18/11/2025
Khối phân tích
Nguyễn Cửu Minh Danh
Danhnguyen@phs.vn

NHÓM NGÀNH BỊ LÃNG QUÊN TRONG KHI KẾT QUẢ KINH DOANH VƯỢT MỌI KỲ VỌNG

- **Kết quả kinh doanh 3Q25 và 9M25 của các doanh nghiệp cao su thiên nhiên tăng trưởng vượt mọi kỳ vọng, từ kế hoạch doanh nghiệp đến dự phóng, duy trì quý thứ 3 tăng trưởng liên tiếp về mặt doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong năm 2025**. Sự tăng trưởng này đến chính từ việc giá bán các loại cao su Việt Nam vẫn tiếp tục được neo cao so với cùng kỳ, đến cuối quý 3/2025, giá bán duy trì ở 48 – 50 triệu VND/tấn (+4–6% YoY, tương ứng 1.8 – 1.85 USD/kg).
- **Chúng tôi giữ quan điểm tích cực về triển vọng nhóm ngành này dựa trên ba trụ cột tăng trưởng**: **(1)** Giá cao su dự kiến ổn định quanh 1.85 USD/kg đến 2Q26 nhờ nhu cầu nội địa mạnh mẽ từ các nhà máy lốp xe chuyển dịch sản xuất vào Việt Nam trong bối cảnh căng thẳng các cuộc chiến thuế quan (Mỹ với toàn cầu; Liên minh châu Âu với Trung Quốc) và sự bùng nổ của ngành sản xuất/lắp ráp ô tô trong nước **(2)** Sản phẩm đạt chuẩn EUDR có thể hưởng mức giá cao hơn 0.15-0.3 USD/kg, khi EUDR bắt đầu có hiệu lực từ năm 2026 sau 01 năm được hoãn áp dụng; **(3)** Thu nhập bất thường từ đền bù đất cho các dự án KCN sẽ khởi công cuối 2025-2027.
- **Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cao su hiện đang sở hữu mức định giá hấp dẫn** với việc **(i)** các công ty đang giao dịch tại mức chiết khấu định giá P/E từ 20% - 50% so với P/E mục tiêu; **(ii)** Tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng đạt từ 6% - 10%/ năm hoàn toàn khả thi cho nghiệp cao su trong bối cảnh chu kỳ ngành thuận lợi và các doanh nghiệp sở hữu vị thế tài chính lành mạnh khi không còn dư nợ vay. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** các cổ phiếu ngành cao su gồm PHR, DPR, TRC và DRI với tiềm năng tăng giá lần lượt 36.0%, 30.0%, 32.0% và 49.6% (đã bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng từ 4.5% đến 9.8%).

Kết thúc 3Q25 và 9M25, các doanh nghiệp cao su thiên nhiên ghi nhận kết quả kinh doanh vượt mọi kỳ vọng, từ kế hoạch doanh nghiệp đến dự phóng:

- Trong 3Q25, các doanh nghiệp duy trì mức tăng trưởng trung bình 25% so với cùng kỳ về doanh thu, với lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế tiếp tục cải thiện cả về giá trị lẫn hiệu suất. Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ giá bán cao su bình quân Quý 3/25 đạt 48 – 50 triệu VND/tấn (+4–6% YoY, tương ứng 1.8 – 1.85 USD/kg).
- Lũy kế 9M2025, nhóm ngành này hoàn thành bình quân 102% kế hoạch và 116% kế hoạch công ty, nhờ sự phục hồi sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân ghi nhận từ 51-52 triệu VND/tấn (~1.9 USD/kg).

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng nhóm ngành cao su thiên nhiên giai đoạn 4Q25 – FY2027

i. **Chúng tôi dự phóng giá bán cao su Việt Nam (loại SVR10) sẽ duy trì quanh mức 1.85 USD/kg (tương ứng 49 triệu VND/tấn) trong giai đoạn 4Q25 – 2Q26, trước khi điều chỉnh nhẹ xuống còn 1.75 USD/kg (46.4 triệu VND/tấn) cho đến FY27**. Mức giá bán trên 1.75 USD/kg - cao hơn đáng kể so với chu kỳ trước từ 21A đến 23A - được hỗ trợ vững chắc bởi nhu cầu nội địa tăng trưởng mạnh mẽ từ nhiều nguồn:

- **Ngành công nghiệp lốp xe đang chuyển dịch sản xuất vào Việt Nam để tránh hàng rào thuế quan từ EU và Mỹ**. Trong 10M25, sản lượng sản xuất săm lốp xe tại các địa phương trọng điểm như Tây Ninh và Đồng Nai ghi nhận mức tăng trưởng hai con số lần lượt 17.95% và 16.81% so với cùng kỳ. Xu hướng này dự kiến tiếp tục khi EU chính thức ban hành cuộc điều tra chống trợ cấp (anti-subsidy) vào tháng 11/2025 đối với lốp xe ô tô từ Trung Quốc, khuyến khích các nhà sản xuất lốp xe toàn cầu gia tăng công suất tại Việt Nam và Thái Lan trong giai đoạn 2026-2030.
- **Ngành sản xuất/lắp ráp ô tô nội địa bùng nổ với sản lượng tăng 42% YoY trong 10M25, đạt 374 nghìn chiếc**. Sự gia nhập và mở rộng hoạt động của các thương hiệu như Vinfast, Omoda & Jaecoo, Kim Long Motor tạo dư địa tăng trưởng đáng kể cho nhu cầu lốp xe nguyên gốc (Original Equipment). Đặc biệt, các dòng xe điện và hybrid đòi hỏi tiêu chuẩn lốp cao hơn, mở ra lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp cao su niêm yết với năng lực sản xuất đạt chuẩn quốc tế.

ii. **Quy định EUDR chính thức có hiệu lực từ 01/01/2026 và không được hoãn thêm, tạo ra rào cản gia nhập đáng kể cho các đối thủ cạnh tranh**. Các doanh nghiệp đã sở hữu chứng chỉ quản lý rừng bền vững như PHR, DPR, TRC và DRI có thể hưởng mức giá cao hơn 0.15-0.3 USD/kg so với sản phẩm thông thường khi phục vụ thị trường EU, đồng thời giành được thị phần từ các đối thủ chưa đáp ứng được tiêu chuẩn.

iii. **Gia tăng thu nhập bất thường từ đền bù đất**. Cuối năm 2025 và đầu năm 2026 sẽ chứng kiến hàng loạt dự án khu công nghiệp được khởi công, tạo nguồn thu nhập một lần đáng kể cho các công ty cao su niêm yết: TRC (KCN Hiệp Thạnh tại Tây Ninh dự kiến khởi công 19/12/2025); GVR (03 KCN tại Đồng Nai khởi công 19/12/2025); PHR (KCN Thaco tại Bình Dương đang trong giai đoạn đàm phán bồi thường).

Với mức định giá hấp dẫn chúng tôi khuyến nghị:

- **MUA HSX: PHR** với giá mục tiêu 72,800 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 36.0% (bao gồm 4.5% tỷ suất cổ tức tiền mặt 25F)
- **MUA HSX: DPR** giá mục tiêu 46,500 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 30.0% (bao gồm 6.4% tỷ suất cổ tức tiền mặt 25F)
- **MUA HSX: TRC** với giá mục tiêu 94,800 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 32.0% (bao gồm 6.1% tỷ suất cổ tức tiền mặt 25F)
- **MUA UpCOM: DRI** với giá mục tiêu 17,200 VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 49.6% (bao gồm 9.8% tỷ suất cổ tức tiền mặt FY24)

Bảng: Tổng hợp khuyến nghị từ PHS

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%) (*)	% Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			% ROE		
				24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
PHR	MUA	72,800	36.0%	-26%	23.2%	145%	14.9	13.3	5.4	1.8	1.8	1.4	12.5%	14.4%	30.0%
DPR	MUA	46,500	30.0%	25.5%	23.6%	-7.9%	12.8	10.1	10.9	1.4	1.2	1.2	10.8%	12.7%	11.2%
TRC	MUA	95,800	32.0%	227%	25.0%	18.9%	9.0	8.1	6.8	1.1	1.0	0.9	12.5%	14.0%	15.3%
DRI	MUA	17,200	49.6%	48.0%	43.4%	-4.5%	9.7	5.7	6.0	1.6	1.3	1.2	19.5%	24.9%	21.3%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, (*) Bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng năm sau trên giá đóng cửa 12/11/2025

A. KẾT QUẢ KINH DOANH 3Q25 VƯỢT MỌI KỲ VỌNG

Các doanh nghiệp cao su thiên nhiên tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trung bình 25% so với cùng kỳ đối với chỉ tiêu doanh thu trong 3Q25 (bảng 2) với lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế liên tục được cải thiện cả về giá trị lẫn hiệu suất (Hình 1) đến từ giá bán cao su bình quân Quý 3/25 ghi nhận ở mức 48 – 50 triệu VND/ tấn (+4-6% YoY, tương ứng 1.8 – 1.85 USD/kg).

Lũy kế 9M2025, nhóm ngành này hoàn thành bình quân 102% kế hoạch và 116% kế hoạch công ty từ đầu năm. Đến từ sự phục hồi sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân ghi nhận từ 51-52 triệu VND/tấn (~1.9 USD/kg).

Bảng 1: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cao su thiên nhiên 3Q25

	Vốn hóa (Tỷ VND)	Doanh thu thuần (Tỷ VND)						Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)						% Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch công ty	
		3Q25	3Q24	%YoY	9M25	9M24	%YoY	3Q25	3Q24	%YoY	9M25	9M24	%YoY	Doanh thu	LNST
GVR	113,400	9,294	7,716	20%	20,861	16,954	23%	1,897	944	101%	4,529	2,240	102%	71%	91%
PHR	7,520	617	412	50%	1,296	1,007	29%	259	98	164%	446	236	89%	78%	105%
DPR	3,384	482	348	38%	886	768	15%	137	44	210%	255	170	51%	113%	118%
RTB	2,529	316	311	1%	783	803	-3%	75	80	-6%	304	267	14%	154%	153%
TRC	2,319	239	221	8%	597	457	31%	117	73	60%	223	101	120%	115%	125%
DRI	885	184	143	29%	488	323	51%	39	40	-2%	117	70	66%	80%	106%
Trung bình				24%			24%			88%			74%	102%	116%
Trung vị				25%			26%			81%			78%	96%	112%

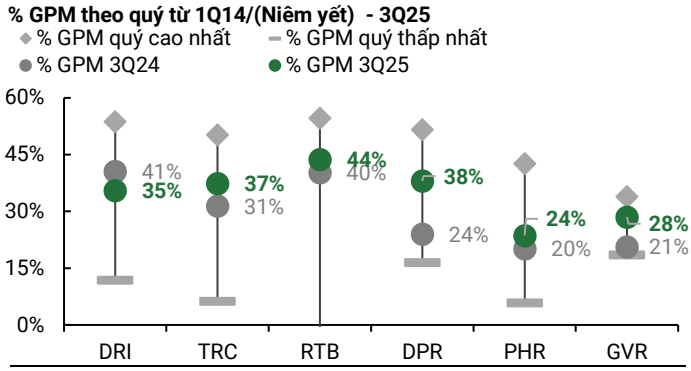
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, PHS tổng hợp

Bảng 2: Tỷ lệ tăng trưởng so với cùng kỳ của kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cao su thiên nhiên từ 4Q24 – 3Q25

	Vốn hóa (Tỷ VND)	% Tăng trưởng doanh thu svck				% tăng trưởng lợi nhuận gộp svck				% tăng trưởng LNST-CĐTS svck			
		4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
GVR	113,400	22%	24%	27%	20%	95%	52%	56%	66%	50%	149%	76%	101%
PHR	7,520	36%	-4%	35%	50%	138%	41%	72%	76%	48%	31%	41%	164%
DPR	3,384	12%	9%	-13%	38%	61%	17%	41%	124%	9%	25%	-28%	210%
RTB	2,529	50%	-29%	28%	1%	152%	-8%	53%	10%	328%	-61%	143%	-6%
TRC	2,319	22%	55%	46%	8%	100%	180%	92%	29%	141%	358%	172%	60%
DRI	885	0%	74%	57%	29%	19%	149%	94%	12%	22%	167%	131%	-2%
Trung bình		24%	22%	30%	25%	94%	72%	68%	53%	100%	111%	89%	88%
Trung vị		22%	16%	31%	25%	98%	47%	64%	48%	49%	90%	104%	81%

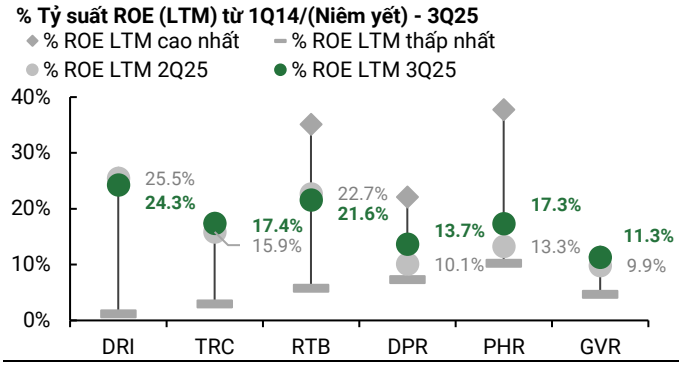
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, PHS tổng hợp

Hình 1: % GPM doanh nghiệp kinh doanh thuần cao su thiên nhiên tiếp tục duy trì trên mức 30%



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 2: Tỷ suất % ROE LTM 3Q25 các doanh nghiệp tiếp tục cải thiện.



