

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

- Q2/24 LN ròng tăng trưởng 56% svck nhờ mảng cao su tích cực (LNTT tăng 33% svck). Lũy kế 6T24, LN ròng tăng trưởng 17% svck;
- LN ròng năm 2024 tăng trưởng 38% svck nhờ mảng cao su, LN ròng năm 2025-26 duy trì ổn định nhờ triển vọng tích cực ở mảng BĐS KCN;
- Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 34,300 đ/CP.

KQKD tích cực trong 6T24

6T24, sản lượng khai thác cao su đạt 115,000 tấn (-12.4% svck), sản lượng tiêu thụ cao su đạt 176,000 tấn (-17% svck), giá bán cao su trung bình ước đạt 37.7 triệu đồng/tấn (+34% svck). Doanh thu cao su đạt 6,669 tỷ đồng (+12% svck), LNTT đạt 1,541 tỷ đồng (+3% svck). Đối với mảng BĐS KCN, doanh thu đạt 285 tỷ đồng (+7% svck), LNTT đạt 429 tỷ đồng (-4% svck) chủ yếu từ KCN NTU 1&2, KCN Tân Bình. Kết quả trong 6T24, doanh thu của GVR đạt 9,238 tỷ đồng (+11% svck) và LN ròng đạt 1,296 tỷ đồng (+17% svck).

LN ròng năm 2024 tăng trưởng 38% svck nhờ mảng cao su, LN ròng năm 2025-26 duy trì ổn định trên mức nền cao nhờ BĐS KCN tích cực

Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 24,679 tỷ đồng (+11% svck) và LN ròng đạt 3,610 tỷ đồng (+38% svck) trong năm 2024 nhờ giá cao su duy trì đà tăng do (1) nguồn cung thiếu hụt (2) nhu cầu tăng cao bởi Trung Quốc thực hiện nhiều chính sách hỗ trợ nền kinh tế (3) diện tích cao su giảm do xu hướng chuyển đổi đất cao su. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng năm 2025-26 tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ mảng BĐS KCN. Một số KCN mới đi vào vận hành như KCN NTU3 dự kiến đem lại dòng tiền từ năm 2025 và KCN Hiệp Thạnh sẽ được vận hành từ năm 2026. Qua đó, doanh thu đạt 24,399 tỷ đồng (-1% svck)/26,330 tỷ đồng (+8% svck) và LN ròng đạt 3,296 tỷ đồng (-9% svck)/3,552 tỷ đồng (+8% svck).

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 34,300 đồng/CP

Chúng tôi định giá cổ phiếu GVR dựa trên phương pháp SOTP (WACC: 10.3%). Do giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong 1 năm trở lại đây và đã phản ánh triển vọng kinh doanh sắp tới của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị Trung Lập đối với GVR. Rủi ro giảm giá gồm (1) Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng cao su (2) Rủi ro nhu cầu cao su giảm sút do kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại (3) Rủi ro pháp lý khiến dự án KCN bị chậm tiến độ (4) Rủi ro liên quan đến các sai phạm của BLĐ trước đây.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	22,138	24,679	24,399	26,330
LN ròng	2,623	3,610	3,296	3,552
Tăng trưởng doanh thu thuần	-12.9%	11.5%	-1.1%	7.9%
Tăng trưởng LN ròng	-32.4%	37.6%	-8.7%	7.8%
Biên LN gộp	22.4%	27.6%	23.8%	25.7%
Biên EBITDA	32.6%	34.0%	31.7%	30.8%
ROAE	5.3%	7.1%	6.2%	6.6%
ROAA	3.4%	4.5%	4.0%	4.3%
EPS (VND/cổ phiếu)	656	903	824	888
BVPS (VND/cổ phiếu)	12,465	13,057	13,381	13,669

(Nguồn: GVR, MBS Research)

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

VND 34,300

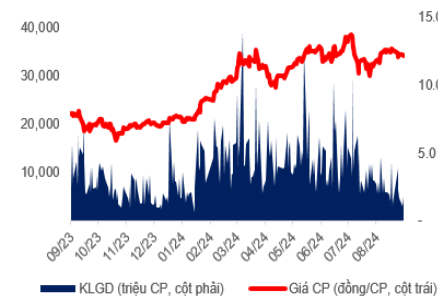
So với giá thị trường

0.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	34,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,600
Vốn hóa (tỷ VND)	136,400
P/E (TTM)	49.1
P/B	2.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.9%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp	96.77%
--	--------

