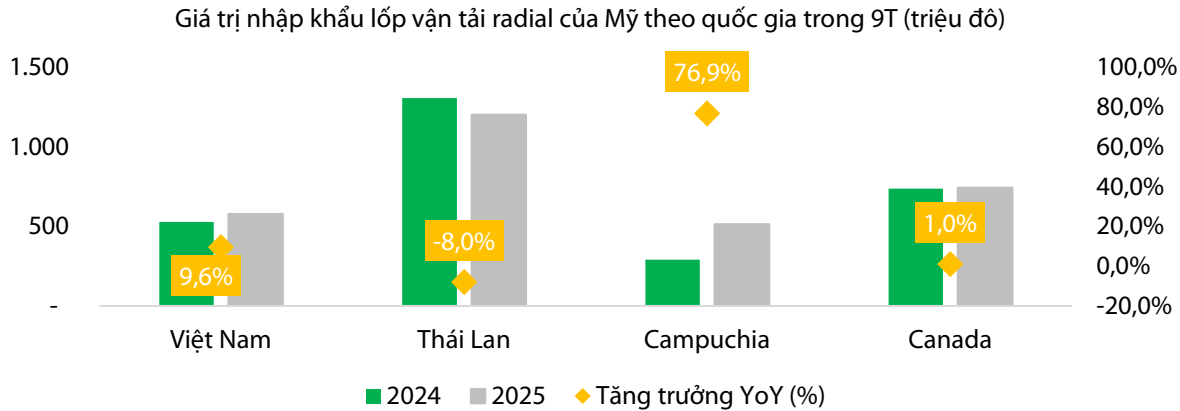
Lớp vận tải radial (TBR) của Thái Lan (Top 1 tại Mỹ) bị đánh thuế CPBG bởi Mỹ từ T12-2024, giúp các đại lý ở đây dần chuyển dịch nhập hàng sang các nhà nhập khẩu lớn khác...

Lịch áp thuế lên lớp TBR Thái Lan của Mỹ

Sự kiện	Ngày
Nộp đơn khởi kiện	17/10/2023
Ngày bắt đầu điều tra	06/11/2023
Quyết định sơ bộ từ ITC	01/12/2023
Quyết định sơ bộ từ Bộ Thương Mại	14/05/2024
Quyết định cuối cùng của Bộ Thương Mại	09/10/2024
Quyết định cuối cùng của ITC	25/11/2024
Ngày chính thức áp đặt	02/12/2024

Trái ngược với quyết định sơ bộ ngày 14/5/2024; Ngày 10/5/2024, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US DOC) đã công bố quyết định chính thức về điều tra thuế chống bán phá giá (AD) đối với lớp xe tải và xe buýt từ Thái Lan với kết luận **tỷ lệ bán phá giá là 12,33% (so với 0% trước đó) đối với Prinx Chengshan Tyre & tất cả các doanh nghiệp còn lại và 48,39% (so với 2,35% trước đó) đối với Bridgestone Corporation.** Mức này cao hơn đáng kể so với biên độ phá giá bị cáo buộc 0,00-2,35% được công bố vào thời điểm T5/2024. Theo đó, ITC (Ủy ban Thương mại Quốc tế) sẽ công bố quyết định cuối cùng vào ngày 25/11/2024 và bắt đầu có hiệu lực từ ngày 2/12/2024.

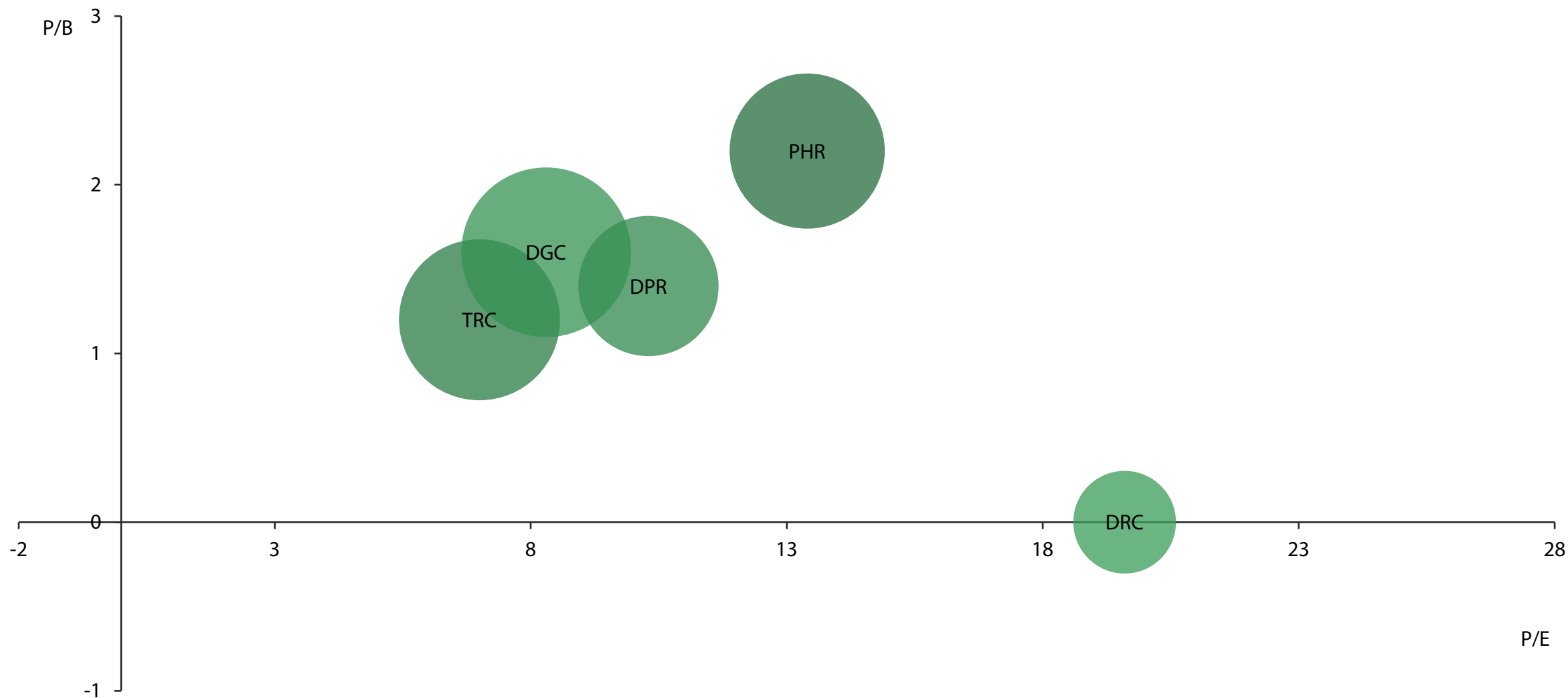
...trong đó có Việt Nam (Top 3). Xu hướng này dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn trong năm 2026 do tình trạng trữ hàng Thái Lan trước kỳ đánh thuế không còn như 2025. Điều này bù đắp cho doanh số sụt giảm tại Brazil từ trước



Nguồn: Trademap, US ITC, DOC, CTCK Rông Việt

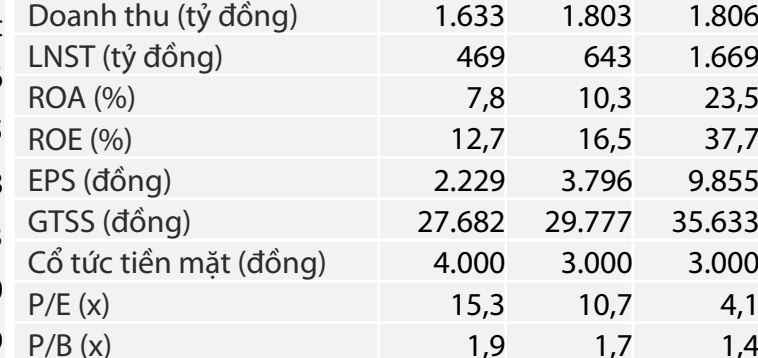
Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.B Q 3T (tr.đng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	Doanh thu % (*)	LNST-CDCTM % (*)
PHR	7.696	13.374	75.900	56.800	1.000	33,5	35,0	4,6	12,8	1,6	2,3	49,8	3.465	4.745	12.319	27.682	29.777	35.633	0,2	159,6
TRC	2.301	6.210	98.200	76.700	0	27,5	47,2	3,7	12,7	1,1	0,7	84,1	7.598	10.770	20.801	62.559	65.305	69.672	11,6	93,1
DPR	3.193	18.119	53.700	36.750	3.000	43,4	46,3	10,4	11,3	1,2	1,2	14,2	3.226	3.223	3.517	28.282	28.955	30.528	11,0	9,1
DGC	24.875	278.950	N.A	65.500	3.000	N.A	42,6	9,5	10,7	1,6	3,0	19,5	7.864	9.031	6.782	35.173	40.137	41.541	-12,1	-24,9
DRC	2.270	3.528	15.800	14.700	500	7,5	0,0	15,4	12,0	1,1	1,7	3,9	1.950	783	954	16.123	12.717	13.218	14,6	21,9

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 20/01/2026.
 Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2026
 * Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
 N.R: Không đánh giá
 N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
 LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt - Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 20-01-2026

