

TẬP ĐOÀN CÔNG NGHIỆP CAO SU VIỆT NAM – CTCP (GVR – HOSE)

“Cơ hội lớn từ chuyển đổi quỹ đất trồng cao su”

MUA

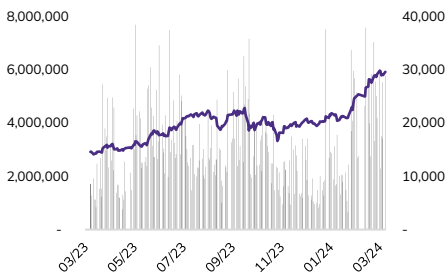
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Cao su
Ngày báo cáo:	11/03/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	29.550
Giá mục tiêu (VND/CP):	39.600
Tỷ lệ tăng (%):	+34,0%
Vốn hóa (Tỷ VND):	106.600
SLCPĐLH (CP):	4.000.000.000

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2022	2023
Tăng trưởng DTT (%)	-2,9%	13,2%
Tăng trưởng LNST (%)	-7,7%	-32,7%
Biên LNG (%)	24,9%	21,5%
Biên LNST (%)	15,1%	11,7%
ROA (%)	4,8%	3,3%
ROE (%)	7,9%	6,8%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,14	0,12
EPS (VND/CP)	960	646
BVPS (VND/CP)	12.258	12.426

Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh 2023 sụt giảm so với cùng kỳ.** Q4/2023, doanh thu đạt 7,6 nghìn tỷ đồng (-17% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ (LNST-MI) đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+19% svck). Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 21,1% so với mức 18,7% của Q4/2022 và 19,9% của Q3/2023 nhờ sự phục hồi của giá bán cao su. **Lũy kế cả năm 2023**, , doanh thu thuần của GVR đạt 22.080 tỷ đồng (-13,2% svck), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 2.585 tỷ đồng (-32,7% svck), lần lượt hoàn thành 80% kế hoạch doanh thu và 85% kế hoạch lợi nhuận năm. KQKD của GVR có sự sụt giảm tập trung chính ở mảng cao su và chế biến gỗ khi doanh thu mảng cao su đạt 17.250 tỷ và giảm 8,7% svck còn mảng gỗ đạt 2.342 tỷ và giảm 40,4% svck.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của GVR vẫn tích cực dựa trên các yếu tố sau:**
 - Mảng cao su có thể tích cực hơn trong năm 2024.** Ngành cao su tại Việt Nam trong năm 2024 có thể tích cực hơn 2023 nhờ kỳ vọng giá tăng theo giá cao su thế giới. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu cao su chính của Việt Nam là Trung Quốc dự kiến trong năm 2024 có thể tiếp tục gia tăng nhu cầu khi Chính phủ nước này có nhiều chính sách thúc đẩy ngành công nghiệp xe điện, giúp việc nhập khẩu cao su tự nhiên tăng mạnh để phục vụ hoạt động sản xuất sảm lốp. Bên cạnh đó, thị trường cao su trên thế giới nhìn chung trong năm 2024 nhu cầu vẫn tương đối yếu trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn.
 - Mảng BĐS KCN nhiều tiềm năng trong tương lai nhờ quỹ đất trồng cao su lớn.** GVR hiện đang tập trung triển khai 8 dự án KCN tại các công ty con và công ty liên kết, với tổng diện tích là 2.921 ha. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất trồng cao su lớn nhất cả nước, với 394.782 ha đất, tại nhiều địa điểm khác nhau như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh... theo đó mang lại tiềm năng lớn về phát triển KCN trong dài hạn nhờ chiến lược chuyển đổi đất trồng cao su sang đất KCN.
 - Tình hình tài chính ổn định cùng vị thế doanh nghiệp đầu ngành.** Lượng tiền của của GVR ở mức lớn hơn 16.000 tỷ đồng, đảm bảo nguồn lực để doanh nghiệp thực hiện các dự án, đầu tư tài sản và chi trả nợ vay. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thường xuyên ở mức dương và cao.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024F và 2025F của GVR dự kiến đạt 24.999 tỷ đồng (+13,2% svck) & 27.124 tỷ đồng (+8,5% svck). LNST-MI năm 2024F và 2025F dự kiến đạt 2.637 tỷ đồng (+2% svck) & 2.920 tỷ đồng (+10,7% svck).**

- EPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 780 đồng/cp & 980 đồng/cp, BVPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 14.493 đồng/cp & 15.543 đồng/cp..
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 39.600 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +34,0% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GVR.
- **Rủi ro**
 - ✓ Việc chuyển đổi đất từ đất trồng cao su sang đất KCN có thể gặp khó khăn và chậm trễ;
 - ✓ Nhu cầu cao su tại thị trường Trung Quốc không tích cực được như kỳ vọng và sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các quốc gia khác;
- **Cơ hội tăng giá**
 - ✓ Thị trường cao su tích cực khi giá cao su và sản lượng tiêu thụ tăng;
 - ✓ Tiến độ các dự án chuyển đổi thành KCN được thực hiện nhanh hơn dự kiến.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của GVR

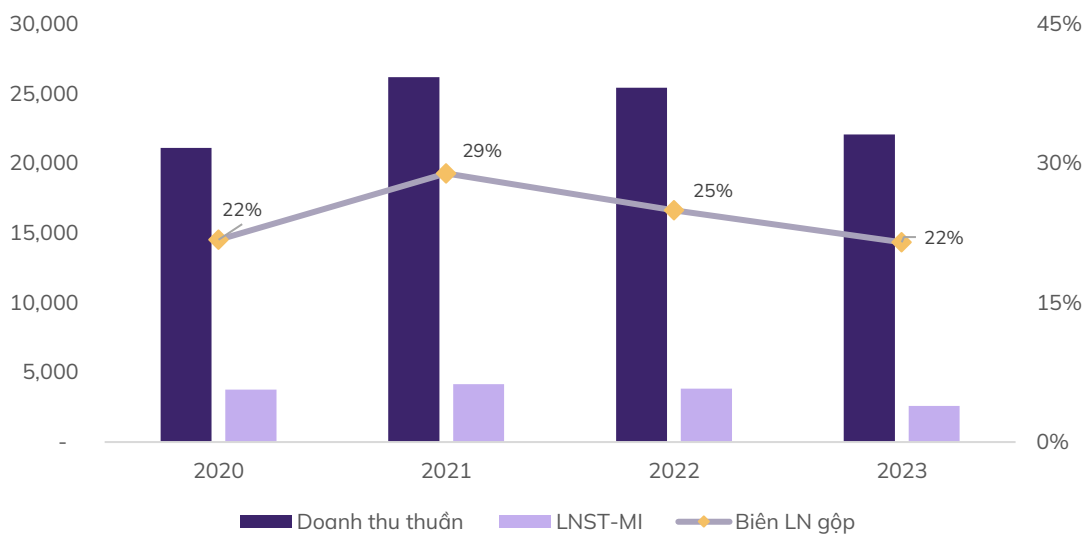
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	25.426	22.080	24.999	27.124
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-3%	-13%	13%	9%
Lợi nhuận gộp	6.342	4.749	6.000	6.781
Biên lợi nhuận gộp (%)	25%	22%	24%	25%
Doanh thu tài chính	885	1.186	960	1.224
Chi phí tài chính	(696)	(530)	580	560
Chi phí bán hàng	(591)	(590)	(625)	(702)
Chi phí QLDN	(1.763)	(1.869)	(1.925)	(2.192)
Lợi nhuận từ HĐKD	4.381	2.744	4.975	5.791
Lãi/Lỗ khác	1.321	1.379	(2.214)	(2.394)
Lợi nhuận trước thuế	5.702	4.124	2.761	3.397
LNST cổ đông Công ty mẹ	3.839	2.585	2.637	2.920
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	18,7%	15,3%	13,7%	14%
EPS (đồng/cp)	960	646	780	980

Nguồn: GVR, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD 2023 của GVR sụt giảm so với cùng kỳ.** Năm 2023, doanh thu thuần của GVR đạt 22.080 tỷ đồng (-13,2% svck), LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 2.585 tỷ đồng (-32,7% svck), lần lượt hoàn thành 80% kế hoạch doanh thu và 85% kế hoạch lợi nhuận năm. KQKD của GVR có sự sụt giảm tập trung chính ở mảng cao su và chế biến gỗ khi doanh thu mảng cao su đạt 17.250 tỷ và giảm 8,7% svck còn mảng gỗ đạt 2.342 tỷ và giảm 40,4% svck. Cụ thể: KQKD của mảng cao su suy giảm nhẹ do giá cao su trung bình nửa đầu năm 2023 ở mức thấp, thấp hơn 20% so với mức giá cao su trung bình nửa đầu năm 2022; (tuy đã phục hồi 1 phần từ đáy cuối tháng 10/2022) nhưng trong nửa sau của năm giá cao su đã phục hồi mạnh mẽ cùng với sản lượng tiêu thụ tăng đã giúp cải thiện doanh thu. Mảng gỗ có sự sụt giảm mạnh trong năm do (i) thắt chặt tiêu dùng do lạm phát tại các quốc gia xuất khẩu lâm sản chính của Việt Nam và (ii) các biện pháp phòng vệ thương mại từ Nhật, Đức, Mỹ... với sản phẩm gỗ từ Việt Nam ngày càng nhiều gây ảnh hưởng tới xuất khẩu. Mảng BĐS KCN (cơ sở hạ tầng KCN) tuy chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu nhưng vẫn là điểm sáng khi đóng góp lớn vào lợi nhuận với hơn 18% chỉ xếp sau mảng cao su (kinh doanh mủ cao su) chiếm phần lớn lợi nhuận của doanh nghiệp (86%).

