

# Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

## Cao su là động lực tăng trưởng chính trong năm

16/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**1H2024, GVR ghi nhận doanh thu 9,238 tỷ VND (+11% yoy), hoàn thành 37% doanh thu kế hoạch 2024**

1H2024, doanh thu thuần của GVR đạt 9,238 tỷ VND (+11% yoy). Đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu của GVR là mảng kinh doanh cốt lõi – mủ cao su tự nhiên - với doanh thu đạt 6,669 tỷ VND (+10% yoy), tăng đáng kể do giá các chủng loại cao su đều tăng từ 10 – 25% yoy. Hết 1H2024, GVR đã hoàn thành 37% mức doanh thu kế hoạch đặt ra cho 2024.

**Giá cao su của GVR dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao đến hết năm, mức giá trung bình năm 2024 tăng trưởng 17% yoy**

Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên dự báo mức thiếu hụt cao su tự nhiên trong năm nay lên đến 1.24 triệu tấn. Chúng tôi kì vọng giá cao su của GVR tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến đầu 2025, mức giá trung bình năm 2024 tăng ít nhất 17% so với cùng kỳ do chịu tác động từ lo ngại thiếu hụt nguồn cung ngày càng nghiêm trọng trên thế giới.

**Quyđất cao su chuyển đổi lớn tại các tỉnh phía Nam đảm bảo tiềm năng phát triển KCN cho GVR trong nhiều năm tới**

Tháng 8/2024, quy hoạch tỉnh Bình Dương được thông qua, cùng với quy hoạch các tỉnh GVR sở hữu diện tích đất cao su lớn bao gồm Tây Ninh, BR-VT, Bình Phước đã được thông qua thời gian qua cho thấy rõ hơn tiềm năng chuyển đổi quỹ đất cao su lớn này của GVR, đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn cho doanh nghiệp với dòng tiền đều đặn đến từ đền bù và hoạt động cho thuê các KCN trên diện tích đất GVR tự chuyển đổi.

**Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 40,200 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 40,200 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 16.2% so với mức giá đóng cửa ngày 13/09/2024.

## Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND 40,200
Tăng/giảm (%)	16.2%
Giá hiện tại (13/09/2024)	VND 34,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	138.4/5.6

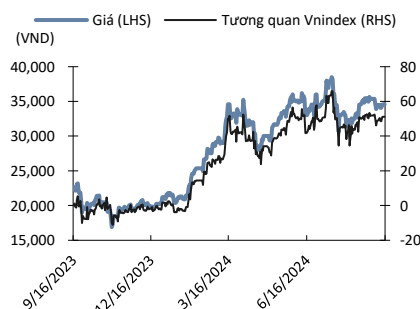
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	122.2/4.8
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.1	4.8	0.0	53.1
Tương đối	0.2	7.1	1.0	51.1

### Dự phóng KQKD & định giá

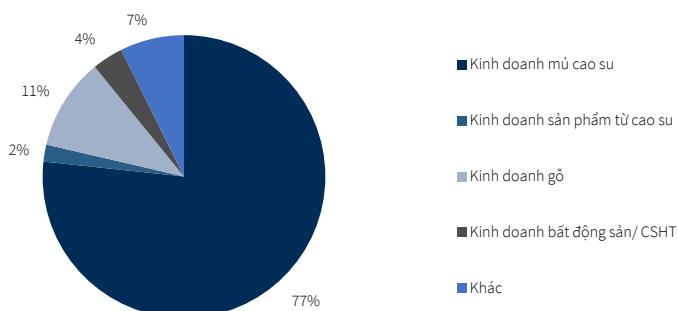
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	25,421	22,138	25,488	27,147
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,445	2,796	4,511	5,445
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	3,882	2,623	3,426	4,207
EPS (VND)	807	485	857	1,052
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-40%	77%	23%
P/E (x)	42.9	71.3	40.4	32.9
P/B (x)	2.6	1.8	2.3	2.1
ROE (%)	9%	6%	7%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2023



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

**KQKD mảng kinh doanh cao su tự nhiên duy trì tăng trưởng tích cực.** Giá cao su tự nhiên dự kiến duy trì đà tăng từ nay đến cuối năm và vẫn sẽ ở mức cao từ nay đến 2027 do nguồn cung cao su thế giới dự báo tiếp tục thiếu hụt trong 3 năm tới.