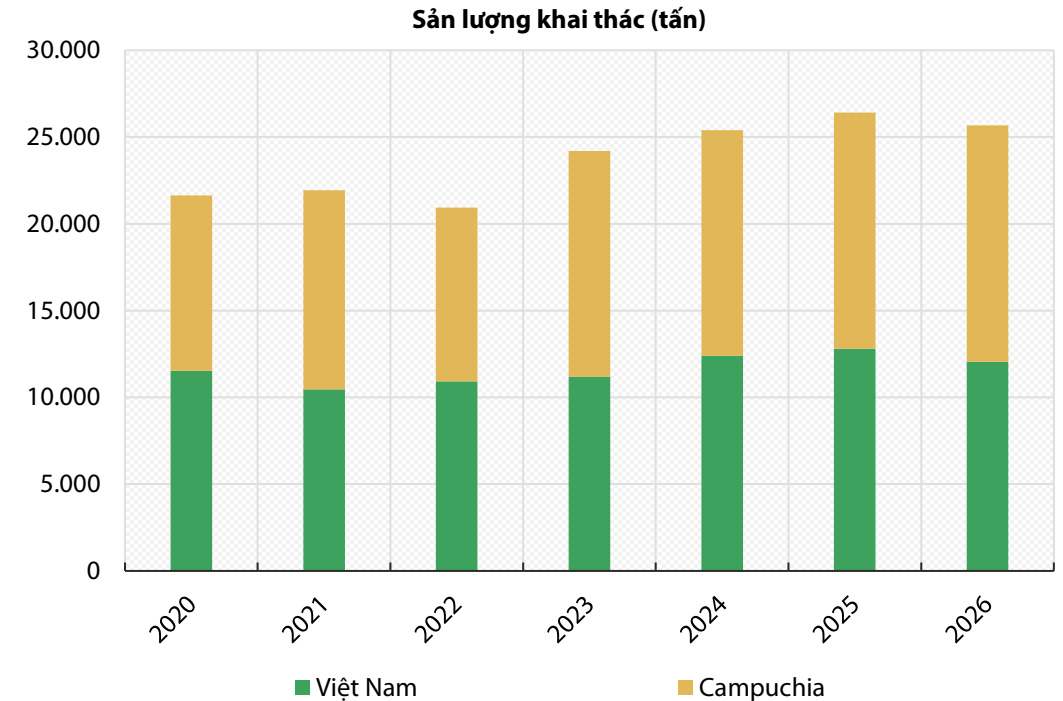
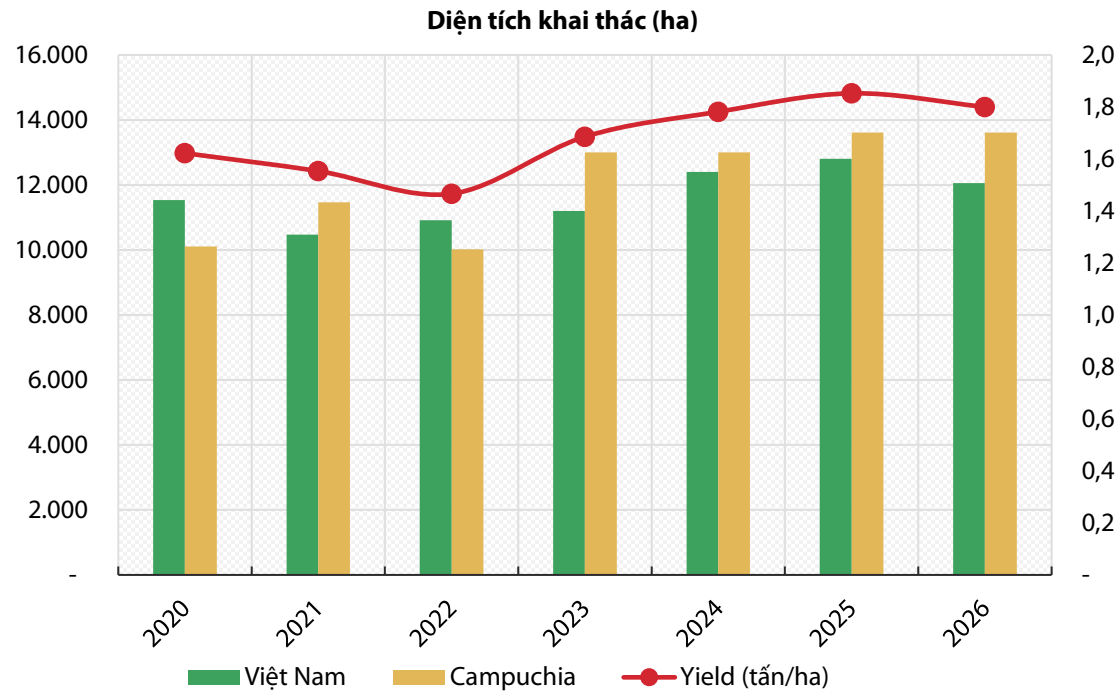
2024A 2025F 2026F



- Thời tiết cực đoan ảnh hưởng đến hoạt động khai thác mỏ cao su.

- Trong năm 2026, diện tích khai thác cao su của PHR tại Việt Nam dự kiến duy trì quanh ~6.696 ha, giảm nhẹ so với các năm trước do một phần quỹ đất được chuyển đổi phục vụ phát triển KCN. Theo đó, sản lượng khai thác cao su tại Việt Nam năm 2026 ước đạt ~12.053 (-2,8% YoY), trong khi sản lượng tại Campuchia giữ ổn định ở mức ~13.612 tấn nhờ diện tích không thay đổi. Với yield bình quân duy trì quanh 1,8–1,9 tấn/ha, tổng sản lượng khai thác hợp nhất năm 2026 của PHR ước đạt ~25.664 tấn, giảm nhẹ so với mức đỉnh năm 2025.
- Dù sản lượng giảm nhẹ, doanh thu mảng cao su năm 2026 kỳ vọng tiếp tục duy trì ổn định ở mức ~1.598 tỷ đồng (-1,29% YoY), nhờ giá bán bình quân cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì quanh 48 triệu đồng/tấn. Trong bối cảnh đó, mảng cao su tiếp tục đóng vai trò nguồn tạo dòng tiền đều đặn cho doanh nghiệp (mang lại bình quân 240 tỷ đồng/năm).

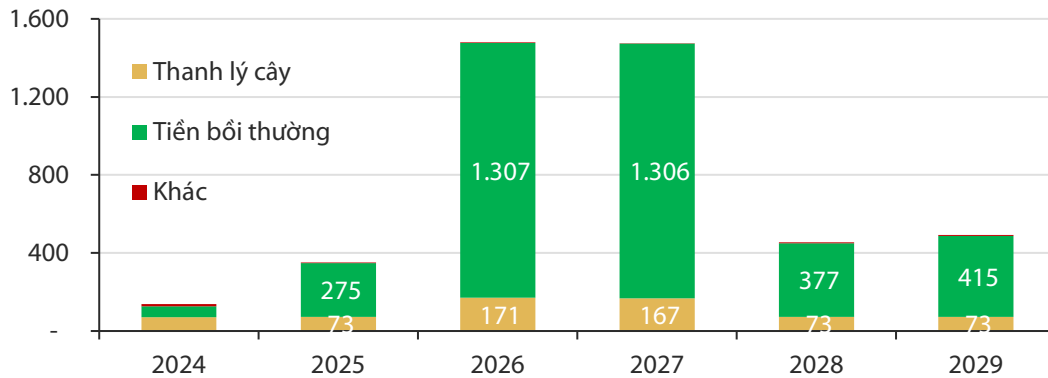
Diện tích khai thác cao su tại Việt Nam giảm nhẹ do phục vụ phát triển khu công nghiệp khiến sản lượng năm 2026 ước tính giảm so với cùng kỳ



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng PHR có thể ghi nhận tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 trong hai năm 2026–2027, với tổng diện tích khoảng 786 ha và đơn giá ước tính ~2,5 tỷ đồng/ha. Trong đó riêng cho năm 2026 chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận doanh thu từ đền bù với diện tích ~400 ha (tương đương ghi nhận doanh thu ~1.000 tỷ đồng)
- Bên cạnh khoản đền bù, PHR được hưởng phần thu nhập từ 20% lợi nhuận gộp từ dự án VSIP III, với thu nhập ước đạt ~275–307 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2026–2027, dựa trên kỳ vọng KCN VSIP III bàn giao khoảng 68 ha/năm.

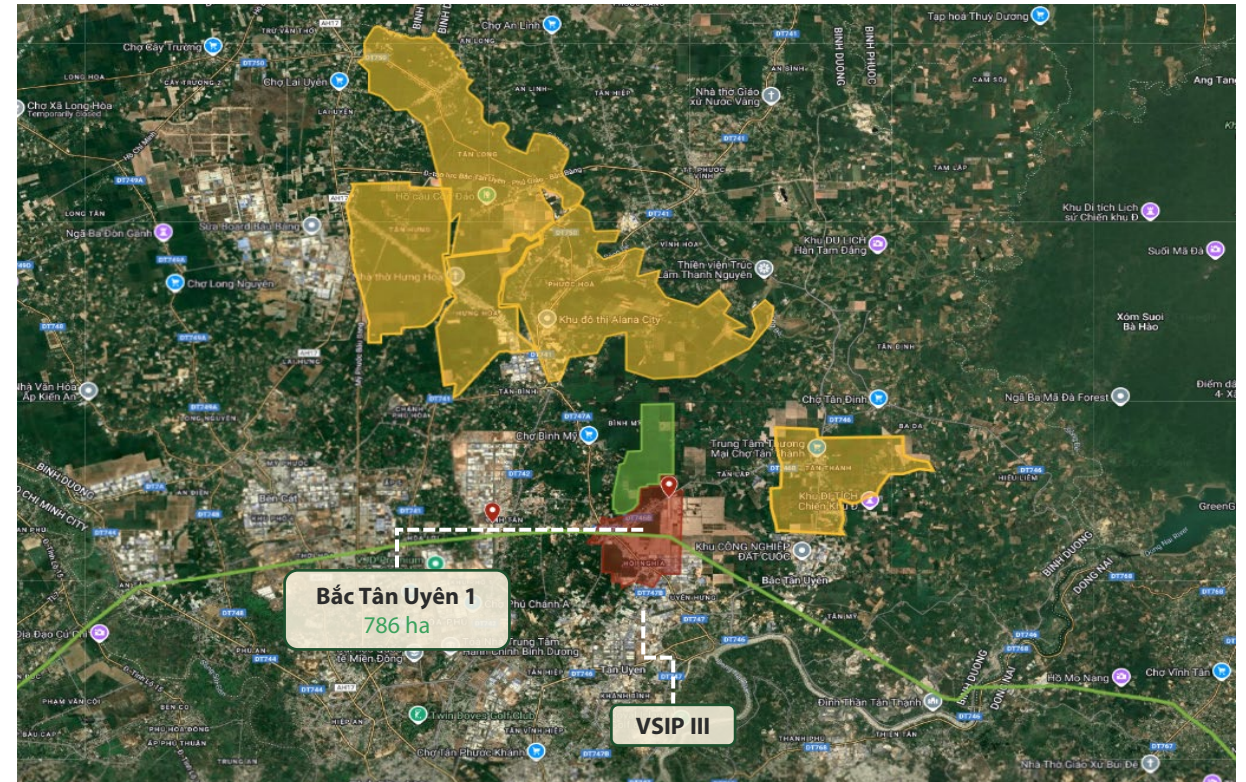
Ước tính tiền bồi thường - từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và từ diện tích cho thuê tại dự án VSIP III (20% lợi nhuận gộp) (tỷ đồng)



Bảng độ nhạy giá cổ phiếu của PHR theo Giá đền bù (VND)

		Chi phí nợ				
Chi phí vốn		1,5	2	2,5	3	3,5
	12,8%	74.500	76.700	78.800	81.000	83.200
	13,3%	73.400	75.600	77.800	80.000	82.200
	13,8%	72.500	74.700	76.900	79.000	81.200
	14,3%	71.600	73.800	75.900	78.100	80.300
	14,8%	70.700	72.900	75.100	77.300	79.400

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp. Ghi chú: màu vàng (nông trường cao su).

