

20/11/2024

KHỐI PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

TIỀM NĂNG DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TRONG THỜI ĐẠI MỚI

Ngành cao su thiên nhiên toàn cầu đang bước vào thời kỳ mới với những yếu tố tiềm tàng dễ gây gián đoạn chuỗi cung ứng, điều này sẽ hỗ trợ giá bán được dự phóng neo cao trên 1.8 USD/kg (45,600VND/kg) đối với loại TSR20 và SVR10 trong giai đoạn 4Q24 – FY26.

Dự báo doanh nghiệp cao su nội địa sẽ duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận tốt nhờ vào kỳ vọng giá bán trong 4Q24-2Q25 tăng trưởng ở mức 02 chữ số so với cùng kỳ. Với triển vọng tích cực, PHS khuyến nghị **MUA**:

+ CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk (**UpCOM: DRI**) với giá mục tiêu là **15,100 VND/ cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là **31.7% (*)**.

+ CTCP Cao su Đồng Phú (**HSX: DPR**) với giá mục tiêu là **43,500 VND/ cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là **21.6% (*)** (* gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt).

Tổng quan thị trường cao su thiên nhiên toàn cầu

Thị trường cao su toàn cầu gần đây đang ghi nhận các biến động mạnh theo cả 02 chiều tăng giảm, nhưng với mức nền thấp cùng kỳ đã hỗ trợ giá cao su duy trì được biên độ tăng trưởng YoY cao và duy trì đến nửa đầu 4Q24. Đến giữa tháng 11/2024, giá bình quân tháng TSR20 ghi nhận 1.94 USD/kg (-3.1% MoM; +27.0% YTD; +32.4% YoY).

Theo PHS, dao động giá trong thời gian ngắn đến từ các nguyên nhân sau:

- **Biến động tăng:** Các nhà sản xuất toàn cầu đẩy mạnh thu mua nguyên liệu trong 09-10/24 để đảm bảo hoạt động sản xuất ổn định đến 1H25:
 - (i) **Phục hồi ngành công nghiệp ô tô:** Dữ liệu 9T24 cho thấy ngành công nghiệp ô tô – lĩnh vực tiêu thụ cao su thiên nhiên chủ yếu – đang phục hồi và tăng trưởng tích cực cả trên cơ sở QoQ và YoY tại các thị trường lớn như Mỹ, Trung Quốc, và Châu Âu.
 - (ii) **Nguồn cung gián đoạn:** Các nông trường cao su trọng yếu tại Đông Nam Á liên tục chịu ảnh hưởng từ mưa bão kể từ tháng 8/2024, dẫn đến lo ngại về khả năng cung ứng nguyên liệu từ 4Q24 - 1H25, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ dự báo ổn định.
- **Điều chỉnh giảm:** Nhà cung ứng trên thị trường có thể giảm tốc độ sản xuất để đánh giá tác động và điều chỉnh kế hoạch thu mua sau sự kiện:
 - (i) **Tri hoãn Quy định EUDR:** Từ giữa tháng 10/2024 đến nay, thông tin về việc trì hoãn Quy định EUDR thêm 1 năm (từ 31/12/2024 sang 2025) đã khiến các nhà sản xuất rơi vào thế bị động, khi họ đã chuẩn bị các đơn hàng cho năm 2025 với giá thu mua nguyên liệu cao su đạt chuẩn EUDR cao hơn từ 10% - 30% so với thông thường.
 - (ii) **Quan ngại về cuộc chiến thuế quan mới:** Cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ đã khép lại với chiến thắng của Tổng thống Donald Trump, làm dấy lên lo ngại về khả năng xuất hiện chính sách thuế quan mới. Điều này có thể khiến nhà sản xuất chờ đợi các động thái cụ thể từ chính quyền mới, nhằm xây dựng chiến lược phù hợp giai đoạn từ 2025.

Sau khi bứt phá mạnh trong 10 tháng qua, câu hỏi đặt ra liệu xu hướng tăng giá cao su thiên nhiên có bền vững?

Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm **TÍCH CỰC** với nhóm ngành cao su thiên nhiên giai đoạn 4Q24 - FY26 với dự phóng giá bán sẽ neo trên mặt bằng giá cao hơn (trên 1.8 USD/kg đối với các loại TSR). **Đặc biệt, tăng trưởng về giá hoàn toàn có thể duy trì trong 06 tháng tới với giá định giá TSR20 bình quân quý đạt 1.8 USD/kg từ 4Q24-3Q25.** Chi tiết:

Bảng 1: Kịch bản tăng trưởng giá svck TSR20 từ 4Q24F - 3Q25F:

Kịch bản	Giá bình quân quý (USD/kg)	% Tăng trưởng giá bán so với cùng kỳ (YoY)			
		4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
Tích cực	2.0	+29%	+17%	+9%	+6%
Cơ sở	1.8	+16%	+5%	(-2%)	(-4%)
Tiêu cực	1.5	(-3%)	(-12%)	(-18%)	(-20%)

Chúng tôi cho rằng ngành cao su thiên nhiên từ 4Q24-FY26 đang bước vào thời kỳ mới với những yếu tố tiềm tàng dễ gây gián đoạn chuỗi cung ứng:

- **Về nguồn cung:** Ảnh hưởng từ yếu tố bất thường và quy định mới:
 - **Giai đoạn 4Q24 – 1H25:** Hình thái La Niña dự báo kéo dài làm gia tăng mưa bão, dẫn đến sự suy giảm nguồn cung cao su tự nhiên.
 - **Từ 2H25 trở đi:** EUDR với các yêu cầu nghiêm ngặt (khả năng truy xuất nguồn gốc rừng và yêu cầu về phát triển bền vững) đi kèm trách nhiệm giải trình của chuỗi hành trình sản phẩm sẽ gây hạn chế khả năng cung ứng sản phẩm vào EU. Điều này có thể làm gián đoạn 15-20% sản lượng cung ứng cao su toàn cầu (Trong đó 8-10% tác động trực tiếp đến nguyên liệu nhập khẩu tại EU và phần còn dành cho các sản phẩm chế biến từ nguyên liệu cao su phục vụ xuất khẩu vào EU).
- **Về nhu cầu tiêu thụ:** Sự phát triển lớp xe chuyên dụng dành cho ô tô điện – Nhân tố mới thúc đẩy gia tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu khi:
 - Lớp xe điện vừa phải chịu tải nặng hơn; tốc độ nhanh hơn và độ mòn lớn hơn sẽ yêu cầu sự thay đổi tỷ lệ thành phần cao su sản xuất.
 - Các đặc tính kỹ thuật đặc trưng của cao su thiên nhiên (về độ đàn hồi; khả năng chịu nhiệt; sự chống phân mảnh và độ bền vượt trội so với cao su nhân tạo) sẽ phù hợp với yêu cầu của loại lốp mới, giúp cho nguyên liệu này được sử dụng nhiều hơn trong thời đại xe điện.
- **Tác động kép trong thời đại trừng phạt thuế quan:** Ngành công nghiệp ô tô (xe điện, lớp xe) đang đối mặt với nhiều cuộc điều tra và biện pháp trừng phạt thuế quan từ thị trường lớn như Mỹ, EU, Trung Quốc, dẫn đến:
 - **Tác động tích cực:** Hoạt động sản xuất được đẩy mạnh nhằm đưa hàng hóa vào thị trường trước khi các mức thuế suất mới có hiệu lực. Vừa qua, Thái Lan tăng cường xuất khẩu lốp xe tải và buýt vào Mỹ với sản lượng 9T24 tăng +26% YoY, trước khi bị Bộ Thương mại Mỹ công bố áp thuế nhập khẩu từ 12.33% - 48.39% vào tháng 10/24.
 - **Tác động tiêu cực:** Sản xuất bị đình trệ do chờ đợi quyết định cụ thể từ chính quyền mới để có chiến lược kinh doanh phù hợp tương lai.

Bảng 2: Các yếu tố tác động ngành cao su thiên nhiên trong giai đoạn 4Q24-FY26

Kịch bản	Giá bán bình quân quý	Các yếu tố tác động
Tích cực	> 2.0 USD/kg	1. Nền kinh tế phục hồi tốt hơn với việc giảm lãi suất, hỗ trợ từ ngân hàng TW, kích thích tiêu dùng tăng trưởng trở lại. 2. Hoạt động sản xuất có thể được đẩy mạnh trước khi các quy định mới như EUDR có hiệu lực vào 2025.
Cơ sở	1.8 – 2.0 USD/kg	1. Ảnh hưởng từ thời tiết mưa bão kéo dài dẫn đến suy giảm nguồn cung về mặt tự nhiên trong 4Q24 – 1H25; sau đó chuỗi cung ứng tiếp tục ảnh hưởng bởi EUDR có thể áp dụng từ 2H25. 2. Ngành công nghiệp ô tô tiếp tục duy trì tốc độ sản xuất và tăng trưởng tiêu thụ như giai đoạn 9T24. 3. Tỷ lệ sử dụng cao su thiên nhiên ngày càng gia tăng nhờ vào lĩnh vực ô tô điện phát triển nhanh.
Tiêu cực	1.5 – 1.8 USD/kg	1. Hiện tượng La-nina diễn ra với cường độ nhẹ hơn so với dự báo vào 4Q24 giúp cho nguồn cung cao su được cải thiện tốt hơn trong giai đoạn cuối năm. Đặc biệt là sự phục hồi sản lượng mạnh tại Thái Lan; Indonesia và Bờ Biển Ngà. 2. Malaysia đang soạn kế hoạch tái kích hoạt vùng trồng cao su có diện tích 420,000 ha, cung ứng khoảng 585,000 tấn cao su mỗi năm. Dự kiến năm 2025, chính phủ sẽ phân bổ 20 triệu RM (~4.5 triệu USD) để thực hiện kế hoạch này. 3. Ngành công nghiệp ô tô đình trệ sản xuất để chờ các quy định thương mại, trừng phạt mới từ 2025.

Triển vọng thị trường cao su thiên nhiên Việt Nam

Thị trường cao su Việt Nam, với biến động giá SVR10 (loại cao su phổ biến trong nước) và giá xuất khẩu đồng pha với khu vực Đông Nam Á, được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ xu hướng tăng giá, tạo điều kiện tăng trưởng thuận lợi cho các doanh nghiệp trong giai đoạn 4Q24 – FY26:

1. Giá bán được giữ ở mức cao so với cùng kỳ là động lực thúc đẩy kết quả kinh doanh và cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp cao su:

- Đối với các doanh nghiệp cao su niêm yết PHS quan sát (GVR, PHR, DPR, RTB, TRC, DRI), ghi nhận kết quả kinh doanh 3Q24 tích cực với tăng trưởng trung bình về doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và LNST-CĐTTS lần lượt đạt 20%, 81% và 333% YoY. Tăng trưởng này được dẫn dắt bởi (i) giá bán cao su bình quân 3Q24 ước tính tăng 30% - 45% YoY (Tùy thuộc vào sản phẩm) và (ii) nguồn thu từ thanh lý cây cao su tăng cao.
- **Trong ngắn hạn, nhóm ngành cao su được dự báo sẽ duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ vào kỳ vọng giá bán trong 4Q24-2Q25 tăng trưởng ở mức 02 chữ số so với cùng kỳ.** Với giả định giá bán bình quân theo quý loại SVR10 giai đoạn 4Q24F/1Q25F/2Q25F tại 1.8 USD/kg (45,600 VND/kg) mức tăng trưởng giá bán so với quý cùng kỳ ghi nhận 22% YoY/ 11% YoY/ 4% YoY. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận gộp lĩnh vực cao su sẽ đạt 30% - 40% tại mức giá giả định trên.

2. Nhu cầu tiêu thụ nội địa dự báo tăng trưởng bền vững nhờ sự phát triển của ngành công nghiệp phụ trợ cao su tại Việt Nam:

- Chúng tôi ước tính tiêu thụ cao su nội địa tại Việt Nam giai đoạn 24F - 27F sẽ duy trì CAGR từ 10% trở lên và tăng sản lượng tiêu thụ trên mức 0.5 triệu tấn/năm từ năm 2027 chủ yếu nhờ sự chuyển dịch đầu tư mở rộng của hàng loạt dự án lốp xe lớn tại Việt Nam.
- Trong giai đoạn 2021 – 2023, các dự án lốp xe được đầu tư tại Việt Nam có công suất thiết kế ước tính khoảng 40 triệu sản phẩm/năm (Gấp 1.38 lần sản lượng lốp xe ô tô/máy kéo Việt Nam sản xuất trong năm 2020) và kỳ vọng các dự án này sẽ đi vào hoạt động và đạt công suất tối đa giai đoạn 2024 – 2027 sẽ giúp tăng nhu cầu tiêu thụ trong nước lên cao.
- Đánh giá sơ bộ cho thấy các doanh nghiệp đầu ngành như GVR và các công ty đã hoàn tất chứng nhận rừng bền vững tại khu vực Bình Dương, Tây Ninh, và Bình Phước (DPR, PHR, TRC, RTB) sẽ có tiềm năng gia tăng sản lượng tiêu thụ và mở rộng tệp khách hàng nhờ vào làn sóng đầu tư của các nhà sản xuất lốp xe lớn, nhằm phục vụ thị trường xuất khẩu.

3. Cơ hội dành cho các doanh nghiệp đã hoàn tất các chứng chỉ bền vững:

Các doanh nghiệp ngoài tiềm năng mở rộng tệp khách hàng sản xuất phục vụ thị trường xuất khẩu EU, còn có thể hưởng lợi khi cao su đạt chuẩn EUDR có giá bán cao hơn 10% - 30% so với sản phẩm thường.

Với các triển vọng tích cực đề cập trên, chúng tôi khuyến nghị MUA với 02 cổ phiếu là HSX: DPR; UpCOM: DRI; các doanh nghiệp cao su còn lại chúng tôi cần phải thu thập thêm các thông tin để có các đánh giá chi tiết.

Bảng 3: Tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị PHS

Mã	Sàn	Giá (*) (VND/cp)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%) (**)	P/E		P/B		% ROE	
						2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
DRI	UpCOM	12,000	MUA	15,100	31.7%	7.28x	6.91x	1.48x	1.35x	21.3%	20.3%
DPR	HSX	37,350	MUA	43,500	21.6%	10.91x	10.85x	0.99x	0.94x	11.3%	10.7%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, (*) Giá đóng cửa ngày 18/11/2024, (**) Bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng

NỘI DUNG

Cập nhật ngành cao su thiên nhiên toàn cầu	5
<i>Tổng quan thị trường 9T24.....</i>	<i>5</i>
<i>Chuỗi cung ứng ngành cao su đang bước vào thời kỳ mới với những yếu tố tiềm tàng dễ gây gián đoạn trong 4Q24-FY26.....</i>	<i>8</i>
1. Thời tiết khắc nghiệt kéo dài làm suy giảm nguồn cung tại các nông trường trọng yếu vào mùa thu hoạch cao điểm 4Q24	8
2. Quy định EUDR	8
3. Cuộc cải tiến lớp xe chuyên dụng dành cho ô tô điện – Nhân tố mới thúc đẩy gia tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu	11
Cập nhật ngành cao su thiên nhiên Việt Nam	13
<i>Tổng quan thị trường 9T24.....</i>	<i>13</i>
<i>Triển vọng tăng trưởng thị trường nội địa 4Q24-2026</i>	<i>15</i>
1. Nhu cầu tiêu thụ trong nước dự báo tăng mạnh nhờ ngành công nghiệp phụ trợ lĩnh vực cao su thiên nhiên ngày càng phát triển.....	15
2. Doanh nghiệp đạt các quy chuẩn bền vững sẽ có lợi thế kinh doanh khi các thị trường xuất khẩu ban hành quy định nghiêm ngặt hơn	18
3. Hưởng lợi từ giá bán cao su neo ở mặt bằng giá cao.....	19
Cập nhật doanh nghiệp niêm yết.....	20
<i>Kết quả kinh doanh 3Q24</i>	<i>20</i>
<i>Diễn biến thị trường 9T24</i>	<i>21</i>
<i>Triển vọng đầu tư 4Q24 - 2026.....</i>	<i>23</i>
CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UpCOM: DRI)	24
CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX: DPR)	32

Cập nhật ngành cao su thiên nhiên toàn cầu

Tổng quan thị trường 9T24

Toàn cầu ghi nhận sản lượng cao su thiên nhiên 9T24 đạt 9.9 triệu tấn (+3.2% YoY) và tiêu thụ đạt 11.3 triệu tấn (+1.4% YoY), như vậy trong 9T24 thế giới thiếu hụt khoảng 1.4 triệu tấn cao su thiên nhiên – Theo bản tin tháng 10 Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC) ⁽¹⁾.

Với dữ liệu được cập nhật ANRPC đã điều chỉnh dự phóng thị trường cao su thiên nhiên năm 2024, tuy vậy chênh lệch cung cầu vẫn còn rất lớn với dự phóng thiếu hụt năm 2024 còn 0.881 triệu tấn (giảm 31% so với dự báo trước đó). Trong đó sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu năm 2024 tăng 3.2% YoY và nhu cầu tiêu thụ toàn cầu chỉ còn tăng nhẹ 0.4%. Đây là mức điều chỉnh mạnh so với dự phóng trong báo cáo trước đó với nguồn cung tăng trưởng 0.4% và nhu cầu tăng 2.3% trong năm 2024 đến từ việc điều chỉnh sản lượng thực tế của Indonesia năm 2023.

Bảng 4: Dự phóng nguồn cung/ tiêu thụ cao su toàn cầu năm 2024

Chỉ báo	Thị phần toàn cầu (*)	Báo cáo tháng 03/24	Điều chỉnh tháng 05/24	Điều chỉnh tháng 08/24	Điều chỉnh tháng 10/24
Tăng trưởng nguồn cung toàn cầu		1.5% ▼	1.1% ▼	0.4% ▼	3.2% ▲
Tăng trưởng tiêu thụ toàn cầu		4.0% ▼	3.1% ▼	2.3% ▼	0.4% ▼
Sản lượng thừa / (Thiếu) (Triệu tấn)		(1.318) ▼	(1.246) ▲	(1.278) ▼	(0.881) ▼

Chi tiết dự phóng tăng trưởng nguồn cung năm 2024F tại các quốc gia

Thái Lan	33%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5% ▲
Indonesia	19%	-5.1%	-5.1%	-5.1%	12.3% ▼
Việt Nam	9%	2.9%	2.9%	-2.1% ▼	-2.1%
Trung Quốc	6%	4.2%	6.9% ▲	7.3% ▲	4.2%
Ấn Độ	6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Malaysia	3%	2.9%	0.6% ▼	0.6%	0.5%
Các quốc gia khác	24%	7.3%	4.9% ▼	4.9%	

Nguồn: ANRPC, (*) Thị phần nguồn cung năm 2022, PHS tổng hợp

(*) Thành viên ANRPC là tập hợp 13 quốc gia đóng góp 84% sản lượng cao su toàn cầu năm 2022 gồm Bangladesh, Cambodia, Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia, Myanmar, Papua New Guinea, Phillipines, Singapore, Sri Lanka, Thái Lan và Việt Nam.

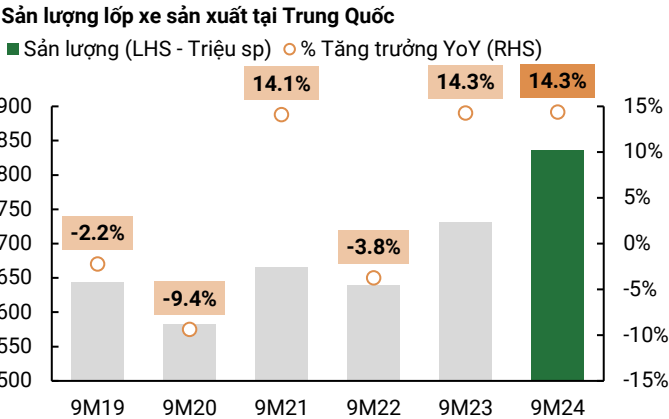
Trên thực tế, dữ liệu 9T24 về nhu cầu tiêu thụ nguyên liệu cao su trong ngành công nghiệp ô tô đang thể hiện chiều hướng hồi phục và tăng trưởng tốt hơn so với sự chững lại nguồn cung tại các nông trường lớn toàn cầu:

- **Về nhu cầu tiêu thụ:** Ngành công nghiệp ô tô tại 03 thị trường lớn (Mỹ, Liên minh châu Âu và Trung Quốc) ghi nhận sự tăng trưởng trên cơ sở QoQ và YoY với cả lĩnh vực tiêu thụ, sản xuất xe ô tô và lĩnh vực sảm lốp.
- **Về nguồn cung:** Ngoài Việt Nam ghi nhận sản lượng khai thác thô tăng 2.7% YoY với 877 nghìn tấn cao su thiên nhiên được khai thác 9T24. Sản lượng khai thác và sản lượng xuất khẩu tại các nông trường cao su lớn khác trên thế giới đã có tín hiệu tăng trưởng chậm lại 9T24 và được dự báo sụt giảm trong thời gian cuối năm khi tình hình thời tiết hứng chịu mưa bão khắt nghiệt hơn.

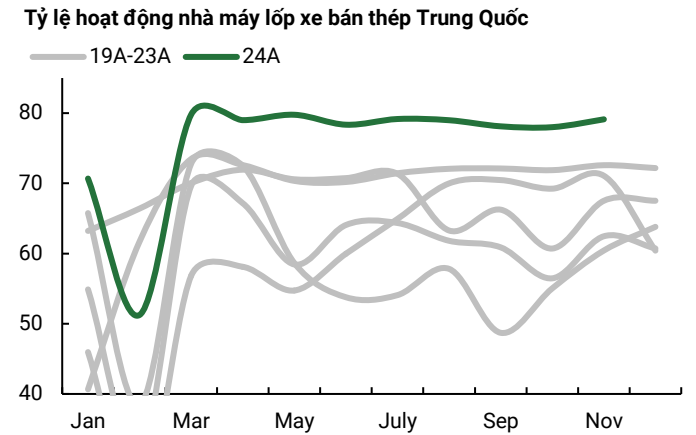
Bảng 5: Dữ liệu về tình hình khai thác, xuất khẩu các nông trường cao su thiên nhiên lớn và Hoạt động sản xuất, tiêu thụ và nhập khẩu ngành công nghiệp ô tô trong 9T24

Nguồn cung		Nhu cầu tiêu thụ	
Quốc gia	Hoạt động khai thác và tình hình xuất khẩu cao su trong 9T24	Quốc gia	Hoạt động sản xuất, tiêu thụ và nhập khẩu ngành công nghiệp ô tô
Thái Lan	- Sản lượng khai thác 6T24 giảm còn 1.81 triệu tấn (-0.6% YoY), so với 1.82 triệu tấn cùng kỳ. - Dự phóng năm 2024, Thái Lan sẽ tiếp tục giữ tốc độ suy giảm sản lượng khai thác là (-1% YoY), chỉ đạt 4.6 triệu tấn khi bị ảnh hưởng bởi các yếu tố thời tiết.	Mỹ	- 9T24 Sản lượng lốp xe nhập khẩu vào thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh với 203.92 triệu sản phẩm (+10.5% YoY). Cụ thể trong 3Q24 tăng trưởng sản lượng nhập khẩu ghi nhận +5.3% QoQ và +4.9% YoY. - Thái Lan là quốc gia chiếm thị phần xuất khẩu lốp xe đến Mỹ với 49.31 triệu lốp trong 9T24 (+25% YoY). Trong đó lốp xe ô tô đạt 31.14 triệu lốp (+22% YoY); lốp xe tải và buýt ghi nhận 12.13 triệu lốp (+26% YoY).
Indonesia	- Quốc gia cung ứng cao su thiên nhiên đứng thứ 02 toàn cầu ghi nhận năm thứ 3 liên tiếp giảm sản lượng xuất khẩu. Thị trường này chỉ xuất khẩu 1.2 triệu tấn cao su 9T24 (-11% YoY), suy giảm mạnh (-32.5%) so với 1.8 triệu tấn trong 9T21. Đây cũng từng là một thị trường đóng góp 28% sản lượng cao su nhập khẩu tại EU (năm 2020).	Liên minh EU	- Sản lượng tiêu thụ lốp xe (Replacement tyre) của các doanh nghiệp thuộc Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe và cao su Châu Âu (ETRMA) tăng trưởng (+2.9% YoY) với 183.5 triệu lốp xe các loại được tiêu thụ trong 9T24. Cụ thể 3Q24 tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ghi nhận +8.5% QoQ và 4.6% YoY. - Lĩnh vực ô tô ghi nhận tăng trưởng nhẹ (+0.6% YoY) với gần 8 triệu xe được đăng ký 9T24. Trong đó các loại xe động cơ đốt trong (xăng, dầu) tiếp tục giảm thị phần tiêu thụ xuống 46.8% so với 50.3% thị phần cùng kỳ; thay thế bởi sự xu hướng sử dụng xe điện với thị phần 03 loại xe (HEV; BEV; PHEV) tăng lên 50.1% so với 46.7% cùng kỳ - Theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Châu Âu (ECEA)
Bờ Biển Ngà	- Sản lượng xuất khẩu thị trường này giảm (-3.4% YoY) 9T24, khi đạt 1.06 triệu tấn cao su. Tốc độ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu đã giảm mạnh so với mức tăng 17.6% 9T23. - Sự chững lại này gây ảnh hưởng đến thị trường cung ứng cuối tháng 09-10/2024. Khi thị trường này có vai trò ngày càng quan trọng trong ngành cao su với đóng góp 8% - 10% sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu hiện nay và được đánh giá là nguồn cung tiềm năng thay thế các thị trường Đông Nam Á khi EUDR bắt đầu áp dụng tại châu Âu.	Trung Quốc	- Sản lượng sản xuất lốp xe tiếp tục đạt mức tăng trưởng 02 chữ số (+14.3% YoY) khi đạt 833 triệu sản phẩm trong 9T24. Cụ thể trong 3Q24 tăng trưởng sản lượng lốp xe ghi nhận +2.3% QoQ và +9.9% YoY. - Lĩnh vực ô tô tăng trưởng ổn định với sản lượng sản xuất và tiêu thụ lũy kế 9T24 lần lượt là 21.47 triệu xe (+1.9% YoY) và 21.57 triệu xe (+2.4% YoY). Trong đó, xe năng lượng thế hệ mới (NEVs) là phân khúc thúc đẩy ngành ô tô Trung Quốc với 03 xe bán ra là có 01 xe NEVs, lũy kế 9T24 sản lượng tiêu thụ NEVs là 8.32 triệu xe (+32.5% YoY).
Ấn Độ	- Sản lượng cao su tự nhiên tại Ấn Độ trong 6 tháng đầu năm tài chính (04/2024 – 09/2024) chỉ đạt 225.000 tấn, giảm hơn 37% so với cùng kỳ - Ước tính bởi Hiệp hội các nhà sản xuất lốp ô tô Ấn Độ (ATMA). Do mùa hè khắc nghiệt bất thường trong năm và mưa lớn trái mùa từ giữa tháng 5/2024 tại Ấn Độ. - ATMA cũng kỳ vọng Hội đồng Cao su Ấn Độ cũng sẽ điều chỉnh dự báo sản lượng 875 nghìn tấn cho năm tài chính 24/25 phù hợp với tình hình thực tế hiện tại để các doanh nghiệp sản xuất có kế hoạch thu mua nhập khẩu nguyên liệu phù hợp. ⁽²⁾		

Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 1: Sản lượng sản xuất lốp xe tại Trung Quốc duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 9M24


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

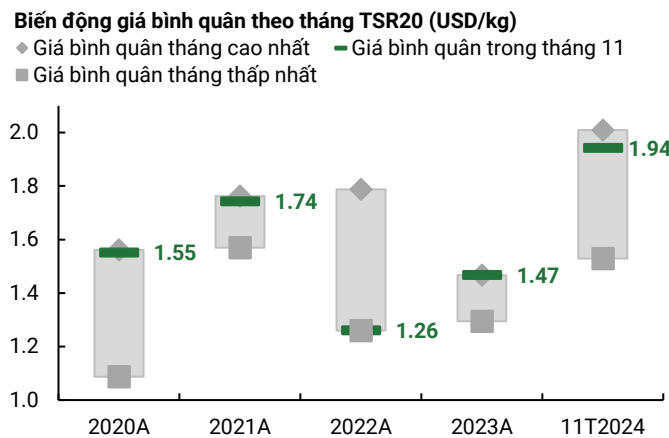
Hình 2: Tỷ lệ hoạt động (%) nhà máy sản xuất lốp xe bán thép Trung Quốc đạt mức cao nhất trong 05 năm qua


Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu tại ngày 08/11/2024

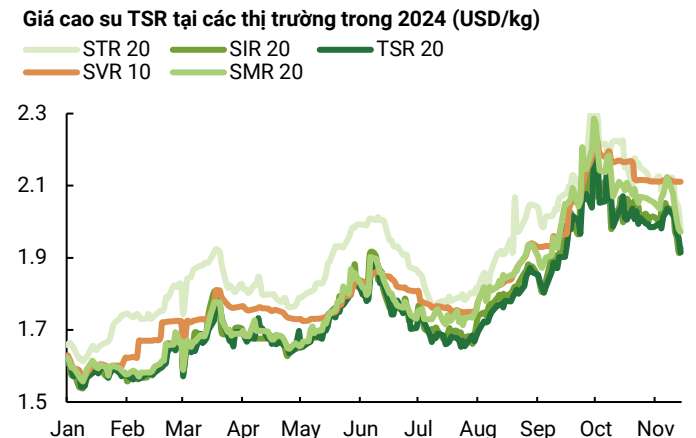
Thời điểm cuối quý 3 đến quý 4 hàng năm là thời gian mua hàng của các nhà sản xuất sử dụng nguyên liệu cao su thiên nhiên để (i) Phục vụ nhu cầu sản xuất hiện thời và (ii) Dự trữ cho hoạt động sản xuất trong 06 tháng đầu năm sau khi các nông trường cao su vào mùa khai thác thấp điểm.

Lo ngại thiếu hụt sản lượng trong bối cảnh nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên được duy trì đã làm giá bán cao su loại định chuẩn kỹ thuật (TSR) ở các thị trường Đông Nam Á đã ghi nhận mức tăng cao nhất trong 05 năm qua và neo cao đến nay:

- Tháng 09/24: các loại TSR đã tăng vọt lên trên mức 2.0 USD/kg (Tăng **36-40% so với đầu năm 2024** và **26-30% so với đầu tháng 08/24**).
- Tháng 10/24: Giá TSR20 đã điều chỉnh về 1.9 - 2.0 USD/kg do (i) áp lực nguồn cung toàn cầu giảm bớt và (ii) sự kiện EUDR dự kiến hoãn thêm 01 năm, tuy nhiên giá bán bình quân tháng 10 vẫn đang ở mức cao so với các mốc thời gian trước đó (**+6.5% MoM; +31% YTD; +39% YoY**).
- Tháng 11/24: Giá có sự điều chỉnh nhẹ đạt 1.94 USD/kg (**-3.1% MoM; +27.0% YTD; +32.4% YoY**) khi Cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ đã khép lại với chiến thắng của Tổng thống Donald Trump, làm dấy lên lo ngại về khả năng xuất hiện chính sách thuế quan mới.

Hình 3: Năm 2024 ghi nhận mức biến động giá tốt nhất của cao su loại TSR20 trong giai đoạn 05 năm qua


Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 18/11/2024

Hình 4: Giá cao su các loại TSR tại thị trường Đông Nam Á đã có bước nhảy vọt từ tháng 08/24 đến hiện tại


Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 18/11/2024

(*) TSR - Technically Specified Rubber – Là các loại cao su định chuẩn kỹ thuật. Nguồn gốc sản xuất của loại cao su này thường được ký hiệu như sau STR (Thái Lan), SIR (Indonesia), SVR (Việt Nam), SMR (Malaysia), TSR 20 (Giao dịch trên sàn Singapore Exchange)

Chuỗi cung ứng ngành cao su đang bước vào thời kỳ mới với những yếu tố tiềm tàng dễ gây gián đoạn trong 4Q24-FY26

1. Thời tiết khắc nghiệt kéo dài làm suy giảm nguồn cung tại các nông trường trọng yếu vào mùa thu hoạch cao điểm 4Q24

Báo cáo cập nhật ngày 12/09/2024, Trung tâm Dự báo Khí hậu của Mỹ (NOAA-CPC) dự báo hiện tượng La-nina sẽ có thể hình thành từ nay đến tháng 11 với xác suất là 71%, và sau đó sẽ diễn biến kéo dài đến giai đoạn tháng 01-03/2025.

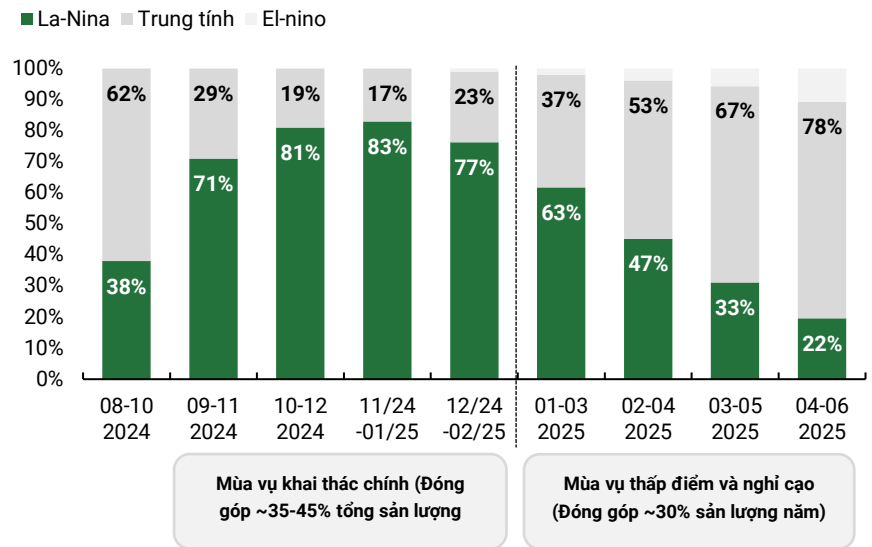
Tình hình mưa bão được dự báo diễn ra có cường độ cao hơn dưới trạng thái thời tiết La-nina sẽ làm gián đoạn mùa vụ khai thác cao điểm trong 4Q24 tại các nông trường cao su lớn Đông Nam Á. **Nguồn cung cao su toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục thiếu hụt cho đến khi mùa vụ khai thác mới bắt đầu trong giai đoạn nửa cuối 2025 trở đi.**

Dưới trạng thái La-nina, vùng biển Đông được nhận định sẽ hứng chịu nhiều cơn bão/áp thấp nhiệt đới hơn và các trận mưa lớn gây ra lũ lụt tại khu vực Đông Nam Á:

- Theo dự báo Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia Việt Nam, vùng biển Đông có thể ghi nhận hoạt động bão/áp thấp nhiệt đới ở mức xấp xỉ đến cao hơn trung bình nhiều năm từ 4-5 cơn trong thời gian tới.
- Các nông trường lớn như Thái Lan cũng được dự báo ghi nhận lượng mưa lớn hơn trung bình năm và kéo dài đến đầu năm 2025 với nguy cơ hứng chịu các trận lũ lụt tại nhiều khu vực.

Hình 5: Trạng thái La-nina có thể làm bất lợi mùa vụ khai thác chính và suy giảm nguồn cung trong giai đoạn 4Q24-1H25

Khả năng diễn ra các hiện tượng thời tiết giai đoạn 4Q24 – 1H25



Nguồn: NOAA, PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 12/09/2024

2. Quy định EUDR

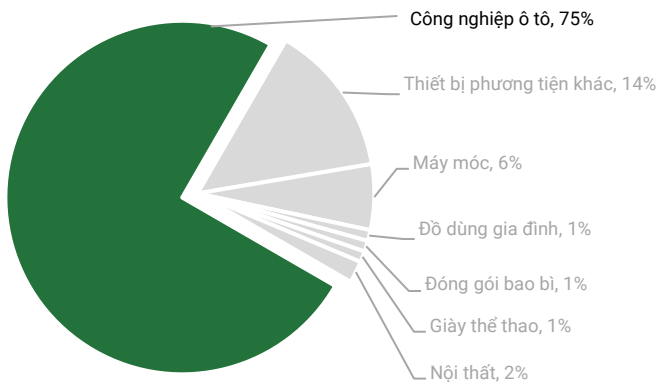
Sau giai đoạn 2H24-1H25 với nguy cơ thiếu hụt nguồn cung do yếu tố bất thường (thời tiết), thị trường cao su toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục chịu tác động từ chính sách kể 2H25, khi EUDR có khả năng được thực thi.

Các loại nguyên liệu/ sản phẩm được quy định tại EUDR: Cọ dầu; đậu nành; gỗ; cacao; cà phê; gia súc và **cao su**. Ngoài ra, quy định này còn **áp dụng cho các sản phẩm được sản xuất từ các nguyên liệu nêu trên**, đối với cao su sản phẩm áp dụng là các sản phẩm cao su định chuẩn kỹ thuật (TSR); cao su loại RSS; sản phẩm được làm từ cao su như lốp xe, găng tay, v.v.

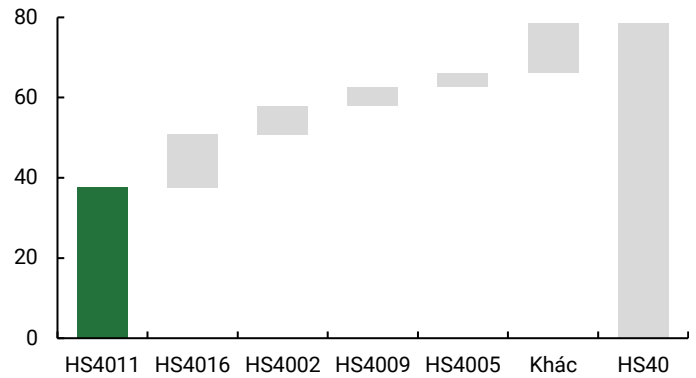
Ước tính EUDR làm gián đoạn 15 - 20% chuỗi cung ứng cao su toàn cầu:

- Trong đó 8% - 10% sản lượng sẽ tác động trực tiếp đến sản lượng nhập khẩu nguyên liệu vào EU.
 - EU đang là thị trường có mức tiêu thụ lớn đối với cao su thiên nhiên toàn cầu khi sở hữu ngành công nghiệp ô tô hiện đại và phát triển bậc nhất. Theo thống kê, 73 - 75% sản lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên được phục vụ cho lĩnh vực sản xuất lốp xe tại thị trường EU, và với mức tiêu thụ từ 1 - 1.2 triệu tấn cao su mỗi năm chiếm 8 - 10% sản lượng tiêu thụ toàn cầu giai đoạn từ 2011 - 2020.
 - Trong khi đó, khu vực này phụ thuộc lớn vào nhập khẩu cao su, đặc biệt là nhập khẩu từ các quốc gia Đông Nam Á với hơn 67% nguồn cao su thiên nhiên đến từ Indonesia (28%), Thái Lan (21%), Malaysia (11%) và Việt Nam (7%). Để chuẩn bị các quy định môi trường mới, EU cũng đang có sự chuyển dịch nhập khẩu từ Bồ Đào Nha với tỷ lệ đóng góp năm 2020 tăng lên 23% so với 15% giai đoạn trước đó.