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam

6T24 doanh thu và LN ròng tăng trưởng lần lượt 11% và 17% svck

Hình 1: KQKD trong Q2/24 và 6T/274 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q2/24	Tăng trưởng yoy (%)	6T24	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	4,622	8%	9,238	11%	
- Cao su	3,131	0%	6,669	12%	6T24 doanh thu tăng trưởng 12% yoy do (1) sản lượng cao su tiêu thụ đạt 176,000 tấn (-17% svck), và (2) giá bán cao su trung bình đạt 37.7 triệu đồng/tấn (+34% svck).
- Gỗ	770	41%	1,260	12%	6T24 sản lượng tiêu thụ gỗ đạt 545.000 m3, bằng 43.7% sản lượng kế hoạch, qua đó giúp doanh thu đạt 1,260 tỷ đồng +12% svck.
- KCN	154	11%	285	7%	Doanh thu KCN duy trì ổn định, chủ yếu từ KCN NTU 1&2, KCN Tân Bình.
- Điện năng	89	-21%	198	-20%	6T24, sản lượng điện thương phẩm đạt 129 triệu kWh, giảm 23% svck; qua đó doanh thu điện giảm 20% svck.
Biên LNG	25%	+3% điểm %	24%	+1% điểm %	
- Cao su	25%	+1% điểm %	24%	+1% điểm %	
- Gỗ	8%	+4% điểm %	9%	-3% điểm %	
- KCN	68%	-3% điểm %	70%	-1% điểm %	
- Điện năng	39%	-12% điểm %	45%	-1% điểm %	
Chi phí bán hàng	103	-7%	215	1%	
Chi phí QLDN	415	4%	795	6%	
Chi phí QLDN và bán hàng	518	2%	1,010	5%	
% chi phí quản trị bán hàng/ Doanh thu	11%	-1 điểm %	11%	-1 điểm %	
Doanh thu tài chính	235	-18%	461	-16%	Doanh thu tài chính giảm do mặt bằng lãi suất thấp hơn cùng kỳ.
Chi phí tài chính	115	-26%	246	-13%	
Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	59	593%	53	N/A	6T24 lãi thu được đạt 53 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 18 tỷ đồng), chủ yếu từ lãi của công ty sản xuất gỗ Dongwha ghi nhận 36 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm 2023 GVR ghi nhận lỗ 18 tỷ đồng.
LNTT	1,183	32%	1,903	4%	
- Cao su	899	33%	1,541	3%	
- Gỗ	45	N/A	32	147%	2Q24, LNTT đạt 45 tỷ VND, cùng kỳ lỗ 13 tỷ đồng. 6T24 LNTT tăng trưởng mạnh +147% svck.
- KCN	217	-8%	429	-4%	
- Điện năng	27	-47%	57	-28%	6T24 LNTT đạt 57 tỷ đồng (-28% svck) do khu vực duyên hải Miền Trung và Tây Nguyên ít mưa.
LN ròng	864	56%	1,296	17%	

(Nguồn: GVR, MBS Research)

Mảng cao su tích cực nhờ giá bán tăng

Trong 8 tháng đầu năm 2024, giá cao su thế giới tăng mạnh đã hỗ trợ cho giá cao su xuất khẩu. Tại thời điểm cuối T8/24, giá cao su RSS3 đạt 387 JPY/kg +81% svck và giá cao su TSR20 đạt 180 USD/kg +34% svck. Giá cao su xuất khẩu bình quân của Việt Nam trong T8/24 đạt 1,637 USD/tấn +26% svck.

Hình 2: Giá cao su RSS3 sàn Tocom tăng 81% svck

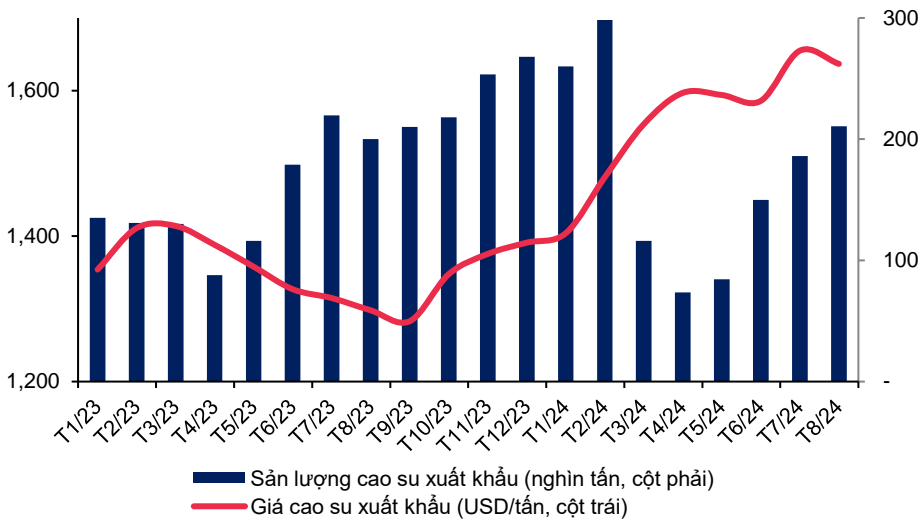


Hình 3: Giá cao su TSR20 sàn SGX tăng 34% svck



(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

Hình 4: Xuất khẩu cao su



(Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam)

Giá cao su vẫn sẽ ở mức cao do nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu tăng cao