Mua: 21%

GTT: 81.000

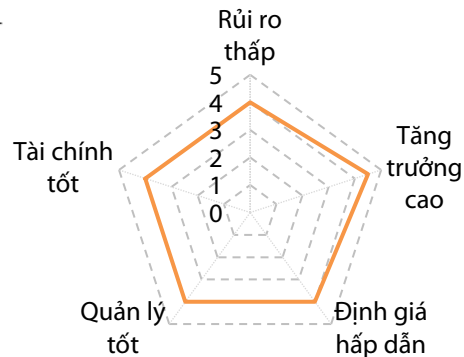
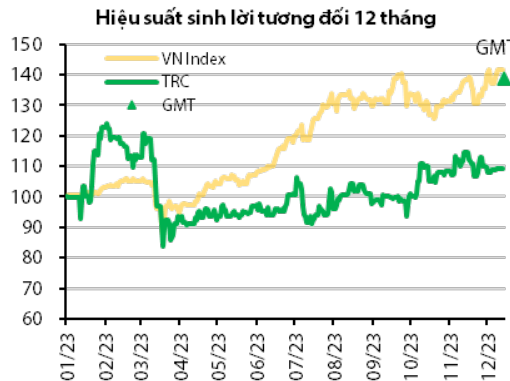
GMT: 98.200

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A

2025F 2026F



Ngành	Hóa chất	Doanh thu (tỷ đồng)	744	864	965
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.301	LNST (tỷ đồng)	221	323	624
SLCPĐLH (triệu CP)	30	ROA (%)	11%	14%	27%
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	83	ROE (%)	13%	17%	31%
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	6	EPS (đồng)	7.598	10.770	20.801
SH NĐTNN còn lại (%)	47,2	GTSS (đồng)	62.559	65.305	69.672
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	50 - 88,5	Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.500	3.544	10.401
		P/E (x)	7,0	9,1	4,7
		P/B (x)	0,8	1,5	1,4

LUÂN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng cao su là động lực cốt lõi, với triển vọng tăng trưởng về mặt sản lượng

Năm 2026, tổng sản lượng khai thác cao su của TRC được dự báo đạt khoảng 19.437 tấn (+12,2% YoY) nhờ sự cải thiện đồng thời về: 1/ cơ cấu tuổi cây và 2/ năng suất khai thác. Do đó, mảng cao su của TRC được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì ở mặt bằng cao từ 47 – 50 triệu đồng/tấn trong trung hạn.

- Nông trường của công ty mẹ tại Việt Nam, dựa vào độ tuổi, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng diện tích cao su trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 tuổi) dự kiến sẽ tăng liên tục trong giai đoạn 2025–2029 từ 53% lên 76%. Với năng suất bình quân kỳ vọng duy trì quanh mức ~2,1 tấn/ha, sản lượng khai thác của công ty mẹ năm 2026 kỳ vọng đạt khoảng 10.672 tấn (+8,5% YoY).
- Đối với nông trường Siem Reap (công ty con tại Campuchia), triển vọng tăng trưởng còn rõ nét hơn nhờ cơ cấu tuổi cây thuận lợi. Trong năm 2025, ước tính trên 80% diện tích vườn cây đã nằm trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 năm) và dự kiến đạt 100% từ năm 2026 trở đi. Cùng với đó, năng suất khai thác được kỳ vọng cải thiện từ khoảng 1,3 tấn/ha lên 1,4 tấn/ha, giúp sản lượng khai thác tại Siem Reap năm 2026 ước đạt ~8.765 tấn (+17,9% YoY). Nhờ chi phí khai thác thấp hơn so với Việt Nam (do chi phí nhân công thấp hơn), nông trường Siem Reap không chỉ là động lực tăng trưởng sản lượng mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện biên lợi nhuận hợp nhất của TRC.

Thu nhập đền bù từ KCN Hiệp Thanh là chất xúc tác giúp tăng trưởng lợi nhuận 2026

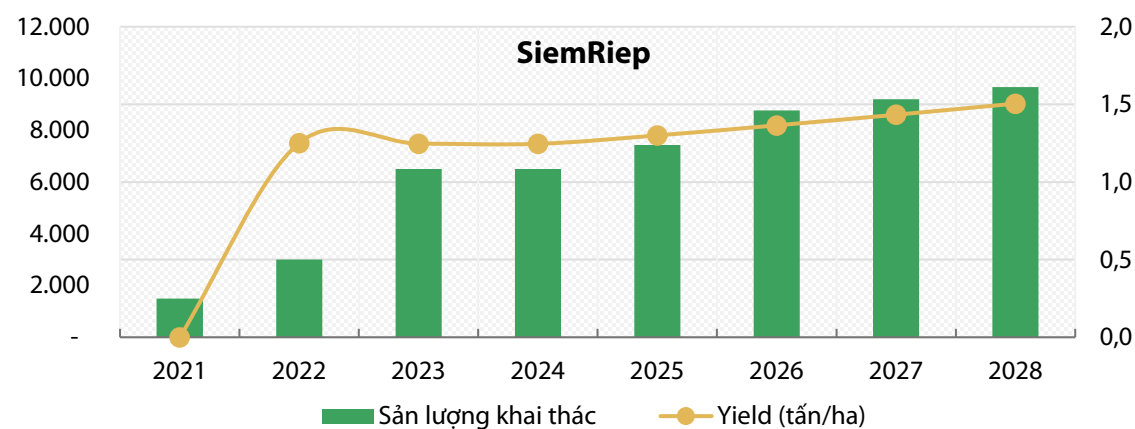
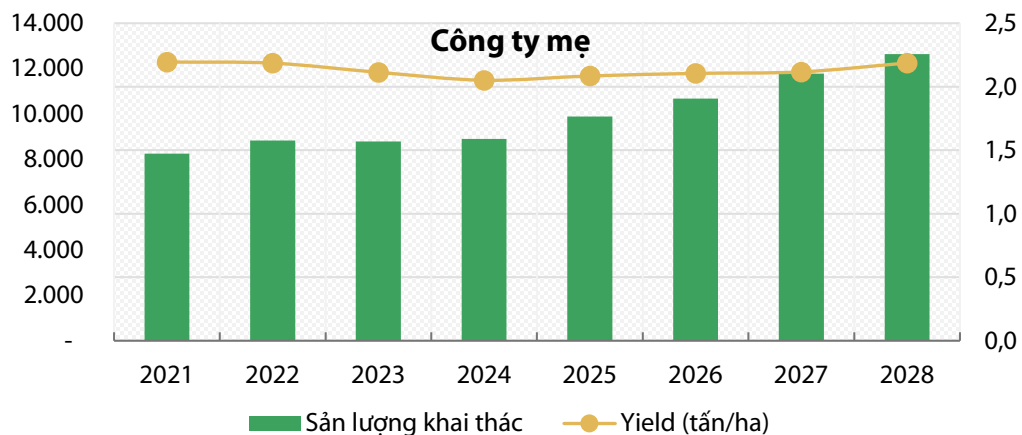
- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng TRC sẽ bắt đầu ghi nhận tiền đền bù cho khoảng 248 ha đất tại KCN Hiệp Thạnh trong năm 2026 (trên tổng quỹ đất 496 ha, với đơn giá đền bù kỳ vọng khoảng 1,3 tỷ đồng/ha). Kết hợp giữa tăng trưởng sản lượng từ mảng cao su trong bối cảnh giá duy trì mức cao và khoản thu nhập đền bù tại KCN Hiệp Thạnh, doanh thu và LNST-CĐM của TRC năm 2026 lần lượt ước đạt 965 tỷ đồng (+11,6% YoY) và 642 tỷ đồng (+93% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

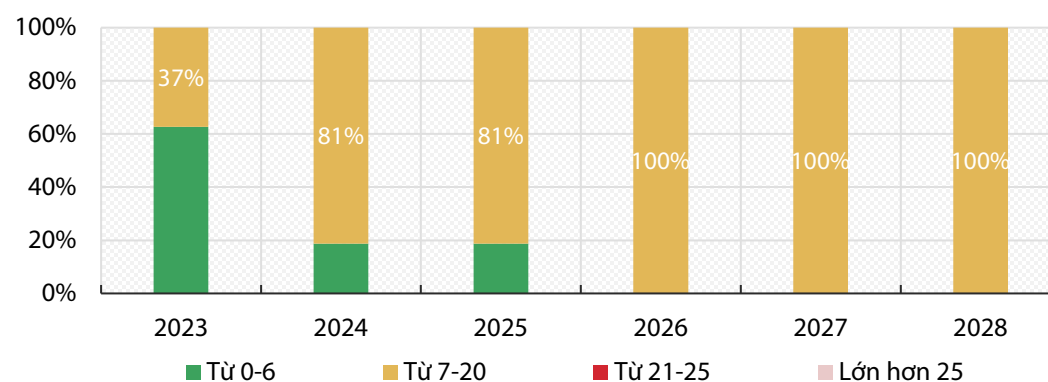
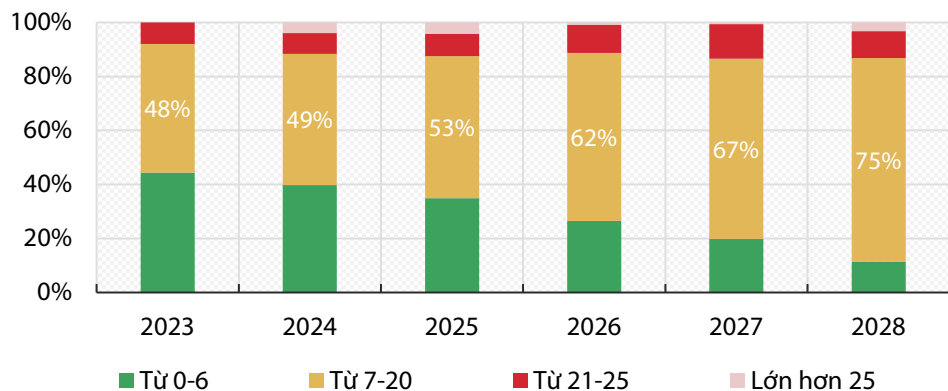
- Rủi ro giảm giá: 1/ Thời tiết cực đoan; 2/ Căng thẳng hoặc xung đột kéo dài giữa Thái Lan – Campuchia có thể làm gián đoạn hoạt động khai thác và thu hoạch tại nông trường Siem Reap.
- Rủi ro tăng giá: Quy hoạch tỉnh Tây Ninh điều chỉnh hoàn thành sớm hơn kỳ vọng, khiến việc đền bù tại các quỹ đất còn lại diễn ra nhanh hơn ước tính.