Mặc dù đã phát triển nguồn cung cao su thay thế từ Bồ Đào Nha, nhưng tốc độ tăng trưởng tại đây đang chậm lại và nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên ngày càng nhiều hơn trong thời đại xanh hóa có thể tạo nên nút thắt về nguồn cung trong tương lai tại EU.

Hình 6: 75% tiêu thụ cao su thiên nhiên tại EU được dùng cho ngành công nghiệp ô tô
Tỷ lệ sử dụng CSTN tại EU theo ngành (2020)


Nguồn: EU's list of Critical Raw Materials Factsheets 2020

Hình 7: Năm 23A thị trường EU nhập khẩu 79 tỷ USD mặt hàng cao su (HS40) với sản phẩm trọng yếu là lốp xe
Giá trị nhập khẩu (Tỷ USD) các mặt hàng trong nhóm cao su (HS code 40) tại thị trường châu Âu năm 2023


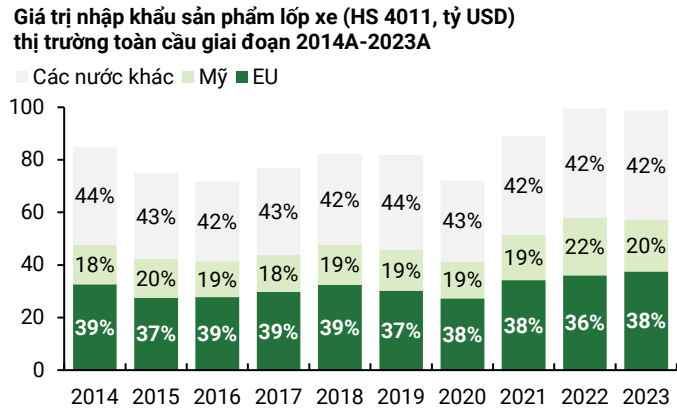
Nguồn: International Trade Centre, PHS tổng hợp

Quy định này sẽ làm tăng nhu cầu tìm kiếm nguồn cung đạt chuẩn tại các đơn vị sản xuất phục vụ thị trường châu Âu, đặc biệt là từ công xưởng Trung Quốc. Cơ hội cho các nhà cung ứng đã hoàn tất các chứng chỉ bền vững tại Việt Nam khi Trung Quốc hiện đang là thị trường đóng góp từ 75%-80% giá trị xuất khẩu cao su của Việt Nam.

- Phần còn lại Ảnh hưởng gián tiếp đến các nhà sản xuất sản phẩm xuất khẩu sang EU (chủ yếu từ ngành công nghiệp ô tô):
 - Trong cơ cấu nhập khẩu các sản phẩm cao su (HS code 40) năm 2023 tại EU, lốp xe (HS code 4011) đang là sản phẩm trọng yếu với đóng góp 48% giá trị nhập khẩu lũy kế. Hơn nữa EU hiện đang là thị trường có giá trị nhập khẩu lốp xe lũy kế lớn nhất thế giới năm 2023 khi đóng góp 38% giá trị nhập khẩu mặt hàng này.
 - Theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe và cao su Châu Âu (ETRMA) về tình hình nhập khẩu sản phẩm lốp xe năm 2023: Trung Quốc hiện đang là quốc gia chiếm lĩnh thị phần nhập khẩu lốp xe vào châu Âu. Cụ thể với phân các loại lốp xe ô tô và xe tải nhẹ (Passenger car & Light truck tires), Trung Quốc đóng góp 71.2% sản lượng lốp nhập khẩu vào thị trường EU năm 2023, theo sau là Hàn Quốc (11.8%) và Nhật Bản (3.9%).

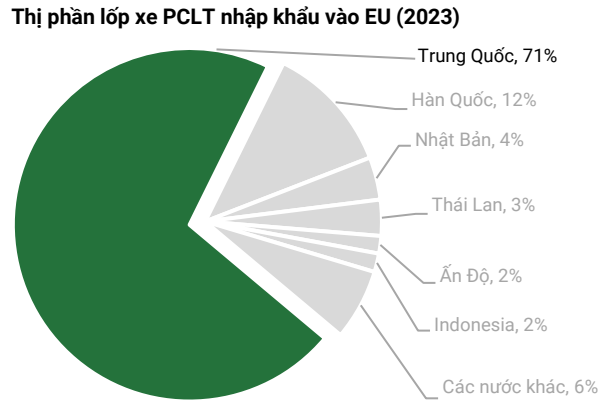
Dữ liệu được tổng hợp từ Báo cáo European Tyre & Rubber Industry Statistics 2021 ⁽³⁾ và EU's list of Critical Raw Materials Factsheets 2020 ⁽⁴⁾

Hình 8: EU hiện là thị trường nhập khẩu lốp xe lớn trên thế giới, chiếm bình quân 38% giá trị nhập khẩu lốp hàng năm



Nguồn: International Trade Centre, PHS tổng hợp

Hình 9: Trung Quốc đang là quốc gia chiếm lĩnh thị phần nhập khẩu lốp xe PCLT vào thị trường châu Âu năm 2023



Nguồn: ETRMA quarterly report, PHS tổng hợp

Các yêu cầu và thủ tục nghiêm ngặt trong công tác giải trình/ truy xuất nguồn gốc sản phẩm, tiêu chí bền vững của quy định EUDR sẽ làm hạn chế nguồn cung cao su vào thị trường châu Âu khi:

- Phần lớn diện tích và sản lượng cao su tại các nông trường Đông Nam Á được trồng và sản xuất bởi tiểu điền (90% tại Thái Lan; hơn 80% tại Indonesia; trên 80% tại Malaysia và 52% tại Việt Nam).** Các hộ tiểu điền với quy mô sản xuất nhỏ; gặp khó khăn trong quá trình canh tác cao su bền vững sẽ cần có sự hỗ trợ và phối hợp từ các hiệp hội cao su hoặc doanh nghiệp lớn để đảm bảo nguồn gốc sản phẩm; đạt các yêu cầu môi trường khi tham gia chuỗi cung ứng này.
- Gia tăng chi phí sản xuất và giá bán:** Doanh nghiệp trong chuỗi cung ứng, từ thượng nguồn đến hạ nguồn, sẽ phải tăng cường chi phí như kiểm định nguồn gốc vùng trồng; hoàn tất các chứng chỉ bắt buộc; đáp ứng các quy định về bảo tồn sinh học, quyền lao động, và trách nhiệm xã hội tại địa phương
- Nhiều nông trường lớn có khả năng bị hạn chế tham gia tại thị trường EU vì không đạt tiêu chuẩn tiên quyết là "Gây mất rừng".** Đã có các nghiên cứu ứng dụng hình ảnh vệ tinh chỉ ra hàng loạt diện tích rừng bị suy giảm tại Đông Nam Á để trồng cây cao su:
 - Nghiên cứu trên tạp chí Nature công bố vào tháng 10/2023 ⁽⁵⁾ đã sử dụng các bản đồ vệ tinh với độ phân giải cao cho thấy **04 triệu ha rừng tại Đông Nam Á** đã bị suy giảm trong vòng 03 thập kỷ qua để trồng cao su.
 - Dữ liệu từ Global Forest Review ⁽⁶⁾ cũng ước tính rằng có **2.1 triệu ha rừng bị chặt bỏ giai đoạn 2001-2015 để trồng cao su**, trong đó Indonesia với 1 triệu ha, và Malaysia với 0.7 triệu ha (02 thị trường đóng góp 40% sản lượng cao su nhập khẩu 2020 tại EU).

Thời gian hiệu lực EUDR: Ban đầu EUDR dự kiến sẽ được áp dụng từ ngày 30/12/2024 đối với các doanh nghiệp vừa và lớn; 06 tháng sau đó với các doanh nghiệp nhỏ và siêu nhỏ. **Tuy nhiên quy định này sẽ bị hoãn thêm 1 năm nữa và được áp dụng vào cuối năm 2025** với quyết định cuối cùng đã được ban hành vào giữa tháng 11/2024 tại phiên họp toàn thể của Nghị viện châu Âu với các thành viên.

Việc trì hoãn áp dụng EUDR vào cuối năm 2024, có thể tạo ra biến động trong thị trường cung ứng nguyên liệu cao su:

- Các nhà cung ứng phục vụ thị trường EU đã chủ động chuẩn bị nguyên liệu đạt chuẩn với giá cao hơn thị trường (từ 10%-30%) cho các đơn hàng năm 2025. Với khả năng hoãn EUDR, có thể phải cân nhắc lại việc mua lại nguyên liệu thông thường để tối ưu hóa chi phí sản xuất cho năm sau; đồng thời cũng ảnh hưởng tiến độ thanh toán đơn hàng chuẩn EUDR.
- Hoạt động đẩy mạnh hàng hóa vào EU với giá thành sản phẩm hơn rẻ có thể diễn ra trước khi EUDR có hiệu lực. Từ đó thúc đẩy hoạt động tiêu thụ nguyên liệu cao su phục vụ cho thị trường này

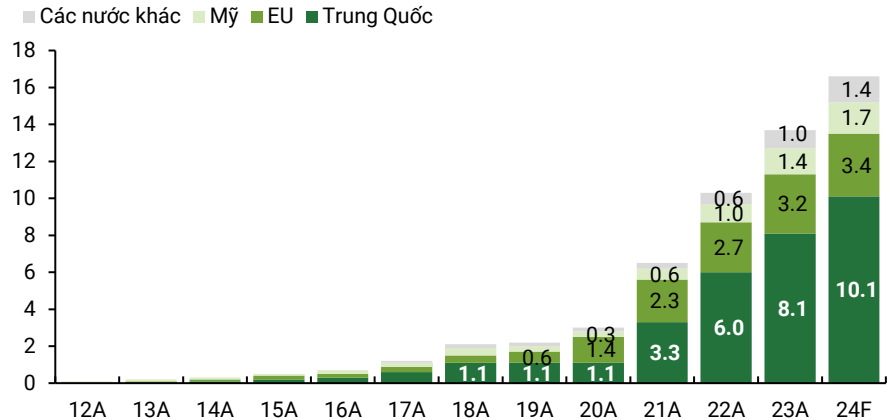
3. Cuộc cải tiến lớp xe chuyên dụng dành cho ô tô điện – Nhân tố mới thúc đẩy gia tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu

Xe điện hiện đang trở thành xu hướng tiêu dùng toàn cầu khi năm 2023 trung bình 05 chiếc xe được bán ra thì có 01 sản phẩm là ô tô điện:

- Theo Cơ quan Năng lượng quốc tế (IEA), năm 2023 doanh số xe điện toàn cầu đạt 14 triệu xe, tăng 35% so với năm 2022 và tăng gấp 6 lần so với năm 2018. Doanh số bán xe điện hiện đang đóng góp 18% tổng lượng xe bán ra trên toàn cầu, tăng mạnh so với tỷ lệ 14% vào năm 2022 và chỉ 2% năm 2018. Trong đó, 03 thị trường lớn nhất đến từ Trung Quốc, Châu Âu và Mỹ khi đóng góp tới 95% doanh số bán xe điện toàn cầu năm 2023.
- Dự báo năm 2024, doanh số xe điện có thể đạt 16,7-17 triệu xe, ghi nhận mức tăng trưởng khoảng 20-21% YoY. Dữ liệu 9T24 cũng cho thấy nhu cầu tiêu thụ xe điện tại thị trường lớn là Trung Quốc tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tích cực với sản lượng tiêu thụ là 8.32 triệu xe (+32.5% YoY).
- IEA dự phóng nhu cầu tiêu thụ xe điện sẽ có được tốc độ tăng trưởng cao đến từ tiến trình giảm phát thải Carbon toàn cầu, sự đa dạng các mẫu xe mới với chi phí phù hợp sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng loại xe này.

Hình 10: Xe điện đang trở thành phương tiện ưa dùng toàn cầu

Doanh số xe điện toàn cầu, phân theo thị trường (Triệu xe)



Nguồn: IEA (2024), Electric car sales, 2012-2024, IEA, Paris
<https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/electric-car-sales-2012-2024>

Tăng trưởng thị phần xe điện toàn cầu đang tạo ra cơ hội và các bài toán mới dành cho các nhà sản xuất lớp xe chuyên dụng dành cho dòng xe này. Không giống như các xe động cơ đốt trong (ICE), xe điện sở hữu đặc tính **i)** trọng lượng nặng hơn bình quân từ 20% - 30% các xe ICE trong cùng phân khúc; **ii)** mô-men xoắn cao giúp tốc độ tăng nhanh trong khoảng thời gian ngắn và **iii)** phanh tái tạo để sạc lại pin khi giảm tốc. Điều này đã làm cho:

- Nhiệt được sinh ra nhiều hơn khi lớp xe di chuyển với cường độ nhanh kết hợp hoạt động phanh tái tạo, trong khi trọng lượng xe tăng thêm gây nhiều lực cản, các yếu tố này đang khiến **lớp xe điện mòn nhanh hơn 20% so với xe ICE có kích thước tương đương**, nghiên cứu từ Michellin.
- Khối lượng nặng và quán tính cao của xe điện cũng dẫn đến yêu cầu lớp xe phải có độ bám phù hợp để duy trì sự ổn định cho xe, đảm bảo việc phanh gấp cũng như tăng tốc đạt hiệu suất tốt, mang lại hiệu suất tiêu thụ năng lượng cho xe điện ở mức tối ưu nhất. Theo nghiên cứu từ Michellin, **lớp xe cũng sẽ ảnh hưởng đến 10-15% hiệu suất quãng đường di chuyển của các loại xe điện.**

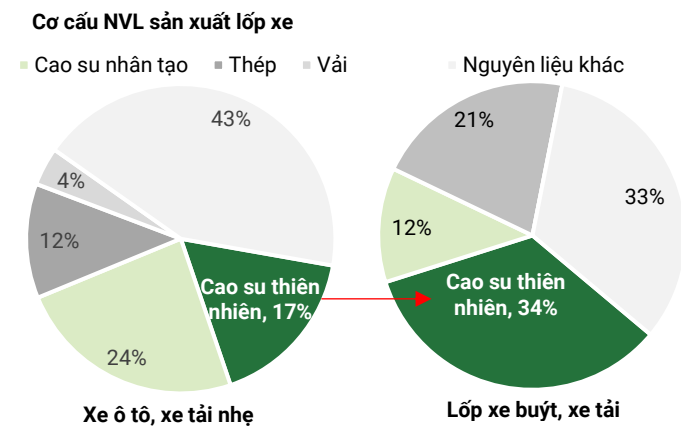
- Một thách thức khác đối với lốp xe điện là kiểm soát tiếng ồn. Do động cơ xe điện gần như im lặng, tiếng ồn từ lốp xe trở nên dễ nhận thấy hơn trong khoang xe. Vì vậy các thiết kế và công nghệ mới cần phải được áp dụng để làm giảm tiếng ồn của xe.

Lốp xe điện vừa phải chịu tải nặng hơn; tốc độ nhanh hơn và độ mòn lớn hơn sẽ yêu cầu sự thay đổi các thành phần sản xuất. Vì phân khúc xe điện đang phát triển mạnh và trở thành mảng cạnh tranh đầy tiềm năng, các nhà hàng vẫn đang đầu tư phát triển công nghệ cho lĩnh vực này và chưa công bố cụ thể về các tỷ lệ nguyên liệu sản xuất.

Chúng tôi cho rằng đặc tính kỹ thuật đặc trưng của cao su thiên nhiên sẽ phù hợp với các yêu cầu của loại lốp mới, giúp cho nguyên liệu này được sử dụng nhiều hơn trong thời đại xe điện trong tương lai gần:

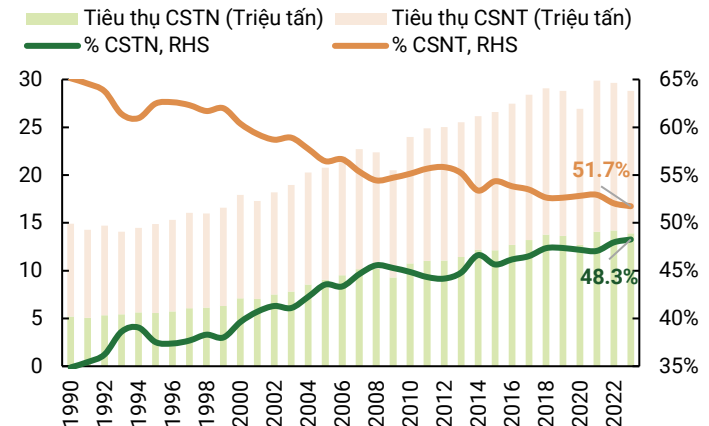
- Xét về tính chất kỹ thuật: cao su thiên nhiên được xem là vật liệu được sử dụng tối ưu trong việc sản xuất các sản phẩm cần phải chịu nhiệt và áp lực lớn hơn khi sở hữu các đặc tính tốt về độ đàn hồi; khả năng chịu nhiệt; sự chống phân mảnh và độ bền vượt trội so với cao su nhân tạo.
- Trên thực tế: lốp xe tải nặng, xe buýt hay các lốp các phương tiện đặc biệt (máy bay, phương tiện quân sự) thường được sản xuất với cấu phần cao su thiên nhiên lớn hơn rất nhiều, cụ thể là trên bình quân 34% (Theo ETRMA), trong khi lốp xe ô tô và tải nhẹ thông thường chỉ có 15-20% tỷ lệ cao su thiên nhiên. Vì vậy có thể kỳ vọng về sự gia tăng tỷ lệ sử dụng cao su thiên nhiên trong lốp xe ô tô điện.

Hình 11: Cao su thiên nhiên được sử dụng với tỷ lệ lớn hơn trong các loại lốp xe có trọng tải nặng



Nguồn: ETRMA, PHS tổng hợp

Hình 12: Xu hướng sử dụng cao su thiên nhiên và cao su nhân tạo toàn cầu giai đoạn 90A-23A



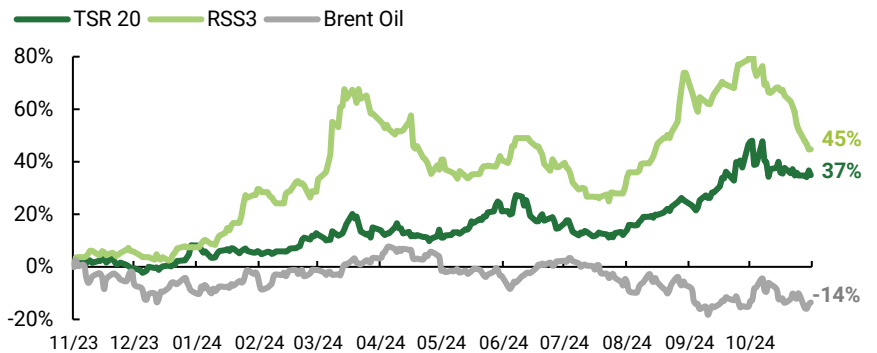
Nguồn: Statista, Malaysian Rubber Board, PHS tổng hợp

Đặc tính kỹ thuật của cao su thiên nhiên đã giúp nguyên liệu này không thể bị thay thế hoàn toàn bằng cao su nhân tạo trong các ngành công nghiệp sản xuất và ngày càng được sử dụng nhiều hơn trong thời đại mới với tỷ lệ sử dụng năm 2023 tiếp tục tăng lên 48.3% (+0.3% so với 2022):

- Đặc điểm này được thể hiện rõ qua xu hướng giá trong 01 năm qua, khi biến động giá cao su thiên nhiên không còn đồng pha với giá đầu thô (nguyên liệu chính chế biến cao su nhân tạo) mà đến từ yếu tố cung cầu.
- Giá cao su thiên nhiên 02 loại TSR20 và RSS3 đã lần lượt tăng 37% và 45% YoY, trong khi giá dầu Brent hiện đang thấp hơn cùng kỳ (-14% YoY).

Hình 13: Biến động giá cao su thiên nhiên hiện nay phụ thuộc chênh lệch cung cầu trực tiếp và giảm bớt ảnh hưởng từ giá dầu thô như giai đoạn trước

Diễn biến giá từ 01/11/23 - 31/10/24 (0% tại ngày 01/11/2023)



Nguồn: Bloomberg, SGX, PHS tổng hợp, dữ liệu ngày 31/10/2024

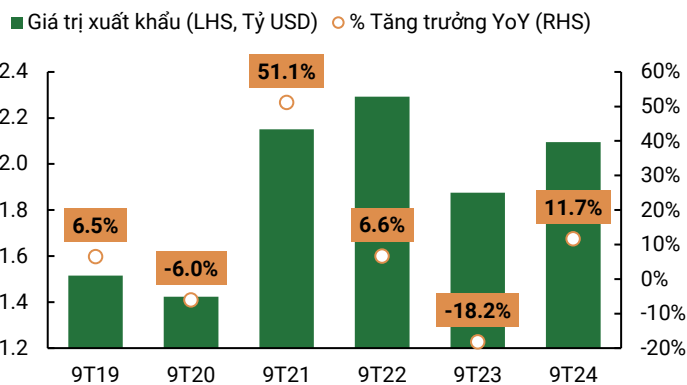
Cập nhật ngành cao su thiên nhiên Việt Nam

Tổng quan thị trường 9T24

Hưởng lợi từ xu hướng tăng giá bán, trong 9T24 giá trị xuất khẩu cao su lũy kế tại Việt Nam đã ghi nhận mức tăng trưởng 11.7% YoY đạt 2.09 tỷ USD đến từ phục hồi giá bán bình quân mạnh mẽ khi tăng 19% YoY, mặc dù sản lượng xuất khẩu chỉ đạt 1.32 triệu tấn (-6.2% YoY). Tuy nhiên nếu nhìn chi tiết các chủng loại cao su xuất khẩu thì thấy các sản phẩm thuần cao su thiên nhiên đang tăng trưởng mạnh trong 8 tháng vừa qua (Bảng 6).

Hình 14: Xuất khẩu cao su lấy đà tăng trưởng trong 9T24

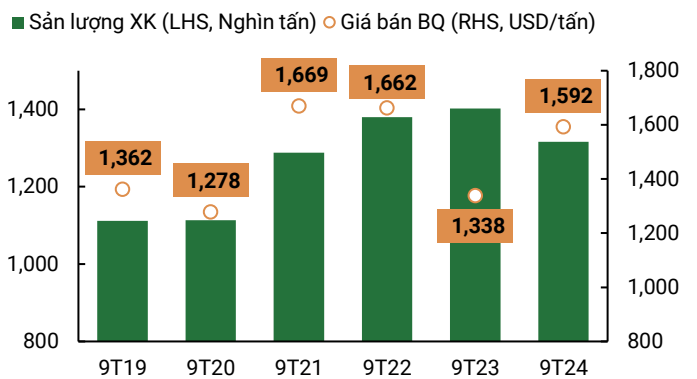
Giá trị xuất khẩu cao su trong 9 tháng



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Hình 15: Tăng trưởng được hỗ trợ bởi giá bán ở mức cao

Sản lượng và Giá XK bình quân trong 9 tháng



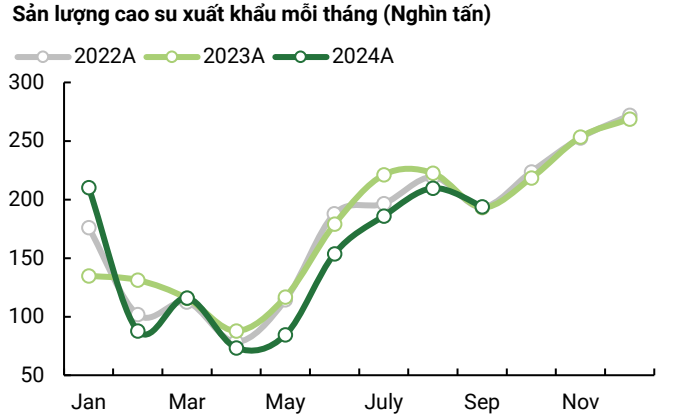
Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng kim ngạch xuất khẩu cao su của Việt Nam hoàn toàn khả thi để thực hiện mục tiêu xuất khẩu đạt 3.3-3.6 tỷ USD trong năm 2024 (tăng 14% - 24% so với năm 2023) và duy trì tăng trưởng cho năm 2025 với các yếu tố sau:

- Giá xuất khẩu bình quân có thể tiếp tục neo ở vùng cao trong 03 tháng cuối năm 2024 với mức tăng giá kỳ vọng là trên 30% so với các tháng cùng kỳ năm 2023 thúc đẩy từ hoạt động mua hàng đang được các nhà thu mua đẩy mạnh để đảm bảo hoạt động sản xuất được duy trì đến nửa đầu năm sau. Tháng 09/2024, giá xuất khẩu bình quân đã duy trì ở mức 1,730 USD/tấn (+5.2% QoQ, +32.8% YoY) và lũy kế 9T24 đạt mức 1,568 USD/tấn (+16.7% YoY).
- Sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm xuất khẩu, hướng đến các mặt hàng thuần cao su thiên nhiên có giá trị cao và có nhu cầu sử dụng cao.

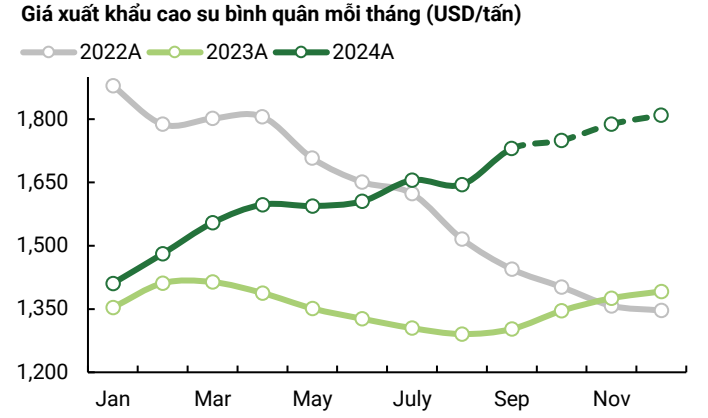
- Các đơn vị trong nước đã được cấp chứng chỉ quản lý rừng bền vững được dự báo có thể gia tăng vị thế xuất khẩu cho các nhà sản xuất phục vụ thị trường châu Âu khi EUDR trong năm sau.

Hình 16: Kỳ vọng đột phá 3 tháng cuối năm khi các nhà sản xuất đẩy mạnh mua hàng với lo ngại thiếu cung trong 1H25



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Hình 17: Giá xuất khẩu bình quân tháng 10-12/24 được kỳ vọng tăng trưởng 30% so với các tháng cùng kỳ năm 2023



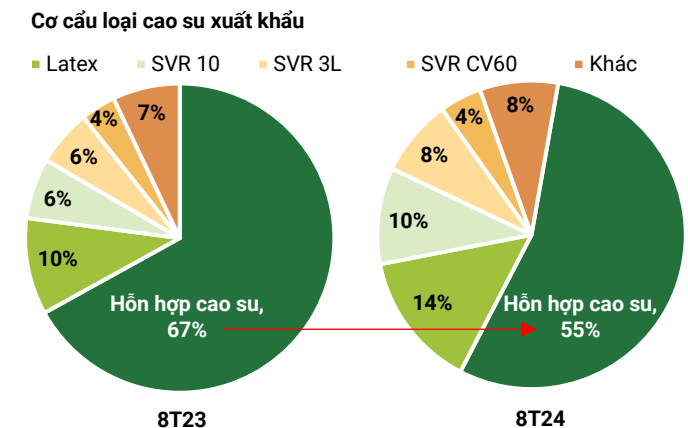
Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Bảng 6: Chủng loại cao su (bao gồm cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp) xuất khẩu của Việt Nam trong 8 tháng 2024 - Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu 8T24 có sự thay đổi đáng kể, tập trung các sản phẩm thuần cao su thiên nhiên

Loại sản phẩm/ Chỉ tiêu	Sản lượng (Tấn)			Giá trị (Triệu USD)			Giá bình quân (USD/ tấn)	
	8M24	% YoY	Tỷ trọng/ tổng SL	8M24	% YoY	Tỷ trọng/ tổng giá trị	8M24	% YoY
Hỗn hợp cao su tự nhiên và cao su tổng hợp	615,068	-24.0%	54.8%	964.9	-12.2%	54.8%	1,569	15.6%
Latex	160,251	31.0%	14.3%	197.4	69.5%	11.2%	1,232	29.4%
SVR 10	113,373	48.0%	10.1%	185.9	78.0%	10.6%	1,640	20.3%
SVR 3L	91,143	28.2%	8.1%	162.5	52.9%	9.2%	1,783	19.3%
SVR CV60	49,779	12.6%	4.4%	92.5	33.8%	5.3%	1,859	18.9%
RSS 3	34,693	8.0%	3.1%	64.8	35.5%	3.7%	1,868	25.5%
SVR 20	10,632	-19.0%	0.9%	16.9	-6.0%	1.0%	1,586	16.1%
SVR CV50	14,158	49.6%	1.3%	26.7	79.9%	1.5%	1,885	20.3%
Các loại khác	32,998	8.5%	2.9%	48.5	0.7%	2.8%	1,469	-7.2%
Tổng	1,122,095	-7.2%		1,760.1	8.4%		1,569	16.8%

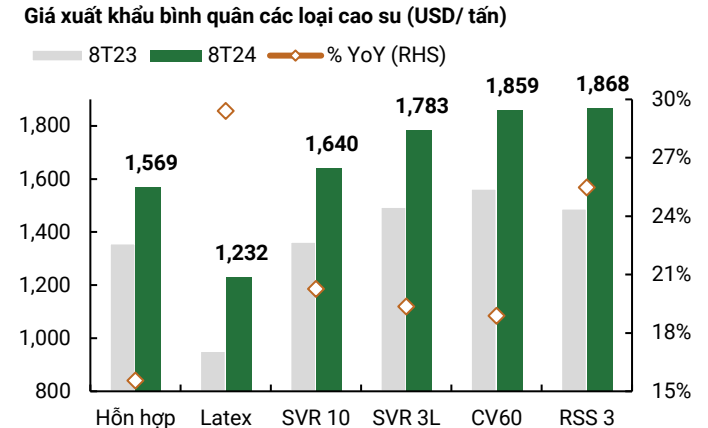
Nguồn: Bộ công thương và Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Hình 18: Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu 8T24 có sự thay đổi đáng kể, tập trung các sản phẩm thuần cao su thiên nhiên



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Hình 19: Các đơn vị xuất khẩu đang có được đơn hàng với loại mặt hàng có giá trị và tốc độ tăng giá cao



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Triển vọng tăng trưởng thị trường nội địa 4Q24-2026

1. Nhu cầu tiêu thụ trong nước dự báo tăng mạnh nhờ ngành công nghiệp phụ trợ lĩnh vực cao su thiên nhiên ngày càng phát triển:

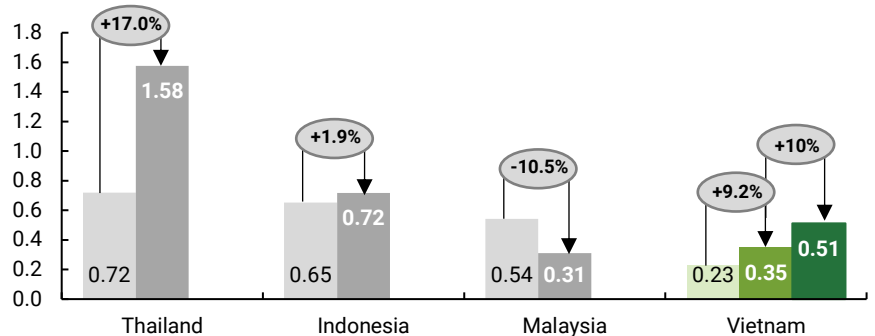
Việt Nam hiện tại không chỉ xuất khẩu nguyên liệu cao su thiên nhiên mà còn đang dần đẩy mạnh các sản phẩm từ cao su. Từ đó mở ra nhiều dư địa tăng trưởng cho tiêu thụ cao su thiên nhiên nội địa tại Việt Nam:

- Giai đoạn 2018-2023, sản lượng tiêu thụ cao su nội địa đạt tốc độ CAGR 9.2% với 0.35 triệu tấn cao su được tiêu thụ vào năm 2023.
- Tiến trình tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự phát triển của ngành công nghiệp phụ trợ trong nước, đặc biệt là lĩnh vực sản xuất lốp xe ô tô/máy kéo và lốp xe gắn máy để (i) phục vụ thị trường xuất khẩu và (ii) phục vụ lĩnh vực sản xuất lắp ráp xe ô tô trong nước:
 - Về mặt sản lượng:** ngành công nghiệp sản xuất lốp ô tô/máy kéo & sản xuất lốp xe gắn máy đang tăng trưởng nhanh với CAGR giai đoạn 2018 – 2023 lần lượt đạt 12.7% & 5.5%.
 - Xét về giá trị:** Trong vòng 01 thập kỷ qua giá trị xuất khẩu lốp xe của Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh với CAGR trên 20% (hình 25) khi hàng loạt nhãn hàng lốp xe lớn của thế giới đầu tư hoạt động tại Việt Nam (Michellin, Bridgestone, Kumho Tire, Goodyear Tire, Sailun, Haohua, v.v); xuất khẩu đến thị trường chủ lực Mỹ; EU; Brazil.
 - Tháng 07/24 giá trị xuất khẩu lốp giữ nhịp tăng trưởng cao với giá trị xuất khẩu đến thị trường Mỹ và Brazil lần lượt tăng 31% và 23% YoY.

Hình 20: Tiêu thụ cao su nội địa tại Việt Nam đang ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh so với khu vực đến từ sự chuyển dịch sản xuất lĩnh vực lốp xe

Sản lượng tiêu thụ cao su các quốc gia Đông Nam Á (triệu tấn)

■ 2018 ■ 2023 ■ 2027F

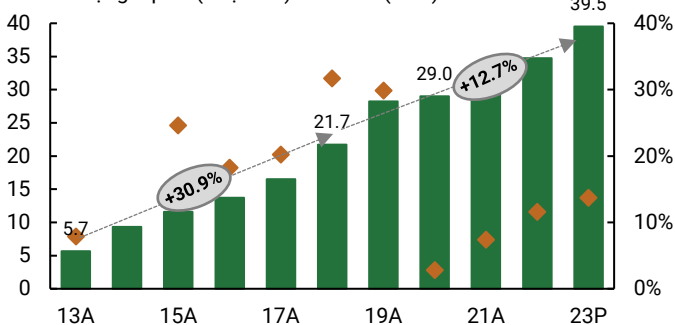


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 21: Sự mở rộng đầu tư liên tục của các đơn vị lốp xe toàn cầu đã thúc đẩy tăng trưởng sản xuất lốp tại Việt Nam

Sản lượng lốp ô tô, lốp máy kéo sản xuất tại Việt Nam

■ Sản lượng lốp xe (Triệu cái) ◆ % YoY (RHS)

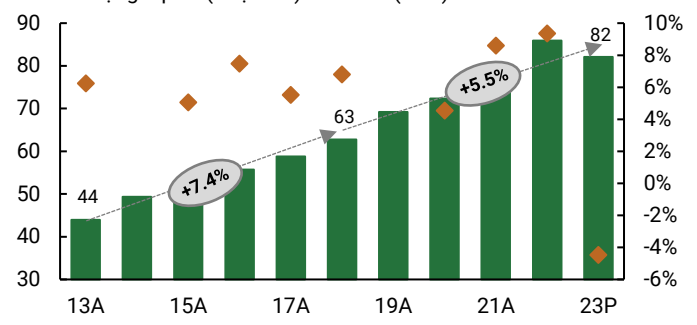


Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 22: Sản lượng lốp xe máy được kỳ vọng duy trì trên 80 triệu lốp xe mỗi năm

Sản lượng lốp xe máy sản xuất tại Việt Nam

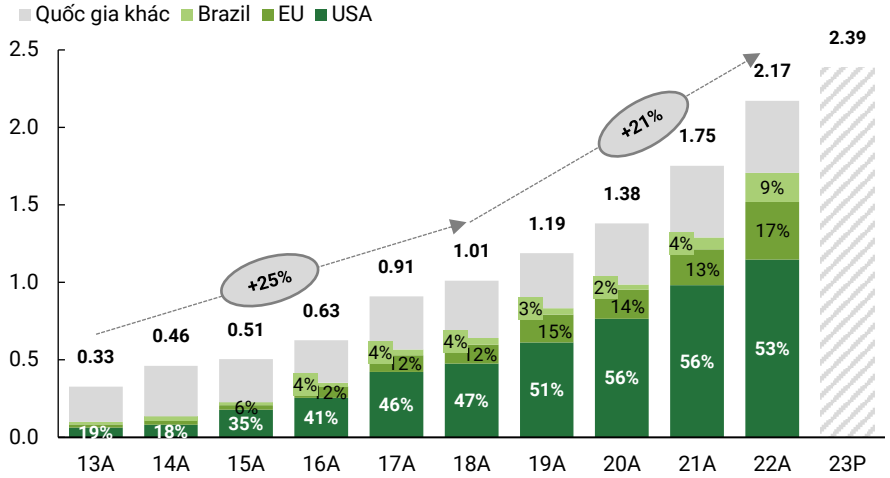
■ Sản lượng lốp xe (Triệu cái) ◆ % YoY (RHS)



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 23: Mỹ, EU và Brazil là thị trường xuất khẩu chủ lực của lĩnh vực lốp xe Việt Nam với CAGR giai đoạn 18A-22A lần lượt đạt 25%; 32% và 45%

Giá trị xuất khẩu sản phẩm lốp xe theo thị trường (Tỷ USD)



Nguồn: International Trade Centre, PHS Tổng hợp, HS code 4011

Ước tính tiêu thụ cao su nội địa tại Việt Nam giai đoạn 24F-27F sẽ duy trì CAGR từ 10% trở lên và tăng sản lượng tiêu thụ trên mức 0.5 triệu tấn/năm từ năm 2027 chủ yếu nhờ vào hoạt động sản xuất lốp xe xuất khẩu.

- Các dự án được đầu tư mới và mở rộng trong lĩnh vực lốp xe giai đoạn 2021 – 2023 có tổng công suất thiết kế ước tính khoảng 40 triệu sản phẩm/năm (gấp 1.38 lần sản lượng sản xuất lốp xe ô tô/máy kéo tại Việt Nam trong năm 2020) sẽ đi vào hoạt động và có thể đạt công suất tối đa trong giai đoạn 2024 – 2027 (Chi tiết tại bảng 8).
- Từ đó thúc đẩy tiêu thụ nguyên liệu cao su thiên nhiên nội địa tăng trưởng từ 10%/năm, nổi bật các dự án lớn hoạt động trong 2024-2025.

Sự chuyển dịch đầu tư lĩnh vực lốp xe dự báo sẽ được duy trì trong tương lai khi môi trường sản xuất tại Việt Nam đang đáp ứng được các yêu cầu:

- Việt Nam được dự báo có thể cung ứng cao su thô duy trì từ 1.2-1.5 triệu tấn/năm giai đoạn 2024F-2030F. Trong khi các nông trường lớn khác như Malaysia và Indonesia bị suy giảm sản lượng khai thác mạnh do dịch bệnh, chuyển đổi hình thức kinh tế.
- Bên cạnh đó, nguồn nguyên liệu trong nước còn được nhập khẩu bổ sung từ Lào và Cambodia. Với một số nông trường lớn tại 02 quốc gia này được khai thác và vận hành bởi các thành viên của Tập đoàn cao su Việt Nam.

(1) Khả năng cung ứng nguyên vật liệu bền vững và đạt tiêu chuẩn



- Việt Nam được đánh giá là quốc gia có vị thế địa chính trị tốt, đồng thời sở hữu 16 FTAs (Hiệp định thương mại tự do) với nhiều đối tác lớn toàn cầu.
- Trong đó, Hiệp định EVFTA với 27 thành viên Liên minh châu Âu giúp cho hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam được áp thuế ưu đãi hơn các nước khác.

(2) Hoạt động thương mại, xuất khẩu các sản phẩm cao su tại Việt Nam có lợi thế lớn trong giai đoạn căng thẳng thương mại



Bảng 7: Sự chuyển dịch đầu tư lĩnh vực lốp xe tại Việt Nam được thể hiện rõ nét trong giai đoạn 21A-23A và đang được tiếp tục đẩy mạnh trong năm 2024

Xếp hạng toàn cầu *	Doanh nghiệp	Vị trí	Giai đoạn	Năm đầu tư/ thực hiện dự án	Công suất (triệu lốp/năm)	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Nhận định/ thông tin về các dự án đầu tư mở mới của các đơn vị sản xuất lốp xe tại Việt Nam
1	Camso (Michelin)	Bình Dương		2016	-	48	
2	Bridgestone Vietnam	Hải Phòng		2014	-	575	
3 & 12	A.C.T.R Co.Ltd (Goodyear Tire & Sailun Group)	Tây Ninh	Giai đoạn 1	2019	2.40	280	
			Tăng vốn	2020	-	138	
			Giai đoạn 1 & 2	2008	4.40	200	
16	Kumho Tire	Bình Dương	Giai đoạn 3	2021	8.10	305	Dự án Nhà máy lốp xe Kumho Tire giai đoạn 3 tại được đầu tư 305 triệu USD ⁽⁷⁾ vào năm 2021 và kỳ vọng sau khi hoàn thành việc mở rộng sẽ sản xuất ít nhất 9.3 triệu lốp xe mỗi năm tại Việt Nam. Năm 2024, công suất nhà máy sẽ được nâng lên 12,5 triệu lốp ⁽⁸⁾ gấp 03 lần sản lượng năm 2021 (Công suất tăng thêm ước tính tương đương 20% sản lượng lốp ô tô Việt Nam sản xuất năm 2023)
12	Sailun Group	Tây Ninh	Giai đoạn 1 & 2	2013	11.20	-	Tình hình kinh doanh toàn cầu được cải thiện năm 2024 và sự kỳ vọng vào sự phục hồi kinh tế giai đoạn mới, tiến trình mở rộng sản xuất với quy mô lớn của các đơn vị lốp xe toàn cầu đang tiếp tục được đẩy mạnh tại Việt Nam trong 9T24:
			Giai đoạn 3	2021	7.40	460	- Tập đoàn Sailun cam kết sẽ đầu tư thêm 200 triệu USD tại Việt Nam ⁽⁹⁾
			Dự kiến tăng vốn	2024	-	200	- Kenda tăng vốn đầu tư thêm 80 triệu USD ⁽¹⁰⁾ ; sau khi mở rộng giai đoạn 2 năm 2023 và hoạt động hết công suất
24	Kenda Rubber Industrial	Đồng Nai	Giai đoạn 1	2017	16.50	216	- Lốp Advance (Guizhou Tyre) sẽ tiếp tục tăng công suất thêm 6 triệu lốp với vốn đầu tư ước tính khoảng 227 triệu USD ⁽¹¹⁾ .
			Tăng vốn	2024	n/a	80	
30	Guizhou Tyre (Advance Vietnam)	Tiền Giang	Giai đoạn 1	2020	1.20	214	
			Giai đoạn 2	2023	0.95	174	
			Giai đoạn 3	2024	6.00	227	
34	Shandong Haohua Tyre	Bình Phước	Đầu tư mới	2023	14.40	500	Tháng 09/2023 dự án Nhà máy Sản xuất lốp xe Haohua đã được đầu tư 500 triệu USD tại Bình Phước với công suất 14.4 triệu sản phẩm/năm (tương đương 36% sản lượng lốp xe ô tô Việt Nam sản xuất năm 2023) với thời gian dự kiến hoạt động từ năm 2025. Theo kế hoạch ⁽¹²⁾ khi đi vào hoạt động nhà máy sẽ tiêu thụ gần 97 nghìn tấn cao su thiên nhiên mỗi năm tại địa phương.
45	Shandong Jinyu Tire	Tây Ninh	Giai đoạn 1 & 2	2020	2.00	300	
			Tăng vốn	2021	-	312	
			Giai đoạn 3	2023	3.00	-	
			Giai đoạn 4 & 5	2025	7.00	-	
-	Cofo Tire	Thanh Hóa	Đầu tư mới	2022	0.96	64	

Nguồn: (*) Thứ tự xếp hạng công ty lốp xe toàn cầu dựa trên KQKD năm 2022 bởi tạp chí Rubbernews; Các dữ liệu được tổng hợp từ thông tin công bố của doanh nghiệp và thông tin đại chúng địa phương, PHS tổng hợp; "-" không có dữ liệu.

2. Doanh nghiệp đạt các quy chuẩn bền vững sẽ có lợi thế kinh doanh khi các thị trường xuất khẩu ban hành quy định nghiêm ngặt hơn

Theo dữ liệu công bố từ Văn phòng chứng chỉ Quản lý rừng bền vững Việt Nam (Vietnam Forest Certification Office – VFCO) hiện nay Việt Nam đang có gần 124 nghìn ha diện tích rừng cao su (Chiếm gần 14% tổng diện tích cao su cả nước năm 2023 là 910 nghìn ha) được cấp chứng chỉ rừng bền vững, chủ yếu tại các địa phương vùng Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và trực thuộc các doanh nghiệp của Tập đoàn cao su Việt Nam.

Bảng 8: Danh sách các doanh nghiệp được cấp chứng nhận PEFC/VFCS lĩnh vực rừng trồng cao su tại Việt Nam

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

Nguồn: VFCO, PHS tổng hợp

Đồng thời, các nhà xưởng/ nhà máy chế biến của các doanh nghiệp trên cũng được cấp Chứng chỉ chuỗi hành trình sản phẩm PEFC-CoC (Chain of custody) để đảm bảo quy trình sản xuất của cao su thành phẩm có nguyên liệu không đến từ khu vực khai thác trái phép hoặc phá rừng, từ đó đáp ứng các tiêu chuẩn ngày càng khắt khe của thị trường xuất khẩu như châu Âu.

Các doanh nghiệp cao su được cấp các chứng chỉ liên quan đến hoạt động phát triển bền vững sẽ có lợi thế kinh doanh tốt hơn kể từ 2025 trở đi khi:

- Nhu cầu tiêu thụ cao su nội địa tăng lên trong giai đoạn 2025-2027 khi các đơn vị sản xuất lốp xe phục vụ nhu cầu xuất khẩu đi vào hoạt động, chủ yếu tập trung tại khu vực các tỉnh Đông Nam Bộ (Bảng 07).
- Có thể mở rộng thị phần xuất khẩu đối với các đối tác sản xuất sản phẩm hướng đến thị trường châu Âu khi EUDR có hiệu lực từ năm 2025.
- Giá bán thành phẩm cao su được cấp chứng nhận bền vững có giá trị tăng thêm trên 10% - 30% so với các sản phẩm thông thường:

- Từ đầu năm 2024, GVR đã chính thức áp dụng giá sàn cho các sản phẩm được chứng nhận PEFC, với mức giá cao hơn giá sàn tối thiểu là 10 USD cho các sản phẩm cùng loại ⁽¹³⁾.
- Theo chia sẻ từ đại diện VFCO, dự kiến đến tháng 10/2024, các công ty thành viên của GVR sẽ hoàn tất quá trình tuân thủ EUDR, mở đường cho xuất khẩu cao su sang thị trường châu Âu từ năm 2025 và đã có một số công ty đã bắt đầu bán sản phẩm cao su thông qua EUDR với giá trị tăng thêm gần 200 USD/tấn ⁽¹⁴⁾.

3. Hưởng lợi từ giá bán cao su neo ở mặt bằng giá cao

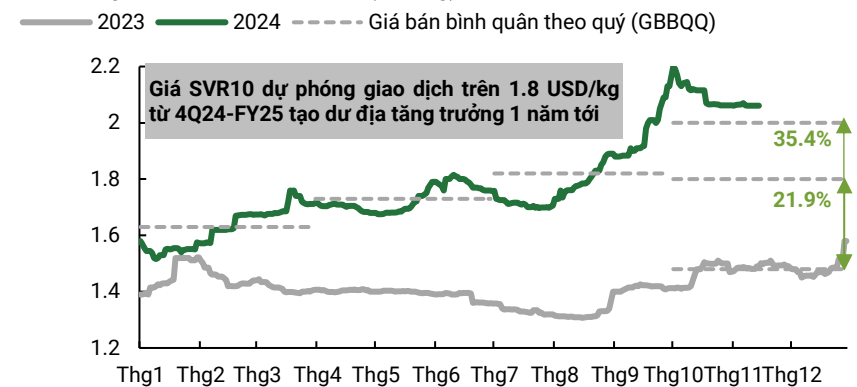
Ngoài triển vọng từ nhu cầu cả thị trường trong nước và xuất khẩu, giá bán các loại cao su được giữ ở mặt bằng giá cao hơn so với cùng kỳ cũng là động lực thúc đẩy tăng trưởng và cải thiện biên lợi nhuận các doanh nghiệp lĩnh vực này. Thị trường Việt Nam có giá bán biến động đồng pha và theo sát diễn biến giá khu vực Đông Nam Á (Hình 4), chúng tôi kỳ vọng giá bán trong nước sẽ giao dịch bình quân trên 1.8 USD/kg trong giai đoạn 4Q24-2026 theo diễn biến tích cực của giá bán toàn cầu đã được phân tích trên.

Chúng tôi đánh giá rằng tốc độ tăng giá sẽ diễn nhanh hơn quá trình suy giảm sản lượng khai thác của các doanh nghiệp từ đó tạo kỳ vọng về kết quả kinh doanh tích cực trong quý cuối năm và duy trì đến năm sau:

- Tháng 10/24, giá bán bình quân SVR10 ghi nhận mức 2.11 USD/kg (+8.1% MoM; +44.6% YoY), mức giá này sẽ tiếp tục mang lại kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong 4Q24 của doanh nghiệp cao su thiên nhiên.
- Chúng tôi giả định các kịch bản giá bán bình quân từ 4Q24- FY25:
 - Với quan điểm thận trọng, kịch bản cơ sở hiện đang ở giá bình quân là 1.8 USD/kg, vẫn sẽ duy trì tăng trưởng giá bán trong 01 năm tới.
 - Trong trường hợp giá bán suy giảm về kịch bản tiêu cực, duy trì tăng trưởng vẫn sẽ đạt được với doanh nghiệp xuất khẩu cao su đạt chuẩn EUDR với giá bán kỳ vọng tăng 10% - 30% so với sản phẩm thường.

Hình 24: SVR10 giao dịch trên 1.8 USD/kg từ 4Q24-FY25 sẽ tạo dư địa tăng trưởng các quý tới, đặc biệt trong 4Q24 và 1H25 do mức nền thấp cùng kỳ

Diễn biến giá bán cao su loại SVR 10 (USD/kg)



Kịch bản GBBQQ & tăng trưởng svck	Quý 1 2025	Quý 2 2025	Quý 3 2025	Quý 4 2024
KB tiêu cực 1.6 USD/kg	-1.6%	-7.5%	-12.0%	8.3%
KB Cơ sở 1.8 USD/kg	10.7%	4.0%	-1.0%	21.9%
KB tích cực 2.0 USD/kg	23.1%	15.6%	10.0%	35.4%

Nguồn: PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 18/11/2024

Cập nhật doanh nghiệp niêm yết

Kết quả kinh doanh 3Q24

Đối với các doanh nghiệp niêm yết PHS quan sát (danh sách bảng 9), KQKD 3Q24 ghi nhận mức tăng trưởng mạnh. Tốc độ tăng trưởng trung bình của nhóm này về doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) lần lượt đạt 20%, 81% và 333% YoY. Các yếu tố thúc đẩy kết quả này bao gồm (i) giá bán cao su tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước (Hình 24) và (ii) nguồn thu từ thanh lý cây cao su tăng mạnh. Cụ thể:

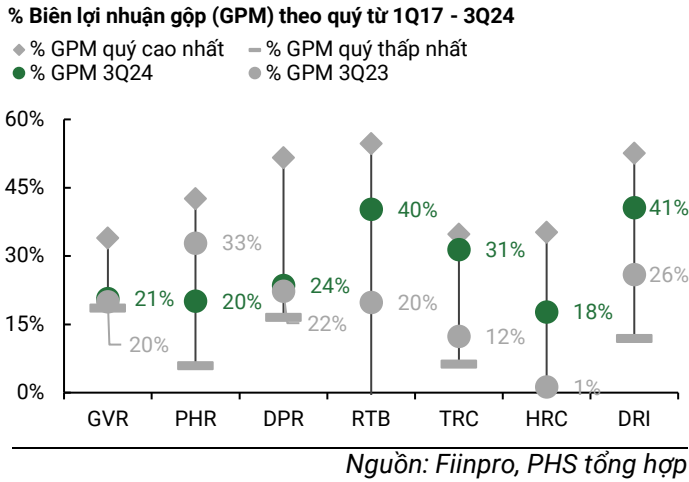
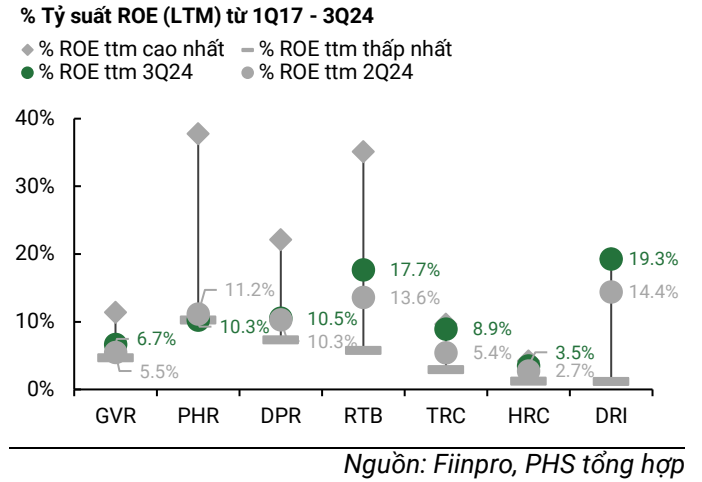
- Nhóm doanh nghiệp kinh doanh đa lĩnh vực (Cao su thiên nhiên; sản phẩm cao su; bất động sản khu công nghiệp, đầu tư tài chính):**
 - Riêng chỉ có GVR ghi nhận mức tăng trưởng LNST-CĐTS cao, +202% YoY. Được hỗ trợ bởi: (i) phục hồi các hoạt động kinh doanh chính (cao su thiên nhiên) giúp lợi nhuận gộp +29% YoY; (ii) lãi/(lỗ) từ công ty liên kết đạt 4,6 tỷ đồng, so với mức lỗ (-286,8 tỷ đồng) cùng kỳ; (iii) thu nhập khác +75% YoY, chủ yếu từ thanh lý cây cao su.
 - PHR và DPR có mức tăng trưởng LNST-CĐTS trong quý 3/2024 thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành khi lần lượt đạt (-19%) YoY và 19% YoY, chủ yếu do (i) hoạt động kinh doanh khu công nghiệp giảm sút khiến lợi nhuận gộp của PHR giảm 44% YoY; và (ii) hoạt động thanh lý cây cao su giảm đáng kể so với cùng kỳ do công tác thanh lý đã được DPR hoàn tất trong nửa đầu năm 2024.
- Nhóm doanh nghiệp kinh doanh thuần cao su thiên nhiên (RTB; TRC; DRI) - hưởng lợi trực tiếp từ đà tăng giá bán cao su trong 3Q24:** Nhóm này đạt mức tăng trưởng vượt trội ở lợi nhuận gộp và LNST-CĐTS, với tỷ lệ tăng ba chữ số so với cùng kỳ (bảng 9). Các chỉ số hiệu quả kinh doanh đều được cải thiện như:
 - Biên lợi nhuận gộp đã cải thiện lên mức đỉnh được ghi nhận khi giá bán cao su tăng mạnh trong các năm 2017 và 2021 (Hình 25);
 - ROE của một số doanh nghiệp như TRC, DRI đạt tỷ lệ tốt nhất kể từ giai đoạn 1Q17 đến 3Q24 (hình 26).

Bảng 9: Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp niêm yết lĩnh vực cao su trong 9T24

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 3Q24 (%)			Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 9T24 (%)			Biên lợi nhuận thuần (%)		%ROE LTM 3Q24	%ROA LTM 3Q24
		Doanh thu	LNG	LNST - CĐTS	Doanh thu	LNG	LNST - CĐTS	3Q24	9T24		
GVR	124,000	24%	29%	202%	17%	22%	58%	14.5%	16.0%	6.7%	4.4%
PHR	7,466	-9%	-44%	-19%	13%	-12%	-50%	25.3%	25.1%	10.3%	6.4%
DPR	3,245	22%	29%	19%	25%	29%	40%	17.6%	26.4%	10.5%	5.9%
RTB	2,436	2%	107%	1049%	15%	86%	81%	37.8%	41.3%	17.7%	10.0%
TRC	1,337	29%	227%	483%	32%	195%	399%	33.1%	22.2%	8.9%	7.5%
DRI	875	53%	140%	265%	9%	19%	65%	29.1%	22.4%	19.3%	16.3%

Trung bình	20%	81%	333%	19%	57%	99%	26.2%	25.6%	12.2%	8.4%
Trung vị	23%	68%	234%	16%	26%	62%	27.2%	23.8%	10.4%	7.0%

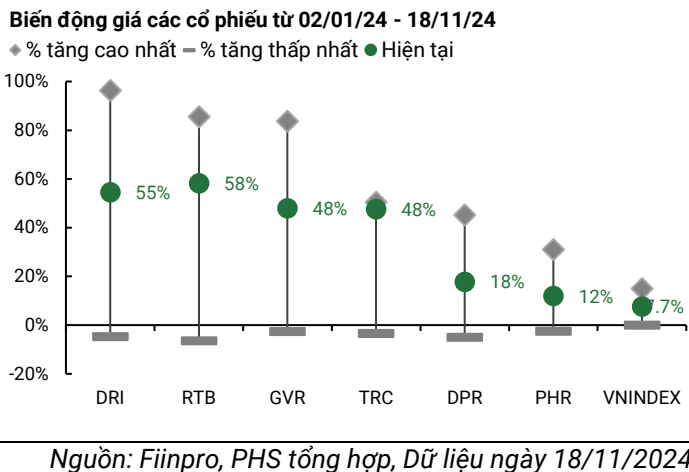
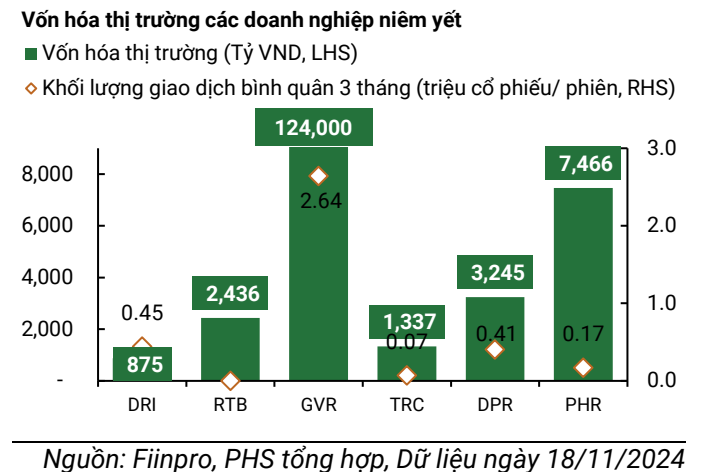
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/2024

Hình 25: % GPM doanh nghiệp kinh doanh thuần cao su đã đạt gần về mức đỉnh thiết lập năm 2017 và 2021

Hình 26: Tỷ suất % ROE LTM 3Q24 của đa số doanh nghiệp cao su tiếp tục được cải thiện trên cả QoQ và YoY


Diễn biến thị trường 9T24

Từ đầu năm 2024, cổ phiếu nhóm ngành cao su thiên nhiên đã tăng trưởng vượt trội với mức tăng giá bình quân đến ngày 18/11/2024 là 35.1% (các cổ phiếu tại bảng 9) so với tỷ lệ tăng 7.7% YTD của VN-Index. Mặc dù đã ghi nhận sự điều chỉnh kể từ mức đỉnh thiết lập đầu quý 3Q24, hiệu quả đầu tư của nhóm ngành này vẫn đang thể hiện tốt và chúng tôi đánh giá rằng vẫn còn dư địa tăng trưởng từ 4Q24-1H25.

Tuy nhiên điểm lưu ý đầu tư của nhóm cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên đến từ vốn hóa thị trường và khối lượng giao dịch. Ngoài GVR, các doanh nghiệp cao su khác có vốn hóa vừa và nhỏ với khối lượng giao dịch thấp. Cụ thể khối lượng giao dịch bình quân trong 03 tháng (18/08/2024-18/11/2024) của GVR, DRI, DPR, PHR lần lượt là 2.64; 0.45; 0.41; 0.17 triệu cổ phiếu /phiên; còn lại chỉ ghi nhận vài nghìn giao dịch mỗi ngày.

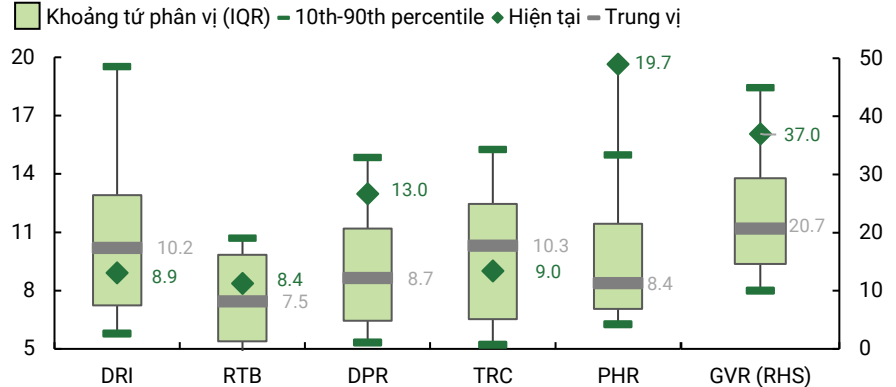
Hình 27: Kể từ đầu năm 2024, cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên đã tăng mạnh mẽ nhờ vào triển vọng tích cực

Hình 28: Ngoài GVR, các doanh nghiệp cao su khác có vốn hóa vừa và nhỏ với khối lượng giao dịch thấp


Diễn biến định giá: Đối với nhóm ngành cao su có tính chu kỳ chúng tôi xem xét diễn biến định giá P/E, đánh giá một số cổ phiếu đang giao dịch tại định giá P/E chiết khấu hấp dẫn so với thị trường trong nước và khu vực:

- Hiện tại nhóm cổ phiếu ngành cao su trong nước đang giao dịch tại P/E trượt (ttm) có tỷ lệ trung vị và trung bình lần lượt là 11.0x và 16.0x. Sau khi cập nhật kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong 3Q24, một số doanh nghiệp đã được đánh giá lại với mức P/E chiết khấu so với lịch sử giao dịch của doanh nghiệp và so với ngành như DRI và TRC (Hình 29).
- Xem xét một số doanh nghiệp cao su niêm yết lớn tại khu vực Đông Nam Á (Thái Lan và Malaysia), các doanh nghiệp này đang giao dịch tại mức trung vị và trung bình P/E trượt lần lượt là 15.9x và 26.8x, và trung vị P/E dự phóng cho 2024F/2025F lần lượt là 8.9x và 7.3x (Bảng 10)

Hình 29: Các doanh nghiệp giao dịch tại biên trên vùng định giá P/E đang phản ánh sự kỳ vọng của thị trường đối với tăng trưởng nhóm ngành cao su

Diễn biến định giá P/E trượt từ 2014/(niêm yết) - nay



Nguồn: Fiinpro, PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 18/11/2024

Bảng 10: Bảng so sánh định giá các doanh nghiệp cao su trong khu vực Đông Nam Á và thị trường trong nước

Quốc gia	Mã	Vốn hóa (Triệu USD)	Sản lượng cao su tiêu thụ 2023 (tấn) (**)	Tỷ suất cổ tức (%)	ROE (%)			P/E (x)			P/B (x)		
					LTM 3Q24	FY24F	FY25F	TTM 3Q24	FWD 24F	FWD 25F	TTM 3Q24	FWD 24F	FWD 25F
Thị trường Đông Nam Á													
Thái Lan	STA TB	803	1,306,494	5.5%	0.8%	3.8%	5.4%	70.0	13.4	9.1	0.56	0.55	0.54
Thái Lan	NER TB	259	497,052	7.0%	23.2%	22.0%	20.3%	5.5	5.2	4.8	1.11	1.05	0.92
Thái Lan	TEGH TB	102	197,239	3.0%	6.7%	15.5%	17.1%	18.5	6.8	5.5	1.12	0.99	0.88
Malaysia	SENFONG MK	171	141,342	4.7%	30.7%	27.7%	26.0%	13.4	11.0	10.1	3.34	-	-
Trung bình					15.3%	17.2%	17.2%	26.8	9.1	7.4	1.5	0.9	0.8
Trung vị					14.9%	18.7%	18.7%	15.9	8.9	7.3	1.1	1.0	0.9
Thị trường trong nước													
Việt Nam	GVR VN	4,884	520,290	1.0%	6.7%	6.5%	8.1%	37.0	34.0	30.3	2.4	2.3	2.2
	PHR VN	294	30,704	5.4%	10.3%	11.6%	13.5%	19.7	17.8	15.3	2.0	2.0	1.9
	DPR VN (*)	128	23,690	4.0%	10.5%	11.3%	10.7%	13.0	10.9	10.8	1.3	1.0	0.9
	DRI VN (*)	34	14,446	6.7%	19.3%	21.3%	20.3%	8.9	7.3	6.9	1.6	1.5	1.3
	TRC VN	53	10,630	3.3%	8.9%	-	-	9.0	-	-	0.8	-	-
	RTB VN	96	19,045	7.9%	17.7%	-	-	8.4	-	-	1.5	-	-
Trung bình					12.2%	12.7%	13.3%	16.0	17.5	15.8	1.6	1.7	1.6
Trung vị					10.4%	11.5%	12.2%	11.0	14.4	13.1	1.6	1.8	1.6

Nguồn: Bloomberg, (*) PHS dự phóng, (**) Công bố thông tin từ các doanh nghiệp, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/24

Bảng 11: Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp niêm yết lĩnh vực cao su thiên nhiên 9T24 tại Đông Nam Á

Mã	Vốn hóa (Triệu USD)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 3Q24 (%)			Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 9T24 (%)			Biên lợi nhuận thuần (%)		%ROE LTM 3Q24	%ROA LTM 3Q24
		Doanh thu	LNG	LNST - CĐTTS	Doanh thu	LNG	LNST - CĐTTS	3Q24	9T24		
Thị trường trong nước											
Trung bình		20%	81%	333%	19%	57%	99%	26.2%	25.6%	12.2%	8.4%
Trung vị		23%	68%	234%	16%	26%	62%	27.2%	23.8%	10.4%	7.0%
Thị trường Đông Nam Á											
STA	803	89%	125%	227%	25%	30%	x3,362	1.6%	1.0%	0.8%	0.4%
NER	259	11%	-16%	17%	-3%	-7%	15%	5.9%	7.0%	23.2%	10.1%
TEGH	102	60%	-	451%	22%	-	154%	4.6%	3.3%	6.7%	3.0%
SENFONG	171	29%	87%	247%	11%	54%	99%	5.0%	5.1%	30.7%	22.7%
Trung bình		47%	65%	236%	14%	25%	-	4.3%	4.1%	15.4%	9.1%
Trung vị		45%	87%	237%	17%	30%	126%	4.8%	4.2%	15.0%	6.6%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/2024

Triển vọng đầu tư 4Q24 - 2026

Doanh nghiệp niêm yết ngành cao su thiên nhiên đang đứng trước triển vọng tăng trưởng mạnh giai đoạn 4Q24 – 2026, đến từ 03 yếu tố chính:

1. Tiềm năng gia tăng nhu cầu tiêu thụ nguyên liệu cao su trong nước thông qua sự phát triển của ngành công nghiệp ô tô, đặc biệt là sự chuyển dịch đầu tư của các nhà máy sản xuất lốp xe hàng đầu thế giới đến Việt Nam.
2. Dự phóng giá SVR10 giữ ở mức cao trên 1.8 USD/kg (> 45 triệu VND/tấn) giúp các doanh nghiệp cao su duy trì nhịp tăng trưởng đến ít nhất 1H25.
3. Cơ hội dành cho các doanh nghiệp đã hoàn tất các chứng chỉ bền vững với các doanh nghiệp ngoài tiềm năng mở rộng tệp khách hàng sản xuất phục vụ thị trường xuất khẩu EU, còn có thể hưởng lợi khi cao su đạt chuẩn EUDR có giá bán cao hơn 10% - 30% so với sản phẩm thường.

Với triển vọng tích cực nêu trên, chúng tôi khuyến nghị 02 cổ phiếu **HSX: DPR** và **UpCOM: DRI**. Đối với các doanh nghiệp cao su khác, chúng tôi sẽ cần thu thập thêm thông tin để có thể đưa ra các đánh giá chi tiết hơn.

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UpCOM: DRI)

18/11/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	15,100 VND
Giá hiện tại	12,000 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+31.7% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (triệu)	39.2%
Vốn hóa (tỷ VND)	878
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	442,941
Sở hữu nước ngoài (%)	0.11%
Ngày niêm yết đầu tiên	30/11/2007

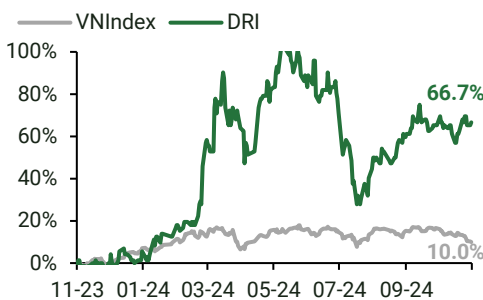
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

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

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,006
BVPS (VND)	7,275
Nợ/VCSH (%)	8.44%
ROA (%)	10.46%
ROE (%)	13.41%
P/E	11.92
P/B	1.65
Tỷ suất cổ tức (%)	5.00%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

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

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
 danhnguyen@phs.vn

- Tiềm năng duy trì tăng trưởng giai đoạn FY24 – FY27: Dự phóng LNST-CĐTTS tăng trưởng +62.9% /+5.3% / (-0.3%) /+6.6% YoY.
- Cổ tức tiền mặt ổn định với dự phóng tỷ suất cổ tức tiền mặt giai đoạn FY24 – FY27 là 5.83%/năm so với giá đóng cửa ngày 18/11/24.
- Khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **+31.7% (*)**

Cập nhật kết quả kinh doanh: Lợi nhuận sau thuế 3Q24 & 9T24 lần lượt ghi nhận mức tăng **+284% YoY và +69.5% YoY**, điều này được thúc đẩy bởi:

(i) Tốc độ tăng trưởng giá bán vượt trội hơn so với mức sụt giảm sản lượng tiêu thụ: Giá bán bình quân quý 3/2024 tiếp tục đà tăng trưởng khi ghi nhận 1,804 USD/tấn (**+4.2% QoQ và +32.9% YoY**) đã giúp doanh thu và lợi nhuận gộp mảng cao su lần lượt tăng 35% YoY và 75% YoY.

(ii) Ghi nhận kết quả kinh doanh mới, mảng sâu riêng với biên lợi nhuận cao (68%) trong năm nay: Tuy chỉ chiếm 12.4% doanh thu thuần trong 3Q24 nhưng với mức biên cao, mảng này đóng góp đến 20% lợi nhuận gộp DRI.

Cập nhật tình hình kinh doanh 10T24 – Tăng trưởng trở lại:

(i) Sản lượng tiêu thụ tháng 09/24 & tháng 10/24 ghi nhận tăng trưởng lần lượt là 20% và 8% sau 8T24 bị sụt giảm mạnh -34% YoY. Lũy kế 10T24, sản lượng tiêu thụ của DRI ghi nhận 8,276 tấn (-25% YoY) hoàn thành 52.92% sản lượng DRI đặt ra và 60% dự phóng FY24F trước đó PHS.

(ii) Giá bán tăng vọt trong tháng 10/2024 ghi nhận 2,025 USD/tấn (+10.9% MoM; +42% YoY). Lũy kế 10T24 giá bán bình quân của DRI đã đạt 1,726 USD/tấn (+23.3% YoY), tương ứng 102.1% dự phóng trước đó của PHS.

Điều chỉnh dự phóng giai đoạn FY24 – FY27: Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế giai đoạn FY24-FY26 lần lượt là +2.9%/3.5%/1.0% và +14.1%/11.8%/2.2% so với dự phóng tại báo cáo tháng 08/2024 và thêm mới FY27. Chi tiết điều chỉnh các giá định:

(i) Sản lượng tiêu thụ: Điều chỉnh giảm (-20.1%)/(-9.9%)/(-7.3%) so với dự phóng trước đó do tình hình tiêu thụ 3Q24 vẫn chưa phục hồi được như kỳ vọng khi bị ảnh hưởng tiêu cực từ hoạt động khai thác do tình trạng thiếu lao động; thời tiết và trộm cắp phức tạp. Trong đó:

- FY24:** Dự phóng tiêu thụ giảm còn 11.02 nghìn tấn (-24.6% YoY).
- FY25-FY27 dự phóng tiêu thụ ghi nhận 12.67/ 13.31/ 13.70 nghìn tấn (+15%/5%/3% YoY).** Tăng trưởng từ mức nền thấp năm FY24F với kỳ vọng hoạt động khai thác ổn định hơn khi công ty đang thắt chặt quản lý, bảo vệ sản phẩm mủ và giải quyết vấn đề trộm cắp cùng chính quyền.

(ii) Giá bán bình quân: Điều chỉnh tăng +4.1%/3.4%/0.3% theo **(1)** xu hướng giá bán tăng mạnh 4Q24 và **(2)** Giá định giá bán được duy trì ở mức 1.8 USD/kg theo kịch bản cơ sở của ngành cao su. Tăng trưởng giá bán bình quân năm giai đoạn FY24F – FY27F ghi nhận +24.2%/2.3%/0%/0% YoY.

(iii) Tăng thu nhập tài chính: Nghị quyết ngày 12/11/24, DRI sẽ cho HSX: DRG vay 40 tỷ VND thời hạn 36 tháng sẽ làm tăng dư nợ cho vay của doanh nghiệp này lên trên mức 100 tỷ - 120 tỷ VND, với mức lãi suất giả định 9% sẽ giúp DRI ghi nhận thu nhập từ lãi vay từ 9 – 10.8 tỷ VND mỗi năm.

Luận điểm đầu tư:

1. Duy trì tăng trưởng ổn định từ hưởng lợi trực tiếp giá cao su tăng cao:

- Trên cơ sở thận trọng chúng tôi dự phóng LNST-CĐTS của DRI giai đoạn này sẽ tăng trưởng lần lượt là +62.9% /+5.3% / (-0.3%) /+6.6% YoY đến từ các giả định giá bán và sản lượng đã đề cập tại phần trên.
- Dur địa tăng trưởng mạnh hơn sẽ mở ra đối với DRI trong các trường hợp:
 - Sản lượng tiêu thụ và khai thác có tiềm năng trở về mức bình quân từ 14,000 – 15,000 tấn /năm như trong giai đoạn 20A – 23A:** khi công ty xử lý hoàn thiện các vấn đề tồn đọng về lao động, trộm cắp.
 - Tăng giá bán nhờ vào thị trường xuất khẩu với các sản phẩm đạt chuẩn EUDR, có giá cao hơn sản phẩm thường từ 10% - 30%:** Với tỷ lệ xuất khẩu chiếm trên 60% có thể kỳ vọng DRI gia tăng tệp khách hàng vào thị trường EU. Cập nhật tại báo cáo tháng 10/24, chứng chỉ FSC - CoC đã có hiệu lực tại công ty mẹ từ ngày 04/11/24; đối với Daklaoruco đang tiếp tục khắc phục lỗi và hoàn thiện hồ sơ với FSC.

2. Cổ tức tiền mặt ổn định với tỷ suất cổ tức dự phóng đạt 5.83%/năm:

- Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn FY24 – FY27 DRI có thể chi trả cổ tức tiền mặt là 700VND/cổ phiếu khi (i) Không chịu áp lực nợ vay và chi phí tài chính; (ii) Dòng tiền khả quan nhờ hoạt động kinh doanh cao su tích cực.
- DRI đã ban hành nghị quyết tạm ứng cổ tức 2024 bằng tiền với tỷ lệ là 400 VND/cổ phiếu với ngày đăng ký cuối cùng là 27/11/24.

3. Gia tăng thu nhập khác: Nghị quyết 10/NQ-HĐQT, DRI dự kiến thanh lý 134.29ha vườn cây (cao su; điều) trong 4Q24 – FY25 để trồng niên vụ cao su mới.

Định giá và khuyến nghị: Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, giá mục tiêu điều chỉnh là **15,100 VND/ cổ phiếu**, tăng 7.0% so với giá mục tiêu là 14,100 VND/cổ phiếu trong báo cáo tháng 08/2024. Trong mô hình định giá, chưa bao gồm các yếu tố tác động của 02 hoạt động (i) thanh lý cây cao su và (ii) Có các đơn hàng xuất khẩu với sản phẩm đạt chuẩn EUDR. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **31.7%**, bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt là 5.83%, so với giá đóng cửa ngày 18/11/2024.

Rủi ro đầu tư: i) Sản lượng khai thác tiếp tục bị suy giảm bởi thời tiết và thiếu hụt nhân công; ii) Giá cao su không duy trì được ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến biên hoạt động của DRI; iii) Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh; iv) Biến động mạnh trong nhịp điều chỉnh của thị trường khi có tỷ lệ beta cao.

Bảng 12: Chỉ tiêu tài chính của DRI giai đoạn FY23A - FY27F

	FY23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	444	500	528	541	566
LNST (tỷ VND)	74	121	127	127	135
EPS (VND/ cổ phiếu)	1,012	1,649	1,736	1,731	1,844
Giá trị sổ sách (VND/cp)	7,345	8,089	8,920	9,746	10,685
ROE (%)	13.4%	21.3%	20.3%	18.5%	18.0%
ROA (%)	10.5%	18.1%	17.8%	16.6%	16.4%
P/E (x)	10.70x	7.28x	6.91x	6.93x	6.51x
P/B (x)	1.36x	1.48x	1.35x	1.23x	1.12x
Cổ tức bằng tiền (VND/cp)	600	700	700	700	700

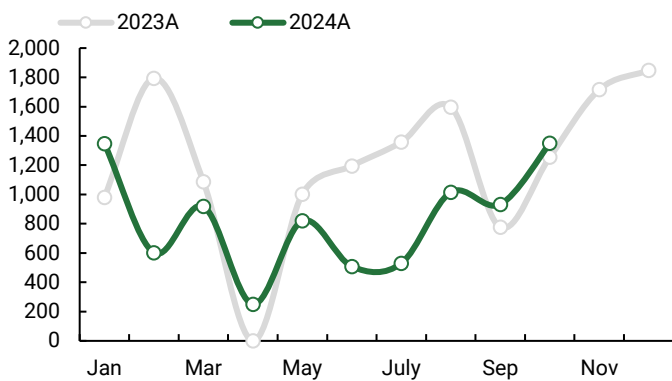
Bảng 13: Kết quả kinh doanh 3Q24 và 9T24 của DRI

Đơn vị: Tỷ VND	3Q24	3Q23	% YoY	9M24	9M23	% YoY	Dự phóng FY24F 08/24	% hoàn thành dự phóng
Doanh thu thuần	143.2	93.5	53.2%	323.4	296.0	9.3%	485.7	66.6%
Giá vốn hàng bán	(85.0)	(69.2)	22.8%	(212.8)	(202.8)	4.9%	(294.6)	72.2%
Lợi nhuận gộp	58.2	24.2	140.1%	110.6	93.2	18.7%	191.0	57.9%
Chi phí bán hàng và QLDN	(15.1)	(11.0)	36.6%	(37.8)	(35.4)	6.9%	(55.5)	68.1%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	43.1	13.2	226.8%	72.8	57.8	26.0%	135.5	53.7%
Thu nhập tài chính, ròng	5.4	0.2		13.6	(3.7)		4.7	287.4%
Thu nhập khác, ròng	(0.3)	(0.1)	129.4%	(0.3)	(0.4)	-32.9%	(2.9)	8.9%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	48.2	13.3	262.7%	86.2	53.8	60.3%	137.4	62.7%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	41.7	10.9	284.4%	72.1	42.5	69.5%	105.8	68.1%
LNST - CĐTS	39.9	10.9	264.8%	70.3	42.7	64.7%	104.0	67.6%
(%) Hiệu quả hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.6%	25.9%		34.2%	31.5%		39.3%	
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	30.1%	14.1%		22.5%	19.5%		27.9%	
Biên lợi nhuận thuần (%)	29.1%	11.6%		22.3%	14.4%		21.8%	
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	10.5%	11.8%		11.7%	12.0%		11.4%	

Nguồn: Báo cáo tài chính DRI; Báo cáo sản xuất kinh doanh DRI; PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 30: Sản lượng tiêu thụ tháng 09 & 10/24 đã ghi nhận tăng trưởng trở lại với mức tăng 20.2%YoY & 7.5% YoY

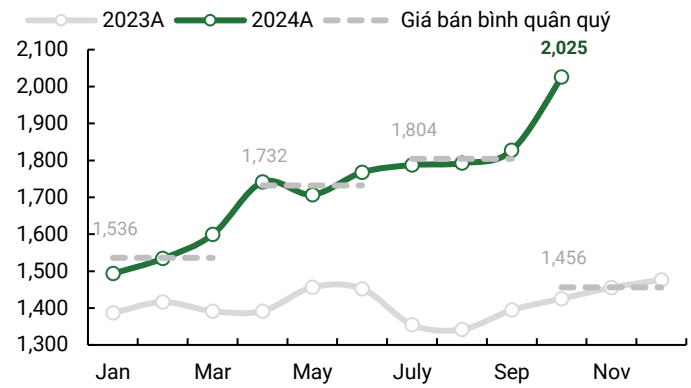
Sản lượng cao su DRI tiêu thụ mỗi tháng (tấn)



Nguồn: Báo cáo sản xuất kinh doanh DRI, PHS tổng hợp

Hình 31: Với giá cao su kỳ vọng trên 1,800 USD/tấn, tăng trưởng về giá có thể duy trì được đến 1H25

Giá bán bình quân tháng DRI (USD/tấn)



Nguồn: Báo cáo sản xuất kinh doanh DRI, PHS tổng hợp

Bảng 14: Các giả định dự phóng KQKD DRI giai đoạn FY24F - FY27F

	FY23A	Điều chỉnh giả định dự phóng				% thay đổi so với dự phóng 08/2024			
		FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	14,611	11,023	12,676	12,731	13,113	-20.1%	-9.9%	-7.3%	Mới
% tăng trưởng YoY	2.0%	-24.6%	15.0%	5.0%	3.0%				
Giá bán bình quân (USD/tấn)	1,417	1,760	1,800	1,800	1,800	4.1%	3.4%	0.3%	Mới
% tăng trưởng YoY	-10.6%	24.2%	2.3%	0.0%	0.0%				

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 15: Điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh DRI giai đoạn 2024F-2027F

	Điều chỉnh dự phóng mới (Tỷ VND)								% thay đổi so với dự phóng 08/2024		
	FY24F	% YoY	FY25F	% YoY	FY26F	% YoY	FY27F	% YoY	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu thuần	500.0	12.7%	527.8	5.6%	541.3	2.5%	565.9	4.5%	2.9%	3.5%	1.0%
Giá vốn hàng bán	(302.9)	6.6%	(304.2)	0.4%	(319.4)	5.0%	(329.0)	3.0%	2.8%	0.1%	2.4%
Lợi nhuận gộp	197.0	23.7%	223.6	13.5%	221.8	-0.8%	236.8	6.8%	3.2%	8.4%	-1.0%
CPBH và QLDN	(57.3)	-0.2%	(63.3)	10.6%	(65.0)	2.5%	(67.9)	4.5%	3.2%	15.2%	16.0%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	139.8	37.2%	160.3	14.7%	156.9	-2.1%	168.9	7.7%	3.2%	6.0%	-6.6%
Thu nhập tài chính, ròng	17.4	x16.4	12.8	-26.5%	15.5	21.5%	14.5	-6.7%	269%	155%	675%
Thu nhập khác, ròng	(1.5)	-78.1%	(3.6)	142.1%	(3.5)	-1.9%	(3.4)	-1.6%	-49.4%	-8.9%	-30.3%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	155.7	65.5%	169.5	8.9%	168.9	-0.3%	180.0	6.6%	13.3%	11.2%	2.4%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	120.7	62.9%	127.1	5.3%	126.7	-0.3%	135.0	6.6%	14.1%	11.8%	2.2%
EPS (VND/cp)	1,648.9	62.9%	1,736.4	5.3%	1,730.5	-0.3%	1,844.1	6.6%	14.1%	11.8%	2.2%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	39.4%		42.4%		41.0%		41.9%		0.2%	4.8%	-1.9%
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	28.0%		30.4%		29.0%		29.9%		0.2%	2.5%	-7.5%
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	24.1%		24.1%		23.4%		23.9%		14.4%	8.1%	1.2%
<i>SG&A / Doanh thu (%)</i>	11.5%		12.0%		12.0%		12.0%		0.2%	11.3%	14.9%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)	14.4%
Tỉ lệ nợ (%)	8%
Chi phí vốn vay	10%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	14.6%
<i>Risk free rate</i>	4.5%
<i>Adjusted beta</i>	1.2
<i>Country Risk premium</i>	8.5%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn: 1%

Bảng 16: Tổng hợp dòng tiền FCFF

Đơn vị: Tỷ VND	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
LNST	80	74	121	127	127	135
Tăng: Khấu hao	42	43	43	37	39	40
Giảm: Capex	(23)	(28)	(27)	(25)	(25)	(25)
(Tăng) / giảm vốn lưu động	31	23	(47)	(6)	(7)	(9)
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế TNDN)	10	6	1	1	1	1
Tổng	140	118	91	134	134	142
Giảm: chiết khấu về thời điểm 18/11/24			80			
Dòng tiền FCFF			10	134	134	142
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn			1.00%			
WACC mục tiêu			14.6%			
Giá trị hiện tại của FCFF			10	116	101	94

Tổng hợp định giá (Tỷ VND)

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	321
Terminal Value	1,073
Giá trị hiện tại của Terminal Value	706
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	1,027
+ Tiền	55
- Nợ	(30)
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	1,108
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	73,200,000
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	15,100
Giá hiện tại (VND/cp)	12,000
Tiềm năng tăng giá (%)	25.8%

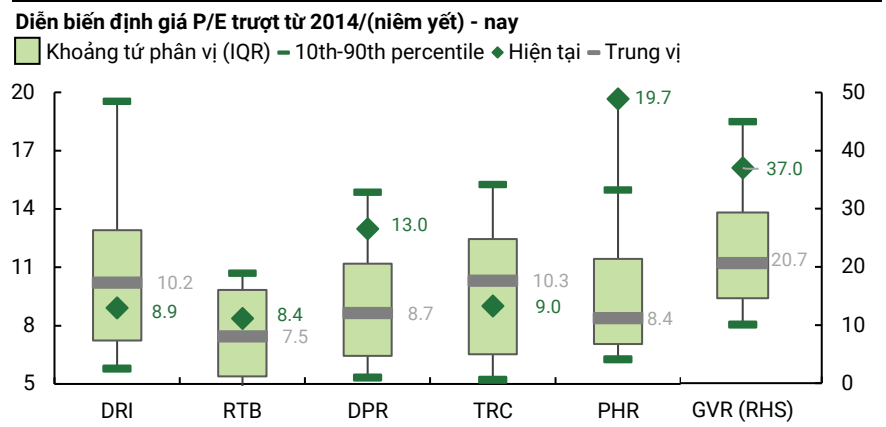
Bảng 17: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

		Giá trị mỗi cổ phần (VND)				
		Tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	12.4%	16,500	17,100	17,600	18,200	18,900
	13.4%	15,400	15,800	16,300	16,800	17,300
	14.4%	14,400	14,700	15,100	15,600	16,000
	15.4%	13,500	13,800	14,100	14,500	14,900
	16.4%	12,700	13,000	13,300	13,600	13,900

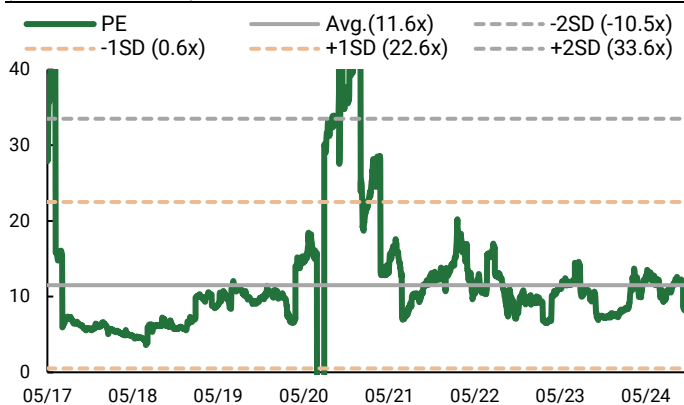
Phụ lục định giá theo hệ số P/E

Hiện tại DRI đang giao dịch tại tỷ lệ P/E trượt là 8.9x, chiết khấu 15% so với P/E trung vị của DRI kể từ khi niêm yết từ năm 2017 là 10.2x, và thấp hơn so với trung vị P/E trượt 11.0x doanh nghiệp cùng ngành. Đối với triển vọng tăng trưởng LNST đã được trình bày ở mục trên, P/E dự phóng FY24F/FY25F tại giá hiện tại đang ở mức hấp dẫn là 7.3x/6.9x.

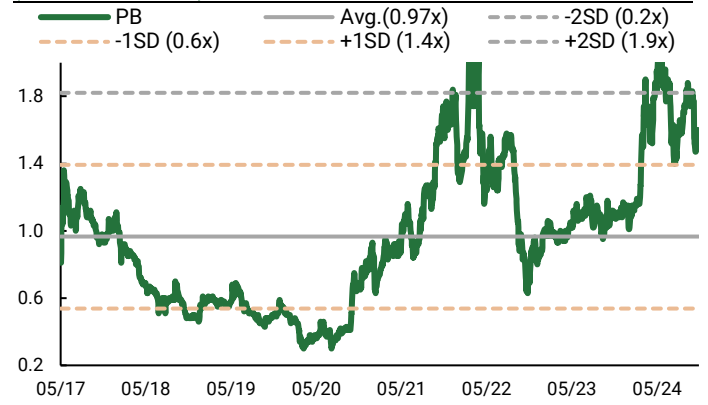
Chúng tôi đánh giá DRI có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là 10.1x trong ngắn hạn với sự kỳ vọng DRI sẽ có thể tiếp tục ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong quý 4/2024 – quý 2/2025 và ghi nhận được biên lợi nhuận gộp tốt hơn so với ngành giờ vào tệp sản phẩm có giá trị cao.

Hình 32: DRI đang có mức chiết khấu P/E hấp dẫn so với ngành


Nguồn: Fiinpro, PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 18/11/2024

Hình 33: Diễn biến định giá P/E của DRI kể từ khi niêm yết (2017 – hiện tại)


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/24

Hình 34: Diễn biến định giá P/B của DRI kể từ khi niêm yết (2017 – hiện tại)


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/24

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	586	497	444	500	528	541	566
Giá vốn hàng bán	(355)	(293)	(284)	(303)	(304)	(319)	(329)
Lợi nhuận gộp	230	203	159	197	224	222	237
Chi phí bán hàng và QLDN	(54)	(58)	(57)	(57)	(63)	(65)	(68)
Lợi nhuận từ HĐKD	177	146	102	140	160	157	169
Lợi nhuận tài chính	19	31	17	23	18	20	18
Chi phí tài chính	(71)	(71)	(18)	(6)	(5)	(4)	(4)
Thu nhập khác, ròng	(8)	(1)	(7)	(1)	(4)	(3)	(3)
Lợi nhuận trước thuế	116	106	94	156	169	169	180
Lợi nhuận sau thuế	84	80	74	121	127	127	135
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	84	81	74	120	126	126	134
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài Sản Ngắn Hạn	194	165	180	217	285	363	450
Tiền và tương đương tiền	81	67	60	45	102	170	243
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	5	10	10	10	10	10
Phải thu ngắn hạn	25	18	38	70	74	76	79
Hàng tồn kho	83	72	65	79	79	83	86
Tài sản ngắn hạn khác	5	3	6	13	20	24	33
Tài Sản Dài Hạn	832	601	463	467	446	422	402
Phải thu dài hạn	30	60	43	63	54	44	39
Tài sản cố định	758	490	359	339	327	314	299
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	25	35	47	51	50	50	50
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	19	17	14	14	14	14	14
Tổng cộng tài sản	1,027	766	643	684	731	785	853
Nợ phải trả	316	195	105	92	78	72	70
Nợ ngắn hạn	173	109	105	92	78	72	70
Nợ dài hạn	142	85	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	711	571	538	592	653	713	782
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	706	566	533	587	648	709	777
Lợi ích cổ đông thiểu số	5	5	5	5	5	5	5
Tổng nguồn vốn	1,027	766	643	684	731	785	853

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	222	164	138	98	140	141	148
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(30)	(53)	(39)	(47)	(16)	(14)	(20)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(143)	(125)	(100)	(66)	(66)	(59)	(55)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	48	(14)	(1)	(15)	57	68	73
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	32	81	67	60	45	102	170
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	81	67	60	45	102	170	243
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng							
Doanh thu	32.7%	-15.2%	-10.7%	12.7%	5.6%	2.5%	4.5%
Lợi nhuận sau thuế	251.2%	-3.4%	-8.7%	62.9%	5.3%	-0.3%	6.6%
Tổng tài sản	-14.9%	-25.4%	-16.1%	6.4%	6.9%	7.4%	8.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	-7.7%	-19.7%	-5.9%	10.1%	10.3%	9.3%	9.6%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	39.3%	40.9%	35.9%	39.4%	42.4%	41.0%	41.9%
Tỷ suất EBIT	28.7%	29.2%	21.5%	27.7%	29.7%	28.3%	29.2%
Tỷ suất lãi ròng	14.4%	16.2%	16.7%	24.1%	24.1%	23.4%	23.9%
ROA	7.5%	9.0%	10.5%	18.1%	17.8%	16.6%	16.4%
ROE	11.3%	12.5%	13.4%	21.3%	20.3%	18.5%	18.0%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	22.7	15.8	23.0	39.0	49.1	49.8	49.3
Số ngày tồn kho	75.5	95.1	87.2	85.7	93.4	91.4	92.2
Số ngày phải trả	3.2	1.2	2.1	2.3	2.2	2.2	2.2
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.12	1.51	1.71	2.36	3.65	5.07	6.39
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.64	0.85	1.09	1.51	2.63	3.91	5.18
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.47	0.61	0.57	0.49	1.31	2.37	3.45
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.31	0.25	0.16	0.13	0.11	0.09	0.08
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.44	0.34	0.20	0.16	0.12	0.10	0.09
Vay ngắn hạn/VCSH	0.16	0.10	0.08	0.05	0.02	0.01	0.00
Vay dài hạn/VCSH	0.20	0.15	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX: DPR)

18/11/2024
KHUYẾN NGHỊ
MUA

Giá hợp lý	43,500 VND
Giá hiện tại	37,350 VND
Tiềm năng tăng/giảm	+21.8% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

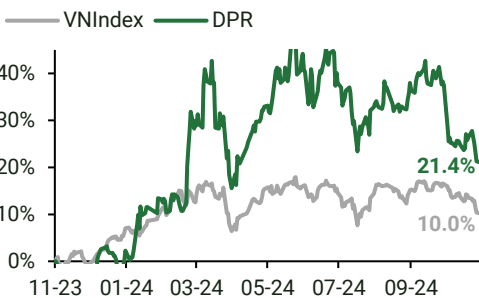
CP đang lưu hành (triệu)	86.69
Free float (%)	38%
Vốn hóa (tỷ VND)	3,250
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	400,968
Sở hữu nước ngoài (%)	5.47%
Ngày niêm yết đầu tiên	30/11/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

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

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	2,962
BVPS (VND)	28,437
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	5.89%
ROE (%)	10.53%
P/E	13.06
P/B	1.32
Tỷ suất cổ tức (%)	4.01%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR), niêm yết trên HOSE từ năm 2007, hiện đang khai thác hơn 16,700 ha rừng cao su. Ngoài ra, DPR cùng với CTCP Cao su Bình Phước và CTCP Nam Tân Uyên (NTC) đã thành lập Công ty Cổ phần Công nghiệp Bắc Đồng Phú vào năm 2009, quản lý KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

- Dự phóng LNST-CĐTS FY24F – FY25F tăng +42.4% /+0.6% YoY
- Cổ tức tiền mặt ổn định với dự phóng cổ tức tiền mặt giai đoạn FY24 – FY27 là 2,000 VND/ cổ phiếu, mang lại tỷ suất cổ tức 5.35%/năm
- Khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá là 21.8%

Cập nhật kết quả kinh doanh: Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ trong 3Q24 & 9T24 lần lượt ghi nhận mức tăng **+19.3% YoY và +40.1% YoY**. DPR không công bố chi tiết các khoản mục kinh doanh trong báo cáo hợp nhất quý, chúng tôi đánh giá rằng LNST-CĐST 3Q24 của DPR tăng trưởng chậm hơn so với ngành và so với quý trước (-39.4% QoQ) đến từ:

(i) Không còn khoản thu nhập các có biên lợi nhuận cao: Ngoài việc không còn ghi nhận khoản thu đền bù đất như 2Q24, DPR còn bị sụt giảm thu nhập thanh lý cây (3Q24 thanh lý 29.5ha, -90% QoQ và -46% YoY) khi công tác thanh lý đã thực hiện xong từ trong 1H24, hoàn thành 85% kế hoạch năm.

(ii) Lĩnh vực chế biến gỗ trực thuộc công ty mẹ ghi nhận biên lợi gộp sụt giảm mạnh so với cùng kỳ: Mặc dù sản lượng gỗ tiêu thụ trong 3Q24 và 9T24 tăng lần lượt là +59.7% YoY và +78.1%, nhưng hoạt động này ghi nhận lợi nhuận gộp 9T24 chỉ còn 2.6% so với 71.4% cùng kỳ năm trước.

Cập nhật tình hình kinh doanh 10T24:

(i) Giá bán cao su bình quân tháng 10/24 tại công ty mẹ tăng vọt lên 50.1 triệu VND/tấn (+9.2% MoM; 37% YoY). Lũy kế 10T24 giá bán cao su đã đạt 44.6 triệu VND/tấn (+33% YoY), đạt 122% kế hoạch năm đặt ra của DPR và tương ứng 112% dự phóng trước đó PHS.

(ii) Sản lượng tiêu thụ cao su tháng 10/24 tại công ty mẹ ghi nhận tăng trưởng chậm lại: Đạt 1,439 tấn (-4.6% MoM; -25% YoY) và lũy kế 10T24 sản lượng công ty mẹ ghi nhận 8,709 tấn (-7.4% YoY) và hoàn thành được 62.2% kế hoạch năm DPR và 60% dự phóng trước đó PHS.

Điều chỉnh dự phóng giai đoạn FY24 – FY27: Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu thuần và giảm lợi nhuận sau thuế giai đoạn FY24-FY26 lần lượt là +1.7%/3.2%/1.3% và (-15.0%)/ (-32.0%)/ (-49.0%) so với dự phóng báo cáo tháng 07/2024 và thêm mới FY27. Chi tiết điều chỉnh các giả định:

(i) Lĩnh vực cao su thiên nhiên – Điều chỉnh theo các biến động thực tế:

- Giảm sản lượng tiêu thụ năm với giả định tăng trưởng sản lượng YoY giai đoạn FY24-FY27 sẽ là (-5.0%)/5.0%/3.0%/0% YoY.
- Tăng giá bán bình quân năm FY24 lên 44.7 triệu VND/ tấn (+30% YoY) và giai đoạn FY25-FY27 giá bán sẽ là 46.0 triệu VND/tấn (+3.0%/0%/0% YoY) so với giả định bình quân trước đó là 40 triệu VND/tấn.

(ii) Lĩnh vực chế biến gỗ: Điều chỉnh giảm biên gộp còn 3.0% so với bình quân 55% theo dự phóng trước đó theo tình hình giảm biên gộp năm nay.

(iii) Loại bỏ các khoản thu nhập khác từ việc đền bù, thanh lý đất với quan ngại đình trệ tiến độ các dự án mới.

Luận điểm đầu tư:

1. Tiềm năng hưởng lợi từ cả 02 yếu tố đến từ giá bán tăng cao và nhu cầu tiêu thụ nội địa ngày càng phát triển:

- Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn FY25 – FY27, DPR có thể duy trì và gia tăng sản lượng cao su tiêu thụ nhờ vào ngành công nghiệp ô tô đang phát triển mạnh tại khu vực Bình Dương, Bình Phước:
 - Nổi bật với dự án Nhà máy Sản xuất lốp xe Haohua đã được đầu tư 500 triệu USD tại Bình Phước dự kiến sẽ tiêu thụ gần 97 nghìn tấn cao su thiên nhiên mỗi năm tại địa phương. **Hiện tại vẫn chưa có các thông tin về nhà cung ứng nguyên liệu của đơn vị này.**
 - Có thể kỳ vọng DPR gia tăng được sản lượng tiêu thụ và kết nối với các đơn vị sản xuất lốp xe phát triển mạnh tại Bình Dương và Bình Phước nhờ vào (i) Khả năng cung ứng ổn định với nhà máy chế biến các loại mũ khối SVR có công nghệ Malaysia với công suất lên tới 16,000 tấn/năm và (ii) Cung ứng các sản phẩm đạt chứng chỉ phát triển bền vững với diện tích rừng cao su đạt chuẩn 10,300 ha.
- Kỳ vọng về việc tăng giá bán nhờ vào thị trường xuất khẩu với các sản phẩm đạt chuẩn EUDR khi DPR đã hoàn tất các chứng chỉ này.

2. Cổ tức tiền mặt ổn định với dự phóng tỷ suất cổ tức giai đoạn FY24 – FY27 là 5.35%/năm: Chúng tôi dự phóng DPR có thể chi trả cổ tức 2,000 VND/cổ phiếu giai đoạn FY24 – FY27 với cơ sở sau:

- Lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn trong 10 năm qua.
- Triển vọng kinh doanh khả quan và sức khỏe tài chính tốt: Tại cuối quý 3/2024, DPR không còn dư nợ vay và đang sở hữu gần 1,825 tỷ VND tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chiếm 41% tổng tài sản DPR).

Định giá và khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF, giá mục tiêu điều chỉnh là **43,500 VND/cp**, giảm 2.4% so với giá mục tiêu tại báo cáo 07/2024. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **21.8%**, bao gồm tỷ suất lợi tức dự phóng là 5.4%, so với giá đóng cửa ngày 18/11/2024.

Trong mô hình định giá và dự phóng mới, chúng tôi đã điều chỉnh loại bỏ 02 yếu tố giả định (1) Thu nhập từ đền bù đất và (2) Hoạt động mở rộng 02 dự án KCN vì quan ngại về tiến độ chuyển đổi chậm để có thể phản ánh tốt hơn về triển vọng từ lĩnh vực cao su thiên nhiên cốt lõi:

- Mặc dù có tiềm năng nhận tiền bồi thường đất cao su cao hơn khi Luật đất đai 2024 đã có hiệu lực từ 08/2024 và các quy hoạch đất của địa phương hoàn thiện, chúng tôi quan ngại về việc gia tăng đơn giá đất chuyển đổi và chi phí tiền sử dụng đất có thể làm (i) giảm đi hiệu quả kinh tế dự án đã được ước tính giai đoạn trước; (ii) giảm sức hút đầu tư với các dự án mới. Yếu tố này sẽ làm chậm tiến độ thực hiện dự án.
- Chúng tôi sẽ bổ sung giả định dự phóng 02 lĩnh vực này khi có các văn bản, thông báo chính thức được ban hành như Quyết định, chủ trương đầu tư dự án từ các cấp chính quyền.

Rủi ro đầu tư: Nhu cầu thị trường cao su yếu hơn dự phóng, đồng thời nguồn cung tăng trở lại khi giá bán hiện đang ở mức cao có thể làm điều chỉnh giá cao su trong giai đoạn 4Q24-FY25.

Bảng 18: Chỉ tiêu tài chính của DPR giai đoạn FY23A - FY27F

	FY23A	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,041	1,367	1,440	1,423	1,427
LNST (tỷ VND)	209	297	299	279	272
EPS (VND/ cổ phiếu)	2,404	3,422	3,442	3,206	3,127
Giá trị sổ sách (VND/cp)	35,153	37,736	39,873	41,759	43,644
ROE (%)	8.4%	11.3%	10.7%	9.6%	9.2%
ROA (%)	6.0%	8.1%	7.7%	6.9%	6.7%
P/E (x)	13.30x	10.91x	10.85x	11.65x	11.94x
P/B (x)	1.20x	0.99x	0.94x	0.89x	0.86x
Cổ tức bằng tiền (VND/cp)	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000

Bảng 19: Kết quả kinh doanh 3Q24 và 9T24 của DPR

Đơn vị: Tỷ VND	3Q24	3Q23	% YoY	9M24	9M23	% YoY	Dự phóng cũ FY24F	% hoàn thành dự phóng
Doanh thu thuần	348.4	286.1	21.8%	767.7	611.8	25.5%	1,344.9	57.1%
Giá vốn hàng bán	(266.3)	(222.3)	19.8%	(556.7)	(448.4)	24.1%	(895.4)	62.2%
Lợi nhuận gộp	82.1	63.8	28.7%	211.1	163.3	29.2%	449.5	47.0%
Chi phí bán hàng và QLDN	(33.9)	(26.5)	28.1%	(79.1)	(73.4)	7.8%	(127.1)	62.3%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	48.1	37.3	29.1%	131.9	89.9	46.7%	322.4	40.9%
Thu nhập tài chính, ròng	18.0	25.5	-29.4%	61.5	84.6	-27.3%	88.2	69.8%
Thu nhập khác, ròng	3.7	5.1	-26.2%	52.8	15.8	235.3%	78.3	67.5%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	69.9	67.8	3.0%	246.3	190.3	29.4%	488.8	50.4%
	-	-		-	-			
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	61.2	56.7	7.8%	202.9	154.8	31.1%	419.1	48.4%
LNST - CĐTS	44.3	37.1	19.3%	169.6	121.1	40.1%	350.0	48.5%
(%) Hiệu quả hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp (%)	23.6%	22.3%		27.5%	26.7%		33.4%	
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	13.8%	13.0%		17.2%	14.7%		24.0%	
Biên lợi nhuận thuần (%)	17.6%	19.8%		26.4%	25.3%		31.2%	
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	9.7%	9.3%		10.3%	12.0%		9.5%	

Nguồn: Báo cáo tài chính DPR; PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 20: Điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh DPR giai đoạn FY24F-FY27F

	Điều chỉnh dự phóng mới (Tỷ VND)								% thay đổi so với dự phóng 07/2024		
	FY24F	% YoY	FY25F	% YoY	FY26F	% YoY	FY27F	% YoY	FY24F	FY25F	FY26F
Doanh thu thuần	1,367.3	31.3%	1,439.7	5.3%	1,422.6	-1.2%	1,426.8	0.3%	1.7%	3.2%	1.3%
Giá vốn hàng bán	(920.5)	20.1%	(968.9)	5.3%	(991.1)	2.3%	(994.1)	0.3%	2.8%	5.1%	5.6%
Lợi nhuận gộp	446.8	62.8%	470.8	5.4%	431.6	-8.3%	432.7	0.3%	-0.6%	-0.6%	-7.5%
CPBH và QLDN	(137.2)	17.9%	(145.5)	6.1%	(144.3)	-0.8%	(145.8)	1.0%	7.9%	12.7%	10.7%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	309.6	95.8%	325.3	5.0%	287.2	-11.7%	286.9	-0.1%	-4.0%	-5.6%	-14.7%
Thu nhập tài chính, ròng	77.5	-32.2%	82.0	5.7%	85.4	4.2%	89.2	4.3%	-12.1%	-7.0%	1.1%
Thu nhập khác, ròng	60.0	90.6%	45.7	-23.8%	52.9	15.6%	49.3	-6.7%	-23.3%	-72.6%	-82.5%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	447.2	47.1%	453.0	1.3%	425.5	-6.1%	425.3	-0.1%	-8.5%	-24.5%	-39.8%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	357.7	40.8%	362.4	1.3%	340.4	-6.1%	340.3	-0.1%	-14.7%	-31.2%	-46.7%
LNST – CĐTS	297.4	42.4%	299.0	0.6%	278.5	-6.9%	271.7	-2.4%	-15.0%	-32.0%	-49.0%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	32.7%		32.7%		30.3%		30.3%		-2.2%	-3.7%	-8.7%
<i>Biên lợi nhuận HĐKD (%)</i>	22.6%		22.6%		20.2%		20.1%		-5.5%	-8.5%	-15.7%
<i>Biên lợi nhuận thuần (%)</i>	26.2%		25.2%		23.9%		23.8%		-16.1%	-33.3%	-47.3%
<i>SG&A / Doanh thu (%)</i>	10.0%		10.1%		10.1%		10.2%		6.1%	9.2%	9.3%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)	15.6%
Tỷ lệ nợ (%)	0%
Chi phí vốn vay	10%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	15.6%
<i>Risk free rate</i>	4.5%
<i>Beta</i>	1.30
<i>Country Risk premium</i>	8.5%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn: 1%

Bảng 21: Tổng hợp dòng tiền FCFF

Dòng tiền FCFF (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
LNST	296	254	358	362	340	340
Tăng: Khấu hao	129	130	126	129	133	136
Giảm: Capex	(79)	(90)	(79)	(76)	(81)	(82)
(Tăng) / giảm vốn lưu động	93	(31)	(25)	(54)	(2)	16
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế TNDN)	-	-	-	-	-	-
Tổng			379	362	390	411
Giảm: chiết khấu về thời điểm 18/11/24			336			
Dòng tiền FCFF			43	362	390	411
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn			1.00%			
WACC mục tiêu			15.6%			
Giá trị hiện tại của FCFF			42	308	288	262

Tổng hợp định giá (Tỷ VND)	
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	900
Terminal Value	2,852
Giá trị hiện tại của Terminal Value	1,819
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	2,719
+ Tiền & đầu tư ngắn hạn	1,825
- Nợ vay	0
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-765
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	3,779
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	86,885,932
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	43,500
Giá hiện tại (VND/cp)	37,350
Tiềm năng tăng giá (%)	16.5%

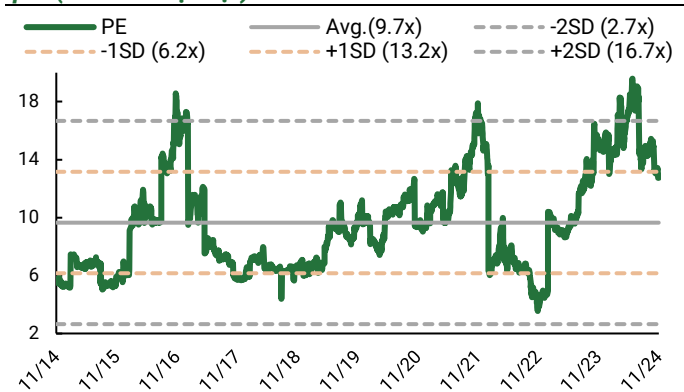
Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

Bảng 22: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

		Giá trị mỗi cổ phần (VND)				
		Tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	13.6%	46,500	47,500	48,600	49,800	51,100
	14.6%	44,100	45,000	45,900	46,900	48,000
	15.6%	42,000	42,700	43,500	44,400	45,300
	16.6%	40,200	40,800	41,500	42,200	43,000
	17.6%	38,600	39,100	39,700	40,300	41,000

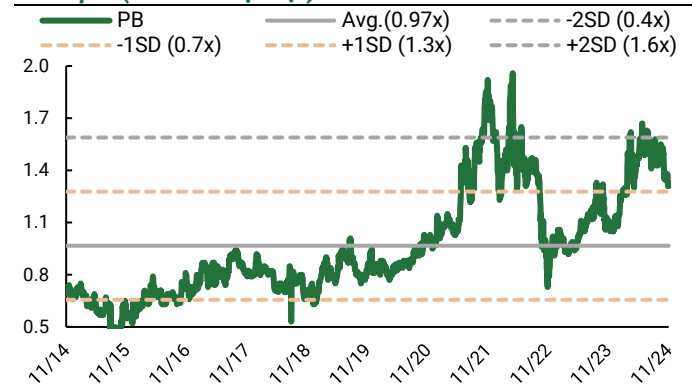
Phụ lục diễn biến định giá P/E & P/B

Hình 35: Diễn biến định giá P/E của DPR trong vòng 10 năm qua (2014 – hiện tại)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/24

Hình 36: Diễn biến định giá P/B của DPR trong vòng 10 năm qua (2014 – hiện tại)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 18/11/24

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1,217	1,211	1,041	1,367	1,440	1,423	1,427
Giá vốn hàng bán	(787)	(844)	(767)	(921)	(969)	(991)	(994)
Lợi nhuận gộp	430	367	274	447	471	432	433
Chi phí bán hàng và QLDN	(119)	(122)	(116)	(137)	(146)	(144)	(146)
Lợi nhuận từ HĐKD	312	245	158	310	325	287	287
Lợi nhuận tài chính	47	68	120	82	86	90	94
Chi phí tài chính	(7)	(2)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
Thu nhập khác, ròng	225	46	31	60	46	53	49
Lợi nhuận trước thuế	577	357	304	447	453	426	425
Lợi nhuận sau thuế	473	296	254	358	362	340	340
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	431	252	209	297	299	279	272
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,618	1,885	2,006	2,355	2,715	3,004	3,283
Tiền và tương đương tiền	593	311	320	496	714	932	1,150
Đầu tư tài chính ngắn hạn	698	1,209	1,303	1,430	1,498	1,572	1,649
Phải thu ngắn hạn	54	81	108	130	141	143	127
Hàng tồn kho	214	194	164	175	219	223	219
Tài sản ngắn hạn khác	59	90	111	124	142	135	138
Tài Sản Dài Hạn	2,414	2,280	2,252	2,204	2,106	2,004	1,894
Phải thu dài hạn	45	5	4	5	5	5	5
Tài sản cố định	1,475	1,426	1,380	1,340	1,298	1,253	1,206
Bất động sản đầu tư	162	150	140	127	114	101	88
Chi phí xây dựng dở dang	129	154	218	225	225	231	236
Đầu tư tài chính dài hạn	141	124	119	93	86	78	70
Tài sản dài hạn khác	463	419	392	415	377	334	288
Tổng cộng tài sản	4,032	4,165	4,258	4,559	4,820	5,008	5,177
Nợ phải trả	1,290	1,174	1,204	1,281	1,356	1,379	1,385
Nợ ngắn hạn	465	299	239	265	286	285	287
Nợ dài hạn	824	874	965	1,016	1,069	1,094	1,097
Vốn chủ sở hữu	2,743	2,991	3,054	3,279	3,464	3,628	3,792
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	2,192	2,308	2,350	2,514	2,636	2,738	2,834
Lợi ích cổ đông thiểu số	551	683	704	765	828	890	958
Tổng nguồn vốn	4,032	4,165	4,258	4,559	4,820	5,008	5,177

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	707	283	230	375	354	389	409
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(313)	(346)	(86)	(120)	(16)	(21)	(22)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(165)	(220)	(136)	(79)	(120)	(149)	(170)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	229	(284)	8	176	218	218	217
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	366	593	311	320	496	714	932
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	593	311	320	496	714	932	1,150
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng							
Doanh thu	7.0%	-0.5%	-14.0%	31.3%	5.3%	-1.2%	0.3%
Lợi nhuận sau thuế	123.2%	-37.5%	-14.0%	40.8%	1.3%	-6.1%	-0.1%
Tổng tài sản	3.3%	2.2%	7.1%	5.7%	3.9%	3.4%	3.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	9.1%	2.1%	7.4%	5.7%	4.7%	4.5%	4.3%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	35.4%	30.3%	26.4%	32.7%	32.7%	30.3%	30.3%
Tỷ suất EBIT	29.0%	25.7%	26.2%	28.3%	28.3%	26.2%	26.4%
Tỷ suất lãi ròng	38.8%	24.4%	24.4%	26.2%	25.2%	23.9%	23.8%
ROA	12.1%	7.2%	6.0%	8.1%	7.7%	6.9%	6.7%
ROE	18.7%	10.3%	8.4%	11.3%	10.7%	9.6%	9.2%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	33	23	36	34	36	38	36
Số ngày tồn kho	88	91	89	70	77	83	83
Số ngày phải trả	94	84	86	75	76	80	79
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.48	6.30	8.39	8.90	9.48	10.52	11.42
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.01	5.62	7.66	8.21	8.69	9.71	10.63
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.77	5.08	6.78	7.28	7.73	8.77	9.74
Cấu trúc tài chính							
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.32	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.27
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.47	0.39	0.39	0.39	0.39	0.38	0.37
Vay ngắn hạn/VCSH	0.01	0.00	-	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.01	-	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

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

Định nghĩa xếp loại

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

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

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

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

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

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

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

Miễn trừ trách nhiệm

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

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

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

PGD Phú Mỹ Hưng

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

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình,
Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận
Cầu Giấy, Hà Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

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

Chi nhánh Hải Phòng

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