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

B. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 4Q25 – FY27

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực với luận điểm được trình bày tại Báo cáo ngành cao su – "Vàng trắng tỏa sáng giữa những lớp bụi thuế quan" sau:

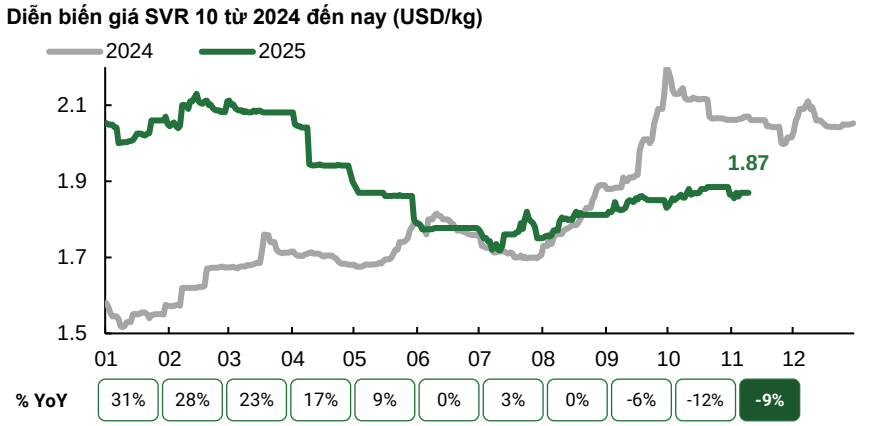
1. Giá bán cao su tại Việt Nam duy trì ổn định trong giai đoạn 6 tháng tới trước khi có khả năng điều chỉnh nhẹ vào 2H2026

Chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su tại Việt Nam (loại SVR10) có thể duy trì quanh mốc 1.85 USD/kg (tương ứng 49 triệu VND /tấn) từ 4Q25 – 2Q26, trước khi có khả năng điều chỉnh nhẹ duy trì ở mốc 1.75 USD/kg (tương ứng 46.4 triệu VND/tấn) cho đến FY2027 (Hình 3 & Bảng 3) nhờ:

- **Ngành công nghiệp cao su nội địa tại Việt Nam đang được mở ra nhiều cơ hội hơn**, điều này phần lớn đến từ sự chuyển dịch của các nhà máy lốp xe nước ngoài trong các cuộc chiến thuế quan trước đó, củng cố nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước cho các doanh nghiệp đáp ứng được sản phẩm tiêu chuẩn:
    - **10T2025: Sản lượng sản xuất săm lốp xe tại Tây Ninh** (trước đây là tỉnh Long An và Tây Ninh) và **Đồng Nai** (trước đây là tỉnh Đồng Nai và Bình Phước) tiếp tục duy trì ở mức 02 chữ số, **lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng 17.95% và 16.81% so với cùng kỳ**. Bảng thống kê vị trí các nhà máy sản xuất lốp xe tại Việt Nam – xem tại Đây.
    - **Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất lốp xe sẽ tiếp tục gia tăng công suất tại Việt Nam trong giai đoạn 2026 - 2030 (đặc biệt phục vụ cho trường EU)**: Ngày 06/11/2025, Liên minh châu Âu (EU) ngày 06/11/2025 đã ban hành chính thức cuộc điều tra chống trợ cấp (anti-subsidiary) đối với các loại lốp xe ô to con và xe tải nhẹ đối với các nhà sản xuất Trung Quốc sau cuộc điều tra chống bán phá giá (AD) được ban hành từ tháng 05/2025. Đây là dấu hiệu cho thấy sẽ có một cuộc chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam và Thái Lan (như trước đây khi EU ban hành chống bán phá giá với ngành lốp xe tải).

- **Ngành sản xuất/ lắp ráp ô tô nội địa cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh với sự mở rộng và tham giá mới của các nhãn hàng như của Vinfast Hà Tĩnh (Giai đoạn 1 300 nghìn xe, hoạt động từ 2026) , Skoda (120 nghìn xe, hoạt động từ 2026), Omoda & Jaecoo (120 nghìn xe/ năm, dự kiến hoạt động 2027), Kim Long Motor (110 nghìn xe/năm, hoạt động 2025) tạo dư địa tăng trưởng cho loại lốp xe nguyên gốc (Original Equipment)**:
    - Theo ước tính cứ 1 xe mới được sản xuất/ lắp ráp thì cần 05 loại OE.
    - Trong 10T2025, sản lượng ô tô lắp ráp tại Việt Nam tăng mạnh 42% YoY với 374 nghìn chiếc.
    - Ngoài ra, loại xe mới lắp ráp tại Việt Nam phần lớn là xe điện, hybrid sẽ yêu cầu cấu trúc lốp xe đặc biệt hơn các loại xe thông thường, để đáp ứng được nhu cầu nguyên liệu khắt khe và giữ tiêu chuẩn thì các doanh nghiệp niêm yết/ đại điền đang là các ứng viên đáp ứng hàng đầu cho tiêu chí này.

Hình 3: Sau T07 & T08/25, giá cao su SVR10 đạt vùng đáy 1.75 USD/kg, đã phục hồi lên vùng ~1.9 USD/kg và duy trì cho đến nửa tháng 11/2025



Nguồn: PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 12/11/2025

Bảng 3: Diễn biến giá cao su SVR10 từ năm 2021 đến hiện tại, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm dự phóng tích cực cho đến 2Q26

Tỷ lệ tiêu thụ quý (%)	20%	10%	35%	35%	100%
Giá SVR10 (USD/kg)	**1Q**	**2Q**	**3Q**	**4Q**	**Giá bình quân theo trọng số tiêu thụ quý**
2021A	1.67	1.68	1.69	1.75	**1.71**
2022A	1.79	1.70	1.59	1.37	**1.56**
2023A	1.44	1.39	1.35	1.48	**1.42**
2024A	1.63	1.73	1.93	2.07	**1.86**
2025A	2.07	1.87	1.80	1.85	**1.88**
2026F	**1.85**	**1.85**	**1.75**	**1.75**	**1.78**

Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu đến ngày 12/11/2025

2. Các sản phẩm cao su đạt chuẩn EUDR có thể ghi nhận giá bán cao hơn so với sản phẩm thông thường

Kể từ 2026 trở đi, giá bán của các sản phẩm cao su đạt chuẩn EUDR có thể hưởng hiệu ứng giá cao hơn từ 0.15 – 0.3 USD/kg so với sản phẩm thông thường khi đạo luật EUDR tại thị trường châu Âu chính thức hiệu lực từ 01/01/2026 và không còn được hoãn như giai đoạn trước đây nữa. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về các doanh nghiệp niêm yết đã có chứng chỉ quản lý rừng bền vững như HSX: DPR; HSX: PHR; HSX: TRC và UpCOM: DRI có thể sở hữu lợi thế cạnh tranh khi các loại chứng nhận này không dễ dàng mà đạt được.

3. Triển vọng tích cực từ thu nhập tăng thêm đến từ đền bù đất

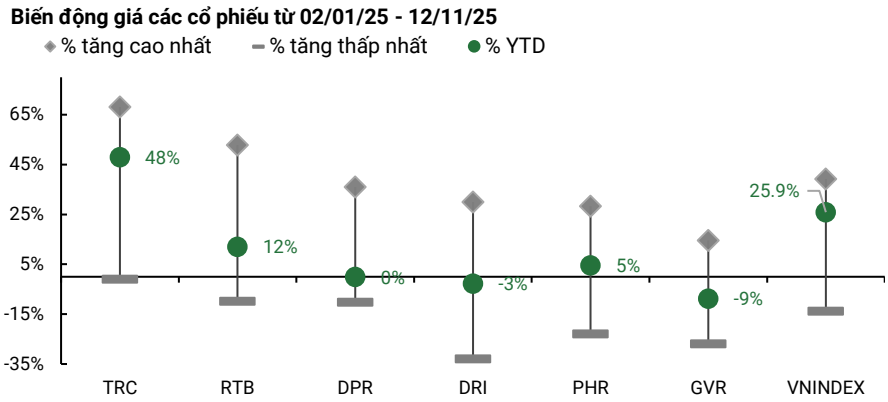
Cuối năm 2025, hàng loạt dự án sẽ được khởi công tạo động lực tăng trưởng/ ghi nhận một lần dành cho các công ty cao su niêm yết trong giai đoạn cuối 2025 - 2027. Trong đó:

- HSX: TRC: Dự kiến 19/12/2025, khởi công KCN Hiệp Thạnh tại Tây Ninh.
- HSX: GVR: Dự kiến 19/12/2025, khởi công 03 KCN Long Đức 3, Bàu Cạn - Tân Hiệp, Xuân Quế - Sông Nhạn tại Đồng Nai.
- HSX: PHR: Theo thông tin công bố từ doanh nghiệp 3Q25, PHR vẫn đang làm việc với Thaco về cơ sở đền bù của KCN Thaco (Bình Dương).

C. KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Kể từ sự kiện áp thuế của Hoa Kỳ đối với Việt Nam vào tháng 04/2025, **các doanh nghiệp cao su thiên nhiên có mức tăng khiêm tốn và đang âm hiệu suất rất lớn** (Hình 4) so với sự phục hồi của thị trường (Chỉ số VN-index) và một số nhóm ngành khác.

Hình 4: Phần lớn các doanh nghiệp cao su thiên nhiên đều có hiệu suất khiêm tốn kể từ đầu năm, đặc biệt là sau sự kiện thuế quan tháng 04/2025



Nguồn: Fiinpro, PHS Tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 07/11/2025

Chúng tôi cho rằng nguyên nhân ảnh hưởng đến sự thiếu hụt dòng tiền thu hút đầu tư cho nhóm ngành này đến từ:

- Thị trường dường như đánh giá chưa thực sự khách quan về giá bán cao su tại Việt Nam và các tác động của thuế quan, trong khi kết quả kinh doanh thực tế tích cực hơn các dự phóng trước của chúng tôi, và giá cao su SVR10 hiện đang duy trì ở mức 1.89 USD/kg (cao hơn 11.2% so với giá loại STR20 giao dịch trên sàn Singapore).
- Nhóm ngành cao su thiên nhiên đang bị thị trường đánh giá, phân loại là trực thuộc nhóm ngành bất động sản khu công nghiệp, có thể bị ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp từ cuộc chiến thuế quan hiện nay.

Đối với triển vọng tích cực giai đoạn 4Q2025F – 2027F như trình bày trên cùng với mức chiết khấu định giá và tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với 04 doanh nghiệp HSX: PHR; HSX: DPR; HSX: TRC; UpCOM: DRI. Chi tiết tại bảng sau:

Bảng 4: Tổng hợp khuyến nghị và dự phóng từ PHS

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%) (*)	% Tăng trưởng EPS			P/E			P/B			% ROE		
				24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
PHR	MUA	72,800	36.0%	-26%	23.2%	145%	14.9	13.3	5.4	1.8	1.8	1.4	12.5%	14.4%	30.0%
DPR	MUA	46,500	30.0%	25.5%	23.6%	-7.9%	12.8	10.1	10.9	1.4	1.2	1.2	10.8%	12.7%	11.2%
TRC	MUA	95,800	32.0%	227%	25.0%	18.9%	9.0	8.1	6.8	1.1	1.0	0.9	12.5%	14.0%	15.3%
DRI	MUA	17,200	49.6%	48.0%	43.4%	-4.5%	9.7	5.7	6.0	1.6	1.3	1.2	19.5%	24.9%	21.3%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, (*) Bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng trong năm sau dựa trên giá đóng cửa ngày 12/11/2025

CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC) – THỎI VÀNG TRẮNG ẨN MÌNH DẦN LỘ DIỆN

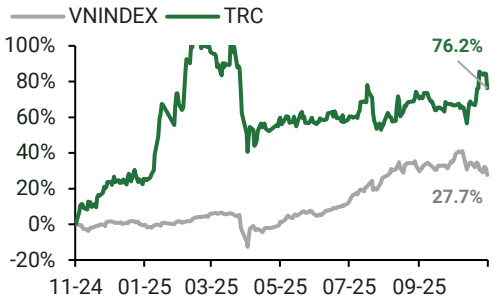
12/11/2025	
KHUYẾN NGHỊ	**MUA**
Giá hợp lý	94,800 VND
Giá hiện tại	75,300 VND
Tiềm năng tăng/giảm	**+32.0% (*)**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
CP đang lưu hành (triệu)	30.0
Free float (%)	34%
Vốn hóa (tỷ VND)	2,223
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	126,677
Sở hữu nước ngoài (%)	1.69%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/07/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Tập đoàn Cao su Việt Nam (HSX: GVR)	61.8%
Cổ đông nước ngoài	1.7%
Cổ đông khác	36.5%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU	
TTM EPS (VND)	11,644
BVPS (VND)	68,392
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	15.15%
ROE (%)	18.19%
P/E	6.49
P/B	1.08
Tỷ suất cổ tức (%)	3.37%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần với số vốn điều lệ là 300 tỷ đồng vào ngày 28/12/2006. Hiện nay Công ty đang sở hữu hơn 7.000 ha cao su, hai nhà máy chế biến mủ cốm và hai dây chuyền chế biến mủ ly tâm với máy móc và thiết bị hiện đại tại Tây Ninh. Ngoài ra công ty còn sở hữu gần 6,500 ha cao su tại Campuchia. TRC chính thức được niêm yết tại HSX từ năm 2007.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **94,800 VND/cổ phiếu** với tiềm năng tăng giá **32.0%** (bao gồm 6.1% tỷ suất cổ tức tiền mặt – 4,600 VND/cổ phiếu - dự phóng TRC có thể chi trả trong năm sau).
- Trong bối cảnh doanh nghiệp bước vào chu kỳ kinh doanh mới và dự phóng được xây dựng trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng TRC có thể tiến tới giao dịch quanh P/E trung vị 10.2x, nhờ kỳ vọng thị trường bớt bi quan hơn về giá cao su thực tế và khả năng doanh nghiệp duy trì tăng trưởng. Hiện tại, TRC đang giao dịch tại mức P/E thấp nhất trong 10 năm, tương ứng vùng -1SD, chiết khấu 50% so với P/E trung vị

KQKD hợp nhất 3Q25 tiếp tục ghi nhận sự bứt phá với doanh thu, lợi nhuận gộp và LNST-CĐTS lần lượt tăng trưởng +8% YoY/ +29% YoY/ +60% YoY, có giá trị lần lượt là 239 tỷ VND/ 90 tỷ VND/ 117 tỷ VND, trong đó:

- Mảng cao su cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 37.4% từ mức 31.4% cùng kỳ, nhờ giá bán tại công ty mẹ đạt 48.04 triệu VND/tấn (+4.1% YoY) và sản lượng tiêu thụ cải thiện từ công ty con tại Campuchia.
- Doanh thu tài chính tăng 155% YoY, chủ yếu từ lãi tiền gửi. Tại cuối 3Q25, tiền và tương đương tiền tiếp tục tăng mạnh lên 474 tỷ VND (+82% YTD; +133% YoY) sau khi TRC đã tất toán toàn bộ nợ vay từ cuối 2024 và hoạt động kinh doanh cốt lõi tạo ra dòng tiền ổn định.
- Thu nhập khác tăng 51.3% YoY lên 46 tỷ VND, chủ yếu từ hoạt động thanh lý vườn cây. Chúng tôi cho rằng diện tích thanh lý này sẽ phục vụ công tác chuẩn bị mặt bằng cho dự án KCN Hiệp Thạnh, dự kiến khởi công từ tháng 12/2025.

