

Tập Đoàn Cao Su Việt Nam (GVR)

Báo cáo lần đầu: triển vọng tốt nhờ quỹ đất phát triển lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích - Phạm Nhật Anh
(+84) 33-2780-140
anhpn@kbsec.com.vn

04/08/2021

Khuyến nghị Năm Giữ với giá mục tiêu 35,700 VNĐ

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 35,700 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương mức tổng lợi suất sinh lời 5,9% dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho mảng gỗ, cao su, khu công nghiệp và các mảng khác. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa vào các yếu tố sau:

Mảng cao su tự nhiên (CSTN) tăng trưởng 71.4% lợi nhuận gộp 2021 nhờ giá bán tăng mạnh.

Chúng tôi dự phóng biên gộp mảng cao su năm 2021 sẽ tăng mạnh từ 18.8% lên 23.3% nhờ giá bán cao su tăng trưởng 29.1% lên 1,653 USD/ tấn. Trong giai đoạn 2021-2025, biên gộp của GVR sẽ tiếp tục đạt mức cao 22.8% nhờ định hướng phát triển theo hình thức thâm canh, qua đó giảm giá vốn thông qua giảm diện tích trồng cao su nhưng vẫn đạt tăng trưởng sản lượng bình quân 4.13% CAGR.

Nhà phát triển bất động sản hàng đầu với mục tiêu nâng diện tích đất KCN quản lý lên tới 26,000 ha trong 15 năm tới.

Theo chiến lược mới đề ra tại ĐHCĐ, trong 100,000 ha diện tích trồng cao su giảm đi, 20,000 ha sẽ được sử dụng cho phát triển KCN và 40,000 cho chuyển đổi CSHT. Với kế hoạch này, GVR dự kiến sẽ nâng quỹ đất quản lý lên 26,000 ha, gấp 2.5 lần quỹ đất của Becamex, công ty quản lý KCN lớn nhất hiện nay. Với đơn giá đền bù đất chuyển đổi CSHT lên tới 0.6 tỷ đồng/ ha, chúng tôi cũng kì vọng khoản đền bù 40,000 ha sẽ đóng góp không nhỏ cho GVR các năm tới.

Mảng cao su công nghiệp (CSCN) và gỗ sẽ phát triển thông qua hình thức M&A, gia tăng chuỗi giá trị.

Mảng CSCN và gỗ được kì vọng sẽ tăng trưởng bình quân giai đoạn 2021-2025 lần lượt là 17.5% CAGR và 10% CAGR. Chúng tôi kì vọng mảng CSCN sẽ tăng trưởng mạnh nhờ kế hoạch tăng gấp đôi công suất găng tay lên 5 tỷ chiếc/ năm và dự định M&A với Vinachem để khép kín chuỗi giá trị sẫm lốp. Mảng gỗ tuy đã đạt 100% công suất nhưng vẫn là một mảng có dư địa tăng trưởng cao, do vậy ban lãnh đạo định hướng sẽ thực hiện M&A để gia tăng công suất mảng này.

Năm giữ

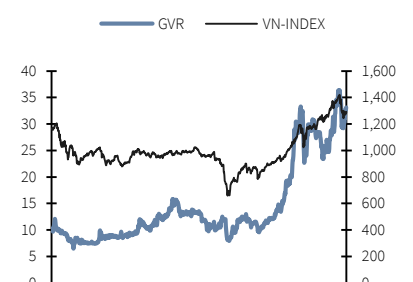
Giá mục tiêu	VNĐ 35,700
Tăng/giảm	5.9%
Giá hiện tại (04/08/2021)	VNĐ 33,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 30,200
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	134,600

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	3.21%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	151
Sở hữu nước ngoài (%)	0.66%
Cổ đông nhà nước (CMSC)	96.77%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
(%)	1W	1M	3M	12M
GVR	3.65%	-8.54%	26.8%	218.54%
VNINDEX	-1.23%	-9.08%	29%	61%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019	2020	2021	2022
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	19,804	21,116	27,439	28,882
Lãi/ (lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	2,565	2,382	3,890	4,077
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	3,833	5,076	5,730	6,182
EPS (VNĐ)	813	943	1,217	1,311
P/E (x)	13.05	31.77	27.5	25.5
P/B (x)	0.91	2.52	2.63	2.45
ROE (%)	7.7%	10.0%	10.6%	9.6%
Dividend yield (%)	2.96%	2.34%	1.8%	1.8%



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tổng quan doanh nghiệp

Niêm yết ra công chúng với mã cổ phiếu GVR vào 2018 và có vốn điều lệ 40 nghìn tỷ đồng; vốn hóa gần 135 nghìn tỷ

Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam (GVR) được thành lập từ 1975 và chính thức niêm yết trên sàn GDCK vào quý 2/2018 sau khi được chính phủ phê duyệt và thực hiện chào bán một phần cổ phần ra công chúng. Tại thời điểm hiện tại, Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) đang nắm 96.8% vốn. Công ty hoạt động chính trên 3 ngành nghề kinh doanh: cao su và công nghiệp cao su, gỗ và khu công nghiệp. Tập đoàn đang có vị thế dẫn đầu ở tất cả ngành nghề kinh doanh cốt lõi: 30% sản lượng cao su cả nước, 28% sản lượng gỗ làm từ cao su toàn ngành và định hướng tương lai sẽ là doanh nghiệp đầu ngành KCN với quỹ đất quản lý hơn 26,000 ha trong 15 năm tới.

92.8% lợi nhuận gộp của GVR nằm ở 3 mảng kinh doanh cốt lõi: cao su, gỗ và KCN

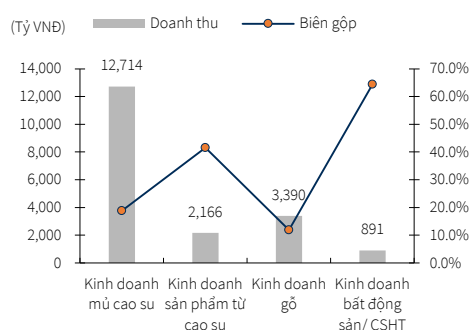
Tỷ trọng lợi nhuận gộp theo 3 mảng cao su, gỗ và KCN lần lượt là 71.6%, 8.8% và 12.5%. Mảng cao su sẽ vẫn đóng góp chủ chốt vào lợi nhuận trong các năm tới, tuy nhiên tỷ trọng sẽ giảm dần khi BLĐ tập trung vào phát triển các mảng có tăng trưởng cao hơn là gỗ và KCN. Các ngành nghề kinh doanh không cốt lõi dự kiến sẽ càng chiếm tỉ trọng nhỏ khi GVR thực hiện thoái vốn khỏi những mảng không thiết yếu.

Bảng 1. Ngành nghề kinh doanh cốt lõi của GVR

Ngành	Sản phẩm	Ứng dụng	Khách hàng	Thị phần	Tỉ trọng doanh thu	Tỉ trọng lợi nhuận gộp
Mủ cao su	SVR 10,20	Pha trộn với RSS làm lốp xe, kết hợp cấp hạng từ Latex tạo sản phẩm General Purpose	Goodyear Bridgestone Michelin Yokohama Kumho Sailun	35%	60.2%	64%
	SVR L, 3L, 5, 5S	Ruột, lốp xe, đồ chơi, phao cao su				
	SVR CV50,60	Dây thun, keo dán, mặt hông lốp xe, mặt vợt bóng bàn				
	RSS	Lốp xe và ruột xe, Tread Carcass, Off road lốp & ADV lốp xe, ống ép đùn, giày dép				
Sản phẩm từ cao su	Găng tay y tế Khải Hoàn	Nhà hàng, y tế, khách sạn	N/A	30%	10.3%	19.6%
	Lốp xe VRG, nệm gối cao su, bóng thể thao, chỉ sợi cao su, dây chuyền băng tải	Xe hơi, thể thao, hoạt động ngoài trời		N/A		
Gỗ	Gỗ phôi	Đồ nội thất, sản phẩm từ gỗ	N/A	N/A	16.1%	8.8%
	Gỗ ghép tấm					
	Gỗ tinh chế					
	MDF - MFB					
Khu công nghiệp	KCN cho thuê	Cho thuê xưởng, nhà máy	N/A	N/A	4.2%	12.5%
Ngành nghề khác	Điện, nước, dịch vụ và bán hàng hóa	N/A	N/A	N/A	9.1%	6.7%

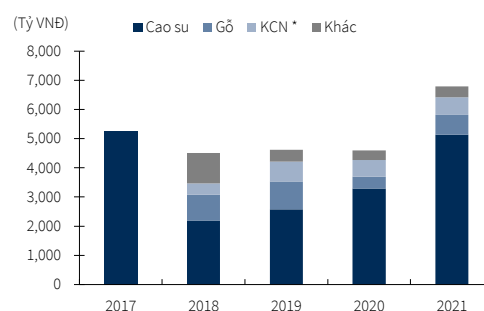
Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 2. Doanh thu và lợi nhuận gộp từng mảng 2020



Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 3. Cơ cấu lợi nhuận gộp qua các năm



Nguồn: KBSV, GVR

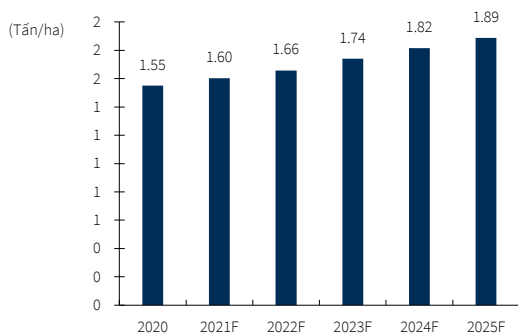
Doanh nghiệp đầu ngành cao su với diện tích trồng lên tới 402,000 ha

GVR là công ty có vị thế đầu ngành trong mảng cao su tại Việt Nam với quỹ đất quản lý lên tới 402,000 ha – trong đó diện tích cao su kinh doanh đạt 240,004 ha. Đất trồng cao su ở Việt Nam, Lào, Campuchia có diện tích lần lượt là 288,100 ha (29.7% diện tích cao su Việt Nam), 87,000 ha và 30,000 ha. Trong năm 2020 GVR đã khai thác được 369,731 tấn cao su, tương đương với năng suất 1.56 tấn/ha – thấp hơn mức bình quân ngành 1.68 tấn/ha. Chúng tôi cho rằng năng suất thấp hơn là do các đồn điền cao su của GVR tại Campuchia và Lào vẫn còn khá mới nên năng suất không được cao, chỉ ở mức 1.42 tấn/ha và 1.23 tấn/ha. Vào 2021, sản lượng cao su của GVR ở Campuchia được dự phóng sẽ đạt 100,700 tấn, tương đương tăng 14,000 tấn so cùng kỳ. Tập đoàn cũng đồng thời là doanh nghiệp đóng góp nhiều nhất vào xuất khẩu với tỉ trọng lên tới 35% giá trị.

Một trong những nhà sản xuất cao su công nghiệp hàng đầu với thị phần mảng găng tay y tế lên tới 30%

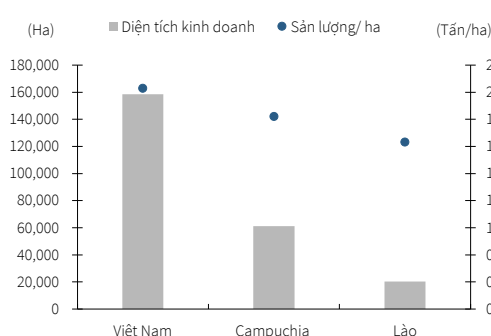
Giai đoạn 2020 và 2021 các nhà máy sản xuất găng tay của GVR đã hoạt động 100% công suất, qua đó tiêu thụ 2.64 tỷ chiếc găng tay so với thiết kế nhà máy 2.5 tỷ chiếc/năm. Do nhu cầu găng tay thế giới vẫn chưa được đáp ứng hết và tập đoàn đã có nhận đủ đơn hàng cho tới 2022 nên mảng găng tay dự kiến sẽ được nâng công suất lên gấp đôi vào Q4/2021. Trong mức doanh thu 2,689 tỷ đồng của CSCN, VRG – Khải Hoàn – đơn vị sản xuất găng tay y tế đóng góp tới 1,839 tỷ đồng.

Biểu đồ 3. Năng suất trồng cao su



Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 4. Diện tích cao su kinh doanh và sản lượng theo khu vực

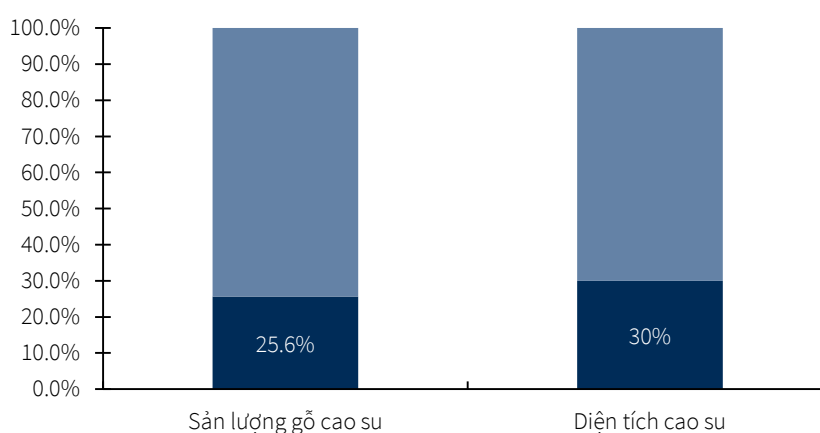


Nguồn: KBSV, GVR

Đứng đầu về sản lượng cao su từ gỗ nhờ diện tích cao su thanh lý lên tới 12,000 ha/ năm

GVR còn là doanh nghiệp chế biến gỗ hàng đầu nhờ lợi thế về nguyên vật liệu đầu vào. Với diện tích cao su thanh lý từ 10,000 tới 12,000 ha/ năm, GVR có thể tự chủ nguyên liệu đầu vào cho mảng chế biến gỗ. Các sản phẩm của GVR bao gồm: gỗ phôi, gỗ ghép tấm, gỗ tinh chế, và gỗ MDF – MFB. GVR hiện đang sở hữu 18 nhà máy với tổng công suất 1.1 triệu m³ và mức đầu tư 4,575 tỷ VNĐ và đứng đầu mảng gỗ MDF với hơn 50% thị phần trong nước. Theo Forest Trend và hiệp hội Gỗ và Lâm Sản Việt Nam (VIFORES), sản lượng gỗ và diện tích cao su của GVR chiếm khoảng 25.6% và 30% thị trường.

Biểu đồ 5. Sản lượng gỗ và diện tích cao su của GVR so với cả nước



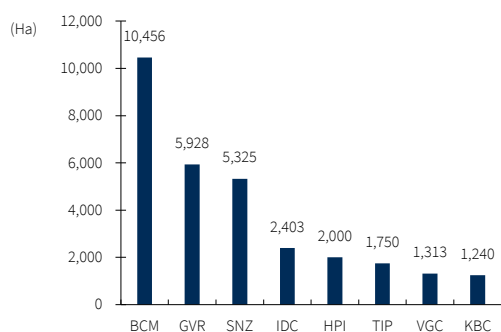
Nguồn: Forest trend, GVR

Quỹ đất phát triển khu công nghiệp lớn nhất cả nước

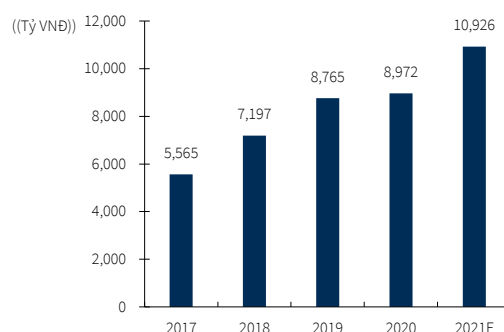
GVR hiện đang quản lý 11 dự án KCN với tổng diện tích lên tới 4,020 ha, chủ yếu nằm ở các khu công nghiệp miền Nam (Bình Dương, Đồng Nai, và Bình Phước). Quỹ đất quản lý của GVR hiện đứng thứ 3 cả nước, sau SNZ và BCM. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá GVR có tiềm năng trở thành chủ quản lý KCN lớn nhất cả nước nhờ quỹ đất có thể phát triển lên tới 20,000 ha. Quỹ đất KCN của GVR được phát triển từ đất cao su nên thời gian và chi phí phát triển đất cũng được rút ngắn so với đất ruộng và đất ở. Ngoài ra, mảng KCN còn đem lại doanh thu từ chuyển đổi đất đều đặn khi tập đoàn dự định sẽ chuyển đổi 40,000 ha phục vụ triển khai CSHT trong 15 năm tới.

Lợi nhuận mảng KCN chưa thể hiện hết trên lợi nhuận gộp

Do cách ghi nhận doanh thu phân bổ theo thời gian cho thuê KCN của GVR, lợi nhuận từ mảng KCN không phản ánh chính xác dòng tiền mang lại từ mảng này. Cụ thể, khoản mục doanh thu chưa thực hiện từ BĐS giai đoạn 2017-2020 tăng tới 3,407 tỷ. Theo ước tính của chúng tôi, mảng KCN đã mang lại 5,800 tỷ đồng cho GVR từ 2017-2020.

Biểu đồ 6. Quỹ đất quản lý KCN hiện tại của các doanh nghiệp cùng ngành

Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 7. Doanh thu chưa thực hiện từ BĐS

Nguồn: KBSV, GVR

Bảng 2. Danh sách các KCN GVR đang quản lý

KCN đang quản lý	Chủ đầu tư	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Năm xây dựng	Diện tích (Ha)
Tân Bình	PHR	Bình Dương	59.60%	2012	353
Nam Tân Uyên	NTC	Bình Dương	42.30%	2004	352
Nam Tân Uyên 2	NTC	Bình Dương	42.30%	2010	289
Rạch Bắp	CTCP công nghiệp An Điện	Bình Dương	92.70%	2008	279
Hố Nai	HIZ	Đồng Nai	38.20%	1998	497
Dầu Giây	CTCP KCN Dầu Giây	Đồng Nai	71.80%	2008	328
Long Khánh	CTCP KCN Long Khánh	Đồng Nai	75.70%	2008	264
Bàu Xéo	BAX	Đồng Nai	36.10%	2007	500
Minh Hưng III	MH3	Bình Phước	55.40%	2008	294
Bắc Đồng Phú	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	45.40%	2009	184
Cộng Hòa	VRG	Hải Dương	56.70%	2008	700
Tổng cộng					4,020

Nguồn: GVR

Đội ngũ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm, đại diện cho 96.8% vốn của CMSC tại GVR

Chúng tôi đánh giá cao đội ngũ BLĐ của công ty do nhiều năm gắn bó với ngành, tập đoàn cao su và có trình độ học vấn cao. HĐQT gồm 7 thành viên, trong đó 5 thành viên đại diện cho 96.8% vốn của Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) và 2 thành viên độc lập

Bảng 3. Đội ngũ ban lãnh đạo

Tên	Chức vụ	Thời gian bổ nhiệm	Học vấn	% cổ phần sở hữu	% cổ phần đại diện
Hội đồng quản trị					
Trần Ngọc Thuận	Chủ tịch HĐQT	01/06/2018	Kỹ sư Cơ khí Nông nghiệp	0.0076%	31.8%
Huỳnh Văn Bảo	Thành viên HĐQT kiêm TGD	01/06/2018	Cử nhân kinh tế	0.0016%	20.0%
Trần Đức Thuận	Thành viên HĐQT	01/06/2018	Cử nhân kinh tế, kế toán	0.0005%	15.0%
Phạm Văn Thành	Thành viên HĐQT	01/06/2018	Thạc sĩ kinh tế	0.0048%	15.0%
Hà Văn Khương	Thành viên HĐQT	01/06/2018	Thạc sĩ Khoa học nông nghiệp	0.0002%	15.0%
Nguyễn Hay	Thành viên HĐQT độc lập	01/06/2018	Giáo sư, Tiến sĩ ngành cơ khí - điện lực	0.00%	0.0%
Phan Mạnh Hùng	Thành viên HĐQT độc lập	01/06/2018	Cử nhân QTKD, Cử nhân Văn Khoa	0.00%	0.0%
Ban tổng giám đốc					
Huỳnh Văn Bảo	Thành viên HĐQT kiêm TGD	01/06/2018	Cử nhân kinh tế ngành Kế toán nông nghiệp	0.0016%	20.0%
Trương Minh Trung	Phó TGD	01/06/2018	Thạc sĩ QTKD	0.0002%	0.0%
Nguyễn Tiến Đức	Phó TGD	01/06/2018	Đại học Nông lâm ngành Cao su	0.0002%	0.0%
Trần Công Kha	Phó TGD	01/06/2018	Tiến sĩ Kinh tế	0.0001%	0.0%
Lê Thanh Tú	Phó TGD	01/06/2018	Cử nhân TCKT	0.0002%	0.0%
Trần Thanh Phụng	Phó TGD	01/06/2018	Thạc sĩ QTKD	0.0002%	0.0%
Lê Thanh Hứng	Phó TGD	01/06/2018	Thạc sĩ Kinh tế	0.0001%	0.0%
Tổng cộng				0.017%	96.8%

Nguồn: GVR

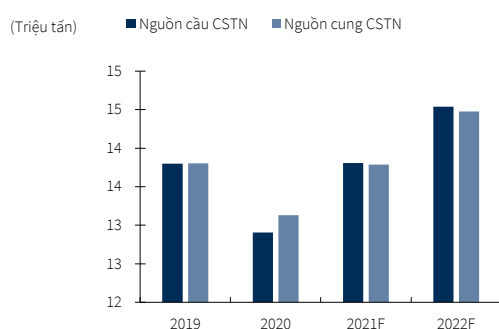
Tổng quan các ngành nghề kinh doanh

Thị trường cao su

Nhu cầu cao su tăng trưởng trở lại khiến giá bán cao su tăng mạnh 29.1% vào 2021

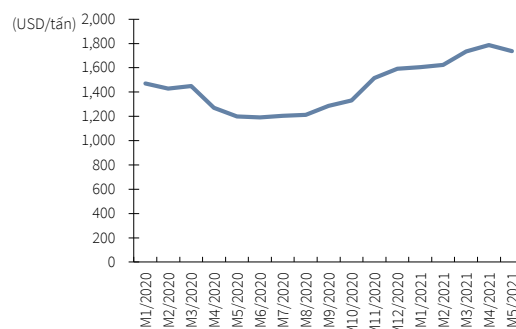
Theo IRSG, tiêu thụ cao su sẽ tăng trưởng 7% vào 2021 và 5.3% vào 2022. Nhu cầu tiêu thụ cao su tăng cao trong khi diện tích trồng cây cao su không thể tăng ngay tương ứng đã dẫn tới tình trạng thiếu hụt cung tạm thời, khiến giá cao su tự nhiên tăng cao trong 6 tháng đầu năm – giá bán bình quân 2 quý đầu năm đạt 1,692 tỷ USD/ tấn. Không những vậy, dịch Covid tái bùng phát tại một số nước xuất khẩu cao su lớn như Malaysia và Thái Lan cũng đang khiến nguồn cung thế giới bị thiếu hụt.

Biểu đồ 8. Nhu cầu/ sản lượng cao su tự nhiên toàn thế giới



Nguồn: KBSV, IRSG

Biểu đồ 9. Giá xuất khẩu cao su tự nhiên



Nguồn: KBSV, tổng cục hải quan

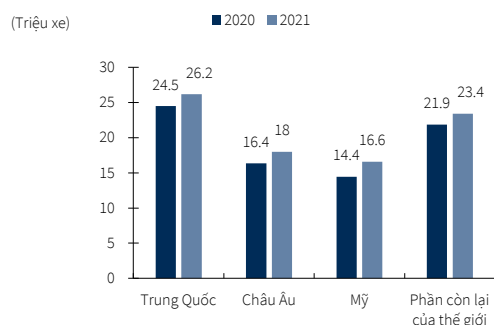
Nhu cầu tiêu thụ xe hơi hồi phục giúp gia tăng giá bán cao su trên thế giới

Theo S&P Global Ratings, nhu cầu tiêu thụ xe hơi năm 2021 có thể tăng trưởng 9.1%, từ 77.2 triệu cái lên 84.2 triệu cái. Hiện thị trường xuất khẩu cao su chính của Việt Nam – Trung Quốc với tỷ trọng lên tới 64.2% - đã có dấu hiệu hồi phục về nhu cầu khi mức tăng trưởng tiêu thụ xe hơi dự kiến đạt 7% trong năm 2021. Thị trường Trung Quốc tăng trưởng sẽ là động lực giúp Việt Nam gia tăng giá trị xuất khẩu cao su.

Găng tay cao su vẫn thâm hụt nguồn cung 72 tỷ chiếc

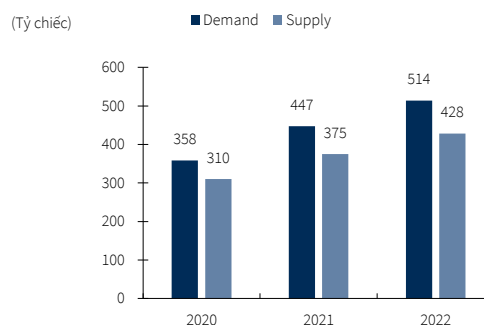
Theo dự phòng từ RHB research và MAGMA (hiệp hội nhà sản xuất găng tay cao su Malaysia), sản lượng găng tay cao su mới chỉ đạt 375 tỉ chiếc 1 năm trong khi nhu cầu hiện tại đang lên tới 447 tỉ chiếc. Việc thay đổi thói quen để ngăn ngừa Covid-19 đã dẫn tới gia tăng nhu cầu sử dụng găng tay trong ngành F&B và hàng không. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tăng cao này sẽ còn tiếp diễn được 1, 2 năm nữa, cộng với giá bán tăng cao do giá đầu vào tăng và nhu cầu cao sẽ tạo điều kiện gia tăng biên lợi nhuận gộp cho các doanh nghiệp có chuỗi sản xuất găng tay khép kín như GVR.

Biểu đồ 10. Nhu cầu tiêu thụ xe hơi



Nguồn: KBSV, IRSG

Biểu đồ 11. Cung và cầu găng tay cao su



Nguồn: RHB Research, MAGMA, báo cáo doanh nghiệp trong ngành

Khả năng cạnh tranh của GVR trong ngành cao su

Doanh nghiệp đầu ngành vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ chuyển đổi sang hình thức thâm canh

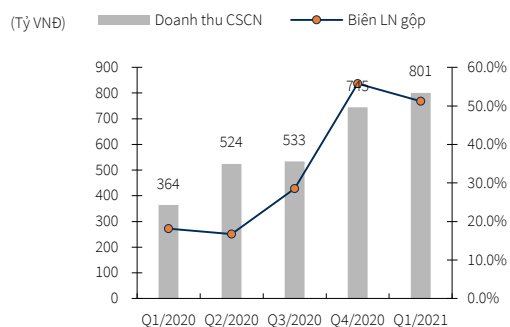
Hiện năng suất bình quân của GVR mới chỉ đạt 1.55 tấn/ha, thấp hơn so với bình quân của cả nước đạt 1.67 tấn/ha. Do đó chúng tôi kỳ vọng GVR vẫn còn nhiều dư địa để gia tăng sản lượng khi chuyển đổi sang hình thức thâm canh, qua đó đưa mức sản lượng/ha lên 1.89 tấn/ha vào 2025. Với mức công suất dự kiến này GVR sẽ trở thành doanh nghiệp có quy mô cũng như hiệu quả hoạt động cao nhất Việt Nam, khi năng suất bình quân cả nước mới chỉ đạt 1.67 tấn/ha. Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, sản lượng CSTN 2025 sẽ đạt 527,000 tấn, tương ứng mức tăng 4.13% CAGR giai đoạn 2021-2025. Do vậy, mặc dù diện tích trồng cao su được định hướng sẽ giảm 100,000 ha trong 15 năm tới, GVR sẽ vẫn giữ được tăng trưởng trung bình ngành.

Lợi nhuận mảng công nghiệp cao su đột biến nhờ nhu cầu găng tay y tế tăng cao

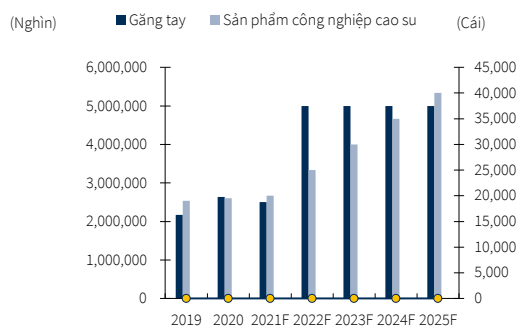
Hiện mảng găng tay đã đạt 100% công suất 2.5 tỷ chiếc và GVR đang xây dựng nhà máy mới, dự kiến nâng công suất lên gấp đôi vào cuối năm nay. Do trên thế giới vẫn đang thiếu nguồn cung găng tay và dịch Covid diễn biến ở nhiều nước, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu găng tay cao vẫn duy trì trong vài năm tới và GVR có thể đạt 100% công suất 5 tỷ chiếc/năm ngay khi nhà máy mới hoạt động (Q4/2021). Các sản phẩm CSCN khác sẽ tăng trưởng từ từ khi GVR đang có kế hoạch sáp nhập với Vinachem, khép kín chuỗi sản phẩm.

Mùa cao điểm của cao su thường sẽ vào 2 quý cuối năm

Sau khi trồng cây cao su 5-6 năm thì có thể bắt đầu thu hoạch. Chu kỳ khai thác của cây thường kéo dài từ 20-25 năm. Cây cao su được thu hoạch 9 tháng, còn 3 tháng còn lại không được thu hoạch vì đây là thời gian cây thay lá, nếu khai thác sẽ ảnh hưởng tới sinh lý của cây. Thông thường chu kỳ cạo bắt đầu vào tháng 3 và kết thúc tháng 1. Do vậy quý 1 thường là quý thấp điểm của GVR còn quý 3, quý 4 sẽ là mùa thu hoạch cao su chính. Cây cao su phát triển tốt ở vùng nhiệt đới ẩm, nhiệt độ 22°C tới 30°C, cần mưa nhiều (tốt nhất 2,000 mm)

Biểu đồ 12. Doanh thu và biên LNG CSCN (tỷ đồng)

Nguồn: KBSV, GVR

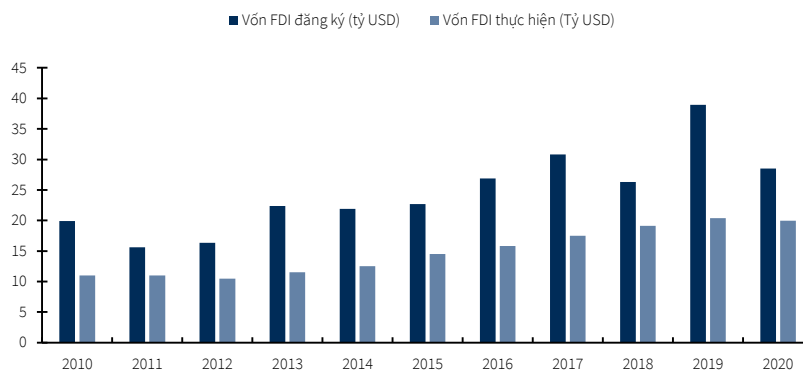
Biểu đồ 13. Sản lượng găng tay (nghìn cái) và CSCN (cái)

Nguồn: KBSV, GVR

Thị trường khu công nghiệp

Vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 7% CAGR 2021-2025 nhờ lợi thế cạnh tranh cao

Giai đoạn 2011-2020, vốn FDI giải ngân tăng trưởng 6.15% CAGR từ 11 tỷ USD lên 19.98 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng giai đoạn tới FDI vào Việt Nam sẽ giữ vững được đà tăng trưởng và đóng góp quan trọng cho ngành KCN của Việt Nam nhờ bởi các nhận định sau: dịch chuyển chuỗi cung ứng, phát triển cơ sở hạ tầng, chính sách nới lỏng và hiệp định thương mại.

Biểu đồ 14. Vốn FDI vào Việt Nam qua các năm (tỷ USD)

Nguồn: KBSV, GVR

Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam

Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam là quá trình đã tiếp diễn từ 2015. Ngoài các yếu tố từ nội tại Việt Nam, còn do các yếu tố tới từ Trung Quốc: (1) Giá nhân công Trung Quốc cao gấp 3 lần Việt Nam (968 USD/tháng); (2) Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khuyến khích các nhà sản xuất dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc; (3) Chính sách của Trung Quốc gia tăng chuỗi giá trị và giảm thiểu ô nhiễm môi trường. Theo nghiên cứu của chúng tôi, đã có nhiều nhà sản xuất lớn như Foxconn, LG, Samsung, Luxshare quyết định di dời phần lớn hoạt động sản xuất của họ sang Việt Nam. Khi trước đây các nhà máy ở Việt Nam chủ yếu làm việc gia công, đóng góp phần khúc cuối của sản phẩm thì nay các công ty đã tin tưởng sản xuất toàn bộ dây chuyền tại Việt Nam, như Samsung không còn nhà máy sản xuất TV nào ở Trung Quốc nữa.

Bảng 4. Danh sách các công ty có ý định dịch chuyển qua Việt Nam

Tên công ty	Industry	Địa điểm	HDSX	Quy mô đầu tư	Trạng thái dịch chuyển
Uniqlo	Dệt may	N/A	Tỷ lệ sản xuất tại Việt Nam đạt 40%. Thuê gia công Việt Nam. Sản lượng giày dép Adidas từ Việt Nam đạt 44% (2017)	N/A	Đã dịch chuyển
Adidas	Dệt may	N/A		N/A	Đã dịch chuyển
LG	Điện tử	Hải Phòng	Thiết bị điện tử	2 tỷ USD	Đã dịch chuyển
Samsung	Điện tử	N/A	Dời nhà máy sản xuất TV từ TQ sang Việt Nam	N/A	Đã dịch chuyển
Foxconn	Điện tử	Thanh Hóa	Sản xuất Ipad và macbook.	700 triệu USD (đã đầu tư 1.5 tỷ USD)	Chưa dịch chuyển
Luxshare	Điện tử	Bắc Giang	Sản xuất Airpod.	40 triệu USD	Đã dịch chuyển
Goertek	Điện tử	Bắc Ninh	Sản xuất Airpod Cung ứng linh kiện cho Apple, Microsoft, Sony, Lenovo.	260 triệu USD	Đã dịch chuyển
Pegatron	Điện tử	Hải Phòng		500 triệu USD	Chưa dịch chuyển
Sharp	Điện tử	Bình Dương	Máy lọc không khí, LCD.	25 triệu USD	Đã dịch chuyển
Kyocera	Điện tử	Hải Phòng	Máy in, máy photocopy đa chức năng.	187.5 triệu USD	Chưa dịch chuyển

Nguồn: Savills

Chi phí rẻ hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài

Dựa trên nghiên cứu của chúng tôi, Việt Nam hiện đang có chi phí nhân công rẻ gần nhất khu vực (252 USD/m²), chưa bằng ¼ chi phí nhân công Trung Quốc, mức giá điện ưu đãi ở 0.077 USD/kwh so với 0.103 của Trung Quốc, giá thuê KCN ở khu vực trọng điểm kinh tế (Tỉnh thành lân cận Hồ Chí Minh) ở 103 USD/m², chỉ bằng 52% khu vực và mức thuế TNDN ưu đãi 20%. Lợi thế về chi phí thấp sẽ giúp Việt Nam trở thành trọng tâm thu hút đầu tư KCN so với các đối thủ khác.

Cơ sở hạ tầng phát triển nhanh chóng nhờ chính sách đầu tư công mới – Luật Đầu tư công 2019 (Luật số 39)

Giải ngân đầu tư công 2020 tăng mạnh 44.3% từ 270,000 tỉ lên 390,000 tỉ, qua đó thực hiện 82.8% kế hoạch giải ngân của chính phủ (cao nhất 5 năm). Chúng tôi cho rằng các năm tới tỉ lệ giải ngân sẽ tiếp tục ở mức cao (trên 80%) do thay đổi từ luật đầu tư công 2019 – yêu cầu địa phương và các ban ngành phải giải ngân tốt hơn nếu không sẽ bị trừ vào kế hoạch trung và dài hạn. Việc thúc đẩy giải ngân cơ sở hạ tầng vào các dự án tiêu biểu như tuyến Metro 1 & 2, sân bay Long Thanh tập trung ở khu vực phía Nam sẽ tạo điều kiện cho các KCN tăng giá và mục đích chuyển đổi đất CSHT của GVR.

Ưu đãi thuế quan và các hiệp định FTA tạo cơ hội cho nguồn vốn ngoại vào Việt Nam

KCN còn được thúc đẩy nhờ chính sách thuế quan ưu đãi, được miễn thuế 2 năm và giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo. Không những thế, hiệp định thương mại EVFTA và CPTPP, cộng với 15 FTA khác của Việt Nam đều tạo tiền đề cho khu công nghiệp của Việt Nam tăng trưởng.

Pháp lý phê duyệt KCN vẫn còn khá phức tạp dẫn tới tiến độ triển khai khu công nghiệp bị chậm trễ

Các bước pháp lý thành lập KCN của Việt Nam bao gồm: (1) Dự án KCN phải được phê duyệt trong quy hoạch của tỉnh trình lên chính phủ; (2) Giấy phép thành lập KCN được chính quyền địa phương phê duyệt; (3) Chủ sở hữu đất cao su chuyển đổi đất cho chủ đầu tư KCN; (4) Kế hoạch chuyển đổi đất cao sang KCN cần được phê duyệt bởi chính quyền địa phương; (5) Chủ sở hữu đất cao su trả lại đất cho chính quyền địa phương; (6) CĐT KCN đền bù đất; (7) CĐT KCN sẽ được chính quyền địa phương cho thuê đất trồng cao su để làm KCN.

Bảng 5. Bảng giá chi phí phát triển KCN các vùng lân cận

Bảng giá so sánh chi phí KCN tại các nước khu vực	Giá thuê KCN (USD/m ²)	Lương nhân công sản xuất (USD/month)	Giá điện công nghiệp (USD/Kwh)	Thuế TNDN (%)
Vietnam	102	252	0.077	20%
Philippines	225	300	0.106	30%
Indonesia	198	198	0.072	25%
Malaysia	282	766	0.097	24%
Thailand	183	431	0.115	20%
Trung Quốc KBSV ước tính	175	968	0.103	25%

Tổng quan khu công nghiệp trong nước theo khu vực: Bắc, Trung, Nam

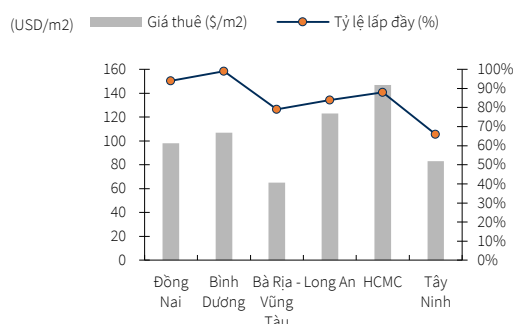
Cụm khu công nghiệp phía Nam trọng điểm của cả nước, vượt trội hơn về giá thuê cũng như quy mô

Theo nghiên cứu từ Jones Lang Lasalle, các khu công nghiệp ở phía Nam có giá thuê cũng như quy mô vượt trội hơn hẳn các khu công nghiệp ở phía Bắc, với mức thuê bình quân 104 USD/ năm (Hơn 14.5% so với miền Bắc) và tổng diện tích khu công nghiệp đạt 43,482 ha (Gấp 2.35 lần diện tích phía Bắc). Khu vực phía Nam có lợi thế từ Logistics, nhờ các cảng như Cát Lái, Tân Cảng Hiệp Phước và Tân Cảng Cái Mép đóng góp tới 57% thị phần trong nước và trọng điểm kinh tế của cả nước.

Đồng Nai và Bình Dương là 2 tỉnh dẫn đầu cả nước về quy mô và tỷ lệ lấp đầy

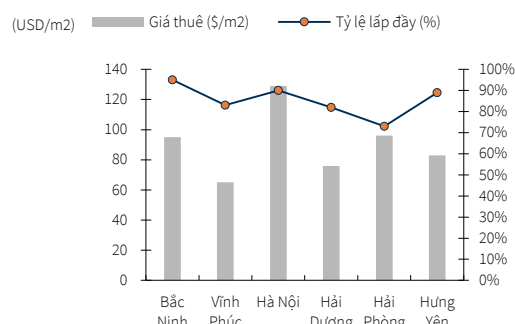
3 tỉnh đứng đầu cả nước về diện tích cho thuê lần lượt là Bình Dương, Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu với diện tích lần lượt là 10,159 ha, 10,066 ha và 9,327 ha, vượt trội hơn hẳn so với tỉnh đứng thứ 4 cả nước là Long An ở 5,837 ha. Tuy nhiên, Bình Dương và Đồng Nai có ưu thế ở tỷ lệ lấp đầy bình quân (99% và 94%) so với BR-VT (79%) cũng như là giá thuê (107 USD/m² và 98 USD/m²) so với BR-VT (65 USD/m²). Tỷ lệ lấp đầy cao nhất cả nước cũng như giá thuê cao hơn trung bình cho thấy sự hấp dẫn của 2 khu vực này, đảm bảo nguồn cung đất mới luôn được hấp thụ nhanh chóng.

Biểu đồ 16. Cụm KCN phía Nam



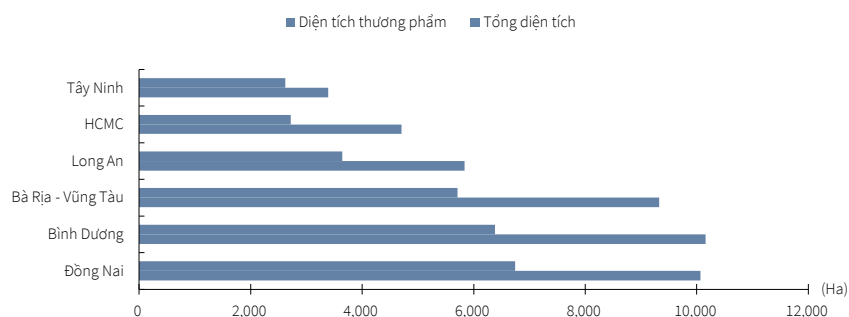
Nguồn: Jones Lang Lasalle

Biểu đồ 17. Cụm KCN phía Bắc



Nguồn: Jones Lang Lasalle

Biểu đồ 27. Quỹ đất các tỉnh thành phía Nam



Nguồn: Jones Lang Lasalle

Nghị định mới sẽ cải thiện quy trình phê duyệt và thúc đẩy nguồn vốn FDI vào Việt Nam

Nghị định mới thay thế nghị định 82 có các quy định rõ ràng và chi tiết hơn, giúp cho các CĐT KCN cũng như UBND tỉnh, thành có thể tiến hành quy trình phê duyệt nhanh gọn. Chính sách mới này từ chính phủ nhằm giải quyết vấn đề vướng mắc pháp lý hiện tại khiến các KCN trọng điểm ở Bình Dương và Đồng Nai không triển khai được trong khi tỷ lệ lấp đầy hầu hết đã đạt trên 95%. Nhìn chung dự thảo mới sẽ ban hành cho UBND nhiều quyền lực phê duyệt dự án hơn cũng như cho phép CĐT được phép xây dựng dự án ngay khi được UBND phê duyệt (thay vì phải đợi hoàn tất toàn bộ thủ tục pháp lý).

Covid sẽ ảnh hưởng tới KCN trong ngắn hạn nhưng tiềm năng dài hạn vẫn còn nhiều dư địa

Tình hình Covid tăng đột biến lên vài nghìn ca một ngày tại TP HCM và các tỉnh thành lân cận khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài không thể tiến hành khảo sát và thực hiện thủ tục thuê đất với các khu công nghiệp ở Việt Nam. Cụ thể, tháng 7 vốn đăng ký đạt 16.7 tỷ USD, giảm 11% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong kịch bản Covid diễn ra trong nhiều tháng và Việt Nam không dập tắt được dịch sẽ có khả năng vốn FDI lâu dài vào Việt Nam giảm dần. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lạc quan nhờ kế hoạch đưa 110 triệu liều vắc xin vào Việt Nam cũng như là lợi thế cạnh tranh lâu dài của KCN Việt Nam vẫn rất hấp dẫn NĐT.

Vị thế của GVR trong ngành KCN

Quỹ đất lớn ở 2 tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, nơi có lợi thế vượt trội hơn hẳn các vùng khác

Trong kế hoạch phát triển 20,000 ha đất KCN của GVR, chủ yếu sẽ tập trung ở 2 vùng là Bình Dương và Đồng Nai. Các KCN ở Bình Dương và Đồng Nai có lợi thế vượt trội hơn do gần trung tâm kinh tế và các cảng lớn, nên giá thuê bình quân cao hơn mặt bằng ở 103 USD/m² (cao hơn 15.6% so với mặt bằng cả nước không tính Hà Nội và Hồ Chí Minh) và tỷ lệ lấp đầy top đầu cả nước lên tới 97%. Các tỉnh Bình Dương và Đồng Nai đều đang trong tình trạng thiếu cung KCN khi nguồn cung cũ gần như đã lấp đầy hoàn toàn và nhu cầu ngày một tăng lên khi FDI vào Việt Nam vẫn tăng trưởng 6.6% 1 năm.

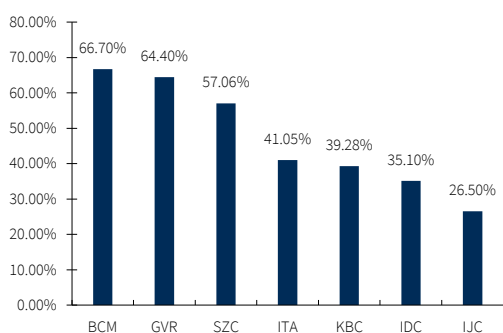
Chi phí bồi thường GPMB từ đất cao su thấp chỉ 2.5 tỷ/ha – bằng 10% so với giá bán

Ngoài yếu tố giá bán trên thị trường, 1 yếu tố khác ảnh hưởng lớn tới biên gộp đó là chi phí GPMB. Theo nghiên cứu của chúng tôi, các doanh nghiệp có sẵn nguồn đất đã xây dựng từ xưa hoặc có đất để chuyển đổi - cao su thường có biên gộp cao. Hiện chi phí đền bù của GVR ước tính khoảng 2.5 tỷ/ha – bằng 10% giá bán thị trường và SZC 1.5 tỷ/ha – 10% giá bán thị trường, thấp hơn mặt bằng chung đã giúp các doanh nghiệp này có biên gộp vượt trội hơn.

Doanh nghiệp duy nhất trong ngành có tỷ lệ tiền mặt lớn hơn nợ vay, đảm bảo nguồn vốn để triển khai các dự án

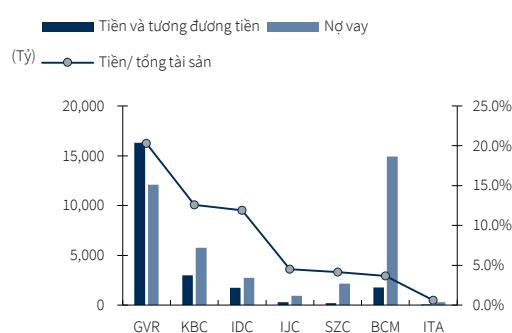
GVR hiện đang có tỷ lệ tiền mặt lên tới 20.3% tổng tài sản, nhiều nhất ngành và cũng là doanh nghiệp duy nhất có tỷ lệ tiền mặt lớn hơn nợ vay. Với lợi thế vượt trội về tiền mặt này, chúng tôi cho rằng GVR sẽ không gặp phải vấn đề về huy động vốn trong khi đối thủ cạnh tranh gần nhất, BCM đã có mức nợ vay khá cao và dòng tiền không đủ cho kế hoạch mở rộng 2,000 ha KCN trong 2 năm tới.

Biểu đồ 18. Biên lợi nhuận gộp các công ty KCN



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 19. Vị thế tiền tại các công ty cùng ngành



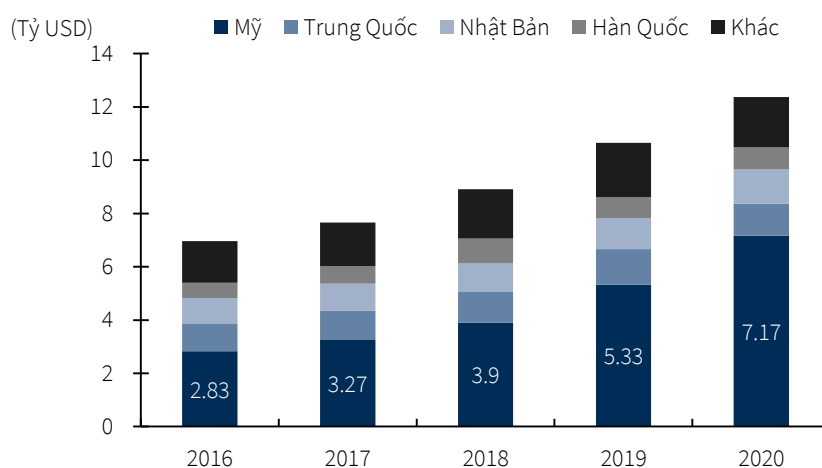
Nguồn: KBSV

Thị trường gỗ

Ngành gỗ phát triển ổn định qua các năm, kì vọng trung hạn giữ mức tăng trưởng 10%/ năm

Giá trị xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ của Việt Nam giai đoạn 2016-2020 đạt bình quân 15.4%. Các thị trường xuất khẩu gỗ chính của Việt Nam bao gồm: Mỹ (58%), Trung Quốc (9.7%), Nhật Bản (10.4%), Hàn Quốc (6.6%). Động lực tăng trưởng chính của ngành gỗ vẫn tới từ thị trường Mỹ, khi 2016 xuất khẩu thị trường này chỉ chiếm 40.6% và nay là 58%. Nguyên nhân của đà tăng tại thị trường này theo chúng tôi do: chiến tranh thương mại Mỹ Trung khiến Trung Quốc mất dần thị phần, Việt Nam có lợi thế chi phí nhân công thấp, và sản phẩm của Việt Nam thuộc phân khúc trung cấp và bình dân cạnh tranh về giá nhiều nên có lợi thế so với Trung Quốc.

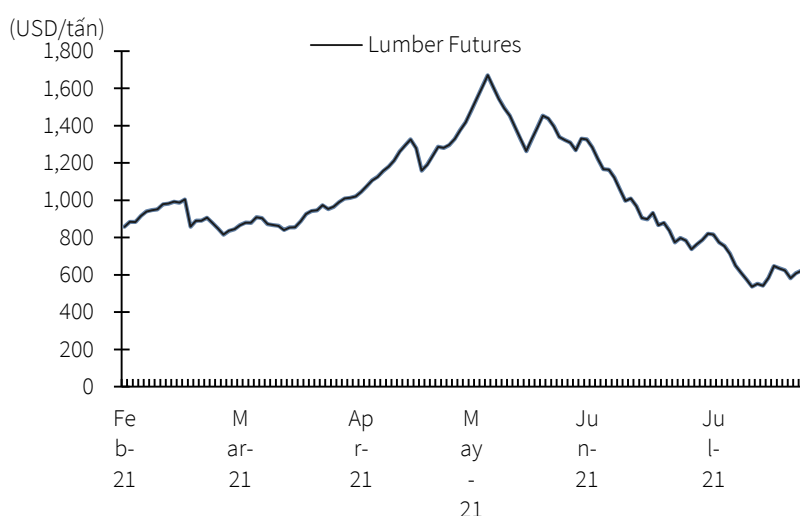
Biểu đồ 23. Xuất khẩu gỗ của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV

Tình hình xuất khẩu 6 tháng đầu năm của Việt Nam: giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ đạt 8.1 tỷ USD, tăng 61%

Đà tăng mạnh của ngành gỗ được lý giải bởi giá tăng gỗ của thế giới, đặc biệt là giá gỗ ở thị trường xuất khẩu chính – Mỹ. Thị trường Mỹ chứng kiến phục hồi kinh tế mạnh mẽ (7% vào 2021) cũng như giá nhà tăng cao - hiện đã tăng 15.7% vào tháng 5 so với cùng kỳ đã thúc đẩy mức tăng giá gỗ ở Mỹ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng của giá gỗ hiện nay sẽ không thể duy trì được ở trong nửa cuối năm, khi giá gỗ giao dịch Futures trên sàn NASDAQ của Mỹ đã giảm mạnh từ \$1670 xuống \$622 ở thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 22. Giá hợp đồng gỗ tương lai giao dịch tại sàn NASDAQ, Mỹ

Nguồn: KBSV, GVR

Nhu cầu gỗ tăng trưởng trở lại 2021, giúp doanh thu và lợi nhuận gộp đạt mức tăng 29.3% và 60.7%

Nhờ giá bán tăng mạnh cũng như nhu cầu tiêu thụ tăng, chúng tôi dự phóng GVR sẽ lần lượt đạt được mức doanh thu và lợi nhuận gộp cho mảng gỗ là 4385 tỷ VNĐ và 810 tỷ VNĐ. Biên gộp của GVR hiện đang ở mức khá thấp chỉ 18.3%, chủ yếu là do GVR tập trung bán phôi gỗ và gỗ gia công chứ không bán các sản phẩm cao cấp.

Định hướng phát triển các năm tới sẽ phụ thuộc vào M&A các doanh nghiệp cùng ngành

Nguồn cung gỗ của GVR tới từ diện tích thanh lý cây cao su hàng năm vào khoảng 10,000 – 12,000 ha. Hiện GVR đã khai thác gần như 100% công suất nhà máy (1.1tr/m³) cũng như tận dụng triệt để nguồn cung cao su thanh lý, do đó dư địa tăng trưởng từ khu đất hiện hữu là không nhiều, và sẽ phải phụ thuộc vào việc sáp nhập tài sản các công ty khác.

Các ngành nghề kinh doanh khác

Các mảng kinh doanh khác của GVR đóng góp 9.13% doanh thu và 6.67% lợi nhuận gộp

Ngoài những mảng kinh doanh chính, GVR còn kinh doanh dịch vụ khách sạn, diện nước. Tuy nhiên BLĐ đã có kế hoạch thoái vốn khỏi những mảng kinh doanh này và tập trung đầu tư vào mảng mang tới hiệu suất sinh lời tốt nhất là khu công nghiệp, gỗ và CSCN.

Nguồn thu từ thoái vốn dự kiến đem về cho GVR 2,853 tỷ lợi nhuận

GVR dự tính sẽ thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh không phải cốt lõi như thủy điện, dịch vụ,... Công ty cũng có kế hoạch giảm sở hữu chéo tại các công ty con cùng ngành bao gồm: 2% cổ phần SIP, 20.4% cổ phần NTC, 15.1% cổ phần VRG, giảm tỷ lệ sở hữu tại PHR và DPR xuống 51% và thoái vốn 5 nhà máy thủy điện. Theo ước tính của chúng tôi, danh mục thoái vốn hiện tại sẽ đem lại cho GVR 3,793 tỷ đồng doanh thu và 2,853 tỷ lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng GVR sẽ không thực hiện thoái ngay vốn tại NTC và PHR (đóng góp 2257 tỷ doanh thu thoái vốn) trong năm nay do 2 công ty này còn dư địa tăng nhiều nhờ quỹ đất phát triển lớn và cổ tức đều đặn.

Bảng 6. Kế hoạch thoái vốn của GVR

Thoái vốn	Số CP cần thoái	Giá hiện tại (VND)	Giá trị khoản đầu tư	Giá vốn (tỷ VND)	Lợi nhuận dự kiến
2% SIP	1,401,044	173,000	242.4	91.0	151.4
20.4% NTC	4,900,400	212,800	1,042.8	80.0	962.8
15.05% VRG	3,792,280	24,900	94.4	37.9	56.5
Thoái PHR từ 66.62% xuống 51%	21,164,974	57,400	1,214.9	211.6	1,003.2
Thoái DPR từ 55.81% xuống 51%	1,930,002	62,000	119.7	19.3	100.4
Thoái vốn 5 nhà máy thủy điện	-	-	1,079	500	579.0
Doanh thu			3,793.1	Lợi nhuận	2,853.3

Nguồn: KBSV, GVR

Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

Nửa đầu năm DTT tăng 76.8% YoY và LNTT tăng 174.3% YoY

H1/2021, GVR ghi nhận doanh thu thuần đạt 10,545 tỷ VNĐ, tăng 76.8% YoY chủ yếu tới từ doanh thu từ CSTN đạt 6015 tỷ VNĐ (+98.5% YoY), doanh thu từ CSCN đạt 1,679 tỷ VNĐ (+106.5% YoY), doanh thu từ gỗ đạt 1,966 tỷ VNĐ (+46% YoY). Lợi nhuận gộp cũng cải thiện đáng kể lên 28.6% và đạt 3,025 tỷ VNĐ (+85.8% YoY). DTT và LNG tăng trưởng mạnh do giá bán tăng cao (+27.2% YoY) trong khi GVR không phải chịu nhiều tác động đầu vào nhờ chuỗi cung ứng khép kín.

Doanh thu ghi nhận từ BĐS KCN giảm 28.4% so với cùng kỳ

H1/2021, doanh thu mảng BĐS ghi nhận trên KQKD và doanh thu chưa ghi nhận gia tăng đạt 488 tỷ đồng, giảm 28.4% so với cùng kỳ. Hiện GVR gần như đã hết đất để cho thuê ở các KCN cũ nên doanh thu vẫn ở mức thấp. Theo dự phóng của chúng tôi, GVR có thể sẽ tiến hành ghi nhận 1 phần KCN Rạch Bắp mở rộng – 360 ha và NTC 3 – 346 ha (do NTC làm chủ đầu tư) vào quý cuối 2021, qua đó gia tăng doanh thu mảng KCN.

Đã trả 2,066 tỷ các khoản vay tài chính trong H1/2021, xu hướng vay tài chính sẽ ngày càng giảm

Cho H1/2021, GVR đã thực hiện chi trả 2,066 tỷ đồng vay và nợ thuê tài chính ngắn, dài hạn, qua đó nâng tỷ lệ tiền và tương đương tiền/ nợ vay lên mức 1.53 lần. GVR là một trong những doanh nghiệp có nợ vay gần như cực kỳ ít so với tiềm lực kinh doanh, do vậy chúng tôi kỳ vọng các năm tới GVR có thể gia tăng chi trả cổ tức nhiều hơn. Năm nay, BLĐ đã dự định chi 2,400 tỷ (6%) để trả cổ tức.

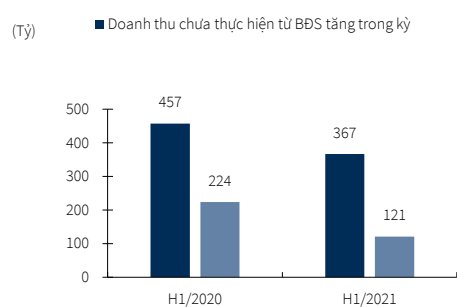
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản có xu hướng tăng trong các năm tới, chủ yếu tới từ khoản doanh thu chưa thực hiện

Theo dự phóng của chúng tôi, tỷ lệ nợ vay/ tổng tài sản của GVR sẽ gia tăng từ 35.9% vào 2020 lên mức 46.6% vào 2025. Tuy nhiên, xu hướng tăng này theo chúng tôi đánh giá là hoàn toàn lành mạnh do phát sinh từ khoản mục doanh thu chưa thực hiện dài hạn là chính.

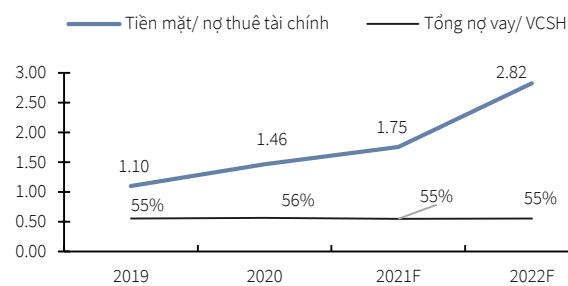
Bảng 7. KQKD nửa đầu năm của GVR

Tỷ đồng	H1 2020	H1 2021	%G YoY	% Kế hoạch 2021	% Dự báo KBSV
DTT	5,965	10,545	76.8%	39.2%	38.4%
LNTT	970	2,661	174.3%	46.5%	38.3%
LNST	842	2,376	182.2%	52.1%	41.5%

Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 22. Doanh thu bất động sản ghi nhận trong kỳ (tỷ đồng)

Nguồn: KBSV, GVR

Biểu đồ 23. Chỉ số tài chính của GVR

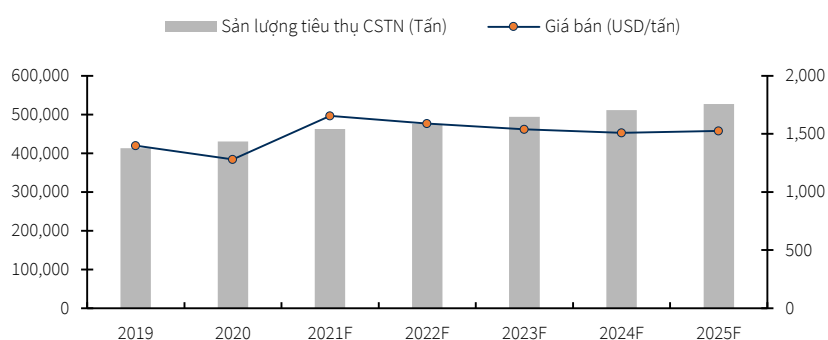
Nguồn: KBSV

Luận điểm đầu tư

Màng cao su tự nhiên (CSTN) tăng trưởng 71.4% lợi nhuận gộp 2021 nhờ giá bán tăng mạnh

Cho năm 2021, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp màng CSTN sẽ tăng trưởng 71.4% lên 4,102 tỷ VNĐ, nguyên nhân do giá bán cải thiện mạnh mẽ 29.1% từ 1,281 USD/ tấn lên 1,653 USD/ tấn và mỏ cao su tiêu thụ tăng trưởng 7.4% lên 462,263 tấn. Nhờ chuỗi sản xuất khép kín từ trồng trọt cho tới sản xuất CSCN và xuất khẩu nên biên gộp của GVR sẽ chủ yếu bị ảnh hưởng bởi yếu tố giá đầu ra. Do đó, chúng tôi dự phóng biên gộp CSTN của GVR sẽ cải thiện mạnh mẽ từ 18.8% lên 23.3% vào 2021 và chỉ giảm nhẹ 0.4% vào 2022 dựa trên giả định giá bán đạt 1,653 USD/tấn và 1,587 USD/tấn cho 2021 và 2022.

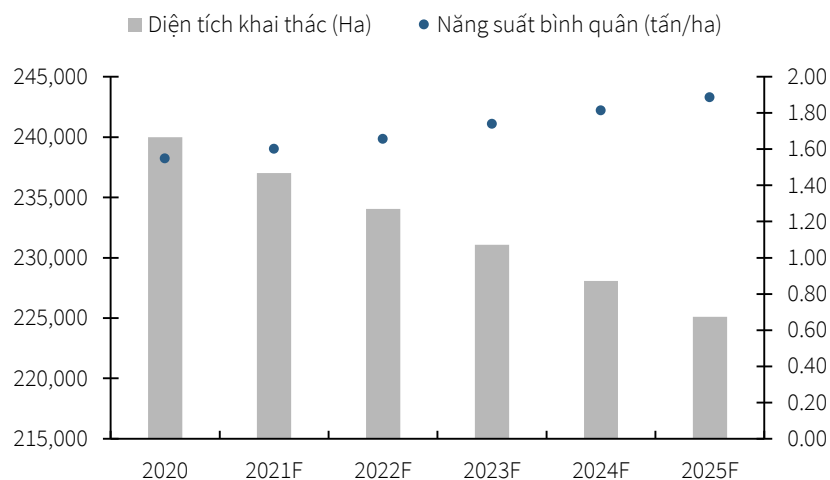
Biểu đồ 24. Sản lượng và giá bán CSTN



Nguồn: KBSV tổng hợp

Mặc dù dự phóng giá bán sẽ giảm từ mức đỉnh 1,653 USD/tấn vào 2021 xuống 1,524 USD/tấn vào 2025, chúng tôi vẫn tự tin vào khả năng duy trì lợi nhuận gộp quanh mức 4,000 tỷ một năm 2021 do: (1) sản lượng tiêu thụ vẫn tăng trưởng 4.13% CAGR giai đoạn 2021-2025; (2) Dịch chuyển sang hình thức thâm canh qua đó nâng cao năng suất và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Dựa trên kế hoạch chuyển đổi 100,000 ha đất kinh doanh trong 15 năm tới, chúng tôi giả định diện tích cao su kinh doanh của GVR giai đoạn 2021-2025 sẽ giảm từ 240,004 ha xuống 210,201 ha, tuy nhiên năng suất bình quân sẽ tăng mạnh từ 1.55 tấn/ha lên 1.89 tấn/ha – qua đó biến GVR trở thành doanh nghiệp kinh doanh cao su hiệu quả nhất Việt Nam. Chúng tôi cho rằng diện tích quản lý ít hơn cũng sẽ giúp GVR giảm thiểu chi phí bán hàng và giữ mức biên gộp bình quân cao 22.8% vào 2021-2025.

Biểu đồ 25. Diện tích khai thác và năng suất bình quân trên 1 ha

Nguồn: KBSV

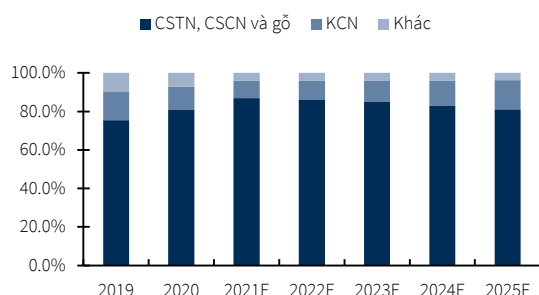
Nhà phát triển bất động sản hàng đầu với mục tiêu nâng diện tích đất KCN quản lý lên tới 26,000 ha trong 15 năm tới

GVR có kế hoạch phát triển 20,000 ha đất KCN trong vòng 15 năm tới, trong đó: 17,000 ha sẽ phục vụ cho KCN tự phát triển, 3,000 ha sẽ chuyển nhượng cho CĐT khác. Qua đó, quỹ đất quản lý của GVR sẽ được nâng lên 26,000 ha, gấp 2.5 lần quỹ đất của Becamex – doanh nghiệp đang quản lý số đất KCN lớn nhất hiện nay. Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất này của GVR vì (1) Đất cao su có chi phí chuyển đổi thấp và nhanh hơn; (2) Khu đất tập trung chủ yếu ở Bình Dương và Đồng Nai có giá thuê cao hơn 14.5% so mặt bằng toàn quốc ở 103 USD/ m² và tỷ lệ lấp đầy đạt 97%; (3) Tiềm năng tăng giá lớn nhờ phát triển hạ tầng, logistics và các yếu tố vĩ mô khác – mặt bằng giá thuê khu vực miền Nam 2020-2021 tăng bình quân 7.8%. Khoản thu nhập khác tới từ chuyển nhượng CSHT cũng sẽ được kì vọng duy trì nhờ kế hoạch chuyển nhượng 40,000 ha trong 15 năm tới và khoản thanh lý gỗ bình quân từ 2,000 ha tới 5,000 ha một năm.

Màng cao su công nghiệp (CSCN) và gỗ sẽ phát triển thông qua hình thức M&A, gia tăng chuỗi giá trị

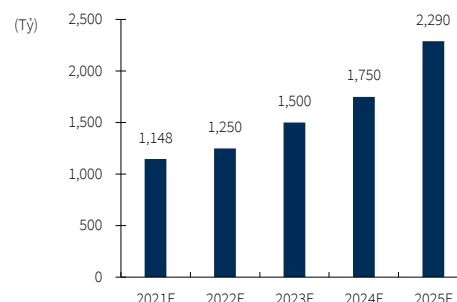
Ngoài 2 mảng kinh doanh cốt lõi là CSTN và KCN, chúng tôi cũng kì vọng rất cao vào các kế hoạch kinh doanh khác của GVR như: (1) CSCN tăng trưởng CAGR 17.5% giai đoạn 2021-2025 nhờ gia tăng công suất găng tay và phát triển xăng lốp; (2) Màng gỗ tăng trưởng bình quân 10%/năm. Động lực tăng trưởng chính cho màng CSCN sẽ tới từ quy mô màng găng tay tăng gấp đôi từ 2.5 tỷ cái lên 5 tỷ cái vào Q4/2021 cũng như các sản phẩm công nghiệp khác tăng gấp đôi sản lượng từ 20,000 cái lên 40,000 sản phẩm giai đoạn 2021-2025. Chúng tôi cho rằng, GVR còn nhiều tiềm năng để cải thiện mảng này hơn nữa nhờ các kế hoạch tham vọng như mua cổ phần Vinachem, qua đó xây dựng chuỗi khép kín xăng lốp và các sản phẩm CSCN khác. Màng gỗ cũng sẽ được kì vọng tăng trưởng ở mức 10% CAGR giai đoạn 2021-2025 nhờ gỗ Việt Nam đang hưởng lợi từ chiến tranh thương mại và luôn tăng trưởng bình quân 15.4% kể từ 2016.

Biểu đồ 26. Lợi nhuận gộp của từng mảng (%)



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 27: Thu nhập từ chuyển đổi CSHT (Tỷ VND)



Nguồn: KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2021: doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh 29.9% yoy và 47.6% yoy

Dự phóng của chúng tôi cho năm 2021 dựa trên những giả định sau:

- Cao su tự nhiên: giá bán và sản lượng tiêu thụ đạt 462,000 tấn (+7.4% yoy) và 1,650 USD/tấn (+29.1%). Giả định về tiêu thụ theo chúng tôi đánh giá là hợp lý với mức tăng chung của ngành khoảng 7% cho 2021. Tuy nhiên, rủi ro lớn nhất sẽ tới từ giá bán đảo chiều giảm vào 2 quý cuối năm, qua đó doanh thu và lợi nhuận không đạt kì vọng.
- Cao su công nghiệp: Mảng CSCN vẫn đang khởi sắc và đạt doanh thu cũng như LNG lần lượt 1,680 tỷ (+106.5% yoy) và 827 tỷ (+465.8% yoy), vượt kì vọng của chúng tôi. Chúng tôi đánh giá mảng CSCN là mảng chịu biến động lớn nhất từ giá cao su, vì khi giá cao su ở vùng thấp vào Q1/Q2 năm ngoái, biên gộp mảng này chỉ ở mức 10%. Do vậy, dự phóng của chúng tôi cho mảng này vẫn khá khiêm tốn.
- Gỗ: Mảng gỗ tăng 29.4% trong năm nay, theo chúng tôi đánh giá là phù hợp thị trường khi giá trị xuất khẩu 6 tháng đầu năm cả nước tăng 64%.
- KCN: chúng tôi kì vọng doanh thu chưa thực hiện từ BĐS của GVR sẽ tăng 26.4% trong năm 2021 nhờ kế hoạch mở bán cuối năm các KCN như Rạch Bắp mở rộng và NTC 3 và sẽ thực hiện bán khoảng 340 ha đất KCN mới.
- Lợi nhuận gộp tăng 47.6% nhưng LNTT chỉ tăng 17.7% do khoản mục hoạt động tài chính dự phóng giảm từ 2,968 tỷ xuống 1,765 tỷ khi khoản mục thoái vốn giảm.

Năm 2022: LNTT chỉ tăng trưởng 7.9% nhưng doanh thu chưa thực hiện từ BĐS tiếp tục tăng mạnh 26.4%

Dự phóng của chúng tôi cho 2022 dựa trên những giả định sau:

- Giá bán cao su dự phóng giảm 4% xuống 1,587 USD/ tấn vào 2022 sẽ khiến DT CSTN giảm 1.1%.
- Tăng trưởng doanh thu chủ yếu tới từ mảng CSCN tăng 45% lên 4,250 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng mảng này do triển vọng nhà máy mới vào Q4/2021, nâng công suất găng tay của GVR lên 5 tỷ chiếc.
- Mảng gỗ sẽ phụ thuộc nhiều kế hoạch M&A của BLĐ khi công suất các nhà máy cũng như quy mô khai thác hiện này đã đạt gần 100% công suất.
- Lợi nhuận gộp tăng 4.7% trong khi LNTT tăng 7.9% do doanh thu tài

chính tăng từ 1,765 tỷ VNĐ lên 2,065 tỷ VNĐ nhờ khoản doanh thu tiền gửi tiết kiệm tiếp tục tăng.

- Điểm nhấn chính của 2022 sẽ tới từ tăng trưởng KCN: chúng tôi đánh giá kế hoạch bán 484 ha đất KCN của BLĐ là hoàn toàn khả thi khi hàng loạt dự án bắt đầu được phê duyệt pháp lý như NTC 3, Rạch Bắp mở rộng, Tân Lập 1,... Theo đó, doanh thu chưa ghi nhận BĐS sẽ tăng thêm 26.4% yoy lên 13,809 tỷ VNĐ.

Bảng 15. Dự phóng kết quả kinh doanh 2021-2022

	2020	2021F	+/-% yoy	2022F	+/-% yoy
Doanh thu	21,116	27,439	29.9%	28,846	5.1%
Cao su tự nhiên	12,791	17,580	37.4%	17,378	-1.1%
Cao su công nghiệp	2,166	2,925	35.0%	4,250	45.3%
Gỗ	3,390	4,385	29.4%	4,486	2.3%
KCN	891	941	5.6%	1,075	14.2%
Khác	1,956	1,609	-17.7%	1,657	3.0%
Lợi nhuận gộp	4,599	6,787	47.6%	7,105	4.7%
Lợi nhuận trước thuế	5,911	6,957	17.7%	7,506	7.9%
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	3,771	4,869	29.1%	5,253	7.9%
Doanh thu chưa ghi nhận từ BĐS (BCTC)	8,675	10,926	26.0%	13,809	26.4%

Nguồn: KBSV

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cho GVR và chia thành 3 mảng định giá chính: (1) Cao su và gỗ, (2) Khu công nghiệp và (3) Các mảng kinh doanh khác. Qua đó, chúng tôi đưa giá mục tiêu là 35,700 đồng, tương ứng mức sinh lời tổng 5.9%.

Chúng tôi áp dụng phương pháp riêng cho 3 mảng như sau:

1. Mảng cao su và gỗ: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) do dòng tiền của mảng này khá ổn định và chúng tôi có thể dự báo được mức tăng trưởng trong tương lai. Ngoài ra dòng tiền từ mảng này còn tới từ nguồn thanh lý gỗ hàng tháng và cổ tức từ các công ty liên kết.
2. Mảng KCN: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá giá trị tài sản ròng cho (RNAV) cho mảng KCN dựa trên kế hoạch sử dụng đất của GVR trong 15 năm tới: 20,000 ha cho đầu tư phát triển KCN và 40,000 ha cho chuyển đổi cơ sở hạ tầng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này của GVR là khả thi do hiện vướng mắc chính của GVR là tiến độ phê duyệt của chính phủ. Vì vậy khi vấn đề này được giải quyết thì với khả năng của GVR sẽ có thể phát triển hơn 1,000 ha mỗi năm.
3. Các mảng khác: chúng tôi định giá mảng này dựa trên giá trị sổ sách do GVR có kế hoạch thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh không cốt lõi trong thời gian tới.

WACC

Chúng tôi đưa ra tỷ lệ WACC 10.2% cho GVR, dựa trên hệ số beta là 0.9, và tỷ lệ nợ vay/ tổng số vốn mục tiêu ở 19%. Dòng tiền từ KCN ổn định sẽ hỗ trợ GVR giảm nợ vay trong thời gian tới, tuy nhiên do kế hoạch gia tăng phát triển KCN nhanh chóng trong các năm tới nên chúng tôi kỳ vọng GVR sẽ vẫn duy trì tỷ lệ nợ vay/ tổng vốn như hiện nay. Các giả định của chúng tôi về WACC như sau.

Bảng 8. Bảng tính WACC

Capital asset pricing model (CAPM)	Chỉ số
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro (%)	2%
Phần bù rủi ro cho thị trường Việt Nam (%)	10.50%
Chi phí VCSH (%)	11.50%
Chi phí nợ vay (%)	4.74%
Thuê thu nhập doanh nghiệp (%)	17.60%
Tỷ lệ nợ vay thực tế	3.91%
Tỷ lệ nợ vay/ tổng vốn (%)	19.1%
WACC (%)	10.0%

Nguồn: KBSV, GVR

Định giá mủ cao su và gỗ

Chúng tôi đưa ra mức định giá 46,255 tỷ VNĐ cho mủ cao su và gỗ dựa trên phương pháp FCFF dựa trên những giả định sau:

- CSTN tăng trưởng sản lượng bình quân 4.1% giai đoạn 2021-2025: dựa trên kế hoạch chuyển đổi sang hình thức khai thác thâm canh và mục tiêu ban lãnh đạo đề ra.
- CSCN có doanh thu và lợi nhuận ròng giai đoạn 2021 và 2025 tăng trưởng lần lượt 17.5% và 9.65%: sản lượng găng tay và sản phẩm công nghiệp sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn này lên 5 tỷ cái/ năm và 40,000 sản phẩm công nghiệp, tuy nhiên do giá bán cao su giảm so với đỉnh 2021 nên sẽ không được biên gộp cao như 2021.
- Mủ cao su tăng trưởng bình quân 10%/ năm và doanh thu thanh lý cây su dựa trên giả định mỗi năm thanh lý 2,000 – 5,000 ha. Hiện mủ cao su đã khai thác gần hết công suất thiết nên kì vọng tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào kế hoạch M&A sắp tới. Thanh lý gỗ được kì vọng sẽ đem về 300 – 800 tỷ/ năm cho GVR.
- Terminal growth 1% thể hiện kì vọng GVR sẽ tiếp tục mở rộng khai thác thâm canh trong các năm sau đó, tiếp tục nâng cao năng suất.

Bảng 9. FCFF cho mủ cao su và gỗ

Định giá dòng tiền thuần theo FCFF	2021	2022	2023	2024	2025
Lợi nhuận từ HĐKD	3,829	3,938	3,936	3,968	4,114
Thuế thu nhập thực tế	-674	-693	-693	-698	-724
Khấu hao	2,170	2,257	2,324	2,371	2,395
Capex	-1,199	-1,258	-1,278	-1,304	-1,355
Thay đổi vốn lưu động	-1,232	-228	-78	-101	-193
Dòng tiền tự do	2,894	4,016	4,211	4,235	4,236
Giá trị hiện tại của DTTD	2,763	3,485	3,322	3,036	2,761
Tổng giá trị hiện tại của DTTD	2,763	6,249	9,571	12,607	15,367

Nguồn: KBSV, GVR

Bảng 10. Định giá mủ cao su và gỗ

Định giá phương pháp FCFF	Giá trị (Tỷ VNĐ)
Giá trị hiện tại DTTD	15,367
Giá trị cuối cùng (1% G)	30,887
Giá trị mủ cao su và gỗ	46,255

Nguồn: KBSV, GVR

Định giá mảng khu công nghiệp

Chúng tôi đưa ra mức định giá 86,808 tỷ VNĐ cho mảng KCN dựa trên phương pháp định giá giá trị tài sản ròng, trong đó tỉ trọng của xây dựng KCN tự phát triển là cao nhất, chiếm 89% tỷ trọng NAV của GVR. Chúng tôi đang giả định các KCN của GVR về sau sẽ có tỷ lệ sở hữu cao hơn khi GVR chuyển đổi nguồn lực sang phát triển mảng KCN.

Bảng 11. Định giá BĐS KCN

Định giá giá trị tài sản ròng KCN	Phương pháp	Tổng diện tích (Ha)	DT thương phẩm (Ha)	Thời gian thi công	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (GVR)	Giá trị cho GVR (tỷ đồng)
KCN tự phát triển đã xác định	DCF	6,769	4,400	2021-2028	51,356	61.8%	31,745
KCN tự phát triển chưa xác định	DCF	10,231	6,650	2025-2035	63,897	70%	44,728
Đất chuyển đổi cho các CĐT KCN khác đã xác định (KCN VSIP III 1000 ha)	DCF	1,000	650	2021-2024F	686	80%	549
Đất chuyển đổi cho các CĐT KCN chưa xác định	DCF	2000	1,300	2024-2025F	2,547	80%	2,037
Đất chuyển đổi cho dự án hạ tầng đã xác định và chưa xác định	DCF	40,000	40,000	2020-2035F	8,639	80%	6,911
Định giá mảng BĐS KCN					127,124		86,808

Nguồn: KBSV ước tính

Mức giá thuê thấp hơn 25.9% khu vực, tạo tiền đề tăng trưởng mạnh giá trong tương lai và tiếp tục thu hút vốn đầu tư

Trong 20,000 ha để phát triển KCN, GVR sẽ tự triển khai 17,000 ha còn 3,000 sẽ bàn giao cho chủ đầu tư khác. Theo JLL, giá thuê hiện hữu tại khu vực Đồng Nai và Bình Dương đang ở mức 107 USD/m², tức giả định của chúng tôi về giá thuê của GVR đang thấp hơn 25.9% so với thị trường khi 90% đất của GVR đã xác định đều nằm ở 2 vùng này. Do vậy, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng giá bán cho các năm sau là khả thi khi hai thị trường này tăng trưởng bình quân 7.8% 2 năm qua.

Tiến độ khu công nghiệp tăng tốc từ 2023 khi các dự án được phê duyệt nhiều hơn

Tiến độ phát triển khu công nghiệp tăng tốc từ 2023 so với kế hoạch của BLĐ: chúng tôi cho rằng kế hoạch của BLĐ trong các năm tới vẫn khá khiêm tốn do phần lớn các dự án đều đang trong tình trạng chờ chính phủ phê duyệt cấp phép, nên chưa thể cho vào kế hoạch kinh doanh được. Tuy nhiên, với tiềm lực tài chính cũng như quỹ đất sẵn có của GVR, chúng tôi tin rằng tập đoàn hoàn toàn có thể thực hiện được hơn 1,000 đất KCN 1 năm.

Bảng 12. Giả định về diện tích cho thuê mới và giá bán

KCN cho thuê	Đơn vị	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2035
KCN tự phát triển đã xác định	Ha	340	484	600	800	1,000	3,545
KCN tự phát triển chưa xác định	Ha	0	0	0	0	0	10,231
Giá thuê trung bình	USD/m ²	85	92	100	109	120	130

Nguồn: KBSV

Giả định các dự án còn đền bù hiện tại: VSIP 3 và sân bay Long Thành.

Trong các dự án đã được xác định của GVR, sân bay Long Thành còn khoảng 300 ha nữa sẽ đền bù vào 2024 cho giai đoạn 2 và VSIP 3 sẽ dự kiến ghi nhận đền bù trong năm nay với mức giá là 0.9 tỷ/ha và 20% mức lợi nhuận ròng về sau.

Giả định chuyển đổi 40,000 ha nữa thành CSHT trong 15 năm tới.

Chúng tôi hiện đang giả định GVR cũng sẽ chuyển nhượng thêm 2,000 ha đất cho CĐT KCN và 40,000 ha nữa cho phát triển CSHT trong thời gian tới. Mức giá dự phóng cho đền bù đất của chúng tôi bám sát với mức giá hiện tại.

Bảng 13. Đất chuyển đổi CSHT đã xác định và giá đền bù

Dự phóng đền bù cho các dự án đã xác định đã xác định.	Giá đền bù (ha)	Tổng diện tích (ha)	Năm				
			2021	2022	2023	2024	2025
VSIP 3	0.9 tỷ/ha và 20% lợi nhuận.	1,000	1,000	0	0	0	1,000
Sân bay Long Thành	0.6 tỷ/ha	300	0	0	0	300	0

Nguồn: KBSV

Bảng 14. Giả định diện tích và giá chuyển đổi CSHT chưa xác định

Dự phóng đền bù cho các dự án chưa xác định.	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026-2035F
Tổng diện tích (Ha)						
Đất chuyển đổi cho các CĐT KCN khác	0	300	300	300	350	750
Đất chuyển đổi thành CSHT	500	1,000	1,500	2,000	2,000	33,000
Giá bán (tỷ đồng/ ha)						
Đất chuyển đổi cho các CĐT KCN khác	2.50	2.50	2.50	2.50	2.60	2.70
Đất chuyển đổi thành CSHT	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6

Nguồn: KBSV

Định giá các mảng kinh doanh khác

Cho các mảng kinh doanh khác, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá bằng giá trị sổ sách (book value) để đưa ra mức định giá 5,565 tỷ VNĐ cho các mảng này.

Tổng hợp định giá

Tổng hợp lại định giá từ 3 mảng kinh doanh, chúng tôi đưa ra mức định giá tổng NAV là 138,627 tỷ VNĐ và mức giá mục tiêu hợp lý là 35,700 VNĐ/ cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 5.9%. Với giả định về lợi suất cổ tức bình quân khoảng 1.8%, chúng tôi ước tính mức sinh lời tổng của GVR sẽ đạt 7.7% ở giá hiện tại.

Bảng 15. Tổng hợp định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị định giá
CSTN, CSCN và gỗ	DCF	46,255
KCN	RNAV	86,808
Khác	BV	5,565
Tổng NAV các mảng		138,627
Tiền và tương đương tiền		5,528
Đầu tư ngắn hạn		10,765
Giá trị doanh nghiệp		154,920
Nợ vay		12,107
Giá trị VCSH		142,812
Giá mục tiêu (VND/ cổ phiếu)		35,700
Tỷ lệ tăng so với giá hiện tại		5.90%
Lợi suất cổ tức		1.80%
Tổng mức sinh lời		7.70%

Nguồn: KBSV

Rủi ro

Rủi ro biến động giá cao su

Kết quả hoạt động kinh doanh khả quan vào quý 1 là do được hưởng lợi từ giá cao su xuất khẩu nửa đầu năm đạt mức cao ổn định. Tuy nhiên, dựa vào số liệu giá CSTN của thế giới, từ đầu tháng 7 năm nay, giá cao su đảo chiều giảm mạnh (-17% so với tháng trước). Đây có thể là tín hiệu xấu dự báo mức giá xuất khẩu không được cao như kỳ vọng do ảnh hưởng tới hợp đồng xuất khẩu các quý sau. Nguyên nhân khiến giá cao su giảm từ giữa tháng 6/2021 có thể là do thị trường lo ngại nhu cầu lốp xe giảm khi sản xuất ô tô Trung Quốc giảm bởi thiếu chip. Thêm vào đó, diễn biến dịch bệnh phức tạp ở khu vực Châu Á gây ảnh hưởng xấu đến các công ty sản xuất bán dẫn trong khu vực và gây gián đoạn hoạt động vận chuyển hàng hóa cảng biển cũng là một trong những nguyên nhân khiến giá cao su đi xuống. Dù đã dự phóng giá cao su không còn giữ được ở mức khả quan như đầu năm nay, chúng tôi vẫn phải đề cập đến nguy cơ giá cao su đảo chiều giảm mạnh trong các năm tới. Trong trường hợp diễn biến bất lợi về giá ở mức trọng yếu, dự phóng về lợi nhuận GVR và định giá cổ phiếu có thể phải điều chỉnh giảm. Tuy nhiên, Tập đoàn vẫn tích cực áp dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro như hợp đồng mua bán kỳ hạn, hợp đồng mua bán dài hạn với các đối tác lớn với giá cố định. Điều này có thể giảm thiểu đáng kể tác động của rủi ro biến động giá.

Rủi ro chậm tiến độ triển khai

Định hướng phát triển của GVR trong giai đoạn 2021 – 2025 là lấy lĩnh vực KCN làm động lực tăng trưởng chính, với kế hoạch sử dụng 20,000 ha vào phát triển khu công nghiệp trong 15 năm tới. Chúng tôi nhận thấy rằng GVR sẽ hưởng lợi từ việc tăng nhu cầu đất KCN tại Việt Nam. Tuy nhiên, quy trình pháp lý phê duyệt KCN vẫn còn khá phức tạp dẫn tới tiến độ triển khai khu công nghiệp bị chậm trễ. Cho tới thời điểm này, Chính phủ đã phê duyệt đưa vào quy hoạch các KCN của GVR gồm: KCN Nam Đồng Phú mở rộng, Bắc Đồng Phú mở rộng, Minh Hưng III (Bình Phước), Rạch Bắp mở rộng, Nam Tân Uyên mở rộng (Bình Dương) với tổng diện tích 2100 ha. Mặt khác, kế hoạch quy hoạch các KCN trọng điểm ở phía Nam vẫn chưa được phê duyệt, đẩy lùi thời gian phê duyệt dự kiến sang năm 2022 làm giảm triển vọng về doanh thu mảng KCN vào năm sau.

Để tháo gỡ bớt những vướng mắc pháp lý trong quy trình phê duyệt KCN, Nghị định 148/2020/NĐ-CP đã được ban hành để thay thế Nghị định 82 – thể hiện những thay đổi tích cực liên quan đến quy định chuyển đổi đất. Cụ thể, về phân cấp thẩm quyền, Nghị định 148 cho phép phân cấp phê duyệt thành lập các KCN mới, điều chỉnh và mở rộng cho Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư hoặc phân cấp cho Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh. Trong khi đó Nghị định 82/2018/NĐ-CP quy định quản lý KCN và khu kinh tế đều phải được sự đồng ý của Thủ tướng Chính phủ. Tuy nhiên, vẫn tồn tại một số thách thức nhỏ do mức độ tiếp nhận Nghị định mới của các chính quyền địa phương là khác nhau.

Rủi ro cạnh tranh KCN

Từ đầu năm đến nay, tổng diện tích mặt bằng các dự án KCN mới được phê duyệt đã đạt đến 6500 ha, tăng lên đáng kể so với con số 1700 ha trong năm 2020. Không chỉ có GVR, các chủ đầu tư KCN khác cũng được hưởng lợi từ quy định mới, có thể gây ra trở ngại cạnh tranh KCN dẫn đến giá thuê đất giảm và

không cho thuê được như kế hoạch. Một số cổ phiếu bất động sản KCN có tiềm năng cạnh tranh cao với GVR là KBC, PHR, IDC, VGC do sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn, nằm ở vị trí trọng điểm quanh Hà Nội và TP HCM. Dư thừa quy mô và số lượng KCN, giá thuê leo thang nhưng thiếu hụt về dịch vụ, thiếu kết nối hạ tầng cũng là một thách thức khiến KCN Việt Nam trở nên bất lợi so với quốc tế. Dù vậy, chúng tôi nhận định ảnh hưởng của rủi ro cạnh tranh KCN là khá thấp bởi phân khúc bất động sản KCN còn nhiều dư địa phát triển, dự đoán nhu cầu đất KCN sẽ tăng cao vào cuối năm 2021 & 2022 bởi dòng vốn FDI đổ vào, ký kết các hiệp định thương mại tự do và đẩy mạnh xây dựng nhà xưởng phục vụ sản xuất.

Rủi ro dịch bệnh

Với tình hình dịch bệnh Covid-19 kéo dài và đặc biệt diễn biến nghiêm trọng ở TP HCM, chúng tôi e ngại khách hàng không thể đi thực địa, làm cản trở quá trình đàm phán thuê đất trực tiếp. Đáng chú ý, bất động sản KCN chủ yếu thu hút đầu tư từ khối ngoại FDI làm rủi ro dịch bệnh càng trở nên nghiêm trọng. Do đó, triển vọng của ngành KCN sẽ suy giảm bởi dịch bệnh làm hạn chế các cơ hội tiềm năng.

Bảng 16. Biểu đồ về các rủi ro và mức độ nghiêm trọng

Rủi ro	Mức độ nghiêm trọng
Rủi ro thị trường	
Giá cao su đột nhiên đảo chiều giảm mạnh trong các năm tới	Cao
Rủi ro pháp lý	
Vướng mắc pháp lý dẫn tới phê duyệt KCN chậm tiến độ	Trung bình
Rủi ro cạnh tranh	
Cạnh tranh khu công nghiệp gay gắt dẫn đến giá thuê đất giảm và không cho thuê được như kế hoạch	Thấp
Rủi ro dịch bệnh	
Rủi ro dịch bệnh Covid-19 kéo dài	Thấp

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Doanh số thuần	19,804	21,116	27,439	28,846
Giá vốn hàng bán	-16,517	-27,439	-20,653	-21,741
Lãi gộp	4,623	4,599	6,787	7,105
Thu nhập tài chính	732	2,968	1,765	2,015
Chi phí tài chính	-792	-867	-659	-631
Trong đó: Chi phí lãi vay	-661	-726	-559	-531
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	414	319	326	332
Chi phí bán hàng	-429	-443	-596	-618
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,629	-1,774	-2,301	-2,410
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,918	4,803	5,321	5,793
Thu nhập khác	1,923	1,469	2,169	2,271
Chi phí khác	-186	-361	-533	-558
Thu nhập khác, ròng	1,737	1,108	1,636	1,713
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	4,655	5,911	6,957	7,506
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-822	-835	-1,227	-1,324
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,833	5,076	5,730	6,182
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-583	-1,306	-861	-929
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,250	3,771	4,869	5,253

Chỉ số hoạt động

(%)	2019	2020	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23.3%	21.8%	24.7%	24.6%
Tỷ suất EBITDA	36.7%	41.9%	34.8%	35.3%
Tỷ suất EBIT	27.5%	32.1%	27.8%	28.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23.5%	28.0%	25.4%	26.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	13.0%	11.3%	14.2%	14.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.4%	24.0%	20.9%	21.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
Lãi trước thuế	4,655	5,911	6,957	7,506
Khấu hao TSCĐ	1,814	2,067	1,935	2,055
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,467	-2,457	236	236
Chi phí lãi vay	661	726	559	531
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,773	6,202	9,687	10,328
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	748	-29	-863	-110
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-231	1,480	-2,236	-221
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,571	397	502	70
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	-709	-620	-559	-531
Các khoản điều chỉnh khác	-3,401	-8,282	404	1,370
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xu.	3,751	-852	6,935	10,904
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn	-865	-859	-1,199	-1,258
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	402	254	452	460
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-562	-892	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành cô	-11	-6	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-25	-17	-83	-56
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các	41	38	60	45
Có tức và tiền lãi nhận được	733	653	693	673
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-303	-850	-54	-125
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	7,509	7,635	7,864	8,100
Tiền trả các khoản đi vay	-8,888	-7,390	-9,464	-8,700
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Có tức đã trả	-113	-119	-2,400	-2,400
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,492	126	-3,005	-2,975
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,957	-1,577	3,876	7,804
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,160	7,115	5,538	9,414
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	7,115	5,538	9,414	17,218

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Tổng Cộng Tài Sản	78,517	80,278	84,762	90,896
Tài Sản Ngắn Hạn	21,070	22,167	29,151	37,287
Tiền và tương đương tiền	7,115	5,528	9,414	17,218
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,560	10,765	10,765	10,765
Các khoản phải thu	2,900	2,949	3,812	3,923
Hàng tồn kho, ròng	3,507	2,079	4,315	4,536
Tài Sản Dài Hạn	57,447	58,111	55,611	53,610
Phải thu dài hạn	741	736	736	736
Tài sản cố định	29,044	32,039	29,538	27,537
Tài sản dở dang dài hạn	21,745	18,002	18,002	18,002
Đầu tư dài hạn	3,431	3,163	3,163	3,163
Lợi thế thương mại				
Nợ Phải Trả	27,920	28,848	30,002	32,354
Nợ ngắn hạn	9,729	11,015	10,517	10,587
Phải trả người bán	943	854	1,356	1,426
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	244	320	346	373
Vay ngắn hạn	3,368	2,787	3,772	2,772
Nợ dài hạn	18,192	17,832	19,484	21,767
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	149	85	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	8,524	8,675	10,926	13,809
Vay dài hạn	9,076	8,335	7,735	7,135
Vốn Chủ Sở Hữu	50,597	51,431	54,760	58,542
Vốn góp	40,000	40,000	40,000	40,000
Thặng dư vốn cổ phần	130	128	128	128
Lãi chưa phân phối	4,232	4,575	7,905	11,687
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	2,921	3,452	3,452	3,452
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,776	3,843	3,843	3,843

Chỉ số chính

(x, % VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ số định giá				
P/E	13.1	31.8	27.5	25.5
P/E pha loãng	13.1	31.8	27.5	25.5
P/B	0.91	2.52	2.63	2.45
P/S	2.1	5.7	4.9	4.6
P/Tangible Book	0.9	2.5	2.6	2.5
P/Cash Flow	21.7	-76.0	34.6	17.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.6	13.1	13.0	11.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	7.5	17.1	16.3	14.2
Hiệu quả quản lý				
ROE	7.7%	10.0%	10.8%	10.9%
ROA	4.9%	6.4%	6.9%	7.0%
ROIC	7.3%	9.8%	11.2%	12.3%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	140.6%	147.9%	191.9%	264.3%
Tỷ suất thanh toán nhanh	170.4%	174.7%	228.1%	301.4%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	216.6%	201.2%	277.2%	352.2%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	17.9%	16.2%	14.1%	12.2%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	11.6%	10.4%	9.1%	7.8%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	5.5%	7.3%	5.1%	4.7%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	3.5%	4.7%	3.3%	3.0%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	19.2%	21.4%	19.2%	18.1%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	12.4%	13.7%	12.4%	11.6%
Tổng công nợ/Vốn CSH	55.2%	56.1%	54.8%	55.3%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	35.6%	35.9%	35.4%	35.6%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.8	7.2	7.2	7.4
Hệ số quay vòng HTK	4.9	9.8	6.5	4.9
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	20.6	18.4	24.1	20.5

Source: Fiiipro

KHOẢN PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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 đọc 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.