

## (MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GVR với **giá mục tiêu VND 16.280** trên cơ sở (i) là 1 trong các DN lớn nhất trong ngành cao su tự nhiên, đầu tư KCN và chế biến gỗ tại Việt Nam, (ii) chiến lược đẩy mạnh đầu tư mảng KCN nhờ lợi thế quỹ đất lớn giúp gia tăng lợi nhuận trong tương lai, và (iii) giá cao su tăng khá trong thời gian gần đây giúp cải thiện kết quả kinh doanh trong cả năm 2020.

### Tiêu điểm đầu tư

- **GVR là 1 trong những công ty lớn nhất trong ngành cao su tự nhiên, đầu tư khu công nghiệp (KCN) và chế biến gỗ tại Việt Nam.** 3 mảng kinh doanh này đóng góp khoảng 94% tổng lợi nhuận từ HĐKD của GVR trong năm 2019, trong đó mảng kinh doanh cao su đóng góp lớn nhất với 64% doanh thu. DN sở hữu quỹ đất cao su và KCN lớn.
- **Giá cao su tăng giúp cải thiện LN mảng cao su trong tương lai gần.** Giá cao su tăng mạnh trong 2 tháng trở lại đây trong bối cảnh (i) nguồn cung thấp do căng thẳng chính trị tại Thái Lan, biến đổi khí hậu & bệnh rụng lá ở cây cao su, trong khi (ii) nhu cầu nhập khẩu cao su tự nhiên ở Trung Quốc gia tăng đáng kể khi các chính sách khuyến khích phát triển ngành công nghiệp ô tô tại đây đang được đẩy mạnh, và (iii) dịch bệnh bùng phát khiến nhu cầu sử dụng găng tay y tế dùng 1 lần chứng kiến tăng mạnh.
- **Định hướng đẩy mạnh đầu tư hoạt động KCN giúp cải thiện LN trong tương lai.** GVR dự kiến triển khai quy hoạch lên đến 15.000ha đất KCN trong giai đoạn 2021 – 2025. Doanh nghiệp đang phối hợp với các địa phương để quy hoạch các KCN, dự kiến trung bình mỗi năm cho thuê từ 600-1.000 ha. Đây cũng là mảng hoạt động có tỷ lệ sinh lời cao nhất trong 4 mảng HĐKD chính của GVR.

### Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu GVR vào khoảng VND16.280** dựa trên phương pháp định giá từng phần. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 20 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 814).