Lũy kế 9M25, TRC ghi nhận doanh thu đạt 597 tỷ VND (+30.8% YoY), hoàn thành 115% kế hoạch năm; LNST đạt 223 tỷ VND (+119.7% YoY), hoàn thành 125% kế hoạch. Kết quả này cũng tương ứng 66% và 87% dự phóng PHS, trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ lũy kế tại công ty mẹ đạt 6,210 tấn (+5.1% YoY), hoàn thành 65% kế hoạch và 67% dự phóng PHS.
- Giá bán bình quân lũy kế công ty mẹ ghi nhận 51.3 triệu VND/ tấn (+18% YoY), hoàn thành 122% kế hoạch công ty và 108% dự phóng PHS.

Các thông tin trọng yếu khác:

- KCN Hiệp Thạnh dự kiến có thể khởi công vào ngày 19/12/2025, thúc đẩy việc ghi nhận thu nhập một lần của TRC từ năm 2026. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi thận trọng giả định đơn giá đền bù ở mức 0.5 tỷ VND/ha, chia làm hai giai đoạn 2026 và 2027.
- TRC đã hoàn tất bán toàn bộ cổ phiếu quỹ trong 3Q25 với khối lượng 875,000 cổ phiếu (tương đương 2.9% số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 30 triệu cổ phiếu), với giá bán bình quân 71,433 VND/cổ phiếu.

Bảng 5: Kết quả kinh doanh 3Q25 và 9M25 của TRC

	3Q25	3Q24	% YoY	9M25	9M24	% YoY	Dự phóng PHS FY25	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	**239**	**221**	**8.4%**	**597**	**457**	**30.8%**	**910**	**66%**
Giá vốn hàng bán	-150	-151	-1.1%	-379	-334	13.2%	-639	59%
Lợi nhuận gộp	**90**	**69**	**29.0%**	**219**	**122**	**78.9%**	**271**	**81%**
Chi phí bán hàng	-2	-3	-16.8%	-5	-7	-23.9%	-13	40%
Chi phí bán hàng	-13	-11	16.5%	-39	-31	24.6%	-57	68%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	**75**	**56**	**33.7%**	**175**	**84**	**107.2%**	**201**	**87%**
Doanh thu tài chính	10	4	155.1%	22	17	27.7%	24	91%
Chi phí tài chính	0	-2	-99.1%	0	-9	-95.2%	-2	26%
Thu nhập khác, ròng	46	30	51.3%	47	32	45.1%	57	83%
Thu nhập từ LDLK	1	-4	-134.3%	1	-10	-113.9%	0	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	**132**	**84**	**57.5%**	**245**	**114**	**113.8%**	**280**	**87%**
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	117	73	60.4%	223	101	119.7%	255	87%
LNST- CĐTS	**117**	**73**	**60.4%**	**223**	**101**	**119.7%**	**255**	**87%**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*37.4%*	*31.4%*		*36.6%*	*26.8%*		*29.8%*	*123%*
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	*31.2%*	*25.3%*		*29.2%*	*18.5%*		*22.1%*	*132%*
Biên lợi nhuận thuần (%)	*55.1%*	*37.9%*		*40.9%*	*25.0%*		*30.8%*	*133%*
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	*-6.3%*	*-6.2%*		*-7.4%*	*-8.3%*		*-7.7%*	*96%*

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

Bảng 6: Tổng hợp điều chỉnh giả định dự phóng mảng kinh doanh cao su của TRC

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng tiêu thụ công ty Mẹ (tấn)	8,460	9,430	10,630	9,062	9,221	9,765	11,920	13,672
Sản lượng tiêu thụ Siêm Riệp (tấn)	1,209	3,584	6,376	7,124	9,151	9,570	10,036	11,138
Tổng sản lượng tiêu thụ (Tấn)	***9,669***	***13,014***	***17,006***	***16,186***	***18,372***	***19,335***	***21,956***	***24,810***
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*-1.7%*	*34.6%*	*30.7%*	*-4.8%*	*13.5%*	*5.2%*	*13.6%*	*13.0%*
Giá bán Công ty mẹ (trVND/tấn)	**41.6**	**38.6**	**32.7**	**46.1**	**49.50**	**48.04**	**47.23**	**47.23**
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*20%*	*-7%*	*-15%*	*41%*	*7%*	*-3%*	*-2%*	*0%*
% thay đổi so với giả định trước đó					*4.9%*	*6.6%*	*3.7%*	*3.7%*
Tổng giá bán bình quân (trVND/tấn)	***41.6***	***37.2***	***32.0***	***44.6***	***48.27***	***46.85***	***46.15***	***46.17***
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*30.5%*	*-10.5%*	*-14.0%*	*39.4%*	*8.1%*	*-2.9%*	*-1.5%*	*0.0%*

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động sản xuất kinh doanh các năm, PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 7: Điều chỉnh dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức của TRC từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST (Tỷ VND)	83.4	92.3	97.2	75.4	67.6	221.3	276.6	328.9	316.7	276.2
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	64.8%	61.8%	40.1%	75.6%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	1,800	1,900	1,300	1,900	900	2,500	4,600	5,400	5,200	4,600
% Tỷ suất cổ tức							6.1%	7.2%	6.9%	6.1%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 75,300 VND/ cổ phiếu

LNST TRC được điều chỉnh tăng 8.4%/ 8.9%/ 5.7%/ 3.3% so với dự phóng trước đó đến từ việc điều chỉnh giá bán tăng thêm 4.9%/ 6.6%/ 3.7%/ 3.7%. Từ đó duy trì biên lợi nhuận gộp của mảng cao su thiên nhiên trên 31% giai đoạn 2025F – 2028F.

Bảng 8: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh TRC giai đoạn 2025F – 2028F

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**417**	**523**	**563**	**744**	**917**	**936**	**1,043**	**1,175**
Giá vốn hàng bán	(319)	(417)	(448)	(473)	(620)	(642)	(721)	(812)
Lợi nhuận gộp	**99**	**107**	**115**	**271**	**297**	**294**	**322**	**363**
Chi phí bán hàng	(4)	(7)	(8)	(11)	(13)	(14)	(15)	(17)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(33)	(33)	(45)	(48)	(60)	(61)	(69)	(78)
Lợi nhuận từ HĐKD	**72**	**62**	**65**	**221**	**224**	**219**	**238**	**269**
Lợi nhuận tài chính	16	8	20	19	25	29	43	39
Chi phí tài chính	(7)	(13)	(16)	(11)	(2)	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	(0)	(7)	(12)	-	-	-	-
Thu nhập/ (Chi phí) khác	41	27	16	33	57	150	100	20
Lợi nhuận trước thuế	**113**	**89**	**74**	**242**	**303**	**398**	**381**	**328**
Thuế TNDN	(16)	(14)	(7)	(21)	(26)	(69)	(64)	(52)
Lợi nhuận sau thuế	**97**	**75**	**68**	**221**	**277**	**329**	**317**	**276**
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	*15.5%*	*25.4%*	*7.5%*	*32.2%*	*23.2%*	*2.1%*	*11.5%*	*12.7%*
Lợi nhuận gộp	*49.5%*	*8.2%*	*7.4%*	*135.9%*	*9.7%*	*-1.0%*	*9.4%*	*12.9%*
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	*72.0%*	*7.8%*	*-7.5%*	*244.3%*	*5.5%*	*-2.0%*	*8.5%*	*12.9%*
Lợi nhuận sau thuế	*5.4%*	*-22.4%*	*-10.4%*	*227.4%*	*25.0%*	*18.9%*	*-3.7%*	*-12.8%*
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	23.7%	20.4%	20.4%	36.4%	*32.4%*	*31.4%*	*30.8%*	*30.9%*
Biên lợi nhuận HĐKD	14.8%	12.7%	11.0%	28.5%	*24.4%*	*23.4%*	*22.8%*	*22.8%*
Biên lợi nhuận thuần	23.3%	14.4%	12.0%	29.7%	*30.2%*	*35.1%*	*30.4%*	*23.5%*
% ROE	***6.2%***	***4.8%***	***4.2%***	***12.5%***	***14.0%***	***15.3%***	***13.6%***	***11.2%***
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	*-1.0%*	*-1.4%*	*-1.5%*	*-1.4%*	*-1.5%*	*-1.5%*	*-1.5%*	*-1.5%*
% Chi phí QLDN / doanh thu	*-7.8%*	*-6.3%*	*-8.0%*	*-6.5%*	*-6.5%*	*-6.5%*	*-6.6%*	*-6.6%*
% Thuê suất TNDN	*-14.2%*	*-15.4%*	*-9.2%*	*-8.5%*	*-8.7%*	*-17.4%*	*-16.8%*	*-15.7%*

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Định giá và khuyến nghị

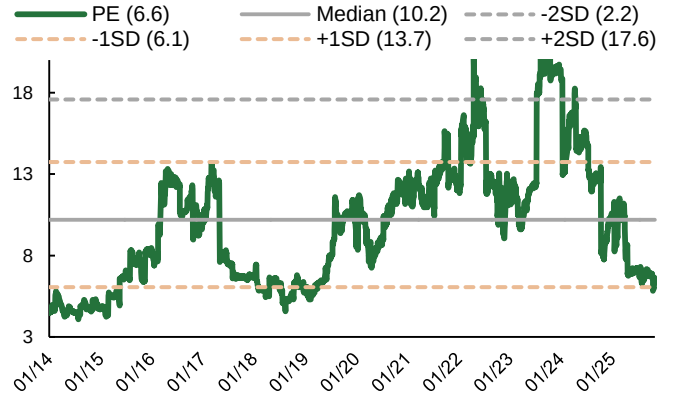
Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu nâng thành 94,800 VND/cổ phiếu (tăng 300VND so với 94,500 VND/cổ phiếu báo cáo trước đó) với tiềm năng tăng giá 32.0% (bao gồm 6.1% tỷ suất cổ tức tiền mặt – 4,600 VND/cổ phiếu - dự phóng TRC có thể chi trả trong năm sau).

Hiện tại TRC đang giao dịch tại P/E trượt là 6.6x, gần với mức thấp nhất trong diễn biến định giá 10 năm qua (tại độ lệch chuẩn -1 SD – 6.1x), và được chiết khấu 50% so với P/E trung vị của TRC từ 2014 đến nay là 9.9x. Tỷ lệ này hiện thấp hơn so với trung vị P/E trượt từ 10.0x của các doanh nghiệp cùng ngành.

Đối với triển vọng tăng trưởng LNST đã được trình bày ở mục trên, TRC hiện tại cũng đang giao dịch chiết khấu so với trung vị (10.2x) lần lượt là 25%/49%/43%/25% tại P/E dự phóng giai đoạn 25F- 28F.

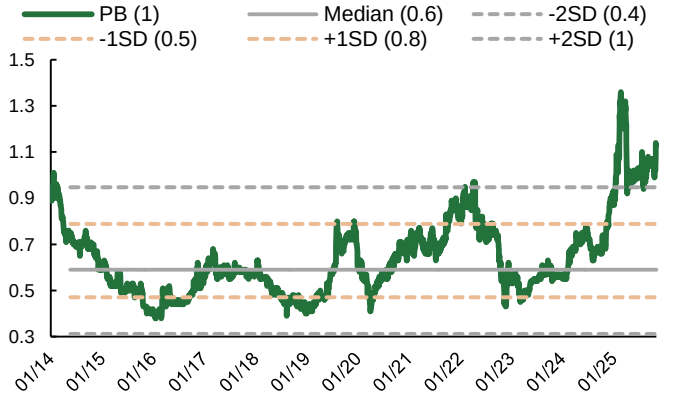
Với một chu kỳ kinh doanh mới và được dự phóng tại quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng TRC có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là 10.2x trong ngắn hạn với sự kỳ vọng thị trường không còn quá bi quan về giá cao su thực tế đang được kinh doanh tại các doanh nghiệp và vẫn duy trì được tăng trưởng đối với các doanh nghiệp trong ngành.

