

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Tiềm năng từ quỹ đất cao su chuyển đổi lớn

17/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

1Q2024, GVR ghi nhận doanh thu 4,590 tỷ VND (+11% yoy), hoàn thành 18% doanh thu kế hoạch 2024

1Q2024, doanh thu thuần của GVR đạt 4,590 tỷ VND (+11% yoy). Đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu của GVR là mảng kinh doanh cốt lõi – mủ cao su tự nhiên - với doanh thu đạt 3,391 tỷ VND (+16% yoy), tăng đáng kể do giá cao su trung bình 1Q2024 đạt hơn 36.7 triệu VND/tấn (+13% yoy). Hết 1Q2024, GVR đã hoàn thành 18% mức doanh thu kế hoạch đặt ra cho 2024.

Giá cao su trung bình của GVR tháng 6 đã đạt hơn 38 triệu/tấn, kì vọng tiếp tục duy trì mức giá cao đến cuối năm

Hiện giá cao su trung bình của GVR đã đạt mức 38.4 triệu VND/tấn, tăng 6 triệu VND/tấn so với giá cao su trung bình của GVR năm 2023. Chúng tôi kì vọng giá cao su trung bình của GVR 2024 sẽ đạt mức tăng trưởng 8% so với cùng kỳ do (1) nhu cầu sẫm lớp ô tô trên thế giới vẫn đang có xu hướng phục hồi, (2) giá đầu vẫn neo ở mức cao và (3) thời tiết không thuận lợi tại các quốc gia cung cấp cao su chính.

Tiềm năng từ đất cao su chuyển đổi của GVR trở nên rõ ràng hơn nhờ (1) quy hoạch nhiều tỉnh phía Nam được thông qua và (2) quyết định 227/QĐ-TTg về điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất

Chúng tôi kì vọng tốc độ chuyển đổi đất và triển khai các dự án KCN của GVR sẽ được đẩy nhanh hơn trước nhờ tác động của: (1) quy hoạch của các tỉnh Bình Phước, Ninh Thuận, Bà Rịa – Vũng Tàu được thông qua với 25,000 ha đất cao su chuyển đổi của GVR và (2) quyết định 227/QĐ-TTg ban hành tháng 3/2024 tăng chỉ tiêu sử dụng đất tại Bình Phước, gỡ vướng mắc pháp lý liên quan đến dự địa đất có hạn của tỉnh.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 38,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 38,800 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 16.3% so với mức giá đóng cửa ngày 17/06/2024.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 38,800
Tăng/giảm (%)	16.3%
Giá hiện tại (17/06/2024)	VND 33,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 29,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	135.8/5.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	154.2/6.1
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

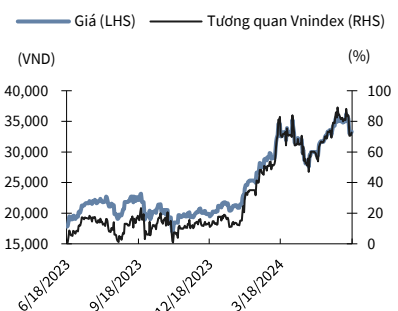
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	2.5	71.5	87.4
Tương đối	-0.1	-0.1	54.7	73.1