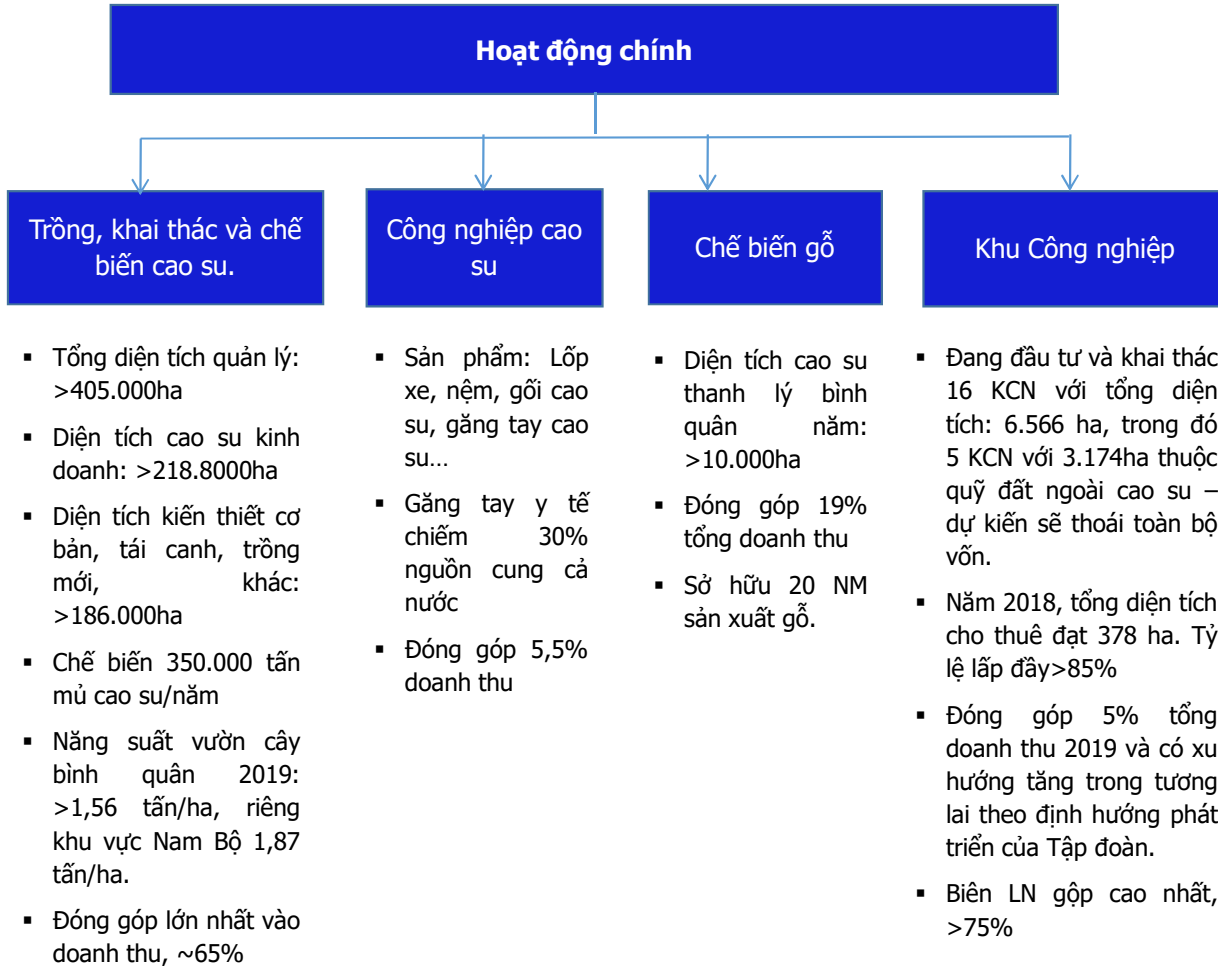


Ngày báo cáo	27/10/2020
Giá hiện tại	VND 14.100
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 16.280</b>
Upside	15,5 %
Vốn hóa thị trường	56.400 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 7.900
	VND 14.800
KLGD bình quân (CP)	2.317.232 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	0,68%

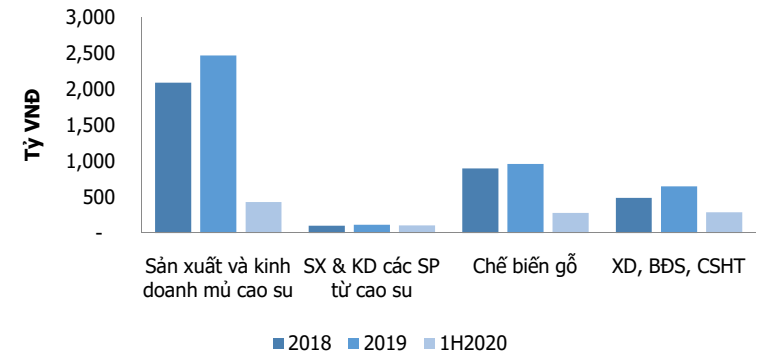
Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	19.713	19.804	19.004	20.812
<i>Tăng trưởng n/n</i>	-1,7%	0,5%	-4,0%	9,5%
Biên LN gộp	26,2%	22,9%	23,3%	21,9%
LNTT	4.252	4.655	4.310	4.701
<b>Lãi ròng</b>	<b>2.596</b>	<b>3.250</b>	<b>2.949</b>	<b>3.254</b>
<i>Tăng trưởng n/n</i>	-25,4%	25,2%	-9,3%	10,4%
<b>EPS (basic) (VND)</b>	<b>473</b>	<b>813</b>	<b>737</b>	<b>814</b>
<b>P/E</b>			19,1x	17,3x

(Nguồn: MBS Research)

