

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (HoSE: PHR)

Đổi dòng mù trắng, lấy túi tiền vàng

Sử dụng phương pháp tổng các thành phần (SoTP), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PHR là 76.000 đồng/cổ phiếu, cùng với mức cổ tức tiền mặt 3.000 đồng (cho năm 2026F), tổng tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 25,6%, dựa trên giá đóng cửa ngày 14/07/2026.

Cú hích dòng tiền đến từ thu nhập bồi thường chuyển đổi đất

- Giai đoạn 2026F–2027F đánh dấu bước ngoặt lớn đối với cấu trúc tài chính của PHR khi khoản mục thu nhập khác dự kiến đạt 2.127 tỷ đồng vào năm 2026F và 2.045 tỷ đồng năm 2027F, đến từ sự thay đổi phương thức nhận tiền tại VSIP III, đền bù dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 (Thaco) và thặng dư đền bù dự án Tân Lập 1.
- LNST-CĐM dự phóng năm 2026F sẽ đạt 2.067 tỷ đồng (+303% YoY) và 2.089 tỷ đồng (+1% YoY) vào năm 2027F, đẩy hiệu quả sử dụng vốn (ROE) lên 44% (năm 2026F) và 35% (năm 2027F) nhờ biên lợi nhuận ròng mở rộng lên lần lượt 117% và 129%.

Khu công nghiệp – Tích lũy nền tảng vững chắc

- Giai đoạn 2026F–2030F, mảng KCN kỳ vọng bước vào giai đoạn tích nền với trọng tâm là KCN Tân Lập 1 (PHR sở hữu 51%), dự kiến cho thuê từ năm 2028F với mức giá thuê kỳ vọng đạt 170 USD/m² (lộ trình lấp đầy đến 2034F) với phương thức hạch toán phân bổ.

Mảng cao su – Cơ cấu tuổi cây ổn định giúp duy trì dòng tiền HĐKD cốt lõi

- Trong điều kiện diện tích khai thác nội địa bị thu hẹp dần, sản lượng khai thác trong nước vẫn ước tính đạt đỉnh vào năm 2028F với 16.265 tấn (+27% so với năm 2025, +7% so với 2027) nhờ cấu trúc tuổi cây đạt độ cho mủ (97% – 99% vườn cây trong độ tuổi khai thác tốt từ diện tích tái canh lớn giai đoạn 2016–2019). Với giá bán kỳ vọng trong biên độ 50 – 53 triệu đồng/tấn, biên lợi nhuận gộp dự phóng ổn định quanh 28%.
- Nông trường Kampong Thom (7.662 ha) tại Campuchia đóng vai trò là "vùng đệm" chiến lược, duy trì sản lượng tự khai thác ổn định quanh 11.496 tấn/năm và dự kiến tăng cường thu mua mủ để bù đắp cho sự thiếu hụt sản lượng giai đoạn sau của nông trường mẹ.

Rủi ro

- Chiến sự ở Trung Đông ảnh hưởng đến giá bán cao su và nhu cầu tiêu thụ lốp xe.
- Tiến độ pháp lý KCN chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng đến dòng tiền doanh nghiệp.
- Lượng tiền mặt thặng dư tích lũy lớn chưa giải phóng vào các dự án mới.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F	FY2030F
Doanh thu	1.633	1.795	1.620	1.638	1.703	1.720	1.675
<i>Tăng trưởng</i>	21%	10%	-10%	1%	4%	1%	-3%
LNST-CĐM	469	513	2.067	2.089	575	635	712
<i>Tăng trưởng</i>	-24%	9%	303%	1%	-72%	10%	12%
Tỷ suất LNST	29%	29%	128%	127%	34%	37%	43%
ROA	8%	8%	30%	23%	5%	6%	6%
ROE	13%	13%	44%	35%	8%	9%	9%
EPS (VND)	2.905	3.204	13.956	14.105	3.883	4.288	4.808
GTSS (VND)	27.682	29.970	40.036	49.064	51.525	54.392	57.777
Cổ tức tiền mặt	1.350	1.400	3.000	5.000	1.400	1.400	1.400
P/E (x)	15,3	14,0	3,4	3,4	12,2	11,0	9,8
P/BV (x)	1,9	1,8	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 14/07/2026.

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

MUA

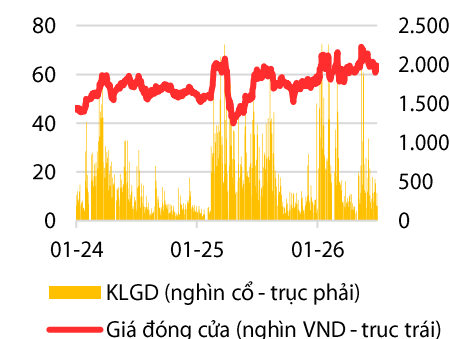
+25,6%

Giá thị trường (VND)	62.900
Giá mục tiêu (VND)	76.000

*Cổ tức 12 tháng tới	3.000
----------------------	-------

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.106
SLCPDLH (triệu cp)	135
Beta	0,9
Free Float (%)	%
Giá cao nhất 52 tuần	71.300
Giá thấp nhất 52 tuần	48.650
KLGD bình quân 3 tháng (nghìn CP)	483

Biến động giá



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
PHR	16,1	33,5	15,1
VN30 Index	11,3	37,9	55,4
VN-Index	10,8	35,9	45,2

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	66,62%
VOF	2,97%
Vina Capital	0,69%
Khác	29,7%
<i>Giới hạn sở hữu NGTNN còn lại</i>	<i>(36,15%)</i>

Trung tâm Phân tích – CTCK Rồng Việt

Phòng phân tích ngành BĐS KCN

phantich@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lại toàn bộ các mảng kinh doanh cốt lõi của CTCP Cao su Phước Hòa (PHR), bao gồm: (1) khu công nghiệp, (2) hoạt động khai thác và kinh doanh cao su, (3) mảng thanh lý cây cao su và kinh doanh gỗ, (4) thu nhập từ bồi thường giải phóng mặt bằng (GPMB).

- (1) Chúng tôi tiến hành đánh giá lại danh mục tài sản **bất động sản khu công nghiệp** của PHR, dựa trên mức độ hoàn thiện về 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), với suất chiết khấu $K_e = 11,7\%$. Sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu hiện tại của PHR, tổng NPV hiệu dụng hiện tại ghi nhận 931 tỷ đồng, với đóng góp chủ lực từ dự án gói đầu KCN Tân Lập – Giai đoạn 1 (PHR sở hữu 51%).
- (2) **Hoạt động khai thác và kinh doanh cao su** của PHR 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) với suất chiết khấu WACC là 11%. Sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu thực tế 100%, tổng giá trị hiệu dụng còn lại của mảng cao su là 1.993 tỷ đồng. Đây tiếp tục là bệ đỡ về dòng tiền cho các hoạt động tái đầu tư hạ tầng công nghiệp của doanh nghiệp.
- (3) **Hoạt động thanh lý cây cao su và kinh doanh gỗ** của PHR được định giá theo phương pháp DCF (dòng tiền FCFF), trong đó, mảng thanh lý cây mang lại giá trị hiệu dụng đạt 582 tỷ đồng (tỷ lệ sở hữu 100%). Đối với mảng kinh doanh gỗ, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá theo giá trị sổ sách (Book Value – BV), theo tỷ lệ sở hữu thực tế 70%, giá trị hiệu dụng còn lại là 25 tỷ đồng.
- (4) Mảng thu nhập đột biến từ **chuyển đổi đất và nhận đền bù** được định giá bằng phương pháp DCF với dòng tiền FCFE, với suất chiết khấu $K_e = 11,7\%$. Nguồn thu này chủ yếu đến từ dòng tiền bồi thường tại các dự án VSIP III, Thaco và Tân Lập 1. Sau khi điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu thực tế 100%, giá trị hiệu dụng ghi nhận lên tới 2.917 tỷ đồng, hiện là mảng đóng góp lớn nhất trong cơ cấu định giá tài sản của PHR giai đoạn này.

Bảng 1: Định giá PHR bằng phương pháp SOTP

	Phương pháp	NPV (tỷ đồng)	Sở hữu	Lợi ích thực tế sau đánh giá
Khu công nghiệp		1.826		931
Tân Lập - GĐ1	FCFE	1.826	51%	931
Kinh doanh mủ cao su	FCFF	1.993	100%	1.993
Thanh lý cây cao su	FCFF	582	100%	582
Kinh doanh Gỗ	BV	35	70%	25
Thu nhập từ GPMB	FCFF	2.917	100%	2.917
Tổng hợp định giá				6.448
(+) Tiền và tương đương tiền				451
(+) Đầu tư ngắn hạn				1.612
(+) Đầu tư vào công ty liên kết				1.653
(+) Đầu tư dài hạn khác				350
(-) Nợ vay				(22)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				(196)
Giá trị tài sản ròng				10.296
SLCP đang lưu hành (triệu CP)				135,5
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)				76.000

Nguồn: PHR, CTCK Rong Viet ước tính

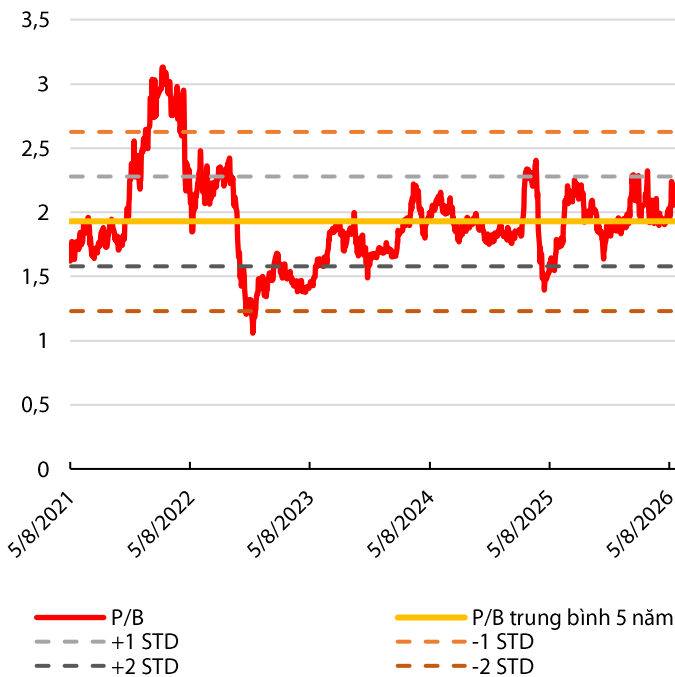
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (Sum-of-the-Parts – SOTP) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PHR. Theo đó, giá trị tài sản ròng (NAV) được xác định từ: (i) tổng giá trị hiệu dụng của các mảng hoạt động sau khi chiết khấu và điều chỉnh tỷ lệ sở hữu đạt 6.448 tỷ đồng; (ii) cộng thêm 451 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, 1.612 tỷ đồng đầu tư ngắn hạn, 1.653 tỷ đồng đầu tư vào công ty liên kết (NTC và Ngôi sao Geru), và 350 tỷ đồng đầu tư dài hạn khác; (iii) trừ đi tổng nợ vay (22 tỷ đồng) và phần lợi ích cổ đông thiểu số (196 tỷ đồng). Sau khi quy đổi theo số lượng cổ phiếu lưu hành là 135,5 triệu cổ phiếu, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của PHR là 76.000 đồng/cổ phiếu.

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

		Số năm dự án bị lùi so với dự định				
WACC		0	1	2	3	4
	13,0%	73.800	70.500	67.600	65.000	62.800
	12,0%	74.800	71.700	69.000	66.600	64.400
	11,0%	76.000	73.200	70.600	68.300	66.300
	10,0%	77.500	74.900	72.500	70.400	68.500
	9,0%	79.300	77.000	74.800	72.800	71.000

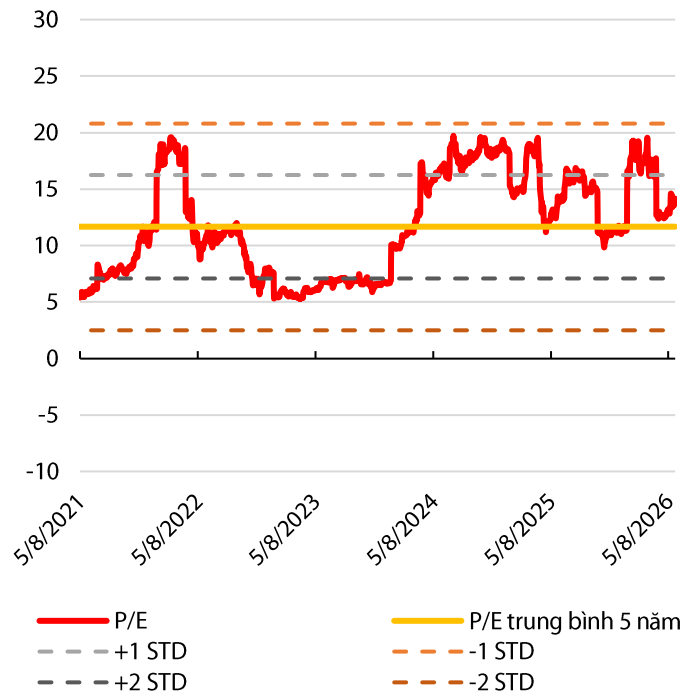
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 1: P/B 5 năm của PHR



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Hình 2: P/E 5 năm của PHR



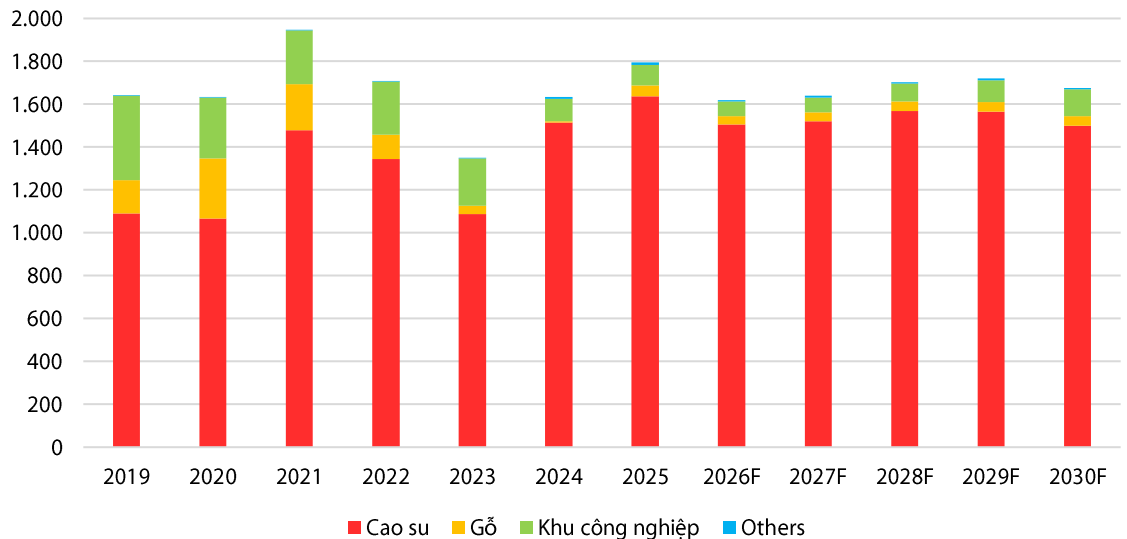
Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH TRONG GIAI ĐOẠN 2026 - 2030

Doanh thu

Trong giai đoạn 2026F–2030F, doanh thu thuần của PHR được dự báo ổn định, với CAGR ước tính +0,83%/năm. Trong đó, mảng cao su kỳ vọng duy trì hiệu suất cao nhờ cấu trúc tuổi cây đang vào độ tuổi khai thác (trong điều kiện diện tích đất khai thác nội địa bị thu hẹp), giúp sản lượng khai thác trong nước đạt đỉnh vào năm 2028F (trong giai đoạn dự phóng, tăng 27% so với 2025) và giá bán neo quanh mức 50–53 triệu đồng/tấn. Điểm nhấn dài hạn cho giai đoạn này đến từ mảng khu công nghiệp; dù vẫn chịu áp lực hạch toán phân bổ doanh thu đều theo thời gian thuê khiến tiến độ ghi nhận số liệu chậm, mảng này vẫn tạo nền doanh thu bền vững từ 2028 trở đi nhờ đóng góp tích tiến từ dự án KCN Tân Lập 1 (PHR sở hữu 51%, dự kiến chính thức mở bán từ năm 2028F với giá thuê kỳ vọng 170 USD/m²).

Hình 3: Doanh thu thuần của PHR



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

Về dự báo doanh thu trong giai đoạn 2026F – 2030F, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Mảng cao su – Cơ cấu vườn cây dự kiến có sự dịch chuyển

Dự phóng cho giai đoạn 2026F – 2030F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng cao su của PHR sẽ bước vào chu kỳ phân hóa mạnh mẽ, khi doanh nghiệp vừa tối ưu hóa năng suất nội địa, vừa chủ động chuyển đổi mô hình kinh doanh và tái canh nông trường tại Campuchia.

- Hiện tại, PHR tiếp tục thực hiện lộ trình giảm diện tích trồng cao su trong nước nhằm phát triển hạ tầng KCN. Doanh thu mủ cao su của Công ty mẹ trong ngắn hạn ước tính vẫn duy trì nhờ cấu trúc tuổi cây tối ưu (97% – 99% vườn cây trong độ tuổi khai thác tốt) nhờ diện tích tái canh lớn từ giai đoạn 2016 – 2019. Năng suất khai thác (Yield) nhờ đó kỳ vọng cải thiện từ 1,5 tấn/ha lên 1,7 tấn/ha, đưa sản lượng khai thác nội địa đạt đỉnh vào năm 2028F với 16.265 tấn (+27% so với năm 2025, +7,4% so với năm 2027). Tuy nhiên, việc Công ty tiếp tục đẩy mạnh kế hoạch thanh lý các vườn cây già để chuyển sang mô hình kinh doanh nông nghiệp công nghệ cao (trồng chuối) với quy mô đều đặn khoảng 300 ha/năm, đi kèm việc diện tích tái canh mới từ sau năm 2020 liên tục bị cắt giảm sẽ khiến sản lượng nội địa bắt đầu giảm từ năm 2029F (-1,7% YoY) và giảm mạnh từ 2030F (-11,8% YoY).
- Để hỗ trợ cung ứng nguyên liệu cho các nhà máy chế biến, nông trường Kampong Thom (7.662 ha) đóng vai trò là "vùng đệm" chiến lược với sản lượng tự khai thác duy trì ổn định quanh 11.496 tấn/năm. Để giải quyết nút thắt về năng suất chu kỳ 1 (đi ngang ở mức 1,5 tấn/ha), PHR dự kiến sẽ bắt đầu triển khai kế hoạch tái canh chu kỳ 2 từ năm 2028F với tiến độ cuốn chiếu 500 – 600 ha/năm

nhằm sàng lọc lại bộ giống chất lượng cao. Đồng thời, trong giai đoạn kiến thiết cơ bản này, PHR sẽ **chủ động tăng cường hoạt động thu mua mủ cao su** tiểu điền từ các nông trường lân cận tại Campuchia để bù đắp sản lượng và tối ưu hóa công suất thiết kế của nhà máy.

- Về giá bán, chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su bình quân của PHR sẽ duy trì ổn định trong biên độ 50 – 53 triệu đồng/tấn giai đoạn 2026F – 2030F. Mức giá này được hỗ trợ bởi: (1) Sự phục hồi về mặt nhu cầu của ngành sản xuất xăm lốp trên thế giới; (2) Xu hướng thiếu hụt nguồn cung trong dài hạn.

Mảng khu công nghiệp – Giai đoạn tích nền với sự đóng góp mới từ dự án Tân Lập 1

Dự phóng cho giai đoạn 2026F – 2030F, chúng tôi xác định mảng hạ tầng khu công nghiệp và dịch vụ phụ trợ của PHR sẽ bước vào giai đoạn tích lũy nền tảng ban đầu với trọng tâm là dự án KCN Tân Lập 1. Do áp dụng phương thức hạch toán phân bổ theo thời gian thuê để phản ánh đúng bản chất dòng tiền, doanh thu thuần từ mảng này được dự báo sẽ tăng trưởng tịnh tiến ổn định qua từng năm, bắt đầu từ năm 2028, đóng vai trò tạo nền thu nhập bền vững hơn là mang lại sự bất phá đột biến trong ngắn hạn, cụ thể:

- KCN Tân Bình (Giai đoạn 1)** duy trì nguồn thu phân bổ đều đặn và tiếp tục là nguồn đóng góp doanh thu cốt lõi ổn định nhờ số dư doanh thu chưa thực hiện lớn từ tiền nhận trước của khách thuê. Trong giai đoạn 2026F – 2030F, chúng tôi ước tính KCN Tân Bình sẽ ghi nhận doanh thu phân bổ đều đặn khoảng 39 tỷ đồng/năm.
- KCN Tân Lập 1 (PHR sở hữu 51%):** chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ chính thức cho thuê và hạch toán doanh thu từ năm 2028F với mức giá thuê ban đầu kỳ vọng đạt 170 USD/m² và lộ trình lấp đầy kỳ vọng đến năm 2034F. Do dòng doanh thu của các hợp đồng ký mới ước tính sẽ được hạch toán phân bổ dần theo chu kỳ thuê, dự án dự kiến sẽ đóng góp vào doanh thu thuần hợp nhất lần lượt 13 tỷ đồng (năm 2028F), 33 tỷ đồng (năm 2029F) và tăng lên 55 tỷ đồng (năm 2030F).
- Ngoài ra, doanh thu **dịch vụ và xử lý nước thải** kỳ vọng duy trì ổn định, ước tính khoảng 30 tỷ đồng/năm xuyên suốt giai đoạn 2026F – 2030F.

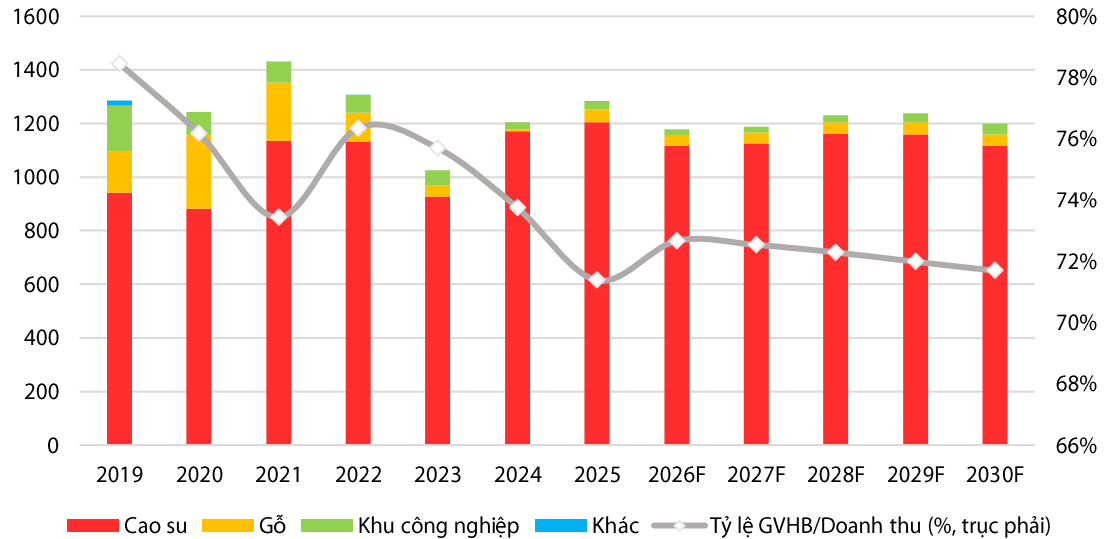
Các mảng khác: Các hoạt động chế biến gỗ, dịch vụ và kinh doanh các sản phẩm phụ trợ dự kiến tiếp tục duy trì tỷ trọng đóng góp nhỏ trong tổng cơ cấu doanh thu thuần của PHR nhằm tận thu tối đa các chế phẩm từ quy trình sản xuất của doanh nghiệp.

Giá vốn hàng bán (COGS)

Về cơ cấu chi phí, theo ước tính của chúng tôi, mảng cao su vẫn tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng giá vốn hàng bán (COGS) của PHR trong giai đoạn 2026 – 2030. Cụ thể:

- Mảng cao su** là lĩnh vực thâm dụng lao động, do đó chi phí nhân công và các khoản trích theo lương luôn chiếm cấu phần trọng yếu trong giá vốn của mảng này tại PHR. Năm 2026F, giá vốn hàng bán (GVHB) mảng cao su của PHR dự kiến giảm so với nền năm 2025, lùi về mức 1.117 tỷ đồng (-7% YoY), do: 1/ Hiệu suất định phí trên mỗi đơn vị sản phẩm ước tính được tối ưu khi vườn cây bước vào độ tuổi vàng cho mủ; và 2/ Chi phí khấu hao vườn cây kiến thiết cơ bản (KTCB) kỳ vọng giảm do doanh nghiệp chủ động giảm diện tích tái canh từ năm 2020. Trong cả giai đoạn 2026F – 2027F, quy mô GVHB mảng cao su nhìn chung sẽ duy trì trạng thái gần như ổn định, dao động trong khoảng từ 1.116 – 1.127 tỷ đồng, sau đó tăng trở lại theo đà đạt đỉnh của sản lượng khai thác nội địa đạt 1.160 tỷ đồng (+2,9% YoY) vào 2028 và 2029, và quay đầu giảm -4% về mức 1.116 tỷ đồng vào năm 2030F.
- Đối với **mảng khu công nghiệp**, giá vốn hàng bán được ghi nhận theo phương thức phân bổ dần, tương ứng với phần diện tích đất thương phẩm được hạch toán doanh thu trong kỳ. Trong đó, đối với KCN Tân Bình 1, chi phí giá vốn tương đối thấp do dự án đã hoàn thiện hạ tầng từ giai đoạn trước. Năm 2028F, sự xuất hiện của KCN Tân Lập 1 ước tính sẽ làm tăng GVHB mảng KCN, phản ánh chi phí tiền sử dụng đất và chi phí xây dựng được phân bổ dần theo diện tích cho thuê.

Hình 4: Giá vốn hàng bán của PHR



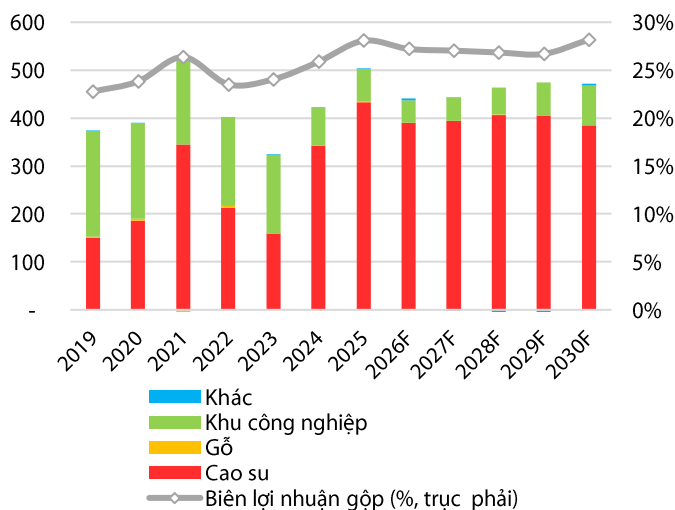
Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

Biên lợi nhuận gộp (GPM)

Trong giai đoạn 2026F – 2030F, biên lợi nhuận gộp của PHR dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức 27% – 28%, với kỳ vọng biên lợi nhuận mủng cao su duy trì quanh mức 26% (trong kịch bản giá bán bình quân duy trì mức nền cao) và sự gia tăng tỷ trọng đóng góp từ mủng hạ tầng khu công nghiệp vào những năm cuối giai đoạn ước tính.