**Quỹ đất cao su chuyển đổi lớn đảm bảo tiềm năng tăng trưởng cho GVR trong dài hạn.** Tiềm năng chuyển đổi 21,000 ha đất cao su của GVR trở nên rõ ràng hơn sau khi quy hoạch các tỉnh Tây Ninh, BR-VT, Bình Dương và Bình Phước được thông qua, đảm bảo dòng tiền từ đền bù và cho thuê KCN cho GVR trong nhiều năm tới.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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

## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	25,488	27,147	+3%	+2%	24,679	24,399	-3%	+12%
EBIT	5,787	6,825	+12%	+6%	4,063	3,113	+42%	+119%
LNST công ty mẹ	3,426	4,207	+17%	+10%	3,610	3,296	-5%	+28%

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	VND 42,500 (Pháp lý các KCN nhanh hơn dự kiến)	<b>Kịch bản cơ sở:</b> 1) Giá/ sản lượng cao su 2024 tăng 17%/-4% yoy 2) NTC cho thuê 20 ha 2024
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 40,200	<b>Kịch bản tích cực:</b> 1) Giá/ sản lượng cao su 2024 tăng 21%/-1% yoy 2) NTC cho thuê 90 ha 2024
Kịch bản tiêu cực	VND 36,400 (Pháp lý các KCN chậm hơn dự kiến)	<b>Kịch bản tiêu cực:</b> 1) Giá/ sản lượng cao su 2024 tăng 12%/-7% yoy 2) NTC chưa thể hoàn thành nộp tiền sử dụng đất trong 2024
Giá hiện tại	VND 34,600	

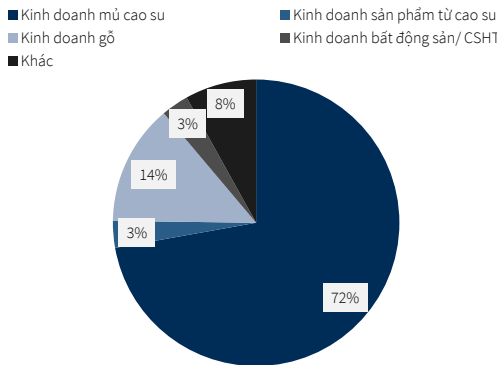
Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	1H2023	1H2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,158	4,654	12%	8,293	9,238	11%	Hoàn thành 37% doanh thu kế hoạch 2024 đặt ra (24,999 tỷ VNĐ)
-Mủ cao su	3,129	3,278	5%	6,045	6,669	10%	Động lực tăng trưởng đến từ đà tăng mạnh của giá mủ cao su tự nhiên. 1H2024, giá mủ cao su tự nhiên đã tăng 10 – 25% yoy tùy loại, sản lượng giảm nhẹ ước tính giảm 3% yoy.
-Công nghiệp cao su	94	144	54%	187	279	50%	Sản lượng sẫm lớp ô tô phục hồi
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	544	720	32%	1,101	1,260	14%	Dù nhu cầu trên thị trường gỗ vẫn yếu, GVR có sự phục hồi nhẹ nhờ mức nền thấp của 2023
-Bất động sản/ CSHT	138	143	3%	278	285	3%	
Lợi nhuận gộp	906	1,161	28%	1,912	2,237	17%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22%</i>	<i>25%</i>	<i>+3 ppts</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>+1 ppt</i>	
Thu nhập tài chính	319	234	-27%	550	461	-16%	Giảm chủ yếu do giảm lãi tiền gửi từ 452 tỷ VNĐ 1H2023 xuống còn 364 tỷ VNĐ 1H2024
Chi phí tài chính	139	135	-3%	282	246	-13%	Chi phí lãi vay giảm còn 185 tỷ VNĐ (-22% yoy) do giảm nợ vay xuống còn 5,260 tỷ VNĐ (-22% yoy)
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	11	6	-45%	-18	53	-394%	KQKD của CTCP Gỗ MDF Donghwa cải thiện (từ lỗ 11 tỷ VNĐ 1H2023 đã đóng góp hơn 29 tỷ VNĐ cho GVR 1H2024) nhờ sự phục hồi số lượng đơn đặt hàng mới
SG&A	492	534	8%	964	1,010	5%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	587	786	34%	1,198	1,495	25%	
Thu nhập khác	295	338	14%	631	408	-35%	Thu nhập khác 1H2024 giảm mạnh chủ yếu từ sụt giảm khoản tiền bồi thường xuống còn 52 tỷ VNĐ (-76% yoy) do không còn khoản bồi thường từ VSIP 3
Lợi nhuận trước thuế	882	1,124	27%	1,830	1,903	4%	
Lợi nhuận sau thuế	704	935	33%	1,460	1,585	9%	Hoàn thành 46% LNST kế hoạch 2024 (3,437 tỷ VNĐ)
LNST công ty mẹ	558	821	47%	1,108	1,296	17%	
<i>Biên LNST</i>	<i>13%</i>	<i>18%</i>	<i>+5 ppts</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>+1 ppt</i>	