- Tổng sản lượng khai thác năm 2026 dự báo đạt ~19.437 tấn (+12,2% YoY), trong đó sản lượng công ty mẹ đạt ~10.672 tấn (+8,5% YoY) và nông trường Siem Reap đạt ~8.765 tấn (+17,9% YoY). Tăng trưởng sản lượng đến từ cơ cấu tuổi cây ngày càng thuận lợi, khi tỷ trọng diện tích trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 năm) gia tăng tại cả hai nông trường, cùng với yield duy trì ~2,1 tấn/ha tại Việt Nam và cải thiện lên ~1,4 tấn/ha tại Siem Reap.
- Trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì ở mức 47–50 triệu đồng/tấn, mảng cao su không chỉ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng mà còn đảm bảo đóng góp ổn định cho doanh thu và dòng tiền của TRC trong trung hạn.

Sản lượng khai thác tăng trưởng nhờ cơ cấu tuổi cây thuận lợi và năng suất cải thiện tại cả hai nông trường



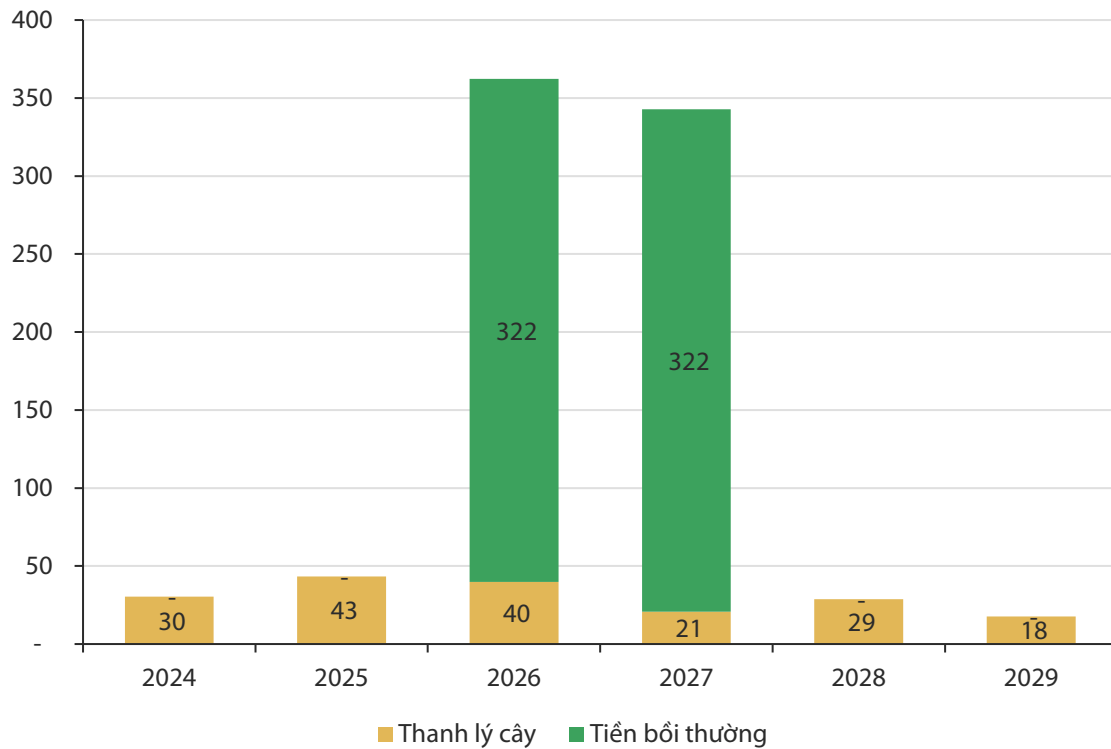
Nông trường cao su công ty mẹ gia tăng tỷ trọng diện tích nhóm 7–20 tuổi, trong khi Siem Reap kỳ vọng nhóm này đạt 100% từ năm 2026



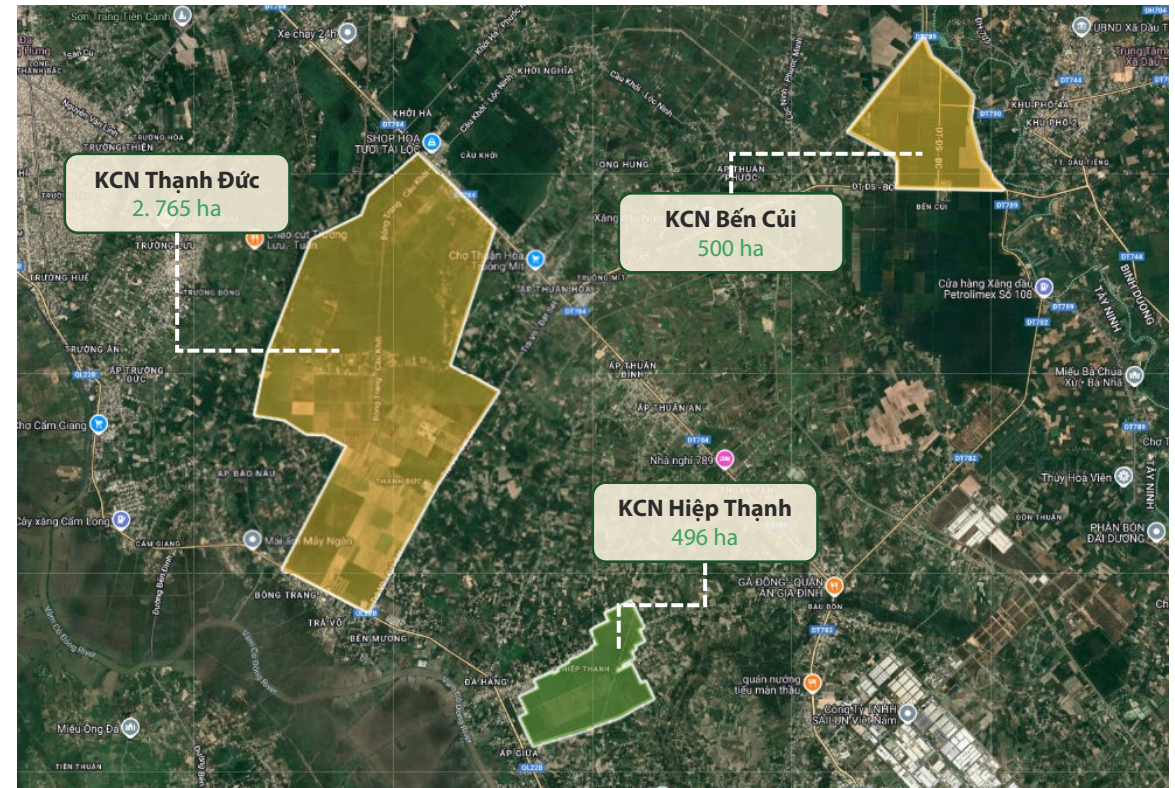
Nguồn: TRC, CTK Rông Việt ước tính

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng TRC sẽ ghi nhận tiền đền bù đất tại KCN Hiệp Thạnh trong giai đoạn 2026–2027, với tổng diện tích 496 ha được đền bù lần lượt đạt 248 ha – 248 ha. Với đơn giá đền bù ước tính khoảng 1,3 tỷ đồng/ha, tổng giá trị tiền đền bù mà TRC có thể nhận về ước đạt ~645 tỷ đồng, qua đó đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh và trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận của TRC trong giai đoạn 2026–2027.
- Bên cạnh KCN Hiệp Thạnh, TRC hiện còn sở hữu hai quỹ đất cao su lớn nằm trong khu vực nghiên cứu phát triển KCN của tỉnh Tây Ninh, gồm KCN Thanh Đức (2.765 ha) và KCN Bến Củi (500 ha). Các quỹ đất này là các KCN dự kiến được thành lập **trong trường hợp tỉnh được bổ sung chỉ tiêu đất KCN, điều chỉnh chỉ tiêu quy hoạch sử dụng đất**, do đó chúng tôi kỳ vọng hai KCN này sẽ được xem xét phê duyệt chủ trương sau năm 2030 – dự địa tăng trưởng dài hạn cho TRC.

Ước tính tiền bồi thường từ KCN Hiệp Thạnh (hình trái) và vị trí quỹ đất cao su của TRC nằm trong khu vực nghiên cứu phát triển KCN của tỉnh Tây Ninh (hình phải)



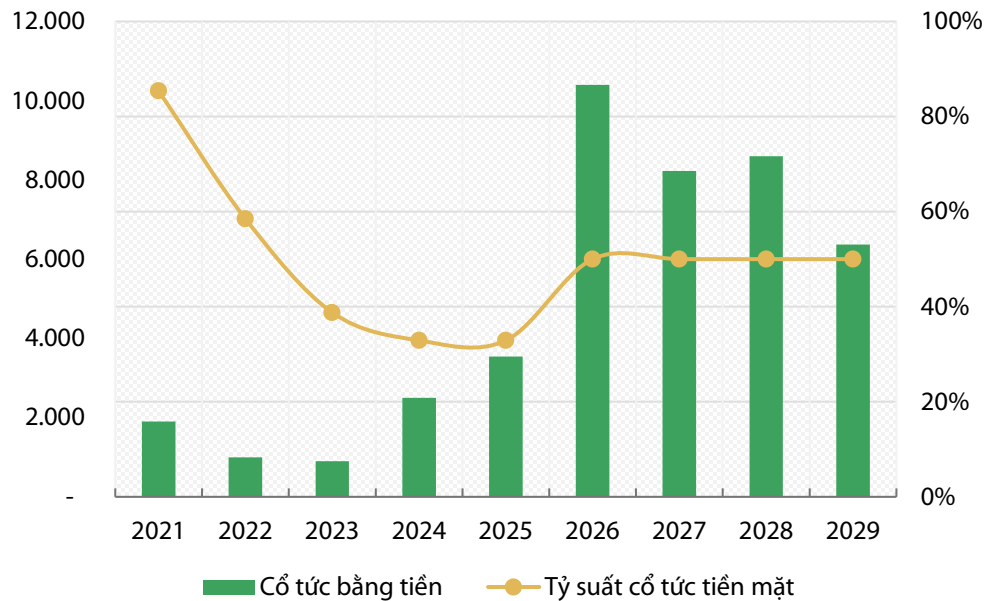
Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt

- Trong giai đoạn 2023–2024, tỷ suất cổ tức tiền mặt của TRC duy trì ở mức thấp, chủ yếu do: 1/ lợi nhuận biến động theo giá mủ cao su, với mức lợi nhuận thấp 2023 khi giá bán bình quân giảm và 2/ giai đoạn đầu khai thác của nông trường Siem Reap với yield còn thấp. Do đó, Công ty ưu tiên giữ lại dòng tiền phục vụ cho hoạt động sản xuất – tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức tiền mặt lớn. Từ năm 2026 trở đi, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của TRC sẽ tăng trở lại quanh mức ~50%, nhờ (1) nông trường Siem Reap bước vào độ tuổi khai thác ổn định, với yield cải thiện lên ~1,4 tấn/ha, và (2) dòng tiền bổ sung từ tiền đền bù KCN Hiệp Thành trong giai đoạn 2026–2028. Với đặc thù mô hình kinh doanh cao su thuần, TRC phù hợp với nhà đầu tư tìm kiếm cổ phiếu có dòng tiền và cổ tức tiền mặt ổn định trong trung hạn.
- Với giá thị trường khoảng 80.000 đồng/cp, cổ phiếu TRC đang giao dịch với mức giá trị hợp lý khoảng ~21%, chưa bao gồm lợi suất cổ tức tiền mặt kỳ vọng phục hồi từ năm 2026. Điều này củng cố quan điểm TRC là cổ phiếu cao su thuần có định giá hấp dẫn, vừa có câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2026–2028, vừa phù hợp với nhà đầu tư ưa thích cổ tức.

Cổ tức bằng tiền (đồng/cp, cột trái) và tỷ suất cổ tức tiền mặt ước tính



Dự án	Phương pháp	NPV (tỷ VNĐ)	Sở hữu (%)	Giá trị (tỷ VNĐ)
Mảng kinh doanh cao su	DCF	2,133	100%	2,133
Mảng thanh lý cây cao su	FCFF	103	100%	103
Thu nhập GPMB	FCFF	406	100%	406
Tổng cộng				2,643
(+) Tiền và tương đương tiền				185
(+) Đầu tư ngắn hạn				-
(+) Đầu tư dài hạn				151
(-) Nợ vay				(46)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-
Giá trị tài sản ròng				2,933
SLCP lưu hành (triệu CP)				30
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				97,751

Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Mua: 32%

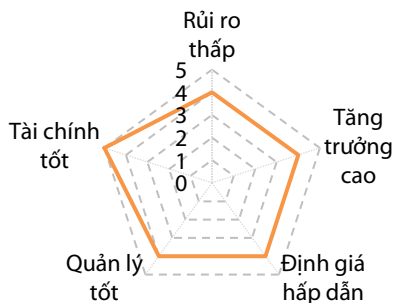
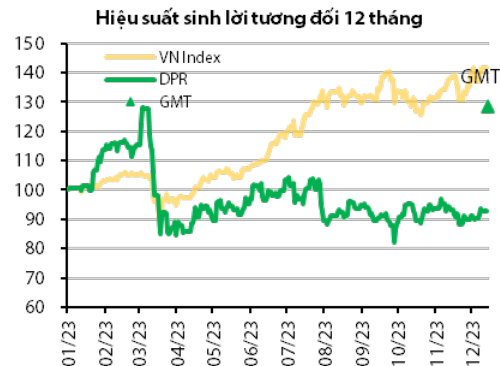
GTT: 40.550

GMT: 53.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Hóa chất
3.193
87
478
18
46,3
33,6 - 53,1

TÀI CHÍNH	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.225	1.487	1.505
LNST (tỷ đồng)	280	411	485
ROA (%)	6,3	8,8	7,8
ROE (%)	11,7	16,2	18,2
EPS (đồng)	3.226	4.734	5.585
GTSS (đồng)	28.282	30.203	31.336
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.988	3.463
P/E (x)	12	11	10
P/B (x)	1,36	1,78	1,71

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng kinh doanh cao su và thanh lý cây tiếp tục là bệ đỡ tạo nền cho kết quả 2026 của DPR

- Năm 2026, kết quả kinh doanh của DPR dự kiến tiếp tục được hỗ trợ bởi hai mảng chính: (1) mảng cao su, và (2) thanh lý cây, với doanh thu lần lượt đạt 1.105 tỷ đồng (-3,5% YoY) và 345 tỷ đồng (+35% YoY). Ngoài ra, dự án Tiến Hưng 1 (64ha) được kỳ vọng có thể thực hiện đấu giá lại và mang về cho Công ty khoảng 59 tỷ đồng tiền đền bù.
- Đối với mảng cao su, dựa trên độ tuổi vườn cây và diện tích phải thanh lý phục vụ phát triển KCN, sản lượng khai thác năm 2026 được dự báo giảm nhẹ, đạt khoảng 10.700 tấn (-13% YoY). Về giá bán, chúng tôi cho rằng giá bán cao su của DPR sẽ duy trì quanh mức 47–50 triệu đồng/tấn, tuy nhiên khó để tăng trở lại mức cao như giai đoạn Q4/24-Q1/25 do: 1/ Nguồn cung tiếp tục thiếu hụt do diện tích trồng mới toàn cầu thu hẹp giai đoạn 2018 – 2023; 2/ Mưa bão làm gián đoạn vụ mùa thu hoạch tại các quốc gia trồng cao su; 3/ Giá cao su thiên nhiên (CSTN) nhiều khả năng sẽ chịu áp lực cạnh tranh bởi cao su tổng hợp (CSTH) do giá dầu được dự báo duy trì mức quanh \$62-65/thùng.
- Đối với mảng thanh lý cây, giai đoạn 2026–2028 sẽ là vùng trũng nếu xét theo chu kỳ tuổi cây, do diện tích trồng mới sụt giảm trong 2001–2003 khiến số vườn cây đến tuổi thanh lý ít hơn. Tuy nhiên, phần thiếu hụt này được bù đắp bởi diện tích buộc phải thanh lý để phục vụ các dự án KCN, giúp doanh thu thanh lý cây duy trì ổn định và tiếp tục là nguồn hỗ trợ quan trọng cho dòng tiền của DPR trong năm 2026.

Mảng khu công nghiệp kỳ vọng chậm lại

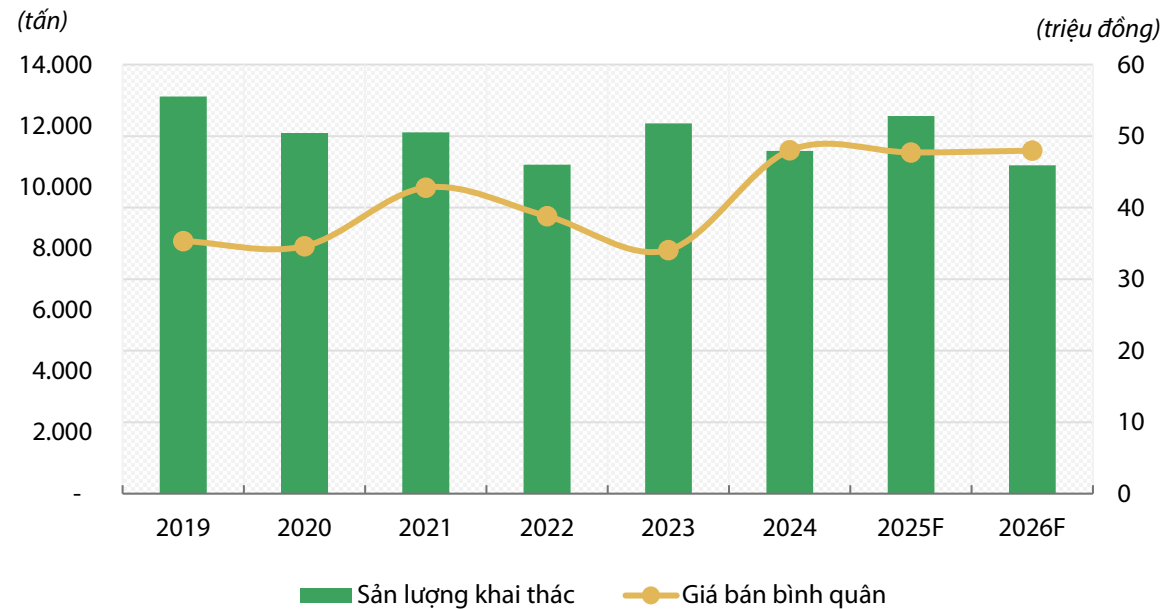
- 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng của DPR được kỳ vọng đóng góp chậm hơn trong ngắn hạn, với kỳ vọng sẽ bắt đầu cho thuê từ năm 2027 và 2028, với mức giá cho thuê ban đầu ở ~71–72 USD/m².

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

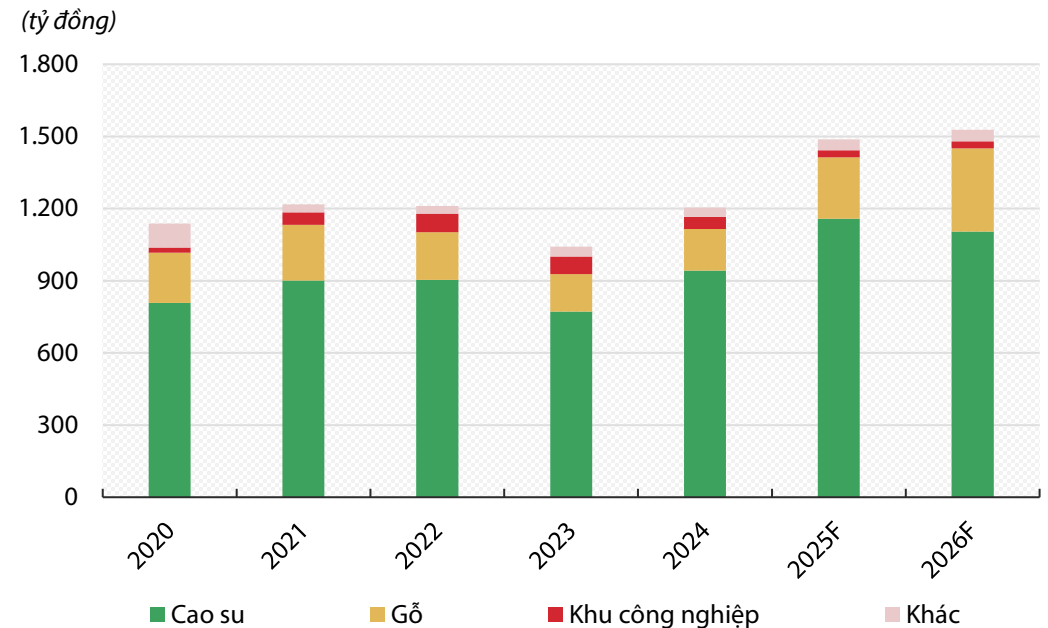
- Thời tiết cực đoạn ảnh hưởng đến hoạt động khai thác mủ cao su.

- Trong năm 2026, sản lượng khai thác cao su của DPR được dự báo giảm nhẹ so với 2025, chủ yếu do: 1/ Diện tích khai thác tại công ty mẹ thu hẹp để phục vụ phát triển các dự án KCN, 2/ Tỷ trọng vườn cây trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 năm) có xu hướng giảm từ 53% về còn 47% tổng diện tích khai thác. Theo đó, sản lượng khai thác năm 2026 ước đạt khoảng 10.700 tấn (-13% YoY), trong khi năng suất bình quân duy trì quanh 2 tấn/ha. Mặc dù vậy, nhờ hoạt động tái canh đều đặn 450–500 ha/năm, chúng tôi ước tính diện tích và sản lượng khai thác của DPR sẽ tăng trở lại từ 2026 cho đến trung hạn.
- Về mặt giá bán, chúng tôi giả định giá bán bình quân thành phẩm cao su của DPR duy trì quanh 47–50 triệu đồng/tấn, trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu tiếp tục hạn chế.
- Cùng với đó, chúng tôi nhận thấy giai đoạn 2026–2028 là vùng trũng của mảng thanh lý cây nếu xét riêng theo chu kỳ tuổi cây, do diện tích trồng mới sụt giảm trong giai đoạn 2001–2003. Tuy nhiên, diện tích cây phải thanh lý để phục vụ phát triển KCN được kỳ vọng sẽ bù đắp phần thiếu hụt này, giúp doanh thu thanh lý cây duy trì tăng trưởng và đóng góp tích cực vào tổng doanh thu và dòng tiền của DPR trong năm 2026.

Sản lượng khai thác dự báo giảm nhẹ do phục vụ phát triển khu công nghiệp



Doanh thu dự kiến được bù đắp bởi mảng thanh lý cây



Nguồn: DPR, CTCK Rông Việt ước tính

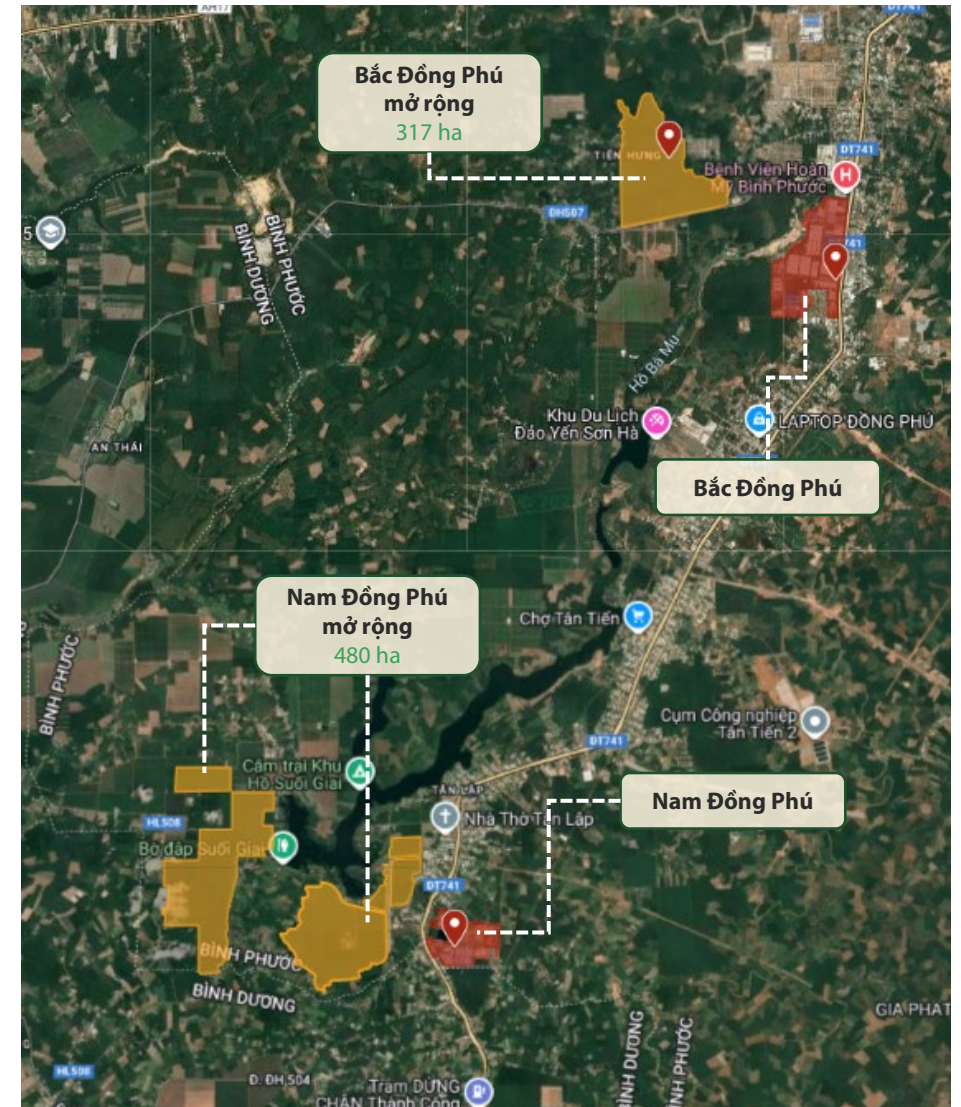
- Về mảng khu công nghiệp của DPR được kỳ vọng đóng góp chậm hơn trong ngắn hạn, do tiến độ hoàn thiện pháp lý và giải phóng mặt bằng tại hai dự án mở rộng Bắc Đồng Phú (BDP-MR) và Nam Đồng Phú (NDP-MR) kéo dài hơn so với kỳ vọng ban đầu.
- Cụ thể, KCN Bắc Đồng Phú mở rộng dự kiến hoàn tất các thủ tục pháp lý trong năm 2025 và bắt đầu cho thuê từ năm 2027, với giá thuê khởi điểm khoảng 71 USD/m², tăng trung bình ~2%/năm. Trong khi đó, KCN Nam Đồng Phú mở rộng dự kiến bắt đầu cho thuê từ năm 2028, với giá thuê ban đầu khoảng 72 USD/m².

Thông tin và giả định liên quan đến KCN BDP MR và NDP MR

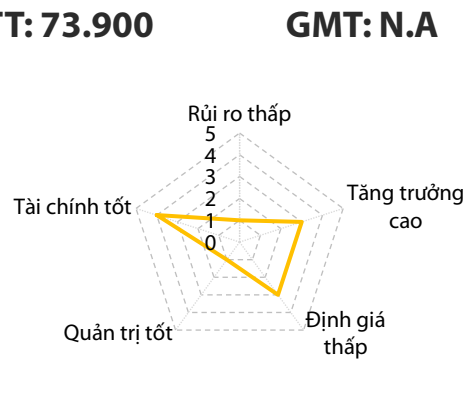
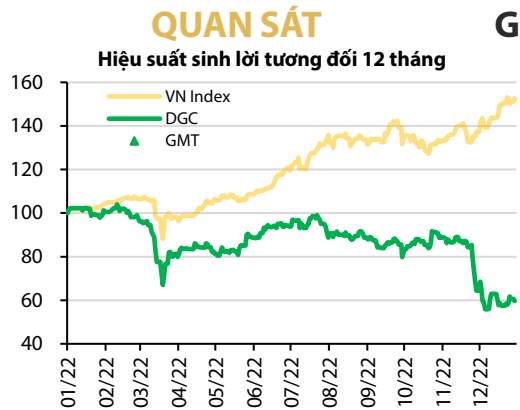
Chỉ tiêu	Đơn giá	BDP MR	NDP MR
Thông tin			
Tổng diện tích		317	480
Diện tích thương phẩm ước tính		222	336
Tổng mức đầu tư		1,360	1,830
Giả định			
Chi phí GPMB (tỷ/ha)	0.93	295	312
LUR (Tỷ/ha)	6	1,331	2,016
Chi phí XDHT(Tỷ/ha)	2.8	621	941
Chi phí khác	0.06	13	20
Giá vốn	9.79	2,261	3,289
Giá cho thuê ban đầu (USD/m2)		70	71
% tăng giá mỗi năm		2%	2%
Thời gian lấp đầy kỳ vọng		2027F - 2037F	2028F - 2038F

Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt ước tính

Vị trí dự án BDP MR và NDP MR



Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU		TÀI CHÍNH	2024A	2025E	2026F
Ngành	Hóa chất	Doanh thu (tỷ đồng)	9.865	11.330	9.963
Vốn hóa (tỷ đồng)	24.496	LNST (tỷ đồng)	2.987	3.430	2.576
SLCPĐLH (triệu CP)	380	ROA (%)	19,0	19,1	12,7
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	4.111	ROE (%)	23,8	24,0	16,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	319	EPS (đồng)	7.864	9.031	6.782
SH NĐTNN còn lại (%)	36,6	GTSS (đồng)	35.173	40.137	41.541
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	58.2 - 115.6	Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
		P/E (x)	14,8	7,6	9,5
		P/B (x)	3,3	1,7	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Rủi ro về pháp lý có thể khiến hoạt động sản xuất kinh doanh bị gián đoạn...

- Quặng apatit tự chủ tại Lào Cai (chiếm khoảng 30% tổng chi phí) là nguồn cung quan trọng nhất trong chuỗi giá trị của DGC, cũng là lợi thế lớn giúp Công ty có thể đạt được biên lợi nhuận vượt trội trong giai đoạn 2021-2025. Tuy nhiên, việc gia hạn hoặc mở rộng khai thác apatit của Công ty (hết hạn trong năm 2026) **sẽ gặp nhiều rủi ro** khi: 1/ DGC đang gặp phải các vấn đề về pháp lý và đã có tiền lệ bị xử phạt do vi phạm các quy định về xả thải và khai thác quặng (2017 & 2023); và 2/ tỉnh Lào Cai đã từng có các chính sách hạn chế cấp phép cho các dự án khai thác và sản xuất mới (ví dụ như trường hợp của axit WPA).
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng sản lượng các mảng sản phẩm trong chuỗi giá trị phốt pho của DGC (bao gồm phốt pho vàng, axit TPA và phân bón) sẽ ghi nhận mức sụt giảm **sản lượng từ 10-20%% YoY** với giả định nguồn cung apatit chỉ đáp ứng được 80-85% nhu cầu cho hoạt động sản xuất. Chúng tôi đồng thời lùi thời gian hoạt động của dự án Xút-Clo Nghi Sơn so với thời gian theo kế hoạch (Q2-2026) từ kỳ vọng các rủi ro pháp lý mà Công ty đang đối mặt sẽ khiến dự án bị chậm tiến độ. Doanh thu thuần năm 2026 qua đó dự phóng chỉ đạt 9.963 tỷ VND (-12% YoY) với riêng các mảng trong chuỗi giá trị phốt pho đạt 9.054 tỷ VND (-14% YoY).

... và chi phí nguyên vật liệu tăng lên đáng kể, gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận gộp

- Trong trường hợp mất nguồn cung apatit tự chủ, chúng tôi ước tính **biên gộp của DGC sẽ bị ảnh hưởng từ 5-10%** trong bối cảnh giá mua bị đẩy lên cao khi nhu cầu tiêu thụ apatit hàng năm của Công ty là khá lớn trong khu vực. Ngoài ra, chi phí các loại nguyên liệu khác, bao gồm điện năng (để sản xuất P4) và axit sulfuric & ammonia (để sản xuất phân bón) ước tính sẽ tiếp tục neo ở mức cao, cũng là yếu tố gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận gộp của Công ty trong năm sau.
- Do các thông tin vẫn chưa rõ ràng và nhiều rủi ro cần theo dõi, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **QUAN SÁT** đối với cổ phiếu DGC và sẽ cập nhật trong các báo cáo sau khi có thêm thông tin.

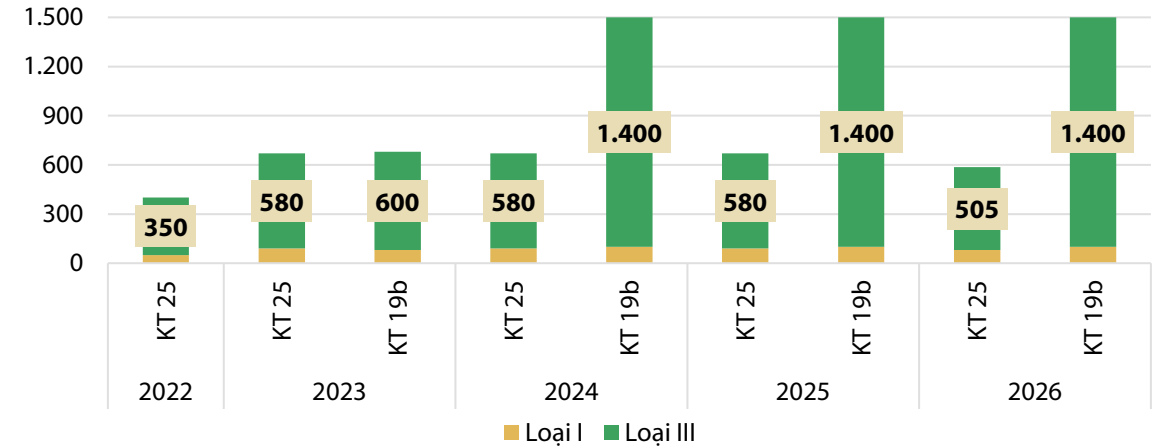
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các vấn đề pháp lý của doanh nghiệp được giải quyết sớm hơn kỳ vọng, giúp doanh nghiệp duy trì quyền khai thác tại các mỏ hiện hữu.
- Tiến độ hoạt động của nhà máy Xút-Clo Nghi Sơn có thể vẫn đúng theo kế hoạch.

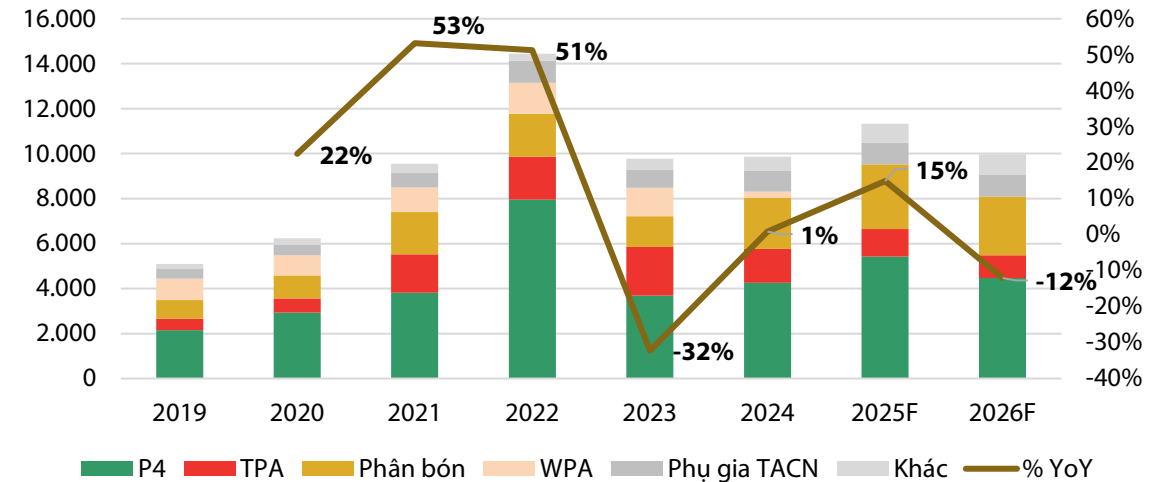
- **Quặng apatit tại Lào Cai** (chiếm khoảng 30% tổng chi phí) là nguồn cung phốt pho quan trọng nhất trong chuỗi giá trị sản xuất của DGC. Hiện tại, thời hạn được cấp phép khai thác hai khai trường apatit tự chủ của Công ty là **đến hết năm 2026**. Tuy nhiên, việc gia hạn hoặc mở rộng khai thác apatit của Công ty sẽ **gặp nhiều rủi ro** khi: 1/ DGC đang gặp phải các vấn đề về pháp lý và đã có tiền lệ bị xử phạt do vi phạm các quy định về xả thải và khai thác quặng (2017 & 2023); và 2/ tỉnh Lào Cai đã từng có các chính sách hạn chế cấp phép cho các dự án khai thác và sản xuất mới, ví dụ như trường hợp của axit WPA. Trong kịch bản cơ sở, từ kỳ vọng các rủi ro pháp lý mà Công ty đang đối mặt sẽ ảnh hưởng đến hoạt động khai thác và gia hạn tại hai khai trường apatit trong năm sau, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của DGC năm 2026 sẽ giảm so với cùng kỳ, chỉ đạt **9.963 tỷ VND (-12% YoY)**. Trong đó, doanh thu của các sản phẩm trong chuỗi giá trị phốt pho (có apatit là nguyên liệu chính) ước tính đạt 9.054 tỷ VND (-18% YoY), với các giả định cụ thể như sau:

- **Phốt pho vàng:** Sản lượng đạt 42 nghìn tấn (-20% YoY, về lại mức thấp năm 2023). Doanh thu đạt 4.465 tỷ VND (-17% YoY), suy giảm chỉ từ sản lượng với giả định giá bán tăng 3% YoY (được hỗ trợ nhờ thị trường Nhật Bản).
- **TPA:** Sản lượng giảm 20%, đạt 37 nghìn tấn. Doanh thu đạt 1.017 tỷ VND (-18%) khi giá bán tăng 3% YoY (thường biến động theo giá phốt pho vàng).
- **Phân bón:** Sản lượng đạt 251 nghìn tấn (-8% YoY), giá bán giảm nhẹ 2% từ mức nền cao năm 2025. Doanh thu qua đó đạt 2.607 tỷ VND (-9% YoY).
- **Phụ gia thức ăn chăn nuôi:** Sản lượng và giá bán đi ngang so với cùng kỳ, doanh thu duy trì ở mức 963 tỷ VND (+0% YoY).

DGC sẽ hết thời hạn khai thác hai khai trường apatit được cấp phép trong năm 2026 (nghìn tấn/năm)



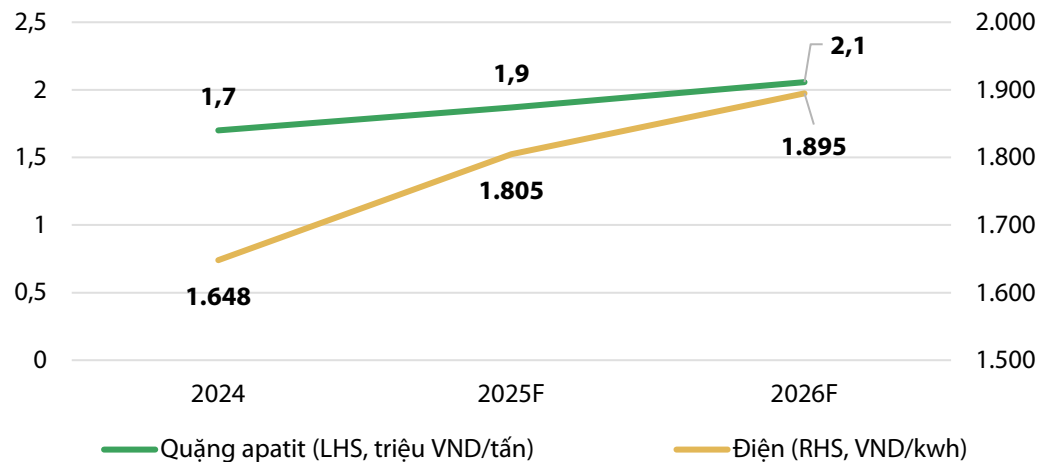
Doanh thu của DGC dự phóng giảm trong năm 2026 (LHS, tỷ VND)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá quặng (quy đổi về loại I) trong năm sau sẽ **tăng 20% YoY** (~2,4 triệu VND/tấn) khi DGC có thể mua ngoài từ Ai Cập hoặc nguồn nội địa (Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam) để bù đắp một phần nguồn cung từ hai khai trường tự chủ. Trong trường hợp mất nguồn cung tự chủ, chúng tôi đánh giá **biên gộp của DGC có thể bị ảnh hưởng từ 5-10%** trong bối cảnh giá mua bị đẩy lên cao, đặc biệt khi xét đến nhu cầu tiêu thụ apatit hàng năm của Công ty là khá lớn trong khu vực.
- Điện năng, axit sulfuric và ammonia:** Chi phí điện năng (để sản xuất P4) và axit sulfuric & ammonia (để sản xuất phân bón) ước tính sẽ tiếp tục neo ở mức cao, cũng là các yếu tố gây sức ép lên biên gộp của Công ty trong năm sau.

Chi phí quặng apatit và điện năng dự phóng tăng lần lượt 10% và 5%

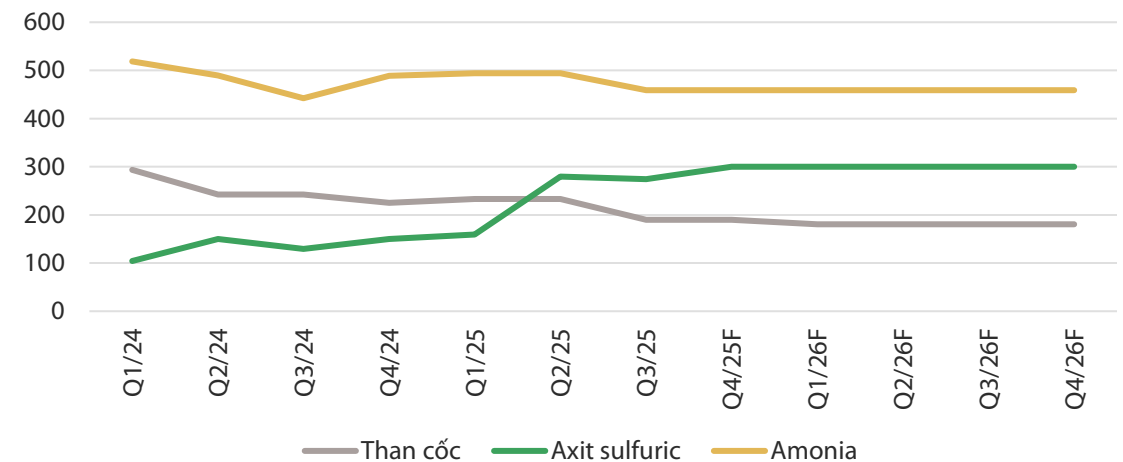


Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt ước tính và dự phóng

Độ nhạy lợi nhuận gộp của DGC năm 2026 với % tăng chi phí quặng apatit

	Kịch bản cơ sở	% Tăng chi phí quặng apatit			
	20%	10%	20%	30%	40%
Lợi nhuận gộp (Tỷ VND)	1.960	2.085	1.960	1.835	1.709
Biên gộp	25%	27%	25%	24%	22%

Giá nguyên liệu cho sản xuất phân bón dự phóng tiếp tục neo cao (USD/tấn)



TRUNG LẬP +5%

GTT: 15.450

GMT: 15.800

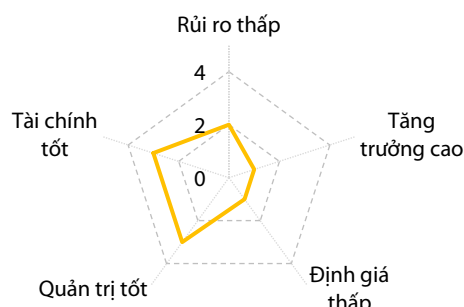
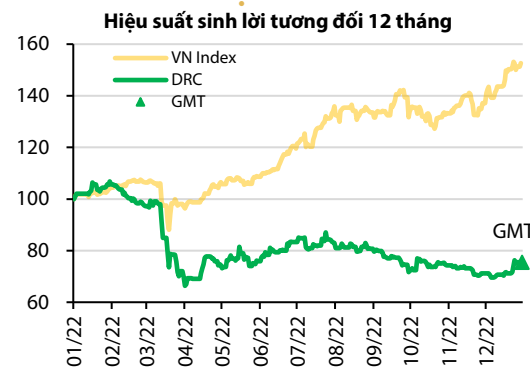
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A

2025

2026F



Ngành Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (triệu \$) 2.378
SLCPĐLH (triệu CP) 154
KLBBQ 3 tháng (nghìn CP) 301
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) 5
SH NĐTNN còn lại (%) 0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) 13,62 – 22,77

Doanh thu (tỷ đồng)	4.673	5.004	5.796
LNST (tỷ đồng)	232	121	147
ROA (%)	5,8	3,2	3,3
ROE (%)	12,8	6,9	7,2
EPS (đồng)	1.950	783	954
GTSS (đồng)	16.123	12.717	13.218
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.200	500	800
P/E (x)	11,2	18,9	16,1
P/B (x)	1,4	1,2	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu không phải bận tâm hàng đầu của DRC khi duy trì nhịp tăng trưởng tốt 7,1%/14,6% YoY cho 2025/26F...

- Mảng lốp vận tải bias nội địa (chiếm ~20,0% doanh thu thuần) tiếp đà tăng trưởng tốt ~10,0% YoY tương tự 2025, nhờ các hoạt động đầu tư công/tư nhân sôi động theo đề án Chính Phủ.
- Mảng lốp vận tải radial xuất khẩu (chiếm ~60% doanh thu thuần) tấn công mạnh mẽ hơn vào thị trường Mỹ (+14,5%/27,5% YoY cho 2025/26F) nhờ câu chuyện lốp Thái Lan bị đánh thuế CPBG từ T12-2024 bù đắp cho sự sụt giảm mạnh của thị trường Brazil vốn cầu sầm lấp yếu và gặp bất lợi thuế từ 2023 đến nay (-18,5%/-10,1% YoY cho 2025/26F)

...thay vào đó, việc chịu chi phí cao su đầu vào tăng cao & sử dụng nhiều chiết khấu trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt trong ngoài/nước là câu chuyện chính đẩy LNST DRC tạo đáy năm 2025 (-50,6% YoY, đạt 121 tỷ đồng – thấp nhất 15 năm qua). Các yếu tố này dự kiến kéo dài cho 2026.

- Giá cao su duy trì mức cao tương tự năm 2025 (tham khảo trang xx) trong khi DRC phải giảm dần/ giữ giá bán thấp và tăng sử dụng chiết khấu hoặc hình thức hỗ trợ khác (chuyển từ xuất FOB thành CIF khiến triển vọng biên lợi nhuận ròng duy trì mức thấp).
- Yếu tố giá cước vận tải hạ nhiệt hơn sv 2025 đi kèm chi phí khấu hao từ nhà máy radial 3/đơn vị sản phẩm giảm (nhờ tăng trưởng sản lượng bán ra ngang công suất sản xuất 1 triệu lốp/năm) núu giữ lại biên lợi nhuận ròng DRC cải thiện nhẹ năm 2026 (2,5%. +10bps YoY).

Triển vọng hồi phục tăng trưởng không cấu thành cơ hội đầu tư

- DRC hiện đang giao dịch ở PE trailing 16,2x, PE forward 2026F 15,5x đều cao hơn đáng kể GD 2017-23 (giai đoạn đầy mạnh và có lợi nhuận của lốp TBR Radial) (11,3x). , trung bình ngành 11,1x; hàm ý định giá cổ phiếu hiện tại có vẻ đắt so với triển vọng tăng trưởng hồi phục năm sau.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ DRC dự kiến giao lô hàng lốp ô tô radial (PCR) đầu tiên cho Vinfast vào T6-2026. Biến số hợp tác này cùng Vinfast trong việc cung cấp các sản phẩm lốp cho xe ô tô PCR từ năm 2026, chưa được phản ánh vào dự phóng/định giá.

Bảng chỉ số tài chính của DRC qua các năm

Cuối năm-T12	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	4.673	5.004	5.796	6.583
Lớp TBR Bias	898	1.009	1.085	1.192
Lớp TBR Radial	2.808	2.979	3.648	4.281
Khác (Lớp PCR, xe máy...)	967	1.017	1.063	1.110
Tăng trưởng YoY (%)				
Doanh thu	4,0%	7,1%	14,6%	13,6%
LNST Cty Mẹ	-0,7%	-47,7%	21,9%	37,5%
Khả năng sinh lời (%)				
Biên LN gộp	15,6%	13,5%	12,6%	13,2%
Biên LN ròng	5,2%	2,4%	2,5%	3,1%
ROE	12,8%	6,2%	7,2%	9,4%
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng vay/VCSH	50,1%	49,9%	36,0%	34,5%

Bảng tổng hợp định giá DRC

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ DRC (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm, WACC: 11,3%, Exit EVEBITDA 9,0x)	100%	15.800
Tổng DRC	100%	15.800
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		500
P/E mục tiêu 2026F		16,6

Bảng định giá DRC chi tiết theo phương pháp PE

EPS (đồng)	P/E					
	2026F	954	9.043	9.997	10.951	11.905
						12.859

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của DRC bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
	7,0		8,0	9,0	10,0	11,0
	8,3%	13.706	16.036	18.366	20.696	23.027
	9,3%	13.001	15.238	17.476	19.713	21.950
	10,3%	12.329	14.478	16.627	18.777	20.926
	11,3%	11.689	13.754	15.819	17.884	19.949
	12,3%	11.078	13.063	15.049	17.034	19.019
	13,3%	10.496	12.405	14.314	16.223	18.132
	14,3%	9.940	11.776	13.613	15.449	17.285



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

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