

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Mở khóa triển vọng chuyển đổi đất cao su

20/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
trangnt6@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Năm 2024, LNST đạt 5,103 tỷ VND (+51%YoY), hoàn thành 148% kế hoạch lợi nhuận

Năm 2024, doanh thu và LNST của GVR đạt lần lượt là 26,254/5,103 tỷ VND (+19%/+51%YoY). Trong đó, doanh thu từ mảng cao su đạt 20,362 tỷ VND (+21%YoY) đóng góp chính vào mức tăng trưởng, nhờ giá xuất khẩu cao su tăng tích cực trong năm 2024 (+25-30% YoY).

Mở khóa triển vọng chuyển đổi đất cao su

Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng chuyển đổi đất cao su của GVR, nhờ các KCN đã có pháp lý rõ ràng hơn. KBSV ước tính GVR sẽ chuyển đổi với hơn 3,444 ha diện tích đất cao su trong giai đoạn 2025 – 2028, đóng góp thu nhập 1,911 tỷ đồng/năm. Phần diện tích đất chuyển đổi gồm Bình Dương (786 ha), Đồng Nai (2,658 ha) và Bình Phước (184 ha), trong đó, diện tích đất tại Đồng Nai đã được HĐND tỉnh phê duyệt và thống nhất phương án bồi thường GPMB (T2/2025), tạo điều kiện thuận lợi giúp đẩy nhanh quá trình chuyển đổi đất.

Mảng cao su – duy trì xu hướng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng thị trường xuất khẩu chính Trung Quốc, sẽ đẩy mạnh nhập khẩu cao su do nhu cầu sản xuất lốp xe tăng và lượng hàng tồn kho cao su đang ở mức thấp nhất lịch sử. Bên cạnh đó, tình trạng thiếu cung toàn cầu sẽ hỗ trợ giá duy trì ở mức cao. KBSV dự báo doanh thu mảng cao su trong năm 2025/2026 đạt 22,004/22,374 tỷ VND (+8%/2%YoY) .

Khuyến nghị TRUNG LẬP với GVR, giá mục tiêu 38,800 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu của GVR đã tăng 25% tính từ đầu năm, phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với GVR, định giá hợp lý ở mức 38,800VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 12% so với giá đóng cửa ngày 19/03/2025.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	38,800 VND
Tăng/giảm (%)	12%
Giá hiện tại (19/03/2025)	34,800 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	n/a
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	132.0/5.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	74.8/2.9
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (96.7%)

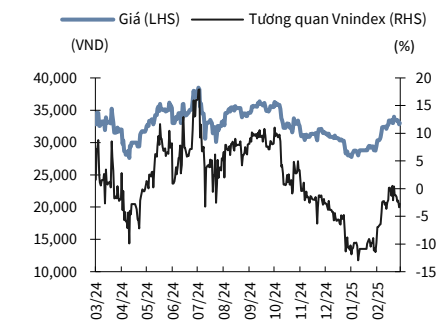
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8.7	5.1	-4.6	0.6
Tương đối	4.8	0.1	-10.6	-4.3

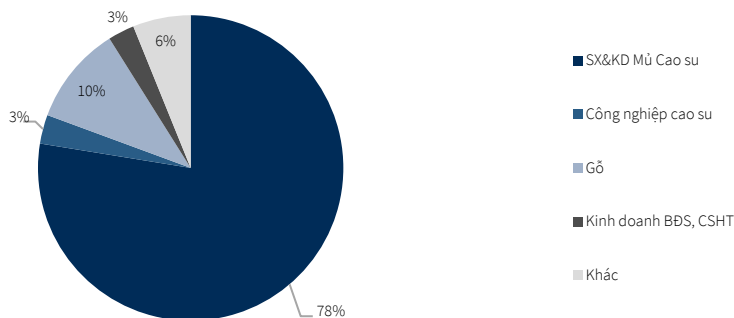
Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,138	26,254	28,439	29,437
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,796	5,001	5,160	5,105
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,623	4,213	5,014	4,975
EPS (VND)	656	1,053	1,254	1,244
Tăng trưởng EPS (%)	-32%	61%	19%	-1%
P/E (x)	32.0	28.8	26.3	26.5
P/B (x)	1.5	2.1	2.0	1.9
ROE (%)	6%	9%	9%	9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.10%	0.00%	0.09%	0.09%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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.

Điểm nhấn đầu tư

Dự báo sản lượng cao su tăng 8% YoY trong 2025. Tình trạng thiếu cung cao su toàn cầu và nhu cầu nhập khẩu từ Trung Quốc tăng là yếu tố giúp sản lượng tiêu thụ cao su của GVR tăng trưởng

LNST tăng mạnh nhờ chuyển đổi đất cao su. KBSV ước tính LNST năm 2025 của GVR đạt 6,074 tỷ VND (+19% YoY), mức tăng này chủ yếu được đóng góp từ thu nhập chuyển đổi đất cao su đạt 1,911 tỷ VND

Quỹ đất lớn đảm bảo cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn. GVR có tiềm năng chuyển đổi khoảng 18,000ha đất cao su sang KCN và có kế hoạch phát triển KCN với diện tích 2,201 ha trong 2025 – 2030

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

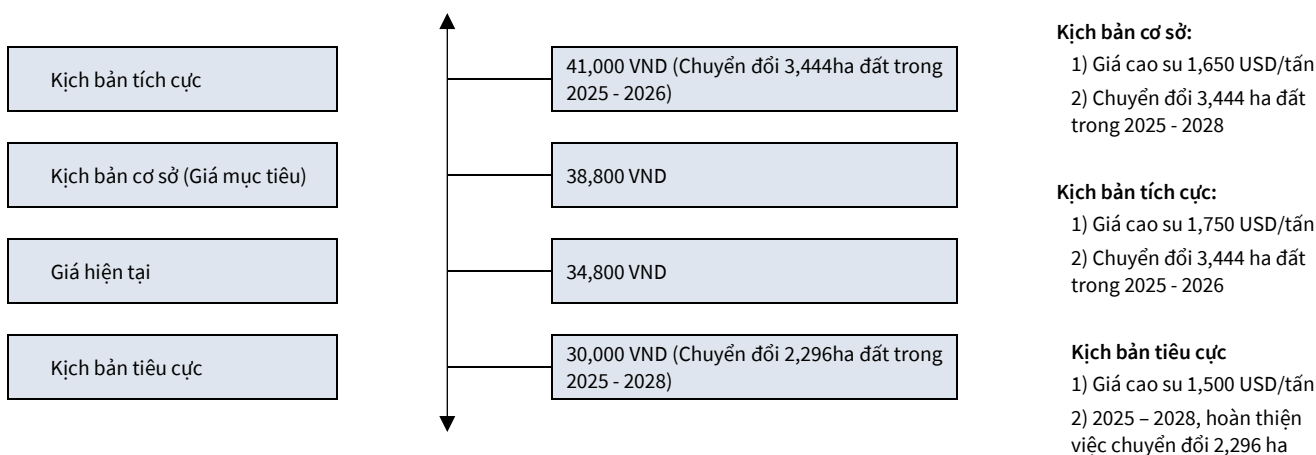
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	28,439	29,437	-	-	-	-	-	-
EBIT	7,072	7,017	-	-	-	-	-	-
LNST công ty mẹ	5,014	4,975	-	-	-	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

Quan điểm định giá



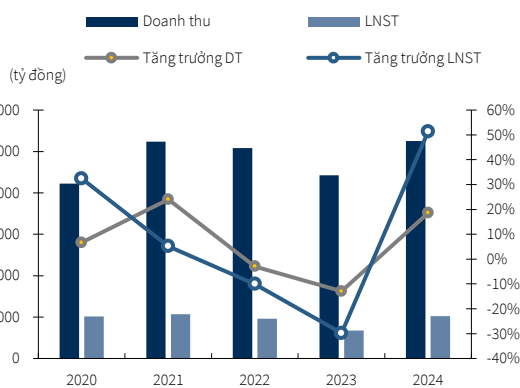
Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	7,591	9,301	23%	22,138	26,254	19%	Hoàn thành 105% doanh thu kế hoạch 2024 (24,999 tỷ VNĐ)
- SX&KD Mủ Cao su	6,065	7,526	24%	16,789	20,362	21%	Doanh thu tăng nhờ đà tăng mạnh của giá mủ cao su tự nhiên xuất khẩu. Giá cao su xuất khẩu trung bình năm 2024 của GVR đạt 1,701 USD/tấn, tăng 26% YoY
- Công nghiệp cao su	131	281	114%	464	804	73%	Doanh thu tăng từ việc tăng sản lượng xuất khẩu lốp xe nhờ hưởng lợi từ việc lốp xe của Thái Lan bị áp thuế chống phá giá tại Mỹ từ giữa năm 2024
- Gỗ	660	706	7%	2,363	2,745	16%	Thị trường Mỹ hồi phục, giá trị xuất khẩu gỗ của Việt Nam 2024 tăng 20.3% YoY
- Kinh doanh BĐS, CSHT	211	323	53%	814	735	-10%	
- Khác	524	465	-11%	1,709	1,608	-6%	
Lợi nhuận gộp	1,603	3,076	92%	4,963	6,908	39%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21%</i>	<i>33%</i>	<i>+12pp</i>	<i>22%</i>	<i>26%</i>	<i>+4pp</i>	
Thu nhập tài chính	351	378	7%	1,115	1,065	-4%	
Chi phí tài chính	131	103	-22%	1,115	1,065	-29%	Giảm nhờ giảm nợ vay dài hạn xuống còn 2,911 tỷ đồng (-18% so với đầu năm)
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	85	104	22%	-208	161	178%	Trong năm 2023, Công ty Gỗ MDF VRG – Donghwa lỗ 606 tỷ đồng
SG&A	885	1,023	16%	2,456	2,694	10%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,023	2,432	138%	2,796	5,001	79%	
Thu nhập khác	753	500	-34%	1,318	915	-18%	Thu nhập khác giảm chủ yếu do không còn khoản bồi thường từ VSIP 3
Lợi nhuận trước thuế	1,672	2,707	62%	4,114	5,916	44%	
Lợi nhuận sau thuế	1,416	2,398	69%	3,373	5,103	51%	Hoàn thành 148% LNST kế hoạch 2024 (3,437 tỷ VNĐ)
LNST công ty mẹ	1,164	1,973	69%	2,623	4,213	61%	
<i>Biên LNST</i>	<i>19%</i>	<i>26%</i>	<i>+7pp</i>	<i>12%</i>	<i>16%</i>	<i>+4pp</i>	

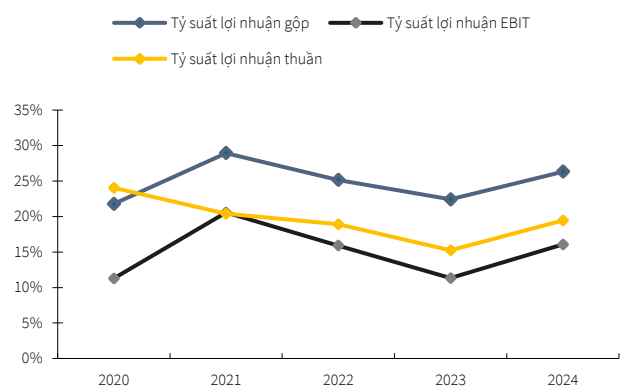
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. KQKD giai đoạn 2020-2024



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 2. Biên lợi nhuận giai đoạn 2020-2024



Nguồn: GVR, KBSV

Mở khóa cho triển vọng chuyển đổi đất cao su

Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng chuyển đổi đất cao su của GVR sang các KCN (bảng 2), sau khi các KCN này đã có pháp lý rõ ràng hơn. KBSV dự báo, GVR có thể nhận 1,911 tỷ đồng/năm từ tiền bồi thường chuyển đổi 3,444 ha đất trong giai đoạn 2025-2028 (đã loại trừ diện tích GVR tự phát triển), với mức giá 1-2,5 tỷ đồng/ha, được đóng góp bởi:

(1) Diện tích đất chuyển đổi tại Đồng Nai đạt 2,658 ha

Tháng 2/2025, tỉnh Đồng Nai đã phê duyệt phương án bồi thường GPMB, liên quan đến việc thu hồi hơn 4,577 ha đất cao su. Trong đó, hơn 2,658ha diện tích đất cao su chuyển đổi sang KCN đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đầu tư, bao gồm KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp (2,000 ha); KCN Xuân Quế - Sông Nhạn (GD1 là 1,819ha, trong đó, 364ha là diện tích đất cao su 3); KCN Long Đức GD 2 (294ha)

(2) Diện tích đất chuyển đổi tại Bình Dương cho KCN Bắc Tân Uyên 1 (786ha)

KCN Bắc Tân Uyên 1 (786ha) đã được Tỉnh Bình Dương phê duyệt Quy hoạch chung xây dựng 1/5000. Theo kế hoạch, chủ đầu tư là Tập đoàn Thaco, dự kiến khởi công xây dựng vào tháng 9/2025. Do nhu cầu thuê đất và tỷ lệ lấp đầy các KCN tại Bình Dương đang ở mức cao (2024 đạt 94%), chúng tôi kỳ vọng KCN Bắc Tân Uyên 1 sẽ sớm hoàn thành các thủ tục pháp lý còn lại để bắt đầu triển khai và tiến hành đền bù GPMB trong 2025 – 2026.

Ngoài ra, theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, GVR sẽ chuyển đổi 40,000 ha đất cao su đến năm 2040. Trong đó, hơn 22,000 ha đất chuyển đổi sang KCN có trong Quy hoạch các tỉnh giai đoạn 2021-2030. Chúng tôi cho rằng, việc chuyển đổi đất cao su sang KCN sẽ mang lại lợi nhuận đáng kể cho công ty trong dài hạn.

Bảng 2. Phần đất cao su có thể chuyển đổi sang các KCN trong 2025 – 2026

	Địa điểm	Diện tích đất cao su chuyển đổi (theo Quy hoạch 2021 - 2030) (ha)	Thông tin	Chủ sở hữu phần diện tích đất cao su	
	KCN Long Đức (Giai đoạn 2)	Đồng Nai	294	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 2025 - Chủ đầu tư: VRG Long Đức	- Đất cao su TCT Cao Su Đồng Nai (GVR sở hữu 100%)
	KCN Bàu Cạn - Tân Hiệp	Đồng Nai	2,000	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 2025 - Chủ đầu tư: CTCP KCN Tân Hiệp	- Đất cao su TCT Cao Su Tân Biên (GVR sở hữu 98%)
	KCN Xuân Quế - Sông Nhạn	Đồng Nai	364	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 2025 - Chủ Đầu tư: CTCP KCN Xuân Quế - Quỹ đất 3,595ha, GD1 là 1,819ha. Trong đó, 364ha là diện tích đất cao su	- Đất cao su CTCP Cao su Bình Long (GVR sở hữu 100%)
	KCN Rạch Bắp GD 2	Bình Dương	360	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (T12/2024) - Chủ đầu tư: CTCP Công nghiệp An Điền (GVR sở hữu 93%)	- Đất cao su Công ty TNHH MTV Cao su Dầu Tiếng (GVR sở hữu 100%)
	Bắc Tân Uyên 1	Bình Dương	786	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/5000 (2025) - Chủ đầu tư: Thaco - Dự kiến thực hiện dự án trong 2025	- Đất cao su của CTCP Cao su Phước Hòa (GVR sở hữu 67%)
	KCN Bắc Đồng Phú giai đoạn II	Bình Phước	184	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 2025 - Chủ đầu tư: CTCP KCN Bắc Đồng Phú (GVR sở hữu 56%)	Đất cao su CTCP Cao su Đồng Phú (GVR sở hữu 56%)
	KCN Minh Hưng III (Giai đoạn 2)	Bình Phước	427	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (T2/2025) - Chủ đầu tư: CTCP Cao Su Bình Long (GVR sở hữu 100%)	- Đất cao su CTCP Cao su Bình Long (GVR sở hữu 100%)
Tổng			4,420		
	- KCN GVR tự phát triển		971		
	- KCN các công ty khác phát triển		3,444		

Nguồn: Quy hoạch các tỉnh giai đoạn 2021 – 2030, KBSV

Màng cao su – duy trì xu hướng tích cực

Chúng tôi kỳ vọng màng cao su của GVR duy trì tăng trưởng trong giai đoạn 2025 – 2026, với xu hướng tích cực về sản lượng tiêu thụ. Giá xuất khẩu có thể giảm nhẹ từ đỉnh năm 2024, nhưng tình trạng thiếu cung toàn cầu vẫn sẽ là động lực chính giúp giá cao su tự nhiên duy trì ở mức cao (1,600 – 1,700 USD/tấn). Năm 2025, KBSV dự báo sản lượng tiêu thụ cao su của GVR đạt 512,922 tấn (+8%YoY), đóng góp 22,004 tỷ đồng vào doanh thu 2025 (+8%YoY), nhờ vào:

(1) Nhu cầu tích cực

Phục hồi nhu cầu từ thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc, chiếm hơn 70% thị phần xuất khẩu cao su của Việt Nam. Trung Quốc được dự báo sẽ tăng cường nhập khẩu cao su vào năm 2025, do: (i) theo S&P Global, doanh số bán ô tô toàn cầu dự báo tăng 1.7% YoY trong 2025. Sự tăng trưởng này sẽ kéo theo sự gia tăng của ngành sản xuất lốp xe tại Trung Quốc, (quốc gia chiếm hơn 50% sản lượng lốp xe toàn cầu); (ii) Lượng tồn kho cao su tại Trung Quốc đang ở mức thấp nhất lịch sử, điều này dẫn đến nhu cầu tái nhập kho nguồn nguyên liệu cao su trong các quý tới (biểu đồ 5).

(2) Điều kiện tự nhiên thuận lợi giúp tăng sản lượng khai thác

Sản lượng cao su Việt Nam dự báo tăng nhẹ trong 2025 – 2026 sau khi El nino kết thúc. Chỉ số ONI dự báo sẽ duy trì ở pha trung tính trong giai đoạn 2025-2027, thời tiết thuận lợi sẽ giúp năng suất cho mủ của cây cao su tăng cao hơn từ 3-10%/năm (biểu đồ 7).

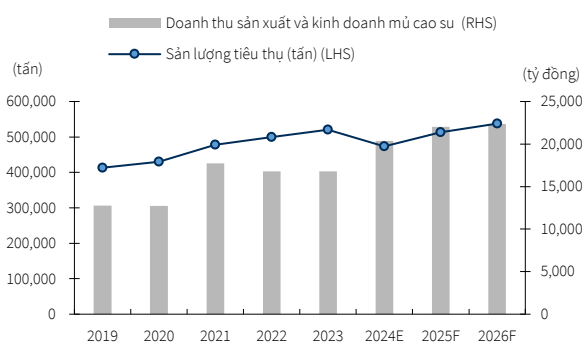
(3) Dự báo nguồn cung cao su toàn cầu tiếp tục thiếu hụt trong 2025

Nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu dự kiến tiếp tục thiếu hụt trong năm 2025 (biểu đồ 6), chủ yếu do sản lượng Indonesia (quốc gia sản xuất và xuất khẩu lớn thứ hai thế giới) dự báo giảm 9.8%YoY theo Hiệp hội Các nước Sản xuất Cao su Tự nhiên (ANRPC). Điều này có lợi cho các nước xuất khẩu khác như Việt Nam.

(4) Giá cao su xuất khẩu dự báo giảm nhẹ

Chúng tôi dự phóng giá cao su xuất khẩu trung bình của Việt Nam sẽ đạt khoảng 1,600 – 1,700 USD/tấn (- 3-5% YoY) trong năm 2025F, do: (i) mức tăng mạnh từ nền năm 2024 (+30%YoY); (ii) giá dầu có xu hướng giảm (giá dầu và giá cao su có tương quan lớn). Tuy vậy, đà giảm sẽ được kìm hãm do thiếu hụt nguồn cung.

Biểu đồ 3. Sản lượng tiêu thụ và doanh thu màng cao su GVR



Nguồn: GVR, KBSV

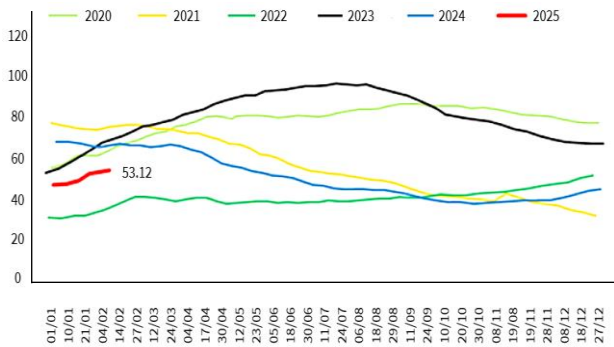
*2024, sản lượng tiêu thụ ước tính

Biểu đồ 4. Chỉ số Hợp đồng giao dịch mủ cao su TSR20



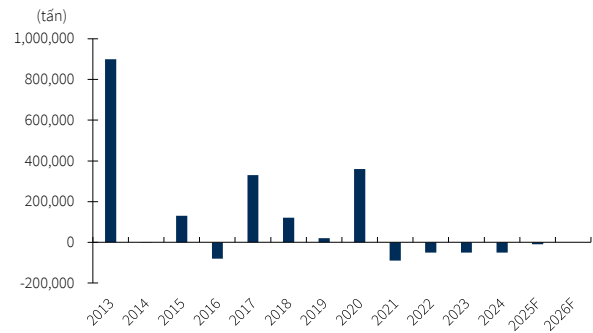
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Hàng tồn kho cao su tự nhiên Trung Quốc (Sàn Quảng Đông, nghìn tấn)



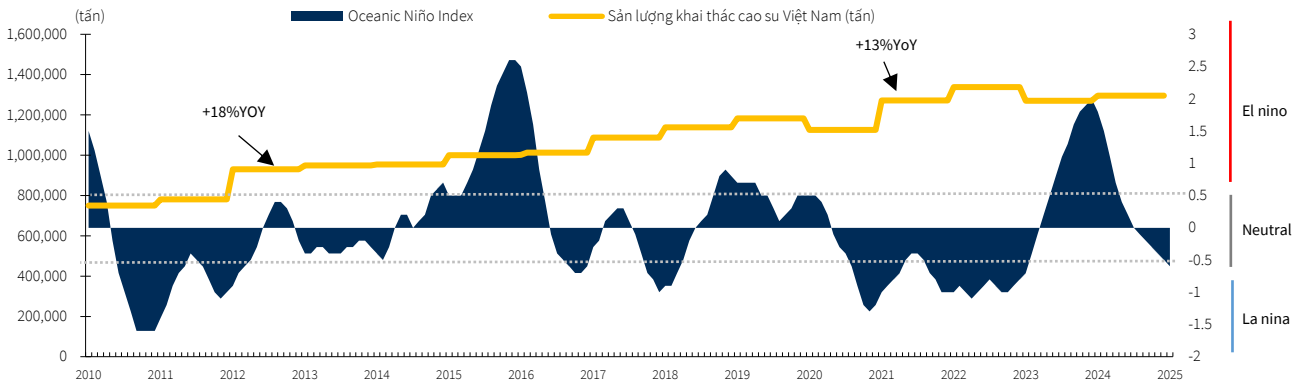
Nguồn: Hiệp hội Công nghiệp Cao su Trung Quốc (CRIIA)

Biểu đồ 6. Sản lượng dư thừa/thâm hụt nguồn cung cao su thế giới



Nguồn: Tổ chức nghiên cứu Cao su thế giới (IRSG), ANRPC, KBSV

Biểu đồ 7. Chỉ số Niño đại dương (ONI) và Sản lượng khai thác cao su Việt Nam



Nguồn: ONI, KBSV

Doanh số cho thuê đất KCN 2025 chủ yếu được đóng góp từ KCN NTU3

Trong năm 2025, KBSV dự báo thu nhập từ mảng cho thuê đất KCN của GVR dự kiến được đóng góp chủ yếu từ KCN NTU3, với diện tích cho thuê đạt 50ha, tương đương lợi nhuận đóng góp cho GVR là 104 tỷ đồng.

Cuối năm 2024 và đầu năm 2025, ba KCN của GVR đã lần lượt nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư của Chính phủ, bao gồm: KCN Rạch bấp Giai đoạn 2 (360ha) – Bình Dương; KCN Minh Hưng III mở rộng (483ha) – Bình Phước, KCN Bắc Đồng Phú mở rộng (317ha) – Bình Phước. Trong đó, chúng tôi cho rằng GVR sẽ ưu tiên tập trung nguồn lực để triển khai KCN Rạch Bấp giai đoạn 2 để tận dụng nhu cầu và giá cho thuê cao tại Bình Dương. Dự kiến, KCN Rạch Bấp GĐ2 bắt đầu bàn giao cho thuê vào năm 2026 và có thể lấp đầy vào năm 2032, với diện tích đất cho thuê hàng năm đạt 30 – 50 ha.

Biểu đồ 8. Vị trí KCN Rạch Bắp 2

KCN Rạch Bắp giai đoạn 2 (360ha) – Bình Dương; chủ đầu tư là CTCP CN VRG An Điền (GVR sở hữu 93%). Tổng vốn đầu tư của dự án: 1,035 tỷ đồng

KCN Rạch Bắp nằm trong khu vực có nguồn nguyên vật liệu dồi dào của vùng Đông Nam Bộ. Nằm cạnh đường Quốc lộ 13 (11km), giáp vùng trồng cây cao su tại Dầu Tiếng – Bình Dương; cách trung tâm Tp.HCM 55km; cách cảng sông Sài Gòn 1.8km; cảng Sài Gòn 55km



Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 9. Kết nối vùng KCN 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

KCN NTU3 đã bắt đầu bàn giao từ cuối 2024



Nguồn: Báo cáo công ty

Bảng 3. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2025 – 2030

Dự án	Địa điểm	Chủ đầu tư	Sở hữu của GVR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích KCN thương mại (ha)	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	Bình Dương	NTC	42%	346	289	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2024) - Đã hoàn thành tiền đền bù GPMB - Bắt đầu bàn giao trong cuối 2024
Rạch Bắp GD2	Bình Dương	CTCP CN VRG An Điền	93%	360	234	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2024)
Tân Lập (GD1)	Bình Dương	PHR 51%, Kaiser Furniture 49%	34%	200	130	- Đã có trong quy hoạch tỉnh giai đoạn 2021 - 2030 - Đang chờ hoàn thiện quy hoạch 1/2000
Minh Hưng III (GD2)	Bình Phước	CTCP KCN Cao su Bình Long	100%	483	375	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2025)
Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	45%	317	206	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2025)
Hiệp Thạnh 1	Tây Ninh	GVR	85%	495	322	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2024)
Tổng diện tích đất KCN				2,201	1,556	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Bảng 4. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	26,254	28,439	8%	29,437	4%	
- SX&KD Mủ Cao su	20,362	22,004	8%	22,374	2%	Ước tính sản lượng tiêu thụ cao su tự nhiên tăng 8%YoY trong năm 2025, với giá cao su xuất khẩu giảm nhẹ -3% YoY
- Công nghiệp cao su	804	925	15%	1,063	15%	Kỳ vọng xuất khẩu lớp xe sang TT Mỹ tăng trưởng do lợi thế cạnh tranh gia tăng khi: (i) Lớp xe xuất khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế cao hơn; (ii) Lớp xe của Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá từ 2024
- Gỗ	2,745	3,084	12%	3,465	12%	Kỳ vọng xuất khẩu gỗ sang TT Mỹ tăng trưởng do lợi thế cạnh tranh gia tăng khi mặt hàng gỗ xuất khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế cao hơn
- Kinh doanh BDS, CSHT	735	738	0%	763	3%	
- Khác	1,608	1,688	5%	1,772	5%	
Lợi nhuận gộp	6,908	7,297	6%	7,001	-4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>	<i>+0pp</i>	<i>24%</i>	<i>-2pp</i>	
Thu nhập tài chính	1,065	1,174	10%	1,251	7%	
Chi phí tài chính	1,065	571	-46%	471	-17%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	161	104	-36%	268	158%	Năm 2025/2026, ghi nhận doanh thu từ NTU3 với diện tích bàn giao dự kiến đạt 50ha/năm
SG&A	2,694	2,844	6%	2,944	4%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,001	5,160	3%	5,105	-1%	
Thu nhập khác	915	1,911	109%	1,911	0%	Giai đoạn 2025 - 2028, ghi nhận tiền đền bù cho tổng 3,444 ha diện tích đất cao su (đã trừ phần diện tích đất chuyển đổi sang KCN do GVR tự phát triển) với mức giá dự kiến 1 - 2.5 tỷ đồng/ha
Lợi nhuận trước thuế	5,916	7,075	20%	7,020	-1%	
Lợi nhuận sau thuế	5,103	6,076	19%	6,027	-1%	
LNST công ty mẹ	4,213	5,014	19%	4,975	-1%	
<i>Biên LNST</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>+2pp</i>	<i>17%</i>	<i>-1pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị: TRUNG LẬP - 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 kinh doanh: (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: (1) diện tích cho thuê tiềm năng tại các KCN đã xác định và dự kiến có thể bắt đầu cho thuê trong 2025 – 2030 (bảng 3); (2) Hơn 4,000 ha đất KCN tại tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước và Tây Ninh sẽ được GVR tự triển khai phát triển các KCN và đưa vào cho thuê giai đoạn sau năm 2030.
- Đất cao su chuyển đổi: chúng tôi giả định GVR có thể nhận tiền bồi thường GPMB cho hơn 18,000 ha còn lại đã xác định trong quy hoạch các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Phước giai đoạn 2021 - 2030 và 17,700 ha chưa xác định (Phần diện tích đất này đã trừ đi diện tích đất KCN GVR tự phát triển). Mức giá bồi thường ước tính khoảng 1 - 2.5 tỷ đồng/ha tùy vào từng KCN.
- Mảng cao su & gỗ: chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền do các hoạt động này thu về dòng tiền ổn định.

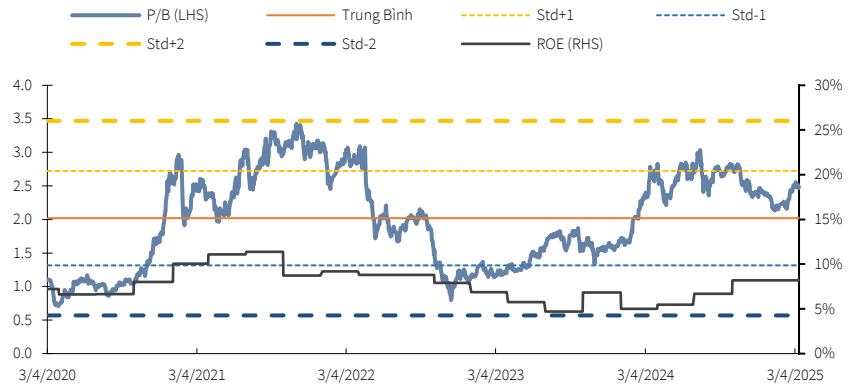
Giá cổ phiếu của GVR đã tăng 25% tính từ đầu năm, mức tăng giá này một phần đã phản ánh phần lợi nhuận tương lai của GVR. Do đó, KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với GVR, định giá hợp lý ở mức 38,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 12% so với giá đóng cửa ngày 19/03/2025.

Bảng 5. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Khu công nghiệp	RNAV	59,442
Chuyển đổi đất cao su	RNAV	25,638
Mảng cao su + chế biến gỗ	DCF	57,404
Tổng NPV		142,484
(+) Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn		19,748
(-) Vay nợ ròng		7,044
RNAV		155,189
SLCP đang lưu hành (cổ phiếu)		4,000,000,000
Giá trị cổ phiếu (VND)		38,800
Giá hiện tại (19/03/2025) (VND)		34,800
Tổng mức sinh lời		12%

Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 10. P/B và ROE của GVR giai đoạn 2020 -2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HDKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	22,138	26,254	28,439	29,437	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	78,062	83,545	88,338	92,735
Giá vốn hàng bán	-17,176	-19,346	-21,142	-22,436	TÀI SẢN NGẮN HẠN	23,842	27,739	31,341	34,055
Lãi gộp	4,963	6,908	7,297	7,001	Tiền và tương đương tiền	5,564	6,187	7,050	7,326
Thu nhập tài chính	1,115	1,065	1,174	1,251	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,355	13,561	15,641	17,662
Chi phí tài chính	-618	-439	-571	-471	Các khoản phải thu	2,546	2,523	3,111	3,220
Trong đó: Chi phí lãi vay	-478	-360	-359	-247	Hàng tồn kho, ròng	3,360	4,365	4,344	4,610
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-208	161	104	268	TÀI SẢN DÀI HẠN	54,220	55,806	56,997	58,680
Chi phí bán hàng	-591	-551	-569	-589	Phải thu dài hạn	657	690	690	690
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,864	-2,143	-2,275	-2,355	Tài sản cố định	34,438	35,355	33,580	31,799
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,796	5,001	5,160	5,105	Tài sản dở dang dài hạn	10,774	9,110	9,110	9,110
Thu nhập khác	1,654	1,363	0	0	Đầu tư dài hạn	2,957	2,641	2,641	2,641
Chi phí khác	-336	-448	0	0	Lợi thế thương mại	191	168	0	0
Thu nhập khác, ròng	1,318	915	1,911	1,911	NỢ PHẢI TRẢ	23,085	24,938	23,779	22,270
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	9,653	11,926	11,539	11,120
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	4,114	5,916	7,072	7,017	Phải trả người bán	931	985	1,034	1,108
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-741	-812	-998	-990	Người mua trả tiền trước	519	624	569	589
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,373	5,103	6,074	6,027	Vay ngắn hạn	3,003	4,133	3,171	2,244
Lợi ích của cổ đông thiểu số	750	890	1,059	1,051	Nợ dài hạn	13,432	13,013	12,240	11,150
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,623	4,213	5,014	4,975	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	79	79	79	79
					Doanh thu chưa thực hiện	8,947	9,122	9,122	9,122
					Vay dài hạn	3,577	2,911	2,138	1,048
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	54,977	58,606	64,559	70,465
					Vốn góp	54,936	58,557	64,510	70,416
					Thặng dư vốn cổ phần	326	326	326	326
					Lãi chưa phân phối	5,187	6,385	7,868	8,266
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	41	49	49	49
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22%	26%	26%	24%	(x, %, VND)				
Tỷ suất EBITDA	32%	34%	35%	34%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	21%	24%	26%	25%	P/E	32.0	28.8	26.3	26.5
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15%	19%	21%	20%	P/E pha loãng	32.0	28.8	26.3	26.5
Tỷ suất lãi hoạt động KD	13%	19%	18%	17%	P/B	1.5	2.1	2.0	1.9
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15%	19%	21%	20%	P/S	3.8	4.6	4.6	4.5
					P/Tangible Book	1.5	2.1	2.0	1.9
					P/Cash Flow	25.9	54.1	37.0	40.0
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.0	13.7	12.9	12.8
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	18.5	19.5	17.5	17.6
					Hiệu quả quản lý				
					ROE%	6%	9%	9%	9%
					ROA%	4%	6%	7%	6%
					ROIC%	8%	5%	8%	8%
					Cấu trúc tài chính				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.5	0.6	0.7
					Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	1.9	2.2	2.5
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.5	2.3	2.7	3.1
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.0	0.0
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	8.3	10.4	9.1	9.1
					Hệ số quay vòng HTK	4.6	5.0	4.9	4.9
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	17.8	21.2	20.9	20.9

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
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, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.