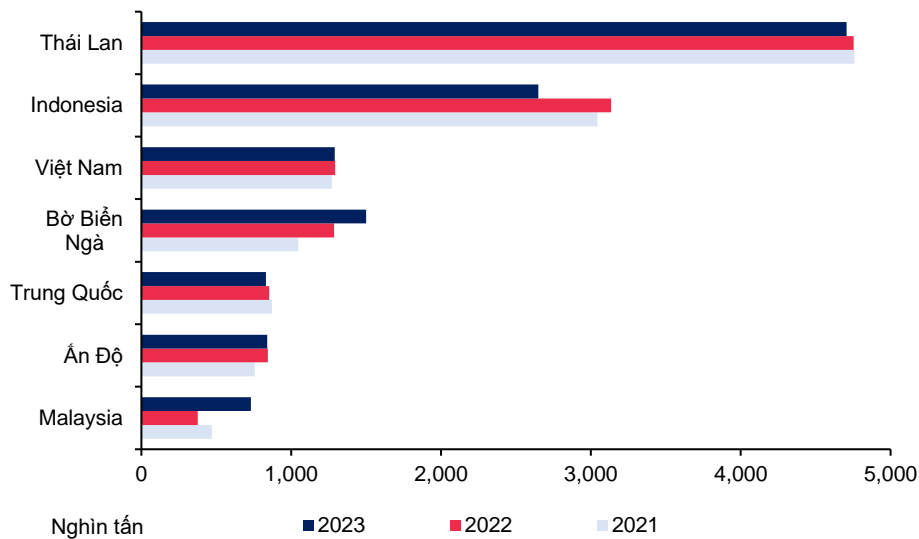
Nguồn cung thiếu hụt

Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC) tiếp tục nâng dự báo thiếu hụt nguồn cung cao su tự nhiên trong năm nay và cảnh báo tình trạng này có thể kéo dài đến năm 2028. ANRPC tiếp tục hạ dự báo nguồn cung cao su tự nhiên năm 2024 từ 14.54 triệu/tấn xuống 14.50 triệu/tấn do tác động của (1) điều kiện khí hậu kém thuận lợi trong giai đoạn pha El Nino chuyển sang pha La Nina (2) bệnh rụng lá lan rộng tác động tiêu cực đến sản lượng và chất

lượng cao su (3) người dân trồng cao su tại nhiều nước như Thái Lan, Indonesia và Malaysia chưa sẵn sàng mở rộng diện tích vùng trồng trở lại. Tình trạng này sẽ kéo dài tới năm 2028 với mức thiếu hụt vào khoảng 600-800 nghìn tấn/năm.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng xu hướng chuyển đổi đất cao su sẽ hỗ trợ tích cực cho giá cao su. Các quốc gia có nguồn cung cao su lớn đã có chính sách hạn chế sản lượng; hợp tác quản lý nguồn cung giữa các quốc gia để cân đối với thị trường. Thái Lan (chiếm 33% sản lượng thế giới) cắt giảm diện tích đất trồng cao su trong 20 năm tới. Indonesia – đứng thứ 2 về xuất khẩu cao su trên thế giới – có xu hướng chuyển đổi đất trồng cao su sang trồng dầu cọ và các loại nông sản khác có giá trị kinh tế cao hơn. Việt Nam chuyển đổi đất cao su sang đất KCN, điển hình như GVR đã được phê duyệt chuyển đổi hơn 23,000 ha đất, PHR định hướng chuyển đổi 10,869 ha đất, DPR chuyển đổi 1,621 ha đất,...bởi cho thuê đất KCN đem lại hiệu quả kinh tế cao hơn trồng cao su.

Hình 5: Các nước lớn có xu hướng cắt giảm sản lượng cao su tự nhiên



(Nguồn: MBS Research)

Nhu cầu tăng cao

ANRPC cũng điều chỉnh tăng dự báo nhu cầu cao su toàn cầu trong năm nay từ 15.67 triệu tấn lên 15.75 triệu tấn với kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc dần phục hồi bởi chính phủ nước này đang thực hiện nhiều chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Hình 6: Dự báo cung-cầu cao su qua các lần cập nhật của ANRPC

	Cung	Cầu	Cung-Cầu
Năm 2023	14,300	15,217	-917
Ước tính năm 2024			
Cập nhật tháng 3	14,508	15,826	-1,318
Cập nhật tháng 4	14,542	15,670	-1,128
Cập nhật tháng 5	14,542	15,670	-1,128
Cập nhật tháng 6	14,502	15,748	-1,246

(Nguồn: ANRPC)

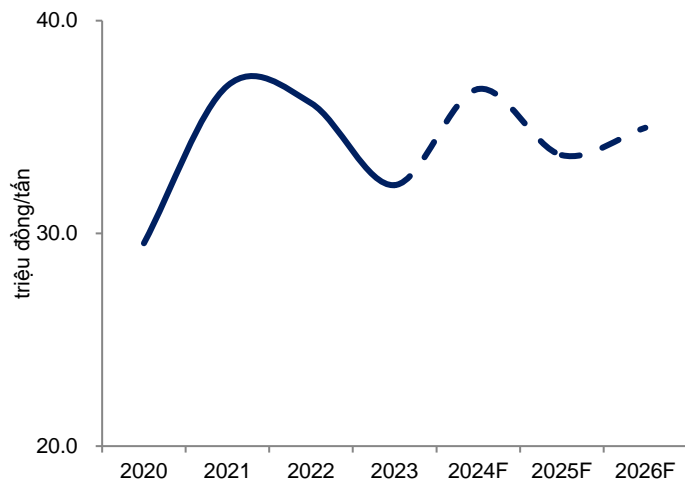
LNTT tăng 40% svck năm 2024 nhờ giá cao su tăng, sang năm 2025-26