Dự phóng KQKD & định giá

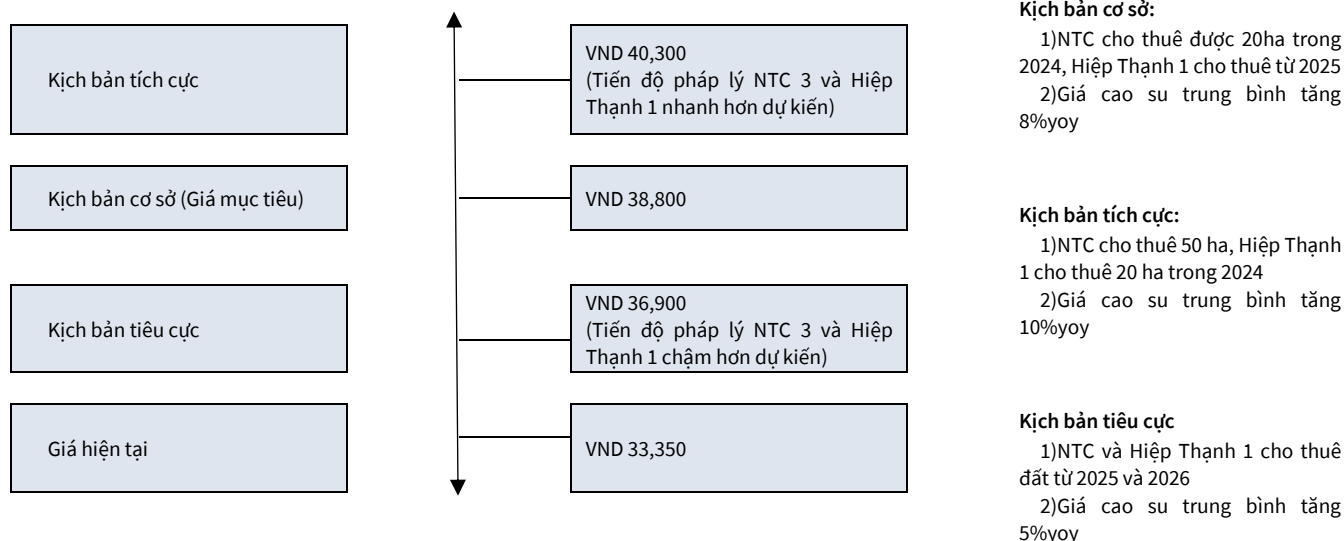
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	25,426	22,080	24,831	26,581
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,381	2,744	3,747	4,839
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	3,839	2,585	2,927	3,818
EPS (VND)	807	646	732	954
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-20%	13%	30%
P/E (x)	41.3	51.6	45.6	34.9
P/B (x)	2.5	2.4	2.3	2.1
ROE (%)	9%	6%	7%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	24,747	26,566	24,831	26,581	0.3	0.1
EBIT	6,172	7,258	5,157	6,433	(16.4)	(11.4)
LNST công ty mẹ	3,609	4,418	2,927	3,818	(18.9)	(13.6)

Nguồn: KBSV ước tính

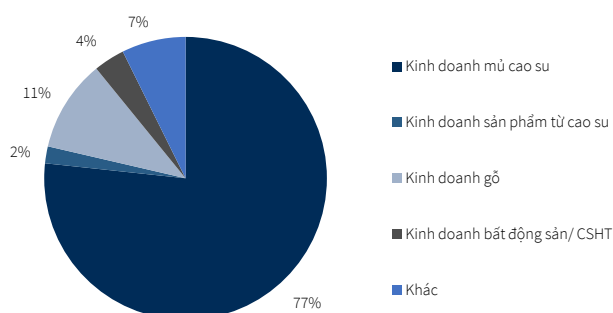
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	24,831	26,581	24,921	27,467	(0.4)	(3.2)
EBIT	5,157	6,433	3,104	3,892	66.1	65.3
LNST công ty mẹ	2,927	3,818	5,268	5,621	(44.4)	(32.1)

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

* Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam được thành lập từ 1975. Các ngành nghề kinh doanh chính của công ty bao gồm: cao su và công nghiệp cao su, gỗ và khu công nghiệp. Tập đoàn có vị thế dẫn đầu ở tất cả ngành nghề kinh doanh cốt lõi, định hướng tương lai trở thành doanh nghiệp đầu ngành phát triển KCN với quỹ đất cao su tiềm năng chuyển đổi lớn.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