Hình 5: Diễn biến định giá P/E của TRC từ 2014 đến nay



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 11/11/25

Hình 6: Diễn biến định giá P/B của TRC



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 11/11/25

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**523.5**	**562.7**	**744.1**	**916.8**	**935.8**	**1,043.2**	**1,175.4**
Giá vốn hàng bán	(416.5)	(447.9)	(473.3)	(619.7)	(641.6)	(721.5)	(812.0)
Lợi nhuận gộp	**106.9**	**114.8**	**270.9**	**297.0**	**294.1**	**321.7**	**363.4**
Chi phí bán hàng	(7.2)	(8.3)	(10.6)	(13.3)	(13.6)	(15.2)	(17.2)
Chi phí QLDN	(33.1)	(44.9)	(48.1)	(59.9)	(61.2)	(68.7)	(77.7)
Lợi nhuận từ HĐKD	**66.7**	**61.6**	**212.2**	**223.8**	**219.3**	**237.9**	**268.5**
Lợi nhuận tài chính	8.2	12.9	7.3	24.5	28.8	42.8	39.3
Chi phí tài chính	(12.5)	(16.1)	(10.6)	(1.7)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	26.9	16.0	32.9	56.5	150.0	100.0	20.0
Lợi nhuận trước thuế	**89.2**	**74.4**	**241.8**	**303.1**	**398.1**	**380.7**	**327.8**
Lợi nhuận sau thuế	**75.4**	**67.6**	**221.3**	**276.6**	**328.9**	**316.7**	**276.2**
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	75.4	67.6	221.3	276.6	328.9	316.7	276.2
Cân đối kế toán	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**377**	**393**	**588**	**814**	**1,054**	**1,272**	**1,460**
Tiền và tương đương tiền	76	106	260	441	678	843	980
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	194	200	196	220	220	258	283
Hàng tồn kho	64	50	92	91	98	108	123
Tài sản ngắn hạn khác	44	37	39	62	58	63	75
Tài Sản Dài Hạn	**1,606**	**1,603**	**1,607**	**1,568**	**1,524**	**1,479**	**1,431**
Phải thu dài hạn	2	2	1	1	1	1	1
Tài sản cố định	762	920	961	985	995	993	983
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	668	518	493	429	376	332	295
Đầu tư tài chính dài hạn	169	162	151	151	151	151	151
Tài sản dài hạn khác	4	1	1	3	2	2	3
Tổng cộng tài sản	**1,983**	**1,996**	**2,194**	**2,382**	**2,578**	**2,751**	**2,891**
Nợ phải trả	**405**	**346**	**317**	**320**	**329**	**352**	**378**
Nợ ngắn hạn	**201**	**177**	**280**	**319**	**328**	**351**	**377**
Nợ vay ngắn hạn	49	41	10	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	152	136	270	319	328	351	377
Nợ dài hạn	**203**	**169**	**38**	**1**	**1**	**1**	**1**
Nợ vay dài hạn	203	169	36	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	1	1	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	**1,578**	**1,651**	**1,877**	**2,062**	**2,250**	**2,399**	**2,514**
Vốn góp	300	300	300	300	300	300	300
Thặng dư và các quỹ	1,278	1,351	1,577	1,762	1,950	2,099	2,214
Tổng nguồn vốn	**1,983**	**1,996**	**2,194**	**2,382**	**2,578**	**2,751**	**2,891**

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	33.3	78.7	287.0	335.2	393.4	347.8	314.1
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	7.1	10.8	37.1	(20.0)	(17.7)	(19.0)	(19.1)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(77.8)	(78.2)	(196.1)	(134.4)	(138.3)	(164.4)	(158.4)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**(37.4)**	**11.3**	**128.1**	**180.8**	**237.4**	**164.3**	**136.7**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	112.6	75.9	106.3	260.1	440.9	678.3	842.5
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**75.2**	**87.1**	**234.4**	**440.9**	**678.3**	**842.5**	**979.3**
Chỉ số tài chính	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tăng trưởng							
Doanh thu	25.4%	7.5%	32.2%	23.2%	2.1%	11.5%	12.7%
Lợi nhuận sau thuế	-22.4%	-10.4%	227.4%	25.0%	18.9%	-3.7%	-12.8%
Tổng tài sản	0.5%	0.7%	9.9%	8.6%	8.2%	6.7%	5.1%
Tổng vốn chủ sở hữu	1.1%	4.6%	13.7%	9.9%	9.1%	6.6%	4.8%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	20.4%	20.4%	36.4%	32.4%	31.4%	30.8%	30.9%
Tỷ suất EBIT	12.7%	11.0%	28.5%	24.4%	23.4%	22.8%	22.8%
Tỷ suất EBITDA	25.3%	22.0%	40.1%	37.0%	46.0%	38.5%	30.2%
Tỷ suất lãi ròng	14.4%	12.0%	29.7%	30.2%	35.1%	30.4%	23.5%
ROA	3.8%	3.4%	10.6%	12.1%	13.3%	11.9%	9.8%
ROE	4.8%	4.2%	12.5%	14.0%	15.3%	13.6%	11.2%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	130.9	127.8	97.3	82.8	85.8	83.5	83.9
Số ngày tồn kho	58.5	46.2	54.8	54.0	53.9	52.2	52.0
Số ngày phải trả	10.4	12.2	9.3	5.1	8.9	8.6	8.6
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.9	2.2	2.1	2.6	3.2	3.6	3.9
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.6	1.9	1.8	2.3	2.9	3.3	3.5
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.9	1.4	2.1	2.4	2.6
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.20	0.17	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.16	0.13	0.02	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.03	0.02	0.01	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.13	0.10	0.02	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UpCOM: DRI) – TỶ SUẤT CỔ TỨC TIỀN MẶT HẤP DẪN

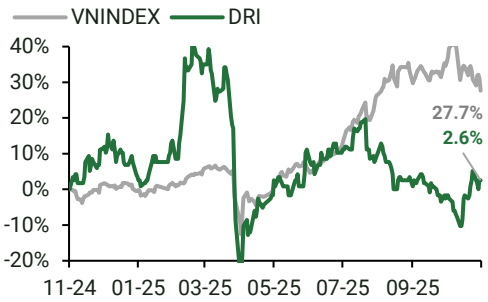
13/11/2025	
KHUYẾN NGHỊ	**MUA**
Giá hợp lý	17,200 VND
Giá hiện tại	12,300 VND
Tiềm năng tăng/giảm	**+49.6% (*)**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (%)	54%
Vốn hóa (tỷ VND)	878
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	583,136
Sở hữu nước ngoài (%)	0.76%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/05/2017

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
CTCP Cao su Đắk Lắk	45.0%
Cổ đông nước ngoài	0.8%
Cổ đông khác	44.2%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU	
TTM EPS (VND)	1,489
BVPS (VND)	7,986
ROA (%)	15.90%
ROE (%)	19.52%
P/E	8.04
P/B	1.50
Tỷ suất cổ tức (%)	7.50%

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

Với nội tại doanh nghiệp vững vàng trong bối cảnh ngành cao su bước vào chu kỳ mới và cổ phiếu đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với P/E trung vị, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 17,200 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá **49.6% (*)** (Bao gồm 9.8% tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng được chi trả trong năm sau với giá trị 1,200 VND/ cổ phiếu).

Mặc dù doanh thu 3Q25 tăng 29% YoY lên 184 tỷ VND, LNST-CĐTS giảm -7% YoY còn 38.9 tỷ VND. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này đến từ:

- Chi phí nhân công cho người lao động được điều chỉnh tăng nhằm cải thiện thu nhập (ước chiếm ~50% giá vốn mảng cao su), trong bối cảnh giá bán cao su duy trì ở mức cao từ 2024 đến nay, khiến giá vốn hàng bán tăng 40% YoY.
- Không có đóng góp từ mảng sầu riêng trong kỳ, trong khi cùng kỳ ghi nhận 17.68 tỷ VND doanh thu và 12.48 tỷ VND lợi nhuận gộp. Nếu loại trừ mảng sầu riêng, lợi nhuận gộp mảng cao su 3Q25 tăng +43% YoY. Chúng tôi kỳ vọng mảng sầu riêng sẽ được ghi nhận trở lại trong 4Q25.
- Chi phí vốn tăng mạnh và không có doanh thu từ mảng sầu riêng đã kéo biên gộp 3Q25 xuống còn 35.5%, so với 40.6% cùng kỳ. Ngoài ra, sự sụt giảm còn đến từ CPQLDN tăng đáng kể lên 11.5 tỷ VND (+69% YoY).

Lũy kế 9M25, DRI ghi nhận doanh thu thuần đạt 487.6 tỷ VND (+50.8% YoY) và LNST-CĐTS đạt 116.5 tỷ VND (+61.7%) lần lượt hoàn thành 80% và 106% kế hoạch công ty đặt ra và 76% và 73% dự phóng từ PHS, trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ 9M25 tăng 46% YoY lên 10,148 tấn, hoàn thành 75% kế hoạch công ty và 78% dự phóng. Chúng tôi cho rằng mức cải thiện sản lượng này đến từ năng lực quản lý và khai thác tốt hơn của ban lãnh đạo mới tại Daklaoruco, với sản lượng khai thác 9M25 đạt 7,988 tấn, cao hơn 2,322 tấn so với cùng kỳ.
- Đơn giá bán bình quân ghi nhận 1,923 USD/tấn (+14.7% YoY), đạt 113% kế hoạch công ty và 101% dự phóng PHS.

Điều chỉnh dự phóng FY25-FY28 – EPS giai đoạn này được dự phóng đạt 2,030/ 1,932/ 1,978/ 2,047 VND/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng đạt 6.1x/ 6.4x/ 6.2x/ 6.0x, chiết khấu bình quân 40% so với P/E trung vị (10.1x)

- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng sản lượng tiêu thụ giai đoạn FY25-FY28 với quan điểm thận trọng khi vườn cây đạt tuổi khai thác trưởng thành.
- Theo triển vọng giá bán neo cao ở mức 1.75-1.85 USD/kg, chúng tôi tăng giá bán bình quân FY26 - FY28 lên 1.78/ 1.75/1.75 USD/kg (tăng 4.7%/ 2.9%/2.9% so với dự phóng trước đó).
- Biên lợi nhuận gộp giảm còn 41.1%/40.0%/40.0%/40.2%, phản ánh chi phí giá vốn tăng do điều chỉnh thu nhập cho người lao động.

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 4.4% so với báo cáo trước đó theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF là 17,200 VND/cổ phiếu, đến từ điều chỉnh WACC khi Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 Năm đã tăng lên mức 4.05%.

Bảng 9: Kết quả kinh doanh 3Q25 và 9M25 của DRI

	3Q25	3Q24	% YoY	9M25	9M24	% YoY	Dự phóng PHS FY25	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	184.1	143.2	28.6%	487.6	323.4	50.8%	639.2	76%
Giá vốn hàng bán	-118.8	-85.0	39.7%	-302.6	-212.8	42.2%	-359.4	84%
Lợi nhuận gộp	65.4	58.2	12.3%	185.0	110.6	67.2%	279.7	66%
Chi phí bán hàng	-7.6	-8.3	-8.1%	-21.6	-20.7	4.2%	-44.7	48%
Chi phí QLDN	-11.5	-6.8	69.2%	-30.9	-17.1	80.4%	-38.4	81%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	46.2	43.1	7.3%	132.5	72.8	82.0%	196.6	67%
Doanh thu tài chính	5.7	7.2	-20.5%	15.9	17.6	-9.5%	11.2	142%
Chi phí tài chính	-2.8	-1.8	54.5%	-4.8	-3.9	22.9%	-0.7	6.35x
Thu nhập khác, ròng	-0.1	-0.3		-1.8	-0.3		0	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	49.0	48.2	1.7%	141.8	86.2	64.6%	207.1	68%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	38.9	41.7	-6.8%	116.5	72.1	61.7%	159.4	73%
LNST- CĐTS	**38.9**	**41.7**	**-6.8%**	**116.5**	**72.1**	**61.7%**	**159.1**	**73%**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*35.5%*	*40.6%*		*37.9%*	*34.2%*		*43.8%*	*97%*
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	*25.1%*	*30.1%*		*27.2%*	*22.5%*		*30.8%*	*93%*
Biên lợi nhuận thuần (%)	*26.6%*	*33.7%*		*29.1%*	*26.6%*		*32.4%*	*107%*
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	*-10.4%*	*-10.5%*		*-10.8%*	*-11.7%*		*-13.0%*	*107%*

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

Bảng 10: Tổng hợp giả định dự phóng mới mảng kinh doanh cao su của DRI

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng sản lượng tiêu thụ (Tấn)	**16,923**	**14,330**	**14,611**	**10,714**	**12,857**	**12,985**	**13,115**	**13,115**
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*9.7%*	*-15.3%*	*2.0%*	*-26.7%*	*20.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*0.0%*
Tổng giá bán bình quân (USD/tấn)	**1,766**	**1,610**	**1,416**	**1,788**	**1,898**	**1,780**	**1,750**	**1,750**
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*34.3%*	*-8.8%*	*-12.1%*	*26.3%*	*6.1%*	*-5.8%*	*-1.7%*	*0.0%*
% tăng trưởng so với giả định trước					*0%*	*+4.7%*	*+2.9%*	*+2.9%*

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động sản xuất kinh doanh các năm, PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 11: Dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức của DRI từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST (Tỷ VND)	41.0	24.3	84.1	80.4	73.7	110.4	156.7	149.6	153.1	158.3
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	71%	81%	61%	27%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	400	270	700	300	600	900	1,200	1,200	1,200	1,200
% Tỷ suất cổ tức							9.8%	9.8%	9.8%	9.8%

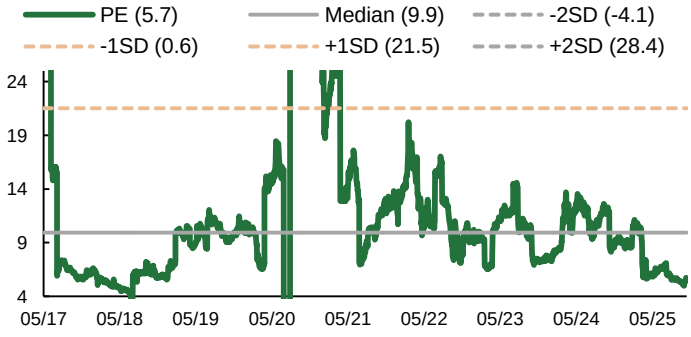
Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 12,300 VND/ cổ phiếu