LNTT tăng trưởng -20%/+12% svck

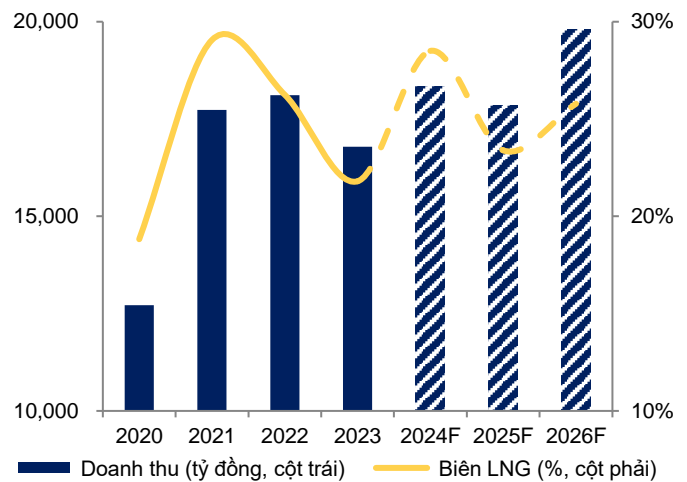
Mặc dù giá cao su tăng mạnh nhưng dự báo sẽ điều chỉnh giảm nhẹ từ nay tới cuối năm do bước vào vụ thu hoạch diễn ra vào tháng 10-11 và người trồng tích cực bón phân để thúc đẩy cây ra mủ.

Chúng tôi dự báo, năm 2024, giá cao su bình quân của GVR sẽ tăng trưởng khoảng 14% svck lên 36,8 triệu đồng/tấn, sản lượng tiêu thụ cao su đạt khoảng 500.000 tấn. Qua đó, doanh thu cao su đạt 18.347 tỷ đồng (+9% svck), biên LNG đạt 29% +7 điểm %. Năm 2025-26, giá cao su tăng trưởng -8%/+4% svck, doanh thu đạt 17.840 tỷ đồng (-3% svck)/ 19.802 tỷ đồng (+11% svck) và biên LNG đạt 23% (-5 điểm %)/26% (+2% điểm %). Nhờ đó, LNTT có thể đạt 5.564/4.474/4.966 tỷ đồng (+40%/-20%/+12% svck) trong năm 2024-26.

Hình 7: Giá bán cao su của GVR



Hình 8: Doanh thu mảng cao su của GVR



(Nguồn: GVR, MBS Research)

Tiềm năng phát triển BĐS KCN lớn

Dự án KCN mới đang dần được tháo gỡ pháp lý

Hình 9: Dự án KCN đang kinh doanh

KCN	Tỷ lệ sở hữu của GVR	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)
NTU1	42%	2005	331	241	96%	160-170
NTU2	42%	2010	289	224	97%	160-170
Dầu Giấy	72%	2008	328	211	96%	160-170
Long Khánh	76%	2008	264	177	100%	160-170
Rạch Bắp GD1	93%	2005	279	190	100%	90-110
Bắc Đồng Phú	45%	2009	189	137	100%	90-110
Nam Đồng Phú	45%	2016	69	52	100%	90-110
Minh Hưng III GD1	57%	2008	294	220	100%	110-130
Tân Bình	60%	2012	353	244	91%	140-160
Cộng Hoà GD1	36%	2018	201	146	78%	
Bàu Xéo	36%	2006	500	326	94%	

KCN	Tỷ lệ sở hữu của GVR	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)
Đông Nam	31%	2008	287	194	88%	120-140
Phước Đông GD2	31%		2,189	1,728	55%	80-100
Lê Minh Xuân III	31%	2013	231	156	32%	180-200
Lộc An – Bình Sơn	31%	2010	497	361	64%	80-100
Nam Pleiku	100%	2020	192	130	0%	

(Nguồn: GVR, MBS Research)

GVR đang vận hành 16 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích đất hơn 6,500 ha, diện tích đất thương phẩm hơn 4,700 ha. Tính tới cuối năm 2023, diện tích đất thương phẩm còn lại là hơn 1,260 ha, tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 73%. Phần lớn các dự án này đều đã lấp đầy, diện tích đất thương phẩm còn lại tập trung tại dự án KCN Cộng Hoà GD1, KCN Bàu Xéo, KCN Đông Nam, KCN Phước Đông GD2, KCN Lê Minh Xuân III, KCN Lộc An – Bình Sơn và KCN Nam Pleiku.

Các KCN mới đang dần được tháo gỡ pháp lý:

- ✓ KCN Hiệp Thạnh (Tây Ninh) có diện tích 495 ha, vốn đầu tư là 2,350 tỷ đồng. Dự án đã được Thủ tướng chấp thuận chủ trương đầu tư vào T3/24 vừa qua. Theo BLĐ chia sẻ, công ty sẽ bắt đầu triển khai xây dựng hạ tầng KCN từ năm 2026. Do vị trí không thuận lợi cách xa trung tâm kinh tế nên chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ lấp đầy trong 15 năm lâu hơn trung bình các KCN khác (khoảng 7-10 năm), dự kiến đem lại dòng tiền từ năm 2026.
- ✓ KCN NTU 3 (Bình Dương) có diện tích quy hoạch 345 ha, diện tích đất thương phẩm 254 ha. Cuối T6/24, tỉnh UBND Bình Dương đã phê duyệt giá tính tiền sử dụng đất của dự án. Công ty có kế hoạch cho thuê 90 ha trong năm nay. Giá cho thuê khoảng 125-130 USD/m², biên LNG khoảng 60%, thấp hơn so với KCN NTU 1&2.
- ✓ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú mở rộng (Bình Phước): Đây là hai dự án đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Đối với dự án KCN Bắc Đồng Phú mở rộng, theo BLĐ công ty chia sẻ, dự án đã nhận được chỉ tiêu phân bổ đất của tỉnh trong năm 2024-25, đây là nội dung pháp lý cuối cùng để hoàn thiện hồ sơ thẩm định trình Thủ tướng phê duyệt. Đối với dự án KCN Nam Đồng Phú mở rộng, dự án chưa đảm bảo vốn đầu tư tối thiểu để được giao dự án. Năm 2024, công ty sẽ huy động vốn từ cổ đông, trong đó DPR góp khoảng 130 tỷ đồng và NTC góp 112 tỷ đồng.
- ✓ KCN Minh Hưng 3 GD2 (Bình Phước) có diện tích quy hoạch 578 ha, diện tích đất thương phẩm 439 ha. Dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 từ năm 2022. Dự án đang vướng mắc pháp lý liên quan đến tình trạng sử dụng đất của dự án và chưa đáp ứng điều kiện về vốn để được giao, cho thuê và kinh doanh dự án.
- ✓ Ngoài ra, dự án KCN Rạch Bắp GD 2 (360 ha) và KCN Cộng Hoà GD2 (190 ha) đang trong giai đoạn nghiên cứu, chuẩn bị hồ sơ pháp lý.

Chúng tôi dự báo diện tích cho thuê năm 2024 đạt 26 ha từ các KCN hiện hữu. Năm 2025-26, diện tích cho thuê đạt 45 ha/78 ha, chủ yếu từ các KCN mới như

KCN NTU 3 và KCN Hiệp Thành. LNTT mảng KCN đạt 1.048/1.112/1.139 tỷ đồng (+3%/6%/2% svck) trong năm 2024-26.

Xu hướng chuyển đổi đất cao su sang đất KCN

Trong giai đoạn 2021-2030, nguồn cung đất KCN phía Nam sẽ đến từ việc chuyển đổi đất cao su. Bởi thị trường phía Nam đang thiếu hụt nguồn cung đất, trong khi tỷ lệ lấp đầy ở mức cao. Việc chuyển đổi đất cao su có nhiều lợi thế về diện tích đất thửa lớn, giải phóng mặt bằng nhanh và chi phí thấp. Nhưng còn tồn tại nhiều khó khăn để thu hút vốn đầu tư vào vùng này: (1) vị trí địa lý không thuận lợi cách xa thành phố lớn, sân bay, cầu cảng (2) cơ sở hạ tầng không đồng bộ làm tăng chi phí vận tải (3) nhu cầu tiêu thụ cao su tăng làm chậm quá trình chuyển đổi đất.

Theo BLĐ chia sẻ, GVR đã được phê duyệt chuyển đổi đất cao su sang đất KCN với tổng diện tích là gần 23,500 ha, hiện đang triển khai gần 11,000 ha tại các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu. Một số KCN đang chờ hoàn thiện thủ tục pháp lý của GVR gồm có dự án KCN Minh Hưng III GD2, KCN Bắc Đồng Phú mở rộng, KCN Nam Đồng Phú mở rộng, KCN Tân Lập, KCN Rạch Bắp GD2, KCN Bàu Xéo II.

Hình 10: KCN của GVR được phê duyệt chuyển đổi từ đất cao su

Dự án KCN	Vị trí	Diện tích đất thuê (ha)	Đơn vị phát triển KCN
Minh Hưng III GD2	Bình Phước	578	Cao su Bình Long
Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	317	Bắc Đồng Phú
Nam Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	480	Bắc Đồng Phú
Tân Lập I	Bình Dương	202	Cao su Phước Hoà
Rạch Bắp GD2	Bình Dương	360	Công nghiệp An Điền
Bàu Xéo II	Đồng Nai	380	Thống Nhất

(Nguồn: MBS Research)

Hình 11: Một số dự án chuyển đổi đất cao su sang đất KCN

Dự án	Vị trí	Bên chuyển nhượng	Bên nhận chuyển nhượng	Diện tích đất (ha)	Giá trị (tỷ đồng)	Đơn giá (tỷ đồng/ha)	Ghi chú
VSIP III	Bình Dương	PHR	VSIP	691	898.3	Tối thiểu 2.5	Bao gồm tiền đền bù 1,3 tỷ đồng/ha và LN được chia từ việc cho thuê diện tích đất chuyển nhượng tối thiểu 1,2 tỷ đồng/ha. PHR đã nhận tiền đền bù trong năm 2022-23..
NTU 3	Bình Dương	PHR	NTC	345	864.4	2.5	PHR đã nhận 100% tiền trong năm 2020
Tiền Hưng 2	Bình Phước	DPR	BDS Cát Tường	39	41	1.04	DPR đã ghi nhận tiền bồi thường trong Q2/24.

(Nguồn: PHR, DPR, MBS Research)

Kế hoạch kinh doanh năm 2024 nhiều khả năng hoàn thành

Năm 2024, GVR đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 24,999 tỷ đồng (bằng 101% năm 2023), LNTT đạt 4,104 tỷ đồng (bằng 100% năm 2023) và LNST đạt 3,437 tỷ đồng (bằng 102% năm 2023). Công ty dự kiến trả cổ tức bằng tiền tỷ lệ 3%. Dự phóng KQKD năm 2024 của chúng tôi cao hơn so với kế hoạch kinh doanh

doanh nghiệp đặt ra bởi triển vọng mảng cao su tích cực nhờ giá bán cao duy trì đà tăng đến hết năm.

GVR đang xây dựng đề án tái cơ cấu tập đoàn, cụ thể:

- ✓ Duy trì sở hữu tại 20 công ty con, 13 công ty có tỷ lệ vốn trên 65% (trong đó có PHR), 9 công ty có tỷ lệ góp vốn từ 50-65% (trong đó có DPR), và 17 công ty có tỷ lệ sở hữu dưới 50% (trong đó có NTC).
- ✓ Thoái vốn khỏi 8 công ty mà GVR không nắm cổ phần đa số (trong đó có SIP; GVR nắm giữ khoảng 2% cổ phần).

Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 tăng trưởng 38% svck và duy trì ổn định ở mức cao trong năm 2025-26

Hình 12: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 – 26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	svck (%)	2025	svck (%)	2026	svck (%)	Đánh giá
Doanh thu	22,138	24,679	11%	24,399	-1%	26,330	8%	Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su của GVR tăng 14% svck nhưng sản lượng tiêu thụ cao su giảm 4% svck, qua đó giúp doanh thu đạt 18,347 tỷ đồng (+9% svck). Năm 2025-26, giá bán cao su tăng trưởng -8%/4% svck, qua đó doanh thu tăng trưởng -3%/+11% svck.
- Cao su	16,789	18,347	9%	17,840	-3%	19,802	11%	
- Gõ	2,363	3,273	39%	3,220	-2%	3,212	0%	
- KCN	814	832	2%	968	16%	1,041	8%	Năm 2024, doanh thu có thể tăng mạnh so với mức thấp của năm ngoái. Năm 2025-26, doanh thu sẽ duy trì ở mức trung bình hàng năm.
Lãi gộp	4,963	6,802	37%	5,804	-15%	6,770	17%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2026 nhờ KCN NTU 3 đi vào hoạt động từ cuối năm 2024 và KCN Hiệp Thành đi vào hoạt động từ năm 2026.
- Cao su	3,661	5,229	43%	4,173	-20%	5,106	22%	
- Gõ	354	505	43%	426	-16%	432	2%	
- KCN	513	597	16%	668	12%	717	7%	
Biên LNG	22%	28%	+5 điểm %	24%	-4 điểm %	26%	+2 điểm %	Biên LNG năm 2024 tăng 7% nhờ giá cao su tăng 14% svck.
- Cao su	22%	29%	+7 điểm %	23%	-5 điểm %	26%	+2 điểm %	
- Gõ	15%	15%	+0 điểm %	13%	-2 điểm %	13%	+0 điểm %	
- KCN	63%	72%	+9 điểm %	69%	-3 điểm %	69%	+0 điểm %	Biên LNG năm 2024 tăng 9 điểm % so với năm 2023 do năm ngoái MH3 (công ty con của GVR) ghi nhận doanh thu cho thuê 1 lần có biên LNG thấp 14.5%.
Chi phí quản trị & bán hàng	2,456	2,739	12%	2,691	-2%	2,918	8%	

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	svck (%)	2025	svck (%)	2026	svck (%)	Đánh giá
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	11%	11%	+0 điểm %	11%	+0 điểm %	11%	+0 điểm %	
Doanh thu tài chính	1,115	995	-11%	1,359	37%	1,037	-24%	Năm 2024, doanh thu tài chính sẽ giảm do lãi suất thấp và cổ tức tiền mặt thấp.
Chi phí tài chính	618	922	49%	730	-21%	704	-4%	
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	-208	249	N/A	266	7%	228	-14%	
LNTT	4,114	5,573	35%	5,088	-9%	5,484	8%	
- Cao su	3,988	5,564	40%	4,474	-20%	4,996	12%	
- Gỗ	-180	293	N/A	241	-18%	212	-12%	Chúng tôi kỳ vọng LNTT năm 2024 sẽ dương trở lại sau khoản lỗ của năm trước.
- KCN	1,017	1,048	3%	1,112	6%	1,139	2%	
LN ròng	2,623	3,610	38%	3,296	-9%	3,552	8%	Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024 sẽ tăng mạnh 38% svck do giá cao su duy trì đà tăng cho đến cuối năm.
EPS	656	903	38%	824	-9%	888	8%	

(Nguồn: GVR, MBS Research)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự báo giá bán cao su của GVR sẽ tăng 14% svck năm 2024 và tăng trưởng -8%/+4% svck năm 2025-26;
- Lợi nhuận đột biến từ chuyển đổi đất cao su sang đất KCN (khoảng 23,500 ha đã được chấp thuận chủ trương);
- Nhà nước có kế hoạch thoái vốn tại GVR.

Định giá

Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu GVR với giá mục tiêu **34,300 đồng/cổ phiếu**:

Hình 13: Định giá cổ phiếu GVR

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về GVR	Phương pháp (**)	Ghi chú
Cao su và gỗ (*)	80%	47,188	37,750	DCF	
BDS KCN			76,306		
Hiệp Thành	100%	2,992	2,992	DCF	
NTU 3	42%	4,921	2,082	DCF	
Dầu Giây	72%	114	82	DCF	
Bắc Đồng Phú MR	45%	1,477	670	DCF	
Nam Đồng Phú MR	45%	2,172	986	DCF	
MH3 - GD2	57%	5,432	3,101	DCF	
Cộng Hoà - GD1	36%	604	219	DCF	

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về GVR	Phương pháp (**)	Ghi chú
KCN khác	80%	9,143	7,314	BV	Gồm KCN NTU 1&2, Long Khánh, Rạch Bắp GD1, Bắc Đồng Phú, Nam Đồng Phú, MH3 GD1, Tân Bình. Các KCN đã lấp đầy, giá trị còn lại là phần doanh thu chưa thực hiện phân bổ hàng năm
Đất chuyển đổi sang KCN	100%	58,860	58,860		Chúng tôi giả định 23,500 ha diện tích đất cao su chuyển đổi sang đất KCN được bồi thường theo đơn giá bồi thường gần đây của GVR tại tỉnh Bình Dương là 2.5 tỷ đồng/ha.
Điện năng (*)	80%	2,395	1,916	DCF	
Dịch vụ khác (*)	80%	14,991	11,993	DCF	
Tổng giá trị tài sản			127,965		
(+) Tiền & tương đương tiền			4,204		
(+) Đầu tư ngắn hạn và dài hạn			13,046		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết			2,182	BV	
(+) Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			361	BV	
(-) Nợ vay			5,263		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			5,294		
Giá trị doanh nghiệp			137,200		
Số lượng cổ phiếu			4,000,000,000		
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)			34,300		

(*) Do cơ cấu công ty phức tạp nên chúng tôi không thể xác định tỷ lệ sở hữu thực tế của GVR đối với từng mảng; do đó chúng tôi sử dụng tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/LNST trong 5 năm gần nhất (2019-2023) là 20% để ước tính tỷ lệ sở hữu mảng cao su, gỗ, điện năng, KCN đã lấp đầy và dịch vụ khác là 80%.

(**) Áp dụng tỷ lệ WACC là 10.3% cho phương pháp DCF.

Hình 14: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh nghiệp cao su và KCN													
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR	34,100	136,400	34,300	Trung lập	37.8	41.4	2.6	2.5	7.1	6.2	4.5	4.0
Cao su Phước Hoà	PHR	57,700	7,818	60,900	Trung lập	16.6	15.9	2.2	2.1	13.3	13.4	7.7	7.7
Cao su Đồng Phú	DPR	40,600	3,528	N/A	N/A	15.6	10.1	1.4	1.2	10.9	13.6	4.9	6.4
Trung bình						23.3	22.5	2.1	1.9	10.4	11.1	5.7	6.0
Doanh nghiệp KCN													
Becamex IDC	BCM	71,500	74,003	82,500	Khả quan	41.7	37.1	3.9	2.7	9.4	8.4	3.3	3.6
IDICO	IDC	58,600	19,338	55,500	Trung lập	11.6	11.3	3.6	3.4	32.4	31.1	9.5	9.9
Kinh Bắc	KBC	25,750	19,766	39,200	Khả quan	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.5
Sonadezi Châu Đức	SZC	35,550	6,398	39,300	Trung lập	19.8	18.5	2.1	2.0	13.4	10.9	4.2	4.0
Trung bình						24.6	21.8	2.8	2.4	15.4	14.5	5.1	5.3
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR	34,100	136,400	34,300	HOLD	37.8	41.4	2.6	2.5	7.1	6.2	4.5	4.0