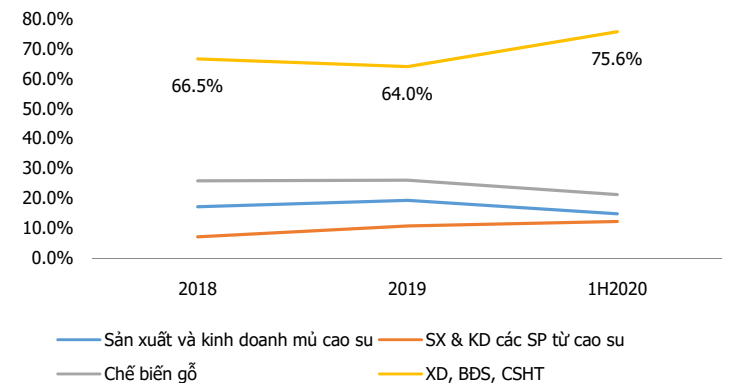
**(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)**



**LN gộp của 4 mảng HĐKD chính**



**Biên LN gộp 4 mảng HĐKD chính**



(Nguồn: GVR)

**(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)**

**Danh sách các KCN GVR đang vận hành**

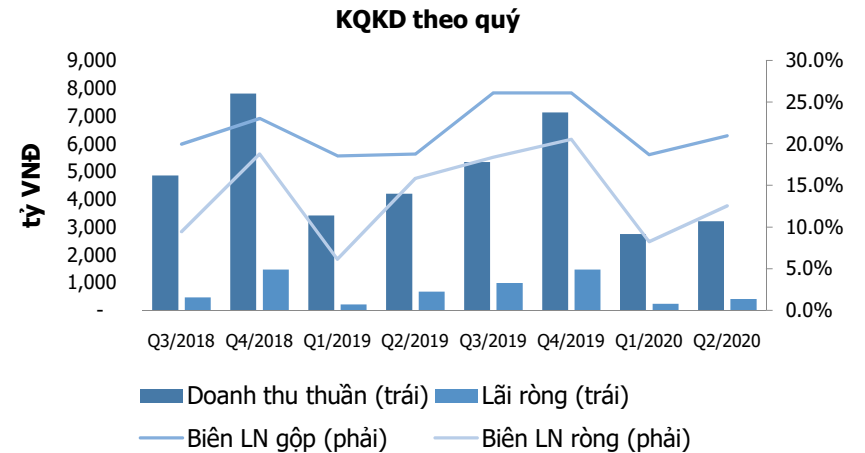
STT	KCN	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lợi ích	Năm triển khai	Tỷ lệ lấp đầy
1	Tân Bình	80% PHR + 15% NTC	Bình Dương	352,5	244,5	59,6%	2012	82,8%
2	Nam Tân Uyên	NTC	Bình Dương	332,0	229,0	42,3%	2005	99,9%
3	Nam Tân Uyên mở rộng	NTC	Bình Dương	288,5	200,8	42,3%	2010	99,9%
4	Rạch Bắp	CTCP Công nghiệp An Điền	Bình Dương	278,6	189,5	92,7%	2008	~100%
5	Dầu Giây	CTCP KCN Dầu Giây	Đồng Nai	328,4	211,2	71,8%	2008	60,6%
6	Long Khánh	CTCP KCN Long Khánh	Đồng Nai	264,5	169,0	75,7%	2008	91,4%
7	Bàu Xéo	CTCP Thống nhất	Đồng Nai	499,8	353,0	36,1%	2007	98,1%
8	Minh Hưng III	Công ty CP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	293,9	202,45	55,4%	2008	101,4%
9	Bắc Đồng Phú	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	184,0	125,9	45,8%	2009	76,5%
10	Nam Đồng Phú	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	69,4	44,8	45,8%	2014	99,2%
11	Cộng Hòa	VRG	Hải Dương	201,2	145,9	56,7%	2008	90,0%
<b>Tổng</b>				<b>3.092,7</b>	<b>2.115,9</b>			

*(Nguồn: GVR, MBS Research)*

(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)

Hoạt động khai thác cao su & gỗ của GVR giảm khá trong 1H2020 trước tác động của dịch bệnh, tuy nhiên được bù đắp nhờ hoạt động hiệu quả hơn của KCN...

- **LNST Q2 2020 giảm 35% n/n khi mảng cao su và mảng gỗ chứng kiến KQKD sụt giảm so với cùng kỳ.** Cụ thể, doanh thu hợp nhất đạt 3.316 tỷ đồng, trong đó doanh thu cả 2 mảng cao su và gỗ đều giảm ~33% n/n, trong khi mảng kinh doanh BĐS, CSHT tăng 73% n/n lên 212 tỷ đồng.
- **Biên LN gộp trong Q2 tăng 2,2ppts n/n lên 21% nhờ đóng góp lớn hơn của mảng BĐS** với biên LN gộp cao 78%.
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, LNST giảm 23% n/n.** Ngoài KQKD thấp hơn của HĐKD chính là cao su và gỗ, hoạt động thanh lý vườn cây cao su hết hạn thời hạn khai thác cũng không mấy khả quan khi giảm từ 356 tỷ đồng trong 1H2019 xuống còn 140 tỷ đồng trong 1H2020. Biên LN gộp cải thiện nhẹ lên ~20% từ mức 18,7%, trong đó biên LN gộp mảng KCN tăng 9ppts lên 76%. **Chúng tôi nhận thấy rằng mảng KCN với mức sinh lời cao hơn đang đóng vai trò hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cho GVR trong bối cảnh tiềm năng tăng trưởng thấp hơn của mảng kinh doanh cao su.**



Tỷ VNĐ	Q2 2020	Q2 2019	Q2 2020/Q2 2019	1H2020	1H2019	1H2020/1H2019
<b>Doanh thu</b>	<b>3.208</b>	<b>4.200</b>	<b>-23,6%</b>	<b>5.953</b>	<b>7.614</b>	<b>-21,8%</b>
Cao su	2.150	2.811	-23,5%	3.793	4.980	-23,8%
Chế biến gỗ	612	970	-36,9%	1.316	1.580	-16,7%
KCN	212	123	73,2%	383	280	36,7%
<b>Biên LN gộp</b>	<b>21,0%</b>	<b>18,8%</b>	<b>2,2ppts</b>	<b>19,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>1,2ppts</b>
Lợi nhuận khác	117	379	-69,1%	169	508	-66,7%
<b>Lãi ròng</b>	<b>402</b>	<b>665</b>	<b>-39,5%</b>	<b>629</b>	<b>874</b>	<b>-28,0%</b>

(Nguồn: GVR)

## Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)

... và kỳ vọng KQKD mảng cao su khả quan hơn trong cuối năm nhờ giá cao su tăng mạnh trong bối cảnh cung giảm – cầu tăng...

- **Giá cao su thế giới tăng mạnh do lo ngại nguồn cung từ Thái Lan bị gián đoạn** khi nền chính trị quốc gia này đang trong trạng thái bất ổn. Đây là quốc gia xuất khẩu cao su lớn nhất thế giới với 33,5% sản lượng xuất khẩu cao su tự nhiên trong năm 2019 (IRCo, 2020).

Trong tháng 9/2020, Hội đồng Cao su Quốc tế ba bên (ITRC) gồm Thái Lan, Indonesia và Malaysia cũng dự báo sản lượng cao su tự nhiên trong những tháng cuối năm 2020 và đầu năm 2021 sẽ giảm trước các tác động của biến đổi khí hậu, dịch bệnh Covid-19 và bệnh rụng lá trên cây cao su. Sản lượng cao su tự nhiên năm 2020 được dự báo giảm còn 8.792 triệu tấn, tương ứng giảm 859 nghìn tấn so với năm 2019.

