

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

### Lợi nhuận tích cực nhưng dự địa tăng giá không cao

- Q1/26 LN ròng tăng 90% svck, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi, nhờ doanh thu mảng cao su tăng 72% svck, tiền thanh lý cây cao su và tiền đền bù đất;
- Chúng tôi tăng LN ròng 2026-27 thêm 121%/93% so với dự phóng trước nhờ triển vọng ngành cao su tích cực và tiền đền bù đất từ VSIP và Thaco;
- Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu GVR với giá mục tiêu là 36,100 đồng/CP.

#### Q1/26 LN ròng tăng 90% svck

Doanh thu tăng 56% svck, đạt 8,845 tỷ đồng, biên LN gộp đạt 26% giảm nhẹ 2 điểm%. Doanh thu bán mủ cao su tăng 72% svck, đạt 7,408 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ đạt 145 nghìn tấn. Doanh thu cho thuê đất KCN và dịch vụ khác giảm 17% svck, đạt 231 tỷ đồng. Đáng chú ý, GVR ghi nhận thu nhập khác ròng tăng 273% svck, đạt hơn 1,000 tỷ đồng trong đó tiền từ thanh lý cây là 700 tỷ đồng và tiền bồi thường đất là 380 tỷ đồng, chủ yếu từ VSIP và Thaco. Qua đó, LN ròng tăng 90% svck, hoàn thành 61% dự phóng của chúng tôi.

#### Triển vọng ngành cao su tích cực

Giá cao su được dự báo tiếp tục tăng cao trong thời gian tới do thiếu hụt nguồn cung kéo dài, giá dầu tăng cao và lo ngại điều kiện thời tiết cực đoan. Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mủ cao su thêm 24%/23% do tăng giá bán bình quân thêm 27%/22% so với dự phóng trước. Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu mảng KCN do doanh thu phải ghi nhận theo thời gian cho thuê. Tiền đền bù đất từ VSIP và Thaco trong năm 2026-27 ước đạt 3,600 tỷ đồng, trong đó 2,103 tỷ đồng từ VSIP và 1,500 tỷ đồng từ Thaco. Qua đó, chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 thêm 121% và 93% so với dự phóng trước, LN ròng 2026-27 sau điều chỉnh tăng +53%/-18% svck, lần lượt đạt 8,158/6,677 tỷ đồng.

#### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 36,100 đồng/cổ phiếu

Ngành cao su chuẩn bị bước vào cao điểm khai thác mủ trong quý 3&4, giá cao su được dự báo neo cao do thiếu hụt nguồn cung. Năm 2026-27, LN của GVR được kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ mảng cao su và tiền đền bù đất. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã tăng gần 30% so với đầu năm và đang giao dịch ở mức P/B là 2.2x, tương đương với P/B trung bình 5 năm gần nhất, tiềm năng tăng giá không còn nhiều ở mức giá hiện tại. Nhà đầu tư có thể mua tích lũy khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng hấp dẫn hơn. Rủi ro đầu tư: (1) Giá cao su chịu tác động bởi nhu cầu tiêu thụ xe ở Trung Quốc sụt giảm và giá dầu giảm (2) Vướng mắc pháp lý kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ, chi phí và hiệu quả các dự án KCN.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	26,242	29,078	33,207	31,758
LN ròng	3,989	5,319	8,158	6,677
Tăng trưởng doanh thu thuần	19%	11%	14%	-4%
Tăng trưởng LN ròng	52%	33%	53%	-18%
Biên LN gộp	27%	30%	31%	27%
Biên EBITDA	33%	36%	41%	37%
ROAE	7.8%	9.7%	13.7%	10.2%
ROAA	4.9%	6.3%	9.1%	7.0%
EPS (VND/cổ phiếu)	997	1,330	2,040	1,669
BVPS (VND/cổ phiếu)	13,246	14,089	15,732	17,000

(Nguồn: GVR, MBS Research)

#### TRUNG LẬP

#### Giá mục tiêu

VND 36,100

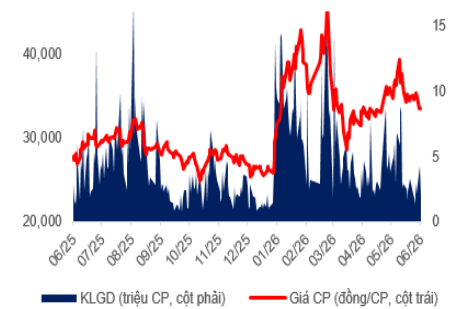
So với giá thị trường

+8%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng LN ròng năm 2026-27 thêm 121%/93% so với dự phóng trước

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	33,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	45,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,900
Vốn hóa (tỷ VND)	133,600
P/E (TTM)	21.2
P/B	2.3
Tỷ suất cổ tức (%)	1.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

Bộ Tài chính	96.77%
--------------	--------

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



#### Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

## Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam

### Luận điểm đầu tư & khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- (1) Giá cao su tự nhiên tại các thị trường sản xuất lớn tăng trên 25% kể từ đầu năm, vượt mức đỉnh trong 10 năm gần nhất. Giá cao su được dự báo tiếp tục tăng cao cho tới cuối năm do thiếu hụt nguồn cung kéo dài, giá dầu tăng cao do căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông và lo ngại điều kiện thời tiết cực đoan trong năm 2026-27. Chúng tôi dự phóng giá cao su SVR10 của Việt Nam tiếp tục tăng lên 2.5 USD/kg và đạt bình quân cả năm ở mức 2.2 USD/kg. Qua đó, giá bán cao su bình quân của GVR năm 2026 có thể đạt 54 triệu đồng/tấn (+23% svck);
- (2) Tiền đền bù đất lớn từ VSIP và Thaco cho PHR (GVR nắm giữ 66.6% cổ phần). Tổng tiền đền bù nhận được trong năm 2026-27 vào khoảng 3,600 tỷ đồng, trong đó 2,103 tỷ đồng từ VSIP và 1,500 tỷ đồng từ Thaco;
- (3) Động lực tăng trưởng cho thuê đất KCN đến từ các KCN mới, gồm Hiệp Thành, NTU 3, Rạch Bắp GD2, Bắc Đồng Phú mở rộng, Nam Đồng Phú mở rộng, Minh Hưng 3 GD2, tạo quỹ đất mới (hơn 2,500 ha) cho phát triển dài hạn.

#### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro giá cao su giảm do nhu cầu tiêu thụ xe tại Trung Quốc sụt giảm, căng thẳng tại Trung Đông dịu bớt khi Mỹ và Iran tiến gần đến thoả thuận ngừng bắn;
- (2) Vương mắc pháp lý kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ, chi phí và hiệu quả của các dự án KCN.

#### Định giá

Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên **36,100 đồng/cổ phiếu** bởi (1) định giá mảng cao su tăng thêm 45% nhờ giá cao su tăng cao và (2) bổ sung tiền đền bù đất từ VSIP và Thaco.

Hình 1: Chi phí vốn

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro	8.5%
Chi phí VCSH	13.4%

Hình 2: WACC

WACC	
Chi phí VCSH	13.4%
Chi phí vay	10.0%
Thuế	20%
WACC	13.1%

Hình 3: Định giá cổ phiếu GVR (Đơn vị: tỷ đồng)

Dự án	TLSH	Định giá	Giá trị thuộc về GVR	Phương pháp	Ghi chú
Cao su, gỗ và sản phẩm khác (*)	80%	70,725	56,580	FCFF	Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 13.1%.
<b>BDS KCN</b>			<b>56,059</b>	<b>DCF</b>	
Nam Pleiku	100%	289	289		
Hiệp Thạnh	100%	1,745	1,745		
NTU 3	42%	4,492	1,900		
Rạch Bắp - GD2	93%	1,850	1,715		
Bắc Đồng Phú MR	45%	915	413		
Nam Đồng Phú MR	45%	1,226	553		
MH3 - GD2	57%	2,346	1,339		
KCN khác	80%	8,572	6,857		Gồm KCN NTU 1&2, Long Khánh, Rạch Bắp GD1, Bắc Đồng Phú, Nam Đồng Phú, MH3 GD1, Tân Bình. Các KCN đã lấp đầy, giá trị còn lại là phần LN chưa được ghi nhận.
Quy đất chuyển đổi sang dự án KCN hoặc khác	100%	41,248	41,248		Chúng tôi giảm giá định quỹ đất chuyển đổi xuống 20,600 ha sau khi trừ đi phần diện tích đất KCN mới được cấp phép.
<b>Điện năng (*)</b>	<b>80%</b>	<b>1,859</b>	<b>1,487</b>	<b>FCFF</b>	
<b>Dịch vụ khác (*)</b>	<b>80%</b>	<b>15,260</b>	<b>12,208</b>	<b>DCF</b>	
<b>Tiền đền bù đất</b>			<b>1,895</b>		Chúng tôi bổ sung số tiền đền bù đất nhận được sau thuế tại KCN VSIP III Bình Dương và KCN Bắc Tân Uyên 1 vào mô hình định giá do PHR và các đối tác đã thoả thuận xong phương án đền bù.
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>128,229</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền			8,237		
(+) Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn			14,601		
(+) Đầu tư vào công ty LDLC và đơn vị khác			2,288	BV	
(-) Nợ vay			2,973		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			5,845		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>144,538</b>		
Số lượng cổ phiếu (CP)			4,000,000,000		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>			<b>36,100</b>		

(\*) Do cơ cấu công ty phức tạp nên chúng tôi không thể xác định tỷ lệ sở hữu thực tế của GVR đối với từng mảng; do đó chúng tôi sử dụng tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số/LNST trong 5 năm gần nhất (2021-2025) là khoảng 20% để ước tính tỷ lệ sở hữu mảng cao su, gỗ, điện năng, KCN đã lấp đầy và dịch vụ khác là 80%.

(Nguồn: GVR, MBS Research)

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
TĐ Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR	33,400	36,100	Trung lập	133,600	25.1	16.4	2.4	2.1	9.7	13.7	6.3	9.1
Cao su Phước Hoà	PHR	63,000	78,200	Khả quan	8,536	17.8	3.9	2.1	1.5	12.3	44.7	7.9	31.3
Cao su Đồng Phú	DPR	40,400	N/A	KKN	3,510	12.2	N/A	1.4	N/A	11.4	N/A	6.3	N/A
Cao su Đắk Lắk	DRI	14,000	N/A	KKN	1,026	6.5	N/A	1.5	N/A	24.5	N/A	18.7	N/A
<b>Trung bình ngành</b>						<b>15.4</b>	<b>N/A</b>	<b>1.9</b>	<b>N/A</b>	<b>14.5</b>	<b>N/A</b>	<b>9.8</b>	<b>N/A</b>

(Nguồn: FiinproX, MBS Research)

## Tổng quan KQKD Q1/26

Q1/26 doanh thu và LN ròng lần lượt tăng 56% và 90% svck

Hình 5: KQKD Q1/26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q1/26	svck (%)	% Thực hiện/ Dự phóng	Đánh giá
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,845</b>	<b>56%</b>	<b>32%</b>	
Cao su	7,408	72%	33%	Doanh thu mủ cao su tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tăng hơn 50%, đạt 145,000 tấn, trong khi giá bán giảm 12%, đạt 49.5 triệu đồng/tấn.
Gỗ	588	6%	32%	
KCN	231	-17%	21%	Doanh thu giảm do doanh thu cho thuê KCN từ các công ty con giảm 19% svck.
Điện	95	-21%	15%	
<b>LN gộp</b>	<b>2,337</b>	<b>43%</b>	<b>33%</b>	
Cao su	1,924	59%	34%	
Gỗ	61	1%	27%	
KCN	130	-18%	19%	
Điện	42	-30%	14%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>26%</b>	<b>-2 điểm%</b>	<b>1 điểm%</b>	
Cao su	26%	-2 điểm%	1 điểm%	
Gỗ	10%	-1 điểm%	-2 điểm%	
KCN	56%	-1 điểm%	-5 điểm%	
Điện	45%	-5 điểm%	-6 điểm%	
SG&A	646	26%	21%	Chi phí tăng do chi phí nhân công tăng.
<b>%SG&amp;A/Doanh thu</b>	<b>7%</b>	<b>-2 điểm%</b>	<b>-4 điểm%</b>	
Doanh thu tài chính	260	10%	25%	
Chi phí tài chính	58	-32%	10%	
Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	30	183%	25%	LN tăng mạnh do ghi nhận lãi từ công ty gỗ MDF VRG – Dongwha là 15 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ không ghi nhận lãi.
Thu nhập khác, ròng	1,038	273%	104%	GVR ghi nhận tiền thanh lý cây là 700 tỷ đồng, gấp hơn 2 lần svck, và tiền bồi thường đất là 380 tỷ đồng, chủ yếu từ Thaco và VSIP.
LNTT	2,961	89%	52%	
<b>LN ròng</b>	<b>2,251</b>	<b>90%</b>	<b>61%</b>	LN ròng tăng mạnh nhờ mủ cao su, tiền thanh lý cây cao su và tiền bồi thường đất; hoàn thành 61% dự phóng của chúng tôi. Cập nhật thông tin từ GVR: Trong 4T/26, doanh thu đạt 12,522 tỷ đồng (+45.5% svck), LNTT đạt 3,611 tỷ đồng (+65.3% svck) và LNST đạt 3,063 tỷ đồng (+60% svck).

(Nguồn: GVR, MBS Research)

## Tăng dự phóng LN ròng 2026-27 thêm 121%/ 93% so với dự phóng trước

Hình 6: Dự phóng LN ròng năm 2026-27

Các tiêu chí KQKD	2025		2026			2027			Nhận xét
	svck (%)		Dự phóng	svck	% thay đổi	Dự phóng	svck	% thay đổi	
Giá bán cao su (triệu đồng/tấn)	44	-9%	54	23%	27%	49	-9%	22%	Chúng tôi tăng dự phóng giá bán bình quân năm 2026-27 thêm 27% và 22% so với dự phóng trước do tình trạng thiếu hụt nguồn cung, giá dầu tăng cao và điều kiện thời tiết bất lợi.
Sản lượng cao su tiêu thụ (nghìn tấn)	535	3%	510	-5%	-3%	530	4%	1%	Sản lượng tiêu thụ có thể giảm do điều kiện thời tiết bất lợi cho thu hoạch và sinh trưởng của cây
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>29,078</b>	<b>11%</b>	<b>33,207</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>31,758</b>	<b>-4%</b>	<b>21%</b>	
Cao su	23,449	15%	27,562	18%	24%	25,991	-6%	23%	
KCN	1,316	52%	943	-28%	-16%	986	5%	-14%	Doanh thu phân bổ theo thời gian thuê từ các hợp đồng đã ký trước đây.
<b>LN gộp</b>	<b>8,653</b>	<b>24%</b>	<b>10,277</b>	<b>19%</b>	<b>43%</b>	<b>8,579</b>	<b>-17%</b>	<b>31%</b>	
Cao su	6,821	25%	8,932	31%	59%	7,161	-20%	41%	
KCN	701	44%	547	-22%	-20%	559	2%	-21%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>30%</b>	<b>3 điểm%</b>	<b>31%</b>	<b>1 điểm%</b>	<b>5 điểm%</b>	<b>27%</b>	<b>-4 điểm%</b>	<b>2 điểm%</b>	
Cao su	29%	2 điểm%	32%	3 điểm%	7 điểm%	28%	-5 điểm%	3 điểm%	Giá cao su tăng cao nên biên LNG được cải thiện đáng kể.
KCN	53%	-3 điểm%	58%	5 điểm%	-3 điểm%	57%	-1 điểm%	-6 điểm%	
SG&A	3,687	28%	3,476	-6%	15%	3,459	-1%	19%	
% SG&A/doanh thu	13%	2 điểm%	10%	-2 điểm%	0%	11%	0%	0%	
Doanh thu tài chính	1,091	14%	1,373	26%	34%	1,530	11%	43%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu tài chính nhờ nguồn tiền đền bù nhận được..
Chi phí tài chính	311	-33%	336	8%	-42%	323	-4%	-42%	Công ty giảm đáng kể quy mô nợ vay.
Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	304	88%	149	-51%	25%	122	-18%	42%	
Thu nhập khác, ròng	1,057	22%	3,049	188%	207%	2,584	-15%	134%	Chúng tôi tăng dự phóng thu nhập khác nhờ tiền đền bù đất từ VSIP (2,103 tỷ đồng) và Thaco (1,500 tỷ đồng) được thanh toán trong năm 2026-27: + VSIP III Bình Dương: Diện tích đền bù là 691 ha, đơn giá 4.71 tỷ đồng/ha + Bắc Tân Uyên 1: Diện tích đền bù là 704 ha, đơn giá 2.05 tỷ đồng/ha.
LNTT	7,108	27%	11,037	55%	94%	9,033	-18%	69%	
<b>LN ròng</b>	<b>5,319</b>	<b>33%</b>	<b>8,158</b>	<b>53%</b>	<b>121%</b>	<b>6,677</b>	<b>-18%</b>	<b>93%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng nhờ mảng cao su tích cực và tiền đền bù đất.

(Nguồn: GVR, MBS Research)

Năm 2026, GVR dự kiến kế hoạch tổng doanh thu đạt 33,799 tỷ đồng (bằng 104% năm 2025), LNTT đạt 6,948 tỷ đồng (bằng 97% năm 2025) và LNST đạt 5,558 tỷ đồng (bằng 108% năm 2025). Công ty dự kiến trả cổ tức bằng tiền tỷ lệ 4%. Dự phóng KQKD năm 2026 của chúng tôi cao hơn so với kế hoạch kinh doanh của công ty bởi triển vọng mảng cao su tích cực và tiền bồi thường đất từ VSIP và Thaco.

## Màng cao su tích cực nhờ giá bán tăng cao

Tại thời điểm cuối T5/26, giá cao su trên các thị trường sản xuất lớn tại Đông Nam Á đều ghi nhận mức tăng cao trên 25% so với đầu năm: giá cao su STR20 tại Thái Lan đạt 2.53 USD/kg (+29%), giá cao su SIR20 tại Indonesia đạt 2.30 USD/kg (+28%), giá cao su SMR20 tại Malaysia đạt 2.37 USD/kg (+27%), giá cao su TSR20 tại Singapore đạt 2.28 USD/kg (25%) và giá cao su SVR10 tại Việt Nam đạt 2.37 USD/kg (+26%). Nguyên nhân của đợt tăng giá này đến từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài, giá dầu tăng cao và lo ngại điều kiện thời tiết cực đoan diễn ra trong năm 2026-27.

### *Thiếu hụt nguồn cung*

Theo Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su (ANRPC), năm 2026, sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu được dự báo đạt 15.32 triệu tấn, tăng 2,2% svck, và sản lượng tiêu thụ cao su tự nhiên toàn cầu được kỳ vọng đạt 15.55 triệu tấn, tăng 1,3% svck. Như vậy, toàn cầu thiếu hụt hơn 200,000 tấn cao su tự nhiên. Vùng trồng cao su lớn tại Đông Nam Á đối mặt với thách thức lớn từ cây cao su già hoá và diện tích trồng ngày càng thu hẹp. Tại Thái Lan – quốc gia sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất thế giới – tuổi bình quân của cây cao su hiện đã vượt 25 năm, trong đó diện tích vườn cây già cỗi chiếm hơn một nửa tổng diện tích canh tác, làm suy giảm năng suất khai thác và kéo giảm sản lượng. Người trồng có xu hướng chuyển đổi sang trồng các loại cây có giá trị kinh tế cao hơn như cọ dầu và cây ăn quả, hay chuyển đổi sang KCN khiến diện tích trồng mới liên tục thu hẹp trong nhiều năm gần đây. Trong bối cảnh cây cao su cần khoảng 7 năm từ khi trồng đến khi đưa vào khai thác, nguồn cung cao su thiên nhiên được đánh giá có độ co giãn thấp và khó có khả năng gia tăng trong ngắn hạn.

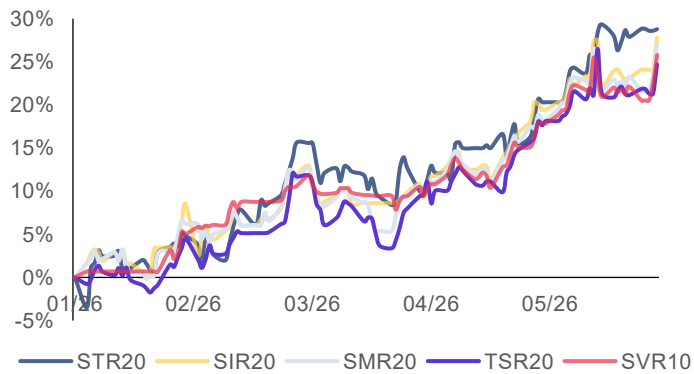
### *Giá dầu tăng cao*

Giá dầu thô Brent tăng mạnh, đạt bình quân 88 USD/thùng trong 5 tháng đầu năm, tăng 45% so với thời điểm đầu năm 2026. Diễn biến này chủ yếu do bất ổn địa chính trị tại Trung Đông và việc tạm thời gián đoạn hoạt động vận tải qua Eo biển Hormuz. Giá dầu tăng đã hỗ trợ cho mặt bằng giá cao su thiên nhiên, đặc biệt là đối với mặt hàng mủ ly tâm, do làm gia tăng chi phí sản xuất cao su tổng hợp qua đó cải thiện khả năng cạnh tranh của cao su thiên nhiên.

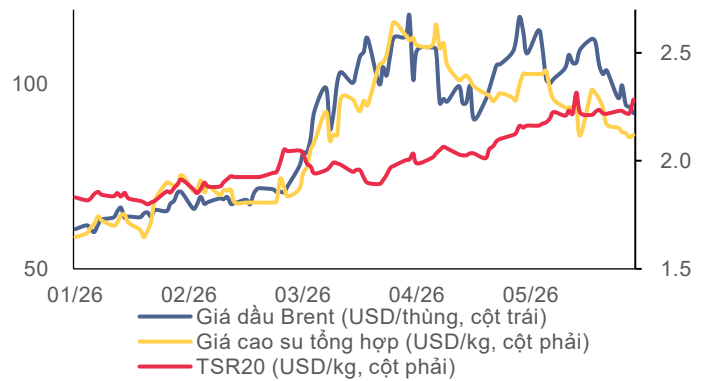
### *Điều kiện thời tiết cực đoan ảnh hưởng đến sản lượng khai thác*

Theo báo cáo cập nhật của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), xác suất xảy ra El Niño đạt đỉnh 98% trong giai đoạn tháng 5–7/2026 và duy trì ở mức đặc biệt cao, từ 97–98%, cho tới giai đoạn tháng 1–3/2027. Trong khi đó, xác suất diễn ra trạng thái trung tính chỉ dao động từ 2–3%, còn khả năng hình thành La Niña gần như bằng 0. Hiện tượng El Niño gây ra tình trạng nắng nóng kéo dài và khô hạn trên diện rộng tại khu vực Đông Nam Á. Điều kiện thời tiết bất lợi sẽ làm chậm tiến độ khai thác mủ và khiến sản lượng cao su suy giảm đáng kể.

Hình 7: Đà tăng giá cao su tự nhiên từ đầu năm 2026



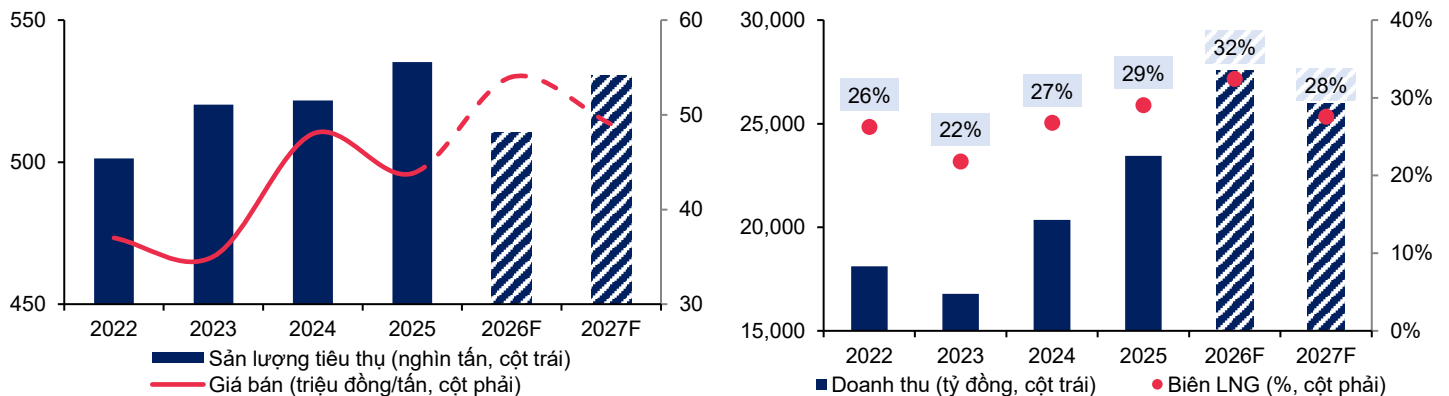
Hình 8: Tương quan giữa giá dầu, giá cao su tự nhiên và cao su tổng hợp



(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá cao su SVR10 tiếp tục tăng lên 2.5 USD/kg và đạt bình quân cả năm ở mức 2.2 USD/kg. Chúng tôi dự phóng giá bán cao su bình quân của GVR năm 2026-27 đạt 54 triệu đồng (+23% svck)/49 triệu đồng (-9% svck), tăng 27% và 22% so với dự phóng trước. Sản lượng tiêu thụ có thể giảm do thời tiết bất lợi cho sinh trưởng của cây và cạnh tranh thu mua từ hộ kinh doanh. Qua đó, chúng tôi tăng dự phóng doanh thu thêm 24% và 23% so với dự phóng trước, đạt 27,562 (+18% svck)/ 25,991 tỷ đồng (-6% svck).

Hình 9: Dự phóng mảng cao su năm 2026-27



(Nguồn: GVR, MBS Research)

**Mảng KCN: Tiến độ triển khai dự án mới chậm hơn so với kế hoạch**

Hình 10: Dự án KCN mới

KCN	Vị trí	Tỷ lệ lợi ích của GVR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m2)
Nam Pleiku	Gia Lai	100%	205	125	22%	55-60
Hiệp Thạnh	Tây Ninh	100%	574	495	0%	N/A
NTU 3	TPHCM	42%	346	254	43%	140-160
Rạch Bắp - GD2	TPHCM	93%	360	276	0%	N/A
Bắc Đồng Phú MR	Đồng Nai	45%	317	228	0%	N/A
Nam Đồng Phú MR	Đồng Nai	45%	480	347	0%	N/A
MH3 - GD2	Đồng Nai	57%	483	439	0%	N/A

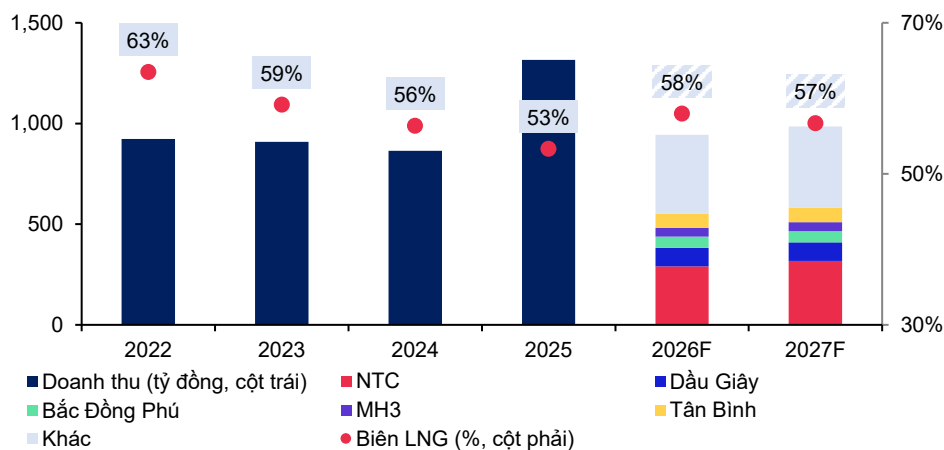
(Nguồn: GVR, MBS Research)

GVR đang triển khai 19 KCN với tổng diện tích gần 6,300 ha, trong đó nhiều KCN đã lấp đầy 100% hoặc đang hoàn thiện thủ tục pháp lý. Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mới đến từ KCN Nam Pleiku và NTU3, dự phóng đạt khoảng 50 ha/năm.

- ✓ KCN Nam Pleiku được chấp thuận chủ trương đầu tư từ năm 2019 nhưng gặp nhiều vướng mắc pháp lý. Dự án đã bắt đầu cho thuê từ năm 2025, lũy kế diện tích cho thuê đạt 42.46 ha. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mỗi năm đạt 20 ha, giá cho thuê khoảng 55-60 USD/m<sup>2</sup>.
- ✓ KCN NTU 3 có quy mô 346 ha, nằm trong vùng kinh tế trọng điểm của khu vực Bình Dương cũ. Dự án đã cho thuê lũy kế được 109,84 ha, đạt 43% diện tích thương phẩm. Chúng tôi kỳ vọng KCN này cho thuê được khoảng 30 ha mỗi năm, giá cho thuê vào khoảng 140-160 USD/m<sup>2</sup>.
- ✓ KCN Hiệp Thành có quy mô 574 ha, được định hướng thu hút đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ. Dự án nằm trên đất cao su của CTCP Cao su Tây Ninh (HSX: TRC) – GVR nắm 60% cổ phần. Mặc dù dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư từ T3/24 nhưng đến nay dự án vẫn đang trong quá trình thoả thuận tiền đền bù đất giữa GVR và TRC. Chúng tôi kỳ vọng thoả thuận đền bù đất được phê duyệt trong năm nay, xây dựng hạ tầng trong năm 2027 và ghi nhận doanh thu từ năm 2028.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng KCN giảm 28% svck trong năm 2026 do doanh thu phải ghi nhận theo thời gian thuê theo quy định kế toán mới, sau đó tăng nhẹ 5% trong năm 2027, giảm 16% và 14% so với dự phóng trước.

Hình 11: Dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN



(Nguồn: GVR, MBS Research)

### Thu nhập từ đền bù đất dự án

Chúng tôi tăng thu nhập khác ròng năm 2026-27 lên 3,049/ 2,584 tỷ đồng, tăng 207%/ 134% so với dự phóng trước, nhờ:

- ✓ KCN VSIP III Bình Dương: Thay vì thanh toán theo tiến độ cho thuê, VSIP sẽ thanh toán một lần số tiền đền bù đất còn lại cho PHR. Đơn giá đền bù là 4.7 tỷ đồng/ha cho phần diện tích 691 ha. Tổng số tiền đền bù là 3,260 tỷ đồng, số tiền còn lại khoảng 2,103 tỷ đồng cho năm 2026-27. PHR đã nhận 1,050 tỷ đồng trong T5/26 và sẽ nhận phần còn lại chậm nhất ngày 31/01/2027.
- ✓ KCN Bắc Tân Uyên 1: PHR và Thaco đã chốt phương án đền bù, dự kiến hai bên ký kết hợp đồng trong T6/26. Đơn giá đền bù là 2.05 tỷ đồng/ha, tổng số tiền đền bù khoảng 1,440 tỷ đồng, thanh toán trước 500 tỷ đồng trong năm nay.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK	2024	2025	2026F	2027F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	26,242	29,078	33,207	31,758	LN trước thuế	5,606	7,108	11,037	9,033
Giá vốn hàng bán	(19,277)	(20,425)	(22,931)	(23,180)	Khấu hao	2,704	3,102	2,230	2,242
Lợi nhuận gộp	6,965	8,653	10,277	8,579	Thuế đã nộp	(796)	(1,231)	(1,766)	(1,445)
Chi phí quản lý DN	(2,304)	(2,949)	(2,781)	(2,767)	Các khoản điều chỉnh khác	(1,137)	(1,432)	(1,639)	(2,135)
Chi phí bán hàng	(576)	(737)	(695)	(692)	Thay đổi VLĐ	(5,916)	(573)	251	2,114
LN từ HKDK	4,086	4,966	6,800	5,120	<b>LCTT từ HKDK</b>	<b>434</b>	<b>6,954</b>	<b>10,113</b>	<b>9,808</b>
EBITDA thuần	6,789	8,068	9,030	7,362	Đầu tư TSCĐ	(596)	(1,158)	(2,769)	(2,969)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>4,086</b>	<b>4,966</b>	<b>6,800</b>	<b>5,120</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	352	1,489	-	-
Thu nhập lãi	957	1,091	1,373	1,530	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(617)</b>	<b>1,409</b>	<b>(6,958)</b>	<b>(4,656)</b>
Chi phí tài chính	(465)	(311)	(336)	(323)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	62	-	-
Thu nhập ròng khác	867	1,057	3,049	2,584	Tiền vay ròng nhận được	459	(4,079)	(194)	(385)
TN từ các Cty LK & LD	162	304	149	122	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	(0)	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>5,606</b>	<b>7,108</b>	<b>11,037</b>	<b>9,033</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(88)	(2,067)	(1,600)	(2,000)
Thuế TNDN	(780)	(1,109)	(1,766)	(1,445)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>371</b>	<b>(6,084)</b>	<b>(1,794)</b>	<b>(2,385)</b>
Lợi nhuận sau thuế	4,827	5,999	9,271	7,587	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,564	5,779	8,237	9,598
Lợi ích cổ đông thiểu số	(838)	(680)	(1,112)	(910)	LC tiền thuần trong năm	215	2,459	1,361	2,767
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3,989</b>	<b>5,319</b>	<b>8,158</b>	<b>6,677</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>5,779</b>	<b>8,237</b>	<b>9,598</b>	<b>12,365</b>
Chi trả cổ tức	1,600	1,600	1,600	2,000	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Lợi nhuận giữ lại	5,589	6,919	9,758	8,677	Tăng trưởng doanh thu thuần	19%	11%	14%	-4%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	Tăng trưởng EBITDA	36%	19%	12%	-18%
Tiền và tương đương tiền	5,779	8,237	9,598	12,365	Tăng trưởng LN từ HKDK	63%	22%	37%	-25%
Đầu tư ngắn hạn	13,952	14,208	17,942	19,737	Tăng trưởng LN trước thuế	36%	27%	55%	-18%
Phải thu khách hàng	2,539	2,449	2,683	2,638	Tăng trưởng LN ròng	52%	33%	53%	-18%
Hàng tồn kho	4,352	6,668	7,252	8,316	Tăng trưởng EPS	52%	33%	53%	-18%
Tổng tài sản ngắn hạn	27,670	32,905	38,491	44,099	Biên LN gộp	27%	30%	31%	27%
Tài sản cố định	35,217	35,103	34,826	34,603	Biên EBITDA	33%	36%	41%	37%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN ròng	15%	18%	25%	21%
BĐS đầu tư	1,287	1,265	1,391	1,530	ROAE	7.8%	9.7%	13.7%	10.2%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	4.9%	6.3%	9.1%	7.0%
Đầu tư vào công ty LD, LK	2,258	1,958	2,297	2,243	ROIC	6.1%	8.2%	11.2%	8.5%
Khoản đầu tư dài hạn khác	16,831	14,937	15,511	16,260	Vòng quay tài sản	0.3	0.3	0.4	0.3
Tổng tài sản dài hạn	55,713	53,378	54,136	54,745	Cổ tức chi trả/LN ròng	40%	30%	20%	30%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>83,384</b>	<b>86,282</b>	<b>92,627</b>	<b>98,844</b>	Tổng nợ vay/VCSH	12.1%	4.8%	4.0%	3.2%
Vay & nợ ngắn hạn	4,075	1,447	1,481	1,290	Nợ vay ròng/VCSH	2.2%	-8.5%	-9.8%	-13.1%
Phải trả người bán	990	978	920	931	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	1.5%	-6.1%	-7.4%	-10.1%
Phải trả ngắn hạn khác	6,529	8,516	6,886	6,966	Khả năng thanh toán lãi vay	8.8	16.0	20.3	15.8
Tổng nợ ngắn hạn	11,594	10,941	9,287	9,187	Số ngày phải thu	22	19	16	17
Vay & nợ dài hạn	2,964	1,526	1,297	1,103	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	82	119	115	131
Các khoản phải trả khác	10,429	11,614	12,157	12,688	Số ngày phải trả tiền bán	19	17	15	15
Tổng Nợ dài hạn	13,392	13,140	13,454	13,790	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.4	3.0	4.1	4.8
<b>Tổng nợ</b>	<b>24,987</b>	<b>24,081</b>	<b>22,742</b>	<b>22,978</b>	Khả năng thanh toán nhanh	2.0	2.4	3.4	3.9
Vốn điều lệ	40,000	40,000	40,000	40,000	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.7	2.1	3.0	3.5
Thặng dư vốn cổ phần	326	14	14	14	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	(1)	-	-	-	EPS	997	1,330	2,040	1,669
LN giữ lại	6,241	7,154	12,896	17,306	BVPS	13,246	14,089	15,732	17,000
Các quỹ thuộc VCSH	6,417	9,189	10,018	10,680	P/E	33	25	16	20
Vốn chủ sở hữu	52,982	56,357	62,928	67,999	P/B	2.5	2.4	2.1	2.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,415	5,845	6,957	7,868					
Tổng vốn chủ sở hữu	58,397	62,202	69,885	75,867					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>83,384</b>	<b>86,282</b>	<b>92,627</b>	<b>98,844</b>					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, p. Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

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

## ĐẠI DIỆN KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**

*Trần Thị Khánh Hiền*

**Trưởng phòng**

*Nguyễn Tiến Dũng*