Bảng 12: Bảng dự phóng điều chỉnh kết quả kinh doanh DRI giai đoạn 2025F – 2028F

Đơn vị: Tỷ VND	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**586**	**497**	**444**	**471**	**651**	**633**	**641**	**653**
Giá vốn hàng bán	(355)	(293)	(284)	(281)	(396)	(392)	(396)	(402)
Lợi nhuận gộp	**230**	**203**	**159**	**190**	**268**	**253**	**256**	**263**
Chi phí bán hàng	(34)	(35)	(34)	(31)	(46)	(44)	(45)	(46)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(19)	(23)	(27)	(34)	(39)	(38)	(38)	(39)
Lợi nhuận từ HĐKD	**177**	**146**	**98**	**125**	**183**	**171**	**173**	**178**
Lợi nhuận tài chính	19	31	18	23	21	24	26	28
Chi phí tài chính	(71)	(71)	(19)	(7)	(1)	-	-	-
Thu nhập/ (Chi phí) khác	(8)	(1)	(3)	(1)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	**116**	**106**	**94**	**140**	**204**	**194**	**199**	**206**
Thuế TNDN	(32)	(25)	(20)	(29)	(47)	(45)	(46)	(47)
Lợi nhuận sau thuế	**84**	**80**	**74**	**110**	**157**	**150**	**153**	**158**
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	*32.7%*	*-15.2%*	*-10.7%*	*6.2%*	*38.3%*	*-2.9%*	*1.3%*	*2.0%*
Lợi nhuận gộp	*82.5%*	*-11.8%*	*-21.7%*	*19.0%*	*41.3%*	*-5.6%*	*1.3%*	*2.6%*
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	*134.5%*	*-17.6%*	*-32.7%*	*27.3%*	*46.8%*	*-6.8%*	*1.3%*	*2.9%*
Lợi nhuận sau thuế	*246.4%*	*-4.4%*	*-8.3%*	*49.9%*	*42.0%*	*-4.6%*	*2.3%*	*3.4%*
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	*39.3%*	*40.9%*	*35.9%*	*40.2%*	*41.1%*	*40.0%*	*40.0%*	*40.2%*
Biên lợi nhuận HĐKD	*30.2%*	*29.3%*	*22.1%*	*26.5%*	*28.1%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.2%*
Biên lợi nhuận thuần	*14.4%*	*16.2%*	*16.6%*	*23.4%*	*24.1%*	*23.6%*	*23.9%*	*24.2%*
% ROE	***11.4%***	***12.7%***	***13.4%***	***19.5%***	***24.9%***	***21.3%***	***20.2%***	***19.2%***
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	*-5.9%*	*-7.0%*	*-7.8%*	*-6.5%*	*-7.0%*	*-7.0%*	*-7.0%*	*-7.0%*
% Chi phí QLDN / doanh thu	*-3.3%*	*-4.6%*	*-6.0%*	*-7.3%*	*-6.0%*	*-6.0%*	*-6.0%*	*-6.0%*

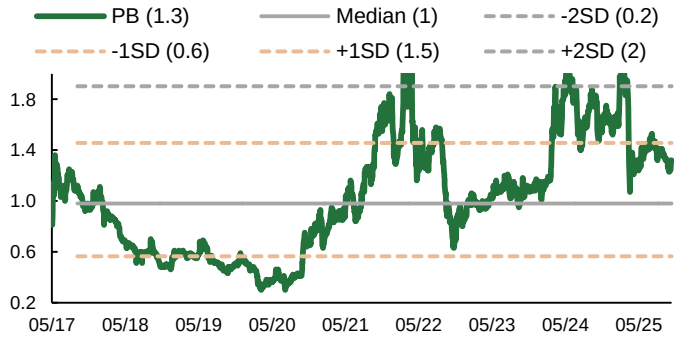
Nguồn: BCTC DRI, PHS dự phóng

Hình 7: Diễn biến định giá P/E của DRI



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 11/11/25

Hình 8: Diễn biến định giá P/B của DRI



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 11/11/25

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**496.8**	**443.5**	**471.1**	**651.4**	**632.7**	**640.6**	**653.1**
Giá vốn hàng bán	(293.5)	(284.2)	(281.5)	(395.5)	(391.7)	(396.5)	(402.4)
Lợi nhuận gộp	**203.3**	**159.3**	**189.6**	**267.9**	**253.0**	**256.2**	**262.7**
Chi phí bán hàng	(34.9)	(34.4)	(30.5)	(45.6)	(44.3)	(44.8)	(45.7)
Chi phí QLDN	(22.7)	(26.8)	(34.2)	(39.1)	(38.0)	(38.4)	(39.2)
Lợi nhuận từ HĐKD	**145.7**	**98.1**	**124.8**	**183.2**	**170.7**	**172.9**	**177.8**
Lợi nhuận tài chính	31.2	17.8	23.2	21.1	23.5	25.9	27.8
Chi phí tài chính	(70.5)	(19.3)	(6.9)	(0.8)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(0.8)	(2.9)	(1.4)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	**105.6**	**93.7**	**139.7**	**203.6**	**194.2**	**198.8**	**205.6**
Lợi nhuận sau thuế	**80.4**	**73.7**	**110.4**	**156.7**	**149.6**	**153.1**	**158.3**
Cân đối kế toán	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**165.1**	**180.1**	**222.8**	**322.7**	**395.0**	**478.1**	**535.2**
Tiền và tương đương tiền	66.6	60.3	81.1	143.3	234.2	303.9	360.9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5.0	10.0	10.0	13.0	12.7	12.8	13.1
Phải thu ngắn hạn	18.5	38.3	6.5	26.1	25.3	27.2	26.7
Hàng tồn kho	72.3	65.4	116.0	131.8	113.0	123.9	124.9
Tài sản ngắn hạn khác	2.8	6.1	9.2	8.4	9.8	10.2	9.7
Tài Sản Dài Hạn	**600.7**	**462.3**	**506.3**	**495.9**	**478.2**	**460.0**	**470.8**
Phải thu dài hạn	60.0	43.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
Tài sản cố định	484.1	353.1	370.1	336.4	307.7	281.5	256.6
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	34.7	46.6	36.8	54.6	66.5	74.4	109.6
Tài sản dài hạn khác	21.9	19.6	19.4	24.9	24.0	24.1	24.6
Tổng cộng tài sản	**765.9**	**642.5**	**729.1**	**818.6**	**873.1**	**938.1**	**1,006.0**
Nợ phải trả	**194.7**	**105.2**	**138.5**	**138.7**	**139.2**	**142.4**	**145.4**
Nợ ngắn hạn	**109.2**	**105.2**	**138.5**	**138.7**	**139.2**	**142.4**	**145.4**
Nợ vay ngắn hạn	56.2	45.3	30.5	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	53.0	59.9	107.9	138.7	139.2	142.4	145.4
Nợ dài hạn	**85.5**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Nợ vay dài hạn	85.5	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	**571.2**	**537.3**	**590.6**	**679.9**	**733.9**	**795.7**	**860.6**
Vốn góp	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0	732.0
Thặng dư và các quỹ	(160.8)	(194.7)	(141.4)	(52.1)	1.9	63.7	128.6
Tổng nguồn vốn	**765.9**	**642.5**	**729.1**	**818.6**	**873.1**	**938.1**	**1,006.0**

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	163.8	127.4	133.1	176.0	190.3	163.8	181.8
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(53.1)	(33.1)	(21.5)	(17.4)	(5.3)	(4.4)	(33.0)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(125.0)	(100.4)	(90.6)	(96.4)	(94.0)	(89.7)	(91.8)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**(14.4)**	**(6.1)**	**21.1**	**62.2**	**90.9**	**69.7**	**57.0**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	81.1	66.6	60.3	81.1	143.3	234.2	303.9
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**66.7**	**60.4**	**81.4**	**143.3**	**234.2**	**303.9**	**360.9**
Chỉ số tài chính	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tăng trưởng							
Doanh thu	-15.2%	-10.7%	6.2%	38.3%	-2.9%	1.3%	2.0%
Lợi nhuận sau thuế	-4.4%	-8.3%	49.9%	42.0%	-4.6%	2.3%	3.4%
Tổng tài sản	-25.4%	-16.1%	13.5%	12.3%	6.7%	7.4%	7.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	-19.7%	-5.9%	9.9%	15.1%	7.9%	8.4%	8.2%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	40.9%	35.9%	40.2%	41.1%	40.0%	40.0%	40.2%
Tỷ suất EBIT	29.3%	22.1%	26.5%	28.1%	27.0%	27.0%	27.2%
Tỷ suất EBITDA	37.7%	31.0%	36.0%	35.2%	34.4%	34.5%	34.8%
Tỷ suất lãi ròng	16.2%	16.6%	23.4%	24.1%	23.6%	23.9%	24.2%
ROA	9.0%	10.5%	16.1%	20.3%	17.7%	16.9%	16.3%
ROE	12.7%	13.4%	19.5%	24.9%	21.3%	20.2%	19.2%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	16.0	23.4	17.4	9.1	14.8	15.0	15.1
Số ngày tồn kho	96.4	88.4	117.6	114.4	114.1	109.1	112.8
Số ngày phải trả	3.3	2.5	2.2	2.8	2.9	2.3	2.4
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.5	1.7	1.6	2.3	2.8	3.4	3.7
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.1	0.8	1.4	2.0	2.5	2.8
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.7	0.7	1.1	1.8	2.2	2.6
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.2	0.1	0.1	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.1	-	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX: DPR) – HƯỞNG LỢI TỪ SỰ PHÁT TRIỂN NGÀNH CÔNG NGHIỆP LỐP XE TRONG NƯỚC

11/11/2025

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	46,500 VND
Giá hiện tại	37,650 VND
Tiềm năng tăng/giảm	**+30.0% (*)**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	86.9
Free float (%)	43%
Vốn hóa (tỷ VND)	3,271
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	578,389
Sở hữu nước ngoài (%)	3.14%
Ngày niêm yết đầu tiên	30/11/2007

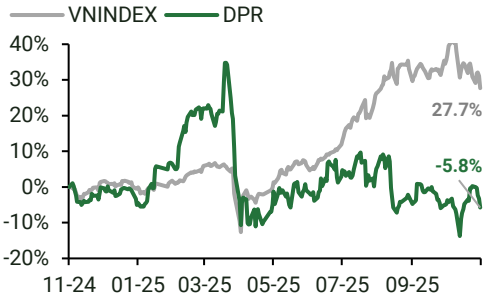
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Cao su Việt Nam (HSX: GVR)	55.24%
Cổ đông nước ngoài	3.14%
Cổ đông khác	41.62%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	4,002
BVPS (VND)	29,357
Nợ/VCSH (%)	0.00%
ROA (%)	7.75%
ROE (%)	13.85%
P/E	9.30
P/B	1.25
Tỷ suất cổ tức (%)	5.45%

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

- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 46,500 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 30.0% (bao gồm 6.4% tỷ suất cổ tức tiền mặt chúng tôi dự phóng DPR chi trả năm sau).
- Chúng tôi đánh giá DPR đang giao dịch ở mức chiết khấu hấp dẫn, với P/E fwd 25F–28F lần lượt 10.1x/10.9x/11.1x/11.4x, thấp hơn 18%–24% so với mức P/E mục tiêu +1SD (13.2x), trong bối cảnh (i) công ty duy trì vị thế tài chính vững mạnh, không dư nợ vay và tỷ lệ tiền (1,989 tỷ VND)/vốn hóa là 61%; (ii) Dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi với LNST-CĐTS dự phóng đạt bình quân 300 tỷ VND/năm; (iii) Tỷ suất cổ tức dự phóng duy trì bình quân 6%/năm.

3Q25 DPR ghi nhận doanh thu đạt 482 tỷ đồng (+38% YoY) và LNST- CĐTS đạt 137.3 tỷ đồng (+210% YoY). Tăng trưởng đến từ (i) giá bán cao su duy trì tích cực và (ii) mảng thanh lý cây cao su ghi nhận lợi nhuận vượt trội:

- Trong quý 3 sản lượng tiêu thụ tại công ty mẹ ghi nhận 5.76 nghìn tấn (+26% YoY), đơn giá bình quân ước tính ghi nhận 48.5 triệu VND/ tấn (+5%, tương ứng 1.83 USD/kg) giúp cho doanh thu và lợi nhuận gộp lĩnh vực này lần lượt tăng 33% và 66% so với cùng kỳ.
- Mảng thanh lý cây ghi nhận 65.5 tỷ VND tăng mạnh 15.7 lần so với cùng kỳ khi trong kỳ có 182.5 ha diện tích cao su được thanh lý với đơn giá thanh lý ước tính đạt 0.36 tỷ VND /ha (cao hơn mức 0.13-0.21 cùng kỳ năm trước). Biên lợi nhuận gộp mảng này lên đến 96%, là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận gộp 3Q25 tăng 124% so với cùng kỳ.
- DPR tiết giảm các chi phí hoạt động hiệu quả với tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu chỉ còn mức 6%, với chi phí bán hàng -30% so với cùng kỳ và CPQLDN -15% so với cùng kỳ.

