

Vài nét về doanh nghiệp

Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam được thành lập từ 1975. Hoạt động kinh doanh chính của GVR là trồng, khai thác và chế biến cao su với sản phẩm chính là cao su tờ, cao su ly tâm và cao su định chuẩn kỹ thuật. Ngoài ra, GVR còn sở hữu mảng kinh doanh khu công nghiệp (KCN), điện năng và chế biến gỗ.

Khuyến nghị

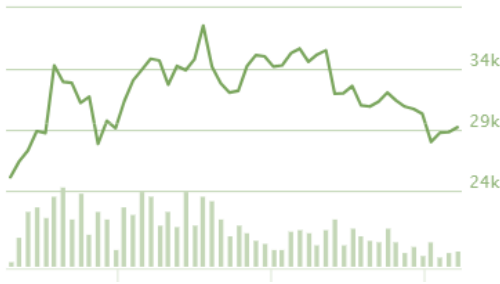
MUA

Giá mục tiêu	34.656
Tiềm năng tăng giá	19%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	BDS, Cao su
Thị giá (VNĐ)	28.900
Biến động 1 năm	25.1 – 37.5
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3.507.184
Vốn hóa (Tỷ đồng)	117.000
P/E	22,4
P/B	1,9
%NN sở hữu	0,29%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GVR	5%	10%	20%
VNindex	3%	2%	4%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	<1%
Quỹ ngoại	<1%

Chuyên viên phân tích

Trương Anh Quốc

taquoc@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC TỪ GIÁ BÁN CAO SU VÀ CÁC DỰ ÁN KCN MỚI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi đánh giá triển vọng cơ bản GVR tương đối lạc quan trong năm 2025 dựa trên: (1) Hoạt động kinh doanh sản phẩm cao su tăng trưởng về nhu cầu và giá bán; (2) GVR có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê các KCN mới trong các năm tiếp theo, và (3) Lộ trình chuyển đổi hơn 20 nghìn ha đất trồng cao su sang đất KCN, KĐT trong tương lai sẽ giúp công ty ghi nhận lợi nhuận đáng kể từ đền bù đất.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GVR với giá mục tiêu **34.656 đồng/cp**, dựa trên triển vọng tích cực của doanh nghiệp trong các năm tới.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tích cực tại các dự án khu công nghiệp mới: Trong giai đoạn cuối năm 2024 đến nay, GVR đã gia tăng mạnh quỹ đất công nghiệp nhờ chính thức nhận chấp thuận chủ trương đầu tư tại KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp GD1 quy mô 1.000ha, KCN Rạch Bắp MR quy mô 360ha, và KCN Bắc Đồng Phú MR quy mô 317ha.

Giá cao su tự nhiên tiếp tục neo cao - giá bán ước tính trên 38 triệu đồng/tấn trong năm 2025, đồng thời sản lượng dự kiến tăng nhẹ, tác động tích cực đến KQKD mảng cao su của GVR.

GVR sở hữu trên 20 nghìn ha đất cao su có thể chuyển đổi mục đích sử dụng giai đoạn 2025-2030 với giá đền bù trung bình trên 1 tỷ đồng/ha.

Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	25,421	22,138	26,254	29,930
Tăng trưởng (%)	-3%	-13%	19%	13%
LNST (tỷ đồng)	4,804	3,373	5,103	6,068
Tăng trưởng (%)	-10%	-30%	51%	18%
TS LN gộp (%)	25%	22%	26%	27%
ROE – TTM (%)	9.1%	6.2%	9.0%	9.7%
EPS - TTM (đồng)	807	485	1,289	1,533

Nguồn: VCBS tổng hợp

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

Tóm tắt biến động kinh doanh 2024

Tiêu chí	2023	2024	%YOY	Chú thích
Doanh thu	22.138	26.254	18%	Sản lượng thu hoạch 2024 đạt 445.200 tấn mủ cao su (hoàn thành mục tiêu); thu mua đạt 77.921 tấn (+3,5% yoy); tiêu thụ đạt 521.651 tấn (+0,3% yoy). Giá bán mủ cao su trung bình năm 2024 đạt khoảng 48 triệu đồng/tấn (+37% yoy) giúp cho lợi nhuận tăng trưởng.
SP cao su	17.252	21.164	23%	
Điện	587	542	-7%	Ngoài các hoạt động kinh doanh chính, năm 2024 GVR ghi nhận thu nhập khác 1.362 tỷ đồng (-17% yoy), trong đó bao gồm doanh thu trên 900 tỷ đồng từ (1) thanh lý cây cao su khoảng 700 tỷ đồng (+45% yoy), và (2) đền bù đất trên 200 tỷ đồng (-62% yoy). Tuy nhiên, các lĩnh vực khác như mảng kinh doanh hạ tầng KCN bị vướng do dự án chậm tiến độ.
Gỗ cao su	2.363	2.744	17%	
Biên gộp	22%	26%	400bps	
LNST	3.373	5.103	54%	

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Q4.2024, GVR đạt doanh thu 9.300 tỷ đồng (+22% yoy), LNST đạt 2.398 tỷ đồng (+71% yoy). LNST tăng mạnh chủ yếu do giá bán mủ cao su tăng cao - lên đến 54 triệu đồng/tấn trong tháng 12. Ngoài ra, phần lãi trong Công ty liên doanh liên kết cũng tăng so với cùng kỳ, đạt 161 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 208 tỷ đồng).

Lũy kế năm 2024, GVR đạt doanh thu 26.254 tỷ đồng (+18% yoy), LNST đạt 5.103 tỷ đồng (+54% yoy). Sản lượng thu hoạch đạt 445.200 tấn mủ cao su (hoàn thành mục tiêu); thu mua đạt 77.921 tấn (+3,5% yoy); tiêu thụ đạt 521.651 tấn (+0,3% yoy). Giá bán mủ cao su trung bình năm 2024 đạt khoảng 48 triệu đồng/tấn (+37% yoy) giúp cho lợi nhuận tăng trưởng. Ngoài ra, tập đoàn ghi nhận hơn 700 tỷ đồng từ việc thanh lý cây cao su. Tuy nhiên, các lĩnh vực khác như mảng kinh doanh hạ tầng KCN bị vướng do dự án chậm tiến độ.

Kinh doanh sản phẩm cao su: Doanh thu thuần đạt khoảng 21 nghìn tỷ đồng (+23% yoy) và LNG đạt khoảng 6,3 nghìn tỷ đồng (+75% yoy). Mặc dù sản lượng tiêu thụ cao su giảm nhẹ so với cùng kỳ, lợi nhuận mảng kinh doanh này ghi nhận mức cải thiện mạnh nhờ giá cao su tự nhiên tăng cao.

Kinh doanh gỗ cao su: GVR đang vận hành 18 nhà máy sản xuất gỗ với tổng sản lượng 1.076 triệu m3/năm. Doanh thu của mảng này đạt khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng (chiếm tỷ trọng khoảng 9% tổng doanh thu) nhờ nhu cầu tiêu thụ gỗ MDF tăng tích cực so với mức nền thấp của năm trước. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận mảng này khá thấp và không đóng góp nhiều đến mặt bằng lợi nhuận doanh nghiệp.

Khu công nghiệp: GVR đang cho thuê 11 dự án khu công nghiệp thông qua các công ty con và công ty liên kết, với tổng diện tích 6.566 ha. Doanh thu ghi nhận từ mảng khu công nghiệp đạt khoảng 790 tỷ đồng (tương đương so với cùng kỳ) với LNG hơn 500 tỷ đồng.

Hoạt động khác: Ngoài các hoạt động kinh doanh chính, năm 2024 GVR ghi nhận doanh thu khác trên 900 tỷ đồng từ (1) thanh lý cây cao su khoảng 700 tỷ đồng (+45% yoy), và (2) đền bù đất trên 200 tỷ đồng (-62% yoy).

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Kết thúc năm 2024, **tổng tài sản của GVR cơ bản không thay đổi đáng kể so với đầu năm**, đạt 83.544 tỷ đồng (+7% yoy).

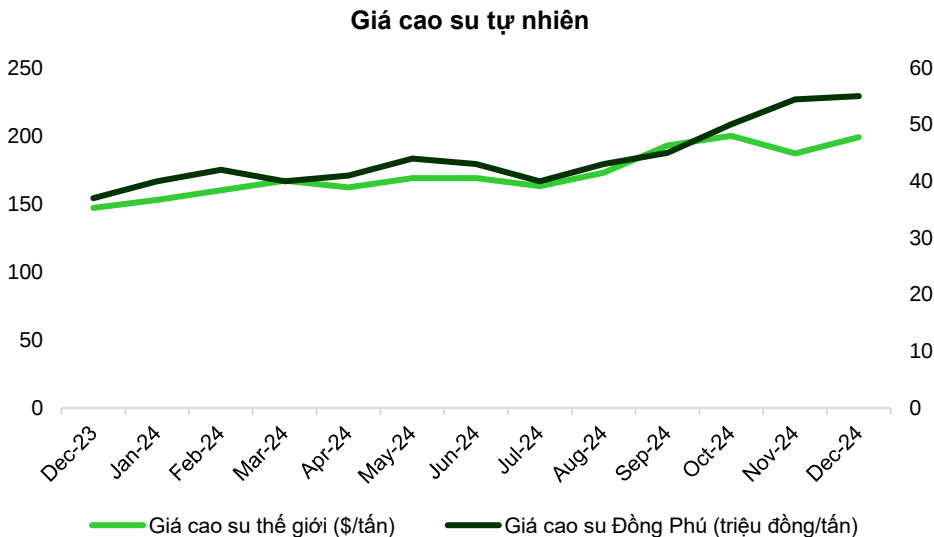
GVR có lượng **Tiền/Tiền gửi** tăng lên 19.748 tỷ đồng (+16% yoy, chiếm 24% TTS) giúp đem lại nguồn thu nhập ổn định khoảng 1 nghìn tỷ đồng/năm từ lãi tiền gửi.

GVR có **Dư nợ vay tài chính đạt 7.042 tỷ đồng (+7% yoy)**. Với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ Nợ vay/TTS thấp khoảng 8%, chúng tôi đánh giá GVR có sức khỏe tài chính ổn định.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Giá cao su kì vọng tiếp tục neo cao trong năm 2025

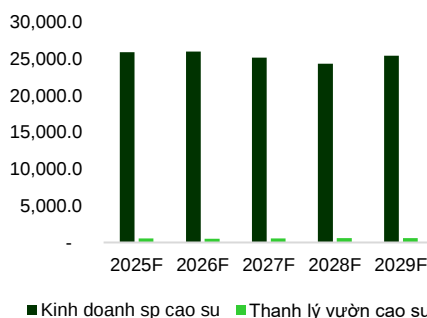
Trong năm 2024, giá cao su xuất khẩu đã ghi nhận mức tăng đáng kể (khoảng 20 – 30% yoy), nguyên nhân chủ yếu do (1) điều kiện thời tiết bất lợi ở các khu vực sản xuất chính tại châu Á (đặc biệt là Thái Lan), và (2) Ngành sản xuất ô tô điện tại Trung Quốc dần phục hồi và gia tăng nhu cầu với lốp xe.



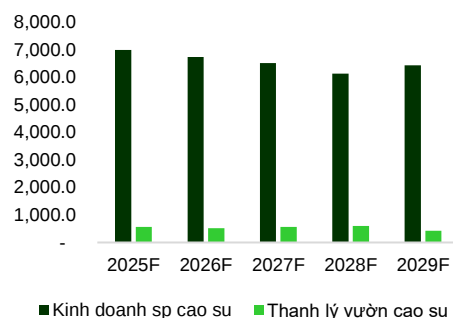
Nguồn: VCBS tổng hợp

VCBS cho rằng giá cao su tự nhiên năm 2025 có thể sẽ tiếp tục neo cao do các yếu tố về nguồn cung khan hiếm và tình trạng thời tiết bất lợi vẫn tiếp tục được duy trì đến ít nhất năm 2026. Chúng tôi dự đoán giá cao su đầu ra của GVR sẽ duy trì mặt bằng trên 38 triệu đồng/tấn trong năm 2025. Với năng suất khai thác trung bình trên 1.4 tấn cao su/ha, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh sản phẩm cao su sẽ đem lại trên 23 nghìn tỷ đồng doanh thu cho GVR trong năm 2025.

Dự phóng doanh thu mủ cao su



Dự phóng LNG mủ cao su



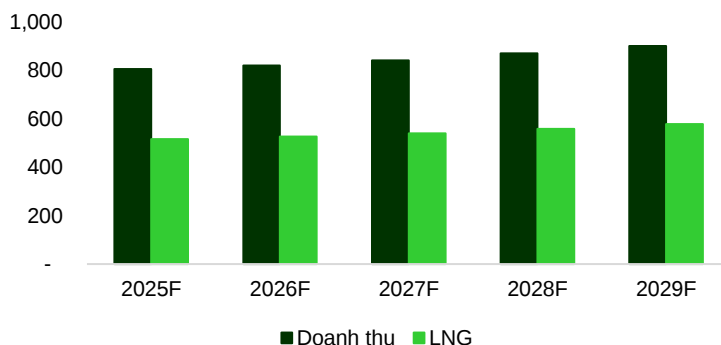
Nguồn: GVR, VCBS

Triển vọng tích cực tại các dự án khu công nghiệp mới

Trong giai đoạn cuối năm 2024 đến nay, GVR và các đơn vị thành viên đã chính thức nhận chấp thuận chủ trương đầu tư tại KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp GD1, KCN Rạch Bắp MR, và KCN Bắc Đồng Phú MR. Cụ thể:

- **KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp:** Vào tháng 9.2024, Thủ tướng chính phủ đã ký Quyết định số 1005/QĐ-TTg về chấp thuận chủ trương đầu tư Khu công nghiệp Bàu Cạn – Tân Hiệp (giai đoạn 1) với quy mô 1.000ha, ở huyện Long Thành, tỉnh Đồng Nai.
- **KCN Rạch Bắp:** Vào tháng 12.2024, Thủ tướng chính phủ đã ký Quyết định số 1664/QĐ-TTg về chấp thuận chủ trương đầu tư Khu công nghiệp Rạch Bắp MR với quy mô 360ha tại tỉnh Bình Dương.
- **KCN Bắc Đồng Phú MR:** Vào tháng 1.2025, Thủ tướng chính phủ đã ký Quyết định số 145/QĐ-TTg chủ trương đầu tư. Theo đó, phân khu 1 của dự án (133 ha, trên tổng 317 ha) dự kiến sẽ được khởi công ngay trong nửa đầu năm 2025 với tiến độ khá nhanh nhờ tận dụng cơ sở hạ tầng và nhân sự sẵn có từ Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú hiện hữu.

Doanh thu/LNG mủ cao su BĐS KCN



Nguồn: VCBS tổng hợp

Chúng tôi dự phóng GVR sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê các KCN mới từ sau năm 2027. Kỳ vọng mỗi KCN sẽ ký hợp đồng thuê 20- 30ha/năm với mức giá cho thuê trên 75 USD/m2 – đóng góp thêm trên 200 tỷ đồng/năm vào dòng tiền cho thuê đất hàng năm của GVR.

Gia tăng tiền đền bù từ việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất

GVR sở hữu diện tích đất cao su lớn với quỹ đất gần 400 nghìn ha tại các tỉnh thành công nghiệp lớn (bao gồm Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Tây Ninh...), theo đó tạo ra cơ hội lớn cho GVR khi quỹ đất rừng cao su trên dần được chuyển đổi mục đích và mang đến dòng tiền đền bù cho doanh nghiệp. Trong vài năm tới, VCBS dự báo thu nhập từ đền bù đất của GVR dự báo sẽ có sự cải thiện mạnh mẽ xét đến:

- Bảng giá đất mới tại khu vực tỉnh Bình Dương, Bình Phước, Bà Rịa – Vũng Tàu, Tây Ninh... công bố trong năm 2025 kỳ vọng sẽ tăng trên 20% so với giá hiện tại.
- Thời gian thông qua thủ tục chuyển đổi đất sẽ được chính phủ phê duyệt nhanh hơn do: (1) Tỷ lệ lấp đầy KCN tại Bình Dương và Đồng Nai đã vượt quá 92% và đặt ra nhu cầu bức thiết cho quỹ đất công nghiệp mới, (2) Trong năm 2024, các địa phương đã lần lượt hoàn thành công bố quy hoạch chung- điều kiện quan trọng cho việc thông qua quy hoạch và chấp thuận đầu tư cho các dự án KCN, KĐT trên địa bàn.

Trong giai đoạn 2025-2030, GVR sở hữu trên 20 nghìn ha đất cao su được định hướng có thể chuyển đổi mục đích sử dụng. Với giá đền bù khoảng 1 tỷ đồng/ha, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận thu nhập khoảng trên 500 tỷ đồng/ năm từ tiền đền bù trong các năm tiếp theo.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự báo KQKD

Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng GVR đạt doanh thu 29.930 tỷ đồng (+13% yoy), LNST đạt 6.068 tỷ đồng (+18% yoy) – tương ứng EPS 1.533 đồng/cp. Trong đó:

Mảng kinh doanh sản phẩm cao su kỳ vọng đem lại doanh thu trên 23 nghìn tỷ đồng (+9% yoy) với sản lượng vào khoảng 530 nghìn tấn (tăng nhẹ so với cùng kỳ).

Mảng kinh doanh sản phẩm gỗ kỳ vọng đem lại doanh thu vào khoảng 2.600 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ) với lợi nhuận dương.

Mảng cho thuê BĐS KCN kỳ vọng giữ nguyên so với năm 2024. Mảng này sẽ bắt đầu có sự tăng trưởng sau năm 2027 khi các KCN mới bắt đầu bàn giao mặt bằng.

Đối với thu nhập khác từ việc nhận tiền đền bù đất và thanh lý cây cao su, chúng tôi dự phóng GVR có thể ghi nhận doanh thu mảng này trên 900 tỷ đồng trong năm 2025.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **34.656 đồng/cp** dựa trên phương pháp định giá từng phần bằng chiết khấu dòng tiền của từng mảng hoạt động.

Định giá từng phần bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Mảng hoạt động	Định giá (tỷ đồng)
Kinh doanh gỗ	10,505
Kinh doanh sp cao su	62,029
Khu công nghiệp	33,410
Kinh doanh điện	10,078
Đền bù BĐS	30,861
Giá trị doanh nghiệp	146,883
Nợ vay tài chính	7,042
Số lượng cp	4,000,000,000
Giá trị hợp lý/cp	34,656

ĐÁNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực của GVR trong năm 2025 dựa trên: (1) Hoạt động kinh doanh sản phẩm cao su tăng trưởng về nhu cầu và giá bán; (2) GVR có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê các KCN mới trong các năm tiếp theo, và (3) việc chuyển đổi hơn 20 nghìn ha đất trồng cao su sang đất KCN trong tương lai sẽ giúp công ty ghi nhận lợi nhuận đáng kể từ đền bù đất.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu GVR với giá mục tiêu **34.656 đồng/cp** dựa trên triển vọng tích cực của doanh nghiệp trong các năm tới.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng nhóm phân tích

phquan@vcbs.com.vn

Trương Anh Quốc

Chuyên viên phân tích

taquoc@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>