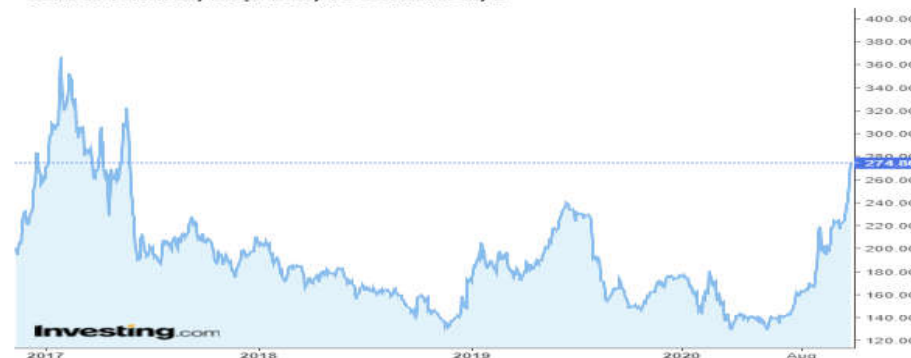
- **Gia tăng tiêu thụ CSTN tại Trung Quốc** – quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất thế giới với sản lượng nhập khẩu chiếm trên 40% mức tiêu thụ toàn cầu trong năm 2019 (IRCo, 2020). Chính sách khuyến khích phát triển ngành sản xuất ô tô trong nước dẫn tới nhu cầu nhập khẩu cao su tại đây tăng đáng kể từ tháng 6/2020 khi dịch Covid-19 về cơ bản được kiểm soát tốt hơn.

Số liệu từ Tổng cục Hải quan Trung Quốc cho thấy nhập khẩu cao su (bao gồm cả cao su thiên nhiên & cao su tổng hợp) trong tháng 9 chứng kiến tăng mạnh nhất trong năm nay với mức tăng 60% n/n về lượng và 40,5% n/n về giá trị. Lũy kế 9T đầu năm, Trung Quốc nhập khẩu 5.373 nghìn tấn cao su, tương ứng 7,4 tỷ USD, tăng lần lượt 14% n/n và 2% n/n.

- **Nhu cầu đối với găng tay y tế dùng 1 lần củng cố mức tăng trong ngắn hạn của giá cao su tự nhiên.** Dịch bệnh bùng phát khiến số lượng găng tay y tế dùng 1 lần chứng kiến tăng mạnh khi các nhân viên y tế cố gắng trang bị đầy đủ những thứ mà họ cần để điều trị bệnh và bảo vệ bản thân. Theo Fortune Business Insights, thị trường đối với sản phẩm này sẽ tăng từ 5,95 tỷ USD trong năm 2019 lên 14,03 tỷ USD đến năm 2027, tương ứng CAGR ~10,6% trong giai đoạn này.

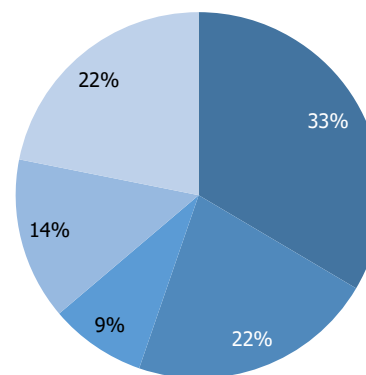
### Biến động giá cao su

Published on Investing.com, 27/Oct/2020 - 8:13:49 GMT, Powered by TradingView.  
Rubber Futures, Nhật Bản, TOCOM:JRUC1, D



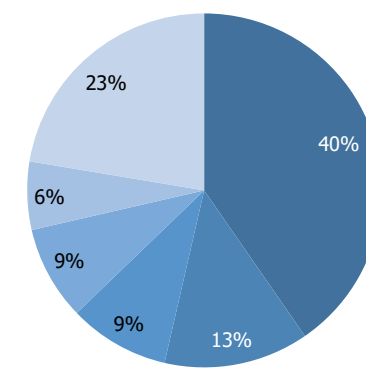
### Thị phần XK CSTN theo sản lượng

■ Thái Lan ■ Indonesia ■ Malaysia  
■ Việt Nam ■ Khác



### Thị phần NK CSTN theo sản lượng

■ Trung Quốc ■ EU-28 ■ Malaysia  
■ USA ■ Nhật Bản ■ Khác



(Nguồn: IRCo, Investing)

**(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)**

**... cùng với định hướng tập trung khai thác mảng KCN nhằm đón đầu dòng vốn dịch chuyển**

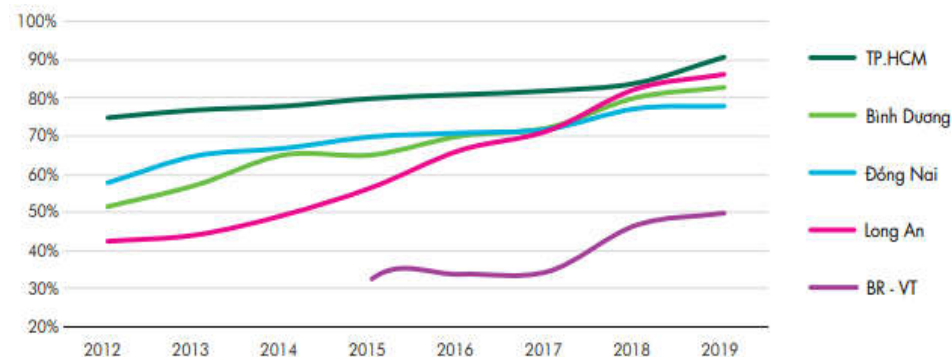
- **GVR dự kiến triển khai quy hoạch lên đến 15.000ha đất KCN trong giai đoạn 2021 – 2025.** Doanh nghiệp đang phối hợp với các địa phương để quy hoạch các KCN, dự kiến trung bình mỗi năm cho thuê từ 600-1.000 ha.  
GVR đặt kế hoạch giao cho địa phương 1.000 ha đất mỗi năm. Giá đền bù theo giá Nhà nước tối đa chỉ 100-200 triệu đồng/ha, tuy nhiên, lãnh đạo GVR cho biết đã đấu tranh với các địa phương sử dụng đất để phát triển kinh tế với mức giá là 500-600 triệu/ha.
- **GVR đang lên kế hoạch triển khai các KCN Nam Tân Uyên, Rạch Bắp mở rộng và dự kiến đến cuối năm sẽ có sản phẩm thương mại.** Phần còn lại, các KCN Bắc Đồng Phú, Nam Đồng Phú, Long Thành - Dầu Giây... đang tiến hành thực hiện các thủ tục.
- **Tổng nguồn vốn FDI vào Việt Nam ghi nhận tín hiệu tích cực hơn trong bối cảnh đầu tư toàn cầu suy giảm mạnh do tác động của Covid-19.** Tính đến ngày 20/10/2020, tổng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) vào Việt Nam đạt 23,48 tỷ USD, bằng 80,6% so với cùng kỳ năm 2019. Vốn giải ngân ước đạt 15,8 tỷ USD, bằng 97,5% so với cùng kỳ.

Thị trường bất động sản công nghiệp Việt Nam nhờ đó đang trở nên ngày càng sôi động trước nhu cầu lớn trong việc mở rộng hoặc thiết lập nhà xưởng mới khi tỷ lệ lấp đầy tại các KCN miền Bắc bình quân đạt 85%, KCN miền Nam đạt >70%.

**Đầu tư trực tiếp nước ngoài 10T2020**

TT	Chi tiêu	Đơn vị tính	10T2019	10T2020	So cùng kỳ
<b>1</b>	<b>Vốn thực hiện</b>	<b>triệu USD</b>	<b>16.210</b>	<b>15.800</b>	<b>97,5%</b>
<b>2</b>	<b>Vốn đăng ký*</b>	<b>triệu USD</b>	<b>29.115</b>	<b>23.481</b>	<b>80,6%</b>
2.1	Đăng ký cấp mới	triệu USD	12.834	11.661	90,9%
2.2	Đăng ký tăng thêm	triệu USD	5.469	5.710	104,4%
2.3	Góp vốn, mua cổ phần	triệu USD	10.812	6.111	56,5%
<b>3</b>	<b>Số dự án*</b>				
3.1	Cấp mới	dự án	3.094	2.100	67,9%
3.2	Tăng vốn	lượt dự án	1.145	907	79,2%
3.3	Góp vốn, mua cổ phần	lượt dự án	7.509	5.451	72,6%

**Tỷ lệ lấp đầy các tỉnh, TP công nghiệp lớn, miền Nam Việt Nam**



(Nguồn: CBRE, Cục Đầu tư nước ngoài,)

## Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR)



**(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)**

### Mô hình dự phóng

Năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 4% n/n trong khi lãi ròng giảm 9% n/n trong bối cảnh hoạt động kinh doanh cao su & gỗ cũng như hoạt động thanh lý cây cao su giảm mạnh trước tác động của dịch Covid-19. Sản lượng mùn cao su khai thác ước giảm 20% trong khi giá bán bình quân tăng 10% nhờ giá cao su đang tăng mạnh trong những tháng trở lại đây. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh BĐS KCN sẽ đóng góp tích cực hơn trong năm nay với doanh thu ước tính đạt khoảng 1.382 tỷ đồng.

Năm 2021 sẽ chứng kiến tăng ~10% doanh thu và lãi ròng trên cơ sở kỳ vọng hoạt động kinh doanh cao su khởi sắc hơn khi dịch được kiểm soát và nền kinh tế toàn cầu hồi phục chậm sau dịch.

### Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu GVR vào khoảng 16.280 đồng** dựa trên phương pháp định giá từng phần, trong đó áp dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA đối với mảng kinh doanh cao su và gỗ, và phương pháp xác định giá trị tài sản ròng đối với mảng hoạt động BĐS khu công nghiệp.

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 19,7 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 814).

	PP định giá	Đóng góp giá trị VCSH cho GVR (tỷ VND)
Cao su	EV/EBITDA	24.628
Gỗ	EV/EBITDA	11.543
KCN	RNAV	35.532
(+) Tiền & tương đương tiền		13.696
(+) TSNH khác		949
(-) Tổng nợ phải trả		(17.369)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(3.853)
<b>NAV</b>		<b>65.126</b>
Số CP lưu hành		4.000
<b>NAV/share (VND)</b>		<b>16.280</b>

**(MUA; Giá mục tiêu: VND 16.280)**

**Danh sách các KCN tự phát triển và đất chuyển đổi cho chủ đầu tư KCN của GVR**

STT	KCN	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	Tỷ lệ lợi ích	Năm triển khai	Giá trị đóng góp cho GVR (tỷ VNĐ)
1	Nam Tân Uyên MR GD2	NTC	Bình Dương	346	42,30%	2020	1.311
2	Rạch Bắp GD2	CTCP KCN An Điền	Bình Dương	360	92,70%	2020	2.111
3	Tân Lập (2 giai đoạn)	51% PHR + 49% Kaiser Furniture	Bình Dương	400	33,98%	2020-2025	1.433
4	Tân Bình MR	80% PHR + 15% NTC	Bình Dương	1.055	59,60%	2021-2025	5.636
5	Hội Nghĩa	PHR	Bình Dương	715	66,60%	2021-2025	4.268
6	Bình Mỹ	PHR	Bình Dương	1002	66,60%	2021-2025	5.630
7	Minh Hưng III MR	Công ty CP KCN Cao su Bình Long	Bình Dương	590	55,40%	2021-2025	2.876
8	Bắc Đồng Phú MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	400	45,40%	2021-2025	1.149
9	Nam Đồng PHÚ MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	400	45,40%	2021-2025	1.149
10	Dầu Giây MR	CTCP KCN Dầu Giây	Đồng Nai	75	71,80%	2021-2025	681
11	Long Khánh MR	CTCP KCN Long Khánh	Đồng Nai	500	75,70%	2021-2025	4.790
12	Nam Pleiku	Công ty TNHH MTV Chư Sê	Pleiku	200	100,00%	2020-2024	1.435
13	VSIP III	VSIP + 20% PHR	Bình Dương	691	13,32%	2021-2025	777
14	Lai Hưng	PHR???	Bình Dương	600	N/A	2021-2025	N/A
15	Đất chuyển đổi khác			15.000	N/A	2021-2025	2.286
<b>Tổng</b>				<b>22.334</b>			<b>35.532</b>

(Nguồn: GVR, MBS Research)



**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:**

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Quỳnh Hoa**

**Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)**

**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**

**Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)**

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ $-15\%$ đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

### **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

### **MBS HỘ SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

Hotline: **1900 9088**