Lũy kế 9M25 DPR ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 886.3 tỷ VND (+15% YoY); LNST-CĐTS đạt 255.3 tỷ VND (+51% YoY) lần lượt hoàn thành 67% và 92% dự phóng của PHS. Trong đó:

- **Mảng cao su:** Sản lượng tiêu thụ tại công ty mẹ 9M25 ghi nhận 8.77 nghìn tấn (+20.7% YoY), hoàn thành 65% kế hoạch công ty mẹ và 67% dự phóng PHS với đơn giá bán bình quân tại công ty mẹ đạt 50.6 triệu VND/tấn, cao hơn 8% dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ nội địa tăng nhờ nhà máy lốp xe Haohua (Đồng Nai, giai đoạn 1) đi vào vận hành từ 12/24, thể hiện qua thay sự đổi cơ cấu sản phẩm sang dòng cao su chất lượng cao dành cho sản xuất lốp như SVR CV50,60 (+21% YoY); RSS 1,3,5 (+33% YoY); SVR 3L,5 (+70% YoY).
- **Mảng cao su thanh lý**: Tăng trưởng mạnh nhờ vào (i) đơn giá thanh lý tăng mạnh 45% so với cùng kỳ với giá trị 0.3 tỷ VND/ha, cao hơn dự phóng chúng tôi 20%; (ii) Diện tích thanh lý đạt 459ha (+16.2%) hoàn thành lần lượt 79% kế hoạch của công ty và dự phóng của chúng tôi. Nhờ vào giá bán cao hơn và biên lợi nhuận gộp ghi nhận ở mức 96%, giúp cho lợi nhuận gộp mảng này trong 9M25 tăng 80% so với cùng kỳ, đóng góp 40% lợi nhuận gộp của DPR trong 9M25.

Bảng 12: Kết quả kinh doanh 3Q25 và 9M25 của DPR

	3Q25	3Q24	% YoY	9M25	9M24	% YoY	Dự phóng PHS FY25	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	**482.2**	**348.4**	**38%**	**886.3**	**767.7**	**15%**	**1330.3**	**67%**
Mảng cao su & khác	*416.4*	*312.5*	*33%*	*741.6*	*598.4*	*24%*	*1105.0*	*67%*
Mảng thanh lý cây	*65.5*	*3.9*	*15.7x*	*137.9*	*81.8*	*68%*	*146.1*	*94%*
Mảng gỗ	*0.3*	*32.0*	*-99%*	*6.9*	*87.5*	*-92%*	*79.2*	*9%*
Lợi nhuận gộp	**183.5**	**82.1**	**124%**	**345.7**	**211.1**	**64%**	**440.5**	**78%**
Mảng cao su & khác	*118.4*	*71.2*	*66%*	*215.5*	*135.2*	*59%*	*297.1*	*73%*
Mảng thanh lý cây	*63.1*	*1.2*	*51.5x*	*131.8*	*73.2*	*80%*	*134.4*	*98%*
Mảng gỗ	*2.0*	*9.6*	*-79%*	*-1.6*	*2.7*		*8.9*	*-18%*
Chi phí bán hàng	-3.5	-4.9	-30%	-9.7	-13.6	-28%	-29.0	33%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-24.8	-29.0	-15%	-67.5	-65.5	3%	-106.4	63%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	**155.2**	**48.1**	**222%**	**268.4**	**131.9**	**103%**	**305.0**	**88%**
Doanh thu tài chính	34.5	21.4	61%	83.4	67.3	24%	86.2	97%
Chi phí tài chính	-0.5	-3.4	-85%	-2.1	-5.8	-63%	-4.6	46%
Thu nhập khác, ròng	2.7	3.7	-27%	15.9	52.8	-70%	20.3	78%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	**191.9**	**69.9**	**175%**	**365.6**	**246.3**	**48%**	**406.8**	**90%**
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	154.9	61.2	153%	293.0	202.9	44%	340.9	86%
LNST- CĐTS	**137.3**	**44.3**	**210%**	**255.3**	**169.6**	**51%**	**278.1**	**92%**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*38%*	*24%*		*39%*	*27%*		*33%*	*118%*
Mảng cao su & khác	*28%*	*23%*		*29%*	*23%*		*27%*	*108%*
Mảng thanh lý cây	*96%*	*31%*		*96%*	*89%*		*92%*	*104%*
Mảng gỗ	*6.1x*	*30%*		*-23%*	*3%*		*11%*	
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	*32%*	*14%*		*30%*	*17%*		*23%*	*132%*
Biên lợi nhuận thuần (%)	*40%*	*20%*		*41%*	*32%*		*31%*	*135%*
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	*-6%*	*-10%*		*-9%*	*-10%*		*-10%*	*86%*

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

Bảng 13: Thông tin sản xuất kinh doanh 9M25 từ công ty mẹ

	3Q25	3Q24	% YoY	9M25	9M24	% YoY	Dự phóng PHS FY25	% PHS dự phóng
Sản lượng cao su tiêu thụ - Công ty mẹ (Tấn)	**5760.9**	**4587.4**	**26%**	**8,771.4**	**7,269.8**	**20.7%**	**13,000**	**67%**
Đơn giá cao su tại công ty mẹ (Triệu VND/tấn)	48.47	46.30	5%	50.6	44.6	13.5%	47.1	108%
Diện tích cao su thanh lý (ha)	**182.5**	**29.5**	**519%**	**459.6**	**395.5**	**16.2%**	**584.2**	**79%**
Ước tính đơn giá thanh lý (Tỷ VND/ha)	0.36	0.13	169%	0.30	0.21	45.0%	0.25	120%
Sản lượng các loại cao su chế biến trong kỳ (tấn)	**4649.0**	**4065.9**	**14%**	**9,380**	**7,962**	**18%**		
SVR CV50,60	417.1	590.7	-29%	1,427	1,174	21%		
SVR3L,5	1197.2	801.9	49%	2,188	1,284	70%		
SVR10,20	969.3	890.0	9%	1,888	2,535	-26%		
RSS 1,3,5	728.1	577.3	26%	1,110	836	33%		
Ly tâm & SP khác	1337.3	1206.0	11%	2,768	2,134	30%		

Nguồn: Báo cáo sản xuất kinh doanh tháng 09/2025 DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2025F – 2028F:

Giả định mảng cao su thiên nhiên: Chúng tôi giữ nguyên giả định sản lượng tiêu thụ với tăng trưởng bình quân khoảng 1%/năm trong giai đoạn 2026F–2028F. Theo tình hình thực tế, giá bán tại 4Q25 – 1Q26 được điều chỉnh dự phóng duy trì trên 1.85 USD/kg (tương ứng 49.02 triệu VND/tấn) và giai đoạn còn lại là 1.75 USD/kg (theo kịch bản cơ sở đề cập tại phần B), chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán bình quân năm FY25-FY28 công ty mẹ lên 8.8%/5.8%/4.0%/4.0% so với dự phóng trước đó.

Giả định dự phóng mảng cao su thanh lý điều chỉnh diện tích thanh lý giai đoạn 2025F – 2028F thành 459ha/473ha/471ha/407ha từ 584ha/317ha/300ha/479ha theo nhu cầu tái canh vườn cây và tăng đơn giá thanh lý năm 2025 lên thành 0.3 tỷ VND/ha (từ mức 0.25 tỷ VND/ha trước đó), đồng thời duy trì mức đơn giá 0.25 tỷ VND/ha cho giai đoạn còn lại.

Đối với lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, gồm 02 dự án mới Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng (giai đoạn 2) và Nam Đồng Phú mở rộng (GĐ 2), chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự phóng đến từ quan ngại về tiến độ triển khai khi chưa có thông tin công bố thời điểm khởi công chính thức.

Bảng 14: Tổng hợp giả định dự phóng mảng kinh doanh của DPR

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng tiêu thụ công ty Mẹ (tấn)	13,145	13,884	13,854	11,929	13,000	13,130	13,261	13,394
Sản lượng tiêu thụ ĐP - Kratie (tấn)	6,348	7,752	8,492	7,705	7,782	7,860	7,939	8,018
Tổng lượng tiêu thụ hợp nhất (Tấn)	**19,493**	**21,636**	**22,346**	**19,634**	**20,782**	**20,990**	**21,200**	**21,412**
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*-11.8%*	*11.0%*	*3.3%*	*-12.1%*	*5.8%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
Giá bán bình quân công ty mẹ (TrVND/tấn)	42.68	38.63	34.57	48.02	49.50	48.04	47.23	47.23
% thay đổi so với giả định trước					*8.8%*	*5.8%*	*4.0%*	*4.0%*
Tổng giá bán bình quân (trVND/tấn)	**41.69**	**37.39**	**33.84**	**46.32**	**45.48**	**45.42**	**45.42**	**45.42**
% thay đổi so với giả định trước					*8.8%*	*5.8%*	*4.0%*	*4.0%*
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*21.0%*	*-10.3%*	*-9.5%*	*36.9%*	3.3%	-3.0%	-1.7%	0.0%
Diện tích cây cao su thanh lý (ha)	**515**	**500**	**234**	**431**	**459**	**473**	**471**	**407**
% thay đổi với giả định trước					*-21%*	*38%*	*57%*	*-15%*
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*0.0%*	*-3.0%*	*-53.2%*	*84.4%*	35.4%	-41.3%	37.3%	-13.6%
Đơn giá cao su thanh lý (Tỷ VND/ha)	**0.24**	**0.28**	**0.37**	**0.19**	**0.30**	**0.25**	**0.25**	**0.25**
% tăng trưởng so với cùng kỳ	*7.5%*	*19.2%*	*31.9%*	*-48.7%*	56.8%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: Báo cáo tổng kết hoạt động sản xuất kinh doanh các năm, PHS tổng hợp và dự phóng

Bảng 15: Dự phóng tỷ lệ chi trả cổ tức của DPR từ 2021A – 2028F

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST – CĐTS (Tỷ VND)	431.1	252.3	208.8	262.0	323.7	298.3	293.0	286.2
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	34.9%	51.1%	62.4%	66.3%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	3,500	3,000	1,500	2,000	2,400	2,200	2,100	2,100
% Tỷ suất cổ tức					6.4%	5.8%	5.6%	5.6%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 37,650 VND/ cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận sau thuế - CĐTS của DPR giai đoạn 2025F – 2028F lần lượt tăng 16%/31%/30%/11% so với dự phóng trước đó đến từ (i) Tăng giá bán bình quân mảng cao su với hỗ trợ tiêu thụ chính từ thị trường nội địa; (ii) điều chỉnh tăng lợi nhuận từ mảng cao su thanh lý; (iii) tăng doanh thu tài chính với phần lãi tiền gửi, cho vay tăng thêm 20% so với dự phóng trước đó.

Bảng 16: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh DPR giai đoạn 2025F – 2028F

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	***1,217***	***1,211***	***1,041***	***1,224***	***1,302***	***1,267***	***1,264***	***1,260***
Giá vốn hàng bán	*(787)*	*(844)*	*(767)*	*(835)*	*(822)*	*(817)*	*(819)*	*(827)*
Lợi nhuận gộp	***430***	***367***	***274***	***390***	***480***	***450***	***445***	***433***
Chi phí bán hàng	*(33)*	*(27)*	*(22)*	*(20)*	*(28)*	*(28)*	*(28)*	*(28)*
Chi phí quản lý doanh nghiệp	*(86)*	*(95)*	*(94)*	*(140)*	*(104)*	*(101)*	*(101)*	*(101)*
Lợi nhuận từ HĐKD	***312***	***245***	***158***	***230***	***347***	***321***	***316***	***305***
Doanh thu tài chính	*47*	*68*	*120*	*98*	*103*	*105*	*106*	*107*
Chi phí tài chính	*(7)*	*(2)*	*(6)*	*(9)*	*(5)*	*(5)*	*(5)*	*(5)*
Lợi nhuận từ công ty LDLK	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
Thu nhập/ (Chi phí) khác	*225*	*46*	*31*	*59*	*20*	*17*	*16*	*18*
Lợi nhuận trước thuế	***577***	***357***	***304***	***378***	***466***	***438***	***433***	***425***
Lợi nhuận sau thuế	473	296	254	324	390	359	353	347
LNST-CĐTS	**431**	**252**	**209**	**262**	**324**	**298**	**293**	**286**
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	*7.0%*	*-0.5%*	*-14.0%*	*17.6%*	6.3%	-2.6%	-0.3%	-0.3%
Lợi nhuận gộp	*34.5%*	*-14.7%*	*-25.3%*	*42.0%*	23.1%	-6.2%	-1.0%	-2.6%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	*49.1%*	*-21.4%*	*-35.5%*	*45.3%*	51.1%	-7.6%	-1.4%	-3.6%
Lợi nhuận sau thuế	*123.2%*	*-37.5%*	*-14.0%*	*27.6%*	20.3%	-7.9%	-1.6%	-1.8%
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	*35.4%*	*30.3%*	*26.4%*	*31.8%*	36.9%	35.5%	35.2%	34.4%
Biên lợi nhuận HĐKD	*25.6%*	*20.2%*	*15.2%*	*18.8%*	26.7%	25.3%	25.0%	24.2%
Biên lợi nhuận thuần	*38.8%*	*24.4%*	*24.4%*	*26.5%*	30.0%	28.4%	28.0%	27.5%
% ROE	***21.6%***	***11.3%***	***9.0%***	***10.8%***	**12.7%**	**11.2%**	**10.6%**	**10.0%**
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	*-2.7%*	*-2.2%*	*-2.1%*	*-1.6%*	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
% Chi phí QLDN / doanh thu	*-7.0%*	*-7.9%*	*-9.1%*	*-11.4%*	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

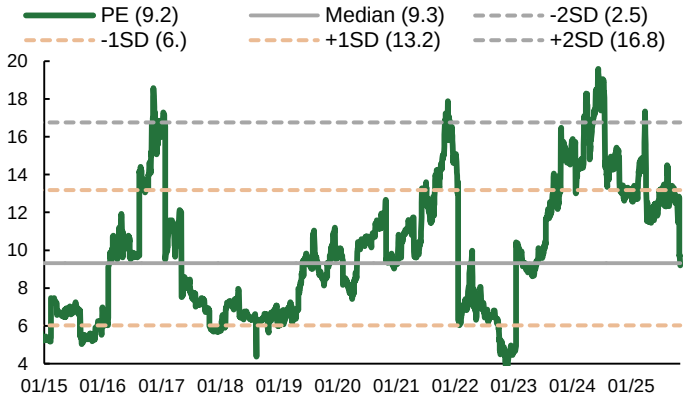
Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng phương pháp định giá chiến khấu dòng tiền, giá trị hợp lý của DPR sau khi điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2025 – 2028 đạt 46,500 VND/cổ phiếu (tăng 4.4% so với mức giá trước đó).

