

Tập đoàn Cao su Việt Nam(GVR)

Mảng cao su tiếp tục đà phục hồi trong 2024

22/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

9T2023, GVR ghi nhận doanh thu thuần 14,503 tỷ VND (-11% yoy), LNST đạt 1,954 tỷ VND (-44% yoy)

9T2023 GVR thu về 14,503 tỷ VND doanh thu thuần (-11% yoy). Trong đó, doanh thu từ công nghiệp cao su đạt 297 tỷ VND, ghi nhận mức giảm lớn nhất (-77% yoy). Doanh thu mảng cốt lõi cao su tự nhiên tăng nhẹ do sự hồi phục đáng kể trong quý 3, đạt 10,868 tỷ VND (+8% yoy). LNST của GVR 9T2023 đạt 1,954 tỷ VND (-44% yoy).

Giá và sản lượng cao su GVR trong 2024 dự kiến giữ đà tăng trưởng dù hiện tại vẫn đang hồi phục chậm hơn diễn biến chung trên thế giới

Chúng tôi kì vọng giá cao su của GVR sẽ giữ được mức tăng 5-7% trong 2024, sản lượng sẽ tăng 5% do: (1) hưởng lợi từ đà tăng giá của cao su thế giới, (2) khả năng giảm cung trong mùa thấp điểm sắp tới và (3) cầu cao su từ Trung Quốc tăng mạnh với tiềm năng tăng trưởng của mảng xăm lốp xe và xe điện.

Nam Tân Uyên 3 là động lực tăng trưởng KCN của GVR trong ngắn và trung hạn

Việc Nam Tân Uyên 3 – KCN nằm trong vùng kinh tế trọng điểm Bình Dương – được giao đất vào cuối tháng 5 vừa qua đã tạo dư địa tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho GVR, dự kiến đóng góp vào KQKD của GVR từ 2024.

GVR liên tục phát triển thêm các dự án mới, mở rộng quỹ đất KCN

Từ nay cho đến 2025, tập đoàn đặt ra mục tiêu chuyển đổi đất cho ít nhất 2,900 ha, dồn lực tập trung đẩy nhanh tiến độ cho 8 KCN, kì vọng có thể đưa vào khai thác bắt đầu từ năm sau, muộn nhất là vào năm 2026. Mới đây, GVR cũng liên danh cùng VSIP và BCM xem xét triển khai thêm 2 dự án với quy mô lên tới hơn 2,800 ha.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 27,400 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 35.3% so với mức giá đóng cửa ngày 22/12/2023.

MUA duy trì

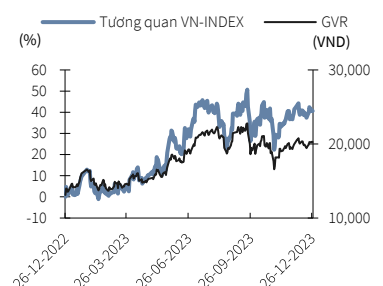
Giá mục tiêu	27,400 VND
Tăng/giảm (%)	17.6%
Giá hiện tại (22/12/2023)	20,250
Giá mục tiêu đồng thuận	25,100
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ tỷ USD)	81,000/3.34

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.23%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	46.4/2.03
Sở hữu nước ngoài (%)	0.32%
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	5	8	54
Tương đối	1	8	9	41

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	26,190	25,426	18,168	19,846
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	5,783	4,381	2,398	3,877
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	4,158	3,839	2,141	3,008
EPS (VND)	1,040	807	535	752
Tăng trưởng EPS	10%	-22%	-34%	40%
P/E (x)	13.3	28.1	42.4	30.2
P/B (x)	2.8	1.0	2.0	1.8
ROE	10.3%	8.9%	4.7%	6.3%
Tỷ suất cổ tức	0.1%	0.1%	0.1%	0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

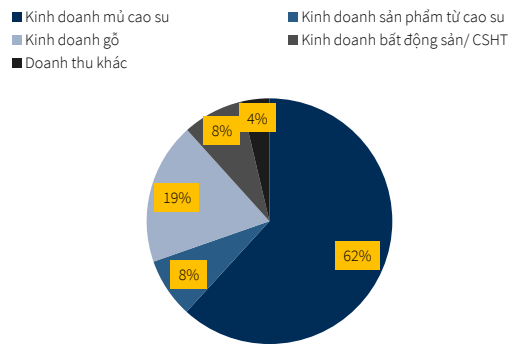
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	9T2022	9T2023	+/- % YoY	Chú thích
Doanh thu	16,336	14,503	-11%	Hoàn thành 60% doanh thu kế hoạch đã điều chỉnh năm 2023 (24,243 tỷ VND)
-Mủ cao su	10,072	10,868	8%	Sản lượng cao su xuất khẩu tăng, đồng thời giá cũng bắt đầu có sự cải thiện từ quý 3, trong khi 3Q2022 giá cao su cũng bắt đầu trong xu hướng giảm.
-Công nghiệp cao su	1,280	297	-77%	Cầu các sản phẩm từ cao su suy yếu, giá bán suy giảm mạnh, đặc biệt là doanh thu từ găng tay cao su
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	3,042	1,659	-45%	Do (1) thắt chặt tiêu dùng do lạm phát tại các quốc gia xuất khẩu lâm sản chính của Việt Nam và (2) 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
-Bất động sản/ CSHT	600	573	-5%	Không ghi nhận thêm đất cho thuê mới
Lợi nhuận gộp	4,522	3,146	-30%	
Biên gộp	28%	22%	-6ppt	Giảm chủ yếu do biên gộp mủ cao su tự nhiên giảm mạnh: (1) giá cao su trung bình 9T2023 giảm so với cùng kỳ và (2) giá nguyên liệu đầu vào tăng (biên gộp cao su giảm từ 27% nửa đầu năm xuống còn 17% vào quý 3)
Thu nhập tài chính	649	835	29%	Giá các sản phẩm cao su công nghiệp và gỗ giảm sâu trong khi giá cả nhiều mặt hàng đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ
Chi phí tài chính	468	399	-15%	Tăng chủ yếu do lãi tiền gửi, tiền cho vay 3Q2023 tăng hơn 70 tỷ
SG&A	1,564	1,575	1%	Giảm chủ yếu do giảm lãi vay
SG&A/ Doanh thu	10%	11%	+1ppt	
Thu nhập khác	770	731	-5%	Thu nhập từ thanh lý cây cao su đạt 491 tỷ VND, (2) thu nhập từ bồi thường ghi nhận 228 tỷ VND (chủ yếu từ VSIP 3)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	170	-289	-270%	Chủ yếu do sụt giảm lợi nhuận từ CTCP Gỗ MDF VRG – Donghwa (riêng trong quý 3 lỗ 276 tỷ VND) và không ghi nhận lợi nhuận từ CTCP Thống Nhất
LNTT	4,078	2,452	-40%	
Lợi nhuận sau thuế	3,487	1,954	-44%	Đây là mức LNST thấp nhất trong 14 quý gần đây của GVR. Hoàn thành 58% LNST kế hoạch 2023 (3,363 tỷ VND)

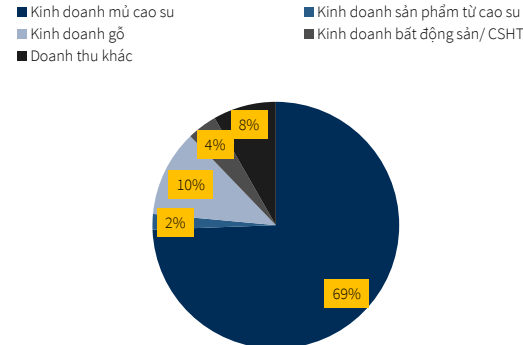
Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu GVR 9T2022



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu GVR 9T2023



Nguồn: GVR, KBSV

Giá và sản lượng cao su GVR trong 2024 dự kiến giữ đà tăng trưởng dù hiện tại vẫn đang tăng chậm hơn diễn biến chung trên thế giới

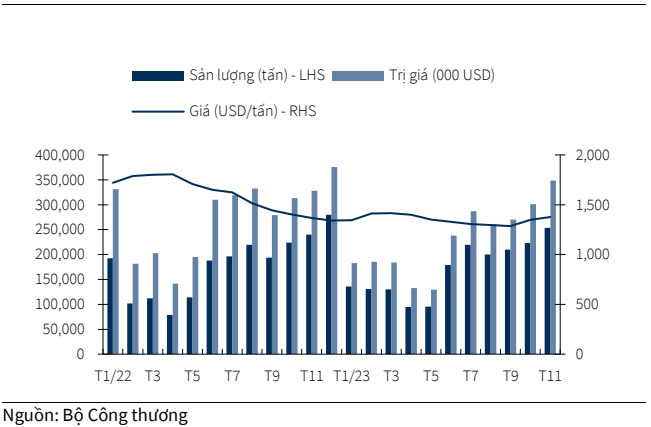
Nửa cuối 2023, giá cao su trên thế giới đang trong đà phục hồi. Giá cao su đã tăng hơn 22% từ tháng 8 đến nay và gần 11% từ đầu tháng đến nay nhờ những kì vọng lạc quan về tiêu dùng hồi phục, đặc biệt tại các thị trường lớn như Mỹ, châu Âu và Trung Quốc. Giá cao su trong 2024 cũng đã được Trading Economics nâng mức dự báo lên 156 US Cents/kg. Tại Việt Nam, giá cao su xuất khẩu cũng đang hồi phục trong 4 tháng gần đây, tuy nhiên mức tăng chỉ ở 2-4%/tháng, thấp hơn nhiều với mức tăng giá trên thế giới do hoạt động tiêu thụ cao su Việt Nam vẫn yếu.

Chúng tôi kì vọng giá cao su của GVR sẽ giữ được mức tăng 5-7% trong 2024, sản lượng sẽ tăng khoảng 5% do: (1) giá cao su trong nước hưởng lợi từ đà tăng của cao su thế giới, (2) tình trạng sản lượng thấp vào mùa cao điểm cao su năm nay của các quốc gia sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Indonesia có thể dẫn đến thiếu cung cao su trong mùa thấp điểm, nâng cao giá cũng như cầu với cao su Việt Nam và (3) tiềm năng tăng trưởng lớn của ngành sản ô tô và xe điện tại thị trường Trung Quốc – thị trường có tỷ trọng trên 80% kim ngạch xuất khẩu cao su Việt Nam.

Biểu đồ 4. Giá hợp đồng tương lai cao su TSR20 (cent/kg)



Biểu đồ 5. Sản lượng và giá xuất khẩu cao su Việt Nam



Lợi nhuận từ mảng gỗ vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 2024 do cầu chưa có dấu hiệu hồi phục

Hiện các doanh nghiệp gỗ đều trong cảnh khan hiếm đơn hàng. Theo Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu ngành gỗ năm 2023 ước tính đạt 13.5 tỷ USD, giảm 15.5% so với 2022. Kim ngạch xuất khẩu sang tất cả các thị trường chính Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc, EU và Hàn Quốc đều giảm mạnh do (1) người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu trước ảnh hưởng của bất ổn kinh tế và (2) xuất hiện nhiều rào cản mới tại các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là EU. Lợi nhuận mảng gỗ của GVR từ đầu năm đến nay chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục, giảm hơn 60% svck 2022. Chúng tôi dự kiến kết quả kinh doanh của mảng gỗ vẫn chưa thể hồi phục trong ngắn hạn do chịu tác động từ những khó khăn chung của ngành bao gồm: (1) cầu từ các thị trường chính chưa có động lực mới để hồi phục, (2) giá gỗ thế giới dự kiến sẽ tiếp tục giảm cho đến đầu 2024 và (3) khó khăn trong việc đáp ứng các quy định ngặt nghèo của châu Âu, Mỹ và nhiều quốc gia khác về chống sản phẩm phá rừng.

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 đất vào tháng 5 vừa qua đem lại kì vọng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho mảng KCN của GVR. Tuy nhiên hiện nay, tiến độ nộp tiền sử dụng đất dự án đang chậm hơn dự kiến do hiện nay không có đơn vị thẩm định giá nào tham gia đấu thầu nên UBND tỉnh Bình Dương chưa có cơ sở để phê duyệt giá đất.

Đến nay, doanh nghiệp đã bắt đầu kí MOU với các khách hàng thuê đất tại KCN Nam Tân Uyên 3 cho phần diện tích đất 50 ha, giá thuê ước tính khoảng 130 USD/m²/chu kỳ thuê. Chúng tôi dự kiến NTU 3 có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2024. 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.

Ảnh 6. Sơ đồ mặt bằng Nam Tân Uyên 3

KCN Nam Tân Uyên nằm trong vùng kinh tế trọng điểm của tỉnh Bình Dương. Nam Tân Uyên 3 sở hữu tổng diện tích hơn 345ha, gần cảng Xà lan và ICD Thạch Phước, cách cảng Cát Lát 32km, cụm cảng quốc tế nước sâu Cái Mép 90km, cách Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất 32km, kết nối tốt với cơ sở hạ tầng giao thông



Nguồn: namtanuyen.com.vn

11/2023, GVR liên danh cùng BCM và VSIP đề xuất phát triển 2 dự án KCN tại tỉnh Khánh Hòa với tổng diện tích lên đến 2,800ha

GVR liên tục đẩy mạnh mở rộng quỹ đất KCN sở hữu. Tháng 11 vừa qua, liên danh BCM – VSIP – GVR đã cùng đề xuất phát triển 2 dự án tại tỉnh Khánh Hòa: (1) dự án KCN – Đô thị - Dịch vụ Ninh Xuân quy mô dự kiến 2,340ha (2023 – 2035) và dự án Khu đô thị - Dịch vụ Diên Khánh quy mô dự kiến 500 ha (2023 – 2030). Việc đẩy nhanh các kế hoạch mở rộng gối đầu quỹ đất KCN của GVR kì vọng sẽ sớm cải thiện được tình trạng thiếu cung do thủ tục pháp lý chậm trễ của GVR nói riêng và của ngành nói chung, , tạo nguồn cung mới liên tục, tăng lợi nhuận từ mảng KCN – mảng có biên gộp cao nhất của GVR.

Bảng 7. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2023 - 2025

	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	TLSH	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	NTC	Bình Dương	344	42%	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư và có quyết định giao đất
Rạch Bắp GD2	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%	
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%	
Hiệp Thanh 1	GVR	Tây Ninh	495	85%	Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ

Nguồn: GVR, KBSV tổng hợp

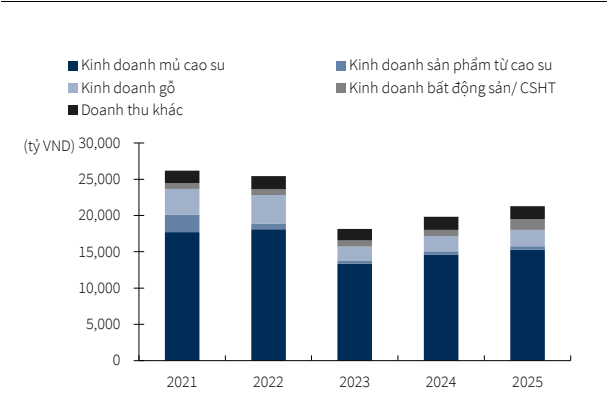
DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Bảng 8. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/-% YoY	Chú thích
Doanh thu	25,425	18,168	-29%	19,846	9%	Hoàn thành 75% doanh thu kế hoạch điều chỉnh 2023 (24,243 tỷ VND) Sản lượng khai thác cao su 2024 kì vọng phục hồi ở mức tăng trưởng 2% yoy. Giá cao su bình quân 2023 thấp hơn khoảng 9% so với giá bình quân 2022, trong khi giá 2024 kì vọng phục hồi 2% so với 2023
-Mủ cao su	18,109	13,365	-26%	14,640	10%	2023 tiếp tục tăng trưởng âm đến từ sự sụt giảm sản lượng của găng tay cao su. 2024 kì vọng hồi phục nhẹ đến từ (1) cầu sắm lốp tăng và (2) giá chế phẩm cao su hồi phục
-Công nghiệp cao su	790	364	-54%	422	16%	Sản lượng và giá gỗ cũng như các chế phẩm từ gỗ dự kiến vẫn ở mức thấp nửa đầu 2024, hồi phục nhẹ về cuối năm
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	3930	2,008	-49%	2,130	6%	
-Bất động sản/ CSHT	802	817	2%	840	3%	
Lợi nhuận gộp	6,342	4,005	-37%	5,105	27%	Biên gộp giảm trong 2023 do giá cao su, cao su công nghiệp và chế phẩm từ gỗ đều giảm so với 2022 trong khi giá các mặt hàng đầu vào tăng
Biên gộp	28%	22%	-6ppts	26%	+4ppts	2024 kì vọng hồi phục biên lợi nhuận gộp đến từ giá cao su hồi phục nhẹ
Thu nhập tài chính	885	1,265	43%	1,369	8%	Tăng do tăng lãi tiền gửi, tiền cho vay
Chi phí tài chính	696	615	-12%	417	-32%	
SG&A	2,354	1,999	-15%	2,084	4%	
SG&A/ Doanh thu	10%	11%	+1ppt	11%	0	
Thu nhập khác	1,321	836	-37%	709	-15%	Giảm do thu nhập từ đền bù đất giảm mạnh so với 2022
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	204	- 259	-227%	- 97	-62%	Tăng trưởng âm chủ yếu đến từ kết quả kinh doanh đi xuống của các công ty chế phẩm cao su, đặc biệt nhiều công ty gỗ dự kiến sẽ ghi nhận lỗ nặngg 2023
LNTT	5,702	3,233	-43%	4,585	42%	
Lợi nhuận sau thuế	4,753	2,651	-44%	3,760	42%	Hoàn thành 72% LNST kế hoạch 2023 (3,363 tỷ VND)

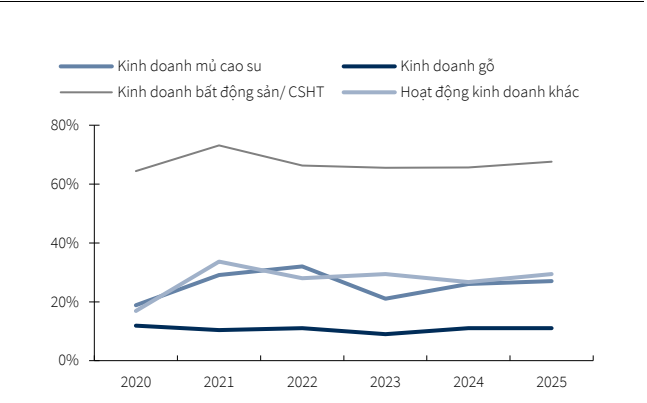
Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 9. Dự phóng cơ cấu doanh thu GVR



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 10. Ước tính biên LNG các mảng kinh doanh của GVR



Nguồn: GVR, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu
26,700 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cho GVR với 3 mảng định giá chính: (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) để đánh giá lại các dự án KCN của GVR dựa trên diện tích cho thuê còn lại.
- Mảng cao su & gỗ: chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm.

Mức giá mục tiêu cho GVR là 27,400 VND/cp, tương ứng với mức tiềm năng tăng giá 35.3% so với mức giá đóng cửa 20,250 VND/cp ngày 22/12/2023 dựa trên các yếu tố:

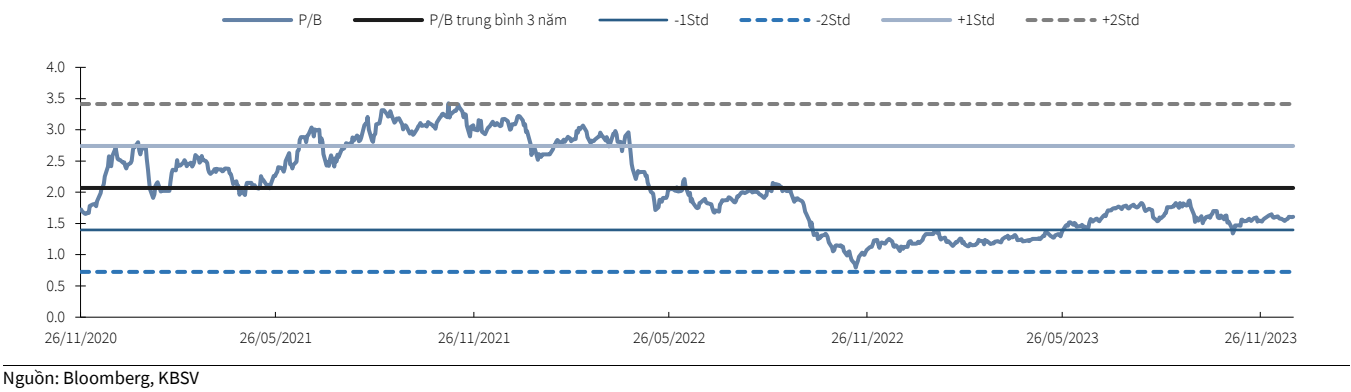
- Giá cao su 2023 dự kiến giảm 9% so với bình quân 2022 dù kì vọng sẽ hồi phục nhẹ từ nay đến cuối năm, sản lượng khai thác giảm 20%, sản lượng thu mua tăng thêm 5,000 tấn, sản lượng tiêu thụ đạt hơn 400,000 tấn. Biên gộp mảng khai thác mủ cao su giảm từ 32% năm 2022 xuống 21% năm 2023.
- 2024, giá cao su kì vọng phục hồi nhẹ, tăng 2% so với giá bình quân 2023. Sản lượng khai thác tăng nhẹ ghi nhận gần 350,000 tấn, sản lượng thu mua đi ngang. Tổng sản lượng tiêu thụ tăng 7% so với 2022.
- Về mảng công nghiệp cao su, doanh thu từ găng tay cao su dự kiến giảm tới 84%, doanh thu từ các sản phẩm khác cũng giảm mạnh 75%
- Nam Tân Uyên 3 dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục trong năm nay và có thể đóng góp vào kết quả kinh doanh cho GVR từ 2024. Các KCN Rạch Bắp GD2, Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR cũng như Hiệp Thạnh 1 sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của GVR từ 2025 với tốc độ lấp đầy tương đối nhanh do cung đất KCN vẫn đang ở mức thấp, tỷ lệ hấp thụ đất KCN ở phía Nam vẫn luôn duy trì ở mức cao.

Bảng 11. Bảng định giá GVR

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Cao su và gỗ	DCF	64,855
Khu công nghiệp	RNAV	29,865
Khác	BV	4,565
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		16,305
Nợ vay		6,224
Giá trị doanh nghiệp		109,366
Số cổ phiếu lưu hành		4,000
Giá mục tiêu		27,400
Giá hiện tại		20,250
Dự địa tăng trưởng		35.3%

Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 12. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử



Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	26,190	25,426	18,168	19,846
Giá vốn hàng bán	18,614	19,084	14,164	14,741
Lãi gộp	7,575	6,342	4,005	5,105
Thu nhập tài chính	831	885	1,265	1,369
Chi phí tài chính	719	696	615	417
Trong đó: Chi phí lãi vay	608	491	615	417
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	285	204	-259	-97
Chi phí bán hàng	507	591	545	496
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,682	1,763	1,453	1,588
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,783	4,381	2,398	3,877
Thu nhập khác	1,045	1,793	1,285	1,012
Chi phí khác	616	473	450	304
Thu nhập khác, ròng	429	1,321	836	709
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	6,213	5,702	3,233	4,585
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	873	948	582	825
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	5,340	4,753	2,651	3,760
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,182	914	510	752
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	4,158	3,839	2,141	3,008

Chỉ số hoạt động

(%)	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.9%	24.9%	22.0%	25.7%
Tỷ suất EBITDA	34.4%	33.2%	33.9%	37.4%
Tỷ suất EBIT	26.0%	24.4%	21.2%	25.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23.7%	22.4%	17.8%	23.1%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	22.1%	17.2%	13.2%	19.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	28.9%	24.9%	14.6%	18.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	6,213	5,702	3,233	4,585
Khấu hao TSCĐ	2,304	2,459	2,128	2,181
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	608	501	615	417
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	8,030	7,458	5,976	7,183
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	175	153	768	-181
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,439	-683	1,268	-116
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	974	-666	-705	876
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	123	-30	-91	14
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	-2,521	-3,677	-1,899	-216
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,921	1,343	5,055	6,675
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-865	-802	-731	-996
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	246	673	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,635	-2,616	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,712	1,753	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-43	-47	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	43	32	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	612	469	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-931	-539	-731	-996
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	3,382	4,671	1,175	0
Tiến trả các khoản đi vay	-6,484	-6,264	-2,817	-3,603
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-110	-119	-53	-75
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,212	-1,712	-1,695	-3,679
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-222	-908	2,630	2,000
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,528	5,304	4,370	7,000
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,304	4,370	7,000	9,000

Nguồn: GVR, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
(Báo cáo chuẩn)				
Tổng Cộng Tài Sản	79,014	78,377	77,258	78,430
Tài Sản Ngắn Hạn	22,769	23,396	23,670	26,027
Tiền và tương đương tiền	5,304	4,370	7,000	9,000
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	10,279	11,212	11,212	11,212
Các khoản phải thu	2,849	2,732	1,964	2,146
Hàng tồn kho, ròng	3,471	4,116	2,848	2,964
Tài Sản Dài Hạn	56,245	54,981	53,589	52,404
Phải thu dài hạn	688	674	674	674
Tài sản cố định	32,559	33,944	32,551	31,366
Tài sản dở dang dài hạn	14,729	12,095	12,095	12,095
Đầu tư dài hạn	2,760	2,823	2,823	2,823
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	27,074	24,911	21,190	18,677
Nợ ngắn hạn	10,867	10,368	6,421	6,762
Phải trả người bán	853	917	212	1,088
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	302	324	0	0
Vay ngắn hạn	2,662	2,817	950	200
Nợ dài hạn	16,207	14,543	14,769	11,915
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	87	101	101	101
Doanh thu chưa thực hiện	8,987	9,093	9,093	9,093
Vay dài hạn	6,344	4,596	4,821	1,967
Vốn Chủ Sở Hữu	51,940	53,466	56,064	59,749
Vốn góp	40,000	40,000	40,000	40,000
Thặng dư vốn cổ phần	153	199	199	199
Lãi chưa phân phối	4,632	4,981	2,598	3,685
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	91	74	74	74
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính

(x,%,VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ số định giá				
P/E	13.3	25.1	37.8	26.9
P/E pha loãng	13.3	25.1	37.8	26.9
P/B	2.8	1.0	2.0	1.8
P/S	5.6	2.2	6.0	5.5
P/Tangible Book	2.9	1.0	2.0	1.8
P/Cash Flow	38	41	22	16
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	16.4	6.5	17.8	14.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	21.7	8.9	28.5	21.9

Hiệu quả quản lý				
ROE	10.3%	8.9%	4.7%	6.3%
ROA	6.8%	6.1%	3.4%	4.8%
ROIC	10.4%	9.3%	5.9%	8.0%

Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.43x	1.50x	2.84x	2.99x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.77x	1.11x	1.05x	1.02x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.70x	1.77x	3.14x	3.31x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	12.2%	8.6%	8.6%	3.3%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	8.0%	5.9%	6.2%	2.5%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	5.1%	5.3%	1.7%	0.33%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	3.4%	3.6%	1.2%	0.26%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	20.9%	19.4%	11.5%	11.3%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	13.8%	13.2%	8.3%	8.6%
Tổng công nợ/Vốn CSH	52.1%	46.6%	37.8%	31.3%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	34.3%	31.8%	27.4%	23.8%

Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.2	9.3	9.2	9.2
Hệ số quay vòng HTK	5.4	4.6	5.0	5.0
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	23.4	22.3	22.9	22.9

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, 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, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@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 tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.