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro khí hậu, thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng cao su;
- (2) Rủi ro nhu cầu cao su giảm sút do kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại;
- (3) Rủi ro pháp lý khiến dự án KCN bị chậm tiến độ;
- (4) Rủi ro điều tra liên quan đến sai phạm của BLĐ trước đây.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024F	2025F	2026F		2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	22,138	24,679	24,399	26,330	LN trước thuế	4,114	5,573	5,088	5,484
Giá vốn hàng bán	(17,176)	(17,877)	(18,595)	(19,560)	Khấu hao	2,488	1,901	1,911	1,921
Lợi nhuận gộp	4,963	6,802	5,804	6,770	Thuế đã nộp	(741)	(1,003)	(916)	(987)
Chi phí quản lý DN	(1,965)	(2,192)	(2,153)	(2,334)	Các khoản điều chỉnh khác	(2,182)	(111)	(1,623)	(1,364)
Chi phí bán hàng	(491)	(548)	(538)	(584)	Thay đổi VLD	(478)	799	1,832	1,359
LN từ HKDK	2,507	4,063	3,113	3,852	LCTT từ HKDK	3,202	7,161	6,292	6,413
EBITDA thuần	4,995	5,964	5,024	5,773	Đầu tư TSCĐ	(965)	(978)	(1,069)	(1,127)
LN trước thuế & lãi vay	2,507	4,063	3,113	3,852	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	611	-	-	-
Thu nhập lãi	1,115	995	1,359	1,037	LCTT từ đầu tư	(1,087)	(2,918)	(2,766)	(3,892)
Chi phí tài chính	(618)	(922)	(730)	(704)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	1,318	1,189	1,079	1,071	Tiền vay ròng nhận được	(833)	(1,008)	(801)	(487)
TN từ các Cty LK & LD	(208)	249	266	228	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	4,114	5,573	5,088	5,484	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(88)	(1,200)	(2,000)	(2,400)
Thuế TNDN	(741)	(1,003)	(916)	(987)	LCTT từ hoạt động TC	(921)	(2,208)	(2,801)	(2,887)
Lợi nhuận sau thuế	3,373	4,570	4,172	4,497	Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,370	5,564	7,599	8,323
Lợi ích cổ đông thiểu số	(750)	(960)	(876)	(944)	LC tiền thuần trong năm	1,194	2,035	724	(367)
LN ròng	2,623	3,610	3,296	3,552	Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,564	7,599	8,323	7,956
Chi trả cổ tức	1,400	1,200	2,000	2,400					
Lợi nhuận giữ lại	4,023	4,810	5,296	5,952					
					Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	Tăng trưởng doanh thu thuần	-12.9%	11.5%	-1.1%	7.9%
Tiền và tương đương tiền	5,564	7,599	8,323	7,956	Tăng trưởng EBITDA	-23.1%	19.4%	-15.8%	14.9%
Đầu tư ngắn hạn	11,355	12,055	13,482	14,982	Tăng trưởng LN từ HKDK	-38.0%	62.1%	-23.4%	23.7%
Phải thu khách hàng	2,546	2,930	2,823	2,810	Tăng trưởng LN trước thuế	-28.7%	35.5%	-8.7%	7.8%
Hàng tồn kho	3,360	3,306	3,309	3,276	Tăng trưởng LN ròng	-32.4%	37.6%	-8.7%	7.8%
Tổng tài sản ngắn hạn	23,842	26,828	28,875	29,954	Tăng trưởng EPS	-32.4%	37.6%	-8.7%	7.8%
Tài sản cố định	34,326	33,624	32,944	32,286	Biên LN gộp	22.4%	27.6%	23.8%	25.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	32.6%	34.0%	31.7%	30.8%
BĐS đầu tư	1,344	1,478	1,626	1,789	Biên LN ròng	11.8%	14.6%	13.5%	13.5%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	5.3%	7.1%	6.2%	6.6%
Đầu tư vào công ty LD, LK	2,184	3,165	3,580	4,893	ROAA	3.4%	4.5%	4.0%	4.3%
Khoản đầu tư dài hạn khác	16,253	15,510	15,279	15,141	ROIC	4.3%	5.7%	5.1%	5.3%
Tổng tài sản dài hạn	54,220	53,887	53,535	54,211	Vòng quay tài sản	0.28	0.31	0.30	0.32
Tổng tài sản	78,062	80,714	82,410	84,165	Cổ tức chi trả/LN ròng	-53.4%	-33.2%	-60.7%	-67.6%
Vay & nợ ngắn hạn	3,003	3,068	3,018	3,057	Tổng nợ vay/VCSH	12.0%	9.6%	7.9%	6.8%
Phải trả người bán	931	928	904	898	Nợ vay ròng/VCSH	1.8%	-3.5%	-5.9%	-5.9%
Phải trả ngắn hạn khác	5,719	6,328	6,399	6,466	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	1.3%	-2.5%	-4.3%	-4.4%
Tổng nợ ngắn hạn	9,653	10,324	10,322	10,421	Khả năng thanh toán lãi vay	4.1	4.4	4.3	5.5
Vay & nợ dài hạn	3,577	2,504	1,753	1,227	Số ngày phải thu	24	21	21	19
Các khoản phải trả khác	9,855	9,580	9,857	9,942	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	71	67	65	61
Tổng Nợ dài hạn	13,432	12,084	11,609	11,169	Số ngày phải trả tiền bán	20	19	18	17
Tổng nợ	23,085	22,408	21,931	21,590	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.5	2.6	2.8	2.9
Vốn điều lệ	40,000	40,000	40,000	40,000	Khả năng thanh toán nhanh	2.1	2.3	2.5	2.6
Thặng dư vốn cổ phần	326	326	326	326	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.8	1.9	2.1	2.2
Cổ phiếu quỹ	(1)	(1)	(1)	(1)					
LN giữ lại	5,187	7,237	8,203	9,000	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	4,347	4,667	4,996	5,352	EPS	656	903	824	888
Vốn chủ sở hữu	49,859	52,229	53,525	54,677	BVPS	12,465	13,057	13,381	13,669
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,118	6,078	6,954	7,898	P/E	52.0	37.8	41.4	38.4
Tổng vốn chủ sở hữu	54,977	58,307	60,479	62,575	P/B	2.7	2.6	2.5	2.5
Tổng nợ và VCSH	78,062	80,714	82,410	84,165					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng
Nghiêm Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến
Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly