

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Bức tranh còn sáng

20/06/2025

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

Quý 1/2025, LNST đạt 1,356 tỷ VND (+109%YoY), hoàn thành 27% kế hoạch lợi nhuận

Quý 1/2025, doanh thu và LNST của GVR đạt lần lượt là 5,677 tỷ đồng (+24% YoY) và 1,356 tỷ đồng (+109%YoY). Trong đó, doanh thu từ mảng cao su đạt 4,321 tỷ VND (+27%YoY), nhờ giá xuất khẩu cao su tăng tích cực, đạt 52 triệu/tấn (+22% so với mức giá bình quân 2024).

Đẩy nhanh tiến độ pháp lý cho diện tích đất cao su chuyển đổi

Chúng tôi kỳ vọng GVR có thể ghi nhận tiền bồi thường cho 380ha đất cao su trong năm 2025, tương đương thu nhập 758 tỷ đồng (+2.3xYoY), được đóng góp từ một phần diện tích tại Đồng Nai (583ha, đã có quyết định thu hồi đất trong tháng 4 – 5/2025, GVR sở hữu 100%) và Bình Dương (867ha, thuộc PHR (GVR sở hữu 56%)).

Năm 2025, dự báo doanh thu mảng BĐS KCN tăng trưởng 92%YoY

KBSV ước tính, năm 2025 GVR sẽ ghi nhận doanh thu mảng cho thuê BĐS KCN đạt 1,414 tỷ đồng (+92% YoY), mức tăng trưởng này chủ yếu được đóng góp từ việc bàn giao 20ha đất tại KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần).

Giá cao su đạt mức cao giúp duy trì đà tăng trưởng của mảng Cao su

Chúng tôi dự báo giá cao su thế giới sẽ duy trì mức cao trong năm 2025, ước tính giá bình quân khoảng 1,600 đến 1,700 USD/tấn. Theo đó, doanh thu mảng cao su đóng góp năm 2025/2026 đạt lần lượt 22,808 tỷ đồng (+12% YoY) và 23,753 (+4% YoY).

Khuyến nghị MUA với GVR, giá mục tiêu 36,200 VND/cổ phiếu

GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 2.1x, tương đương đường trung bình PBR 5 năm. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 36,200VND/cổ phiếu.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 36,200
Tăng/giảm (%)	21%
Giá hiện tại (19/06/2025)	VND 29,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 36,550
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	119,600

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%)

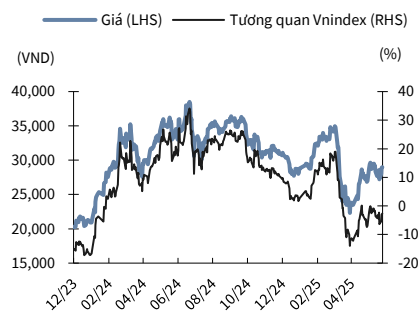
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.9	-9.7	-3.6	-3.6
Tương đối	0.6	-13.0	-10.2	-10.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,138	26,242	29,781	31,181
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,796	5,001	5,862	5,829
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,623	3,988	4,742	4,892
EPS (VND)	656	997	1,186	1,223
Tăng trưởng EPS (%)	-32.4	52.0	18.9	3.2
P/E (x)	32.0	30.4	25.2	24.4
P/B (x)	1.5	2.1	1.9	1.7
ROE (%)	6.1	8.2	9.1	8.6
Tỷ suất cổ tức (%)	3	3	4	4

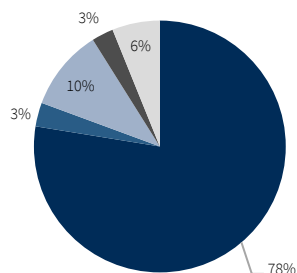
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024

■ SX&KD Mủ Cao su ■ Công nghiệp cao su ■ Gỗ ■ Kinh doanh BĐS, CSHT ■ Khác



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

Thu nhập từ tiền đền bù đất cao su tăng mạnh. KBSV ước tính năm 2025, GVR sẽ ghi nhận thu nhập từ tiền đền bù cho 380ha đất cao su, tương đương 758 tỷ đồng (+2.3xYoY)

Các KCN mới đi vào hoạt động. Năm 2025/2026, KBSV ước tính doanh thu cho thuê BĐS KCN đạt lần lượt 1,414 tỷ đồng (+92%YoY) và 1,432 tỷ đồng (+1%YoY), mức tăng trưởng được đóng góp chủ yếu từ KCN NTU3 và KCN Rạch Bắp II

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	29,781	31,181	5%	6%	25,913	26,868	-13%	-14%
EBIT	5,243	5,115	18%	26%	4,189	4,240	-20%	-17%
LNST công ty mẹ	4,742	4,892	-5%	-2%	3,847	3,905	-19%	-20%

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

Kịch bản tích cực	38,800VND	Kịch bản tích cực: 1) Giá cao su 1,600-1700 USD/tấn 2) Chuyển đổi 3,444 ha trong 2025 - 2028
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	35,200VND	Kịch bản cơ sở 1) Giá cao su 1,600-1700 USD/tấn 2) Chuyển đổi 3,444 ha trong 2025 - 2030
Giá hiện tại	29,900VND	
Kịch bản tiêu cực	26,000VND	Kịch bản tiêu cực 1) Giá cao su 1,500 USD/tấn 2) Chuyển đổi 2,296 ha trong 2025 - 2030

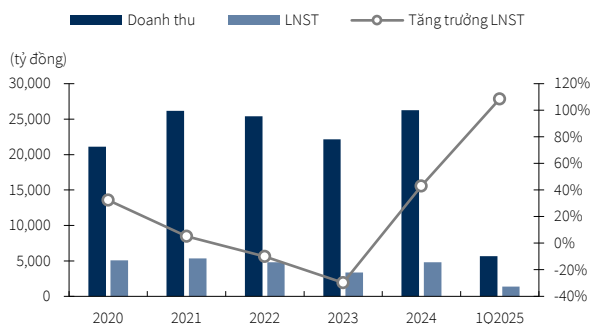
Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q1/2024	Q1/2025	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,585	5,677	24%	22,138	26,254	19%	- Hoàn thành 18% kế hoạch Doanh thu hợp nhất năm 2025 (31,044 tỷ đồng)
SX&KD Mủ Cao su	3,390	4,316	27%	16,789	20,362	21%	- Giá cao su bình quân của GVR 6 tháng đầu năm đạt 52 triệu VND/ tấn, tăng 23% so với giá bán 2024 (43 triệu VND/tấn)
Công nghiệp cao su	134	175	30%	464	804	73%	
Gỗ	540	555	3%	2,363	2,745	16%	
Kinh doanh BĐS, CSHT	142	251	76%	814	735	-10%	- Năm 2024, bàn giao 62ha đất KCN (ghi nhận phân bổ (50 năm)) - Quý 1/2025, ghi nhận bàn giao KCN KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần, GVR sở hữu 53%)
Khác	373	375	0%	1,709	1,608	-6%	
Lợi nhuận gộp	1,076	1,637	52%	4,963	6,908	39%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>23%</i>	<i>29%</i>	<i>+5pp</i>	<i>22%</i>	<i>26%</i>	<i>+4pp</i>	- Biên LNG tăng nhờ giá bán cao su bình quân tăng mạnh so với cùng kỳ. Theo GVR ước tính giá bán cao su bình quân của GVR trong 6 tháng đầu năm 2025 đạt 52 triệu VND/tấn, tăng 23% so với năm 2024 (43 triệu VND/tấn).
Thu nhập tài chính	227	237	4%	1,115	1,065	-4%	
Chi phí tài chính	111	84	-24%	1,115	1,065	-4%	- Giảm chi phí lãi vay do giảm dư nợ vay dài hạn. Tính đến cuối 1Q2025, khoản vay dài hạn giảm xuống 2,605 tỷ VND (-25% YoY)
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	(6)	11	-267%	(208)	161	178%	
SG&A	477	515	8%	2,456	2,694	10%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	709	1,286	81%	2,796	5,001	79%	
Thu nhập khác	70	278	298%	1,318	915	-31%	- Đóng góp chủ yếu bởi thu nhập từ cây cao su thanh lý 313 tỷ đồng (+3.6xYoY)
Lợi nhuận trước thuế	778	1,564	101%	4,114	5,916	44%	
Lợi nhuận sau thuế	650	1,356	109%	3,373	5,103	51%	- Hoàn thành 27% kế hoạch LNST năm 2025 (4,974 tỷ đồng)
LNST công ty mẹ	476	1,185	149%	2,623	4,213	61%	
<i>Biên LNST</i>	<i>10%</i>	<i>21%</i>	<i>+10pp</i>	<i>12%</i>	<i>16%</i>	<i>+4pp</i>	

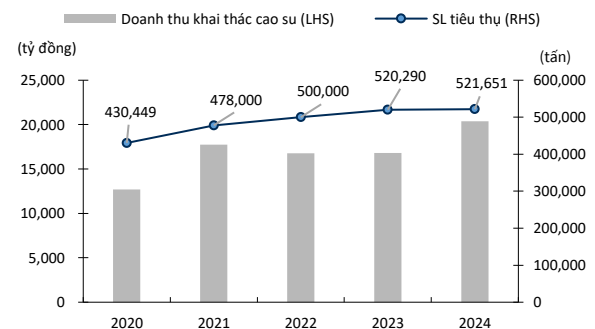
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. KQKD giai đoạn 2020 – 1Q2025



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu và sản lượng khai thác cao su



Nguồn: GVR, KBSV

Giá cao su đạt mức cao giúp duy trì đà tăng trưởng của mảng Cao su

Năm 2025/2026, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan dự báo xu hướng giá cao su đạt khoảng 1,600 – 1,700 USD/tấn. Theo đó, ước tính doanh thu mảng cao su đóng góp năm 2025/2026 đạt lần lượt 22,808 tỷ đồng (+12% YoY) và 23,753 (+4% YoY).

Xu hướng giá cao su thế giới năm 2025/2026 được dự báo sẽ chịu nhiều biến động phức tạp với hai tác động chính: (1) nguồn cung tiếp tục thiếu hụt và (2) áp lực giảm nhu cầu do lo ngại Tradewar 2.0. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy các yếu tố thúc đẩy tình trạng thiếu hụt nguồn cung “outweight” (có tác động đến giá lớn hơn) so với những rủi ro về sụt giảm nhu cầu. Cụ thể:

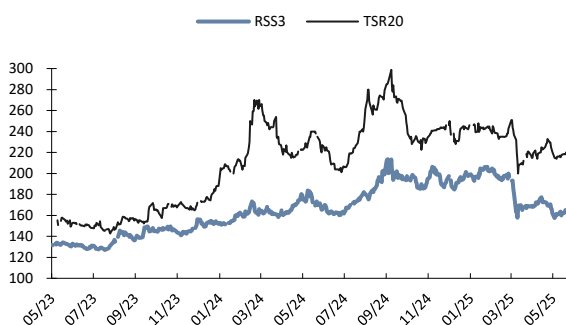
(1) Thiếu hụt nguồn cung

- Thái Lan (40% sản lượng cao su tự nhiên thế giới): dự báo lượng mưa tháng 5 - 6 năm 2025 ở miền bắc Thái Lan sẽ vượt mức trung bình lịch sử từ 5 – 10% (theo Nation Thailand). Dự kiến sản lượng khai thác cao su năm 2025 chưa phục hồi từ mức thấp trong 2024, đạt 2.5 triệu tấn (giảm 10 – 15% YoY)
- Indonesia (20% sản lượng cao su tự nhiên thế giới): dự báo nguồn cung năm 2025 giảm 9.8%YoY theo Hiệp hội Các nước Sản xuất Cao su Tự nhiên (ANRPC), do các tác động về dịch bệnh và việc dịch chuyển sản xuất của các hộ trồng cao su.

(2) Nhu cầu bị tác động bởi Tradewar 2.0

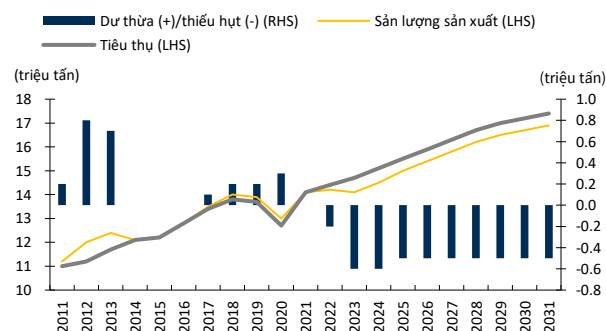
- Trung Quốc (tiêu thụ ~50% sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu): Theo Sunsirs, tính đến tháng 6/2025, công suất sản xuất lốp xe tại Trung Quốc đạt mức 78%, giảm so với mức 83% được ghi nhận trong tháng 3. Tuy nhiên, căng thẳng thương mại Trung Quốc – Mỹ hạ nhiệt, giúp phục hồi niềm tin về thị trường Lốp xe, giá cao su tự nhiên của Trung Quốc đã phục hồi trở lại đạt 14,350 NDT/tấn, tăng 7% kể từ đầu tháng 6.
- Theo IRSG – Tổ chức nghiên cứu cao su Thế giới, dự báo nguồn cung cao su tự nhiên thế giới sẽ thiếu hụt cho đến 2031, dự báo nguồn cung thiếu hụt khoảng 500 nghìn tấn/năm.

Biểu đồ 3. Hợp đồng tương lai TSR20 – Cao su tự nhiên, RSS3 – tấn cao su



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Sản lượng dư thừa/thâm hụt nguồn cung cao su tự nhiên Thế giới



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

Đẩy nhanh tiến độ pháp lý cho diện tích đất cao su chuyển đổi

Chúng tôi điều chỉnh giảm tiến độ chuyển đổi 3,444 ha đất KCN nằm trong Quy hoạch các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai và Bình Phước trong giai đoạn 2025 – 2030, do tác động của chiến tranh thương mại (Tradewar 2.0). Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ tiền bồi thường đất trong giai đoạn 2025 vẫn đạt mức tăng trưởng tích cực. KBSV ước tính, năm 2025, GVR sẽ ghi nhận 380ha, tương đương 758 tỷ đồng (+2.3x so với 2024), nhờ được đóng góp từ một phần đất cao su tại Đồng Nai và Bình Dương sau khi pháp lý tại hai khu vực này đang được đẩy nhanh, cụ thể:

- **Diện tích đất chuyển đổi tại Đồng Nai (583ha, bảng 2):** trong tháng 4 – 5/2025, Đồng Nai đã ban hành các quyết định thu hồi đất từ Công ty Cao su Đồng Nai (GVR sở hữu 100%);
- **Diện tích đất chuyển đổi tại Bình Dương (867ha – thuộc PHR, GVR sở hữu 56%), bao gồm:** (1) KCN Bắc Tân Uyên 1 (786ha) đã được chấp thuận đầu tư, kế hoạch Thaco dự kiến khởi công xây dựng vào tháng 9/2025. Theo đó, Thaco sẽ bắt đầu tiến hành bồi thường tiền đất cho PHR trong cuối 2025; (2) Cao tốc Bình Dương (đã thực hiện), thu hồi 81ha đất, tương đương tuyến cao tốc dài khoảng 10 km đi qua đất PHR tại huyện Phú Giáo.

Ngoài ra, trong dài hạn, 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. Điều này sẽ mang lại lợi nhuận đáng kể cho công ty trong dài hạn.

Bảng 2. Phần diện tích đất cao su tại Đồng Nai đã có quyết định thu hồi đất

Thông tin Quyết định	Nội dung	Diện tích (ha)	Ghi chú (tổng hợp từ quy hoạch tỉnh)
1297/QĐ-UBND 23/4/2025	Thu hồi đất tại huyện Long Thành và Cẩm Mỹ	505	– Quy hoạch KCN Xuân Quế - Sông Nhạn, dự kiến khởi công trong cuối năm 2025.
1501/QĐ-UBND 9/5/2025	Thu hồi đất tại Thửa Đức, Xuân Quế, Xuân Đường, huyện Cẩm Mỹ	26	– Quy hoạch cơ sở hạ tầng Huyện Cẩm Mỹ/KCN huyện Cẩm Mỹ
1503/QĐ-UBND 9/5/2025	Thu hồi tại xã Xuân Mỹ, huyện Cẩm Mỹ	25.2	– Quy hoạch hạ tầng, đô thị Long Giao
1498/QĐ-UBND 9/5/2025	Thu hồi tại Long An, Long Đức (Long Thành) và phường Tam Phước (Biên Hòa)	13.9	– Quy hoạch khu Khu đô thị sân golf, hạ tầng đô thị, thương mại dịch vụ..., KCN Long Đức – dự kiến GPMB từ cuối 2025
1593/QĐ-UBND 20/5/2025	Thu hồi tại Bàu Cạn, Tân Hiệp (Long Thành)	13	– Quy hoạch KCN Bàu Cạn - Tân Hiệp - dự kiến khởi công cuối năm 2025
Tổng		583.1	

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

*Phần diện tích đất trên đã được HĐND tỉnh phê duyệt và thống nhất phương án bồi thường GPMB (T2/2025)

Bảng 3. Phần đất cao su có thể chuyển đổi sang các KCN, kế hoạch thực hiện trong 2025 – 2026

	Địa điểm	Diện tích đất cao su chuyển đổi (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 - Đã có quyết định thu hồi đất - Chủ đầu tư: CTCP KCN Tân Hiệp - Giai đoạn 1: 1000ha	- Đất cao su TCT Cao Su Tân Biên (GVR sở hữu 98%) - Đất cao su TCT Cao Su Đồng Nai (GVR sở hữu 100%)
KCN Xuân Quế - Sông Nhạn	Đồng Nai	~500	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong T12/2024 - Đã có quyết định thu hồi đất - 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 TCT Cao Su Đồng Nai (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

Năm 2025, ghi nhận doanh số bàn giao đất tại KCN NTU3

Chúng tôi nhận thấy hầu hết các doanh nghiệp FDI có sản lượng sản xuất lớn tại Việt Nam đang có xu hướng tạm dừng kế hoạch đầu tư mở mới và chờ đợi định hướng rõ ràng hơn từ phía Mỹ. Do vậy, chúng tôi điều chỉnh doanh số cho thuê đất của GVR xuống 20 ha, được đóng góp bởi KCN NTU3 (GVR sở hữu 53%).

Năm 2026, Kỳ vọng KCN Rạch Bắp bắt đầu đóng góp vào doanh số cho thuê KCN

KCN Rạch Bắp mở rộng – Bình Dương (360ha, GVR sở hữu 93%): Dự án được phê duyệt Chủ trương đầu tư (27/12/2024). Tại ĐHĐCĐ 2025, công ty cho biết dự án đang chuẩn bị thực hiện thu hồi và GPMB, dự kiến có thể bắt đầu hoạt động cho thuê đất từ 2026. KBSV dự báo Doanh số cho thuê trong 2026 sẽ đạt 40ha, được đóng góp bởi KCN NTU3 (20ha), KCN Rạch Bắp (20ha).

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	26,242	29,781	13.5%	31,181	4.7%	
SX&KD Mủ Cao su	20,362	22,808	12.0%	23,753	4.1%	- Năm 2025/2026, ước tính sản lượng tiêu thụ cao su tự nhiên đạt lần lượt 556,491 tấn (+7% YoY) và 562,678 tấn (+1% YoY) - Giá cao su bình quân duy trì ở mức 1,600 – 1,700 USD/tấn
Công nghiệp cao su	804	844	5.0%	886	5.0%	
Gỗ	2,745	3,026	10.3%	3,337	10.3%	
Kinh doanh BĐS, CSHT	735	1,414	92.5%	1,432	1.3%	- Quý 1/2025, doanh thu Backlog của NTU3 còn 577 tỷ VND, kỳ vọng ghi nhận trong 2025. Dự báo, cả năm 2025, NTU3 ghi nhận bàn giao 20ha - Năm 2026, doanh số cho thuê đất đạt 40ha, bao gồm 20ha KCN NTU3 và 20ha tại KCN Rạch Bắp II * KCN NTU3 ghi nhận 1 lần (GVR sở hữu 53%); KCN Rạch Bắp II ghi nhận theo đường thẳng (GVR sở hữu 100%) *Quý 1/2025, tăng sở hữu NTC lên 53.27%(Công ty sở hữu KCN NTU3)
Khác	1,608	1,688	4.9%	1,772	5.0%	
Lợi nhuận gộp	6,965	8,221	18.0%	8,233	0.1%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>27%</i>	<i>28%</i>	<i>+1.1pp</i>	<i>26%</i>	<i>-1.2pp</i>	
Thu nhập tài chính	1,065	1,039	-2.5%	1,086	4.5%	
Chi phí tài chính	360	331	-7.9%	277	-16.2%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	161	-	-	-	-	
SG&A	2,694	2,978	10.5%	3,118	4.7%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,001	5,862	17.2%	5,829	-0.6%	
Thu nhập khác ròng	915	1,019	11.4%	1,264	24.1%	Mức tăng trưởng chủ yếu được đóng góp từ 758 tỷ đồng từ tiền đền bù đất cao su (+2.3xYoY)
Lợi nhuận trước thuế	5,606	6,881	22.7%	7,093	3.1%	
Lợi nhuận sau thuế	4,826	5,856	21.3%	6,037	3.1%	
LNST công ty mẹ	3,988	4,742	18.9%	4,892	3.2%	
<i>Biên LNST</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>+0.7pp</i>	<i>16%</i>	<i>-0.2pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu
36,200 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đánh giá cao GVR với quỹ đất rộng lớn và tiềm năng tăng trưởng nhờ quá trình chuyển đổi đất cao su được đẩy nhanh, mang lại lợi nhuận đáng kể. 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) dựa trên: (1) diện tích cho thuê tại các KCN đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý quan trọng (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 sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) dựa trên 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 vị trí.
- 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.

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 36,200 VND/cổ phiếu, thấp hơn 9% so với giá mục tiêu trước đó, chủ yếu do: (1) điều chỉnh tiến độ bàn giao đất KCN KCN và ảnh hưởng của Tradewar 2.0; (2) điều chỉnh tiến độ nhận tiền đền bù đất cao su do các KCN phát triển trên đất của GVR có thể bị trì hoãn do ảnh hưởng của Tradewar 2.0

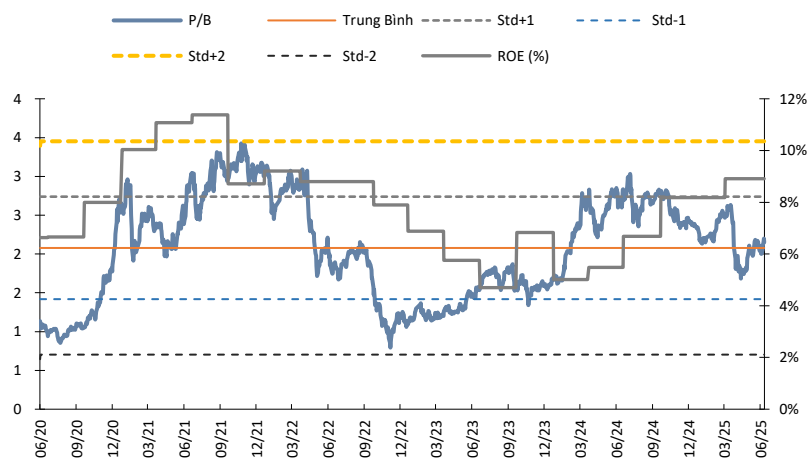
GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 2.1x, tương đương đường trung bình P/B 5 năm. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 36,200VND/cổ phiếu.

Bảng 5. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Khu công nghiệp	RNAV	51,830
Chuyển đổi đất cao su	RNAV	23,081
Mảng cao su + chế biến gỗ	DCF	57,433
Tổng NPV		132,343
(+) Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn		19,572
(-) Vay nợ ròng		6,833
RNAV		145,082
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		4,000
Giá trị cổ phiếu (VND)		36,200
Giá hiện tại (19/06/2025) (VND)		29,900
Tổng mức sinh lời		21%

Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 5. P/B và ROE của GVR giai đoạn 2020 -2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Báo cáo Kết quả HDKD				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	22,138	26,242	29,781	31,181
Giá vốn hàng bán	-17,176	-19,276	-21,559	-22,947
Lãi gộp	4,963	6,965	8,221	8,233
Thu nhập tài chính	1,115	1,065	1,039	1,086
Chi phí tài chính	-618	-439	-420	-373
Trong đó: Chi phí lãi vay	-478	-360	-331	-277
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-208	161	0	0
Chi phí bán hàng	-591	-551	-596	-624
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,864	-2,143	-2,382	-2,494
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,796	5,001	5,862	5,829
Thu nhập khác ròng	1,654	1,363	1,019	1,264
Chi phí khác	-336	-448	0	0
Thu nhập khác, ròng	1,318	915	1,019	1,264
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	4,114	453	565	962
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-741	-812	-1,025	-1,056
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,373	4,826	5,856	6,037
Lợi ích của cổ đông thiểu số	750	837	1,114	1,145
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,623	3,988	4,742	4,892
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.4%	26.5%	27.6%	26.4%
Tỷ suất EBITDA	22.6%	26.3%	26.6%	25.1%
Tỷ suất EBIT	11.3%	16.3%	17.6%	16.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.2%	18.4%	19.7%	19.4%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.6%	19.1%	19.7%	18.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.2%	18.4%	19.7%	19.4%
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
(Tỷ VNĐ)				
Lãi trước thuế	4,114	5,916	6,881	7,093
Khấu hao TSCĐ	2,488	2,626	2,664	2,704
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,944	-1,573	0	0
Chi phí lãi vay	806	360	331	277
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	4,467	7,387	9,876	10,075
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	200	-113	-735	-153
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	843	-1,003	229	-266
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-694	1,426	777	515
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	32	-2,635	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-4,644	-6,827	-4,504	-4,893
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,249	2,242	5,644	5,278
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-965	-462	-893	-935
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	611	228	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,639	-3,599	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,539	1,554	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-12	-11	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	1	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	378	167	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,087	-2,123	-893	-935
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	4,572	6,492	4,759	5,057
Tiến trả các khoản đi vay	-5,405	-6,029	-5,534	-6,147
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-88	-5	-117	-121
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-921	458	-893	-1,211
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,241	577	3,857	3,132
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,370	5,564	6,187	10,044
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,564	6,187	10,044	13,176
Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	78,062	83,545	89,285	94,626
TÀI SẢN NGẮN HẠN	23,842	27,739	32,250	35,859
Tiền và tương đương tiền	5,564	6,187	10,044	13,176
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,355	13,561	13,561	13,561
Các khoản phải thu	2,546	2,523	3,258	3,411
Hàng tồn kho, ròng	3,360	4,365	4,135	4,402
TÀI SẢN DÀI HẠN	54,220	55,806	57,035	58,767
Phải thu dài hạn	657	690	690	690
Tài sản cố định	34,438	35,355	33,615	31,877
Tài sản dở dang dài hạn	10,774	9,110	9,110	9,110
Đầu tư dài hạn	2,957	2,641	2,641	2,641
Lợi thế thương mại	191	168	168	168
NỢ PHẢI TRẢ	23,085	24,938	24,940	24,364
Nợ ngắn hạn	9,653	11,926	12,450	12,526
Phải trả người bán	931	985	1,075	1,118
Người mua trả tiền trước	519	624	596	624
Vay ngắn hạn	3,003	4,133	3,881	3,442
Nợ dài hạn	13,432	13,013	12,489	11,838
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	2,387	1,736
VỐN CHỦ SỞ HỮU	54,977	58,606	64,345	70,262
Vốn góp	54,936	58,557	64,296	70,213
Thặng dư vốn cổ phần	326	326	326	326
Lãi chưa phân phối	5,187	6,385	7,655	8,213
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 chính	2023	2024	2025F	2026F
(x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	32.0	30.4	25.2	24.4
P/E pha loãng	32.0	30.4	25.2	24.4
P/B	1.5	2.1	1.9	1.7
P/S	3.8	4.6	4.0	3.8
P/Tangible Book	1.5	2.1	1.9	1.7
P/Cash Flow	25.9	54.1	21.2	22.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.0	17.7	14.6	14.3
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	33.9	28.6	22.1	21.8
Hiệu quả quản lý				
ROE%	6%	8%	9%	9%
ROA%	4%	6%	7%	6%
ROIC%	8%	5%	7%	8%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.5	0.8	1.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	1.9	2.2	2.4
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.5	2.3	2.6	2.9
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	0.1	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	5.2	5.2
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

quannd@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 & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@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, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, 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, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@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 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 đánh giá triển vọng 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 độc 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.