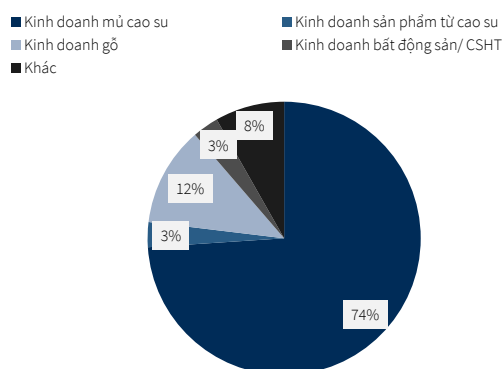
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,135	4,590	11%	Hoàn thành 18% doanh thu kế hoạch 2024 đặt ra (24,999 tỷ VND)
-Mủ cao su	2,916	3,391	16%	Giá cao su 1Q2024 tăng mạnh so với cùng kỳ, giá trung bình đạt 36.7 triệu VND/ tấn, tăng hơn 4 triệu VND/tấn so với giá cao su trung bình năm 2023.
-Công nghiệp cao su	93	135	45%	Nhu cầu các sản phẩm từ cao su, đặc biệt là sản phẩm lốp xe tăng.
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	557	540	-3%	
-Bất động sản/ CSHT	140	142	2%	
Lợi nhuận gộp	1,006	1,076	7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	24%	23%	-1 ppt	Giảm do tăng tỷ trọng doanh thu mangan cao su – mangan có biên gộp thấp.
Thu nhập tài chính	231	227	-2%	
Chi phí tài chính	-143	-111	-22%	Chi phí lãi vay giảm hơn 27 tỷ VND.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-11	-6	-45%	Hoạt động của công ty Gỗ MDF VRG – Donghua cải thiện, mức lỗ giảm từ gần 12 tỷ VND 1Q2023 xuống còn lỗ gần 3 tỷ VND trong 1Q2024.
SG&A	-471	-477	1%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	612	709	16%	
Thu nhập khác	336	70	-79%	Giảm mạnh do giảm thu nhập từ tiền bồi thường so với 1Q2023, từ 211 tỷ VND xuống hơn 3 tỷ VND.
Lợi nhuận trước thuế	948	778	-18%	
Lợi nhuận sau thuế	756	650	-14%	Hoàn thành 19% LNST kế hoạch 2024 (3,437 tỷ VND).
LNST công ty mẹ	550	476	-14%	
<i>Biên LNST</i>	13%	10%	-3 ppts	

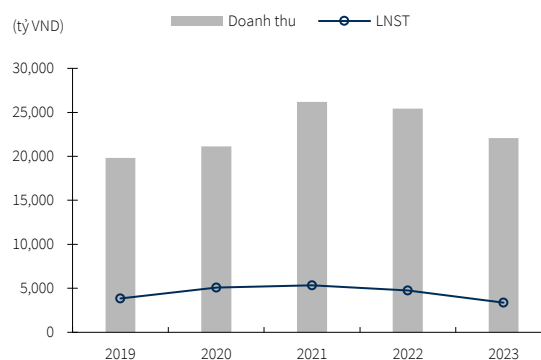
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu GVR 1Q2024



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh thu và LNST GVR 2019 - 2023



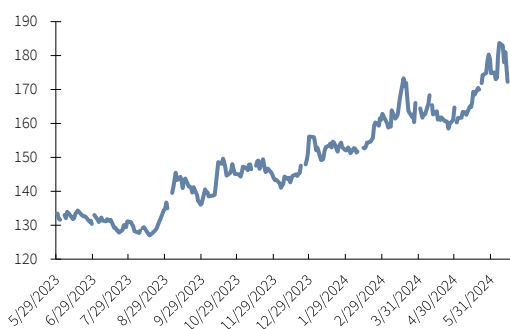
Nguồn: GVR, KBSV

Giá cao su trung bình của GVR tháng 6 đã đạt hơn 38 triệu/tấn, kì vọng tiếp tục duy trì mức giá cao đến cuối năm

Giá cao su thế giới hiện đang ở mức 172 US cents/kg (+10.4% ytd), điều chỉnh nhẹ sau khi đạt đỉnh ở mức 183 US cents/kg hồi đầu tháng 6 (vượt đỉnh giá cao su 3 năm trở lại đây). Giá cao su thế giới được dự báo sẽ tiếp tục neo ở mức cao, có thể tăng đạt 190 Cents/kg trong 1 năm tới do (1) giá dầu vẫn neo ở mức cao và (2) thời tiết không thuận lợi tại 2 thị trường có sản lượng cao su lớn là Thái Lan và Indonesia. Tại Việt Nam, giá cao su xuất khẩu vẫn liên tục duy trì đà tăng ở mức 2 – 4%/tháng từ đầu năm đến nay.

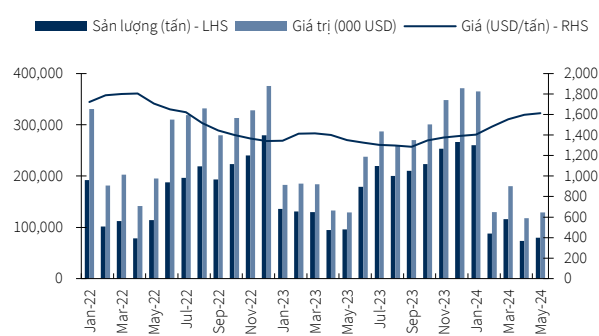
Giá cao su trung bình tháng 6 của GVR đã đạt mức 38.4 triệu VND/tấn, tăng 6 triệu VND/tấn so với giá cao su trung bình của GVR năm 2023. Chúng tôi kì vọng giá cao su vẫn neo ở mức cao từ nay đến cuối năm do sự thiếu hụt nguồn cung đến từ sản lượng sụt giảm tại Thái Lan và Indonesia, trong khi nhu cầu về cao su tự nhiên dùng để sản xuất sảm lốp xe vẫn ở mức ổn định nhờ sự phục hồi của ngành sản xuất ô tô và sảm lốp xe, đặc biệt tại thị trường Trung Quốc.

Biểu đồ 4. Giá hợp đồng tương lai cao su TSR20 (cents/kg)



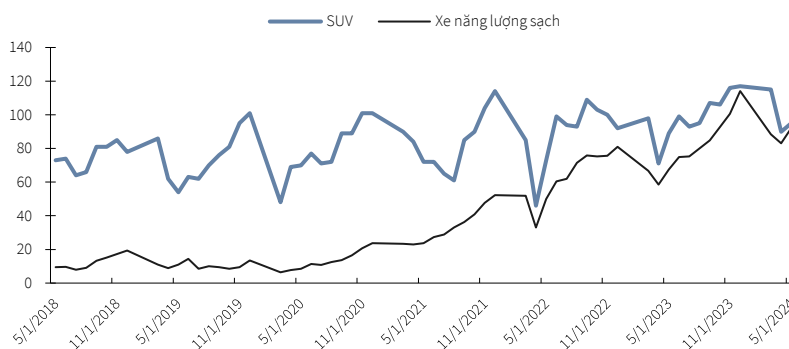
Nguồn: bloomberg

Biểu đồ 5. Sản lượng và giá xuất khẩu cao su Việt Nam



Nguồn: Bộ Công thương

Biểu đồ 6. Sản lượng xe điện và xe SUV tại Trung Quốc (10,000 chiếc)



Nguồn: bloomberg

Tiềm năng từ đất cao su chuyển đổi của GVR trở nên rõ ràng hơn nhờ (1) quy hoạch nhiều tỉnh phía Nam được thông qua và (2) quyết định số 227 về điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất

Từ cuối 2023 đến nay, 3 tỉnh GVR sở hữu quỹ đất cao su lớn Tây Ninh, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Phước đã được Thủ tướng phê duyệt quy hoạch tỉnh với tổng diện tích chuyển đổi lên đến gần 25,000 ha. Ngoài ra, Bình Dương và Đồng Nai cũng đang chờ được thông qua quy hoạch kì cuối. Quỹ đất cao su lớn này khi được tiến hành chuyển đổi thành KCN, CCN và cơ sở hạ tầng sẽ đảm bảo dòng tiền từ bồi thường, cũng như cho thuê KCN cho doanh nghiệp trong dài hạn.