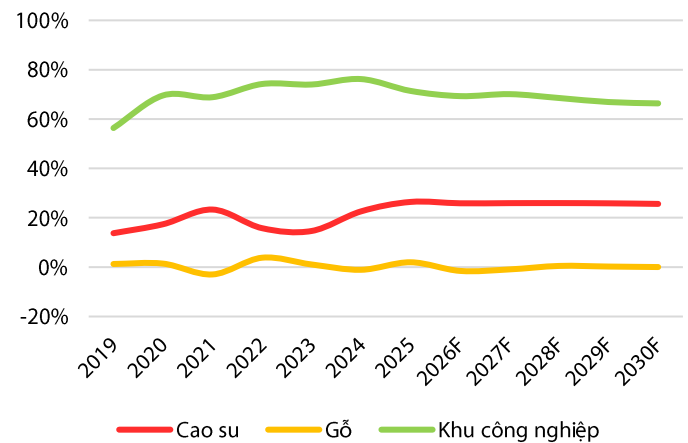
Biên lợi nhuận gộp mủng cao su của PHR dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức 26% xuyên suốt giai đoạn 2026F – 2030F. Trong khi đó, mủng khu công nghiệp ước tính ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao trong khoảng 66% – 70%. Dù áp dụng phương thức hạch toán phân bổ khiến lợi nhuận gộp mủng KCN tăng tịnh tiến qua từng năm (từ 48 tỷ đồng năm 2026F lên 83 tỷ đồng năm 2030F), chúng tôi kỳ vọng sự đóng góp của dự án KCN Tân Lập 1 (từ 2028F) sẽ làm tăng biên lợi nhuận gộp hợp nhất của toàn doanh nghiệp.

Hình 5: Lợi nhuận gộp của PHR (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

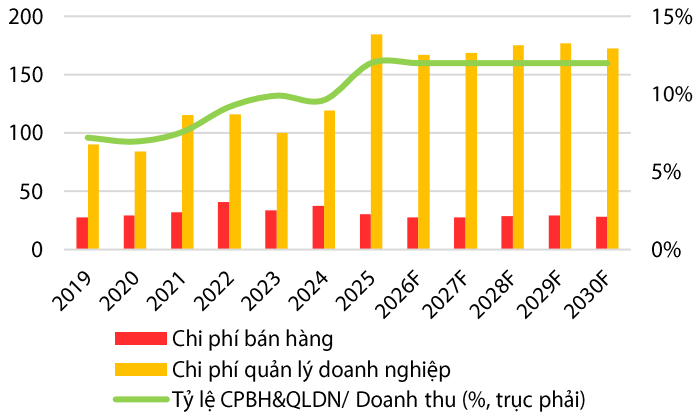
Hình 6: Biên gộp từng mủng kinh doanh của PHR (%)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

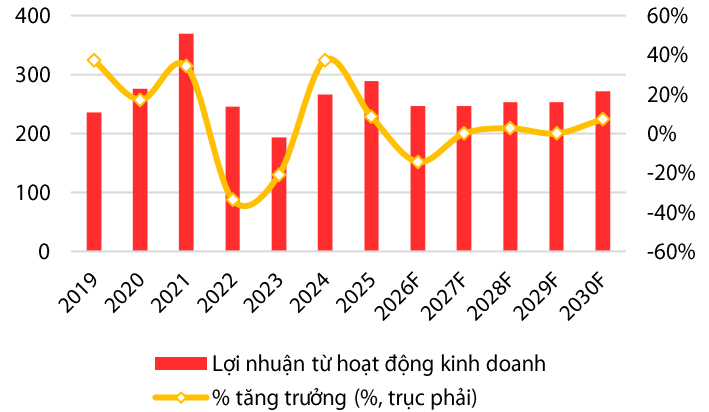
Về chi phí hoạt động, tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) của PHR ước tính không quá biến động, dao động trong biên độ từ 196 tỷ đồng đến 206 tỷ đồng/năm xuyên suốt giai đoạn 2026F – 2030F.

Hình 7: Chi phí BH & QLDN của PHR (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lợi nhuận hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

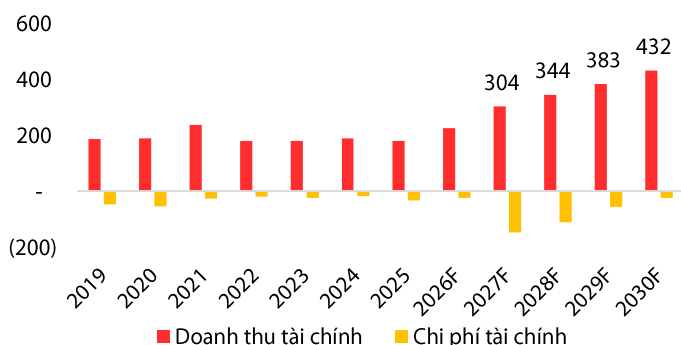
Trên cơ sở cộng hưởng từ biên lợi nhuận gộp ổn định và chi phí hoạt động được tiết giảm, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của PHR ổn định ở mức 240 – 270 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F, tương ứng với CAGR giai đoạn 2026F – 2030F khoảng +2,4 %/năm.

Doanh thu và chi phí tài chính

Đối với hoạt động tài chính, doanh thu tài chính của PHR giai đoạn 2026F – 2030F ước tính có sự tăng trưởng, chủ yếu đến từ: 1/ Lãi tiền gửi ngân hàng định kỳ ước tính tăng do PHR nhận được khoản bồi thường lớn trong hai năm 2026 – 2027, chúng tôi dự phóng đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn của PHR sẽ tăng trong giai đoạn chưa cần chi quá nhiều vào các mảng kinh doanh mới; và 2/ Cổ tức, lợi nhuận được chia từ các khoản đầu tư như Công ty Cổ phần Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC) và Công ty Cổ phần Thủy điện Geruco Sông Côn.

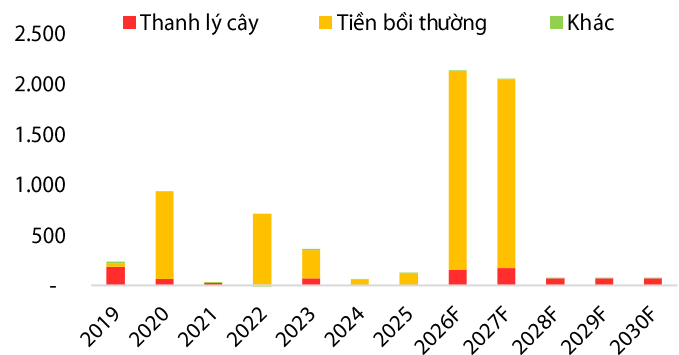
Chi phí tài chính dự báo sẽ có sự biến động trong giai đoạn 2027F–2030F, chủ yếu do áp lực từ chi phí lãi vay của các khoản dư nợ dài hạn phục vụ cho công tác giải phóng mặt bằng (GPMB) và đóng tiền sử dụng đất cho các dự án Khu công nghiệp (KCN), kết hợp cùng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá ước tính khoảng 20 tỷ đồng/năm do biến động thị trường ngoại hối. Từ năm 2028F trở đi, chi phí tài chính bắt đầu có xu hướng giảm; khi các dự án KCN dần đi vào vận hành và cho thuê, dòng tiền thu được kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp trả dần nợ gốc, qua đó giảm áp lực chi phí lãi vay.

Hình 9: Doanh thu và chi phí tài chính (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Thu nhập/ chi phí khác (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Thu nhập/ chi phí khác

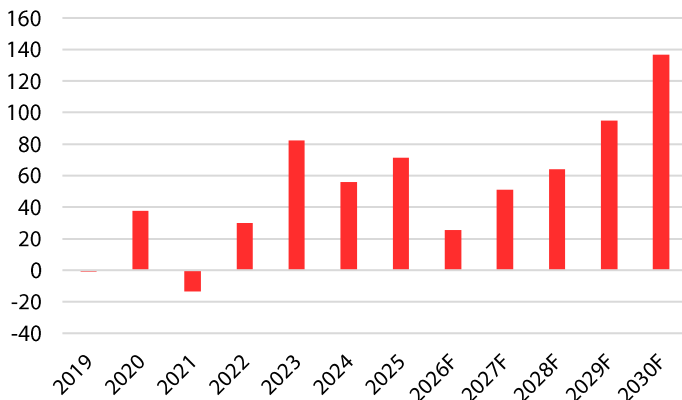
Giai đoạn 2026F – 2030F đánh dấu bước ngoặt lớn đối với cấu trúc lợi nhuận của PHR khi khoản mục Thu nhập khác dự kiến bùng nổ, lần lượt đạt 2.127 tỷ đồng (năm 2026F) và 2.045 tỷ đồng (năm 2027F), trước khi quay về mức nền ổn định quanh 77 - 78 tỷ đồng/năm trong ba năm cuối kỳ dự báo. Sự bứt phá này đến từ tiền bồi thường tại dự án Bắc Tân Uyên 1, thay đổi kế hoạch nhận tiền tại dự án VSIP III và hoạt động thanh lý cây cao su phục vụ phát triển KCN và mảng kinh doanh mới, cụ thể:

- Thay đổi tiến độ nhận tiền tại dự án VSIP III (691 ha): Thay vì nhận 20% lợi nhuận gộp trên phần diện tích cho thuê theo tiến độ, thỏa thuận mới nhất của VSIP và PHR đẩy sớm tiến độ thu tiền bồi thường toàn bộ dự án trong giai đoạn 2026 – 2027, với tổng giá trị còn lại là 2.150 tỷ đồng (sau khi đã trừ 1.150 tỷ đồng nhận trước đó). Theo ước tính, PHR sẽ hạch toán 1.150 tỷ đồng vào năm 2026F và 1.000 tỷ đồng vào năm 2027F.
- Đền bù KCN Bắc Tân Uyên 1 – Thaco (704 ha): Dự án do Thaco làm chủ đầu tư đã hoàn tất các thủ tục pháp lý và có quyết định thu hồi đất. Với đơn giá đàm phán là 2,057 tỷ đồng/ha, tổng mức bồi thường ước tính mang lại cho PHR khoảng 1.448 tỷ đồng. Theo dự phóng của chúng tôi, khoản bồi thường này sẽ được phân bổ vào 2 năm 2026 và 2027, ước tính ghi nhận 823 tỷ đồng (tương ứng 400 ha) trong năm 2026F và 625 tỷ đồng (304 ha) còn lại vào năm 2027F.
- Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn 2026F – 2027F, diện tích thanh lý cây tăng mạnh nhằm phục vụ giải phóng mặt bằng cho Thaco và dự án tự phát triển Tân Lập 1 (khoảng 200 ha vào năm 2027F), với giá bán phân hóa từ 100 đến 244 triệu đồng/ha tùy thuộc vào chất lượng gỗ từng phân khu. Từ năm 2028F – 2030F, chúng tôi kỳ vọng diện tích thanh lý sẽ duy trì ổn định khoảng 300 ha/năm để phục vụ lộ trình chuyển đổi sang mảng mới nông nghiệp công nghệ cao (trồng chuối).

Lãi/lỗ từ công ty liên kết

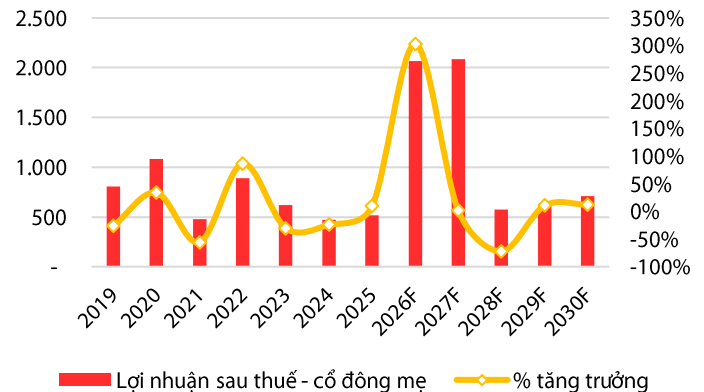
Theo dự phóng của chúng tôi, lãi từ công ty liên kết của PHR sẽ giảm mạnh vào năm 2026, đạt 26 tỷ đồng (-55% YoY), nguyên nhân đến từ việc NTC phải thay đổi phương thức hạch toán kế toán. Giai đoạn 2027F – 2030F, khoản mục này dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại, lần lượt đạt 51 tỷ đồng (2027F), 64 tỷ đồng (2028F) và tăng tốc lên 137 tỷ đồng vào năm 2030F. Động lực thúc đẩy đà hồi phục ấn tượng này đến từ: (1) Tiến độ bán hàng và lắp đặt quyết liệt tại NTC 3 với diện tích bàn giao thực tế dự phóng đạt 51 ha năm 2026F và 38 ha năm 2027F; và (2) Giá cho thuê đối với các hợp đồng mới tăng lên mức 160 – 170 USD/m².

Hình 11: Lãi/lỗ từ công ty liên kết (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 12: Lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

Lợi nhuận

Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ

Trên cơ sở đó, lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ (LNST-CĐM) của PHR được kỳ vọng sẽ bước vào giai đoạn bứt phá mạnh mẽ nhất lịch sử trong hai năm 2026F – 2027F, trước khi hạ nhiệt và thiết lập một vùng nền lợi nhuận mới ổn định hơn trong giai đoạn cuối kỳ dự báo.

Trong năm 2026F, LNST-CĐM dự phóng đạt 2.067 tỷ đồng, ghi nhận mức tăng trưởng +303% so với nền năm 2025 (513 tỷ đồng). Nền lợi nhuận cao sẽ được duy trì trong năm 2027F khi lợi nhuận đạt đỉnh ở mức 2.089 tỷ đồng (+1% YoY). Động lực cốt lõi đến từ dòng tiền bồi thường từ hai dự án VSIP III và Bắc Tân Uyên 1 (Thaco).

Sau khi nhận toàn bộ tiền đền bù, theo ước tính của chúng tôi, LNST-CĐM của PHR sẽ giảm 72% về mức 575 tỷ đồng vào năm 2028. Từ năm 2029, chúng tôi kỳ vọng LNST-CĐM của PHR sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng ổn định, lần lượt đạt 635 tỷ đồng (năm 2029F, +10% YoY) và 712 tỷ đồng (năm 2030F, +12% YoY). Vùng nền mới này được củng cố nhờ sự cộng hưởng của mảng cao su cốt lõi đã tối ưu hóa chi phí, doanh thu phân bổ tăng dần từ hạ tầng KCN và sự tăng trưởng của lợi nhuận tài chính đến từ các khoản tiền gửi ngân hàng của Công ty.

Ngoài ra, một điểm đáng chú ý là mô hình dự phóng hiện tại vẫn chưa phản ánh đóng góp từ mảng trồng chuối (nông nghiệp công nghệ cao) trên phần diện tích khoảng 300 ha mỗi năm từ năm 2027. Đây được xem là một ẩn số tiềm năng, có thể mang lại nguồn thu mới cho PHR. Chúng tôi sẽ tiếp tục bám sát tiến độ giải phóng mặt bằng và thực tế trồng mới của dự án này để cập nhật vào mô hình định giá trong các giai đoạn tiếp theo khi có đầy đủ dữ liệu định lượng.

Hiệu quả sử dụng vốn

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của PHR sẽ tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt mức 44% và 35% trong giai đoạn 2026F và 2027F. Sự mở rộng này được dẫn dắt bởi biên LNST-CĐM tăng nhanh, lần lượt đạt mức 127,6% và 127,5% nhờ ghi nhận các khoản tiền bồi thường từ VSIP III và Thaco vào thu nhập khác.

Bước sang giai đoạn 2028F – 2030F, ROE dự phóng hạ nhiệt về vùng nền 8% - 9% do các yếu tố chính sau: 1/ Biên lợi nhuận ròng co hẹp về mức thực tế (33,8% – 42,5%) khi các khoản thu nhập đột biến từ đền bù kết thúc, phản ánh đóng góp thuần từ mảng cao su, hạ tầng KCN và hoạt động tài chính; 2/ Vòng quay tổng tài sản giảm dần (từ 15,7% năm 2028F xuống 13,9% năm 2030F) do quy mô tài sản tích lũy lớn trong khi doanh thu mảng KCN cần thời gian để hạch toán phân bổ.

Hình 13: Phân tích tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Biên LNST-CĐM	27,5%	66,3%	24,5%	52,1%	45,9%	28,7%	28,6%	127,6%	127,5%	33,8%	36,9%	42,5%
Vòng quay tổng tài sản	30,0%	26,3%	31,0%	27,6%	21,6%	27,0%	29,7%	23,3%	17,8%	15,7%	15,2%	13,9%
Đòn bẩy tài chính	2,07	2,10	1,96	1,89	1,72	1,56	1,48	1,47	1,53	1,59	1,58	1,59
ROE	17%	37%	15%	27%	17%	12%	13%	44%	35%	8%	9%	9%

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Doanh thu dự phóng theo từng mảng năm 2026 và 2027 của PHR (Tỷ đồng)

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/-YoY	2027F	+/-YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	1.620	-10%	1.638	1%	
Cao su	1.506	-8%	1.521	1%	Mảng cao su dự báo giảm nhẹ về mặt doanh thu do diện tích đất khai thác nội địa tiếp tục bị thu hẹp, mặc dù hiệu suất kỳ vọng duy trì nhờ cấu trúc tuổi cây đang vào độ tuổi khai thác. Giá bán ước tính neo quanh mức 50–53 triệu đồng/tấn.
Gỗ	39	-23%	40	4%	
Khu công nghiệp	69	-29%	70	1%	Phân bổ đều phần doanh thu chưa thực hiện từ dự án Tân Bình khoảng 39 tỷ đồng/năm. Hoạt động dịch vụ xử lý nước thải ước tính khoảng 30 tỷ đồng/năm.
Khác	6	-49%	7	16%	
Giá vốn hàng bán	(1.179)	-9%	(1.196)	1%	
Lợi nhuận gộp	441	-12%	443	0%	Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì ổn định ở mức 27% – 28%, với kỳ vọng biên lợi nhuận mảng cao su duy trì quanh mức 26% (trong kịch bản giá bán bình quân duy trì mức nền cao).
Cao su	390	-10%	395	1%	
Gỗ	(1)	-160%	(0)	-38%	
Khu công nghiệp	48	-31%	49	2%	
Khác	4	246%	(0)	-109%	
Chi phí bán hàng	(27)	-10%	(28)	1%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(167)	-10%	(169)	1%	
EBIT	247	-15%	247	0%	
Thu nhập tài chính	225	25%	304	35%	
Chi phí tài chính	(24)	-30%	(147)	505%	
Thu nhập khác (ròng)	2.127	1595%	2.045	-4%	Tiền bồi thường dự án Bắc Tân Uyên 1 (Thaco) và thay đổi phương thức nhận tiền tại dự án VSIP III.
LNTT	2.601	312%	2.499	-4%	
LNST-CĐM	2.067	303%	2.089	1%	

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính.

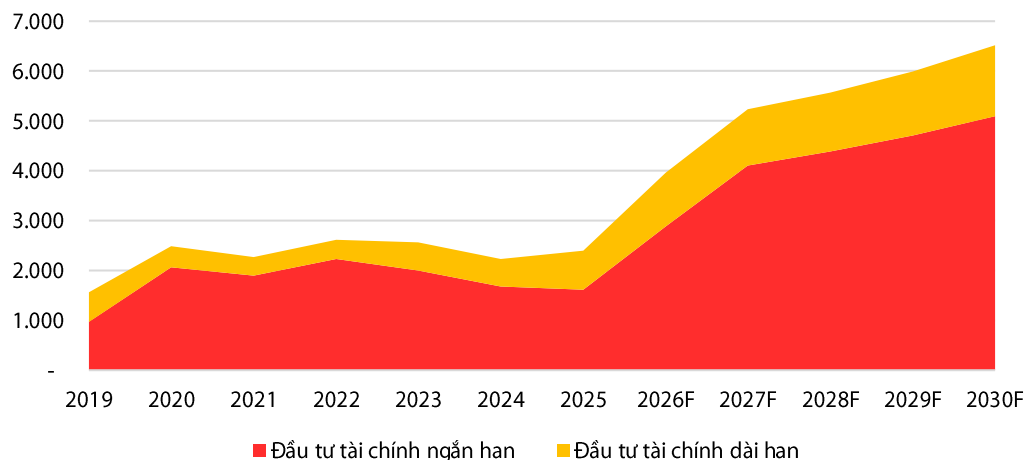
Điểm nổi bật về tài sản

Đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn

Chúng tôi dự phóng danh mục đầu tư tài chính của PHR sẽ tăng trưởng mạnh về quy mô trong giai đoạn 2026F – 2030F, phản ánh thặng dư dòng tiền lớn sau chu kỳ nhận tiền bồi thường. Trong bối cảnh mô hình dự báo hiện tại chưa phản ánh chi phí đầu tư cho các mảng kinh doanh mới (như trồng chuối hay năng lượng) do chưa có suất đầu tư cụ thể, chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ chủ động đẩy mạnh hoạt động tối ưu hóa hiệu quả dòng tiền thông qua kênh gửi tiết kiệm ngân hàng để thu về nguồn lãi tài chính ổn định.

- Đầu tư tài chính ngắn hạn dự kiến tăng trưởng mạnh từ mức 1.612 tỷ đồng (năm 2025) lên 2.884 tỷ đồng vào năm 2026F ngay khi ghi nhận dòng tiền đền bù từ Thaco và VSIP III. Xu hướng tăng trưởng tiếp tục duy trì bền vững trong các năm tiếp theo, lần lượt đạt 4.107 tỷ đồng (2027F), 4.383 tỷ đồng (2028F), 4.708 tỷ đồng (2029F) và chạm mức 5.096 tỷ đồng vào năm 2030F.
- Đầu tư tài chính dài hạn bao gồm các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên kết và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (tiền gửi 12 tháng). Danh mục này được kỳ vọng tăng từ 791 tỷ đồng (năm 2025) lên 1.075 tỷ đồng (năm 2026F) và tiếp tục đạt 1.423 tỷ đồng vào năm 2030F. Sự tăng trưởng trong giai đoạn 2028F – 2030F chủ yếu đến từ việc gia tăng các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn nhằm tối ưu hóa lợi suất từ lượng tiền mặt dồi dào.

Hình 14: Đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn của PHR giai đoạn 2015 – 2030F (tỷ đồng)

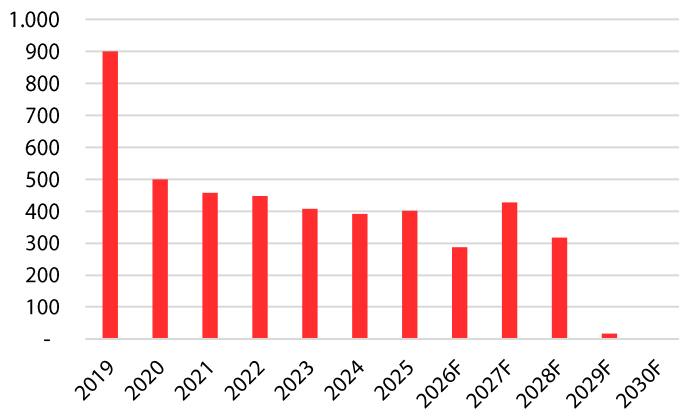


Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính.

Về **chi phí xây dựng cơ bản dở dang** (XDCBDD) của PHR, chúng tôi ước tính sẽ có sự phân hóa về cấu trúc trong giai đoạn 2026F – 2030F. Tổng chi phí XDCBDD dài hạn dự phóng sẽ giảm về 287 tỷ đồng vào năm 2026F (-28,6% YoY) do mảng cao su bước vào chu kỳ kết chuyển chi phí của phần diện tích đã bước vào độ tuổi khai thác. Sau đó, dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại trong năm tiếp theo, lần lượt đạt 427 tỷ đồng vào năm 2027F (+48,6% YoY) khi mảng KCN bước vào giai đoạn đầu tư ban đầu, sau đó giảm dần từ năm 2028. Cụ thể:

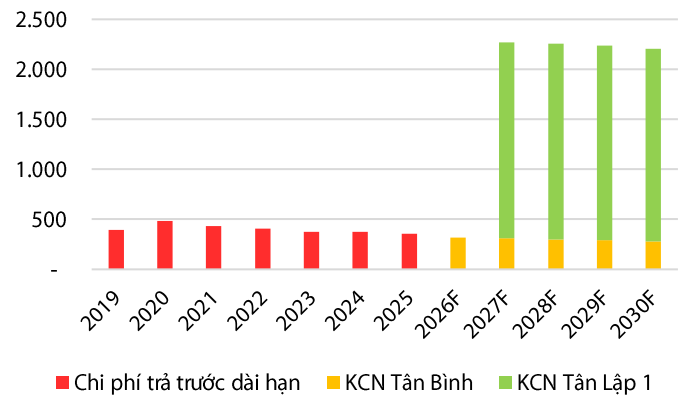
- Vườn cây KTCB tại Việt Nam là cấu phần chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí dở dang. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, danh mục này sẽ giảm mạnh cho cả giai đoạn 2026F–2030F. Nguyên nhân là do diện tích tái canh vườn cây tại Việt Nam giai đoạn này giảm dần, đồng thời các chi phí kiến thiết cơ bản được tích lũy liên tục trong 7 – 8 năm qua sẽ được kết chuyển từ XDCBDD sang Tài sản cố định hữu hình khi các vườn cây này đạt đủ độ tuổi và chính thức đưa vào khai thác mủ.
- Ở chiều ngược lại, chi phí đầu tư xây dựng hạ tầng KCN giai đoạn đầu dự kiến sẽ đóng góp vào XDCBDD của PHR trong giai đoạn này khi PHR bắt đầu triển khai KCN Tân Lập 1, sau đó giảm dần do được kết chuyển thành bất động sản đầu tư khi doanh nghiệp bắt đầu hoạt động cho thuê.

Hình 15: Xây dựng cơ bản dở dang (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Chi phí trả trước dài hạn (tỷ đồng)

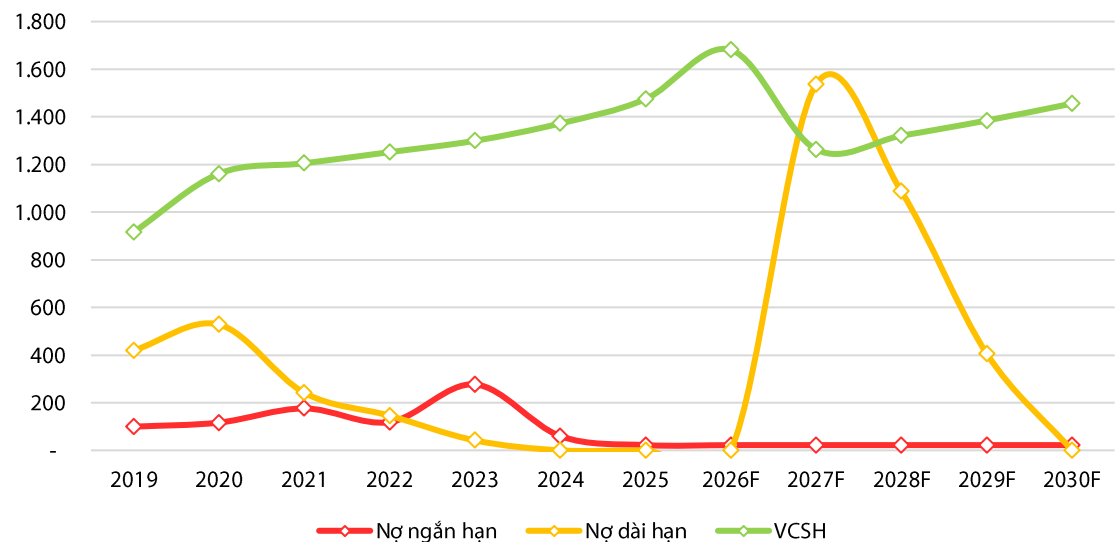


Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Bên cạnh đó, **chi phí trả trước dài hạn** của PHR dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2027F, ước tính đạt 2.268 tỷ đồng (+613,2% YoY) từ mức nền chỉ 318 tỷ đồng của năm 2026F, sau đó phân bổ giảm dần về mức 2.208 tỷ đồng vào năm 2030F. Sự gia tăng này ước tính đến từ chi phí ban đầu của dự án Tân Lập 1, với kỳ vọng Công ty thực hiện nghĩa vụ tiền bồi thường và GPMB vào năm 2027. Trong khi đó, chi phí trả trước tại KCN Tân Bình dự kiến tiếp tục phân bổ từ 318 tỷ đồng (2026F) xuống 279 tỷ đồng (2030F).