Chúng tôi khuyến nghị MUA DPR với giá mục tiêu 46,500 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá là 30% (bao gồm mức dự phóng tỷ suất cổ tức tiền mặt 2,400VND/cổ phiếu cho năm sau so với giá đóng cửa ngày 12/11/2025 là 37,650 VND/cổ phiếu).

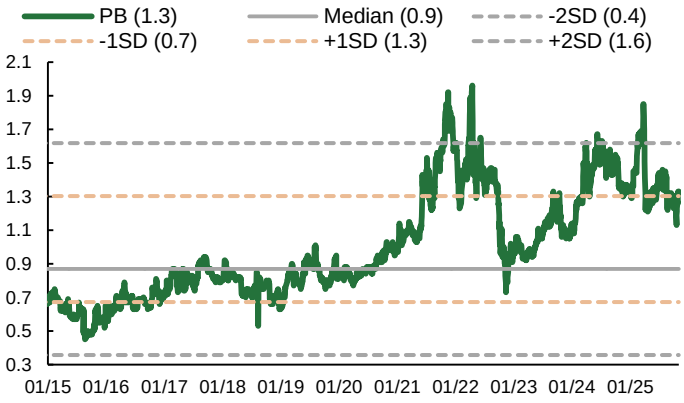
Chúng tôi cho rằng DPR đang được giao dịch tại mức chiết khấu hấp dẫn với P/E fwd 25F-28F 10.1x/10.9x/11.1x/11.4x từ 18% - 24% so với P/E hợp lý ở mức +1 độ lệch chuẩn (+1SD, 13.2x), trong bối cảnh (i) công ty duy trì vị thế tài chính vững mạnh với tỷ lệ tiền mặt (1,989 tỷ VND)/vốn hóa là 61%; (ii) Dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi với LNST-CĐTS dự phóng đạt bình quân 300 tỷ VND/năm; (iii) Tỷ suất cổ tức dự phóng bình quân 6%/năm.

Hình 9: Diễn biến định giá P/E của DPR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 12/11/25

Hình 10: Diễn biến định giá P/B của DPR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 12/11/25

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**1,210.7**	**1,041.1**	**1,224.5**	**1,301.6**	**1,267.2**	**1,263.8**	**1,260.0**
Giá vốn hàng bán	(843.5)	(766.7)	(834.8)	(821.8)	(817.3)	(818.7)	(826.6)
Lợi nhuận gộp	**367.2**	**274.4**	**389.7**	**479.8**	**449.9**	**445.1**	**433.4**
Chi phí bán hàng	(26.8)	(22.1)	(20.1)	(28.4)	(27.7)	(27.6)	(27.5)
Chi phí QLDN	(95.3)	(94.2)	(139.7)	(104.1)	(101.4)	(101.1)	(100.8)
Lợi nhuận từ HĐKD	**245.0**	**158.1**	**229.8**	**347.3**	**320.8**	**316.4**	**305.0**
Lợi nhuận tài chính	67.7	120.1	97.9	103.2	104.5	105.9	107.0
Chi phí tài chính	(2.0)	(5.8)	(9.4)	(4.6)	(4.6)	(5.0)	(4.7)
Thu nhập khác, ròng	46.0	31.5	59.3	20.3	17.3	15.8	17.8
Lợi nhuận trước thuế	**356.6**	**304.0**	**377.7**	**466.1**	**438.0**	**433.3**	**425.1**
Lợi nhuận sau thuế	**295.5**	**254.1**	**324.3**	**390.1**	**359.3**	**353.4**	**346.9**
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	252.3	208.8	262.0	323.7	298.3	293.0	286.2
Cân đối kế toán	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**1,875**	**2,006**	**2,200**	**2,392**	**2,597**	**2,814**	**3,008**
Tiền và tương đương tiền	311	320	326	462	705	930	1,128
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,209	1,303	1,545	1,562	1,521	1,517	1,512
Phải thu ngắn hạn	81	108	88	103	108	103	103
Hàng tồn kho	194	164	151	175	172	173	174
Tài sản ngắn hạn khác	81	111	91	91	91	91	91
Tài Sản Dài Hạn	**2,324**	**2,252**	**2,288**	**2,312**	**2,257**	**2,199**	**2,161**
Phải thu dài hạn	5	4	4	4	4	4	4
Tài sản cố định	1,425	1,379	1,379	1,280	1,188	1,101	1,018
Bất động sản đầu tư	150	140	129	129	129	129	129
Chi phí xây dựng dở dang	198	218	222	279	329	372	410
Đầu tư tài chính dài hạn	124	119	170	170	170	170	170
Tài sản dài hạn khác	421	393	384	450	438	423	431
Tổng cộng tài sản	**4,199**	**4,258**	**4,488**	**4,705**	**4,853**	**5,013**	**5,170**
Nợ phải trả	**1,231**	**1,204**	**1,253**	**1,257**	**1,260**	**1,262**	**1,265**
Nợ ngắn hạn	**356**	**239**	**256**	**259**	**262**	**265**	**268**
Nợ vay ngắn hạn	5	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	351	239	256	259	262	265	268
Nợ dài hạn	**874**	**965**	**998**	**998**	**998**	**998**	**998**
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	874	965	998	998	998	998	998
Vốn chủ sở hữu	**2,972**	**3,059**	**3,240**	**3,448**	**3,594**	**3,751**	**3,904**
Vốn góp	430	869	869	869	869	869	869
Thặng dư và các quỹ	**2,542**	**2,190**	**2,371**	**2,579**	**2,725**	**2,882**	**3,035**
Tổng nguồn vốn	**4,199**	**4,258**	**4,488**	**4,705**	**4,853**	**5,013**	**5,170**

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	282.9	230.2	356.6	364.6	373.8	376.8	366.0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(346.5)	(86.3)	(231.9)	(54.4)	79.6	42.4	21.7
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(220.1)	(136.3)	(129.9)	(173.8)	(210.4)	(193.9)	(190.5)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**(283.7)**	**7.6**	**(5.2)**	**136.4**	**243.0**	**225.3**	**197.3**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	593.1	311.0	319.8	325.6	462.0	705.0	930.3
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**309.4**	**318.6**	**314.6**	**462.0**	**705.0**	**930.3**	**1,127.6**
Chỉ số tài chính	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tăng trưởng							
Doanh thu	-0.5%	-14.0%	17.6%	6.3%	-2.6%	-0.3%	-0.3%
Lợi nhuận sau thuế	-37.5%	-14.0%	27.6%	20.3%	-7.9%	-1.6%	-1.8%
Tổng tài sản	4.1%	1.4%	5.4%	4.8%	3.2%	3.3%	3.1%
Tổng vốn chủ sở hữu	8.3%	2.9%	5.9%	6.4%	4.2%	4.4%	4.1%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	30.3%	26.4%	31.8%	36.9%	35.5%	35.2%	34.4%
Tỷ suất EBIT	20.2%	15.2%	18.8%	26.7%	25.3%	25.0%	24.2%
Tỷ suất EBITDA	34.7%	30.7%	34.8%	38.7%	37.6%	37.5%	37.1%
Tỷ suất lãi ròng	24.4%	24.4%	26.5%	30.0%	28.4%	28.0%	27.5%
ROA	7.2%	6.0%	7.4%	8.5%	7.5%	7.2%	6.8%
ROE	11.3%	9.0%	10.8%	12.7%	11.2%	10.6%	10.0%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	20.3	33.1	29.2	26.7	30.3	30.5	29.9
Số ngày tồn kho	88.2	85.2	68.9	72.4	77.4	76.9	76.7
Số ngày phải trả	2.9	3.0	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	5.3	8.4	8.6	9.2	9.9	10.6	11.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	4.7	7.7	8.0	8.6	9.3	10.0	10.6
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	4.3	6.8	7.3	7.8	8.5	9.2	9.9
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.0	0.0	-	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.0	0.0	-	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.0	-	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU PHƯỚC HÒA (HSX: PHR) –TĂNG TRƯỞNG PHỤ THUỘC VÀO YẾU TỐ BÊN NGOÀI

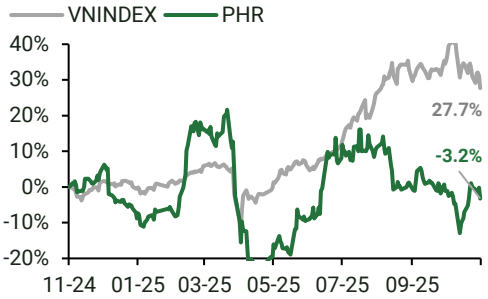
12/11/2025	
KHUYẾN NGHỊ	**MUA**
Giá hợp lý	72,800 VND
Giá hiện tại	55,400 VND
Tiềm năng tăng/giảm	**+36.0% (*)**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
CP đang lưu hành (triệu)	135.5
Free float (%)	33%
Vốn hóa (tỷ VND)	7,331
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	374,669
Sở hữu nước ngoài (%)	13.76%
Ngày niêm yết đầu tiên	04/08/2009

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Tập đoàn Cao su Việt Nam (HSX: GVR)	66.62%
Cổ đông nước ngoài	13.76%
Cổ đông khác	19.62%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU	
TTM EPS (VND)	3,756
BVPS (VND)	28,143
Nợ/VCSH (%)	2.12%
ROA (%)	8.44%
ROE (%)	13.35%
P/E	14.59
P/B	1.92
Tỷ suất cổ tức (%)	8.04%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR) hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác, chế biến mủ cao su và chế biến gỗ cao su. PHR chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2008. Công ty có diện tích đất trồng cao su là 15.227 ha và 3 nhà máy chế biến mủ cao su với tổng công suất 27.000 tấn/năm. PHR được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 8/2009.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu năm 2025 là 72,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá 36.0% (bao gồm 4.5% tỷ suất cổ tức tiền mặt dự phóng chi trả trong năm sau).
- Trong quá khứ, khi PHR ghi nhận nguồn thu từ các dự án đền bù đất như KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (năm 2020) và KCN VSIP III (năm 2023–2024), cổ phiếu PHR từng được giao dịch tại vùng định giá P/B 2.4x – 2.6x, tương ứng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình định giá 10 năm, cùng với tỷ suất ROE dao động từ 20% – 35%.
- Với triển vọng ghi nhận lợi nhuận từ các dự án đền bù KCN Bắc Tân Uyen 1 giai đoạn 2025–2027, chúng tôi ước tính mức P/B mục tiêu phù hợp cho PHR giai đoạn 2025–2027 là 2.4x – 2.6x, tương ứng với giá mục tiêu năm 2025 là 72,800 /cổ phiếu.

PHR ghi nhận lợi nhuận sau thuế 3Q25 tăng 154% YoY và lũy kế 9M25 tăng 83% YoY, tương ứng 80% dự phóng của PHS. Trong đó:

- Hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục cải thiện, nhờ giá cao su duy trì ở mức cao giúp Lợi nhuận gộp 9M25 đạt 347 tỷ VND (+63% YoY), biên gộp cải thiện lên 26.8% (tăng 5.7 % YoY). Sản lượng tiêu thụ đạt 20,044 tấn (+16% YoY), giá bán bình quân đạt 49.05 triệu VND/tấn (+15% YoY)
- Ghi nhận 120 tỷ VND thu nhập khác (đóng góp 23% lợi nhuận trước thuế 9M25) từ phần bồi thường thuộc KCN VSIP III. Như chúng tôi đã phân tích tại báo cáo Ngành cao su (T07/2025), PHR có thể nhận được 2.5 tỷ /ha đối với cơ chế đền bù tại KCN VSIP III trong giai đoạn 2025 – 2028. Với tiến độ lấp đầy nhanh tại giai đoạn 1 (200 ha) cùng hàng loạt dự án đã khởi công/đi vào hoạt động (Pandora, nhà xưởng xây sẵn giai đoạn 2, Protron Electrical, Farina Foods, …), khả năng bàn giao thực tế có thể cao hơn mức dự phóng thận trọng 20 ha/năm của chúng tôi.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng của PHR giai đoạn 2025F–2028F, với các động lực chính:

- Thu nhập từ đền bù đất của Khu công nghiệp Bắc Tân Uyên 1 (786 ha): Theo thông tin công bố từ công ty, hiện PHR và Tập đoàn vẫn đang trong quá trình đàm phán và thỏa thuận về giá đền bù. Chúng tôi giữ nguyên giả định công ty sẽ có thể ghi nhận đơn giá đền bù 2.5 tỷ/ha và chia làm 2 giai đoạn, giai đoạn 1 (460ha) trong năm 2026, và giai đoạn 2 (270ha) trong 2027.
- Gia tăng thu nhập từ công ty liên kết NTC, khi 9T25 NTC ghi nhận doanh thu 506 tỷ VND (+189% YoY) và LNST 294 tỷ VND (+51% YoY) nhờ bàn giao các hợp đồng cho thuê đất tại KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2. Theo cáo bạch, đơn giá thuê đất đạt 146 USD/m² (cao hơn giả định trước đây của chúng tôi là 140 USD/m²) và tỷ lệ lấp đầy mới 24%, cho thấy dư địa ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong 2–3 năm tới vẫn còn lớn, qua đó hỗ trợ đáng kể cho kết quả kinh doanh của PHR.

Bảng 17: Kết quả kinh doanh 3Q25 và 9M25 của PHR

	3Q25	3Q24	% YoY	9M25	9M24	% YoY	Dự phóng PHS FY25	% PHS dự phóng
Doanh thu thuần	617	412	49.8%	1,296	1,007	28.7%	1,770	73%
Giá vốn hàng bán	-471	-329	43.2%	-949	-794	19.5%	-1,345	71%
Lợi nhuận gộp	146	83	75.9%	347	213	63.2%	424	82%
Chi phí bán hàng	-8	-10	-22.6%	-20	-23	-11.2%	-41	50%
Chi phí QLDN	-26	-21	28.9%	-93	-64	45.9%	-143	65%
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	112	52	112.9%	234	126	85.5%	240	97%
Doanh thu tài chính	93	47	98.7%	148	111	33.3%	142	104%
Chi phí tài chính	-1	-5	-73.7%	-5	-16	-70.3%	-1	
Thu nhập khác, ròng	120	1	120x	125	3	40.6x	233	54%
Thu nhập từ CTLDLK	-6	21	-128.4%	49	64	-22.5%	102	48%
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	317	116	173.3%	551	287	91.8%	717	77%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	265	104	153.9%	462	253	82.6%	603	77%
LNST- CĐTS	259	98	164.0%	446	236	89.0%	577	80%
Biên lợi nhuận gộp (%)	23.61%	20.11%		26.79%	21.13%		23.97%	112%
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	18.09%	12.73%		18.03%	12.51%		13.57%	133%
Biên lợi nhuận thuần (%)	51.43%	28.19%		42.53%	28.55%		40.51%	105%
CPBH & QLDN / Doanh thu (%)	-5.52%	-7.38%		-8.76%	-8.62%		-10.40%	84%

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

Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2025 – 2028: Chúng tôi chỉ điều chỉnh giá bán cao su bình quân tăng 4.9%/3.6%/0.7%/0.7% so với dự phóng trước đó, trong khi các giả định còn lại được giữ nguyên, phù hợp với quan điểm dự phóng thận trọng đã trình bày trong báo cáo trước.

Bảng 18: Tỷ lệ chi trả cổ tức của PHR từ 2019A – 2028F

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST-CĐTS(Tỷ VND)	450	1,082	478	889	620	460	567	1,392	994	486
% Tỷ lệ chi trả cổ tức	90.4%	56.4%	70.9%	60.2%	65.6%	39.8%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	3,000	4,500	2,500	3,950	3,000	1,350	2,500	6,100	4,300	2,100
% Tỷ suất cổ tức							4.5%	11.0%	7.8%	3.8%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng, Tỷ suất cổ tức tính so với giá hiện tại 55,400 VND/ cổ phiếu

Bảng 19: Bảng dự phóng kết quả kinh doanh PHR giai đoạn 2025F – 2028F

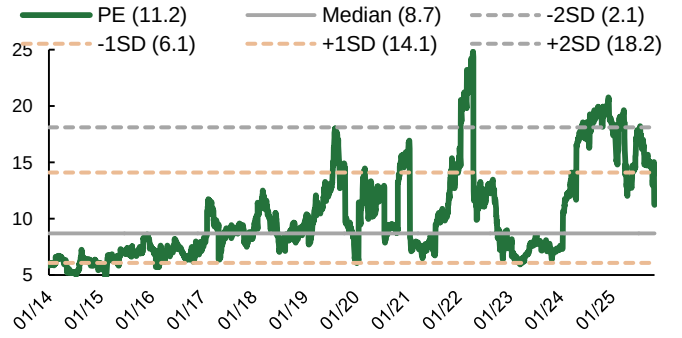
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**1,945**	**1,709**	**1,351**	**1,633**	**1,729**	**1,717**	**1,717**	**1,717**
Giá vốn hàng bán	(1,429)	(1,307)	(1,024)	(1,211)	(1,321)	(1,306)	(1,306)	(1,306)
Lợi nhuận gộp	**517**	**402**	**327**	**422**	**407**	**410**	**410**	**410**
Chi phí bán hàng	(32)	(41)	(34)	(38)	(40)	(40)	(40)	(40)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(115)	(116)	(100)	(132)	(140)	(139)	(139)	(139)
Lợi nhuận từ HĐKD	**370**	**245**	**193**	**253**	**228**	**232**	**232**	**232**
Lợi nhuận tài chính	237	179	180	188	142	155	174	183
Chi phí tài chính	(26)	(21)	(24)	(18)	(1)	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty LDLK	(13)	30	82	48	102	119	127	129
Thu nhập/ (Chi phí) khác	31	698	360	73	233	1,281	725	50
Lợi nhuận trước thuế	**597**	**1,132**	**792**	**543**	**704**	**1,786**	**1,258**	**593**
Lợi nhuận sau thuế	**513**	**930**	**661**	**483**	**593**	**1,461**	**1,040**	**510**
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS	**478**	**889**	**620**	**460**	**567**	**1,392**	**994**	**486**
% Tăng trưởng so với cùng kỳ								
Doanh thu	*19.2%*	*-12.2%*	*-20.9%*	*20.9%*	*5.9%*	*-0.7%*	*0.0%*	*0.0%*
Lợi nhuận gộp	*32.9%*	*-22.2%*	*-18.6%*	*29.2%*	*-3.6%*	*0.7%*	*0.0%*	*0.0%*
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	*34.2%*	*-33.7%*	*-21.0%*	*30.6%*	*-9.9%*	*1.8%*	*0.0%*	*0.0%*
Lợi nhuận sau thuế	*-54.4%*	*81.1%*	*-28.9%*	*-27.0%*	*22.8%*	*146.3%*	*-28.8%*	*-51.0%*
% Các tỷ lệ hoạt động								
Biên lợi nhuận gộp	*26.6%*	*23.5%*	*24.2%*	*25.9%*	*23.6%*	*23.9%*	*23.9%*	*23.9%*
Biên lợi nhuận HĐKD	*19.0%*	*14.3%*	*14.3%*	*15.5%*	*13.2%*	*13.5%*	*13.5%*	*13.5%*
Biên lợi nhuận thuần	*26.4%*	*54.4%*	*48.9%*	*29.6%*	*34.3%*	*85.1%*	*60.6%*	*29.7%*
% ROE	***15.4%***	***28.3%***	***17.9%***	***12.5%***	***14.4%***	***30.0%***	***19.0%***	***9.3%***
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	*-1.6%*	*-2.4%*	*-2.5%*	*-2.3%*	*-2.3%*	*-2.3%*	*-2.3%*	*-2.3%*
% Chi phí QLDN / doanh thu	*-5.9%*	*-6.8%*	*-7.4%*	*-8.1%*	*-8.1%*	*-8.1%*	*-8.1%*	*-8.1%*

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Trong quá khứ, khi PHR ghi nhận nguồn thu từ các dự án đền bù đất như KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (năm 2020) và KCN VSIP III (năm 2023–2024), cổ phiếu PHR từng được giao dịch tại vùng định giá P/B 2.4x – 2.6x, tương ứng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình định giá P/B 10 năm, cùng với tỷ suất ROE dao động từ 20% – 35%.

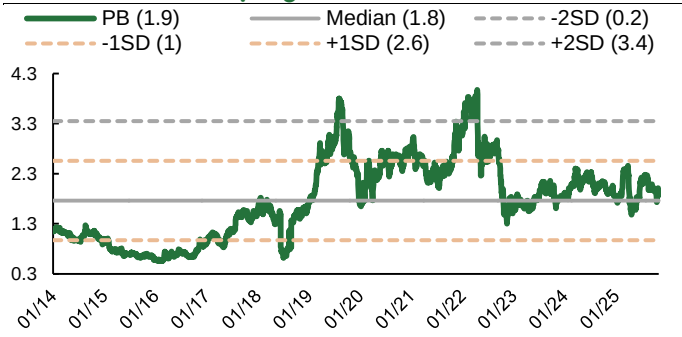
Dựa trên các yếu tố nêu trên, chúng tôi ước tính mức P/B mục tiêu phù hợp cho PHR giai đoạn 2025–2027 là 2.4x – 2.6x, tương ứng với giá mục tiêu năm 2025 là 72,800 – 78,800 VND/cổ phiếu.

Hình 11: Diễn biến định giá P/E của PHR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 12/11/25

Hình 12: Diễn biến định giá P/B của PHR



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 12/11/25

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**1,708.6**	**1,351.0**	**1,633.1**	**1,728.7**	**1,716.6**	**1,716.6**	**1,716.6**
Giá vốn hàng bán	(1,306.9)	(1,024.0)	(1,210.6)	(1,321.3)	(1,306.4)	(1,306.4)	(1,306.4)
Lợi nhuận gộp	**401.6**	**327.0**	**422.5**	**407.4**	**410.2**	**410.2**	**410.2**
Chi phí bán hàng	(40.8)	(33.5)	(37.6)	(39.8)	(39.5)	(39.5)	(39.5)
Chi phí QLDN	(115.9)	(100.1)	(132.3)	(140.1)	(139.1)	(139.1)	(139.1)
Lợi nhuận từ HĐKD	**244.9**	**193.4**	**252.6**	**227.6**	**231.6**	**231.6**	**231.6**
Lợi nhuận tài chính	209.3	262.3	236.0	244.5	273.6	301.2	311.6
Chi phí tài chính	(20.6)	(23.5)	(18.4)	(0.6)	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	698.0	359.8	73.1	232.6	1,281.0	725.0	50.0
Lợi nhuận trước thuế	**1,131.7**	**792.0**	**543.3**	**704.0**	**1,786.2**	**1,257.8**	**593.2**
Lợi nhuận sau thuế	**929.7**	**661.3**	**483.0**	**593.1**	**1,460.6**	**1,039.6**	**509.8**
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	889.4	619.7	460.0	566.8	1,392.0	993.5	486.3
Cân đối kế toán	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**3,058**	**2,762**	**2,570**	**2,892**	**3,977**	**4,166**	**4,038**
Tiền và tương đương tiền	166	146	190	445	1,512	1,725	1,585
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,234	1,997	1,683	1,729	1,717	1,717	1,717
Phải thu ngắn hạn	240	193	208	213	212	212	212
Hàng tồn kho	321	326	406	400	431	413	422
Tài sản ngắn hạn khác	98	100	83	105	106	99	103
Tài Sản Dài Hạn	**3,275**	**3,399**	**3,361**	**3,433**	**3,464**	**3,482**	**3,521**
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1,767	1,779	1,809	1,735	1,656	1,571	1,480
Bất động sản đầu tư	199	185	171	171	171	171	171
Chi phí xây dựng dở dang	523	487	466	453	442	433	426
Đầu tư tài chính dài hạn	382	573	543	645	764	891	1,020
Tài sản dài hạn khác	405	375	372	428	431	416	424
Tổng cộng tài sản	**6,333**	**6,161**	**5,932**	**6,324**	**7,441**	**7,648**	**7,559**
Nợ phải trả	**2,894**	**2,346**	**2,013**	**2,001**	**2,011**	**2,023**	**2,026**
Nợ ngắn hạn	**1,295**	**883**	**604**	**601**	**609**	**619**	**624**
Nợ vay ngắn hạn	119	277	60	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	1,176	606	544	601	609	619	624
Nợ dài hạn	**1,599**	**1,463**	**1,408**	**1,400**	**1,402**	**1,404**	**1,402**
Nợ vay dài hạn	146	42	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1,454	1,422	1,408	1,400	1,402	1,404	1,402
Vốn chủ sở hữu	**3,439**	**3,814**	**3,918**	**4,324**	**5,430**	**5,625**	**5,533**
Vốn góp	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355	1,355
Thặng dư và các quỹ	**2,084**	**2,459**	**2,563**	**2,969**	**4,075**	**4,270**	**4,179**
Tổng nguồn vốn	**6,333**	**6,161**	**5,932**	**6,324**	**7,441**	**7,648**	**7,559**

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	782.5	302.0	224.4	521	1,308	924	346
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(233.4)	341.6	521.2	(24)	99	124	110
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(522.5)	(663.4)	(701.5)	(243)	(340)	(835)	(596)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**26.6**	**(19.9)**	**44.0**	**255**	**1,067**	**213**	**(140)**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	139.2	165.8	145.8	190	445	1,512	1,725
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**165.8**	**146.0**	**189.9**	**445**	**1,512**	**1,725**	**1,585**
Chỉ số tài chính	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Tăng trưởng							
Doanh thu	-12.2%	-20.9%	20.9%	5.9%	-0.7%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận sau thuế	81.1%	-28.9%	-27.0%	22.8%	146.3%	-28.8%	-51.0%
Tổng tài sản	5.1%	-2.7%	-3.7%	6.6%	17.7%	2.8%	-1.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	10.6%	10.9%	2.7%	10.3%	25.6%	3.6%	-1.6%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	23.5%	24.2%	25.9%	23.6%	23.9%	23.9%	23.9%
Tỷ suất EBIT	14.3%	14.3%	15.5%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
Tỷ suất EBITDA	62.5%	51.2%	28.5%	35.4%	97.2%	65.0%	25.9%
Tỷ suất lãi ròng	54.4%	48.9%	29.6%	34.3%	85.1%	60.6%	29.7%
ROA	15.0%	10.6%	8.0%	9.7%	21.2%	13.8%	6.7%
ROE	28.3%	17.9%	12.5%	14.4%	30.0%	19.0%	9.3%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	54.8	58.5	44.8	44.5	45.2	45.0	45
Số ngày tồn kho	91.7	115.2	110.3	111.3	116.1	117.9	117
Số ngày phải trả	14.1	22.7	20.0	12.8	15.3	16.5	17
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	3.1	4.3	4.8	6.5	6.7	6
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.1	2.8	3.6	4.1	5.8	6.1	6
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.9	2.4	3.1	3.6	5.3	5.6	5
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.1	0.1	0.0	-	-	-	-
Vay ngắn hạn/VCSH	0.0	0.1	0.0	-	-	-	-
Vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích – CTCP 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 họ 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 họ, 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 Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479 **Fax:** (84-28) 5 413 5472
Customer Service: 1900 25 23 58 **Call Center:** (84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn **Web:** www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1
Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3
Tầng 4 D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường
Bàn Cờ, 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 Tân Sơn
Hòa, 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 Thanh
Xuân, Hà Nội
Điện thoại: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng
Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng
Bàng, Hải Phòng
Điện thoại: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801