KQKD của GVR giai đoạn 2020 – 2023 (tỷ VND)



Nguồn: GVR, ABS Research

- Cơ cấu tài sản tại thời điểm 31/12/2023:**

- Trong cơ cấu tài sản của GVR, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn 69,1% tổng tài sản tương đương 54.200 tỷ đồng, còn tài sản ngắn hạn là 24.186 tỷ đồng (tương đương 30,9% tổng tài sản).
- Chiếm phần lớn trong tài sản ngắn hạn của GVR là các khoản đầu tư ngắn hạn với giá trị 11.227 tỷ đồng (tương đương 14,3% tổng tài sản) bao gồm (i) các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, đầu tư chứng khoán (khoảng hơn 3.000 tỷ năm tại cả tài sản ngắn hạn và dài hạn) và (ii) khoản tiền gửi ngân hàng & trái phiếu (hơn 10.000 tỷ). Đây là nguồn tiền khổng lồ của GVR bên cạnh lượng tiền mặt và tương đương tiền 5.678 tỷ (tương đương 7,2% tổng tài sản, tăng 29,9% so với thời điểm cuối năm 2022). Hệ số thanh toán tiền mặt của doanh nghiệp ở mức cao 0,57 lần (tăng so với mức 0,42 lần năm 2022).
- Tài sản cố định chiếm phần lớn tài sản của GVR với 34.459 tỷ đồng (tương đương 44% tổng tài sản, +1,5% so với thời điểm cuối năm 2022), chủ yếu là các vườn cây cao su của doanh nghiệp (giá trị 26.057 tỷ), bên cạnh đó là nhà cửa và máy móc thiết bị.
- Dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn ở mức cao và dương trong các năm gần đây, kể từ năm 2018 (ngoại trừ năm 2022 do ảnh hưởng của Covid-19). Năm 2023, CFO đạt 2.845 tỷ đồng. Cổ tức được chia đều hàng năm với tỷ lệ từ 3-6% trên mệnh giá.

Danh sách công ty liên doanh, liên kết lớn

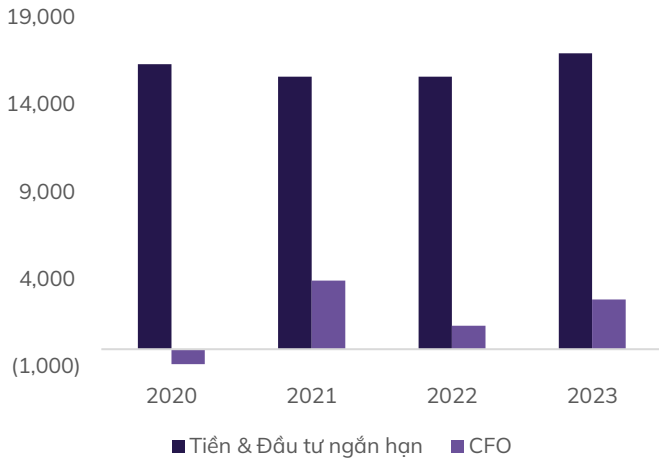
Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị góp vốn (tỷ đồng)	Hoạt động
CTCP Thống Nhất	36,07%	76	BDS KCN
CTCP Phát triển Đô thị và KCN Cao su Việt Nam	36,25%	196	BDS KCN; xây dựng; khai khoáng
Công ty TNHH Nghiên cứu Khoa học & SXTN Cao su Visorutex	27,78%	5,3	Cao su (trồng, khai thác, chế biến, xuất khẩu cao su)
CTCP Đầu tư Xây dựng CSHT Bình Phước	29,17%	96,8	Vật liệu xây dựng, xây dựng công trình
CTCP Kinh doanh BOT Đường ĐT.741	16,93%	53,6	Sản xuất bê tông, xây dựng nhà máy, công trình
CTCP Gỗ MDF VRG – Dongwha	49,00%	1.132,5	Gỗ (trồng rừng, khai thác, chế biến gỗ, gỗ nhân tạo MDF)
CTCP Cao su TP.HCM	27,14%	21,8	Cao su (khai hoang, trồng mới, chăm sóc, chế biến)
CTCP Cao su Bến Thành	48,85%	101,2	Sản xuất mua bán sản phẩm cao su, băng tải.
CTCP Xây dựng Cao su Đồng Nai	26,91%	7,1	Xây dựng, sản xuất vật liệu xây dựng
CTCP Lộc Thịnh	32,59%	37,8	Xây dựng
CTCP Chỉ sợi Cao su VRG SADO	49,06%	150,8	Sản xuất sợi nhân tạo, sản phẩm khác từ cao su
Công ty TNHH Đô thị và Công nghiệp Nam Tân Uyên	8,46%	80	Kinh doanh BDS; xây dựng
CTCP Chế biến gỗ Cao su Chư Pah	34,32%	6,8	Gỗ (khai thác gỗ, sản xuất sản phẩm từ gỗ)
CTCP Phát triển Nông nghiệp Việt Mỹ Hà Tĩnh	36,00%	3,9	Khai thác khoáng, hóa chất, xử lý nước thải
CTCP Cao su Dầu Tiếng Việt Lào	49,00%	416,6	Cao su (trồng, khai thác, chế biến cao su tại Lào)
CTCP Đầu tư Phát triển VRG Long Thành	31,00%	33	Kinh doanh CSHT

Nguồn: GVR, ABS Research

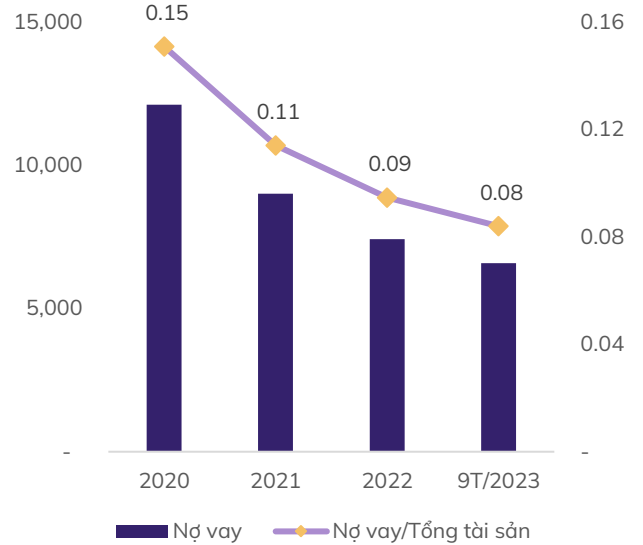
• **Cơ cấu nguồn vốn tại thời điểm 31/12/2023:**

- Trong cơ cấu nguồn vốn, nợ phải trả chiếm 30% với giá trị 23.531 tỷ đồng. Tổng nợ vay là 6.579 tỷ đồng, giảm 11,2% so với cuối năm 2022 và chiếm 8,4% tổng tài sản. Trong cơ cấu nợ vay, nợ vay dài hạn là chủ yếu với 3.735 tỷ đồng. Như vậy, tỷ lệ D/E năm 2023 ở mức 0,12 lần (giảm so với mức 0,14 lần cuối năm 2022). Với lượng tiền lớn (gần 16.000 tỷ đồng) đảm bảo an toàn cho tình hình tài chính của doanh nghiệp.
- Chỉ tiêu doanh thu chưa thực hiện chiếm khá lớn trong cơ cấu nợ phải trả của GVR với 8.946 tỷ đồng (tương đương 11,4% tổng tài sản, giảm 1,6% so với cuối năm 2022). Đây chủ yếu là doanh thu chưa thực hiện của mảng cho thuê hạ tầng, khu dân cư mà GVR đã nhận tiền nhưng chưa bàn giao, đảm bảo nguồn ghi nhận doanh thu, lợi nhuận trong tương lai cho doanh nghiệp.

Lượng tiền của GVR giai đoạn 2020 – 2023 (tỷ VND)



Tình hình nợ vay giai đoạn 2020 – 2023 (tỷ VND)



Nguồn: FiinPro, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

- Mảng cao su có thể tích cực hơn trong năm 2024.** Ngành cao su tại Việt Nam trong năm 2024 có thể tích cực hơn 2023 nhờ kỳ vọng giá tăng theo giá cao su thế giới. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu cao su chính của Việt Nam là Trung Quốc dự kiến trong năm 2024 có thể tiếp tục gia tăng nhu cầu khi Chính phủ nước này có nhiều chính sách thúc đẩy ngành công nghiệp xe điện, giúp việc nhập khẩu cao su tự nhiên tăng mạnh để phục vụ hoạt động sản xuất sản phẩm lốp. Bên cạnh đó, cần lưu ý (i) với hoạt động xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc, GVR có thể gặp phải sự cạnh tranh đang lên của các nhà cung cấp Thái Lan hay Bồ Đào Nha, (ii) thị trường cao su trên thế giới nhìn chung trong năm 2024 nhu cầu vẫn tương đối yếu trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn, tác động lên sức tiêu thụ ô tô toàn cầu.
- Mảng BĐS KCN nhiều tiềm năng trong tương lai nhờ quỹ đất trồng cao su lớn.** GVR hiện đang triển khai 8 dự án khu công nghiệp tại các công ty con và công ty liên kết, với tổng diện tích là 2.921 ha. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất trồng cao su lớn nhất cả nước, với 394.782 ha đất, tại nhiều địa điểm khác nhau như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Tây Ninh... GVR nắm tiềm năng lớn về phát triển KCN trong dài hạn nhờ chiến lược chuyển đổi đất trồng cao su sang đất KCN với các lợi thế về vị trí đắc địa cũng như sự thuận lợi trong việc giải phóng mặt bằng. Việc chuyển đổi hơn 10.000 ha đất trồng cao su sang đất KCN là một cơ hội đặc biệt để công ty nắm bắt và phát triển.

Quan trọng hơn, trong thời gian tới, **GVR có thể trực tiếp đảm nhiệm vai trò chủ đầu tư** của dự án, thực hiện phát triển cơ sở hạ tầng KCN để kinh doanh cho thuê thay vì chỉ thực hiện các thủ tục pháp lý và bàn giao đất cho các đơn vị khác (công ty con, công ty liên kết, công ty bên ngoài...) làm chủ đầu tư như hiện tại.

Tuy nhiên, pháp lý của việc chuyển đổi đất trồng cao su sang KCN còn nhiều khó khăn. Các khu vực đất trồng cao su của GVR khi chuyển sang làm KCN cần thực hiện thủ tục pháp lý phức tạp để phê duyệt quy hoạch, thời gian đầu giá đất kéo dài. Cho đến năm 2023, mới chỉ có 1 số dự án có tiến triển dù kế hoạch GVR đặt ra cho giai đoạn 2020 - 2025 là chuyển đổi 7 đến 8 nghìn ha đất cao su thành đất KCN. Hiện tại, bên cạnh Nam Tân Uyên 3 mới đây đã được giao đất, GVR cũng đang tập trung hoàn thiện thủ tục cho các dự án Tân Lập 1, Nam Đồng Phú, Bắc Đồng Phú,...

Tiến độ chuyển đổi quỹ đất: Đến năm 2025, GVR dự kiến sẽ tập trung hoàn thiện hồ sơ pháp lý, xin phép đầu tư và triển khai đầu tư phát triển KCN. Tổng diện tích đất KCN đến năm 2025 dự kiến đạt 23.444 ha, chủ yếu chuyển đổi từ đất trồng cao su sang đầu tư KCN. GVR hiện đang triển khai 10.977 ha tại các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa - Vũng Tàu.

Một số công ty có diện tích chuyển đổi đất cao su lớn đến 2025

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của GVR	Diện tích có kế hoạch chuyển đổi (ha)
Tổng Công ty Cao su Đồng Nai	100%	18.100
CTCP Cao su Phước Hòa (PHR)	66,6%	6.010
CTCP Cao su Tân Biên	98,5%	2.211
CTCP Cao su Đồng Phú (DPR)	55,8%	2.000

Nguồn: ABS Research tổng hợp

Các dự án chính GVR đang tập trung triển khai

KCN	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC)	Bình Dương	344	42%	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư và có quyết định giao đất
Rạch Bắp GĐ2	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%	N/A
Minh Hưng III MR	CTCP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	577	55%	Đã xong báo cáo tiền khả thi, trình 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%	N/A
Hiệp Thạnh 1	GVR	Tây Ninh	495	85%	Bộ KHĐT thẩm định trình Thủ tướng Chính phủ

Nguồn: GVR, ABS Research

- Khu công nghiệp Nam Tân Uyên 3 kì vọng có thể bắt đầu cho thuê và đóng góp vào KQKD của GVR từ 2024.** Hiện nay hầu hết các KCN hiện hữu của GVR đã lấp đầy, quỹ đất sạch mới không được bổ sung trong những năm gần đây do các vướng mắc pháp lý, việc Nam Tân Uyên 3 được giao hơn 3.443.372,1 m2 đất thuê vào tháng 5 vừa qua đem lại kì vọng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho mảng KCN của GVR. HĐQT của Nam Tân Uyên đang lên kế hoạch tập trung làm việc với cơ quan có thẩm quyền tỉnh Bình Dương để Nam Tân Uyên 3 sớm được cấp GCN quyền sử dụng đất, nhanh chóng triển khai kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản và xây dựng phương án kinh doanh phù hợp. Theo ước tính sơ bộ của Nam Tân Uyên, dự án Nam Tân Uyên 3 sẽ mang lại dòng tiền khoảng hơn 600 tỷ/năm và lợi nhuận sau thuế khoảng 400 tỷ/năm đến 2027 – 2028 sau khi được đưa vào khai thác, dự kiến từ năm 2024.
- Tình hình tài chính ổn định cùng vị thế doanh nghiệp đầu ngành.** Lượng tiền của của GVR ở mức lớn hơn 16.000 tỷ đồng, đảm bảo nguồn lực để doanh nghiệp thực hiện các dự án, đầu tư tài sản và chi trả nợ vay. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thường xuyên ở mức dương và cao.
- Kế hoạch thoái vốn nhà nước tại GVR:** Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT) vừa có tờ trình Chính phủ về việc phê duyệt kế hoạch sắp xếp lại 3 doanh nghiệp thuộc Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (UBQLV) đến hết năm 2025, trong đó có Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR). Với GVR, Bộ KH&ĐT thống nhất với UBQLV về việc thoái vốn có thể phát sinh nhiều khó khăn, vướng mắc. Tuy nhiên, cần thiết phải triển khai, thực hiện ngay trong giai đoạn này để có bước chuẩn bị tốt cho giai đoạn 2026 - 2040. GVR là doanh nghiệp quy mô lớn, được giao quản lý diện tích đất lớn, theo đó, Bộ KH&ĐT dự kiến quy định tại dự thảo quyết định về việc kéo dài thời gian hoàn thành thoái vốn. Việc nhà nước thoái vốn tại GVR sẽ tạo điều kiện thuận lợi để GVR có thể chuyển đổi mạnh diện tích đất trồng cao su thành đất khu công nghiệp, tăng giá trị sử dụng đất đai của doanh nghiệp.

Danh sách các KCN hiện tại của GVR

KCN	Tên doanh nghiệp chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu của GVR	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
Nam Tân Uyên	CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC)	42,3%	204	100%
Tân Bình	CTCP KCN Tân Bình	59,64%	244,5	100%
Long Khánh	CTCP KCN Long Khánh	75,68%	264,5	92%
Bắc Đồng Phú	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	45,38%	136	100%
Dầu Giây	CTCP KCN Dầu Giây	71,84%	330,8	100%
Rạch Bắp	CTCP Công nghiệp An Điền	92,67%	189,5	100%
Bàu Xéo	CTCP Thống Nhất	36,07%	499,8	98%
Lộc An – Bình Sơn	CTCP Đầu tư phát triển VRG Long Thành	31,00%	497,77	74%
Minh Hưng III	CTCP KCN Cao su Bình Long	55,38%	292,27	97%
Cộng Hòa	CTCP Phát triển Đô thị và KCN Cao su Việt Nam	36,24%	201,4	65%

Nguồn: GVR, ABS Research

- Gia tăng nguồn thu từ việc chuyển nhượng công ty con, công ty liên kết.** Theo kế hoạch của GVR trong tài liệu cuộc họp ĐHĐCĐ bất thường năm 2024 (dự kiến tổ chức trực tuyến vào ngày 29/03) về sắp xếp lại doanh nghiệp và tái cơ cấu các khoản đầu tư, GVR sẽ chuyển nhượng vốn tại 5 công ty trên sàn, cụ thể doanh nghiệp sẽ chuyển nhượng vốn tại 1 đơn vị đang nắm cổ phần chi phối là CTCP Thương mại Dịch vụ và Du lịch Cao su cùng 7 đơn vị không nắm cổ phần chi phối, gồm 5 công ty đang giao dịch trên sàn chứng khoán là CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam (UPCoM: VRG), CTCP Du lịch Quốc tế Vũng Tàu (UPCoM: VIR), CTCP EVN Quốc tế (UPCoM: EIC), CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HOSE: SIP) và CTCP Tổng Công ty Xây dựng Thủy lợi 4 (UPCoM: TL4) bên cạnh 2 cái tên khác là CTCP Điện Việt Lào và CTCP BOT Quốc lộ 13 An Lộc - Hoa Lư. Ở hướng ngược lại, GVR xem xét đầu tư thêm vốn để nắm giữ quyền chi phối tại CTCP Cao su Bến Thành (HOSE: BRC).

Dự phóng KQKD năm 2024 – 2025

- Dựa trên kế hoạch của GVR**, định hướng hoạt động thời gian tới của doanh nghiệp dựa trên:
 - ✓ Định hướng trồng, chăm sóc, khai thác và kinh doanh các sản phẩm từ cây cao su với diện tích 360-370 ngàn ha (trong nước 245-255 ngàn ha, nước ngoài 115 ngàn ha), sản lượng mủ cao su khai thác khoảng 400 ngàn tấn, sản lượng tiêu thụ khoảng 500 ngàn tấn (bao gồm cao su gia công, thu mua), sản lượng gỗ cao su nguyên liệu khoảng 1.5 triệu m3 gỗ.
 - ✓ Đầu tư, mở rộng, cải tạo nâng công suất các nhà máy chế biến gỗ với sản lượng khoảng 1.5 triệu m3 các loại.
 - ✓ Tiếp tục phát triển thương hiệu vỏ xe VRG với sản lượng 40-50 ngàn sản phẩm.
 - ✓ Tiếp tục khai thác có hiệu quả các khu công nghiệp, cụm công nghiệp trên đất cao su chuyển đổi; đẩy mạnh đầu tư mở rộng, đầu tư mới các khu công nghiệp, cụm công nghiệp.
- Trên cơ sở các nội dung trên, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần **2024F** của GVR đạt **24.999 tỷ đồng (+13,2% svck)**. LNST cổ đông Công ty mẹ 2024F đạt **2.637 tỷ đồng (+2% svck)**. EPS 2024F và BVPS 2024F dự kiến đạt 780 đồng/cp và 14.493 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 35,0 lần & 2,1 lần tại mức giá giao dịch hiện tại. **Năm 2025F**, chúng tôi dự phóng

doanh thu thuần của GVR đạt **27.124 tỷ đồng (+8,5% svck)**, LNST cổ đông Công ty mẹ 2025F đạt **2.920 tỷ đồng (+10,7% svck)**. EPS 2025F và BVPS 2025F dự kiến đạt 980 đồng/cp và 15.543 đồng/cp.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu GVR theo phương pháp cộng thành phần (SOTP). Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán các mảng cao su và chế biến gỗ. Với mảng BĐS KCN, chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV với. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giá chiết khấu do các dự án chuyển đổi KCN của GVR chịu ảnh hưởng lớn từ các quyết định phê duyệt của Chính phủ. Bên cạnh đó, chúng tôi giả định giá cho thuê CSHT KCN của GVR là 75 USD/m².

Phương pháp cộng thành phần (SOTP)

Mảng hoạt động	Phương pháp	Đơn vị	Giá trị
Cao su và gỗ	DCF	Tỷ đồng	37.318
BĐS KCN	RNAV	Tỷ đồng	124.879
Khác	BV	Tỷ đồng	2.345
Tổng giá trị theo mảng		Tỷ đồng	164.542
Điều chỉnh (-10%)		Tỷ đồng	148.088
Giá trị tiền, các khoản đầu tư, khác		Tỷ đồng	16.904
Giá trị nợ vay		Tỷ đồng	(6.579)
Giá trị tài sản ròng (NAV)		Tỷ đồng	158.413
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		Cổ phiếu	4.000.000.000
Giá một cổ phần (đồng/cổ phiếu)			39.603

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 39.600 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng giá +34,0% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GVR.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Việc chuyển đổi đất từ đất trồng cao su sang đất KCN có thể gặp khó khăn và chậm trễ;
- ✓ Nhu cầu cao su tại thị trường Trung Quốc không tích cực được như kỳ vọng và sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các quốc gia khác như Bồ Đào Nha hay Thái Lan.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Thị trường cao su tích cực khi giá cao su và sản lượng tiêu thụ tăng;
- ✓ Tiến độ các dự án chuyển đổi thành KCN được thực hiện nhanh hơn dự kiến.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	25.426	22.080	24.999	27.124
Giá vốn hàng bán	(19.084)	(17.331)	(18.999)	(20.343)
Lợi nhuận gộp	6.342	4.749	6.000	6.781
Doanh thu tài chính	885	1.186	960	1.224
Chi phí tài chính	(696)	(530)	580	560
Chi phí bán hàng	(591)	(590)	(625)	(702)
Chi phí QLDN	(1.763)	(1.869)	(1.925)	(2.192)
Lợi nhuận từ HĐKD	4.381	2.744	4.975	5.791
Lãi/lỗ khác	1.320.5	1.379.9	(2.214.1)	(2.394.5)
Lợi nhuận trước thuế	5.702	4.124	2.761	3.397
Lợi nhuận sau thuế	4.753	3.370	3.437	3.806
LNST cổ đông Công ty mẹ	3.839	2.585	2.637	2.920

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCT thuần từ HĐKD	1.343	2.845	5.132	7.600
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(539)	(578)	(800)	(1.100)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(1.712)	(934)	(1.676)	(1.924)
LCT thuần trong kỳ	(908)	1.333	2.600	3.300
Tiến & tương đương tiến đầu kỳ	5.304	4.370	5.678	8.120
Tiến & tương đương tiến cuối kỳ	4.370	5.678	8.120	11.420

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,26	2,41	3,58	3,18
Khả năng thanh toán nhanh	1,77	1,97	2,90	2,62
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,50	1,69	2,46	2,22
Khả năng thanh toán lãi vay	8,12	6,84	8,20	10,52
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,68	0,70	0,68	0,67
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,32	0,30	0,32	0,33
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,14	0,12	0,92	0,84
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	40,00	47,00	51,00	53,00
Số ngày phải trả	17,00	22,00	23,00	23,00
Số ngày tồn kho	73,21	84,21	79,24	78,50
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24,9%	21,5%	24,0%	25,0%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	15,7%	12,7%	14,5%	15,6%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	18,7%	15,3%	13,7%	14,0%
ROE	7,9%	6,8%	6,1%	7,3%
ROA	4,9%	3,3%	4,4%	5,4%
ROIC	1,2%	0,7%	0,9%	1,1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
+ Tiến và các khoản tương đương tiền	4.370	5.678	8.120	11.420
+ Đầu tư ngắn hạn	11.212	11.227	11.227	11.227
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.732	2.867	3.400	4.120
+ Hàng tồn kho	4.116	3.377	4.300	4.500
+ Tài sản ngắn hạn khác	966	1.036	1.100	1.214
Tài sản ngắn hạn	23.396	24.186	28.147	32.481
+ Các khoản phải thu dài hạn	674	653	653	653
+ Tài sản cố định	33.944	34.459	37.120	38.200
+ Bất động sản đầu tư	1.419	1.341	1.400	1.500
+ Tài sản dở dang dài hạn	12.095	10.783	11.000	11.400
+ Đầu tư dài hạn	2.823	2.988	3.120	3.240
+ Tài sản dài hạn khác	4.026	3.976	4.010	4.021
Tài sản dài hạn	54.981	54.200	57.303	59.014

Tổng Tài sản	78.377	78.385	85.450	91.495
+ Vay ngắn hạn	2.817	2.844	2.900	3.100
+ Phải trả người bán	916	927	940	980
+ Nợ ngắn hạn khác	6.635	6.245	6.568	6.884
Nợ ngắn hạn	10.368	10.016	10.408	10.964
+ Vay dài hạn	4.595	3.735	3.800	4.100
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	9.948	9.780	13.041	15.231
Nợ dài hạn	14.543	13.515	16.841	19.331
Tổng nợ phải trả	24.911	23.532	27.249	30.295
+ Vốn cổ phần	40.000	40.000	40.000	40.000
+ Thặng dư vốn cổ phần	199	326	326	326
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	4.981	5.030	5.030	5.030
+ Quỹ khác	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	53.466	54.854	58.201	61.200
Tổng cộng nguồn vốn	78.377	78.385	85.450	91.495

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-2,9%	-13,2%	13,2%	8,5%
Tăng trưởng LNNT	-8,2%	-27,7%	-33,0%	23,0%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-7,7%	-32,7%	2,0%	10,7%
Tăng trưởng EPS	-7,7%	-32,7%	2,0%	10,7%
Tăng trưởng VCSH	2,9%	2,6%	6,1%	5,2%
Tăng trưởng Tổng tài sản	-0,8%	0,0%	9,0%	7,1%

Định giá (lần)	2022	2023	2024F	2025F
P/E	23,91	38,06	35,00	32,30
P/B	1,87	1,98	2,10	1,92
EV/EBITDA	15,40	22,07	24,20	26,30
EV/Sales	3,90	4,73	5,20	6,40
EPS (đồng/cp)	960	646	780	980
BVPS (đồng/cp)	12.258	12.426	14.493	15.543

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Khuyến nghị cổ phiếu

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện

Lê Thị Kim Huệ - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Trần Xuân Bách - Chuyên viên

Email: bach.tranxuan@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hóa chất, Hàng tiêu dùng

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buimin@abs.vn



TRỢN VỐN TRÁI NGHIỆM ĐẦU TƯ

Giải thưởng

**BEST STOCK TRADING APP
ABS INVEST**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2023

Trao bởi Global Business Outlook 2023 (GBO 2023)



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây