

Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

Thu nhập đền bù đất cao su thúc đẩy lợi nhuận 2026

15/12/2025

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

9T2025, LNST đạt 5,122 tỷ VND (+89%YoY), hoàn thành 103% kế hoạch LNST

Quý 3/2025, doanh thu và LNST của GVR đạt lần lượt là 9,294 tỷ VND (+20% YoY) và 2,187 tỷ VND (+95% YoY). Lũy kế 9T2025, doanh thu và LNST đạt 20,861 tỷ VND (+23% YoY) và 5,122 tỷ VND (89% YoY), hoàn thành 103% kế hoạch LNST hợp nhất.

Mảng cao su, năm 2026F dự báo duy trì mức ổn định

Năm 2026F, KBSV ước tính doanh thu mảng cao su đạt 25,393 tỷ đồng (-0.5% YoY), với dự phóng sản lượng tiêu thụ đạt 560,374 tấn (+4.7% YoY); giá bán cao su bình quân đạt 45.3 triệu đồng/tấn (-5%YoY).

Thu nhập tiền đền bù đất cao su tại Đồng Nai đóng góp tích cực vào lợi nhuận 2026F

Tháng 11/2025, UBND Đồng Nai ghi nhận tiến độ khả quan tại ba KCN trên đất GVR, gồm: KCN Long Đức phê duyệt 100% phương án bồi thường, KCN Bàu Cạn – Tân Hiệp đã chi trả bồi thường cây cao su, KCN Xuân Quế – Sông Nhạn đã phê duyệt phương án bồi thường cây trồng. Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng quá trình đền bù đất tại các KCN sẽ được đẩy mạnh trong giai đoạn 2026–2028. Theo đó, KBSV ước tính Thu nhập ròng khác 2026F đạt 1,977 tỷ đồng (+50% YoY).

Mảng KCN, KCN NTU3 đóng góp doanh thu chính nhờ ghi nhận 1 lần

KBSV dự báo diện tích KCN thuê mới của GVR năm 2025/2026F đạt 70ha/80ha ; tương đương doanh thu đạt 1,240 tỷ đồng (+69% YoY) và đạt 1,465 tỷ đồng (+29.7% YoY), trong đó kỳ vọng KCN NTU3 đóng góp hơn 50% tỷ trọng doanh thu nhờ việc ghi nhận 1 lần

Khuyến nghị MUA với GVR, giá mục tiêu 33,400 VND/cổ phiếu

GVR đang giao dịch với PBR 2025 là 1.72x, nằm dưới đường trung bình PBR 5 năm - đã phản ánh mức chiết khấu với rủi ro Tradewar 2.0. 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 33,400VND/cổ phiếu.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 33,400
Tăng/giảm (%)	32%
Giá hiện tại (12/12/2025)	VND 25,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	107/4.0

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%)

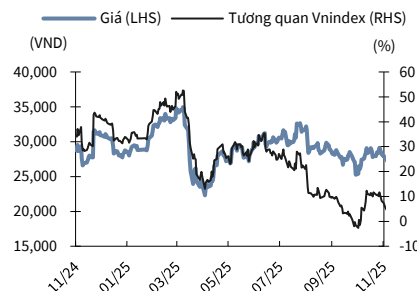
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.1	-2.0	-2.0	-10.6
Tương đối	-3.8	-5.5	-33.2	-45.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,138	26,242	31,124	31,473
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,796	5,001	6,500	6,270
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,623	3,988	5,653	5,966
EPS (VND)	656	997	1,413	1,492
Tăng trưởng EPS (%)	-32	52	42	5.5
P/E (x)	32.0	30.4	18.9	17.9
P/B (x)	1.5	2.1	1.6	1.5
ROE (%)	6	8	10	10
Tỷ suất cổ tức (%)	1	1	1	1

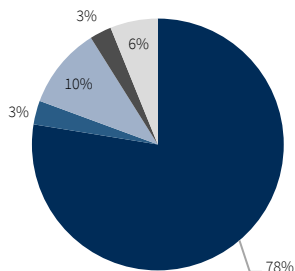
Nguồn: Fiinpro, KBSV



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

Triển vọng thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất cao su tích cực trong giai đoạn 2026 - 2028F**Quỹ đất lớn đảm bảo cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn**, bao gồm 380,043 ha đất cao su và 18,000ha đất có kế hoạch chuyển đổi sang KCN**Mảng cao su duy trì ổn định từ mức tăng trưởng cao của năm 2025**

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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

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	31,124	31,473	+12%	+8%	29,033	31,704	+7%	-1%
EBIT	5,959	5,434	+10%	+10%	5,466	5,355	+9%	+1%
LNST công ty mẹ	5,653	5,966	+9%	+11%	-	-	-	-

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	35,300 VND	Kịch bản tích cực: 1) Giá cao su bình quân 48 triệu VND/tấn 2) Chuyển đổi 3,444 ha trong 2025 - 2028
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	33,400 VND	Kịch bản cơ sở 1) Giá cao su bình quân 45 triệu VND/tấn 2) Chuyển đổi 3,444 ha trong 2025 - 2030
Giá hiện tại	25,300 VND	
Kịch bản tiêu cực	24,000 VND	Kịch bản tiêu cực 1) Giá cao su bình quân 38 triệu VND/tấn 2) Chuyển đổi 2,296 ha trong 2025 - 2030

Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q3/2024	Q3/2025	+/-%YoY	9T2024	9T2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	7,716	9,294	20%	16,954	20,861	23%	Hoàn thành 48.8% kế hoạch Doanh thu hợp nhất năm 2025 (31,044 tỷ đồng)
- SX&KD Mù Cao su	6,168	7,615	23%	12,837	16,630	30%	10T2025, giá cao su bình quân của GVR đạt 47,7 triệu đồng/tấn (+22%YOY); sản lượng tiêu thụ cao su ước tăng khoảng 3%
- Công nghiệp cao su	244	125	-49%	523	344	-34%	Sản lượng bán hàng lốp xe giảm mạnh do cạnh tranh với lốp xe giá rẻ Trung Quốc. Ngoài ra xuất khẩu thị trường Mỹ cũng suy giảm do các đơn hàng gia tăng yêu cầu về xuất xứ
- Gỗ	779	654	-16%	2,039	1,708	-16%	Sản lượng và đơn giá xuất khẩu gỗ sang thị trường Mỹ suy giảm do chính sách thuế quan của Mỹ áp riêng với gỗ là 20%
- Kinh doanh BDS, CSHT	126	246	95%	411	712	73%	Ghi nhận doanh thu bàn giao từ KCN với khoảng 65ha, trong đó khoảng 10ha tại KCN Nam Tân Uyên 3 (ghi nhận 1 lần); 55ha tại các KCN khác (không công bố cụ thể; ghi nhận 50 năm)
- Khác	399	654	64%	1,143	1,467	28%	
Lợi nhuận gộp	1,596	2,648	66%	3,832	6,093	59%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21%</i>	<i>28%</i>	<i>+7pp</i>	<i>23%</i>	<i>29%</i>	<i>+6pp</i>	Biên LNG mảng cao su đạt 29% (+7pp YoY), nhờ giá bán cao su bình quân giữ ở mức cao
Thu nhập tài chính	226	265	17%	688	738	7%	
Chi phí tài chính	(91)	(67)	-26%	(337)	(231)	-31%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	5	26	457%	58	130	-126%	
SG&A	661	713	8%	1,671	1,862	11%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,075	2,160	101%	2,570	4,869	89%	
Thu nhập khác ròng	232	459	98%	639	1,267	98%	Đóng góp chủ yếu bởi thu nhập từ cây cao su thanh lý, 9T2025 tổng thu nhập khác ghi nhận 1,030 tỷ đồng (+72YoY); 220 tỷ đồng (+292% YoY)
Lợi nhuận trước thuế	1,306	2,619	100%	3,209	6,136	91%	
Lợi nhuận sau thuế	1,121	2,187	95%	2,705	5,122	89%	Hoàn thành 103% kế hoạch LNST năm 2025 (4,974 tỷ đồng)
LNST công ty mẹ	944	1,897	101%	2,240	4,529	102%	
<i>Biên LNST</i>	<i>12%</i>	<i>20%</i>	<i>+8pp</i>	<i>13%</i>	<i>22%</i>	<i>+8pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Năm 2025, màng cao su tăng trưởng ấn tượng

Năm 2025, tại hội nghị vào tháng 12/2025, GVR ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 535,000 tấn (+2.6% YoY) với giá bán bình quân đạt 47.7 triệu đồng/ tấn (+22% YoY). Tương đương, doanh thu màng cao su 2025 ước đạt 25,520 tỷ đồng (+25% YoY), đóng góp 80% cơ cấu doanh thu năm 2025.

Năm 2026F, dự báo giá cao su bình quân giảm nhẹ

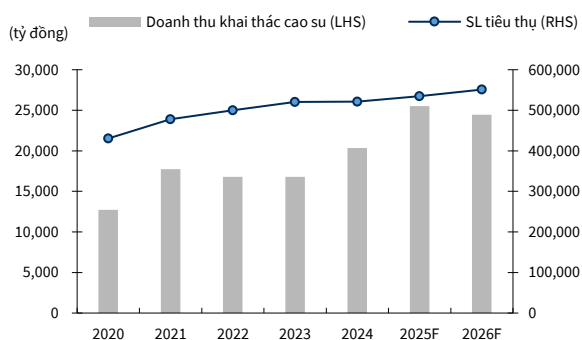
Sau mức tăng trưởng ấn tượng năm 2025, chúng tôi dự báo màng cao su của GVR duy trì mức ổn định. KBSV ước tính doanh thu màng cao su năm 2026 đạt 25,393 tỷ đồng (-0.5% YoY), cụ thể:

Về giá bán, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá bán bình quân của GVR đạt 45.3 triệu đồng/tấn (-5% YoY), phản ánh áp lực giảm so với mặt bằng cao trong giai đoạn 2024–2025, do (1) dự báo Trung Quốc tiếp tục giảm tỷ trọng nhập khẩu cao su Việt Nam trong 2026 và tăng nhập khẩu từ các đối thủ lớn khác như Thái Lan => gây áp lực lên giá xuất khẩu của GVR (biểu đồ 3); (2) Giá dầu thô và butadien ở mức thấp giúp cao su tổng hợp có lợi thế chi phí hơn. Tính chung 10T2025, Trung Quốc, sản lượng cao su tổng hợp 10T2025 tăng 12.5% YoY, trong khi sản lượng cao su tự nhiên chỉ tăng 1% YoY.

Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng đà giảm giá cao su sẽ được kìm hãm chủ yếu nhờ: (1) nguồn cung cao su thế giới duy trì mức thiếu hụt, dự báo nguồn cung năm 2025 thiếu hụt 673 nghìn tấn (theo ANRPC, báo cáo T10/2025), năm 2026F dự báo nguồn cung vẫn chưa cải thiện do các nhà sản xuất truyền thống như Thái Lan, Indonesia giảm diện tích cao su vì xu hướng chuyển đổi diện tích trồng cao su tiếp diễn; (2) sản lượng sản xuất ô tô Trung Quốc được kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định, khi đà tăng mạnh của xuất khẩu xe NEV có thể bù đắp phần suy giảm của doanh số bán xe nội địa; theo đó, tổng sản lượng bán ô tô Trung Quốc năm 2026F được dự báo tăng 2.9% YoY (theo CMB International), qua đó hỗ trợ nhu cầu cao su tự nhiên.

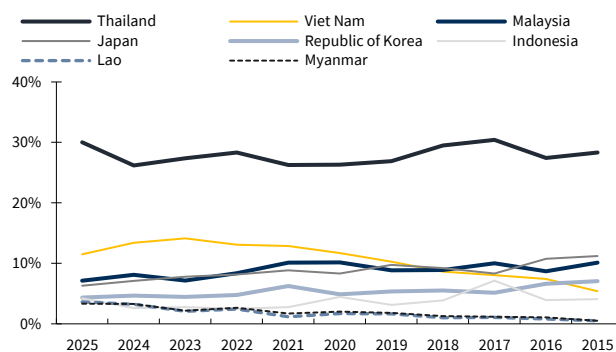
Về sản lượng, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ cao su 2026F tăng trưởng ổn định, đạt 560,374 tấn (+4.7%YoY), kỳ vọng sản lượng khai thác tăng 1.6 tấn/ha (tăng 0.46 tấn/ha so với 2025) nhờ dự báo hiện tượng Lanina kết thúc vào tháng 2/2026, giúp cải thiện điều kiện khai thác và tăng thời gian cạo mủ.

Biểu đồ 2. Doanh thu và sản lượng tiêu thụ cao su của GVR 2020 – 2026F



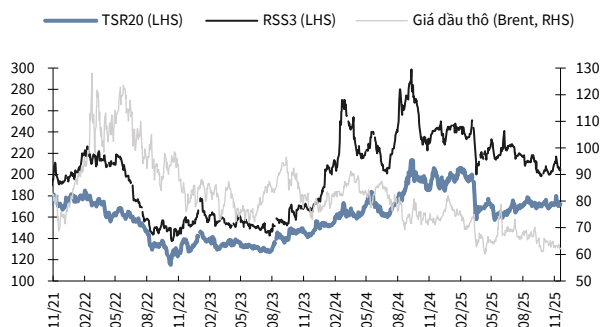
Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 3. Tỷ trọng nhập khẩu cao su của Trung Quốc tại các Quốc gia khác 2015 - 10T2025



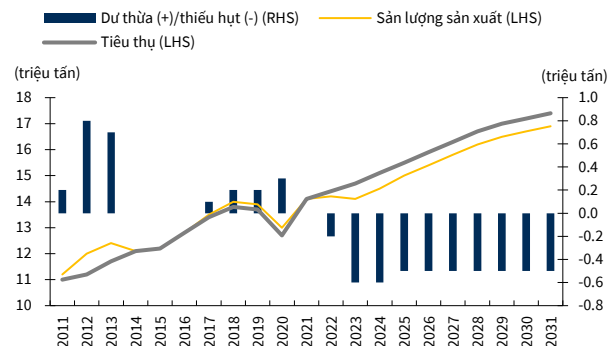
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Hợp đồng tương lai TSR20 – Cao su tự nhiên, RSS3 – tấmc cao su (sàn SGX), Giá dầu thô (rent oil)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. 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

Thu nhập từ tiền đền bù đất cao su tại Đồng Nai đóng góp tích cực vào lợi nhuận 2026F

Theo cập nhật UBND tỉnh Đồng Nai, trong tháng 11/2025, UBND tỉnh đã ghi nhận tiến độ thực hiện tích cực của 3 KCN trọng điểm trên diện tích đất của Tập đoàn GVR. Cụ thể: KCN Long Đức (294ha), toàn bộ diện tích đã được phê duyệt phương án bồi thường 100%; KCN Bàu Cạn - Tân hiệp (2000ha), đã chi trả tiền đền bù câu trồng (cây cao su) 285 tỷ đồng và hỗ trợ 204 tỷ đồng; KCN Xuân Quế - Sông Nhạn (3,595ha), trong đó phần diện tích đất cao su ước tính khoảng 500ha, tỉnh đã phê duyệt phương án bồi thường cây trồng.

Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng thu nhập từ hoạt động đền bù đất cao su tại Đồng Nai, kỳ vọng khoản thu nhập cho 2,794ha diện tích đất tại 3 KCN (Long Đức, Bàu Cạn - Tân Hiệp, Xuân Quế - Sông Nhạn) sẽ được đẩy mạnh ghi nhận trong giai đoạn 2026 - 2028. Theo đó, KBSV ước tính thu nhập ròng khác năm 2026F đạt 1,977 tỷ đồng (+50% YoY).

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 6. 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	~500ha* (Tổng diện tích quy hoạch là 3,595ha, trong đó ước tính khoảng 500ha là diện tích đất cao su chuyển đổi)	- 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	- 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 2021 – 2030, KBSV
*KBSV ước tính dựa trên quy hoạch tỉnh giai đoạn 2021 - 2030

Năm 2025/2026F, dự báo diện tích KCN thuê mới của GVR đạt 70/80ha

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh số diện tích KCN thuê mới của GVR năm 2025/2026F đạt lần lượt 70ha/80ha. Theo đó, năm 2025, KBSV ước tính doanh thu mảng KCN 2025 đạt lần lượt 1,129 tỷ đồng (+53.7% YoY), đóng góp từ 15ha KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần) và 55ha các KCN khác (ghi nhận phân bổ 50 năm); năm 2026F, dự phóng doanh thu đạt 1,465 tỷ đồng (+29.7% YoY), đóng góp từ 20ha KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần), 10ha bổ sung mới từ KCN Rạch Bắp GD2 và 50ha các KCN khác (ghi nhận phân bổ 50 năm);

Bảng 7. 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 (NTU3)	Tp.HCM (Bình Dương cũ)	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	Tp.HCM (Bình Dương cũ)	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 cũ)	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 cũ)	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)
Nam Đồng Phú (GD2)	Đồng Nai (Bình Phước cũ)	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 8. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	26,242	31,124	18.6%	31,473	1.1%	
SX&KD Mủ Cao su	20,362	25,520	25.3%	25,393	-0.5%	- Năm 2025/2026, ước tính sản lượng tiêu thụ cao su tự nhiên đạt lần lượt 535,000 tấn (+2.6% YoY) và 560,374 tấn (+4.7% YoY) - Dự báo giá cao su xuất khẩu bình quân 2026F của GVR đạt 45.3 triệu đồng/tấn (-5%YoY)
Công nghiệp cao su	804	563	-30.0%	546	-3.0%	- Dự báo 2026 tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi việc cạnh tranh với lớp xe giá rẻ Trung Quốc, đồng thời xuất khẩu thị trường Mỹ cũng suy giảm do các doanh nghiệp gia tăng yêu cầu về xuất xứ
Gỗ	2,745	1,983	-27.7%	2,043	3.0%	
Kinh doanh BĐS, CSHT	735	1,129	53.7%	1,465	29.7%	- Năm 2025F, dự báo bàn giao 70ha, bao gồm 15ha KCN Nam Tân Uyên (ghi nhận 1 lần); 55ha các KCN khác (ghi nhận phân bổ 50 năm) - Năm 2026F, dự báo doanh số cho thuê đất đạt 80ha, bao gồm 20ha KCN NTU3 (ghi nhận 1 lần) và 60ha tại các KCN khác (ghi nhận phân bổ 50 năm)
Khác	1,085	1,929	77.8%	2,026	5.0%	
Lợi nhuận gộp	6,965	9,072	30.2%	8,582	-5.4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>	<i>-0.1pp</i>	<i>27%</i>	<i>-2pp</i>	- Năm 2025/2026, biên LNG mảng cao su ước tính đạt 29% và 26%
Thu nhập tài chính	1,065	908	-14.7%	1,117	23.0%	
Chi phí tài chính	360	276	-23.2%	187	-32.3%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	161	0	-	0	-	
SG&A	2,694	3,112	15.5%	3,147	1.1%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,001	6,500	30.0%	6,270	-3.5%	
Thu nhập khác ròng	915	1,314	43.7%	1,977	50.4%	Mức tăng trưởng chủ yếu được đóng góp từ việc đền bù đất/thanh lý cây cao su tại 2,974ha diện tích đất cao su tại Đồng Nai
Lợi nhuận trước thuế	5,606	7,814	39.4%	8,247	5.5%	
Lợi nhuận sau thuế	4,826	6,650	37.8%	7,019	5.5%	
LNST công ty mẹ	3,988	5,653	41.7%	5,966	5.5%	
<i>Biên LNST</i>	<i>18%</i>	<i>21%</i>	<i>+3.0pp</i>	<i>22%</i>	<i>+0.9pp</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu
33,400 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 10); (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 0.5 - 2 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 1.74x, nằm dưới 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 33,400VND/cổ phiếu.

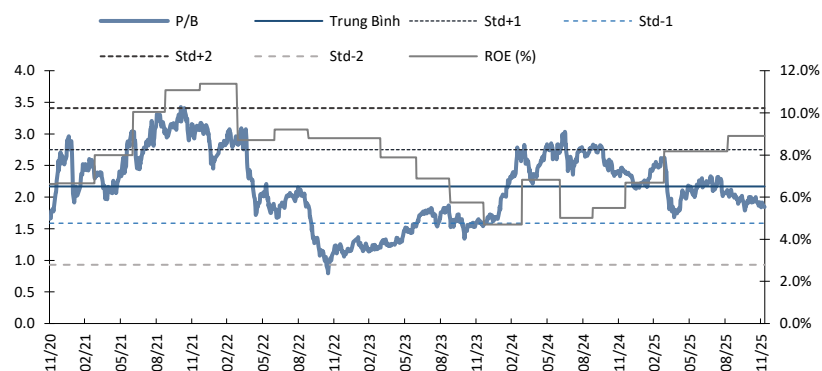
Bảng 9. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Khu công nghiệp	RNAV	48,003
Chuyển đổi đất cao su	RNAV	18,714
Mảng cao su + chế biến gỗ	DCF	48,688
Tổng NPV		115,405
(+) Tiền và tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn		21,453
(-) Vay nợ ròng		3,242
RNAV		133,616
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		4,000
Giá trị cổ phiếu (VND)		33,400
Giá hiện tại (12/12/2025) (VND)		25,300
Tổng mức sinh lời		32%

Nguồn: GVR, KBSV

Cổ phiếu GVR hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 1.74x, nằm dưới đường P/B trung bình 5 năm.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	22,138	26,242	31,124	31,473	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	78,062	83,545	87,498	94,859
Giá vốn hàng bán	-17,176	-19,276	-22,052	-22,891	TÀI SẢN NGẮN HẠN	23,842	27,739	29,601	34,006
Lãi gộp	4,963	6,965	9,072	8,582	Tiền và tương đương tiền	5,564	6,187	6,192	10,349
Thu nhập tài chính	1,115	1,065	908	1,117	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,355	13,561	13,561	13,561
Chi phí tài chính	-618	-439	-368	-282	Các khoản phải thu	2,546	2,523	3,405	3,443
Trong đó: Chi phí lãi vay	-478	-360	-276	-187	Hàng tồn kho, ròng	3,360	4,365	5,136	5,331
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-208	161	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	54,220	55,806	57,896	60,853
Chi phí bán hàng	-591	-551	-622	-629	Phải thu dài hạn	657	690	690	690
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,864	-2,143	-2,490	-2,518	Tài sản cố định	34,438	35,355	35,613	35,783
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,796	5,001	6,500	6,270	Tài sản dở dang dài hạn	10,774	9,110	8,058	7,005
Thu nhập khác ròng	1,654	1,363	1,314	1,977	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	1,314	1,977	NỢ PHẢI TRẢ	23,085	24,938	22,307	22,720
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	9,653	11,926	10,171	11,302
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	4,114	453	565	962	Phải trả người bán	931	985	948	1,058
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-741	-812	-1,164	-1,228	Người mua trả tiền trước	519	624	622	629
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,373	4,826	6,650	7,019	Vay ngắn hạn	3,003	4,133	1,544	2,289
Lợi ích của cổ đông thiểu số	750	837	998	1,053	Nợ dài hạn	13,432	13,013	12,136	11,418
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,623	3,988	5,653	5,966	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%	29.1%	27.3%	Vay dài hạn	3,577	2,911	2,034	1,316
Tỷ suất EBITDA	22.6%	26.3%	27.9%	26.4%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	54,977	58,606	65,190	72,139
Tỷ suất EBIT	11.3%	16.3%	19.1%	17.3%	Vốn góp	54,936	58,557	65,141	72,090
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.2%	18.4%	21.4%	22.3%	Thặng dư vốn cổ phần	326	326	326	326
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.6%	19.1%	20.9%	19.9%	Lãi chưa phân phối	5,187	6,385	8,500	9,499
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.2%	18.4%	21.4%	22.3%	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		2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	4,114	5,916	7,814	8,247	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,488	2,626	2,724	2,865	P/E	32.0	30.4	18.9	17.9
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-2,944	-1,573	0	0	P/E pha loãng	32.0	30.4	18.9	17.9
Chi phí lãi vay	806	360	276	187	P/B	1.5	2.1	1.6	1.5
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	4,467	7,387	10,814	11,300	P/S	3.8	4.6	3.4	3.4
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	200	-113	-882	-38	P/Tangible Book	1.5	2.1	1.6	1.5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	843	-1,003	-771	-195	P/Cash Flow	25.9	54.1	20.0	15.2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-694	1,426	835	385	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.0	17.7	12.0	12.1
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	32	-2,635	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	33.9	28.6	17.5	18.4
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-4,644	-6,827	-4,644	-4,430	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,249	2,242	5,352	7,022	ROE%	6%	8%	10%	10%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-965	-462	-1,814	-2,822	ROA%	4%	6%	8%	7%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	611	228	0	0	ROI C%	8%	5%	7%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,639	-3,599	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	1,539	1,554	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.5	0.6	0.9
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-12	-11	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	1.9	2.3	2.4
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	3.0
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	-1,814	-2,822	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	4,504	4,861	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-5,405	-6,029	-7,970	-4,834	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	-67	-70	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	-3,533	-43	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	5	4,156	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	6,192	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	6,192	10,349					

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, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường 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, Phường Sài Gòn, 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, Phường Sài Gòn, 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.