

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Triển vọng mở từ thu nhập tiền đền bù đất

15/09/2025

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

1H2025, LNST đạt 2,935 tỷ VND (+85%YoY), hoàn thành 59% kế hoạch lợi nhuận sau thuế

Quý 2/2025, doanh thu và LNST của GVR đạt lần lượt là 5,890 tỷ VND (+27% YoY) và 1,579 tỷ VND (+69%YoY). Lũy kế 1H2025, doanh thu và LNST đạt 11,567 tỷ VND (+25% YoY) và 2,935 tỷ VND (+85% YoY), mức tăng trưởng mạnh mẽ này chủ yếu đến từ mảng cao su và thu nhập tiền thanh lý cây cao su.

Giá cao su quay lại xu hướng tăng

Trong 2H2025, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về xu hướng giá cao su nhờ nhu cầu gia tăng và nguồn cung bị thắt chặt. KBSV dự báo giá cao su tự nhiên trung bình năm 2025/2026 đạt 1,600 - 1,700 USD/tấn, ước tính doanh thu mảng cao su năm 2025/2026 đạt lần lượt 21,978 tỷ VND (+8% YoY) và 22,562 tỷ VND (+3% YoY).

Đẩy nhanh tiến độ 3 KCN gần sân bay Long Thành, củng cố cho triển vọng thu nhập từ tiền đền bù đất cao su

Chúng tôi ước tính khoảng 583ha diện tích đất của GVR tại Đồng Nai đã có quyết định thu hồi đất của UBND tỉnh, nhằm phục vụ cho các dự án KCN và cơ sở hạ tầng. Trong đó, 3 KCN trọng điểm sát sân bay Long Thành đang được thúc đẩy tiến độ thực hiện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng năm 2025 GVR sẽ ghi nhận 1,319 tỷ đồng thu nhập khác ròng (+44% YoY), chủ yếu từ việc đền bù đất/thanh lý cây cao su tại Đồng Nai.

Khuyến nghị MUA với GVR, giá mục tiêu 34,500 VND/cổ phiếu

GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 2.0x, 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 34,500VND/cổ phiếu.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 34,500
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (12/09/2025)	VND 29,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	115.0/4.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	164.0/6.3
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (96.7%)

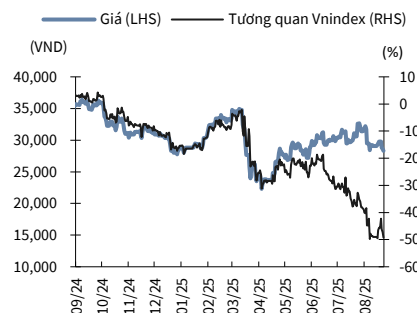
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-13.2	2.0	-15.3	-17.0
Tương đối	-16.1	-23.0	-38.6	-48.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,138	26,242	27,788	28,627
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,796	5,001	5,565	5,408
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,623	3,988	4,862	4,869
EPS (VND)	656	997	1,216	1,217
Tăng trưởng EPS (%)	-32	52	22	0.1
P/E (x)	32.0	30.4	23.7	23.6
P/B (x)	1.5	2.1	1.8	1.6
ROE (%)	6%	8%	9%	8
Tỷ suất cổ tức (%)	3	3	3	3

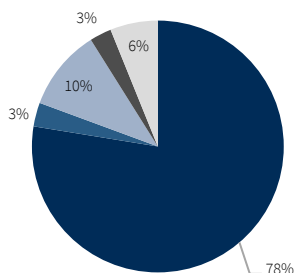
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu 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

Quỹ đất lớn đảm bảo cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn, với 380,043 ha đất cao su và 18,000ha đất có kế hoạch chuyển đổi sang KCN

Tiềm năng thu nhập từ tiền đền bù đất cao su, ước tính 2025/2026 ghi nhận 1,319 tỷ VND/1,486 tỷ VND (+44% YoY/+13%YoY), chủ yếu từ diện tích cao su tỉnh Đồng Nai

Kỳ vọng biên lãi gộp màng cao su 2025/2026 đạt 28%/26% tăng 6pp/3pp so với 2020 – 2024

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

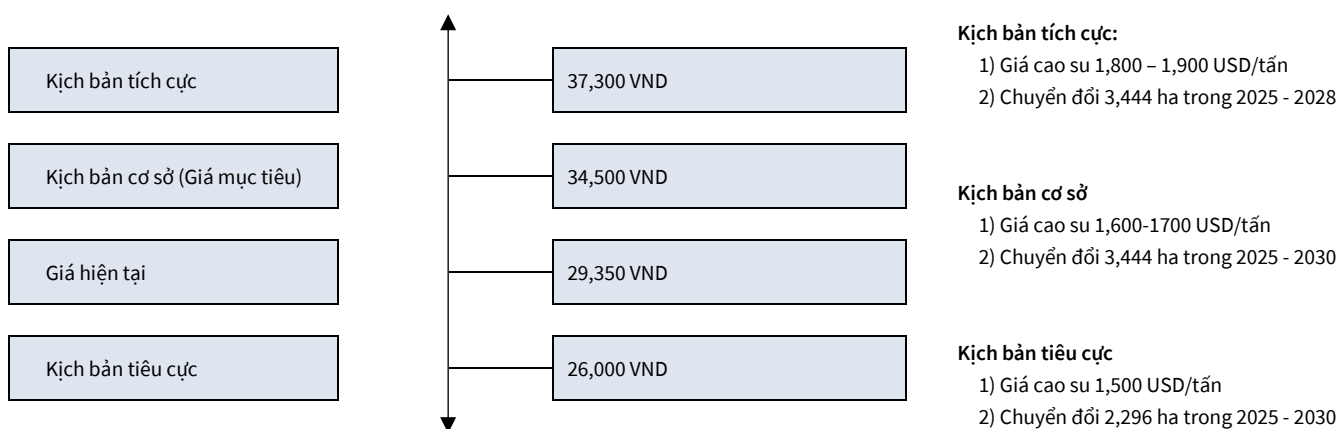
(tỷ VND)

	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	27,788	28,627	-7%	-8%	28,364	26,869	-2%	+7%
EBIT	4,910	4,618	-6%	-9%	4,189	4,241	+11%	+9%
LNST công ty mẹ	4,862	4,869	-3%	-1%	4,213	4,232	+9%	+10%

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



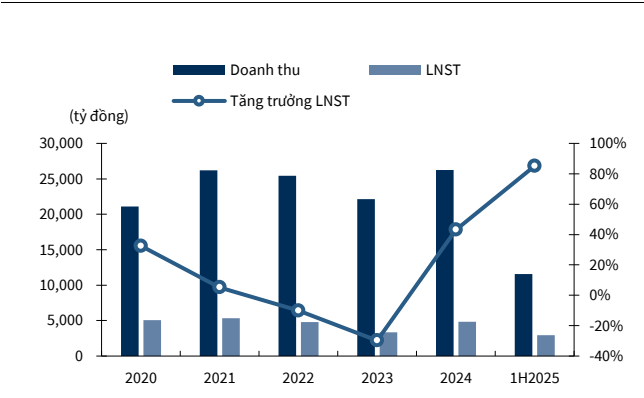
Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q2/2024	Q2/2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,653	5,890	27%	9,238	11,567	25%	- Hoàn thành 37% kế hoạch Doanh thu hợp nhất năm 2025 (31,044 tỷ đồng)
SX&KD Mủ Cao su	3,273	4,694	43%	6,669	9,015	35%	- Giá cao su bình quân của GVR 6 tháng đầu năm đạt 52 triệu VNĐ/ tấn (~1,800 -1,900 USD/tấn), tăng 23% so với giá bán 2024 (43 triệu VNĐ/tấn)
Công nghiệp cao su	145	44	-69%	279	219	-21%	
Gỗ	720	499	-31%	1,260	1,054	-16%	
Kinh doanh BDS, CSHT	143	215	50%	285	466	63%	- 1H2025, ước tính ghi nhận khoảng 5ha diện tích KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần)
Khác	366	433	18%	745	813	9%	
Lợi nhuận gộp	1,161	1,808	56%	2,237	3,445	54%	
Biên lợi nhuận gộp	25%	31%	+6pp	24%	30%	+6pp	- Biên LNG mủng cao su đạt 29% (+5pp YoY), nhờ giá bán cao su giữ ở mức cao
Thu nhập tài chính	234	236	1%	461	473	2%	
Chi phí tài chính	135	80	-41%	461	473	2%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	59	94	58%	53	104	-97%	
SG&A	534	635	19%	1,010	1,149	14%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	786	1,423	81%	1,495	2,709	81%	
Thu nhập khác	338	530	57%	408	808	98%	- Đóng góp chủ yếu bởi thu nhập từ cây cao su thanh lý, 1H2025 ghi nhận 737 tỷ đồng (+90YoY)
Lợi nhuận trước thuế	1,124	1,953	74%	1,903	3,517	85%	
Lợi nhuận sau thuế	935	1,579	69%	1,585	2,935	85%	- Hoàn thành 59% kế hoạch LNST năm 2025 (4,974 tỷ đồng)
LNST công ty mẹ	821	1,447	76%	1,296	2,631	103%	
Biên LNST	18%	27%	+9pp	14%	25%	+11pp	

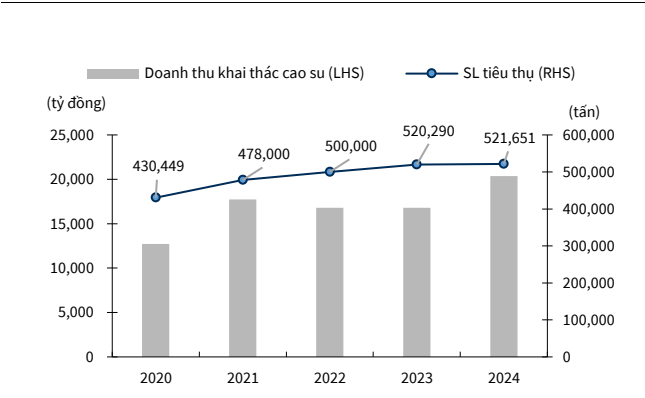
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. KQKD giai đoạn 2020 – 1H2025



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh thu và sản lượng khai thác cao su



Nguồn: GVR, KBSV

Giá cao su quay trở lại đà tăng, dự báo 2025/2026 doanh thu mảng cao su đạt 21,978 tỷ đồng (+8% YoY) và 22,562 (+3% YoY).

Giá cao su tự nhiên (SVR 10) của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc đã ghi nhận sự phục hồi kể từ đầu tháng 7/2025 nhờ những bất định của Tradewar 2.0 dần được gỡ bỏ. Tính đến tháng 8/2025, giá cao su tự nhiên (SVR 10) xuất khẩu sang Trung Quốc theo đơn hàng CIF và FOB đạt khoảng 1,700 USD/ tấn (biểu đồ 3), tương đương với mức tăng 6 – 7% YoY, phù hợp với dự báo của KBSV.

Trong 2H2025 – 2026, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan dự báo xu hướng giá cao su, ước tính giá cao su xuất khẩu trung bình năm 2025 đạt 1,600 - 1,700 USD/tấn, nhờ:

(1) Nhu cầu được thúc đẩy từ thị trường Trung Quốc (tiêu thụ ~50% sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu)

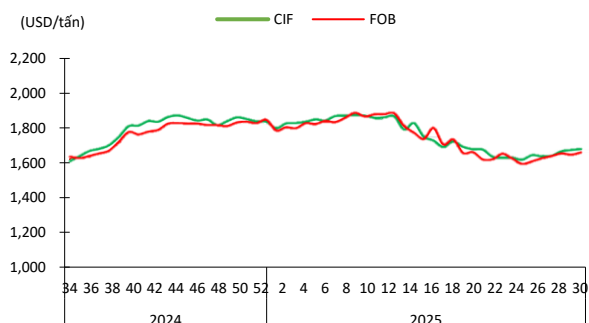
Theo Sunsirs, trong 8T2025, Trung Quốc nhập khẩu 5,373 triệu tấn cao su tự nhiên và cao su tổng hợp, tăng 19%YoY. Đồng thời, doanh số bán xe ô tô tại Trung Quốc 7T2025 đạt 12,912 triệu chiếc, tăng 10.6% YoY. Trên phạm vi toàn cầu, doanh số bán xe 7T2025 tăng 2.7% YoY, đạt 46,651 triệu chiếc. Xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ việc tiêu thụ xe điện gia tăng. Do đó, trong 2H2025, dự báo Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng nhập khẩu cao su tự nhiên nhằm phục vụ cho nhu cầu sản xuất lốp xe gia tăng.

(2) Nguồn cung tiếp tục thắt chặt

Trong 7 tháng 2025, sản lượng cao su tự nhiên đạt 7,477 triệu tấn (+0.1% YoY), trong khi nhu cầu tiêu thụ đạt 8,888 triệu tấn (+0.6% YoY), phản ánh nguồn cung vẫn duy trì mức thiếu hụt. 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 với mức thiếu hụt khoảng 500 nghìn tấn/năm.

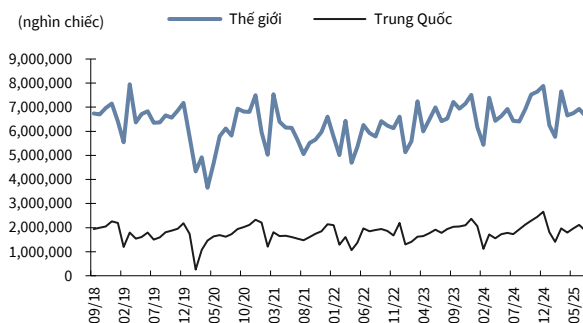
Năm 2025/2026, KBSV ước tính sản lượng cao su của GVR đạt 536,052 tấn/550,303 tấn (+3%YoY/+3%YoY), tương đương với doanh thu mảng cao su đạt 21,978 tỷ đồng (+8% YoY) và 22,562 (+3% YoY).

Biểu đồ 4. Giá xuất khẩu bình quân SVR10 từ Việt Nam đến Trung Quốc (theo tuần)

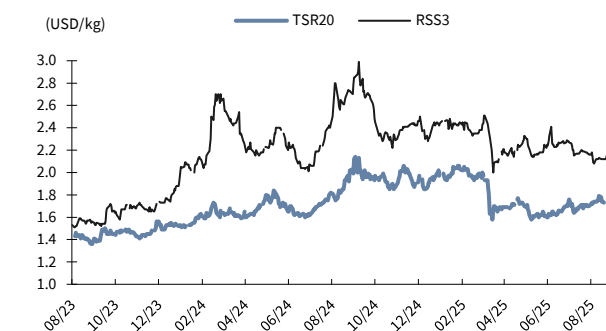


Nguồn: AgroMonitor

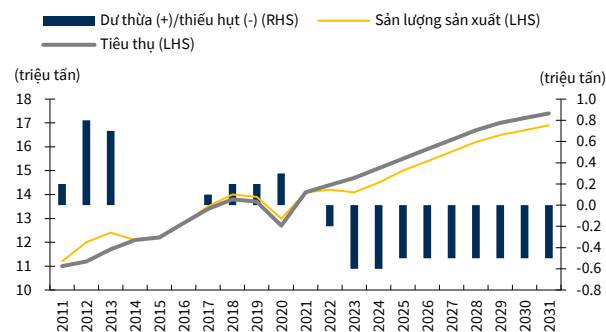
Biểu đồ 5. Sản lượng bán hàng xe ô tô



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Hợp đồng tương lai TSR20 – Cao su tự nhiên, RSS3 – tẩm cao su (sàn SGX)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 7. 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 3 KCN quanh vệ tinh sân bay Long Thành, củng cố cho triển vọng thu nhập từ tiền đền bù đất cao su

Song song với việc đẩy mạnh tiến độ của sân bay Long Thành trong năm 2025, UBND tỉnh Đồng Nai cũng đang thực hiện đẩy nhanh tiến độ thực hiện của 3 KCN quanh vệ tinh sân bay Long Thành, bao gồm KCN Long Đức 3 (244 ha), KCN Bàu Cạn - Tân Hiệp và KCN Xuân Quế - Sông Nhạn. Trong đó, chúng tôi ước tính khoảng 583ha diện tích đất của GVR tại Đồng Nai đã có quyết định thu hồi đất của UBND tỉnh (bảng 2). Điều này củng cố cho dự báo của chúng tôi liên quan đến triển vọng đền bù đất cao su của GVR trong năm 2025.

Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng ghi nhận tiền đền bù đất/thanh lý cây cao su của GVR, ước tính năm 2025/2026, GVR ghi nhận thu nhập ròng khác đạt 1,319 tỷ đồng (+44% YoY) và 1,486 tỷ đồng (+13% YoY) chủ yếu tại Đồng Nai.

Ngoài ra, trong dài hạn, GVR có kế hoạch 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 8. 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 Đương, 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 KCN Long Đức, Khu đô thị sân golf, hạ tầng đô thị, thương mại dịch vụ...
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 9. Phần đất cao su có thể chuyển đổi sang các KCN, theo quy hoạch 2025 - 2030

	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 2025/2026 dự báo GVR sẽ bàn giao 20ha/30ha đất KCN

Năm 2025/2026, chúng tôi duy trì dự báo GVR sẽ bàn giao được lần lượt 20ha/30ha, chủ yếu từ KCN NTU3 và KCN Rạch Bắp GD2, tương đương với doanh thu bàn giao KCN năm 2025/2026 lần lượt đạt 1,134 tỷ đồng (+54% YoY) và 1,143 tỷ đồng (+1% YoY).

Bảng 10. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2025 – 2030

Dự án	Địa điểm	Chủ đầu tư	Tỷ lệ Sở hữu lợi ích của GVR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích KCN thương mại (ha)	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	Bình Dương	NTC	53%	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)
Minh Hưng III (GD2)	Đồng Nai (Bình Phước sáp nhập)	CTCP KCN Cao su Bình Long	100%	483	375	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2025)
Bắc Đồng Phú mở rộng	Đồng Nai (Bình Phước sáp nhập)	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	45%	317	206	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2025)
Hiệp Thành 1	Tây Ninh	GVR	85%	495	322	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2024)
Nam Đồng Phú (GD2)	Đồng Nai (Bình Phước sáp nhập)	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	45%	480	317	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư (2025)
Tổng diện tích đất KCN				2,481	1,743	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh & Định giá

Bảng 11. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	26,242	27,788	5.9%	28,627	3.0%	
SX&KD Mủ Cao su	20,362	21,978	7.9%	22,562	2.7%	- Năm 2025/2026, ước tính sản lượng tiêu thụ cao su tự nhiên đạt lần lượt 536,052 tấn (+3% YoY) và 550,303 tấn (+3% YoY) - Dự báo giá cao su xuất khẩu bình quân của GVR duy trì ở mức 1,600 – 1,700 USD/tấn
Công nghiệp cao su	804	724	-10.0%	745	3.0%	
Gỗ	2,745	2,425	-11.6%	2,573	6.1%	
Kinh doanh BĐS, CSHT	735	1,134	54.4%	1,143	0.8%	- 1H2025, doanh thu Backlog của NTU3 còn 402 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 30ha, bao gồm 20ha KCN NTU3 và 10ha 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%)
Khác	1,329	1,527	14.9%	1,604	5.0%	
Lợi nhuận gộp	6,965	7,689	10.4%	7,481	-2.7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>	<i>-2.1%</i>	<i>26%</i>	<i>-1.5%</i>	- Năm 2025/2026, biên LNG mủ cao su ước tính đạt 28% và 26% - Biên LNG 2025 giảm chủ yếu do giảm biên LNG từ mủ Công nghiệp cao su, do chịu sự cạnh tranh gay gắt từ thị trường Trung Quốc và giá NVL tăng, 1H2025 ghi nhận biên LNG mủ công nghiệp cao su 7% (-21pp YoY)
Thu nhập tài chính	1,065	1,039	-2.5%	1,088	4.7%	
Chi phí tài chính	360	301	-16.2%	211	-29.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	161	0		0		
SG&A	2,694	2,779	3.1%	2,863	3.0%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,001	5,565	11.3%	5,408	-2.8%	
Thu nhập khác ròng	915	1,319	44.2%	1,486	12.7%	Mức tăng trưởng chủ yếu được đóng góp từ việc đền bù đất/thanh lý cây cao su tại 583ha diện tích đất Đồng Nai
Lợi nhuận trước thuế	5,606	6,883	22.8%	6,893	0.1%	
Lợi nhuận sau thuế	4,826	5,858	21.4%	5,867	0.1%	
LNST công ty mẹ	3,988	4,862	21.9%	4,869	0.1%	
<i>Biên LNST</i>	<i>18%</i>	<i>21%</i>	<i>2.7%</i>	<i>20%</i>	<i>-0.6%</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu
34,500 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.

GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 2.0x, 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 34,500VND/cổ phiếu.

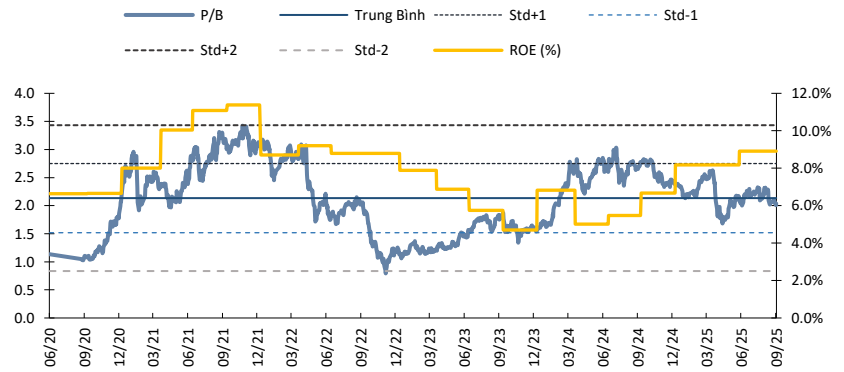
Bảng 12. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Khu công nghiệp	RNAV	50,391
Chuyển đổi đất cao su	RNAV	21,739
Mảng cao su + chế biến gỗ	DCF	51,632
Tổng NPV		123,762
(+) Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn		19,351
(-) Vay nợ ròng		4,728
RNAV		138,384
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		4,000
Giá trị cổ phiếu (VND)		34,500
Giá hiện tại (12/09/2025) (VND)		29,350
Tổng mức sinh lời		18%

Nguồn: GVR, KBSV

Cổ phiếu GVR hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 2.0x, nằm dưới đường P/B trung bình 5 năm.

Biểu đồ 13. 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 (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	22,138	26,242	27,788	28,627	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	78,062	83,545	87,018	92,124
Giá vốn hàng bán	-17,176	-19,276	-20,099	-21,146	TÀI SẢN NGẮN HẠN	23,842	27,739	30,070	33,576
Lãi gộp	4,963	6,965	7,689	7,481	Tiền và tương đương tiền	5,564	6,187	7,621	10,756
Thu nhập tài chính	1,115	1,065	1,039	1,088	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,355	13,561	13,561	13,561
Chi phí tài chính	-618	-439	-384	-299	Các khoản phải thu	2,546	2,523	3,040	3,132
Trong đó: Chi phí lãi vay	-478	-360	-301	-211	Hàng tồn kho, ròng	3,360	4,365	4,681	4,924
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-208	161	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	54,220	55,806	56,948	58,548
Chi phí bán hàng	-591	-551	-556	-573	Phải thu dài hạn	657	690	690	690
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,864	-2,143	-2,223	-2,290	Tài sản cố định	34,438	35,355	34,585	33,776
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,796	5,001	5,565	5,408	Tài sản dở dang dài hạn	10,774	9,110	8,058	7,005
Thu nhập khác ròng	1,654	1,363	1,319	1,486	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	168	168
Thu nhập khác, ròng	1,318	915	1,319	1,486	NỢ PHẢI TRẢ	23,085	24,938	22,670	22,027
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	9,653	11,926	10,378	10,531
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	4,114	453	565	962	Phải trả người bán	931	985	777	1,077
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-741	-812	-1,025	-1,026	Người mua trả tiền trước	519	624	556	573
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,373	4,826	5,858	5,867	Vay ngắn hạn	3,003	4,133	2,613	2,115
Lợi ích của cổ đông thiểu số	750	837	996	997	Nợ dài hạn	13,432	13,013	12,293	11,497
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,623	3,988	4,862	4,869	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Chi số hoạt động					Người mua trả tiền trước dài hạn	79	79	79	79
	2023	2024	2025F	2026F	Doanh thu chưa thực hiện	8,947	9,122	9,122	9,122
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.4%	26.5%	27.7%	26.1%	Vay dài hạn	3,577	2,911	2,191	1,395
Tỷ suất EBITDA	22.6%	26.3%	27.4%	25.8%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	54,977	58,606	64,347	70,097
Tỷ suất EBIT	11.3%	16.3%	17.7%	16.1%	Vốn góp	54,936	58,557	64,298	70,048
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.2%	18.4%	21.1%	20.5%	Thặng dư vốn cổ phần	326	326	326	326
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.6%	19.1%	20.0%	18.9%	Lãi chưa phân phối	5,187	6,385	7,018	7,153
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.2%	18.4%	21.1%	20.5%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	41	49	49	49
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)					Chỉ số chính (x, %, VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	4,114	5,916	6,883	6,893	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,488	2,626	2,692	2,759	P/E	32.0	30.4	23.7	23.6
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,944	-1,573	0	0	P/E pha loãng	32.0	30.4	23.7	23.6
Chi phí lãi vay	806	360	301	211	P/B	1.5	2.1	1.8	1.6
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	4,467	7,387	9,876	9,863	P/S	3.8	4.6	4.1	4.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	200	-113	-517	-92	P/Tangible Book	1.5	2.1	1.8	1.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	843	-1,003	-316	-244	P/Cash Flow	25.9	54.1	24.9	21.3
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-694	1,426	-28	651	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.0	17.7	14.8	14.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	32	-2,635	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	33.9	28.6	22.8	23.3
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-4,644	-6,827	-4,391	-4,773	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,249	2,242	4,625	5,406	ROE%	6%	8%	9%	8%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-965	-462	-834	-859	ROA%	4%	6%	7%	6%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	611	228	0	0	ROIC%	8%	5%	7%	8%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,639	-3,599	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,539	1,554	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.5	0.7	1.0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-12	-11	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	1.9	2.3	2.6
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	1	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.5	2.3	2.9	3.2
Cổ tức và tiền lãi nhận được	378	167	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,087	-2,123	-834	-859	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	4,572	6,492	4,270	4,487	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-5,405	-6,029	-6,510	-5,781	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Cổ tức đã trả	-88	-5	-117	-117	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-921	458	-2,357	-1,412	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	8.3	10.4	9.1	9.1
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,241	577	1,434	3,135	Hệ số quay vòng HTK	4.6	5.0	4.3	4.3
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,370	5,564	6,187	7,621	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	17.8	21.2	22.8	22.8
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,564	6,187	7,621	10,756					

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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.