GVR cho biết đang xin các cấp có thẩm quyền ưu tiên để làm chủ đầu tư các KCN, CCN trên đất cao su do tập đoàn quản lý. Ngoài gần 3,000 ha đất đã và đang xin chấp thuận chủ trương đầu tư, tập đoàn có kế hoạch tiếp tục làm việc với các cấp thẩm quyền để triển khai phát triển thêm 16,592 ha. Trong đó Tập đoàn làm chủ đầu tư 10,977 ha, các đơn vị đầu tư 5,615 ha.

Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 ban hành tháng 3 vừa qua đã bổ sung chỉ tiêu sử dụng đất cho nhiều tỉnh phía Nam, trong đó Bình Phước được bổ sung thêm tới 650 ha, nâng dự địa phát triển quỹ đất của tỉnh lên 850 ha. Sự điều chỉnh này kỳ vọng sẽ tác động tích cực tiến độ của các dự án Minh Hưng III, Nam Đồng Phú và Bắc Đồng Phú.

Ảnh 7. Sơ đồ mặt bằng Nam Tân Uyên 3

KCN Nam Tân Uyên nằm trong vùng kinh tế trọng điểm của tỉnh Bình Dương. Nam Tân Uyên 3 sở hữu tổng diện tích hơn 345ha, gần cảng Xà lan và ICD Thạch Phước, cách cảng Cát Lát 32km, cụm cảng quốc tế nước sâu Cái Mép 90km, cách Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất 32km, kết nối tốt với cơ sở hạ tầng giao thông

Sau khi nhận quyết định giao đất vào giữa 2023, NTC 3 đang chờ thẩm định tiền sử dụng đất. Tính đến hết 1Q2024, Nam Tân Uyên đã nhận 744 tỷ VND tiền cọc cho 100 ha đất ký MOU. Giá cho thuê NTC 3 hiện tại đang ở mức 140 USD/ha/chu kỳ thuê.



Nguồn: namtanuyen.com.vn

Ảnh 8. Hiệp Thạnh 1

Dự án đầu tư xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng KCN Hiệp Thạnh – giai đoạn 1 có diện tích hơn 494 ha với tổng vốn đầu tư 2,350 tỷ VND

Dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư là GVR vào ngày 3/4/2024 vừa qua, dự kiến có thể bắt đầu cho thuê từ 2025.



Nguồn: GVR

Bảng 9. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2024 – 2026

	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	TLSH	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	NTC	Bình Dương	344	42%	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư và có quyết định giao đất, chờ xác định tiền sử dụng đất
Rạch Bắp GD2	CTCP CN An Điền	Bình Dương	360	93%	Đã được Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ
Tân Lập	PHR 51%, Kaiser Furniture 49%	Bình Dương	400	34%	
Minh Hưng III MR	CTCP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	577	55%	Đã xong báo cáo tiền khả thi, đang trình thẩm định tại Bộ KHĐT
Bắc Đồng Phú MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	317	45%	Đã được Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ
Nam Đồng Phú MR	CTCP Hạ tầng & BĐS Đồng Phú	Bình Phước	480	45%	
Hiệp Thành 1	GVR	Tây Ninh	495	85%	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào đầu tháng 3/2024

Nguồn: GVR, KBSV tổng hợp

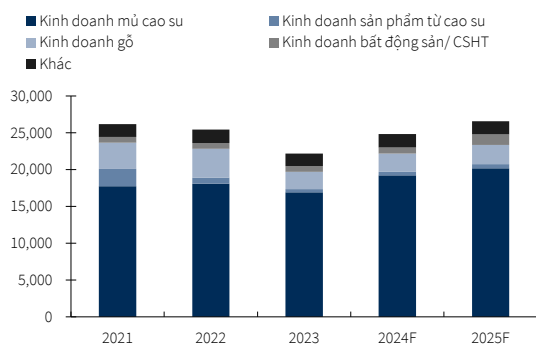
DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	22,080	24,831	12%	26,581	7%	Hoàn thành 99% doanh thu kế hoạch 2024 (24,999 tỷ VNĐ)
-Mủ cao su	16,933	19,211	13%	20,192	5%	Sản lượng cao su tiêu thụ tăng nhẹ 1% đạt 524,000 tấn. Giá cao su trung bình năm của GVR đạt hơn 37 triệu VNĐ/tấn (+8% yoy)
-Công nghiệp cao su	428	505	18%	547	8%	Hưởng lợi từ việc lốp xe của Thái Lan bị áp thuế chống phá giá tại Mỹ từ giữa 2024
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	2,319	2,460	6%	2,609	6%	Đơn hàng gỗ phục hồi nhẹ
-Bất động sản/ CSHT	784	812	4%	1,419	75%	2025 ghi nhận doanh thu cho thuê 20 ha từ KCN Hiệp Thành 1
Lợi nhuận gộp	4,749	5,579	17%	6,184	11%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	21.5%	22.5%	+1 ppt	23.3%	+0.8 ppts	
Thu nhập tài chính	1,186	1,193	1%	1,346	13%	
Chi phí tài chính	-530	-503	-5%	-364	-28%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-201	36	-118%	410	1039%	Nam Tân Uyên 3 ghi nhận doanh thu cho thuê 20 ha trong 2024, KCN Bắc Đồng Phú cho thuê 20 ha trong 2025.
SG&A	-2,460	-2,558	4%	-2,738	7%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,744	3,747	37%	4,839	29%	
Thu nhập khác	1,380	907	-34%	1,230	36%	Giảm do giảm thu nhập từ bồi thường
Lợi nhuận trước thuế	4,124	4,654	13%	6,069	30%	
Lợi nhuận sau thuế	3,370	3,816	13%	4,976	30%	Hoàn thành 111% lợi nhuận kế hoạch 2024 (3,437 tỷ VNĐ)
LNST công ty mẹ	2,585	2,927	13%	3,818	30%	
<i>Biên LNST</i>	11.7%	11.8%	+1 ppt	14.4%	+2.6 ppts	

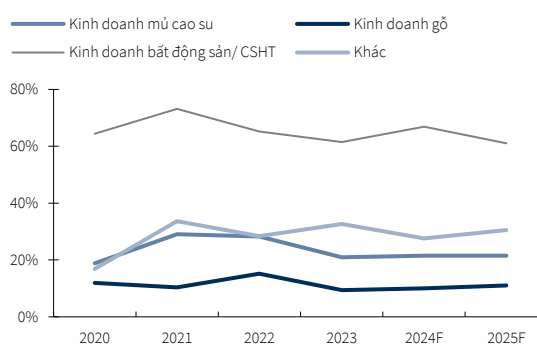
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 11. Dự phóng cơ cấu doanh thu GVR (tỷ VNĐ)



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 12. Ước tính biên LNG các mảng kinh doanh của GVR



Nguồn: GVR, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu
38,800 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cho GVR với 3 mảng định giá chính: (1) cao su và gỗ, (2) khu công nghiệp và (3) các mảng kinh doanh khác. Cụ thể:

- Mảng BĐS KCN: chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KCN của GVR dựa trên diện tích cho thuê tiềm năng.
- Mảng cao su & gỗ: chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm do các hoạt động này thu về dòng tiền ổn định

Mức giá mục tiêu cho GVR là 38,800 VND/cp, tương ứng với mức tiềm năng tăng giá 16.3% so với mức giá đóng cửa 33.350 VND/cp ngày 17/06/2024 dựa trên các yếu tố:

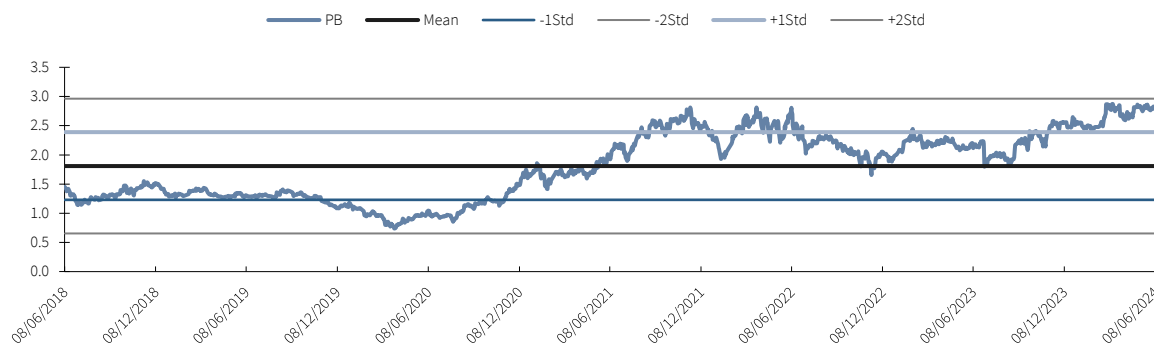
- Giá cao su 2024 dự kiến tăng 8% so với bình quân 2023, sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ ở mức 1%. Biên gộp mảng khai thác mỏ cao su tăng từ 21% năm 2023 lên 21.5% năm 2024.
- Về mảng công nghiệp cao su, doanh thu từ găng tay cao su dự kiến đi ngang, doanh thu từ các sản phẩm khác tăng 20% do sự phục hồi của nhu cầu sắm lớp ô tô.
- Nam Tân Uyên 3 dự kiến sẽ hoàn thành nộp tiền sử dụng đất trong năm nay và có thể đóng góp vào kết quả kinh doanh cho GVR từ cuối năm với mức giá cho thuê trung bình 140 USD/m²/chu kỳ thuê. Hiệp Thạnh 1 kì vọng có thể cho thuê từ 2025 với mức giá 100 USD/m²/chu kỳ thuê. Các KCN Rạch Bắp GD2, Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR kì vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của GVR từ 2026 với tốc độ lấp đầy tương đối nhanh do cung đất KCN vẫn đang ở mức thấp, tỷ lệ hấp thụ đất KCN ở phía Nam vẫn luôn duy trì ở mức cao.
- Chúng tôi giả định GVR có thể hoàn thành chuyển đổi đất cho hơn 19,000 ha đất KCN tự phát triển tại các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước, Bà Rịa – Vũng Tàu, 6,000 ha đất KCN cho chủ đầu tư chưa xác định trong giai đoạn 20 năm tới. Mức bồi thường trên đất chuyển đổi ước tính 1.2 – 2.5 tỷ/ha tùy địa phương.

Bảng 13. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Cao su và gỗ	DCF	54,950
Khu công nghiệp	RNAV	86,103
Khác	BV	3,450
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		16,356
Nợ vay		5,927
Giá trị doanh nghiệp		154,932
Số cổ phiếu lưu hành		4,000
Giá mục tiêu		38,800
Giá hiện tại		33,350
Dự địa tăng trưởng		16.3%

Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 14. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	25,426	22,080	24,831	26,581
Giá vốn hàng bán	19,084	17,331	19,252	20,397
Lãi gộp	6,342	4,749	5,579	6,184
Thu nhập tài chính	885	1,186	1,189	1,343
Chi phí tài chính	696	530	508	346
Trong đó: Chi phí lãi vay	491	443	508	346
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	204	-201	36	410
Chi phí bán hàng	591	590	571	611
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,763	1,869	1,986	2,126
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	4,381	2,744	3,738	4,854
Thu nhập khác	1,793	1,661	1,120	1,518
Chi phí khác	473	281	213	288
Thu nhập khác, ròng	1,321	1,380	907	1,230
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	5,702	4,124	4,645	6,083
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	948	754	836	1,095
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,753	3,370	3,809	4,988
Lợi ích của cổ đông thiểu số	914	785	887	1,162
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,839	2,585	2,922	3,827

Chỉ số hoạt động

(%)	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.9%	21.5%	22.5%	23.3%
Tỷ suất EBITDA	33.6%	31.7%	30.9%	34.2%
Tỷ suất EBIT	24.4%	20.7%	20.8%	24.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	22.4%	18.7%	18.7%	22.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.2%	12.4%	15.1%	18.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	24.9%	21.5%	15.3%	18.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	5,702	4,124	4,645	6,083
Khấu hao TSCĐ	2,459	2,443	2,281	2,357
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	501	443	508	346
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	7,458	5,232	7,434	8,786
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	153	-109	-79	-208
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-683	826	-574	-235
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-666	-351	136	-55
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-30	100	3	29
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	-3,677	-1,511	60	30
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,343	2,845	5,945	7,813
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-802	-761	-997	-1,333
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	673	544	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,616	-2,260	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,753	1,687	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-47	-143	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	32	3	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	469	352	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-539	-578	-997	-1,333
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	4,671	4,572	1,200	2,354
Tiền trả các khoản đi vay	-6,264	-5,405	-2,844	-4,198
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-119	-100	-114	-150
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,712	-934	-1,758	-1,994
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-908	1,333	3,190	4,486
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,304	4,370	5,678	8,868
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4,370	5,678	8,868	13,354

Nguồn: GVR, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
(Báo cáo chuẩn)				
Tổng Cộng Tài Sản	78,377	78,385	80,974	84,953
Tài Sản Ngắn Hạn	23,396	24,186	28,048	33,051
Tiền và tương đương tiền	4,370	5,678	8,868	13,354
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,212	11,227	11,227	11,227
Các khoản phải thu	2,732	2,867	2,946	3,154
Hàng tồn kho, ròng	4,116	3,377	3,952	4,187
Tài Sản Dài Hạn	54,981	54,200	52,927	51,903
Phải thu dài hạn	674	653	653	653
Tài sản cố định	33,944	34,459	33,186	32,162
Tài sản dở dang dài hạn	12,095	10,783	10,783	10,783
Đầu tư dài hạn	2,823	2,988	2,988	2,988
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	24,911	23,532	22,416	21,556
Nợ ngắn hạn	10,368	10,017	10,828	9,484
Phải trả người bán	917	927	1,063	1,008
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	324	345	0	0
Vay ngắn hạn	2,817	2,844	2,950	1,255
Nợ dài hạn	14,543	13,515	11,587	12,072
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	101	79	79	79
Doanh thu chưa thực hiện	9,093	8,947	8,768	9,403
Vay dài hạn	4,596	3,735	1,985	1,836
Vốn Chủ Sở Hữu	53,466	54,854	58,549	63,387
Vốn góp	40,000	40,000	40,000	40,000
Thặng dư vốn cổ phần	199	326	326	326
Lãi chưa phân phối	4,981	5,030	3,695	4,839
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	74	45	45	45
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	41.3	51.6	45.6	34.9
P/E pha loãng	41.3	51.6	45.6	34.9
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1
P/S	5.8	2.5	6.3	5.8
P/Tangible Book	2.8	1.0	2.7	2.5
P/Cash Flow	110	19	26	20
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.3	7.9	20.2	17.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	23.9	12.1	30.1	24.1
Hiệu quả quản lý				
ROE	8.9%	6.1%	6.5%	7.9%
ROA	6.1%	4.3%	4.7%	5.9%
ROIC	9.3%	7.0%	8.0%	10.1%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.50x	1.69x	1.86x	2.59x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.77x	1.11x	1.05x	1.02x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.77x	1.97x	2.13x	2.92x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.09	0.07	0.03	0.03
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.06	0.05	0.02	0.02
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.05	0.05	0.05	0.02
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.04	0.04	0.04	0.01
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.19	0.18	0.18	0.15
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.13	0.13	0.13	0.11
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.47	0.43	0.38	0.34
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.32	0.30	0.28	0.25
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.3	7.7	8.4	8.4
Hệ số quay vòng HTK	4.6	5.1	4.9	4.9
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	22.3	18.0	19.9	19.9

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.