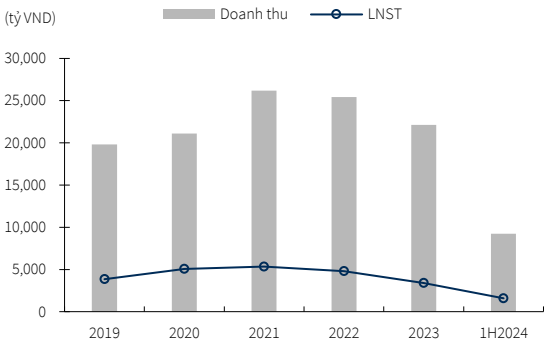
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu GVR 1H2024



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh thu và LNST GVR 2019 – 2024



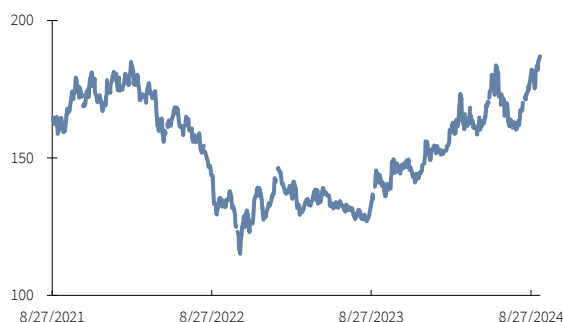
Nguồn: GVR, KBSV

**Giá cao su của GVR dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao đến hết năm, mức giá trung bình năm 2024 tăng trưởng 17% yoy**

Giá cao su thế giới sau khi điều chỉnh nhẹ đã bắt đầu tăng nhanh trở lại từ đầu tháng 7, hiện đang đạt đỉnh 3 năm ở mức giá 185.2 USD Cents/kg (+39% ytd). Giá cao su thế giới được dự báo sẽ tiếp tục neo ở mức cao, có thể tăng đạt 192 Cents/kg từ nay đến cuối năm do tình trạng thiếu hụt nguồn cung ngày càng nghiêm trọng vì thời tiết không thuận lợi tại các quốc gia xuất khẩu cao su chính, trong khi nhu cầu về cao su tự nhiên vẫn ở mức cao. Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ARNPC) mới đây đã điều chỉnh tăng dự báo nhu cầu cao su toàn cầu lên mức 15.74 triệu tấn, đồng thời điều chỉnh giảm nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu cho cả năm nay xuống còn 14.5 triệu tấn, nâng mức cao su tự nhiên thiếu hụt năm nay lên 1.24 triệu tấn.