Nợ vay

Hình 17: Dự phóng nợ và vốn chủ sở hữu của PHR (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ duy trì mức nợ vay ngắn hạn ổn định ở mức 22 tỷ đồng trong suốt giai đoạn 2026F – 2030F. Về nợ vay dài hạn, chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ gia tăng vay nợ lên mức 1.537 tỷ đồng vào năm 2027F nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn tại KCN Tân Lập 1 (phục vụ thanh toán GPMB và tiền sử dụng đất). Khi dự án đi vào vận hành, doanh nghiệp dự kiến sẽ chủ động tắt toán dần nợ vay từ dòng tiền thu được từ khách hàng, với dư nợ dài hạn ước tính giảm xuống lần lượt còn 1.087 tỷ đồng (2028F), 406 tỷ đồng (2029F) và về mức 0 tỷ đồng vào năm 2030F.

Chính sách cổ tức

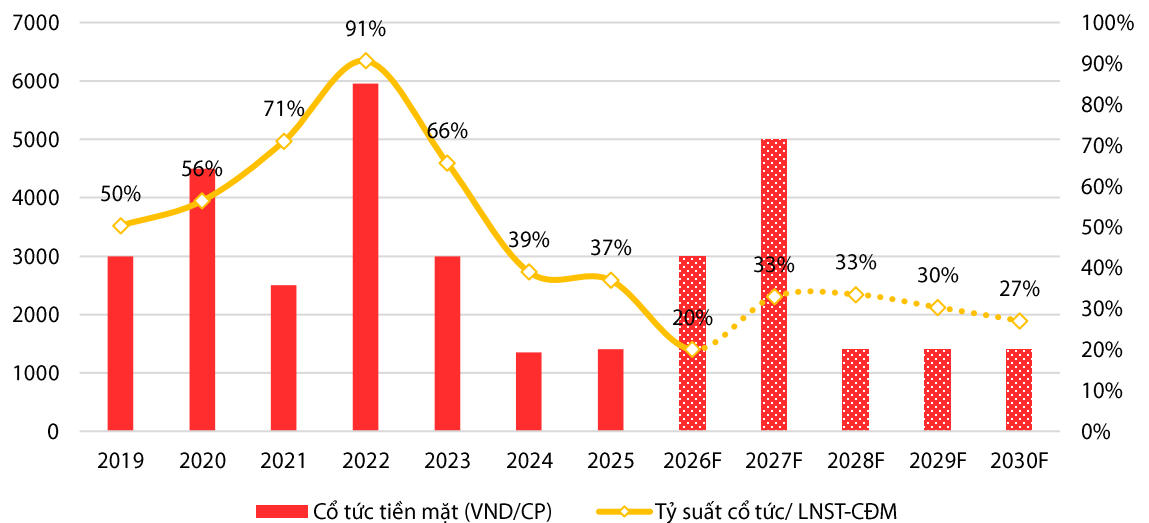
PHR là một trong những doanh nghiệp cao su duy trì chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn trong nhiều năm. Giai đoạn 2019–2025, tỷ lệ chi trả (cổ tức tiền mặt/EPS) dao động trong khoảng 37%–91%, tương ứng với mức chi trả 1.350–5.950 đồng/cp.

Mặc dù trong năm 2026F, PHR dự kiến sẽ bắt đầu nhận được dòng tiền bồi thường từ hai dự án Thaco và VSIP III, giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh, nhưng mức cổ tức tiền mặt kỳ vọng lại chưa quá cao, dự phóng đạt 3.000 đồng/CP. Điều này khiến tỷ suất chi trả cổ tức giảm xuống mức 21%. Chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ chủ động giữ lại thặng dư lợi nhuận làm nguồn vốn tự có, chuẩn bị cho giai đoạn chuyển đổi mô hình kinh doanh sang các mảng mới, dự kiến bắt đầu chi trả trong năm tiếp theo.

Bước sang năm 2027F, sau khi doanh nghiệp đã hoàn thành phần lớn các nghĩa vụ tài chính, chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức, ước tính đạt 5.000 đồng/CP, tương ứng 33% LNST-CĐM.

Sau các khoản bồi thường đột biến này, giai đoạn 2028F – 2030F, khi doanh nghiệp bước vào quỹ đạo vận hành ổn định và hạch toán doanh thu KCN phân bổ, cổ tức tiền mặt dự phóng sẽ giảm về mức 1.400 đồng/CP. Vùng nền cổ tức mới này duy trì tỷ lệ chi trả trong khoảng từ 27% đến 33%.

Hình 18: Chính sách cổ tức của PHR giai đoạn 2017 – 2029F



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

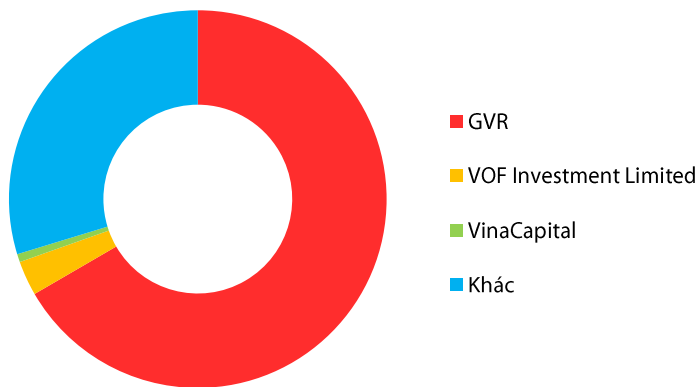
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Công ty

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) là một trong những đơn vị chủ lực trong hệ thống Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG). Tiền thân là đồn điền cao su Phước Hòa, Công ty chính thức được thành lập từ năm 1982 tại địa bàn tỉnh Bình Dương – "thủ phủ" cao su của Việt Nam. PHR hiện vận hành mô hình kinh doanh đa ngành với các trụ cột: trồng và khai thác cao su, chế biến mủ thành phẩm, sản xuất gỗ cao su và đặc biệt là phát triển hạ tầng khu công nghiệp (KCN).

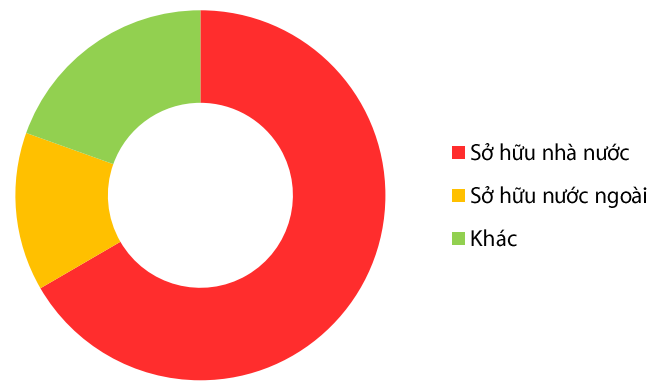
Về cơ cấu sở hữu, PHR là công ty con của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) với tỷ lệ nắm giữ 66,62%. Công ty có sức hút lớn với các nhà đầu tư nước ngoài khi tỷ lệ sở hữu của khối ngoại đạt 18,15% tính đến cuối năm 2025.

Hình 19: Cơ cấu cổ đông lớn của PHR



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Tỷ lệ sở hữu nước ngoài



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Lịch sử hình thành

Giai đoạn 1982 – 2007: Thời kỳ hình thành và phát triển doanh nghiệp Nhà nước

Ngày 25/02/1982, Công ty Cao su Phước Hòa chính thức được thành lập theo quyết định của Tổng cục Cao su Việt Nam. Trong giai đoạn này, Công ty tập trung khai hoang, trồng mới và quản lý diện tích vườn cây rộng lớn trên địa bàn các huyện Phú Giáo, Bàu Bàng và Bắc Tân Uyên (tỉnh Bình Dương). Đến năm 1993, Công ty chuyển đổi sang mô hình doanh nghiệp nhà nước trực thuộc VRG.

Giai đoạn 2007 – 2009: Cổ phần hóa và niêm yết trên HOSE

Năm 2007, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn phê duyệt phương án cổ phần hóa PHR, trong đó Nhà nước vẫn giữ cổ phần chi phối trên 50%. Ngày 04/08/2009, PHR chính thức niêm yết 81 triệu cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán PHR. Đây là bước ngoặt giúp công ty minh bạch hóa quản trị và tiếp cận nguồn vốn đại chúng.

Giai đoạn 2010 – 2020: Mở rộng sang Campuchia và hạ tầng khu công nghiệp

PHR bắt đầu chiến lược vươn ra ngoài biên giới với dự án trồng 7.664 ha cao su tại tỉnh Kampong Thom, Campuchia (bắt đầu từ năm 2011). Song song đó, Công ty tận dụng lợi thế quỹ đất cao su dồi dào tại Bình Dương để phát triển KCN Tân Bình (Giai đoạn 1 quy mô 352,49 ha) thông qua công ty con sở hữu 80% vốn. Công ty cũng góp vốn liên kết tại KCN Nam Tân Uyên (32,85%).

Giai đoạn 2021 đến nay: Chiến lược "Mục tiêu vàng" – Chuyển đổi công năng sử dụng đất

Để tối ưu hóa giá trị trên mỗi ha đất, PHR đẩy mạnh chuyển đổi đất cao su sang phát triển khu công nghiệp – đô thị – dịch vụ. Trọng điểm là bàn giao 691 ha đất cho dự án VSIP III, nhận bồi thường tối thiểu 1,2 tỷ đồng/ha và hưởng 20% lợi nhuận gộp từ việc cho thuê đất. Theo kế hoạch giai đoạn 2024 - 2025,

Công ty tập trung hoàn thiện hồ sơ pháp lý cho các dự án KCN Tân Lập I (201 ha), Tân Bình mở rộng (1.055 ha) và Hội Nghĩa (715 ha).

Bảng 4: Quá trình hình thành và phát triển của PHR

Năm	Sự kiện
25/02/1982	➢ Công ty Cao su Phước Hòa chính thức được thành lập theo Quyết định số 103/QĐ-TCCS của Tổng cục Cao su Việt Nam
1993	➢ Công ty được thành lập lại theo mô hình Doanh nghiệp Nhà nước trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam
12/12/2007	➢ Bộ NN&PTNT ban hành Quyết định số 399/QĐ-BNN-ĐMDN về việc cổ phần hóa Công ty Cao su Phước Hòa
04/08/2009	➢ Cổ phiếu PHR chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán PHR, khối lượng niêm yết 81 triệu cổ phiếu
2011	➢ Triển khai dự án trồng mới cao su tại tỉnh Kampong Thom, Campuchia với quy mô 9.184 ha
2012	➢ Được trao tặng Giải Bạc "Chất lượng quốc gia"
2013	➢ Nhận giải thưởng "Sao Vàng Đất Việt"
2015	➢ Nhà máy chế biến Cuaparis chính thức chuyển đổi công nghệ, sử dụng nguyên liệu sinh khối (biomass) thay thế dầu DO để sấy mủ cao su, góp phần bảo vệ môi trường và giảm chi phí
2021	➢ Xây dựng và bắt đầu triển khai Chiến lược phát triển công ty giai đoạn 2021 – 2025, tập trung mạnh vào việc chuyển đổi công năng sử dụng đất cao su sang các cụm công nghiệp, khu công nghiệp và đô thị dịch vụ
2024	➢ Được vinh danh trong Top 10 Doanh nghiệp BĐS Công nghiệp uy tín và Top 50 Doanh nghiệp lợi nhuận tốt nhất Việt Nam

Nguồn: PHR, CTCK Rông Việt

Cấu trúc doanh nghiệp

PHR hiện quản lý một hệ thống các công ty con và công ty liên kết, hoạt động đa dạng trong các lĩnh vực: trồng và chế biến mủ cao su, hạ tầng khu công nghiệp, chế biến gỗ và các dịch vụ khác. Trụ cột tăng trưởng hiện nay của PHR, bên cạnh mảng cao su truyền thống, là lĩnh vực hạ tầng KCN với các đơn vị tiêu biểu như CTCP KCN Tân Bình (80%) và CTCP KCN Nam Tân Uyên (32,85%). Ngoài ra, Công ty còn mở rộng quy mô sang Campuchia thông qua CT TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa - Kampong Thom nhằm duy trì năng lực sản xuất mủ bền vững.

Bảng 5: Hệ thống công ty con, công ty liên kết

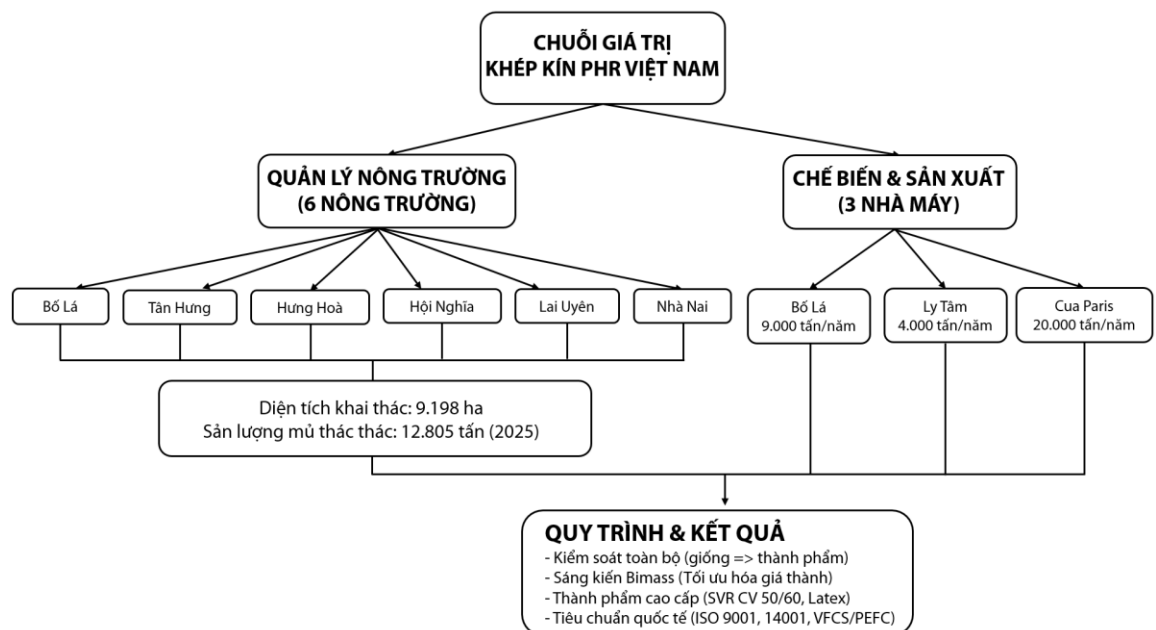
Tên Công ty	Địa điểm	Ngành nghề kinh doanh	Tỷ lệ biểu quyết
Công ty con			
CT TNHH PTCS Phước Hòa - Kampong Thom	Campuchia	Trồng, khai thác & chế biến mủ cao su	100%
CTCP Khu công nghiệp Tân Bình	Bình Dương	Kinh doanh hạ tầng KCN	80,00%
CTCP Cao su Trường Phát	Bình Dương	Chế biến gỗ cao su	70,00%
CT TNHH Cao su & Lâm nghiệp PH Đắk Lắk	Đắk Lắk	Trồng và quản lý bảo vệ rừng	90,49%
CTCP Thành phố Nội thất Việt Nam	Bình Dương	Hạ tầng KCN & Bất động sản	51,00%
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			
CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên	Bình Dương	Kinh doanh hạ tầng KCN	32,85%
CTCP Bóng thể thao ngôi sao Geru	TP.HCM	Sản xuất dụng cụ thể thao	26,82%
CTCP Thủy điện Geruco Sông Côn	Quảng Nam	Sản xuất điện năng	15,20%
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			
Nông trường Cao su Bồ Lá	H. Phú Giáo, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su	
Nông trường Cao su Lai Uyên	H. Phú Giáo, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su	

Nông trường Cao su Hưng Hoà	H. Bàu Bàng, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
Nông trường Cao su Tân Hưng	H. Bàu Bàng, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
Nông trường Cao su Hội Nghĩa	TP. Tân Uyên, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
Nông trường Cao su Nhà Nai	H. Bắc Tân Uyên, Bình Dương	Trồng, chăm sóc và khai thác mủ cao su
Xi nghiệp Cơ khí Chế biến Xây dựng	H. Phú Giáo, Bình Dương	Chế biến mủ cao su (vận hành 03 nhà máy: Bồ Lá, Ly Tâm, Cua Paris)

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

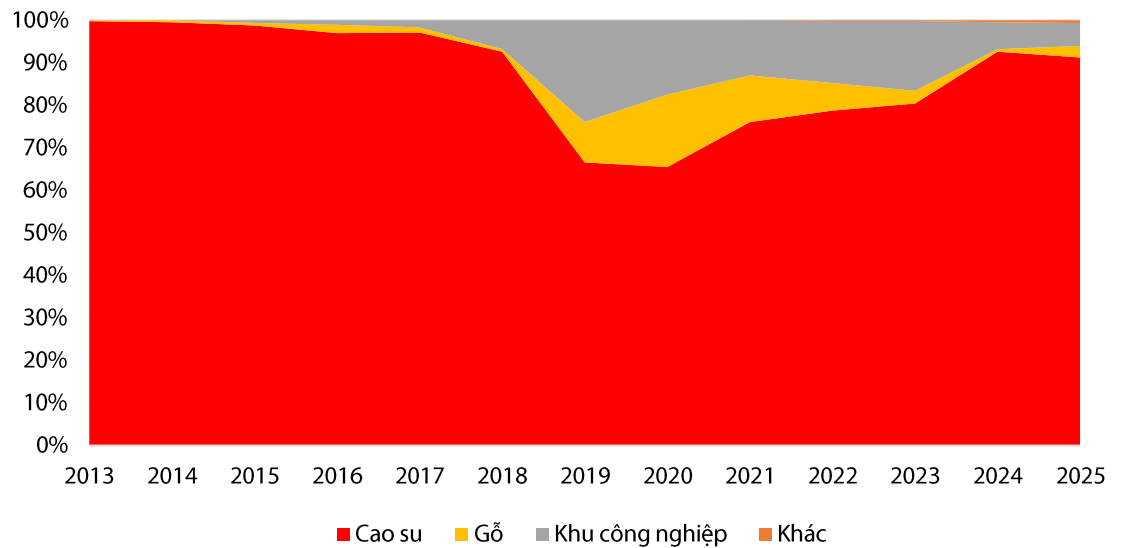
Tổng quan hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

PHR hiện xây dựng được chuỗi giá trị hoàn chỉnh và khép kín trong ngành cao su, bao gồm hệ thống quản lý trực tiếp 06 nông trường (Bồ Lá, Hưng Hoà, Tân Hưng, Lai Uyên, Hội Nghĩa và Nhà Nai) cùng Xi nghiệp Cơ khí Chế biến Xây dựng vận hành 03 nhà máy tinh chế mủ (Bồ Lá, Ly Tâm, Cua Paris). Mô hình này giúp Công ty kiểm soát chặt chẽ toàn bộ quy trình từ khâu chọn giống, thâm canh vườn cây kiến thiết cơ bản cho đến khâu thu hoạch và chế biến thành phẩm cao cấp như SVR CV 50/60 hay Latex.



Quy mô và hoạt động sản xuất của PHR trải qua hơn 40 năm phát triển, với những cột mốc chiến lược quan trọng. Trong giai đoạn 2011-2012, nhận diện xu hướng thu hẹp quỹ đất trong nước, PHR đã đẩy mạnh chiến lược vươn ra ngoài biên giới thông qua dự án tại tỉnh Kampong Thom (Campuchia) với tổng diện tích quy hoạch 9.184 ha, tạo tiền đề vững chắc cho việc duy trì sản lượng khai thác khi diện tích tại Bình Dương bắt đầu được chuyển đổi sang hạ tầng khu công nghiệp (KCN). Hiện nay, PHR đang quản lý tổng diện tích vườn cây hơn 15.000 ha, trong đó dự án Campuchia đã đi vào giai đoạn khai thác ổn định với sản lượng thực tế năm 2025 đạt 11.572 tấn, bù đắp hiệu quả cho phần sản lượng sụt giảm do thanh lý vườn cây già tại công ty mẹ.

Hình 21: Cơ cấu doanh thu của PHR giai đoạn 2013 – 2025 (%)

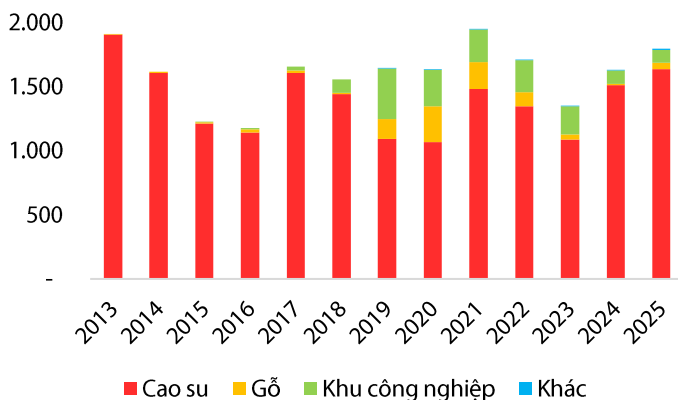


Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Giai đoạn 2013–2025 chứng kiến sự chuyển dịch cơ cấu doanh thu rõ rệt của PHR, phản ánh chiến lược đa dạng hóa từ một doanh nghiệp thuần cao su sang mô hình kết hợp hạ tầng khu công nghiệp (KCN). Trong nửa đầu giai đoạn 2013–2016, mảng cao su chiếm tỷ trọng lớn, thường trên 95% tổng doanh thu. Tuy nhiên, từ năm 2018 trở đi, sự bứt phá của mảng KCN và dịch vụ cùng với sự đóng góp ổn định ban đầu từ mảng chế biến gỗ (thông qua công ty con Trường Phát) đã làm thay đổi đáng kể bản đồ doanh thu. Đáng chú ý, năm 2023 ghi nhận mức doanh thu cao su thấp do giá bán giảm (do sự suy yếu của ngành sản xuất ô tô và sầm lộp toàn cầu, cùng tình trạng dư thừa nguồn cung trong chu kỳ trước), nhưng mảng dịch vụ KCN vẫn duy trì dòng tiền ổn định. Đến giai đoạn 2024–2025, cơ cấu doanh thu ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ của mảng cao su khi giá thế giới duy trì ở mức cao, đạt bình quân 51,05 triệu đồng/tấn vào năm 2025. Doanh thu từ cao su năm 2025 đạt 1.364,74 tỷ đồng (đóng góp 65% vào tổng doanh thu hợp nhất 2.113,87 tỷ đồng), trong khi mảng gỗ vẫn đang trong quá trình tái cơ cấu và thu hẹp quy mô do biên lợi nhuận thấp và cạnh tranh gay gắt.

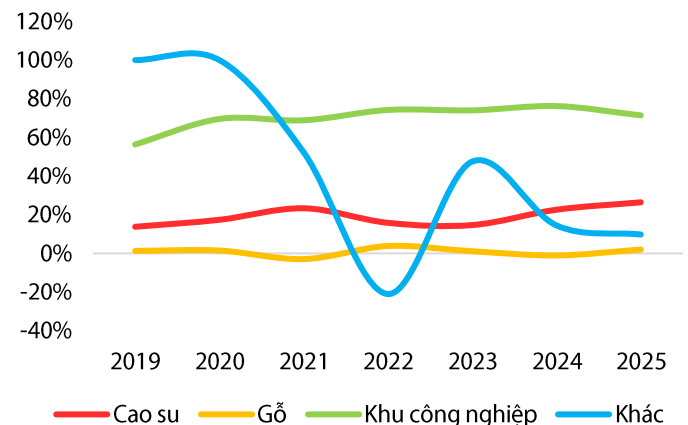
(*) KCN Tân Bình 1 đã lấp đầy trong giai đoạn 2012–2022, áp dụng phương thức hạch toán linh hoạt 1 lần/phân bổ tùy thuộc vào thỏa thuận và thời gian thanh toán của khách hàng. Tính đến cuối năm 2025, số dư doanh thu chưa thực hiện dài hạn chờ phân bổ từ KCN Tân Bình ghi nhận 1.266 tỷ đồng.

Hình 22: Doanh thu của PHR giai đoạn 2013 - 2025



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 23: BLN gộp các mảng kinh doanh của PHR (%)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Trong giai đoạn 2013–2025, biên lợi nhuận gộp (GPM) của PHR ghi nhận sự phân hóa giữa các mảng kinh doanh, phản ánh quá trình chuyển dịch cấu trúc lợi nhuận của doanh nghiệp.

- Mảng cao su chịu tác động trực tiếp từ chu kỳ giá hàng hóa toàn cầu, suy giảm từ mức 26,7% năm 2013 xuống vùng đáy 13% – 14% trong giai đoạn 2015–2016 và tiếp tục ghi nhận mức 15% vào năm 2023. Tuy nhiên, bước sang năm 2025, biên lợi nhuận gộp mảng cao su đã hồi phục ấn tượng lên mức khoảng 26,4% nhờ giá bán tăng do thiếu hụt nguồn cung, trong khi nhu cầu tiêu thụ vẫn duy trì xu hướng tăng.
- Mảng Khu công nghiệp (KCN) duy trì biên lợi nhuận ở mức cao, đạt trên 60% vào phần lớn các năm trong giai đoạn từ 2017 - 2025.
- Mảng chế biến gỗ nhìn chung tiếp tục suy giảm, thậm chí ghi nhận lợi nhuận gộp âm 21,88 tỷ đồng trong năm 2025, do nhu cầu thị trường suy yếu và Công ty đang thực hiện đề án tái cơ cấu thu hẹp quy mô.

Nhờ sự phục hồi của mảng cao su và sự cộng hưởng từ mảng hạ tầng, biên lợi nhuận gộp hợp nhất của PHR năm 2025 đạt trên 28%.

1. Mảng cao su

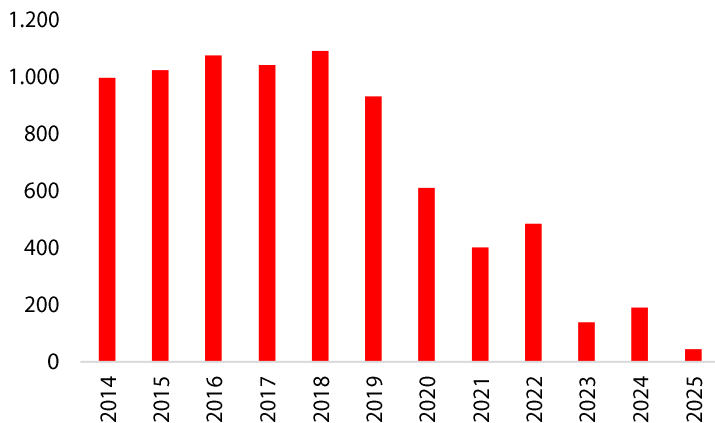
PHR hiện là một trong những doanh nghiệp cao su sở hữu chuỗi giá trị cao su khép kín, cho phép Công ty duy trì dòng tiền dồi dào từ mảng kinh doanh cốt lõi và sản lượng tiêu thụ ổn định quanh mức 28.000-35.000 tấn/năm.

Quy mô và hoạt động sản xuất

Hiện tại, Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) là một trong những đơn vị có hiệu quả sản xuất hàng đầu Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) với chuỗi giá trị khép kín và quy mô quản lý hơn 15.000 ha đất cao su tại các địa bàn gồm Bình Dương, Đắk Lắk và tỉnh Kampong Thom (Campuchia). Hệ thống sản xuất tại Việt Nam được tổ chức chặt chẽ thông qua 06 nông trường hạch toán phụ thuộc là Bồ Lá, Hưng Hòa, Tân Hưng, Lai Uyên, Hội Nghĩa, Nhà Nai và 3 nhà máy tinh chế mủ (Bồ Lá, Ly Tâm, Cua Paris), giúp công ty mẹ kiểm soát chặt chẽ quy trình sàng lọc, chế biến và kiểm soát chất lượng mủ nguyên liệu.

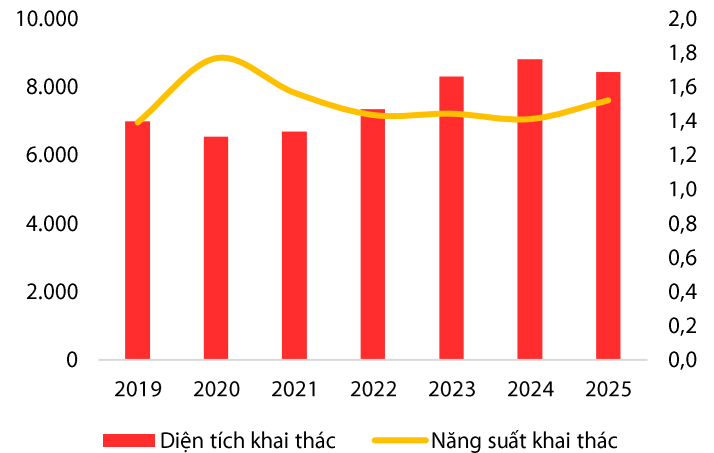
Nhìn lại lịch sử, PHR đã duy trì năng suất vườn cây ấn tượng và bình quân đạt trên 2 tấn/ha trong suốt nhiều năm liên tiếp (tính đến giai đoạn 2016). Tuy nhiên, năng suất bình quân của PHR có xu hướng giảm dần sau năm 2016 chủ yếu do cơ cấu độ tuổi vườn cây, khi doanh nghiệp thực hiện lộ trình thanh lý diện tích lớn vườn già nhóm III (khai thác trên 20 năm, mật độ thấp) để bàn giao đất phát triển các khu công nghiệp. Bên cạnh đó, năng suất khai thác còn chịu thách thức do thiếu hụt lao động, khiến Công ty phải chuyển đổi sang chế độ cạo dẫn chu kỳ (từ D3 sang D4, D5) để tối ưu nguồn lực.

Hình 24: Diện tích tái canh của PHR (ha)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 25: Năng suất khai thác của PHR (tấn/ha)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Giai đoạn từ năm 2019 đến nay đánh dấu sự thay đổi lớn trong cấu trúc hoạt động kinh doanh của PHR khi doanh nghiệp phải thực hiện lộ trình bàn giao một số quỹ đất cao su tại Bình Dương cho Nhà nước nhằm phục vụ quy hoạch phát triển hạ tầng kinh tế và khu công nghiệp (KCN). Việc bàn giao đất PHR ghi nhận các khoản thu nhập bất thường lớn từ tiền bồi thường, hỗ trợ giải phóng mặt bằng và thanh lý cây cao su. Tuy nhiên, hệ quả tất yếu là diện tích vườn cây khai thác của Công ty mẹ bị thu hẹp đáng kể, giảm xuống còn 8.795,95 ha vào năm 2024.

Nhằm bù đắp sự sụt giảm sản lượng và diện tích canh tác trong nước, nông trường Kampong Thom (7.662,28 ha tại Campuchia) chính thức bước vào chu kỳ khai thác đầu tiên vào năm 2016, đánh dấu cột mốc quan trọng khi dự án chính thức ghi nhận số liệu khai thác thương mại trên diện tích 402 ha, mang về 215,68 tấn mủ thành phẩm đầu tiên cho PHR. Đến nay, toàn bộ diện tích của dự án Kampong Thom đã bước vào chu kỳ ổn định cho mủ, với năng suất dao động 1,5 – 1,7 tấn/ha. Chúng tôi đánh giá vùng nguyên liệu tại Campuchia đóng vai trò là "vùng đệm" chiến lược, giúp PHR duy trì quy mô sản lượng cao su cho mảng chế biến và giảm thiểu rủi ro thu hẹp diện tích vùng trồng trong nước.

Song song với việc mở rộng quy mô, PHR không ngừng cải tiến hoạt động sản xuất thông qua các giải pháp kỹ thuật như áp dụng chế độ cạo D4, trang bị mái che mưa để tận thu sản lượng trong mùa mưa, và thực hiện tái canh đều đặn hàng năm với các bộ giống mới năng suất cao. Mặc dù diện tích tại Việt Nam giảm do ưu tiên phát triển công nghiệp, Công ty kiểm soát và bổ sung sản lượng thu mua hợp lý để duy trì sản lượng hợp nhất dao động quanh mức 21.000 – 25.000 tấn/năm. Kết hợp với quản lý chi phí chặt chẽ và tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế (ISO, VFCS/PEFC), mảng cao su tiếp tục là "bệ đỡ" dòng tiền cho các kế hoạch bứt phá của PHR trong tương lai.

Hoạt động chế biến và cơ cấu sản phẩm

Hoạt động chế biến đóng vai trò then chốt trong việc hoàn thiện chuỗi giá trị khép kín của PHR, giúp Công ty duy trì vị thế tốt về chất lượng sản phẩm trong hệ thống Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG). PHR hiện vận hành hệ thống chế biến gồm 03 nhà máy tại Bình Dương: Nhà máy Bó Lá, Nhà máy Ly Tâm và Nhà máy Cua Paris.

Tính đến giai đoạn 2023-2024, tổng công suất thiết kế của toàn hệ thống đạt trên 30.000 tấn thành phẩm mỗi năm. Trong đó, Nhà máy Cua Paris là đơn vị quy mô lớn nhất với công suất 20.000 tấn/năm, vận hành song song 02 dây chuyền sơ chế mủ cốm (14.000 tấn) và 01 dây chuyền sơ chế mủ tạp (6.000 tấn). Nhà máy Bó Lá chuyên trách dòng mủ cốm với công suất 6.000 – 9.000 tấn/năm, trong khi Nhà máy Ly Tâm tập trung vào sản xuất mủ Latex chất lượng cao với công suất duy trì ở mức 3.000 – 4.000 tấn/năm để phục vụ ngành sản xuất găng tay và nệm gối. Một dấu ấn quan trọng trong chiến lược tối ưu hóa chi phí

và bảo vệ môi trường của PHR là triển khai sử dụng nhiên liệu sinh khối (biomass) thay thế dầu DO để sấy mủ tại Nhà máy Cua Paris từ năm 2015, giúp tiết giảm khoảng 25% chi phí nhiên liệu sản xuất và duy trì tiêu chuẩn ISO 14001 khắt khe.

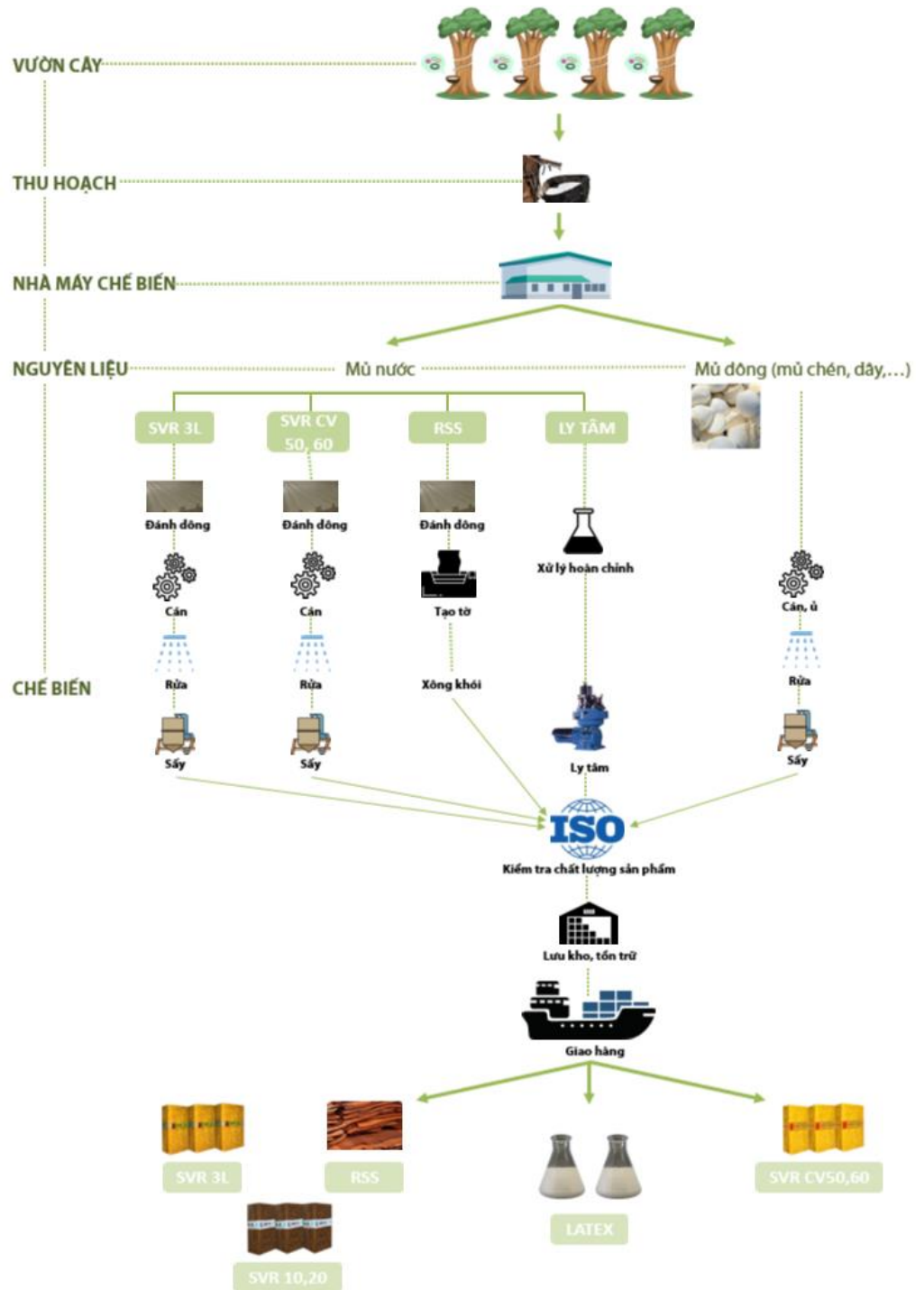
Bảng 7: Các nhà máy chế biến mủ của PHR

Tên Nhà máy	Địa điểm	Công suất thiết kế (Tấn/năm)	Sản phẩm/Dây chuyền chính
Nhà máy chế biến Cua Paris	P. Chánh Phú Hòa, TX. Bến Cát, Bình Dương	20.000	14.000 tấn mủ cốm (SVR) và 6.000 tấn mủ tạp.
Nhà máy chế biến Bồ Lá	Xã Phước Hòa, H. Phú Giáo, Bình Dương	9.000	Chế biến mủ cốm (SVR).
Nhà máy chế biến mủ Ly tâm	Xã Phước Hòa, H. Phú Giáo, Bình Dương	4.000	Chế biến mủ Latex (mủ kem).
Nhà máy PHR - Kampong Thom	Tỉnh Kampong Thom, Campuchia	~15.000	Chế biến mủ CSR 10, đang nghiên cứu sản xuất SVR CV 50/60.

Nguồn: PHR, CTCK Rong Viet tổng hợp

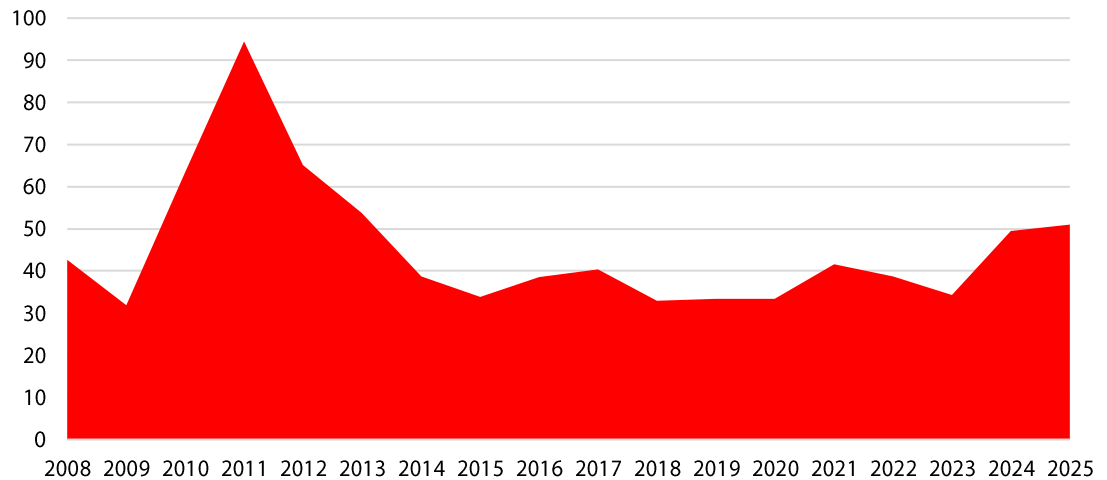
Về cơ cấu sản phẩm, PHR luôn chủ động điều chỉnh linh hoạt chủng loại mủ thành phẩm để thích ứng với biến động nhu cầu thị trường toàn cầu. Dòng sản phẩm chiến lược và là lợi thế cạnh tranh lâu đời của PHR là SVR CV 50/60, loại mủ có độ dẻo ổn định, đặc biệt được các hãng sản xuất lốp xe hạng sang ưa chuộng. Dữ liệu lịch sử cho thấy tỷ trọng dòng SVR CV thường xuyên chiếm ưu thế tuyệt đối: năm 2011 chiếm 54,89%, năm 2017 đạt 64,07% và năm 2018 duy trì mức 50,22% trong cơ cấu sản lượng chế biến. Các chủng loại khác như mủ khối định chuẩn kỹ thuật SVR 10, 20 (chiếm khoảng 15-26% tùy năm) và mủ Latex (dao động từ 8-13%) tạo thành danh mục sản phẩm đa dạng, đáp ứng từ ngành công nghiệp ô tô, dầu mỏ đến y tế và tiêu dùng. Trong những giai đoạn thị trường khó khăn như năm 2014-2015 khi giá cao su giảm sâu, PHR đã thể hiện năng lực quản trị linh động bằng cách điều chỉnh quy trình sản xuất ngay tại nhà máy để giảm áp lực hàng tồn kho và tập trung vào các đơn hàng dài hạn của khách hàng truyền thống.

Hình 26: Chu trình chế biến cao su thành phẩm



Nguồn: VRA, CTK Rông Việt tổng hợp

Hình 27: Giá bán cao su bình quân của PHR (triệu đồng/tấn)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giá bán cao su thành phẩm là một trong những biến số quan trọng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận mỏng cốt lõi, biến động đồng pha với chu kỳ giá cao su thiên nhiên thế giới và chịu tác động trực tiếp từ cung - cầu toàn cầu cũng như giá dầu thô.

Lịch sử giá bán cao su của PHR ghi nhận những biến động mạnh theo chu kỳ cung - cầu toàn cầu, phản ánh rõ nét sức khỏe của ngành công nghiệp ô tô và săm lốp, với đỉnh cao lịch sử được xác lập vào giai đoạn 2010 - 2011 tại mức 94,49 triệu đồng/tấn. Sau giai đoạn hoàng kim này, tình trạng dư cung thế giới đã đẩy giá bán vào chu kỳ sụt giảm dài hạn, chạm đáy quanh ngưỡng 31 - 34 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2015 - 2016, sau đó ghi nhận đợt hồi phục ngắn hạn lên mức 41,61 triệu đồng/tấn vào năm 2021 sau đại dịch.

Sự phục hồi gần đây (2024 - 2025): giá bán bình quân tăng vọt lên mức 49,48 triệu đồng/tấn (2024) và 51,047 triệu đồng/tấn (2025). Sự khởi sắc này được thúc đẩy chủ yếu bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung, do thời tiết bất lợi tại các quốc gia xuất khẩu cao su lớn như Thái Lan và nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ thị trường Trung Quốc.

Lợi thế cạnh tranh giúp PHR thường xuyên duy trì được giá bán bình quân cao hơn mặt bằng chung của ngành là nhờ cơ cấu sản phẩm tập trung vào các dòng chất lượng cao, đặc biệt là dòng SVR CV 50/60 (loại mũ có độ dẻo ổn định) thường chiếm từ 50% đến hơn 60% tỷ trọng chế biến. Ngoài ra, việc đáp ứng các tiêu chuẩn xanh khắt khe như VFCS/PEFC và quy định chống phá rừng EUDR của Châu Âu dự kiến có hiệu lực từ 2025, dự kiến giúp PHR duy trì biên lợi nhuận tốt và giá bán ổn định tại các thị trường xuất khẩu cao cấp như EU và Mỹ.

Thị trường tiêu thụ

PHR sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng, đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe của từng phân khúc thị trường quốc tế và nội địa:

- **Dòng SVR CV (CV50, CV60):** Đây là sản phẩm chiến lược và là thế mạnh độc tôn của PHR nhờ độ dẻo ổn định cao. Dòng này luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chế biến, đạt đỉnh 64,07% vào năm 2017. Đây là mặt hàng chủ lực cung cấp cho các hãng sản xuất lốp xe hạng sang tại thị trường EU và Nga (như hãng Belshina).
- **Mủ ly tâm (Latex HA/LA):** Chiếm tỷ trọng từ 8% đến 13%. Sản phẩm này chủ yếu được tiêu thụ tại các doanh nghiệp sản xuất găng tay y tế, nệm và dụng cụ chăm sóc sức khỏe nhờ ưu thế không chứa chất bảo quản dị ứng da, đáp ứng tiêu chuẩn khắt khe của thị trường Mỹ và EU.

- Dòng SVR L & SVR 3L: Chiếm tỷ trọng khoảng 14% - 21%. Đây là mặt hàng rất được ưa chuộng tại thị trường Hàn Quốc, ứng dụng rộng rãi trong sản xuất băng keo, đế giày và các thiết bị y tế cao cấp.
- Dòng SVR 10 & SVR 20: Chiếm tỷ trọng từ 15% đến 26%. Đây là dòng mủ khối định chuẩn kỹ thuật phổ biến, phục vụ chính cho ngành sản xuất lốp xe đại trà cả trong nước và xuất khẩu.
- Sản phẩm phụ trợ (Skim block, mủ hầm tận thu): Chiếm tỷ trọng nhỏ (<2%), giúp Công ty tối ưu hóa giá trị thu hồi từ quy trình sản xuất và xử lý nước thải.

Thị trường nội địa: Đây hiện là kênh tiêu thụ chính, chiếm phần lớn tỷ trọng tiêu thụ (dao động khoảng 54% đến 60% tổng sản lượng). Đặc biệt, giai đoạn 2016-2018, tỷ trọng này bứt phá mạnh mẽ, chiếm khoảng 76% - 77% tổng sản lượng tiêu thụ của Công ty mẹ.

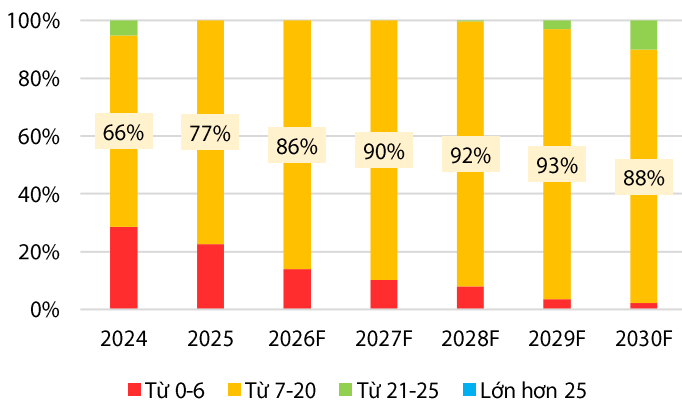
Thị trường xuất khẩu: dao động trong khoảng 20 – 40% tổng sản lượng tiêu thụ. PHR duy trì sự hiện diện vững chắc tại các thị trường truyền thống bao gồm Châu Âu (EU), Châu Á (Trung Quốc, Hàn Quốc), Mỹ và Liên bang Nga. Hoạt động xuất khẩu được thực hiện qua hai hình thức: xuất khẩu trực tiếp và ủy thác xuất khẩu (tỷ trọng nhỏ).

Triển vọng giai đoạn 2026 - 2030

Trong giai đoạn 2026F – 2030F, chúng tôi dự báo sản lượng khai thác tại **nông trường nội địa** của PHR sẽ ghi nhận tăng trưởng trong giai đoạn 2026F – 2028F. Động lực tăng trưởng chính là thành quả đến từ phần diện tích được tái canh đều đặn giai đoạn 2016 - 2019 (trung bình đạt từ 900 đến hơn 1.000 ha mỗi năm), cùng với sự cải thiện về năng suất khai thác của các vườn cây khi bước vào độ tuổi khai thác ổn định hơn. Dựa trên mô hình cơ cấu tuổi cây của Công ty mẹ, nhóm cây trong độ tuổi cho mủ tối ưu (từ 7 – 20 tuổi) sẽ tăng từ 86% (năm 2026F) lên mức 93% vào năm 2029F, giúp năng suất khai thác (Yield) của Công ty mẹ cải thiện từ 1,5 tấn/ha (năm 2026F) lên mức 1,7 tấn/ha trong hai năm 2028F – 2029F. Nhờ đó, sản lượng khai thác ước tính đạt đỉnh ở mức 16.265 tấn vào năm 2028F (+7,4% YoY và +27% so với năm 2025).

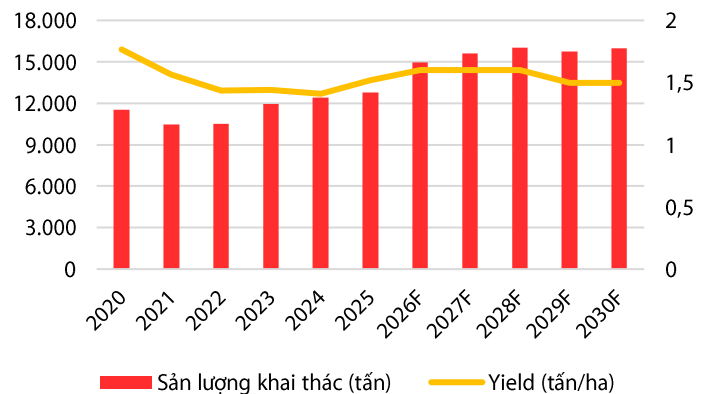
Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi về tuổi cây, áp lực suy giảm sản lượng và năng suất khai thác sẽ xuất hiện rõ nét từ năm 2030F, khi sản lượng ước tính giảm 10,6% YoY xuống còn 15.961 tấn và Yield điều chỉnh về lại mức 1,50 tấn/ha, do: 1/ PHR đã chủ động cắt giảm mạnh diện tích tái canh mới từ năm 2020 trở đi trong bối cảnh giá cao su thế giới ảm đạm kéo dài và định hướng chuyển đổi đất cao su sang KCN tại Việt Nam ngày càng rõ nét, dẫn đến tỷ trọng nhóm cây non (0 – 6 tuổi) dự kiến bị thu hẹp mạnh, ước tính giảm từ 14% (năm 2026F) xuống chỉ còn 2% vào năm 2030F; 2/ Tỷ trọng vườn cây bước vào giai đoạn giảm năng suất do độ tuổi và độ cao khai thác (từ 21 tuổi trở lên) dự kiến tăng nhanh từ 3% (năm 2029F) lên 10% (năm 2030F), kéo năng suất bình quân dự kiến điều chỉnh về lại mức 1,5 tấn/ha và sản lượng khai thác năm 2030F giảm về mức 15.961 tấn (-10,6% YoY).

Hình 28: Ước tính độ tuổi của cây tại Việt Nam



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 29: Sản lượng và năng suất khai thác



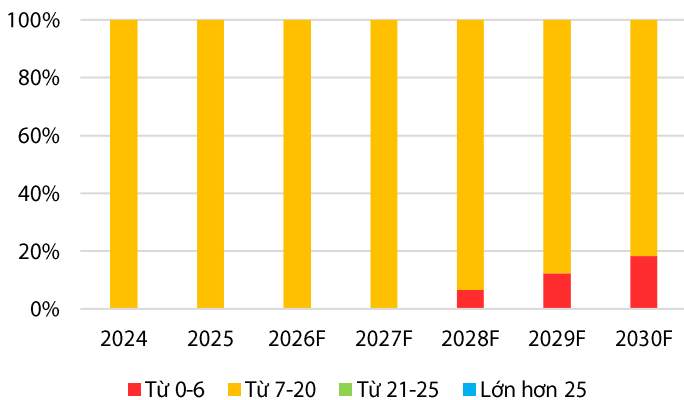
Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Song song với xu hướng thu hẹp diện tích tại nông trường trong nước, vườn cây của PHR tại Kampong Thom (Campuchia) dù duy trì được cấu trúc độ tuổi đồng nhất với 100% diện tích nằm trong nhóm tuổi khai thác tối ưu (7–20 tuổi) giai đoạn 2024 – 2027F, nhưng lại đối mặt với bài toán giới hạn về mặt năng suất.

Cụ thể, năng suất khai thác năm 2025 tại Kampong Thom ghi nhận giảm về mức 1,5 tấn/ha, do áp lực trồng với diện tích lớn trong chu kỳ đầu tiên (2.000 – 3.000 ha/năm) khiến công tác chăm sóc, quản lý vườn cây không đảm bảo chất lượng, đi kèm việc lựa chọn bộ giống chưa tối ưu. Do đặc thù của cây cao su, các lỗi kỹ thuật này rất khó khắc phục ở giai đoạn sau. Vì vậy, chúng tôi dự phóng năng suất tại nông trường Campuchia sẽ tiếp tục đi ngang ở mức 1,5 tấn/ha cho đến hết kỳ dự báo (năm 2030F), khiến cho sản lượng khai thác tại đây cũng được xác định sẽ duy trì ổn định quanh mức 11.496 tấn/năm.

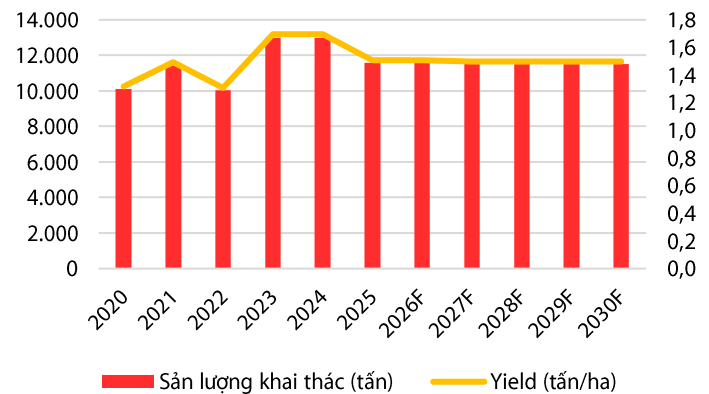
Để giải quyết nút thắt năng suất này, Ban lãnh đạo dự kiến kế hoạch tái canh chu kỳ 2 bắt đầu từ năm 2028F với định hướng kiểm soát chặt chẽ tiến độ trồng mới cuốn chiếu từ 500 – 600 ha/năm (kéo dài 12 – 15 năm) nhằm tập trung nguồn lực chăm sóc và sàng lọc lại bộ giống cây chất lượng cao. Sự thay đổi chiến lược này dẫn đến việc xuất hiện trở lại của nhóm cây non 0–6 tuổi trong mô hình dự phóng (chiếm 7% năm 2028F và tăng lên 18% vào năm 2030F). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng chương trình tái canh chu kỳ 2 cần thời gian kiến thiết cơ bản từ 6 – 7 năm, đồng nghĩa với việc thế hệ cây mới với mục tiêu năng suất cao hơn (1,8 – 2,0 tấn/ha) chỉ có thể bắt đầu cho mủ và đóng góp vào kết quả kinh doanh của PHR sau năm 2035.

Hình 30: Ước tính độ tuổi của cây tại Campuchia



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 31: Sản lượng và năng suất khai thác tại Campuchia

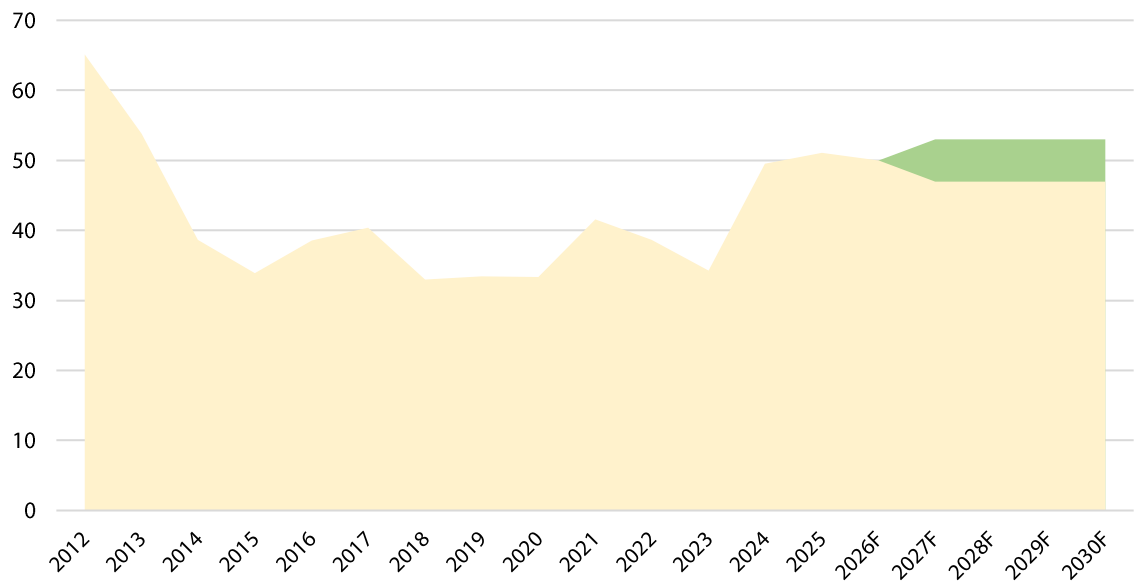


Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Do đó, để bổ sung sản lượng trong giai đoạn 2026F – 2030F khi nông trường phía Công ty mẹ dự kiến thu hẹp để chuyển đổi sang KCN và nông trường tại Campuchia vẫn đang trong quá trình KTCB chu kỳ 2, PHR dự định sẽ tăng cường hoạt động thu mua mủ cao su từ các tiểu điền và nông trường lân cận tại thị trường Campuchia.

Về mặt giá bán, chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2026–2030, giá cao su của PHR sẽ duy trì ổn định trong vùng 50 – 53 triệu đồng/tấn. Mức giá này được hỗ trợ bởi: (1) Sự phục hồi về mặt nhu cầu của ngành sản xuất săm lốp trên thế giới; (2) Xu hướng giá dầu thô thế giới được dự báo tiếp tục biến động, gián tiếp làm tăng giá thành sản xuất cao su tổng hợp; (3) xu hướng thiếu hụt nguồn cung trong dài hạn.

Hình 32: Ước tính giá bán cao su trung bình (triệu đồng/tấn)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

2. Mảng khu công nghiệp

Lịch sử phát triển mảng hạ tầng Khu công nghiệp (KCN) của PHR là một hành trình chuyển mình chiến lược, từ vai trò nhà đầu tư tài chính thuần túy sang nhà phát triển hạ tầng chuyên nghiệp, nhằm tối ưu hóa giá trị trên mỗi ha đất cao su.

Năm 2008, PHR bắt đầu thâm nhập lĩnh vực này thông qua việc góp vốn vào các đơn vị liên kết như Công ty CP KCN Nam Tân Uyên (PHR nắm giữ 28% vốn điều lệ ban đầu, sau đó tăng lên 32,85%) và Công ty CP Đầu tư Sài Gòn VRG (12%). Những khoản đầu tư này không chỉ mang lại nguồn cổ tức ổn định mà còn giúp công ty tích lũy kinh nghiệm quản trị hạ tầng trong bối cảnh Bình Dương đang bùng nổ trong thu hút vốn FDI. Bước ngoặt quan trọng ghi dấu ấn quản trị trực tiếp của PHR diễn ra trong giai đoạn 2010–2012, khi dự án KCN Tân Bình với quy mô 350 ha chính thức được Chính phủ phê duyệt, trong đó PHR nắm giữ tỷ lệ chi phối 80%. KCN Tân Bình đã ghi nhận tốc độ lấp đầy ấn tượng, đạt tỷ lệ 99% diện tích thương phẩm vào cuối năm 2022, thu hút hơn 63 doanh nghiệp trong và ngoài nước vào hoạt động sản xuất. Tính đến ngày 31/12/2025, tổng số dư doanh thu chưa thực hiện từ tiền nhận trước cho thuê đất và hạ tầng KCN Tân Bình là hơn 1.316 tỷ đồng (với doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn dự kiến phân bổ trong vòng 1 năm tới: 49,6 tỷ đồng, và doanh thu chưa thực hiện dài hạn ghi nhận 1.266 tỷ đồng).

Hiện tại, mảng KCN đang được PHR định vị là động lực tăng trưởng chiến lược, tạo ra sự thay đổi mang tính bước ngoặt trong cấu trúc dòng tiền của PHR trong bối cảnh quỹ đất nông nghiệp nội địa dự kiến thu hẹp dần. Chúng tôi ghi nhận hai diễn biến quan trọng về mặt pháp lý sau sáp nhập tỉnh thành dự kiến sẽ tái định hình tiến độ triển khai các dự án của Công ty:

- Sự thay đổi về cấp quản lý hành chính: Toàn bộ các dự án KCN của PHR hiện đã được chuyển giao thẩm quyền quản lý từ tỉnh Bình Dương về chịu sự giám sát trực tiếp của TP.HCM. Mặc dù sự thay đổi bộ máy quản lý có thể tạo ra những độ trễ hành chính ngắn hạn ban đầu, Ban lãnh đạo đánh giá tích cực khi quá trình tiếp cận và làm việc hiện tại đang diễn ra thuận lợi nhờ tư duy cởi mở và định hướng ủng hộ doanh nghiệp từ phía chính quyền Thành phố.
- Hiện tại, PHR đang tích cực phối hợp cùng các địa phương tiến hành rà soát, điều chỉnh và bổ sung quy hoạch quỹ đất theo Quyết định 790/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ để sớm trình TP.HCM phê duyệt chính thức. Chúng tôi đánh giá đây là bước đệm pháp lý mang tính quyết định nhằm

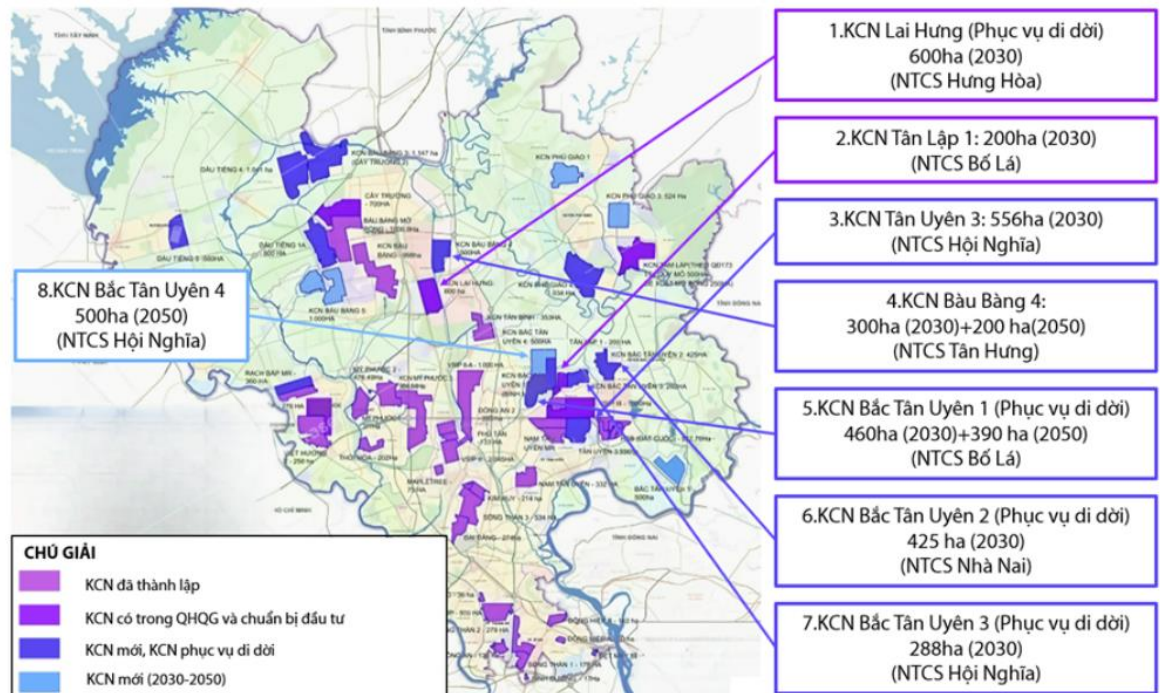
khởi thông các thủ tục xin chủ trương đầu tư cho danh mục dự án gối đầu của doanh nghiệp cho tầm nhìn 2025 – 2030.

Hình 33: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một Khu công nghiệp



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 34: Tổng hợp các dự án được quy hoạch có sử dụng đất cao su của PHR



Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2050, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Dự án trực tiếp làm chủ đầu tư

Hiện tại, PHR đang sở hữu khoảng 2.891 ha đất được quy hoạch trở thành các KCN như Tân Lập 1, Lai Hưng, Bàu Bàng 4, Bắc Tân Uyên 1 (Thaco làm chủ đầu tư), Bắc Tân Uyên 2 mở rộng, Bắc Tân Uyên 3, và các quỹ đất này hầu như vẫn đang trong quá trình xử lý các vấn đề pháp lý.

Dự án Tân Lập 1 (201 ha)

Trong giai đoạn 2026F – 2028F, chúng tôi kỳ vọng PHR có thể triển khai dự án KCN Tân Lập 1. Khi dự án

này hiện đang có tiến độ pháp lý nhanh nhất và PHR đang phối hợp chặt chẽ với các đơn vị tư vấn và cơ quan quản lý địa phương để hoàn thiện quy hoạch phân khu 1/2000, kỳ vọng sẽ đạt phê duyệt quy hoạch chính thức ngay trong quý 3/2026 để Công ty có thể tiến hành đăng ký làm chủ đầu tư KCN chuyên ngành gỗ. KCN này được quản lý và vận hành bởi pháp nhân chuyên trách là Công ty CP Thành phố Nội thất Việt Nam (PHR nắm giữ 51% cổ phần chi phối), trực tiếp làm chủ đầu tư và vận hành, với tổng mức đầu tư theo ước tính của chúng tôi đạt 2.930 tỷ đồng. Dự án có tổng diện tích 201,62 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm ước tính đạt 140 ha.

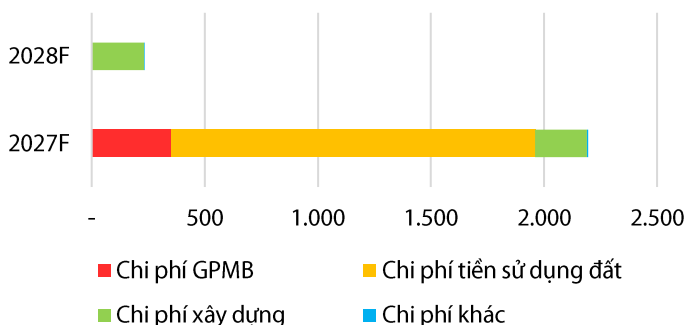
Về tiến độ triển khai, chúng tôi kỳ vọng sau khi được phê duyệt quy hoạch 1/2000, PHR sẽ hoàn tất các tiến độ pháp lý kế tiếp và bàn giao đất cho công ty con vào năm 2027. Đơn giá đền bù giải phóng mặt bằng ước tính ở mức 2,5 tỷ đồng/ha (tương ứng với tổng chi phí bồi thường khoảng 504 tỷ đồng). Theo dự phóng của chúng tôi, sau khi nhận bàn giao mặt bằng, công ty con sẽ thực hiện đóng tiền sử dụng đất (LUR) và triển khai xây dựng hạ tầng trong năm 2027. Chi phí LUR dự phóng ở mức 14 tỷ đồng/ha (tương ứng tổng tiền đất phải nộp lên tới 1.960 tỷ đồng); tổng đơn giá vốn đầu tư của dự án ước tính khoảng 19,86 tỷ đồng/ha.

Bảng 8: Thông tin và giả định về dự án khu công nghiệp Tân Lập 1

Chỉ tiêu	Đơn giá/ ha	Tân Lập 1
Thông tin		
Tổng diện tích		201,62
Diện tích thương phẩm ước tính		140
Tổng mức đầu tư		2.930
Giả định		
Chi phí GPMB (tỷ/ha)	2,5	504
LUR (Tỷ/ha)	14	1.960
Chi phí XDHT(Tỷ/ha)	3,3	462
Chi phí khác	0,06	8,4
Giá vốn (Tỷ/ha)	19,86	
Giá cho thuê ban đầu (USD/m2)		\$170
% tăng giá mỗi năm		2%
Thời gian lấp đầy kỳ vọng		2028F - 2034F

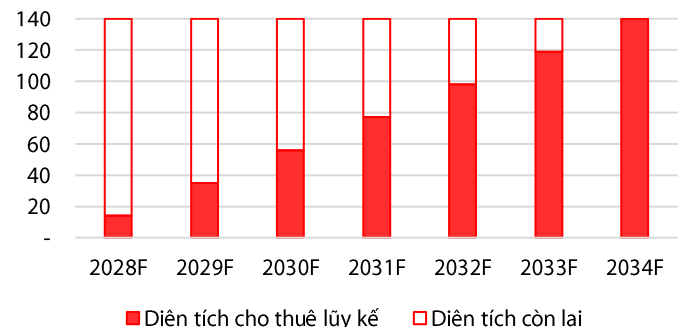
Nguồn: PHR, CTCK Rông Việt ước tính

Hình 35: Ước tính chi phí đầu tư KCN Tân Lập 1 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt ước tính

Hình 36: Tỷ lệ lấp đầy kỳ vọng của Tân Lập 1 (ha)



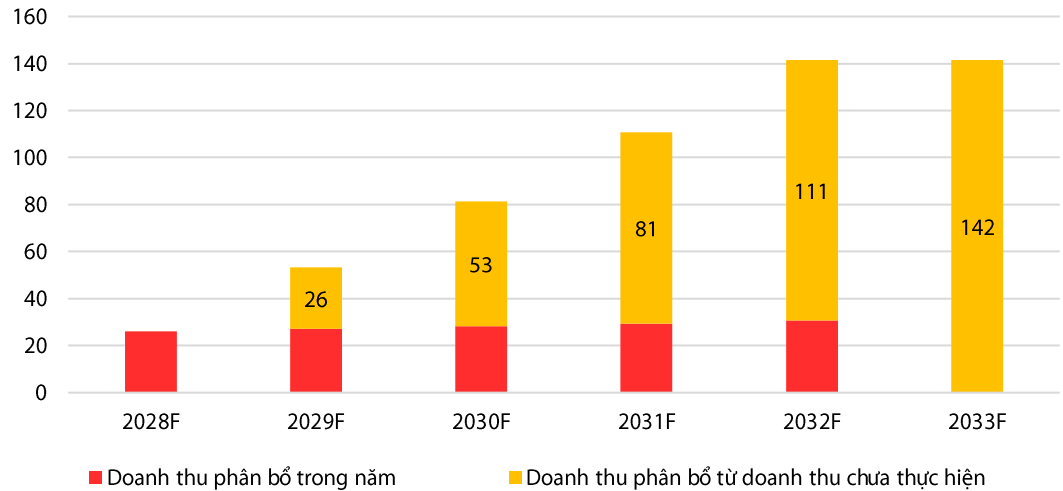
Nguồn: CTCK Rông Việt ước tính

Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ chính thức cho thuê từ năm 2028F, với mức giá thuê ban đầu kỳ vọng đạt 170 USD/m² (tăng trưởng giá 2%/năm) và lộ trình lấp đầy kỳ vọng từ 2028F – 2034F. Theo chúng tôi, mức giá cho thuê này được đánh giá là hợp lý và có cơ sở nhờ: 1/ Lợi thế vị trí cửa ngõ kết nối trực diện về TP.HCM và cụm Logistics trọng điểm (ĐT 741 và cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành) tạo thành hành lang vận tải

thông suốt kết nối thẳng xuống Vành đai 3, Vành đai 4 TP.HCM để đi về các cảng biển lớn (Cát Lái, Cái Mép) và sân bay Long Thành; 2/ Tọa lạc tại thủ phủ gỗ Bình Dương, tiết kiệm chi phí đầu vào.

Do nắm quyền chi phối (51%), PHR dự kiến sẽ hợp nhất 100% doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng hạ tầng khu công nghiệp này vào báo cáo tài chính hợp nhất của Công ty xuyên suốt chu kỳ 50 năm của dự án.

Hình 37: Ước tính doanh thu ghi nhận từ dự án Tân Lập 1 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Các dự án còn lại

Ngoại trừ KCN Bắc Tân Uyên 1 đã xác định đối tác Thaco làm chủ đầu tư (tập trung vào ngành cơ khí/sắt thép) và Tân Lập 1 (PHR tự làm chủ đầu tư), toàn bộ các quỹ đất còn lại trong quy hoạch của PHR bao gồm: Lai Hưng, Bàu Bàng 4, Bắc Tân Uyên 2 mở rộng và Bắc Tân Uyên 3 đều đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý và lập quy hoạch chi tiết 1/2000.

Điểm mới trong chiến lược phát triển dự án KCN của PHR trong giai đoạn này, theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, PHR sẽ giữ vai trò tiên phong trong việc đăng ký làm chủ đầu tư đối với dự án khi doanh nghiệp có đủ năng lực và điều kiện kinh tế. Với hai lợi thế cốt lõi: 1/ Là đơn vị đang trực tiếp quản lý và sử dụng quỹ đất, PHR sở hữu quyền ưu tiên chuyển đổi mục đích sử dụng đất và đăng ký làm chủ đầu tư hạ tầng KCN mà không cần phải trải qua các quy trình đấu giá hay đấu thầu; và 2/ Cấu trúc giá vốn thấp nhờ tự triển khai trên quỹ đất sẵn có.

Tuy nhiên, đối với những quỹ đất được quy hoạch trở thành các dự án KCN công nghệ cao, đòi hỏi kinh nghiệm phát triển của chủ đầu tư theo từng lĩnh vực riêng biệt, PHR vẫn sẵn sàng hợp tác liên doanh cùng phát triển với các đối tác/Tập đoàn mẹ và nhận lại chi phí bồi thường.

Dự án KCN theo diện hợp tác/ bàn giao đất phát triển KCN

Bên cạnh dự án KCN mà PHR có kế hoạch tự làm chủ đầu tư, một trong những nguồn tiền đầu tiên cho PHR đến từ hình thức hợp tác góp vốn và bàn giao đất cao su cho đối tác phát triển. Trong đó:

Dự án VSIP III (691 ha)

PHR đã tiến hành bàn giao 691 ha đất trồng cao su tại Nông trường Hội Nghĩa (thuộc khu vực xã Tân Lập, huyện Bắc Tân Uyên) cho Công ty Liên doanh TNHH KCN Việt Nam - Singapore (VSIP) làm chủ đầu tư. Thỏa thuận bồi thường gồm: 1/ Thu tiền bồi thường, hỗ trợ thiệt hại cố định: Tổng giá trị được xác định lên tới 898,3 tỷ đồng (đã hoàn tất nhận tiền trong giai đoạn từ 2019 – 2022); và 2/ Chia sẻ lợi nhuận dài hạn: PHR được chia 20% lợi nhuận gộp từ phần diện tích đất mà VSIP cho khách hàng thuê lại (bắt đầu

nhận được thu nhập từ 2023 – nay) và VSIP phải cam kết lợi nhuận chia cho PHR không thấp hơn 1,2 tỷ đồng/ha (tính trên tổng diện tích 691 ha). Tuy nhiên, theo thỏa thuận mới nhất giữa PHR và VSIP, Công ty dự kiến sẽ nhận tiền sớm hơn, trong giai đoạn 2026 – 2027. Tổng giá trị bồi thường được xác định lên tới 3.260 tỷ đồng (tương đương mức giá đàm phán ~180 USD/m²). Sau khi trừ đi các khoản PHR đã nhận được thông qua quá trình đền bù và lợi nhuận gộp theo tiến độ cho thuê của VSIP III trong giai đoạn từ 2019 – 2025 (1.157 tỷ đồng), tổng số tiền còn lại PHR có thể nhận trong giai đoạn 2026 – 2027 là 2.150 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, năm 2026 PHR sẽ có thể ghi nhận khoảng 1.150 tỷ đồng từ dự án này, phần còn lại ~1.000 tỷ đồng dự kiến được nhận trong năm 2027.

Bắc Tân Uyên 1 – Thaco (704 ha)

Bên cạnh dự án VSIP III, KCN Bắc Tân Uyên 1 (do Thaco làm chủ đầu tư, định hướng thu hút ngành cơ khí và sắt thép) cũng dự kiến mang lại dòng tiền cho PHR giai đoạn 2026 - 2027. Hiện tại, hai bên đã hoàn tất các thủ tục pháp lý và có quyết định thu hồi đất từ cơ quan quản lý. Mức giá đền bù được xác định ở mức 2,057 tỷ đồng/ha, có phần thấp hơn so với đơn giá của một số dự án bàn giao đất ở các vị trí lân cận trước đây.

Với tổng quy mô dự án là 785 ha, trong đó, phần đất mà PHR bàn giao cho Thaco khoảng 704 ha, tương ứng với tổng mức đền bù ước tính mang lại cho PHR khoảng 1.448 tỷ đồng. Dựa trên lộ trình giải phóng mặt bằng, chúng tôi dự phóng PHR sẽ nhận được khoảng 823 tỷ đồng (400 ha đất bàn giao) vào năm 2026 và 625 tỷ đồng (304 ha đất bàn giao) vào năm 2027.

KCN Nam Tân Uyên mở rộng (NTC 3 - 345,47 ha)

PHR hiện nắm giữ 32,85% cổ phần tại Công ty CP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC). Dự án NTC 3 sở hữu tổng diện tích 345 ha, với tỷ lệ đất thương phẩm đạt 256 ha. Vị trí dự án được hưởng lợi trực tiếp từ việc nâng cấp và mở rộng các tuyến giao thông trọng điểm như ĐT746, ĐT742, Vành đai 3 TP.HCM và tuyến nối cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành khi các hạ tầng mới này dự kiến rút ngắn thời gian kết nối tới cảng Cát Lái, ICD Sóng Thần và sân bay Long Thành. Trong giai đoạn 2023 - 2024, NTC đã ký hợp đồng ghi nhớ (MOU) cho phần diện tích 90 ha. Tính đến năm 2025, Công ty đã hoàn thiện ký hợp đồng chính thức cho diện tích 47 ha và ghi nhận bàn giao khoảng 17 ha trong giai đoạn 2024 – 2025 (hạch toán theo phương thức ghi nhận doanh thu một lần), với giá cho thuê thời điểm đó ghi nhận \$140/m².

Tuy nhiên, theo quy định điều chỉnh của Thông tư 200/2014/TT-BTC, các điều kiện ghi nhận doanh thu một lần đã bị siết chặt nhằm phản ánh đúng bản chất dòng tiền phân bổ theo thời gian thuê. Do đó, để thích ứng với thay đổi này, NTC dự kiến sẽ đẩy mạnh tốc độ lấp đầy toàn bộ phần diện tích thương phẩm còn lại nhằm tối ưu hóa quy mô dòng tiền mặt thực tế thu về, đảm bảo nền tảng doanh thu phân bổ ổn định và bền vững qua từng năm. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng NTC sẽ hoàn tất việc chuyển đổi và ký hợp đồng chính thức cho 43 ha MoU còn lại ngay trong năm 2026. Về tiến độ bàn giao, chúng tôi dự phóng diện tích bàn giao thực tế của dự án NTC3 sẽ lần lượt đạt 51 ha (năm 2026F) và 38 ha (năm 2027F).

Song song với việc giải quyết diện tích đã ký Mou cũ, chúng tôi kỳ vọng NTC sẽ quyết liệt đẩy mạnh hoạt động bán hàng và tiếp thị đối với phần diện tích thương phẩm còn lại. Giá cho thuê đối với các hợp đồng mới hiện ước tính tăng lên mức 160 – 170 USD/m².

Bên cạnh mảng hạ tầng công nghiệp, PHR cũng lên kế hoạch hợp tác chiến lược với VSIP để phát triển một dự án nhà ở gần KCN với quy mô 500 ha trong vòng 5 năm tới. Dự án sở hữu vị trí cạnh KCN VSIP III, dự kiến thu hút nhu cầu về nhà ở thực của đội ngũ chuyên gia, lao động chất lượng cao tại VSIP III. Hiện tại, dự án đã được đưa vào quy hoạch phát triển giai đoạn 3 của thành phố.

3. Các mảng khác

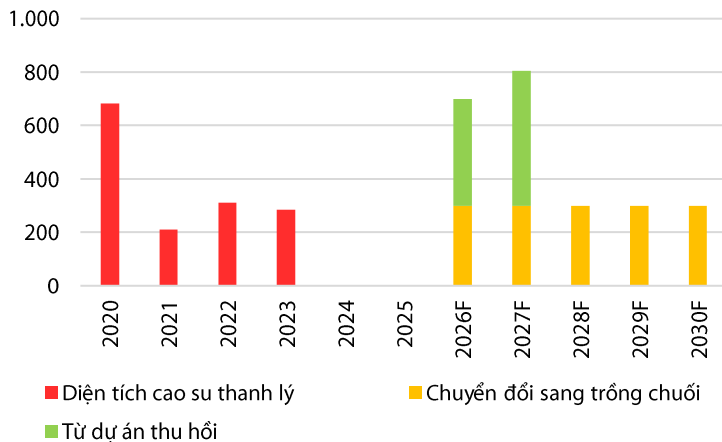
Thanh lý vườn cao su

Đây là hoạt động khai thác giá trị cuối cùng của cây cao su, sau chu kỳ lấy mủ từ 20–25 năm để thực hiện tái canh. PHR thường thanh lý rải vụ trong năm để vừa tận thu sản lượng mủ vừa tranh thủ giá bán thân cây tốt nhất. Điểm đặc trưng nhất của mảng này là biên lợi nhuận gộp cao (trên 80%), đóng góp phần lớn vào mục "Thu nhập khác" trên báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

Giai đoạn 2026F – 2030F đánh dấu sự hồi phục trở lại của doanh thu mảng thanh lý gỗ cao su tại PHR sau hai năm chậm đậy (2024 – 2025). Khối lượng gỗ thanh lý trong giai đoạn này dự kiến từ:

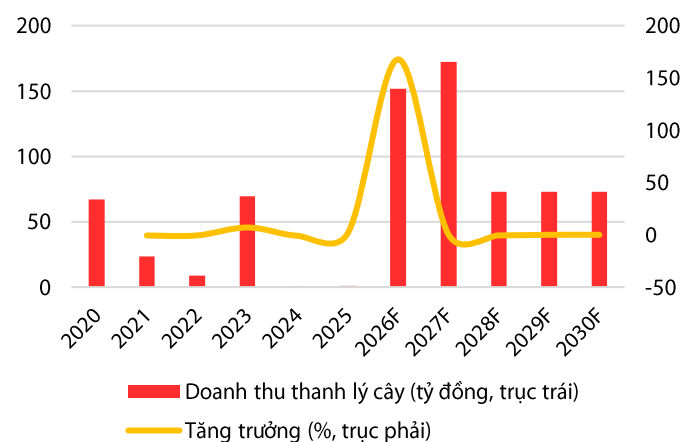
- Thanh lý để bàn giao đất KCN (THACO & Tân Lập 1): Đây là động lực chính tạo sự bùng nổ diện tích thanh lý trong hai năm 2026F – 2027F. Bên cạnh việc bàn giao đất cho THACO (Bắc Tân Uyên 1), năm 2027F sẽ ghi nhận thêm khoảng 200 ha diện tích cao su dự kiến thanh lý để bàn giao mặt bằng cho dự án Tân Lập 1. Do phải thanh lý cây theo quy hoạch dự án, tỷ trọng độ tuổi cây tại các phân khu này có sự phân hóa đáng kể. Đối với các phân khu có chất lượng gỗ tốt, giá bán vẫn đạt mức cao (ước tính bình quân khoảng 244 triệu đồng/ha); tuy nhiên, riêng đối với những phần diện tích cây còn nhỏ hoặc chưa đạt độ tuổi khai thác tối ưu, mức giá thanh lý ước tính chỉ đạt quanh mức 100 triệu đồng/ha.
- Thanh lý chủ động để chuyển đổi sang trồng chuối: Song song với quỹ đất bàn giao làm KCN, PHR duy trì kế hoạch thanh lý cuốn chiếu đều đặn khoảng 300 ha/năm để phục vụ mô hình nông nghiệp công nghệ cao. Do chủ động trong việc lựa chọn các vườn cây già cỗi đã hết chu kỳ khai thác mủ, cấu phần này tối ưu hóa được chất lượng gỗ thương phẩm.

Hình 38: Diện tích thanh lý cao su (ha)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 39: Doanh thu thanh lý cây giai đoạn 2026F – 2030F



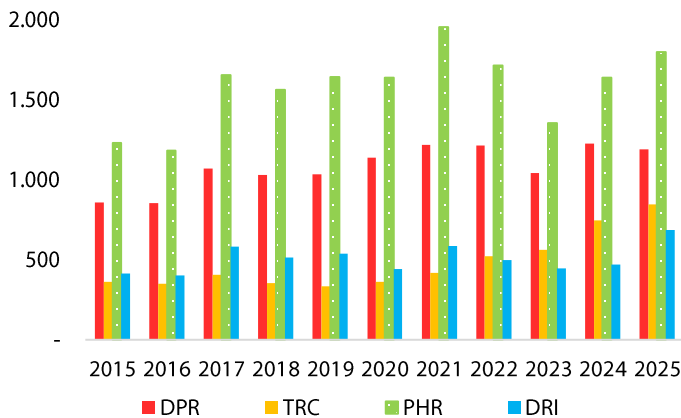
Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Vị thế doanh nghiệp

Mặc dù từng là một trong những doanh nghiệp đầu tàu thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG), vị thế trong mảng cốt lõi sản xuất cao su của Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) theo đánh giá của chúng tôi hiện không còn duy trì được lợi thế cạnh tranh về biên lợi nhuận gộp khi đặt cạnh các đối thủ cùng ngành. Với chiến lược ưu tiên chuyển đổi quỹ đất sang phát triển khu công nghiệp và đô thị tại Bình Dương, PHR chủ trương ngưng kế hoạch tái canh mới, khiến năng suất thu hoạch (yield) của vườn cây già cỗi ước tính ngày càng suy giảm. Việc diện tích tự khai thác bị thu hẹp buộc PHR phải gia tăng tỷ trọng thu mua mủ tạp và mủ tiểu điền từ bên ngoài, làm ảnh hưởng đến tính đồng nhất của sản phẩm đầu ra, khiến giá bán bình quân chịu áp lực và đầu ra có phần hạn chế hơn. Trong khi đó, các doanh nghiệp khác trong ngành lại sở hữu những động lực nội tại rất ổn định; điển hình như DPR nhờ có cơ cấu

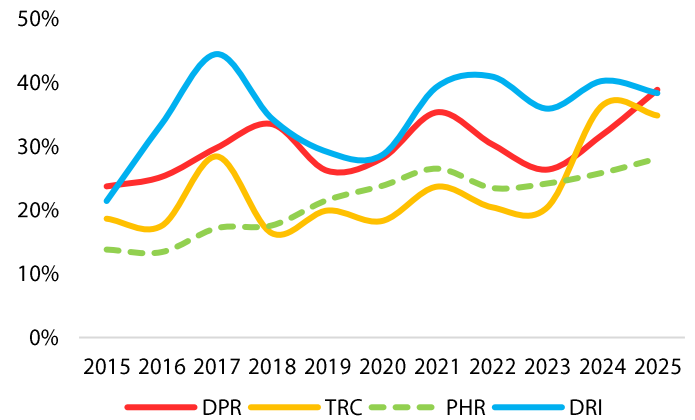
và năng suất tuổi cây đồng đều, kết hợp với tỷ trọng mua ngoài không quá nhiều nên tối ưu hóa được chất lượng sản phẩm. Trong khi đó, TRC dự kiến sẽ ghi nhận yield tăng trưởng mạnh mẽ khi phần lớn diện tích vườn cây bước vào độ tuổi khai thác tối ưu, còn DRI lại nắm giữ lợi thế tuyệt đối về chi phí nhân công giá rẻ tại Lào để duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao. Sự phân hóa rõ rệt này minh chứng cho việc PHR chấp nhận lùi lại trong chuỗi giá trị cao su truyền thống, nhường dư địa tăng trưởng mủ cao su cho các đối thủ để đổi lấy một vị thế mới trong lĩnh vực phát triển hạ tầng công nghiệp với tỷ suất sinh lời dài hạn cao hơn.

Hình 40: Doanh thu của PHR so với các DN cùng ngành (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, TRC, DPR, DRI, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 41: Biên lợi nhuận gộp của PHR so với các DN cùng ngành (%)



Nguồn: PHR, TRC, DPR, DRI, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bảng: PHR và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VÒNG QUAY KHOẢN PHẢI THU						
PHR	19,5	28,9	26,9	23,0	23,3	33,0
Trung bình	31,7	445,3	61,0	48,5	123,2	990,6
Trung vị	32,8	42,9	46,9	49,3	115,2	40,5
VÒNG QUAY KHOẢN PHẢI TRẢ						
PHR	19,3	27,9	20,6	16,5	25,9	29,8
Trung bình	84,0	91,3	103,4	126,8	96,6	125,7
Trung vị	91,2	112,9	130,7	144,3	96,8	70,6
VÒNG QUAY HÀNG TỒN KHO						
PHR	3,8	4,5	4,0	3,2	3,3	3,6
Trung bình	5,6	4,8	4,7	5,4	4,9	3,7
Trung vị	5,6	4,8	4,0	4,1	5,1	3,5
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP (%)						
PHR	23,8%	26,6%	23,5%	24,2%	25,9%	28,1%
Trung bình	25,0%	32,8%	30,6%	27,6%	36,2%	37,3%
Trung vị	28,1%	35,4%	30,3%	26,4%	36,4%	38,3%
BIÊN EBITDA (%)						
PHR	23,2%	24,8%	21,6%	24,5%	24,1%	23,6%
Trung bình	26,7%	33,6%	29,6%	26,2%	34,0%	33,1%
Trung vị	28,6%	35,8%	30,9%	27,7%	35,7%	33,3%
ROE %						
PHR	37,8%	15,4%	28,3%	17,9%	12,5%	12,3%

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Trung bình	6,3%	13,1%	9,6%	8,9%	14,3%	16,1%
Trung vị	6,0%	11,4%	11,3%	9,0%	12,6%	12,5%
ROA %						
PHR	17,5%	7,6%	14,4%	9,9%	7,6%	7,9%
Trung bình	3,8%	7,8%	6,3%	6,3%	10,8%	12,0%
Trung vị	4,7%	7,5%	6,1%	5,0%	10,6%	10,9%
P/E						
PHR	10,0	13,0	7,4	11,4	18,9	20,7
Trung bình	30,6	9,0	10,4	18,2	10,9	9,4
Trung vị	23,3	6,4	6,8	16,2	11,2	9,0
P/B						
PHR	3,1	1,8	2,0	1,9	2,3	2,3
Trung bình	1,2	0,8	0,7	1,4	1,4	1,3
Trung vị	1,4	0,7	0,6	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA						
PHR	27,1	12,1	18,5	22,3	22,3	21,0
Trung bình	13,4	6,6	6,2	12,3	8,1	7,3
Trung vị	9,3	5,4	4,6	13,0	8,5	7,0
TỶ SUẤT CỔ TỨC THỰC TRẢ (%)						
PHR	6,1%	6,3%	12,3%	5,8%	2,1%	0,0%
Trung bình	4,1%	7,8%	5,6%	3,4%	5,2%	0,0%
Trung vị	4,3%	6,4%	4,0%	3,9%	5,0%	0,0%

Nguồn: PHR, TRC, DPR, DRI, CTCK Rông Việt tổng hợp.

TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU

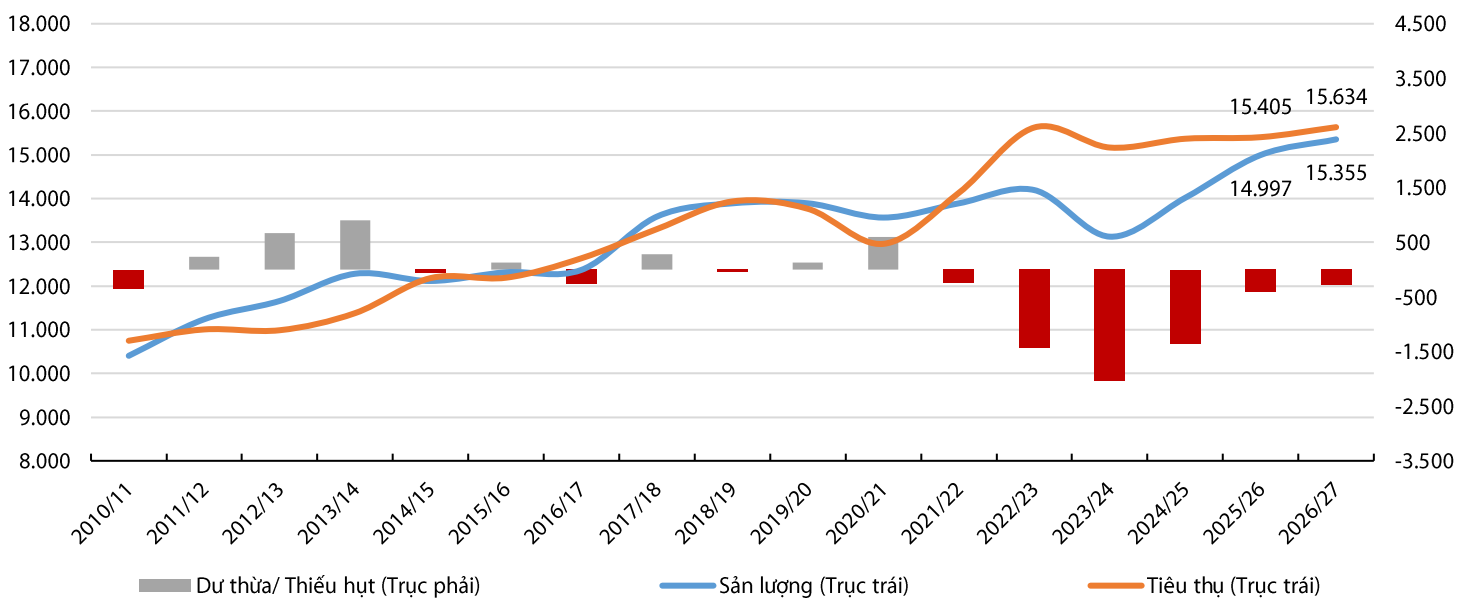
Cập nhật thị trường cao su Thế giới năm 2025

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 là 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 của ngành ô tô toàn cầu, với lượng xe du lịch toàn cầu (2022) tăng gần 8% so với năm trước (OICA), trong đó mức phục hồi mạnh nhất đến từ Trung Quốc và Ấn Độ. Nhờ đó, cán cân cung – cầu toàn cầu đã dần thu hẹp mức dư thừa và thậm chí bước vào tình trạng thiếu hụt từ sau năm 2022.

Năm 2025, số liệu tiếp tục ghi nhận sự thắt chặt của nguồn cung khi tổng sản lượng sản xuất toàn cầu dừng lại ở mức 14.997 nghìn tấn (khoảng 15,0 triệu tấn). Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên trên toàn thế giới tiếp tục duy trì mức nền cao tại 15.405 nghìn tấn (khoảng 15,4 triệu tấn). Do đó, cán cân cung – cầu thị trường cao su tiếp tục rơi vào trạng thái thâm hụt ròng 408.000 tấn trong năm 2025.

Hình 42: Tương quan giữa sản lượng và tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn thế giới 2011 – 2026F (nghìn tấn)

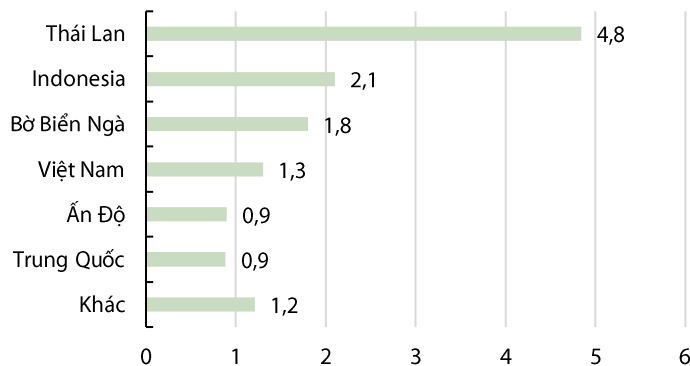


Nguồn: ANRPC ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Về sản lượng sản xuất CSTN toàn cầu, Thái Lan tiếp tục dẫn đầu với tổng sản lượng đạt 4,8 triệu tấn, Indonesia khoảng 2,1 triệu tấn, Bờ Biển Ngà khoảng 1,8 triệu tấn và Việt Nam chiếm khoảng 1,3 triệu tấn.

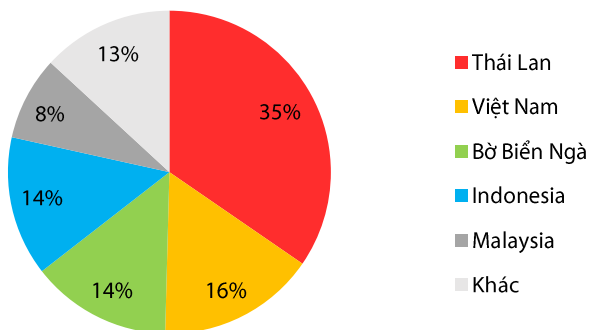
Về mặt tiêu thụ, Trung Quốc tiếp tục là thị trường tiêu thụ CSTN lớn nhất thế giới. Năm 2025, thị trường này tiêu thụ 7,8 triệu tấn, nhờ vị thế trung tâm sản xuất lốp xe và các sản phẩm cao su xuất khẩu. Theo sau là Ấn Độ (1,4 triệu tấn, chiếm 9%), Thái Lan (1,0 triệu tấn), Hoa Kỳ, Nhật Bản và các quốc gia khác (3,4 triệu tấn).

Hình 43: Top các quốc gia sản xuất CSTN 2025 (triệu tấn)



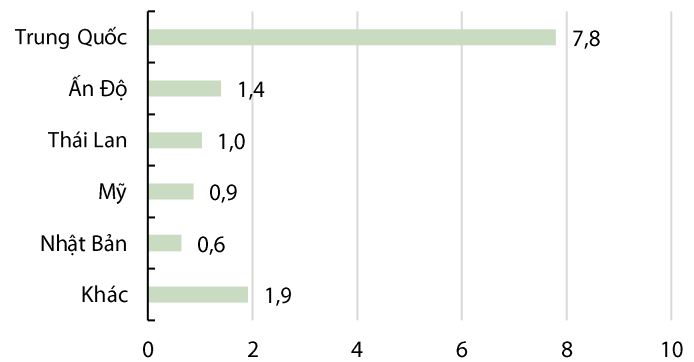
Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 45: Top 5 quốc gia xuất khẩu CSTN 2025 (%)



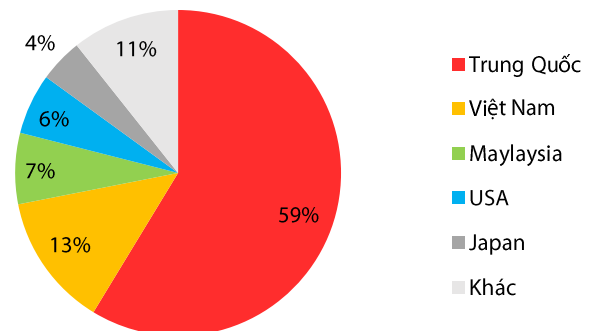
Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 44: Top các quốc gia tiêu thụ CSTN 2025 (triệu tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hình 46: Top 5 quốc gia nhập khẩu CSTN 2025 (%)



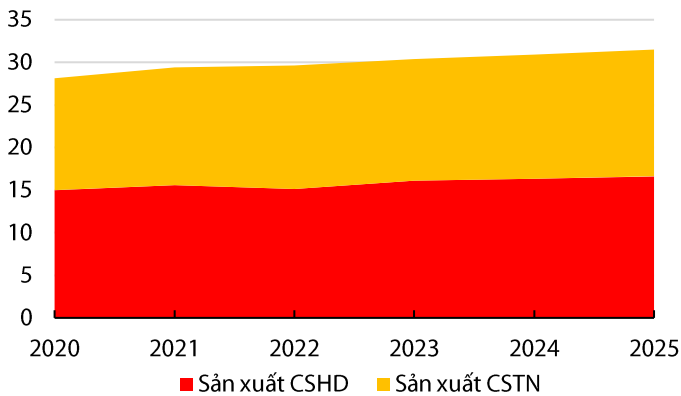
Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

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 2020–2025, 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 9T2025, Trung Quốc hiện là nhà sản xuất CSTH lớn nhất thế giới, chiếm 41% 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.

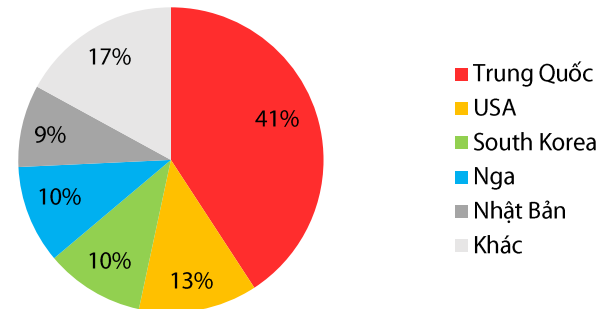
Tuy vậy, cao su thiên nhiên vẫn giữ vai trò **không thể thay thế** trong nhiều ứng dụng đặc thù như lốp xe tải nặng, hàng không, hoặc các sản phẩm cần độ bền kéo và đàn hồi cao, những đặc tính mà cao su tổng hợp chưa thể thay thế hoàn toàn.

Hình 47: Sản lượng sản xuất CSTN và CSTD (triệu tấn)



Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 48: Top các quốc gia sản xuất CSTD 2025 (triệu tấn)

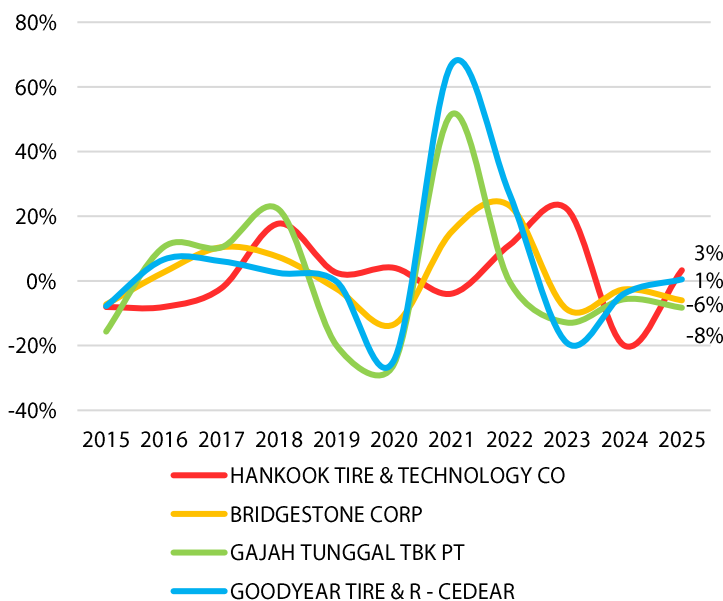


Nguồn: MRC, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Đối với **các ông lớn sản xuất lốp trong ngành**, nhìn lại giai đoạn lịch sử, năm 2021 được coi là đỉnh tăng trưởng kỷ lục của cả doanh thu và hàng tồn kho đối với các ông lớn sản xuất sảm lốp như Goodyear, Bridgestone, Hankook và Gajah Tunggal. Hiện tượng bất phá đồng loạt này là hệ quả tổng hòa của hai yếu tố vĩ mô tác động trực tiếp sau đại dịch: 1/ Sự bùng nổ của nhu cầu nén di chuyển, vận tải thúc đẩy lượng tiêu thụ lốp thay thế tăng vọt và 2/ Tâm lý phòng thủ trước cuộc khủng hoảng đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, buộc các hãng lốp phải từ bỏ chiến lược quản trị tối ưu để chuyển sang ồ ạt tích trữ nguyên liệu và đẩy hàng tồn kho của Goodyear vọt lên gần 70% hay Gajah Tunggal vượt 50%.

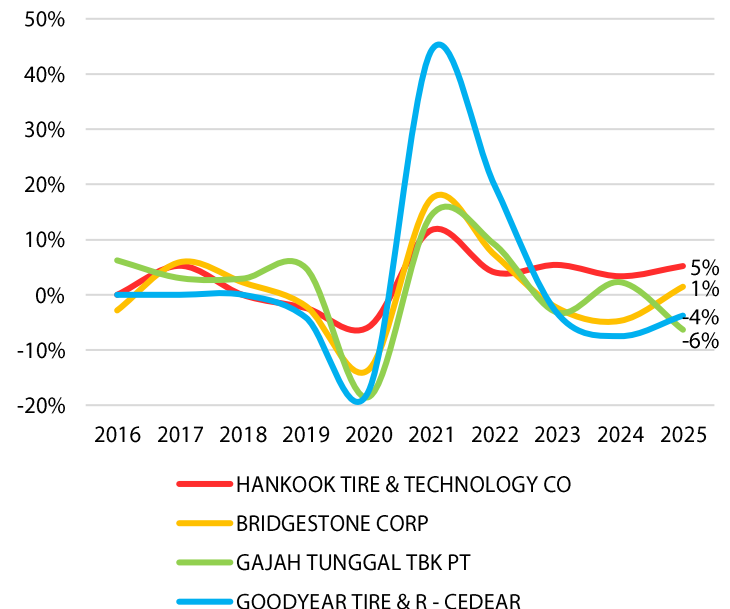
Sau khi lập đỉnh vào năm 2021, ngành sảm lốp bước vào giai đoạn thắt chặt, phân hóa kéo dài và chính thức thiết lập vùng đáy tăng trưởng doanh thu vào năm 2024 do áp lực lạm phát ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ và chu kỳ xả hàng tồn kho kéo dài của các đại lý phân phối.

Hình 49: Tăng trưởng hàng tồn kho của Top 4 công ty sản xuất lốp chiếm thị phần lớn nhất thế giới từ 2016 – 2025 (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 50: Tăng trưởng doanh thu của Top 4 công ty sản xuất lốp chiếm thị phần lớn nhất thế giới từ 2016 – 2025 (%)

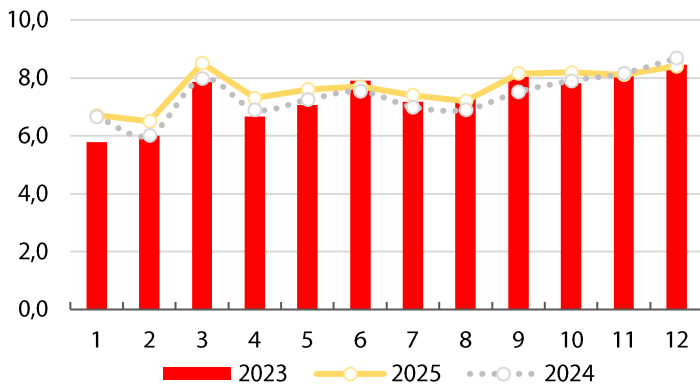


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Tuy nhiên, bước sang năm 2025, thị trường hạ nguồn đã xác định được xu hướng tạo đáy thành công và bắt đầu ghi nhận các tín hiệu tăng trưởng nhẹ trở lại. Sự đảo chiều này được thúc đẩy bởi ba động lực cốt lõi: 1/ Chu kỳ xả kho kéo dài đã kết thúc khi lượng hàng lưu kho trở về mức tối thiểu an toàn, buộc các đại lý phải quay lại kích hoạt các đơn đặt hàng mới để lấp đầy kệ kho; 2/ Sự thâm nhập sâu của làn sóng xe điện toàn cầu đạt quy mô đủ lớn để kích hoạt một vòng đời tiêu thụ mới; do xe điện có tự trọng nặng hơn và mô-men xoắn tức thời lớn, tốc độ mài mòn lốp nhanh hơn xe xăng từ 20% đến 30%, từ đó rút ngắn chu kỳ thay lốp của người tiêu dùng và kéo doanh thu toàn ngành vượt đáy và 3/ Sự dịch chuyển sang phân khúc tiêu dùng, nơi người mua có xu hướng hạ cấp từ các dòng lốp cao cấp cao sang các dòng lốp hiệu năng cao nhưng tối ưu về chi phí. Điều này giải thích vì sao Hankook duy trì mức tăng trưởng doanh thu dương vượt trội đạt 5% trong năm 2025, vượt lên trên mức tăng trưởng dương nhẹ 1% của Bridgestone Corp.

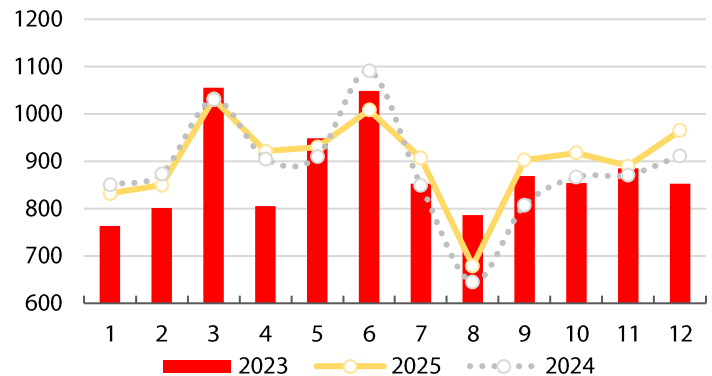
Theo LMC Automotive, doanh số bán xe hạng nhẹ toàn cầu trong năm 2025 đạt khoảng 8.4 triệu chiếc (-3% YoY), chủ yếu do sự sụt giảm doanh số bán hàng tại Trung Quốc do niềm tin người tiêu dùng suy yếu và sự giảm dần các ưu đãi thuế mua xe đối với xe năng lượng mới. Nhu cầu ô tô không tăng trưởng mạnh như dự kiến, cũng đặt ra sự không chắc chắn về mức tiêu thụ CSTN trong sản xuất sẫm lốp.

Hình 51: Doanh số bán xe hạng nhẹ toàn cầu (triệu chiếc)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 52: Doanh số bán xe du lịch EU (nghìn chiếc)



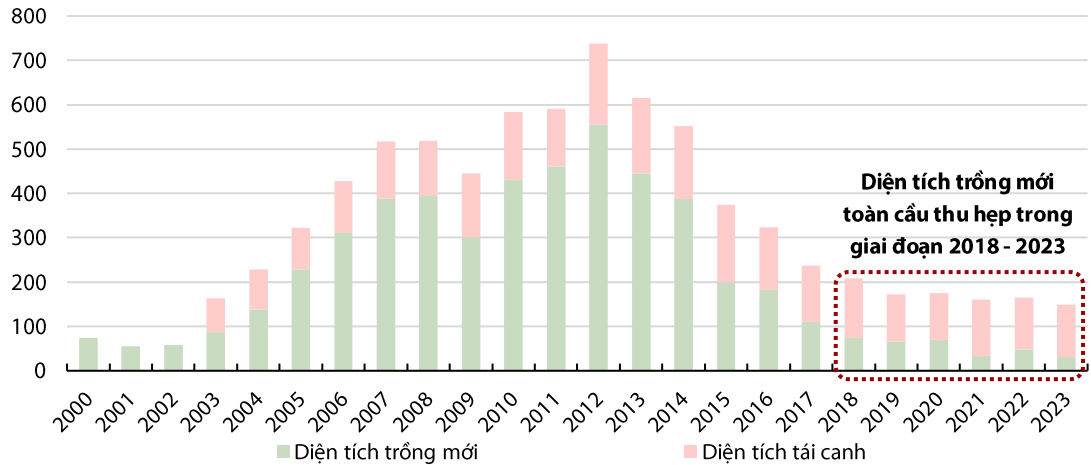
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Triển vọng nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu năm 2026

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 5-7 năm tới dự kiến 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 trong các giai đoạn trước đây.

Do đó, nguồn cung cao su thiên nhiên toàn thế giới năm 2026 được dự báo tiếp tục đối mặt với **trạng thái thiếu hụt**, duy trì thâm hụt ròng năm thứ sáu liên tiếp.

Hình 53: Diện tích trồng mới và tái canh CSTN toàn cầu giai đoạn 2000 - 2023 (nghìn ha)



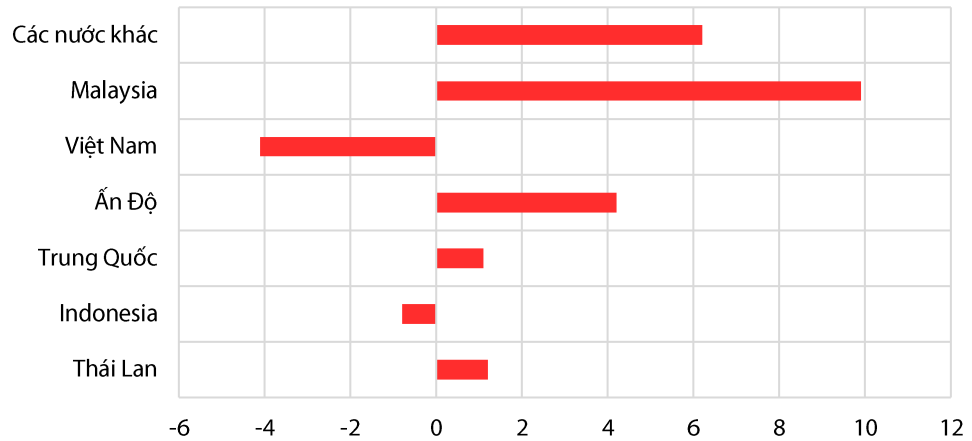
Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), sản lượng cao su toàn cầu năm 2026 dự kiến tăng khoảng 15,3 triệu tấn (+2,2%) trong khi nhu cầu được dự báo khoảng 15,6 triệu tấn (+1,4% YoY). Trong đó, nhu cầu CSTN tại thị trường lớn nhất là Trung Quốc được dự báo tăng khoảng 1,7%.

Về từng quốc gia, theo dự báo của ANRPC, trong năm 2026, nguồn cung cao su thiên nhiên có những diễn biến phân hóa tại nhiều khu vực sản xuất chủ lực:

- **Thái Lan**, quốc gia sản xuất cao su lớn nhất thế giới, được dự báo sẽ tăng khoảng 2,2% sản lượng trong năm 2026, tương ứng với 4,8 triệu tấn, dù diện tích thu hoạch vẫn nổi tiếp xu hướng giảm do sự chuyển dịch sang trồng những loại cây ăn quả và cây lâu năm như sầu riêng và cây dầu cọ ở miền Nam và miền Trung nước này. Chúng tôi cho rằng việc dự báo lượng mưa thấp hơn so với năm 2025 dẫn đến số ngày thu hoạch mủ sẽ cao hơn, đồng thời cũng làm giảm khả năng phát bệnh rụng lá là những yếu tố khiến cho sản lượng năm 2026 được dự báo có sự tăng trưởng nhẹ.
- **Malaysia** dự kiến tăng ~9,9% YoY. Trong khi đó, **Việt Nam** dự kiến giảm ~4,2% YoY và về mức 1,24 triệu tấn, do phần diện tích dự kiến được thu hồi để phát triển KCN; Indonesia dự kiến giảm khoảng 0,8% YoY.

Hình 54: Dự kiến % tăng/giảm sản lượng cao su thiên nhiên tại các nước sản xuất chính năm 2026 so với năm 2025 (%)

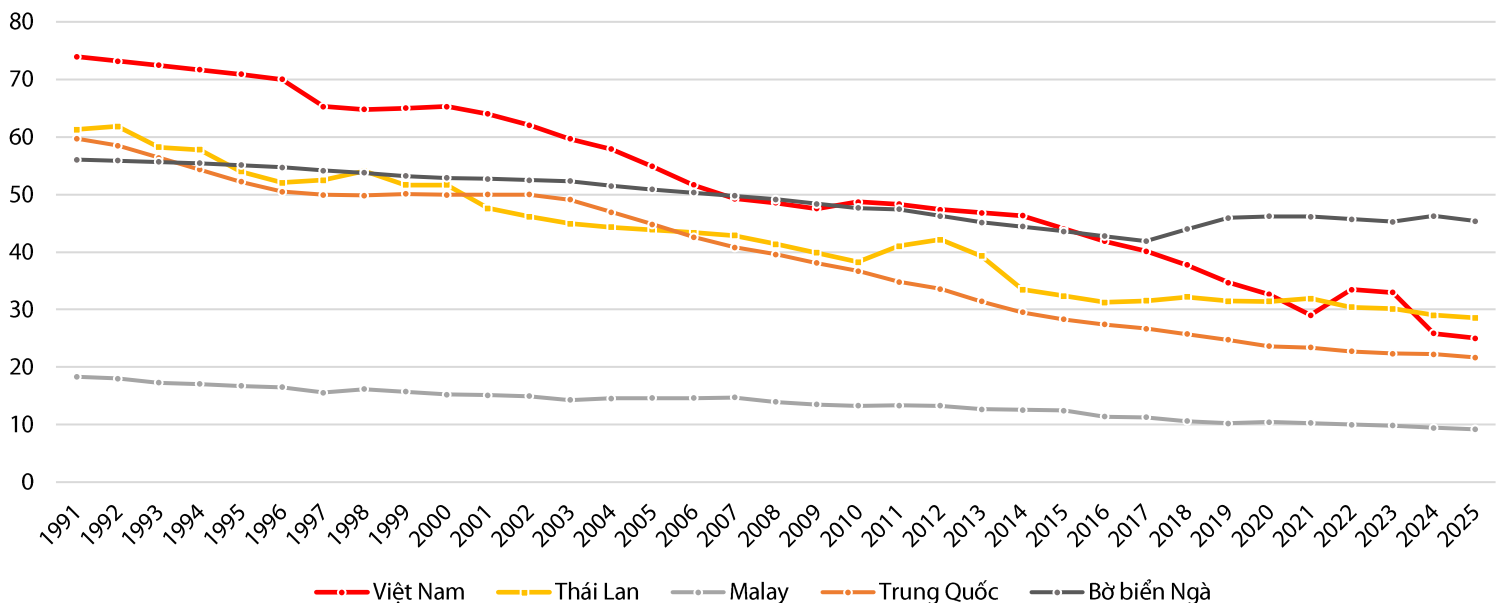


Nguồn: ANRPC ước tính, CTCK Rồng Việt tổng hợp

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 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.

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



Nguồn: WorldBank, CTCK Rồng Việt tổng hợp

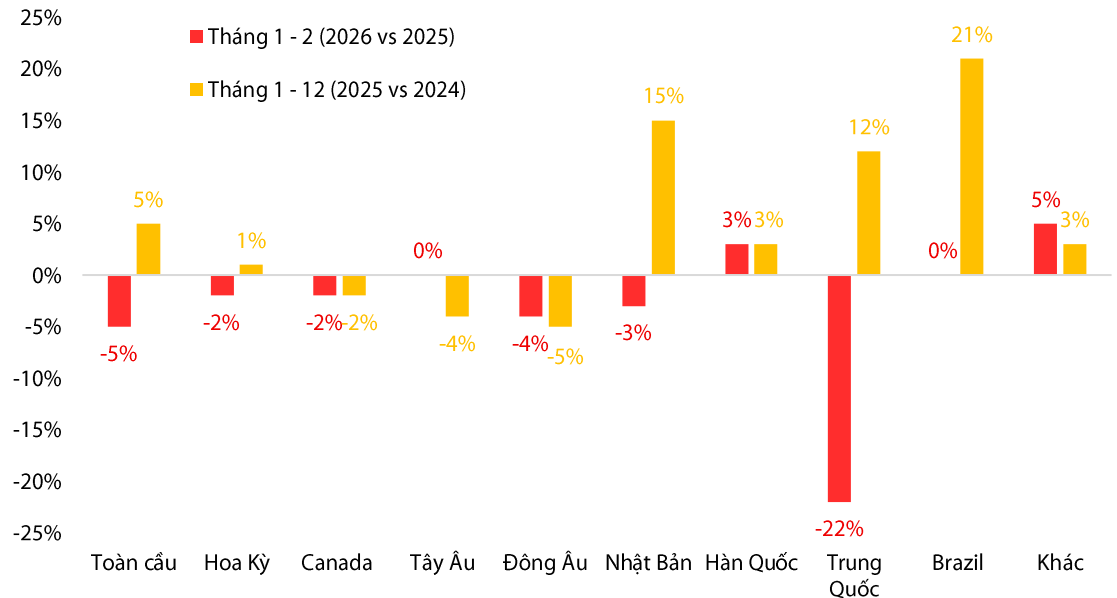
Triển vọng nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu năm 2026

Triển vọng nhu cầu cao su tự nhiên toàn cầu trong năm 2026 đang vận hành trong một kịch bản phức tạp, nơi các xung đột địa chính trị thượng nguồn vừa tạo ra lực cản lên sức mua truyền thống, vừa vô tình kích hoạt một chu kỳ dịch chuyển cấu trúc hạ nguồn cho toàn ngành.

Áp lực chi phí sản xuất và sức ép lạm phát kìm hãm thị trường xe xăng truyền thống

Cuộc xung đột leo thang giữa Hoa Kỳ và Iran đã giáng một đòn mạnh vào thị trường năng lượng toàn cầu, đẩy giá dầu thô biến động thất thường và liên tục neo ở mức cao. Do cao su tổng hợp (CSTH) là dẫn xuất trực tiếp từ quá trình hóa dầu, đà tăng của giá dầu đã và đang kéo theo chi phí sản xuất CSTH tăng phi mã, đặt các doanh nghiệp sản xuất vào thế gọng kìm về chi phí đầu vào. Hệ quả trực tiếp từ cú sốc năng lượng này là áp lực lạm phát quay trở lại, làm suy yếu nghiêm trọng sức mua chung của người tiêu dùng. Tại các thị trường tiêu thụ phương Tây lớn như Mỹ hay Nhật Bản, doanh số bán xe truyền thống đang phải đối mặt với một bức tranh bất định và ảm đạm. Sự sụt giảm trong tâm lý người tiêu dùng, cộng với những rủi ro địa chính trị trực tiếp từ cuộc chiến tại Iran, đang khiến triển vọng bán hàng của phân khúc xe chạy xăng trong toàn ngành trở nên kém sắc.

Hình 56: Tăng trưởng doanh số bán ô tô toàn cầu theo khu vực (%)



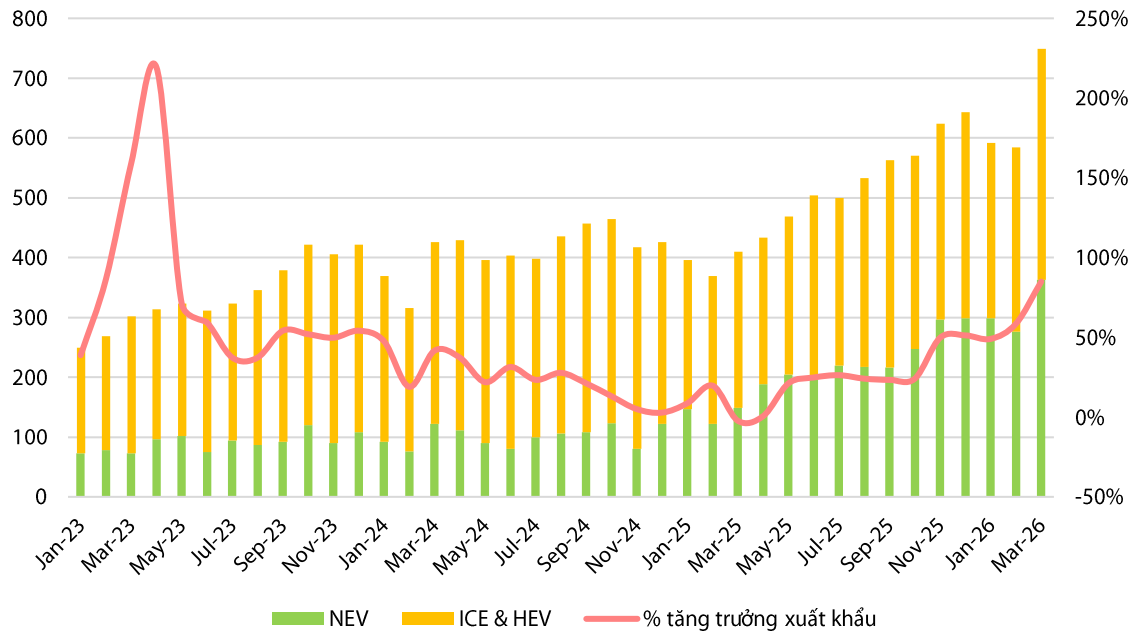
Nguồn: Marklines, Bloomberg Intelligence, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cú sốc giá dầu mở đường cho sự tăng trưởng của kỷ nguyên xe điện và xe Hybrid

Tuy nhiên, sự không ổn định của giá dầu do chiến tranh Iran đang trở thành chất xúc tác mạnh mẽ, làm thay đổi hành vi của người tiêu dùng và mở ra một "con đường mới" cho phân khúc xe điện (EV) và xe hybrid. Thị phần của EV trong lưu lượng showroom tại các trung tâm phân phối lớn ghi nhận tăng mạnh trở lại mức 50% kể từ tháng 3 năm 2026. Bước sang quý 2 năm 2026, dòng xe "xanh" tiếp tục chứng minh được sự kiên cường với đà tăng trưởng doanh số vượt trội, đi kèm với nhu cầu tiêu thụ vững chắc trên khắp khu vực Châu Âu.

Nơi thể hiện rõ nét nhất sức mạnh chuyển dịch này chính là năng lực xuất khẩu của Trung Quốc – công xưởng xe điện toàn cầu. Chỉ tính riêng trong quý 1 năm 2026, sản lượng xuất khẩu xe du lịch của quốc gia này đã đạt mức cao kỷ lục 935.000 chiếc, ghi nhận tốc độ bứt phá kinh ngạc lên tới 123% so với cùng kỳ năm trước, dưới sự dẫn dắt và định hình làn sóng của các tên tuổi lớn như BYD, SAIC và Geely.

Hình 57: Động lực tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc chuyển dịch từ Xe xăng (ICE & HEV) sang Xe điện (NEV) (nghìn chiếc)



Nguồn: CATARC, CAAM, Bloomberg Intelligence, CTCK Rổng Việt tổng hợp

Tác động cộng hưởng đến nhu cầu dài hạn của ngành cao su tự nhiên

Đối với ngành cao su tự nhiên, chúng tôi nhận thấy làn sóng thay đổi hành vi tiêu dùng xe điện dưới áp lực giá dầu cao chính là “chiếc phao cứu sinh” bảo chứng cho triển vọng nhu cầu dài hạn. Do xe điện sở hữu những đặc tính kỹ thuật hoàn toàn khác biệt như trọng lượng pin đắt đỏ khiến tự trọng xe nặng hơn, kết hợp với mô-men xoắn tức thời lớn làm gia tăng lực ma sát khi tăng tốc. Những yếu tố này khiến lốp xe điện **bị mài mòn nhanh hơn** từ 20% đến 30% so với xe xăng truyền thống, trực tiếp rút ngắn chu kỳ thay lốp định kỳ của người dùng xuống còn **2-3 năm**.

Do đó, dù doanh số bán xe mới toàn cầu có thể chịu ảnh hưởng ngắn hạn từ bất ổn vĩ mô, nhu cầu cốt lõi của ngành cao su tự nhiên dự kiến vẫn sẽ được duy trì nhờ áp lực thay lốp định kỳ từ lượng xe điện đang lưu thông ngày càng nhiều trên thế giới. Đây chính là nút thắt định hình lại phân khúc, dịch chuyển dòng chảy tiêu thụ sang các loại cao su kỹ thuật cao phục vụ riêng cho công nghệ lốp xe thế hệ mới. Trên cơ sở đó, 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**.

Triển vọng giá cao su thiên nhiên năm 2026

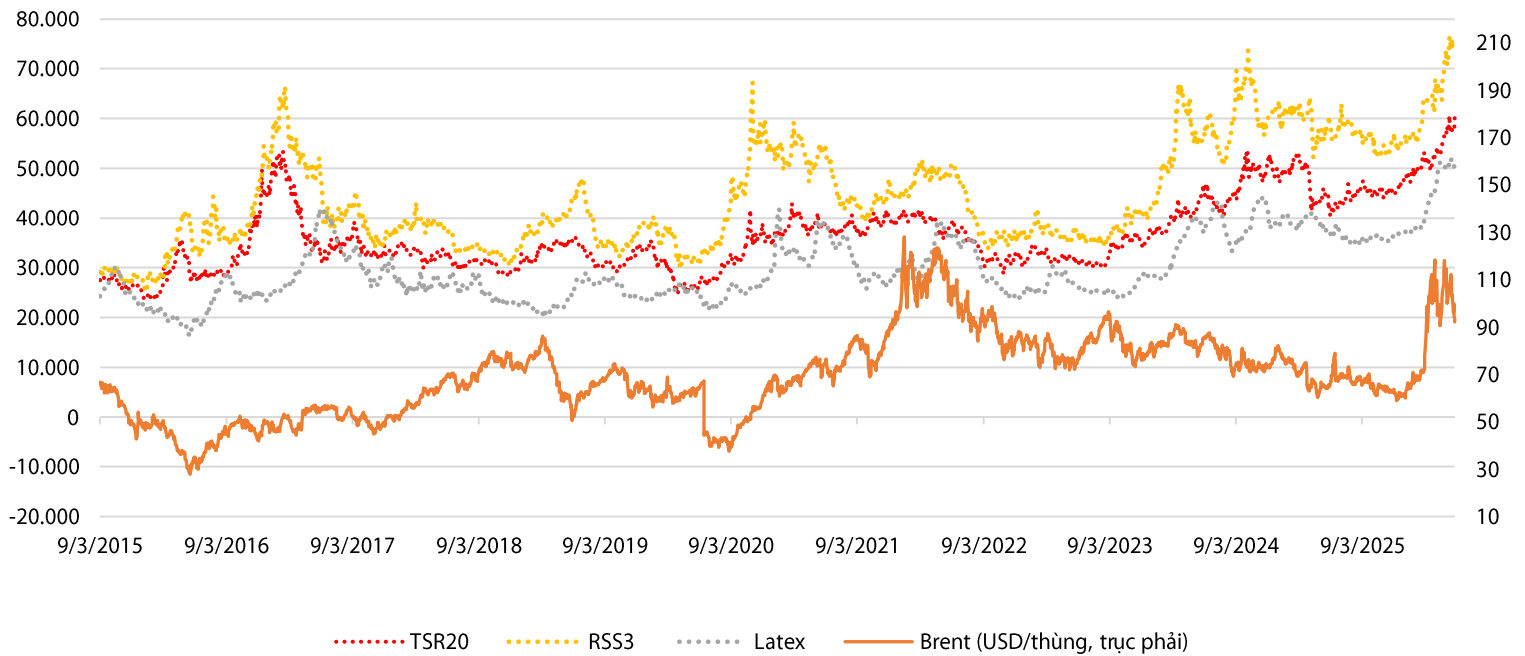
Chúng tôi cho rằng động lực cốt lõi và bền vững nhất bảo chứng cho xu hướng của giá cao su tự nhiên trong năm 2026 chính là trạng thái thâm hụt ròng toàn thế giới, dự kiến kéo dài sang năm thứ sáu liên tiếp, khiến cán cân cung - cầu nội tại của ngành cao su vẫn vận hành trong trạng thái thắt chặt.

Bên cạnh yếu tố cung - cầu nội tại, chúng tôi nhận thấy mối tương quan giữa thị trường cao su và thị trường năng lượng cũng đóng vai trò quan trọng trong việc tác động đến giá CSTN. Thông thường, giá dầu thô biến động neo cao sẽ đẩy chi phí sản xuất cao su tổng hợp (CSTH) – dẫn xuất trực tiếp từ quá trình hóa dầu tăng mạnh, từ đó thúc đẩy các hãng lốp xe tăng cường thu mua CSTN để thay thế.

Tuy nhiên, thị trường năm 2026 ghi nhận một “nghịch lý” kỹ thuật khi giá dầu Brent có những nhịp hạ nhiệt ngắn hạn, nhưng giá cao su tự nhiên (các dòng RSS3, TSR20, Latex) vẫn neo cao. Bản chất của hiện tượng phân kỳ này nằm ở sự đứt gãy mang tính cơ cấu của chuỗi hóa dầu hạ nguồn do ảnh hưởng từ

cuộc xung đột địa chính trị Mỹ - Iran. Khi rủi ro năng lượng duy trì, các nhà máy lọc dầu bắt buộc phải cắt giảm công suất vận hành và ưu tiên nguồn dầu thô cho các sản phẩm năng lượng cốt lõi như xăng hay dầu diesel để phục vụ an ninh quốc gia. Do đó, sản lượng của các sản phẩm phụ phụ thuộc sâu như Naphtha và đặc biệt là Butadiene (nguyên liệu chiếm hơn 70% cấu phần làm ra cao su tổng hợp) bị siết chặt trên phạm vi toàn cầu, khiến cho chi phí sản xuất cao su tổng hợp thực tế chưa được giảm xuống. Do đó, các nhà sản xuất sẫm lớp hạ nguồn phải tiếp tục chấp nhận các mức giá cao của CSTN để đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào.

Hình 58: Tương quan giữa giá dầu Brent và giá cao su ('000 đồng/tấn) giai đoạn 2015 – 29/05/2026



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Do đó, chúng tôi xây dựng hai kịch bản dự báo đối với xu hướng biến động của giá cao su tự nhiên (CSTN) trong năm 2026, tùy thuộc vào tiến độ tháo gỡ nút thắt địa chính trị tại Trung Đông:

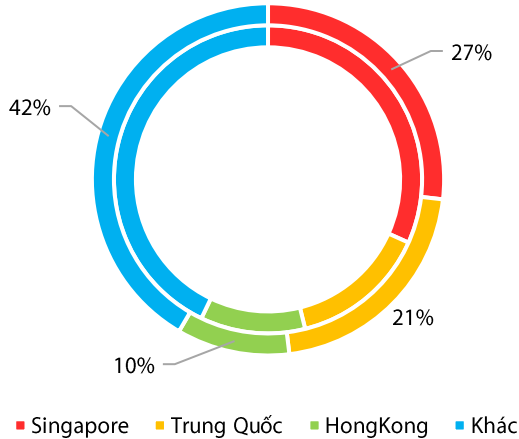
Kịch bản cơ sở (Tích cực): Trong trường hợp các bên tiến tới ký kết chính thức bản thỏa thuận gia hạn, khởi thông toàn diện và đưa eo biển Hormuz trở lại hoạt động bình thường, áp lực đứt gãy chuỗi cung ứng hóa dầu hạ nguồn sẽ được giải tỏa. Khi nguồn cung Butadiene được phục hồi, chi phí sản xuất cao su tổng hợp (CSTH) sẽ hạ nhiệt, làm giảm áp lực cầu chuyển dịch sang CSTN. Dưới kịch bản này, giá CSTN dự kiến sẽ bước vào pha điều chỉnh giảm dần về mức cân bằng.

Kịch bản rủi ro (Tiêu cực): Nếu tiến trình ngoại giao giữa Mỹ và Iran không thể thông qua thỏa thuận mở cửa eo biển Hormuz, tình trạng khan hiếm các dẫn xuất dầu mỏ sẽ bị kéo dài. Xung lực chi phí đẩy từ mặt hàng thay thế (CSTH) kết hợp cùng trạng thái thâm hụt ròng sẵn có của cấu trúc cung - cầu nội tại sẽ tạo thành động lực kép, tiếp tục thúc đẩy đường giá cao su tự nhiên duy trì xu hướng tăng lên các nấc thang mới trong năm 2026.

TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

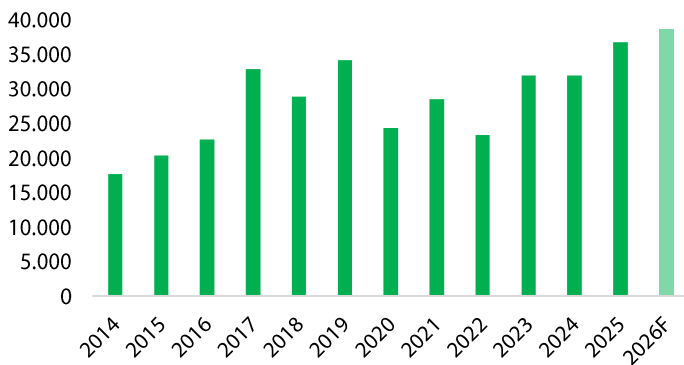
Trong năm 2025, những thông tin không tích cực từ chính sách thuế của Hoa Kỳ cũng đã ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam. Tuy nhiên, về mặt số liệu, thì giá trị vốn FDI đăng ký cấp mới (loại trừ lĩnh vực BĐS) dự kiến tiếp tục ghi nhận tăng trưởng và đạt 36,7 tỷ USD (+15% YoY – cho thấy doanh nghiệp vẫn duy trì kế hoạch đầu tư tại Việt Nam, nhờ lợi thế chiến lược (địa lý, hạ tầng và các chính sách khác)).

Hình 59: Tỷ trọng vốn FDI đăng ký mới (theo quốc gia) giai đoạn 2024-2025



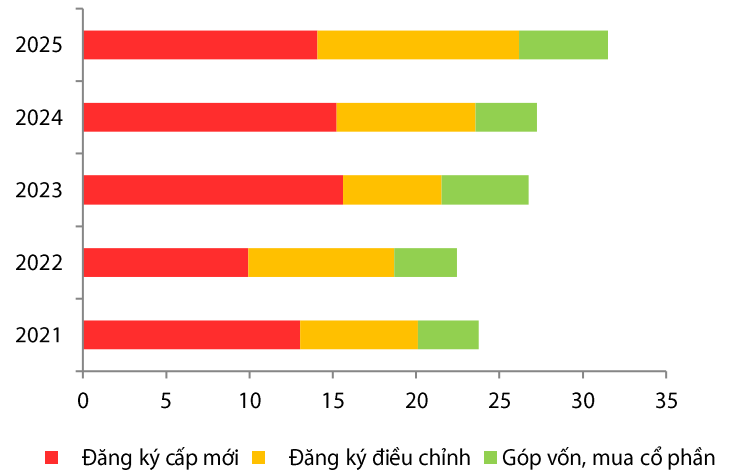
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 61: Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2013-2026 (triệu USD, loại trừ ngành BĐS)



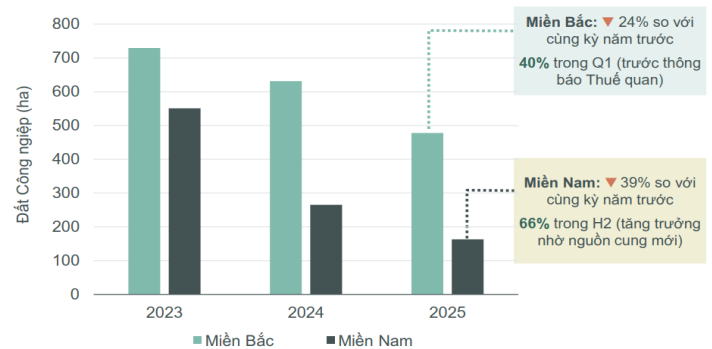
Nguồn: GSO, CBRE, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 60: Vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam theo loại hình, mười tháng các năm 2021-2025 (Tỷ USD)



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hình 62: Diện tích đất cho thuê tại Miền Bắc và Nam, giai đoạn 2023-2025 (ha)



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

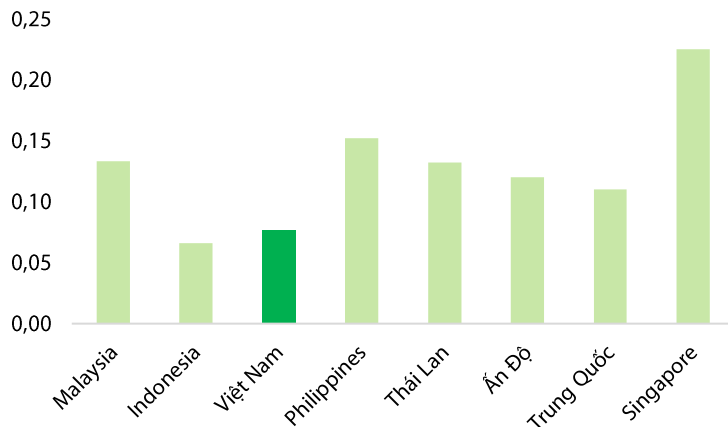
Sang giai đoạn 2026 trở về sau, chúng tôi kỳ vọng giá trị FDI (cho lĩnh vực sản xuất) có thể tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trung bình 5%/năm, khi: 1/ Chính sách thương mại và các mức thuế quan giữa các quốc gia đã trở nên rõ ràng; 2/ Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế cạnh tranh dài hạn (chi phí sản xuất cạnh tranh, hạ tầng đang cải thiện), và 3/ Tiềm năng tiêu thụ nội địa (khi Việt Nam đang duy trì cơ cấu dân số trẻ).

Hình 63: Lợi thế về môi trường kinh doanh tại Việt (khảo sát của Jetro)



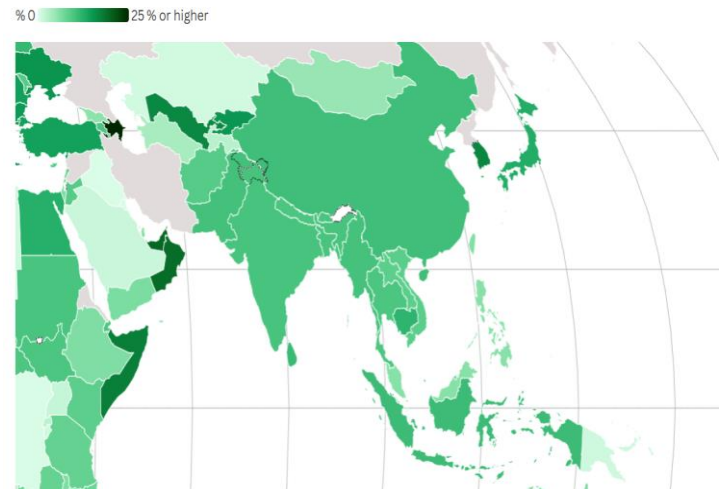
Nguồn: Jetro, CTCK Rồng Việt

Hình 65: Giá điện bình quân cho hoạt động sản xuất (USD/Kwh)



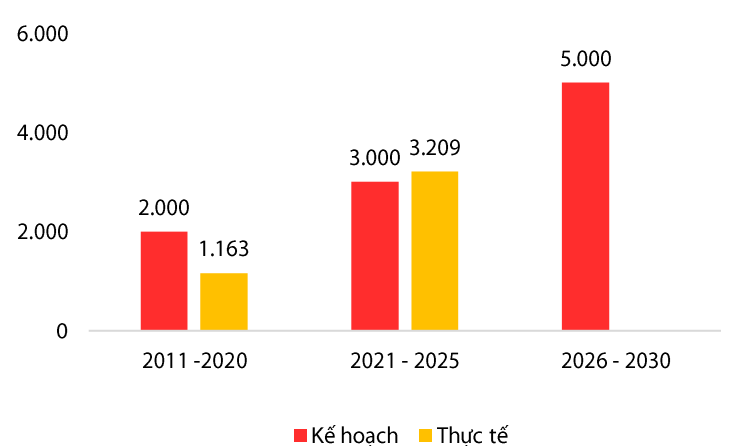
Nguồn: Finnpro, OECD, CGDEV, CTCK Rồng Việt

Hình 64: So sánh mức thuế đối ứng có hiệu lực của Hoa Kỳ với các quốc gia Châu Á (tính tới 3/2026)



Nguồn: Globalpetroprices, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hình 66: Kế hoạch và mục tiêu đường bộ cao tốc qua các giai đoạn (km)

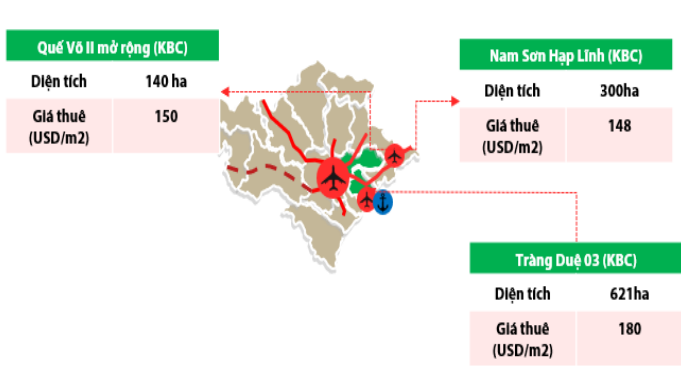


Nguồn: Finnpro, OECD, CGDEV, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng miền Bắc sẽ tiếp tục là thị trường thu hút dòng vốn FDI nhờ: 1/ Hạ tầng hoàn thiện, với hệ thống đường cao tốc kết nối các tỉnh tại thị trường cấp I và với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng; 2/ Giá thuê cạnh tranh. Với Miền Nam, sau giai đoạn kinh doanh trầm lắng trong 2024-2025, chúng tôi kì vọng nguồn cung từ các KCN tại thị trường miền Nam sẽ cải thiện, khi: 1/ Các công ty tập trung hoàn thiện quỹ đất trong 2025 (giải phóng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất) để đảm bảo đủ diện tích cho thuê với khách hàng; 2/ Hạ tầng được tập trung đầu tư và hoàn thiện trong giai đoạn 2025-2026, kết nối các trung tâm công nghiệp lớn và với cụm cảng nước sâu tại Vũng Tàu giúp tăng sức cạnh tranh.

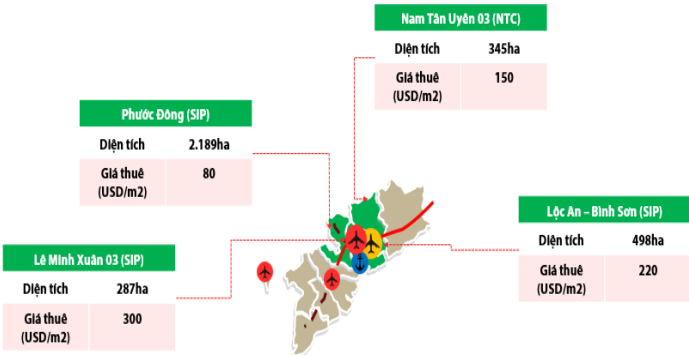
Về dài hạn, Chúng tôi nhận thấy xu hướng thu hút vốn FDI đã có sự chuyển dịch và chọn lọc hơn; những lĩnh vực thuần về sản xuất gia công sẽ không còn ưu đãi, trong khi các lĩnh vực mà Việt Nam định hướng phát triển (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ,...) sẽ là trọng tâm thu hút vốn – và cũng là những nhóm khách hàng lớn của các KCN trong thời gian tới.

Hình 67: Hệ thống hạ tầng tại miền Bắc và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Hình 68: Hệ thống hạ tầng tại miền Nam và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bảng: Một số trường hợp được ưu đãi thuế TNDN được quy định trong Luật Thuế Thu Nhập Doanh Nghiệp 2025

Các trường hợp được ưu đãi thuế TNDN	Các mức ưu đãi thuế
Dự án thuộc ngành nghề ưu đãi (điểm a, b, c, d, đ, e khoản 2 Điều 12: sản xuất công nghệ cao, công nghiệp hỗ trợ, năng lượng tái tạo,...) Dự án có quy mô vốn lớn (vốn đầu tư tối thiểu 12.000 tỷ đồng,...) Dự án trong khu công nghệ cao, khu nông nghiệp công nghệ cao, hoặc khu kinh tế KCN nằm trên khu vực khó khăn/đặc biệt khó khăn	Miễn thuế trong 4 năm đầu & giảm 50% trong 9 năm tiếp theo Hưởng thuế TNDN 10% trong 15 năm đầu
Dự án thuộc ngành ưu đãi khác (điểm m, n, o khoản 2 Điều 12): Sản xuất thép cao cấp, sản xuất lắp ráp ô tô, sản xuất thiết bị cho lĩnh vực nông nghiệp,... Doanh nghiệp vừa và nhỏ.	Hưởng thuế TNDN 17% trong 10 năm đầu.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

PHỤ LỤC – QĐ 790 QUY HOẠCH TỈNH BÌNH DƯƠNG 2021-2030, TẦM NHÌN ĐẾN NĂM 2050
Bảng 1: Các khu công nghiệp thành lập mới khi đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp

STT	Tên khu công nghiệp	Địa điểm	Diện tích (ha)	Giai đoạn 2021-2030	Giai đoạn sau 2030	Các dự án trên đất của PHR
1	Tân Lập I	Bắc Tân Uyên	200	x	x	x
2	Lai Hưng	Bàu Bàng	600	x	x	x
3	Vĩnh Lập	Phú Giáo	750	x	x	
4	Bình Dương Riverside ISC	Bến Cát	600	x	x	
5	Bàu Bàng 4	Bàu Bàng	500	x	x	x
6	Bắc Tân Uyên 1	Bắc Tân Uyên	786	x	x	x
7	Bắc Tân Uyên 2	Bắc Tân Uyên	425	x	x	x
8	Dầu Tiếng 1A	Dầu Tiếng	800	x	x	
9	Bàu Bàng 3	Bàu Bàng	1.146	x	x	
10	Dầu Tiếng 4	Bàu Bàng	782	x	x	
11	Dầu Tiếng 5	Dầu Tiếng	500	x	x	
12	Phú Giáo 4	Phú Giáo	1	x	x	
Tổng Cộng (Mục I)			8.089			2.511

Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bảng 2: Các khu công nghiệp có tiềm năng, dự kiến thành lập mới để đề xuất bổ sung, điều chỉnh chỉ tiêu quy hoạch, kế hoạch sử dụng đất và đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp

STT	Tên khu công nghiệp	Địa điểm	Diện tích (ha)	Giai đoạn 2021-2030	Giai đoạn sau 2030	Các dự án trên đất của PHR
1	Bắc Tân Uyên 3	Bắc Tân Uyên	288	x	x	x
2	Phú Giáo 1	Phú Giáo	550	x	x	
3	Bắc Tân Uyên 4	Bắc Tân Uyên	770		x	
4	Bắc Tân Uyên 5	Bắc Tân Uyên	500		x	
5	Bàu Bàng 5	Bàu Bàng	1		x	
6	Phú Giáo 3	Phú Giáo	500		x	
7	Bổ sung 1-3 KCN dự kiến	Huyện Bắc Tân Uyên, Dầu Tiếng và Phú Giáo	1.424		x	
Tổng Cộng (Mục II)			5.032			288

Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

Bảng 3: Phương án phát triển cụm công nghiệp tỉnh bình dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050

STT	Tên cụm công nghiệp	Địa điểm	Diện tích (ha)	Giai đoạn 2021-2030	Giai đoạn sau 2030	Các dự án trên đất của PHR
1	CCN Tân Định 1	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	68,5	x	x	x
2	CCN Tân Định 2	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	75	x	x	x
3	CCN Tân Định 3	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	75	x	x	x
4	CCN Tân Định 4	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	75	x	x	x

STT	Tên cụm công nghiệp	Địa điểm	Diện tích (ha)	Giai đoạn 2021-2030	Giai đoạn sau 2030	Các dự án trên đất của PHR
5	CCN Tân Định 5	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	75	x	x	
6	CCN Tân Mỹ 2	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	75	x	x	
7	CCN Tân Mỹ 3	Xã Tân Định, huyện Bắc Tân Uyên	50	x	x	
8	CCN An Lập	Xã An Lập, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
9	CCN An Lập 2	Xã An Lập, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
10	CCN An Lập 3	Xã An Lập, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
11	CCN Định Hiệp 1	Xã Định Hiệp, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
12	CCN Định Hiệp 2	Xã Định Hiệp, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
13	CCN Long Tân	Xã Long Tân, huyện Dầu Tiếng	50	x	x	
14	CCN Thanh An 1	Xã Thanh An, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
15	CCN Thanh An 2	Xã Thanh An, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
16	CCN Thanh An 3	Xã Thanh An, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
17	CCN An Bình 1	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	75	x	x	
18	CCN An Bình 4	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	64,1	x	x	
19	CCN An Bình 7	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	50	x	x	
20	CCN Bồ Lá 1	Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo	70	x	x	x
21	CCN Bồ Lá 2	Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo	70	x	x	x
22	CCN Bồ Lá 3	Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo	72	x	x	x
23	CCN Bồ Lá 4	Xã Phước Hòa, huyện Phú Giáo	70	x	x	x
24	CCN Tam Lập 2	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	50	x	x	
25	CCN Tam Lập 5	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	53	x	x	
26	CCN Định Hiệp 3	Xã Định Hiệp, huyện Dầu Tiếng	75	x	x	
27	CCN Long Hòa 1	Xã Long Hòa, huyện Dầu Tiếng	75		x	
28	CCN Long Hòa 2	Xã Long Hòa, huyện Dầu Tiếng	75		x	
29	CCN An Bình 2	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	75		x	
30	CCN An Bình 3	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	63		x	
31	CCN An Bình 5	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	71		x	
32	CCN An Bình 6	Xã An Bình, huyện Phú Giáo	73		x	
33	CCN Tam Lập 3	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	70		x	
34	CCN Tam Lập 4	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	50		x	
35	CCN Tam Lập 6	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	70		x	
36	CCN Tam Lập 7	Xã Tam Lập, huyện Phú Giáo	75		x	
Tổng Cộng (ha)			2.490			576

Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2025, CTCK Rông Việt tổng hợp.

Bảng 4: Phương án phát triển khu xử lý chất thải tỉnh bình dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050

TT	Tên khu xử lý	Địa điểm	Quy mô dự kiến (ha)	Các dự án trên đất của PHR
1	Khu Liên hợp xử lý chất thải Nam Bình Dương	TP. Bến Cát	100	
2	Khu xử lý chất thải Tân Long	H. Phú Giáo	400	x
3	Khu xử lý chất thải Bình Mỹ	H. Bắc Tân Uyên	150	x
4	Các nhà máy xử lý nguy hại đã được cấp phép	TP. Bến Cát, TP. Tân Uyên, H. Bắc Tân Uyên	-	

Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

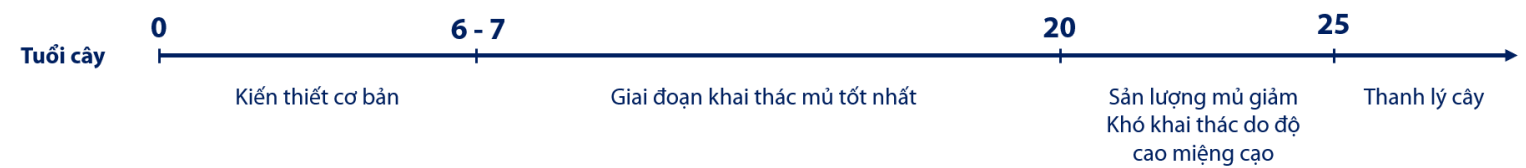
Bảng 5: Phương án quy hoạch nghĩa trang, cơ sở hỏa táng tỉnh bình dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050

TT	Tên nghĩa trang	Địa điểm	Quy mô dự kiến đến năm 2030 (ha)	Quy mô dự kiến đến năm 2050 (ha)	Các dự án trên đất của PHR
1	Hoa viên nghĩa trang (đã có nhà hỏa táng)	TP. Bến Cát	290	290	
2	Công viên nghĩa trang Bình Mỹ (có nhà hỏa táng)	H. Bắc Tân Uyên	100	200	x
3	Nghĩa trang Tân Long (có nhà hỏa táng)	H. Phú Giáo	100	250	x

Nguồn: Quy hoạch tỉnh Bình Dương (cũ) thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2025, CTCK Rồng Việt tổng hợp.

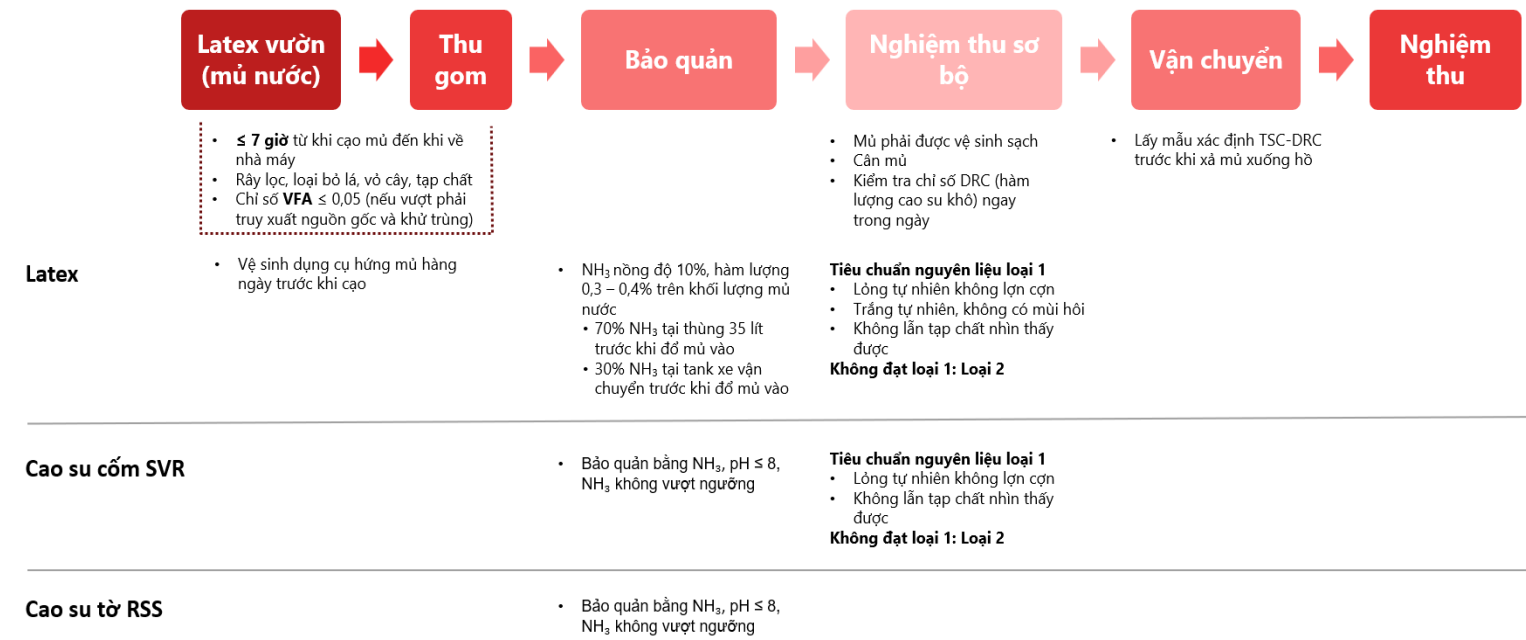
PHỤ LỤC – ĐẶC ĐIỂM NGÀNH CAO SU VIỆT NAM

Vòng đời cây cao su



Nguồn: VRA, CTCK Rồng Việt

Hình 69: Quy trình nghiệm thu mủ nguyên liệu dùng cho sản xuất cao su thành phẩm



Nguồn: VRG, CTCK Rồng 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 lặng 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	Standard Vietnamese Rubber – Constant Viscosity.	- 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	Standard Vietnamese Rubber 3L (Light color) & 5.	- 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	Standard Vietnamese Rubber 10/20.	- 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	Ribbed Smoked Sheet. 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%)**

Centrifuged Latex.
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 NH₃ 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 NH₃.
- 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 Rông 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 .
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 ~ 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 Đồng Phú (HOSE: DPR)

DPR quản lý tổng diện tích vườn cây cao su khoảng 15.500 ha, trải rộng trên nhiều địa bàn gồm Bình Phước (khoảng 9.500 ha), Kratie - Campuchia (hơn 5.000 ha) và Đắk Nông (gần 1.000 ha). Ngoài mảng khai thác - chế biến mủ cao su truyền thống, DPR đang đẩy mạnh chuyển đổi quỹ đất sang phát triển khu công nghiệp tại Bình Phước, tiêu biểu là các dự án Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng với tổng quy mô 317 ha, hợp tác cùng Becamex IDC.

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.

Tỷ đồng				
KQ HKKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1.633	1.795	1.620	1.638
Giá vốn	-1.211	-1.291	-1.179	-1.196
Lãi gộp	423	504	441	443
Chi phí bán hàng	-37	-30	-27	-28
Chi phí quản lý	-119	-185	-167	-169
Thu nhập từ HĐTC	188	180	225	304
Chi phí tài chính	-18	-35	-24	-147
Lợi nhuận khác	64	126	2.127	2.045
Lãi/lỗ từ LDLK	56	71	26	51
Lợi nhuận trước thuế	556	631	2.601	2.499
Thuế TNDN	-61	-99	-515	-490
Lợi ích cổ đông thiểu số	26	19	19	-80
LNST-CĐM	469	513	2.067	2.089
EBITDA	410	441	358	358

Unit: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	20,9%	9,9%	-9,7%	1,1%
Lợi nhuận HKKD	37,4%	8,6%	85,5%	100,0%
LNST-CĐM	-25,2%	7,5%	291,9%	-3,7%
Tổng tài sản	-3,5%	3,7%	65,8%	-9,9%
Vốn chủ sở hữu	3,1%	8,3%	0,0%	139,7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	25,9%	28,1%	27,2%	27,0%
EBITDA/ Doanh thu	25,1%	24,6%	0,2%	0,0%
LNST/ Doanh thu	28,7%	28,6%	127,6%	127,5%
ROA	8,2%	8,8%	29,7%	22,7%
ROE	12,1%	12,5%	43,6%	34,6%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	8,3	10,0	10,1	10,1
Vòng quay hàng tồn kho	3,3	3,5	3,7	3,6
Vòng quay khoản phải trả	2,3	2,8	4,3	3,9
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	4,2	5,1	6,7	8,8
Nhanh	3,5	4,5	6,0	8,1
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	16%	12%	0,4%	22%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	16%	12%	0,4%	0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	35%	33%	0,0%	23%

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

Tỷ đồng				
BẢNG CĐKT	2024	2025	2026F	2027F
Tiền	190	451	938	608
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.683	1.612	2.884	4.107
Các khoản phải thu	200	158	161	163
Tồn kho	417	313	333	338
Tài sản ngắn hạn khác	83	109	101	102
Tài sản cố định hữu hình	2.446	2.371	1.929	1.967
Tài sản cố định vô hình	0	1	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	551	791	1.075	1.126
Tài sản dài hạn khác	373	356	318	2.268
TỔNG TÀI SẢN	5.944	6.162	7.739	10.681
Tiền hàng phải trả & ứng trước	436	320	531	478
Khách hàng trả trước	82	132	106	102
Vay và nợ ngắn hạn	60	22	22	22
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	1.537
Trái phiếu chuyển đổi	1.393	1.348	1.284	1.245
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	41	44	176	178
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	2.012	1.866	2.118	3.562
Vốn đầu tư của CSH	1.376	1.376	1.376	1.376
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	717	874	2.032	3.673
Khoản thu nhập khác	286	336	336	336
Quỹ đầu tư phát triển	1.372	1.475	1.681	1.263
TỔNG VỐN	3.751	4.061	5.425	6.648
Lợi ích cổ đông thiểu số	181	196	196	471

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	2.905	3.204	13.956	14.105
P/E (x)	15,3	14,0	3,4	3,4
BV (đồng)	27.682	29.970	40.036	49.064
P/B (x)	1,9	1,8	1,3	1,0
DPS (đồng/cp)	1.350	1.400	3.000	5.000

Mô hình định giá	Tỷ trọng	Giá	
SoTP	100%	76.000	
Giá mục tiêu (đồng)		76.000	
Lịch sử định giá	Giá	Khuyến nghị	Hạn
Jun-26	76.000	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	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

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 Thẳng, 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, 2026.**