

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



(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

Luận điểm đầu tư

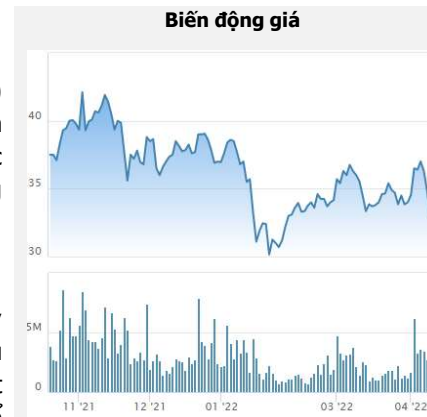
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GVR với **giá mục tiêu VND 41.500** trên cơ sở (i) giá cao su duy trì đà tăng khá kể từ tháng 9/2021, thúc đẩy gia tăng biên LN gộp, (ii) định hướng đẩy mạnh đầu tư hoạt động KCN của VRG khi triển vọng từ thị trường BĐS KCN tiếp tục là điểm sáng trong những năm tới, và (iii) kỳ vọng hoàn tất thương vụ thoái vốn khỏi NTC trong năm 2022.

Thông tin cập nhật

- **Giá cao su tăng giúp cải thiện LN mảng cao su cho VRG.** Giá cao su được dự báo duy trì đà tăng trong năm 2022 trước tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su, trong khi nhu cầu tiêu thụ cao su vẫn duy trì ở mức cao. Ngày 15/4/2022, giá cao su ghi nhận mức cao nhất trong 13 tháng trở lại đây, đạt 2.250 USD/tấn sau khi OPEC cho rằng thế giới sẽ không thể thay thế được khoảng 7 triệu thùng dầu và các chất lỏng khác mỗi ngày bị mất từ Nga.
- **Định hướng đẩy mạnh đầu tư hoạt động KCN giúp cải thiện LN trong tương lai.** VRG dự kiến chuyển đổi 20.000ha đất cao su sang quy hoạch phát triển KCN trong 5-10 năm tới. Tập đoàn lên kế hoạch tổng diện tích KCN cho thuê đạt gần 2.700ha trong giai đoạn 2021 – 2025, gấp 10 lần so với diện tích cho thuê của năm 2020, đạt CAGR là 17% trong khi mù cao su khai thác chỉ đạt CAGR là 3,6% trong giai đoạn này.
- **Triển vọng tích cực của BĐS khu công nghiệp tạo tiền đề tăng trưởng bền vững cho VRG trong tương lai.** Thị trường BĐS CN được dự báo sẽ là điểm sáng trong năm 2022 thậm chí có thể kéo dài sang năm 2023 với giá thuê đất tăng khoảng 4%/năm (theo CBRE), đặc biệt tại các tỉnh miền Nam.
- **Chúng tôi cũng kỳ vọng thương vụ thoái vốn khỏi NTC sẽ được hoàn tất trong năm 2022,** đem lại khoản lãi thoái vốn cho VRG khoảng 800 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu GVR vào khoảng VND41.500** dựa trên phương pháp định giá từng phần. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 31 lần (theo EPS 2022F khoảng VND 1.330).



Ngày báo cáo	15/04/2022
Giá hiện tại	VND 36.000
Giá mục tiêu	VND 41.500
Upside	15,3%
Vốn hóa thị trường	tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND
	VND
KLGD bình quân (CP)	Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	%

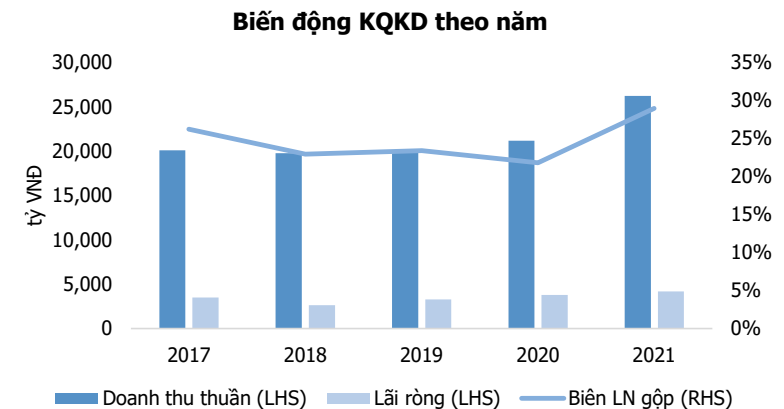
Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	19.804	21.116	26.190	29.854
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>0,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>24,0%</i>	<i>14,0%</i>
Biên LN gộp	23,3%	21,8%	28,9%	29,4%
LNTT	4.655	5911	6213	7.948
Lãi ròng	3.250	3.771	4.158	5.319
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>25,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>27,9%</i>
EPS (basic) (VND)	813	943	1.040	1.330
P/E	13,0x	31,8x	35,5x	27,1x

(Nguồn: MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

Hoạt động khai thác & kinh doanh mủ cao su trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2021...

- **Sản lượng tiêu thụ cao su 2021 của VRG tăng mạnh so với cùng kỳ**, đạt 493.400 tấn, tăng 14,6% n/n và vượt 7% so với kế hoạch, trong khi đó giá bán bình quân ước tính đạt 35,9 triệu đồng/tấn, tăng 22% n/n, giúp doanh thu mảng kinh doanh này đạt hơn 17.700 tỷ đồng, tăng 39,4% so với kết quả thực hiện năm 2020, trở thành động lực chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu của Tập đoàn. *Biên LN gộp đạt 29,1%, cao hơn nhiều so với mức 18,8% của năm 2020.*
- **Mảng xây dựng, bất động sản & cơ sở hạ tầng chứng kiến giảm nhẹ năm thứ 2 liên tiếp trước những tác động của dịch bệnh Covid-19**, đạt 767 tỷ đồng, tương ứng 86% doanh thu năm 2020. Các mảng kinh doanh khác gồm kinh doanh SP từ cao su & chế biến gỗ duy trì tăng nhẹ so với cùng kỳ trong bối cảnh nhu cầu cao về găng tay y tế & sự hồi phục của thị trường bất động sản.
- **Lãi ròng 2021 chỉ tăng 10,3% n/n trong bối cảnh DN không phát sinh lợi nhuận từ thoái vốn đầu tư trong năm 2021.** Năm 2020, VGR ghi nhận ~2.000 tỷ đồng tiền lãi từ thoái vốn khỏi CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG và CTCP Xây dựng và Tư vấn đầu tư, trong khi năm 2021 không có thương vụ thoái vốn nào được diễn ra khiến thu nhập tài chính giảm mạnh 73% n/n.



Tỷ VNĐ	2018	2019	2020	2021	2021/2020
Doanh thu thuần	19.713	19.804	21.116	26.190	24,0%
Cao su	13.612	13.849	14.880	20.080	34,9%
Chế biến gỗ	3.471	3.681	3.390	3.595	6,0%
KCN	733	1.011	891	767	-13,9%
Biên LN gộp	22,90%	23,3%	21,8%	28,9%	32,8%
Doanh thu tài chính	791	732	2.968	831	-72,0%
Lợi nhuận khác	1.862	1.737	1.108	429	-61,2%
Lãi ròng	2.596	3.250	3.771	4.158	10,3%

(Nguồn: GVR)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

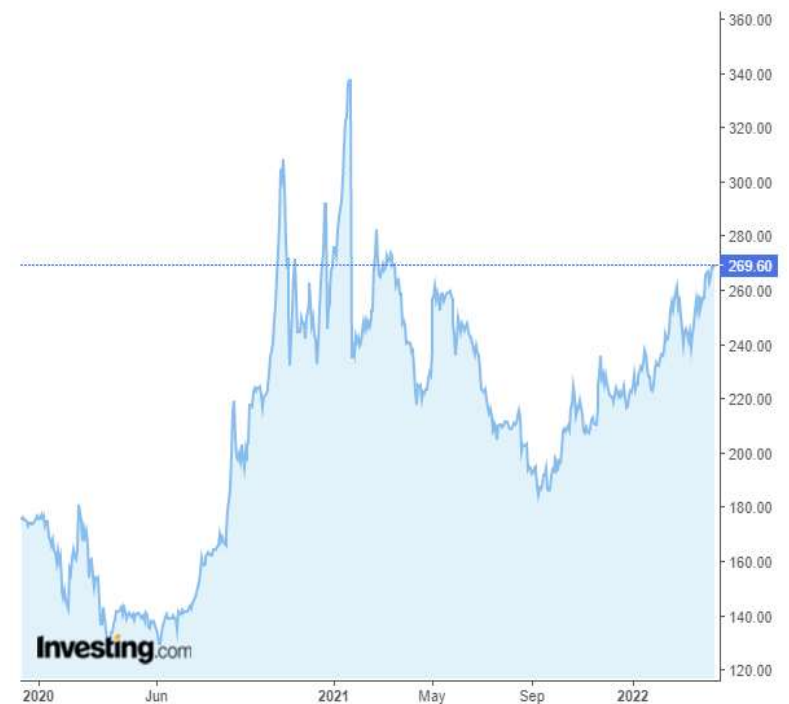
... và kỳ vọng tiếp tục duy trì khả quan trong năm 2022 trong bối cảnh giá cao su được dự báo sẽ phục hồi mạnh trở lại...

- **Giá cao su được dự báo duy trì đà tăng trong năm 2022** trước tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su, trong khi nhu cầu tiêu thụ cao su vẫn duy trì ở mức cao khi (i) tốc độ tăng trưởng doanh số bán ô tô khả quan ở các nền kinh tế lớn, (ii) nhu cầu găng tay cao su và quần áo bảo hộ cá nhân tăng khi dịch Covid-19 vẫn tiếp diễn tại nhiều quốc gia trên thế giới.
Cụ thể, sản lượng cao su trên thế giới đang giảm bởi nhiều yếu tố, trong đó tác động nhiều nhất là tình hình biến đổi khí hậu khiến diện tích cao su trên thế giới sụt giảm.
Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) ước tính sản lượng cao su toàn cầu năm 2022 đạt khoảng 14,55 triệu tấn, trong khi tiêu thụ ở mức 14,39-14,82 triệu tấn, tăng 2,5% n/n. Ngưỡng thâm hụt này có thể kéo dài đến năm 2031, do khoảng cách cung cầu ngày càng lớn.
- **Giá 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. Số liệu từ Tổng cục Hải quan Trung Quốc cho thấy nhập khẩu cao su 2 tháng đầu năm 2022 đạt 2,29 tỷ USD, tăng 22,5% so với cùng kỳ năm 2021.
- **Xuất khẩu cao su Việt Nam tăng khá trong 3T2022.** Theo ước tính của Bộ Công Thương, xuất khẩu cao su trong tháng 3 đạt 130 nghìn tấn, trị giá 233 triệu USD, tăng 27,9% về lượng và tăng 28,2% về trị giá so với tháng 2. Giá cao su xuất khẩu bình quân ở mức 1.792 USD/tấn, gần như không đổi so với tháng 2.
Lũy kế 3 tháng đầu năm 2022, xuất khẩu cao su đạt khoảng 424 nghìn tấn, trị giá 746 triệu USD, tăng 4,6% về lượng và tăng 10,7% về trị giá so với cùng kỳ năm 2021.
- **Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ mủ cao su của VGR năm 2022 đạt ~520.000 tấn,** tăng 5,6% n/n trong khi giá bán bình quân tăng 10% n/n. Doanh thu từ mảng kinh doanh mủ cao su ước đạt hơn 20.600 tỷ đồng.

Biến động giá cao su

Published on Investing.com, 15/Apr/2022 - 8:12:56 GMT, Powered by TradingView.

Rubber Futures, Japan, TOCOM:JRUC1, D



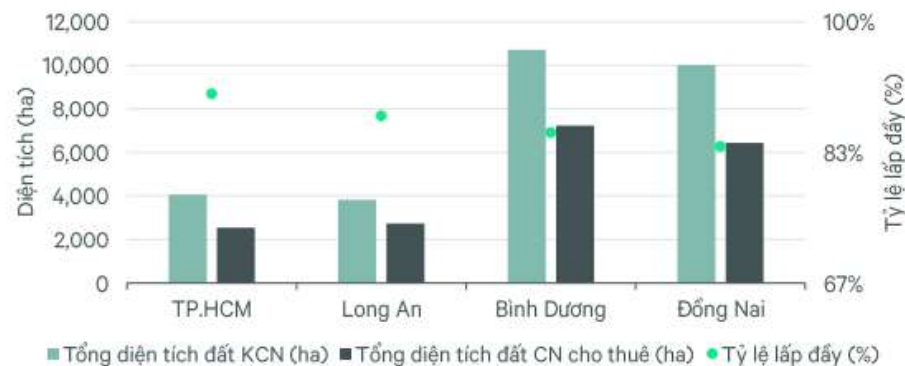
(Nguồn: Investing)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

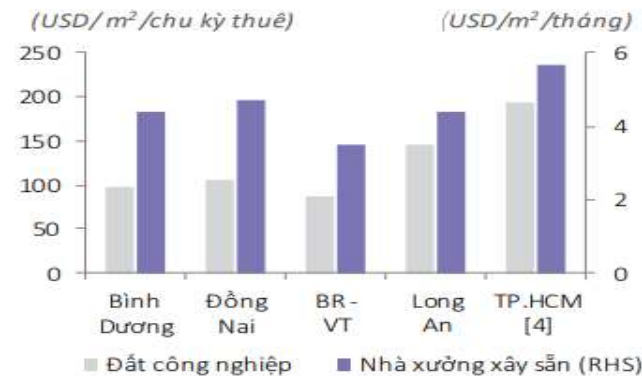
... bên cạnh lợi thế về quỹ đất lớn & định hướng chuyển đổi sang phân khúc khu công nghiệp

- **VRG dự kiến chuyển đổi đất cao su sang mục đích quy hoạch phát triển KCN, nông nghiệp công nghệ cao & phát triển cơ sở hạ tầng** với diện tích lần lượt 20.000ha, 40.000ha, và 40.000ha. Như vậy, diện tích đất trồng cao su ước tính giảm từ hơn 402.000ha xuống còn khoảng 300.000ha trong vòng 5-10 năm tới. Tập đoàn lên kế hoạch tổng diện tích KCN cho thuê đạt gần 2.700ha trong giai đoạn 2021 – 2025, gấp 10 lần so với diện tích cho thuê của năm 2020, đạt CAGR là 17% trong khi mù cao su khai thác chỉ đạt CAGR là 3,6% trong giai đoạn này.
- **VRG hiện đang triển khai nhiều dự án mở rộng cũng như xây mới các KCN** như: Nam Tân Uyên mở rộng, Rạch Bắp mở rộng, Hiệp Thạnh (Tây Ninh - 500ha), Cẩm Mỹ... Chúng tôi kỳ vọng các dự án KCN sẽ được đẩy mạnh triển khai trong những năm tới khi Covid-19 được xác định là bệnh đặc hữu, nền kinh tế dần được mở cửa trở lại.
- **Triển vọng tích cực của BĐS khu công nghiệp tạo tiền đề tăng trưởng bền vững cho VRG trong tương lai.** Thị trường BĐS CN được dự báo sẽ là điểm sáng trong năm 2022 nhờ (i) lợi thế từ tham gia các hiệp định thương mại tự do, (ii) xu hướng dịch chuyển dòng vốn từ Trung Quốc sang Việt Nam, và (iii) hệ thống cơ sở hạ tầng kết nối các KCN được cải thiện như: cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, Dầu Giây – Phan Thiết, cao tốc Bắc – Nam, cảng Thị Vải - Cái Mép..., trong khi (iv) nguồn cung đất KCN sẵn có ngày càng hạn chế. Thậm chí, **đà tăng của thị trường BĐS công nghiệp có thể kéo dài sang năm 2023 với giá thuê đất tăng khoảng 4%/năm (theo CBRE).**
- **Sức hút mạnh mẽ của các tỉnh miền Nam đối với các nhà đầu tư** khi Long An, TP. HCM và Bình Dương vẫn nằm trong top 5 cả nước về thu hút vốn đầu tư nước ngoài FDI. Tỷ lệ lấp đầy các KCN và nhà xưởng xây sẵn lần lượt duy trì ở mức cao, đạt tương ứng 90% và 86% trong Q4 2021.

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



Giá thuê trung bình KCN miền Nam Q4 2021



(Nguồn: CBRE, JLL)

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



(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

Mô hình dự phóng

Năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 14% n/n trong khi lãi ròng tăng 28% n/n trong bối cảnh hoạt động kinh doanh phục hồi trong trạng thái bình thường mới. Sản lượng mủ cao su tiêu thụ ước tăng 5,6% n/n trong khi giá bán bình quân tăng 10% n/n nhờ giá cao su đang tăng mạnh & kỳ vọng tiếp diễn đà tăng trong thời gian tới. Trong khi đó, doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS CN sẽ đóng góp tích cực hơn với mức tăng kỳ vọng 5% n/n.

Chúng tôi cũng kỳ vọng thương vụ thoái vốn khỏi NTC sẽ được hoàn tất trong năm 2022, đem lại khoản lãi thoái vốn cho VRG khoảng 800 tỷ đồng, tương ứng trên 50% doanh thu từ hoạt động tài chính.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng của cổ phiếu GVR vào khoảng 41.500 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. Trong đó, EV/EBITDA của hai mảng cao su và gỗ được xác định dựa trên mức EV/EBITDA bình quân của các doanh nghiệp hoạt động trong cùng lĩnh vực tương ứng trong khu vực Đông Nam Á – Thái Bình Dương.

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 31 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 1.330).

	PP định giá	Đóng góp giá trị VCSH cho GVR (tỷ VND)
Cao su	EV/EBITDA	50.122
Gỗ	EV/EBITDA	5.286
KCN	RNAV	108.081
(+) Tiền & tương đương tiền		15.583
(-) Nợ vay		(9.005)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(4.051)
NAV		166.016
Số CP lưu hành		4.000
NAV/share (VND)		41.500

(MUA; Giá mục tiêu: VND 41.500)

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	Giá trị đóng góp cho GVR (tỷ VNĐ)
1	Nam Tân Uyên MR GD2	NTC	Bình Dương	346	42,30%	1.160
2	Rạch Bắp GD2	CTCP KCN An Điền	Bình Dương	360	92,70%	2.059
3	Tân Lập (2 giai đoạn)	51% PHR + 49% Kaiser Furniture	Bình Dương	400	33,98%	1.198
4	Tân Bình MR	80% PHR + 15% NTC	Bình Dương	1.055	59,60%	4.710
5	Hội Nghĩa	PHR	Bình Dương	715	66,60%	3.567
6	Bình Mỹ	PHR	Bình Dương	1002	66,60%	4.705
7	Minh Hưng III MR	Công ty CP KCN Cao su Bình Long	Bình Dương	590	55,40%	2.404
8	Bắc Đồng Phú MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	400	45,40%	1.120
9	Nam Đồng PHÚ MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	400	45,40%	1.120
10	Dầu Giây MR	CTCP KCN Dầu Giây	Đồng Nai	75	71,80%	569
11	Long Khánh MR	CTCP KCN Long Khánh	Đồng Nai	500	75,70%	4.003
12	Nam Pleiku	Công ty TNHH MTV Chư Sê	Pleiku	200	100,00%	1.199
13	VSIP III	VSIP + 20% PHR	Bình Dương	691	13,32%	649
14	Lai Hưng	PHR???	Bình Dương	600	N/A	N/A
15	Dự án KCN tự phát triển khác chưa xác định	N/A	N/A	15.000	55% (*)	65.434
16	Đất chuyển đổi cho dự án hạ tầng			40.000	N/A	14.184
Tổng				54.540		108.081

(*): dựa trên tỷ lệ lợi ích bình quân của GVR đối với các KCN hiện tại đang quản lý

(Nguồn: GVR, MBS Research)

Liên hệ Khối Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: 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

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
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 HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**