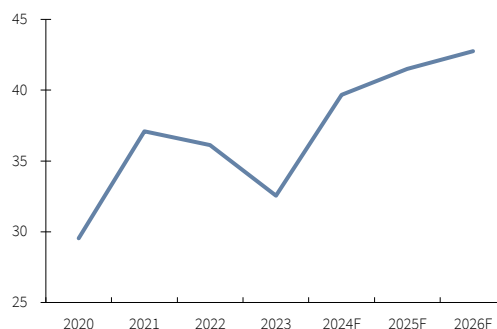
Giá cao su của GVR sẽ ở mức cao ít nhất đến đầu 2025, mức giá trung bình năm 2024 tăng ít nhất 17% yoy do chịu tác động từ việc thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng trên thế giới: sản lượng tại Thái Lan và Việt Nam sụt giảm do thiên tai, thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam là Ấn Độ cũng đang thiếu nguồn cung nội địa do điều kiện thời tiết bất lợi. Giai đoạn 2024 – 2027, giá cao su dự kiến sẽ vẫn duy trì ở mức tích cực do cung cao su được dự báo vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu trong ít nhất 3 năm tới

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



Nguồn: bloomberg

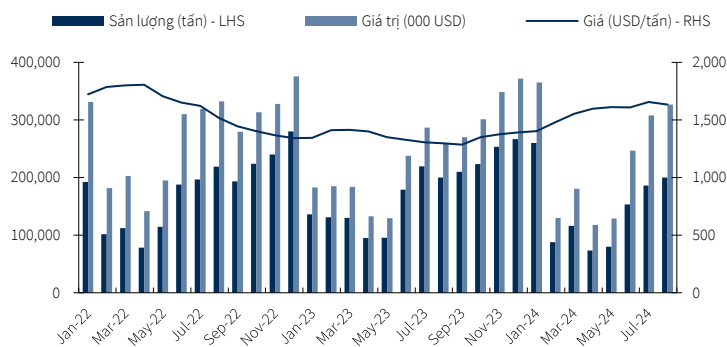
**Biểu đồ 5. Giá cao su trung bình GVR (triệu VND/tấn)**



Nguồn: Bộ Công thương

**Biểu đồ 6. Sản lượng và giá xuất khẩu cao su Việt Nam**

Từ đầu năm đến nay, giá cao su xuất khẩu của Việt Nam tăng trung bình 1-3%/tháng, kéo theo giá cao su của GVR hiện đã tăng từ 13 – 35% tùy từng loại cao su so với giá trung bình 2023.



Nguồn: GVR, KBSV

- Dòng tiền từ cho thuê đất KCN với các KCN GVR được phân làm chủ đầu tư. Lợi nhuận sẽ cao hơn khi mà đất cao su là đất liền thửa diện tích lớn, GPMB nhanh với chi phí thấp hơn. Chúng tôi dự kiến GVR có thể chuyển đổi và làm chủ đầu tư của hơn 6,000 ha đất KCN từ nay đến 2030. Tuy nhiên nhiều KCN tại các vị trí xa trung tâm và hệ thống giao thông đường bộ chính như các KCN tại Tây Ninh sẽ mất nhiều thời gian để thu hút khách thuê và lấp đầy KCN hơn.
- Dòng tiền từ tiền đền bù khi đất được thu hồi để phát triển dự án với tổng diện tích đền bù hơn 25,000 ha từ nay đến 2050. Tiền đền bù đất cao su tại các tỉnh phía Nam đang dao động từ 1 – 2.5 tỷ VND/ha, dự kiến có thể cao hơn trong các năm tới khi mà hiện nay GVR và các tỉnh đang thương thảo để điều chỉnh tăng mức giá đền bù.

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

Tính đến hết 2Q2024, Nam Tân Uyên đã nhận 303 tỷ VND tiền cọc cho 100 ha đất ký MOU. Giá cho thuê NTC 3 hiện tại đang ở mức 140 USD/ha/chu kỳ thuê. NTC 3 kì vọng có thể hoàn thành nộp tiền sử dụng đất trong 2H2024 và bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê đất từ cuối 2024.



KB Securities | VIETNAM

Ảnh 8. Hiệp Thạnh 1

Dự án đầu tư xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng KCN Hiệp Thạnh – giai đoạn 1 có diện tích hơn 494 ha với tổng vốn đầu tư 2,350 tỷ VND

Dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư là GVR vào ngày 3/4/2024 vừa qua. GVR dự kiến bắt đầu xây dựng hạ tầng KCN từ 2026, kì vọng sẽ lấp đầy trong khoảng 12 – 15 năm.



Nguồn: GVR

Bảng 9. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2024 – 2026

Tình hình thực hiện dự án đầu tư xây dựng và phát triển khu công nghiệp						
	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	TLSH	Giá (USD/m2/chu kỳ thuê)	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	NTC	Bình Dương	344	42%	140	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư và có quyết định giao đất, đang hoàn thành nốt nghĩa vụ tiền sử dụng đất
Rạch Bắp GD2	CTCP CN An Điền	Bình Dương	360	93%	110	Đã được Bộ KHĐT thẩm định trình Thủ tướng chính phủ
Tân Lập	PHR 51%, Kaiser Furniture 49%	Bình Dương	400	34%	115	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000
Minh Hưng III MR	CTCP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	577	55%	105	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000
Bắc Đồng Phú MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	317	45%	110	Đã được UBND phê duyệt chỉ tiêu đất, nhận phân bổ 133ha, nộp thẩm định chờ Thủ tướng phê duyệt
Nam Đồng Phú MR	CTCP Hạ tầng & BĐS Đồng Phú	Bình Phước	480	45%	105	Được UBND phân bổ cho 75 ha trong chỉ tiêu sử dụng đất
Hiệp Thạnh 1	GVR	Tây Ninh	495	85%	100	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào đầu tháng 3/2024

Nguồn: GVR, KBSV tổng hợp

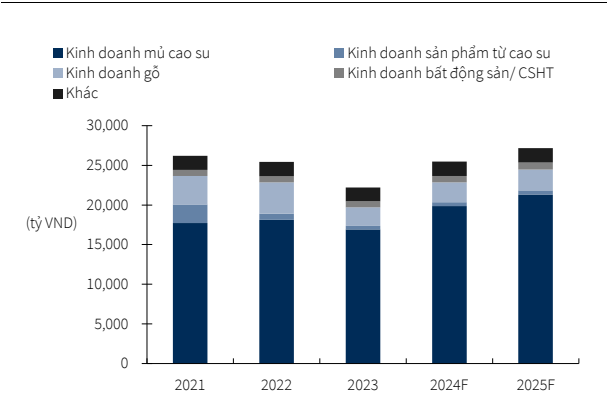
## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>22,138</b>	<b>25,488</b>	<b>15%</b>	<b>27,147</b>	<b>7%</b>	Hoàn thành 102% doanh thu kế hoạch 2024 (24,999 tỷ VNĐ)
-Mủ cao su	16,933	19,844	17%	21,294	7%	Sản lượng cao su tiêu thụ giảm nhẹ do thời tiết không thuận lợi, đạt 500,300 tấn (-4% yoy). Giá cao su trung bình năm của GVR đạt 40 triệu VNĐ/tấn (+17% yoy)
-Công nghiệp cao su	428	505	18%	548	9%	Hưởng lợi từ việc lốp xe của Thái Lan bị áp thuế chống phá giá tại Mỹ từ giữa 2024
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	2,319	2,484	7%	2,610	5%	Đơn hàng gỗ phục hồi nhẹ do mức nền thấp 2023, tuy nhiên giá vẫn ở mức thấp do thị trường bất động sản vẫn đang phục hồi yếu
-Bất động sản/ CSHT	784	812	4%	881	9%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,963</b>	<b>6,346</b>	<b>28%</b>	<b>6,847</b>	<b>8%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	22%	25%	+3 ppts	25%	0	
Thu nhập tài chính	1,115	1,228	10%	1,402	14%	
Chi phí tài chính	618	497	-20%	329	-34%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-208	85	141%	348	311%	Nam Tân Uyên 3 ghi nhận doanh thu cho thuê 20 ha trong 2024, KCN Bắc Đồng Phú cho thuê 10 ha trong 2025.
SG&A	2,456	2,651	8%	2,823	7%	
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2,796</b>	<b>4,511</b>	<b>61%</b>	<b>5,445</b>	<b>21%</b>	
Thu nhập khác	1,318	779	-41%	1,051	35%	Giảm do giảm thu nhập từ bồi thường
Lợi nhuận trước thuế	4,114	5,290	29%	6,495	23%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,373</b>	<b>4,405</b>	<b>31%</b>	<b>5,409</b>	<b>23%</b>	Hoàn thành 128% lợi nhuận kế hoạch 2024 (3,437 tỷ VNĐ)
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>2,623</b>	<b>3,426</b>	<b>31%</b>	<b>4,207</b>	<b>23%</b>	
<i>Biên LNST</i>	12%	13%	+1 ppt	15%	+2 ppts	

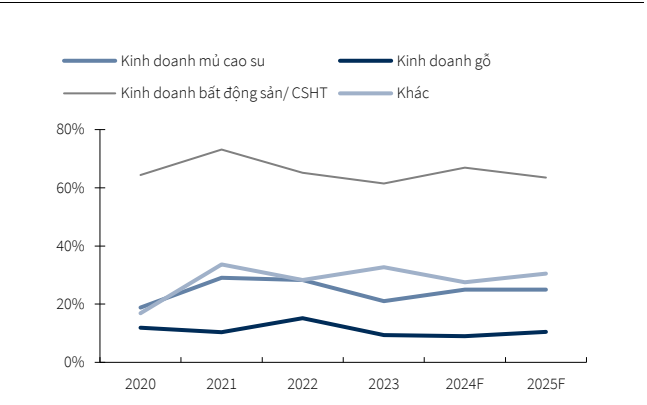
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 11. Dự phóng cơ cấu doanh thu GVR (tỷ VNĐ)



Nguồn: GVR, KBSV

Biểu đồ 12. Ước tính biên LNG các mảng kinh doanh của GVR



Nguồn: GVR, KBSV



**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu  
40,200 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:

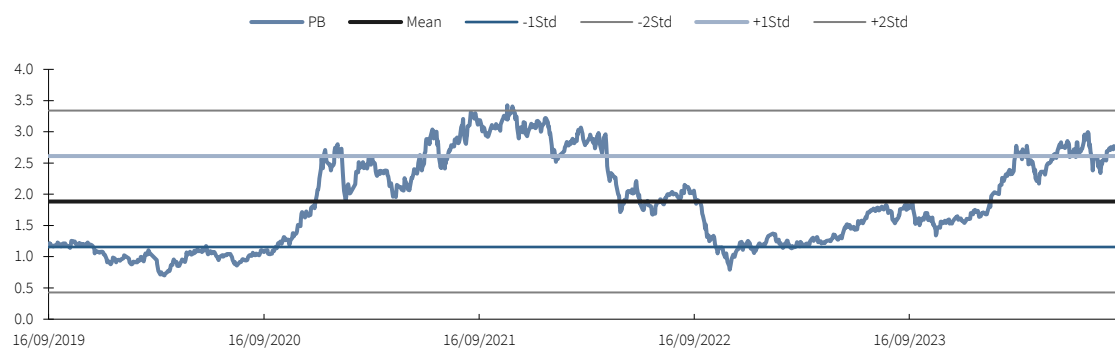
- Mảng BĐS KCN: chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KCN của GVR dựa trên diện tích cho thuê tiềm năng với các giả định sau:
  - Các KCN trong bảng 9 có thể triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2026. Nam Tân Uyên 3 sẽ hoàn thành pháp lý nhanh nhất và bắt đầu cho thuê được 20 ha từ cuối năm nay.
  - Hơn 4,000 ha đất KCN đã được đưa vào quy hoạch các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước và Tây Ninh sẽ được GVR tiến hành các thủ tục pháp lý và đưa vào cho thuê trong giai đoạn 2026 – 2030.
- Đất cao su chuyển đổi: chúng tôi giả định GVR có thể hoàn thành chuyển đổi đất cho hơn 19,000 ha đất KCN tự phát triển tại các tỉnh Tây Ninh, Bình Dương, Đồng Nai, Bình Phước, Bà Rịa – Vũng Tàu, 6,000 ha đất KCN cho chủ đầu tư chưa xác định trong giai đoạn 20 năm tới. Mức bồi thường trên đất chuyển đổi ước tính 1.2 – 2.5 tỷ/ha tùy địa phương.
- Mảng cao su & gỗ: chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm do các hoạt động này thu về dòng tiền ổn định.
  - Giá cao su 2024 dự kiến tăng 17% so với bình quân 2023, sản tiêu thụ giảm nhẹ 4% yoy. Biên gộp mảng khai thác mủ cao su tăng từ 21% năm 2023 lên 25% năm 2024.
  - Giai đoạn 2024 – 2028, giá cao su duy trì đà tăng trung bình 3 – 5%/năm. Sản lượng đi ngang trong 2025 và bắt đầu phục hồi nhẹ từ 2026.

**Bảng 13. Bảng định giá GVR**

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Cao su và gỗ	DCF	62,372
Khu công nghiệp	RNAV	64,984
Đất cao su chuyển đổi	RNAV	18,198
Khác	BV	3,450
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		16,879
Nợ vay		5,263
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>		<b>160,620</b>
Số cổ phiếu lưu hành		4,000,000,000
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>40,200</b>
Giá hiện tại (13/09/2024)		34,600
<b>Dự địa tăng trưởng</b>		<b>16.2%</b>

Nguồn: GVR, KBSV



**Biểu đồ 14. Dữ liệu giao dịch P/B lịch sử 3 năm**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Báo cáo Kết quả HĐKD**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	25,421	22,138	25,488	27,147
Giá vốn hàng bán	19,031	17,176	19,141	20,300
Lãi gộp	6,390	4,963	6,346	6,847
Thu nhập tài chính	894	1,115	1,228	1,402
Chi phí tài chính	694	618	497	329
Trong đó: Chi phí lãi vay	491	478	497	329
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	204	-208	85	348
Chi phí bán hàng	592	591	612	652
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,757	1,864	2,039	2,172
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	4,445	2,796	4,511	5,445
Thu nhập khác	1,819	1,654	1,113	1,501
Chi phí khác	495	336	334	450
Thu nhập khác, ròng	1,323	1,318	779	1,051
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	5,768	4,114	5,290	6,495
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	964	741	885	1,086
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,804	3,373	4,405	5,409
Lợi ích của cổ đông thiểu số	922	750	979	1,202
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,882	2,623	3,426	4,207
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
(%)	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.1%	22.4%	24.9%	25.2%
Tỷ suất EBITDA	33.9%	31.8%	32.7%	35.0%
Tỷ suất EBIT	24.6%	20.7%	22.7%	25.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	22.7%	18.6%	20.8%	23.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	17.5%	12.6%	17.7%	20.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	25.1%	22.4%	17.3%	19.9%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	5,768	4,114	5,290	6,495
Khấu hao TSCĐ	2,459	2,488	2,282	2,360
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	501	806	497	329
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	7,512	4,467	8,069	9,184
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	129	200	(305)	(186)
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	(698)	843	(590)	(239)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	(646)	(694)	134	(53)
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	(2)	32	46	26
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	(3,742)	(1,315)	272	40
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,343	3,249	6,507	8,014
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(802)	(965)	(1,023)	(1,361)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	673	611	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(2,616)	(2,639)	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,753	1,539	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	(47)	(12)	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	32	1	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	469	378	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(539)	(1,087)	(1,023)	(1,361)
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	4,671	4,572	2,482	3,454
Tiến trả các khoản đi vay	(6,264)	(5,405)	(3,003)	(6,059)
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(119)	(88)	(132)	(162)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(1,712)	(921)	(653)	(2,768)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(908)	1,241	4,831	3,885
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,304	4,370	5,564	10,395
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4,370	5,564	10,395	14,281

Nguồn: GVR, KBSV

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	78,448	78,062	82,597	85,979
Tài Sản Ngắn Hạn	23,450	23,842	29,625	34,005
Tiền và tương đương tiền	4,370	5,564	10,395	14,281
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	11,212	11,355	11,355	11,355
Các khoản phải thu	2,763	2,546	2,851	3,036
Hàng tồn kho, ròng	4,131	3,360	3,950	4,189
Tài Sản Dài Hạn	54,998	54,220	52,972	51,974
Phải thu dài hạn	675	657	657	657
Tài sản cố định	33,981	34,438	33,191	32,192
Tài sản dở dang dài hạn	12,102	10,774	10,774	10,774
Đầu tư dài hạn	2,827	2,957	2,957	2,957
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	24,932	23,085	23,336	21,472
Nợ ngắn hạn	10,391	9,653	10,350	9,598
Phải trả người bán	916	931	1,066	1,013
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	324	342	0	0
Vay ngắn hạn	2,817	3,003	2,750	1,655
Nợ dài hạn	14,542	13,432	12,986	11,873
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	101	79	79	79
Doanh thu chưa thực hiện	9,093	8,947	8,769	9,166
Vay dài hạn	4,596	3,577	3,309	1,799
Vốn Chủ Sở Hữu	53,516	54,977	59,250	64,497
Vốn góp	40,000	40,000	40,000	40,000
Thặng dư vốn cổ phần	199	326	326	326
Lãi chưa phân phối	5,020	5,187	4,273	5,247
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	72	41	41	41
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x,%,VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	42.9	71.3	40.4	32.9
P/E pha loãng	42.9	71.3	40.4	32.9
P/B	2.6	1.82	2.3	2.1
P/S	5.8	2.5	6.3	5.9
P/Tangible Book	2.8	1.0	2.7	2.5
P/Cash Flow	110	17	25	20
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	17.1	7.8	19.3	16.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	23.6	12.0	27.8	23.6
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE	9.0%	6.1%	7.4%	8.4%
ROA	6.1%	4.3%	5.3%	6.3%
ROIC	9.4%	7.0%	9.0%	10.7%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.50x	1.75x	2.10x	2.67x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.77x	1.11x	1.05x	1.02x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.77x	2.02x	2.38x	2.99x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.09	0.07	0.06	0.03
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.06	0.05	0.04	0.02
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.05	0.05	0.05	0.03
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.04	0.04	0.03	0.02
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.19	0.18	0.17	0.15
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.13	0.12	0.13	0.11
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.47	0.42	0.39	0.33
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.32	0.30	0.28	0.25
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.2	8.7	8.9	8.9
Hệ số quay vòng HTK	4.6	5.1	4.8	4.8
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	22.3	17.8	19.8	19.8

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

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

### **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 – Trưởng nhóm**  
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

### **Dầu khí & Hóa Chất**

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

**Khoí phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

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

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

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

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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:	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 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.