

# Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

## Kì vọng phục hồi mảng cao su nửa cuối năm

13/09/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
anhntn@kbsec.com.vn

2Q2023, GVR ghi nhận doanh thu thuần 4,272 tỷ VND (-23% yoy), LNST đạt 717 tỷ VND (-40% yoy)

2Q2022, GVR thu về 4,272 tỷ VND doanh thu thuần (-23% yoy). Trong đó, doanh thu từ chế biến gỗ đạt 544 tỷ VND, ghi nhận mức giảm lớn nhất (-53% yoy). Doanh thu mảng cốt lõi cao su cũng giảm nhẹ 3% yoy đạt 3,129 tỷ VND. LNST của GVR 2Q2023 đạt 717 tỷ VND (-40% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm, GVR lần lượt hoàn thành 30% doanh thu và 43% lợi nhuận kế hoạch đặt ra cho 2023.

Mảng cao su GVR kì vọng phục hồi nửa cuối năm do (1) cầu cao su phục hồi và (2) giá cao su thế giới dự kiến tiếp tục tăng từ nay đến cuối 2023

Kì vọng về sự hồi phục mảng cao su GVR của chúng tôi đến từ (1) sự phục hồi cầu cao su từ các thị trường lớn đặc biệt là Trung Quốc khi mà cầu cao su thế giới 2023 dự báo tăng 14% và (2) giá cao su tăng theo đà tăng giá cao su thế giới do tác động tích cực từ cầu cũng như giá dầu kì vọng vẫn neo ở mức cao

Nam Tân Uyên 3 là động lực tăng trưởng KCN của GVR trong ngắn và trung hạn

Việc Nam Tân Uyên 3 – KCN nằm trong vùng kinh tế trọng điểm Bình Dương – được giao đất vào cuối tháng 5 vừa qua đã tạo dư địa tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho GVR, dự kiến đóng góp vào KQKD của GVR từ 2024.

GVR đang tập trung tiến hành thủ tục, đẩy nhanh tiến độ cho 8 dự án KCN, kì vọng có thể đi vào khai thác trước 2026

Từ nay cho đến 2025, tập đoàn đặt ra mục tiêu chuyển đổi đất cho ít nhất 2,900 ha. Với sự phức tạp và chậm trễ của quy trình pháp lý, GVR dồn lực tập trung đẩy nhanh tiến độ cho 8 KCN, kì vọng có thể đưa vào khai thác bắt đầu từ năm sau, muộn nhất là vào năm 2026.

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 26,700 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 26,700 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 17.6% so với mức giá đóng cửa ngày 12/09/2023.

## MUA duy trì

**Giá mục tiêu 26,700 VND**

Tăng/giảm (%)	17.6%
Giá hiện tại (12/09/2023)	22,700
Giá mục tiêu đồng thuận	24,850
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ tỷ USD)	90,800/3.76

### Dữ liệu giao dịch

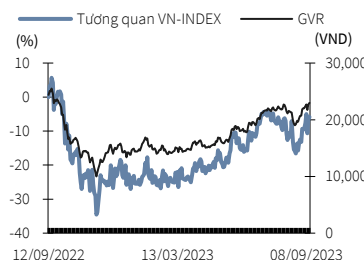
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ tỷ USD)	65,355/2.71
Sở hữu nước ngoài (%)	0.49
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	9	25	54	-6
Tương đối	8	13	34	-6

### Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	26,190	25,426	21,555	22,761
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	5,783	4,381	3,701	4,603
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	4,158	3,839	2,820	3,484
EPS (VND)	1,040	807	705	871
Tăng trưởng EPS	10%	-22%	-13%	24%
P/E (x)	13.3	28.1	32.2	26.1
P/B (x)	2.8	1.0	1.9	1.7
ROE	10.3%	8.9%	6.1%	7.1%
Tỷ suất cổ tức	0.1%	0.1%	0	0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

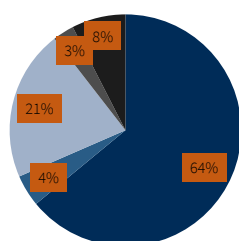
**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(tỷ VND)	1H2022	1H2023	+/-% YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	10,455	8,293	-20.7%	Hoàn thành 30% doanh thu kế hoạch đặt ra năm 2023 (27,527 tỷ VND)
-Mủ cao su	6,694	5,934	-11.4%	Giảm dù sản lượng tăng do giá cao su trung bình nửa đầu năm 2023 tuy đã phục hồi 1 phần từ đáy cuối tháng 10/2022 nhưng vẫn đang ở mức thấp hơn 20% so với mức giá cao su trung bình nửa đầu năm 2022
-Công nghiệp cao su	464	187	-59.7%	Cầu các sản phẩm từ cao su suy yếu, giá bán suy giảm mạnh, đặc biệt là doanh thu từ găng tay cao su
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	2,199	1,124	-48.9%	Do (1) thắt chặt tiêu dùng do lạm phát tại các quốc gia xuất khẩu lâm sản chính của Việt Nam và (2) các biện pháp phòng vệ thương mại từ Nhật, Đức, Mỹ... với sản phẩm gỗ từ Việt Nam ngày càng nhiều gây ảnh hưởng tới xuất khẩu
-Bất động sản/ CSHT	312	267	-14.5%	
Lợi nhuận gộp	2,941	1,912	-35%	
Biên gộp	28.1%	23%	-5.1 ppts	Do giá bán các loại mủ cao su giảm so với cùng kỳ, giá các sản phẩm cao su công nghiệp và gỗ giảm sâu trong khi giá cả nhiều mặt hàng đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ
Thu nhập tài chính	417	550	+31.9%	Tăng chủ yếu do lãi tiền gửi, tiền cho vay tăng từ 306 tỷ VND lên 452 tỷ VND
Chi phí tài chính	314	282	-10.2%	
SG&A	987	964	-2.3%	
SG&A/ Doanh thu	9.4%	11.6%	+3.2 ppts	
Thu nhập khác	822	724	-12%	Giảm do 2 khoản đóng góp chính đều giảm: (1) thu nhập từ thanh lý cây cao su giảm 10% yoy (từ 407 tỷ VND xuống 366 tỷ VND), (2) thu nhập từ bồi thường giảm gần 30% yoy (từ 310 tỷ VND xuống còn 219 tỷ VND)
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	123	-18	-115%	Chủ yếu do sụt giảm lợi nhuận từ CTCP Gỗ MDF VRG – Donghwa (từ lãi gần 122 tỷ 1H2022 xuống lỗ hơn 11 tỷ 1H2023)
LNTT	2,897	1,830	-36.8%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2,493</b>	<b>1,460</b>	<b>-41.4%</b>	Hoàn thành 42.9% LNST kế hoạch 2023 (4,264 tỷ VND)

Nguồn: GVR, KBSV

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu GVR 1H2022**

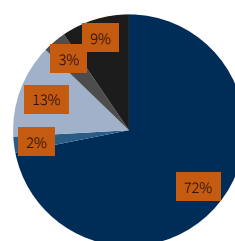
■ Kinh doanh mủ cao su      ■ Kinh doanh sản phẩm từ cao su  
■ Kinh doanh gỗ              ■ Kinh doanh bất động sản/ CSHT  
■ Doanh thu khác



Nguồn: GVR, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu GVR 1H2023**

■ Kinh doanh mủ cao su      ■ Kinh doanh sản phẩm từ cao su  
■ Kinh doanh gỗ              ■ Kinh doanh bất động sản/ CSHT  
■ Doanh thu khác



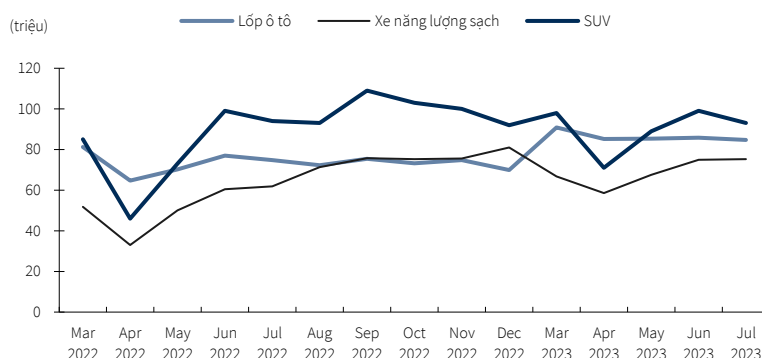
Nguồn: GVR, KBSV

### Sản lượng cao su kì vọng tiếp tục đà tăng nhẹ của các tháng gần đây nhờ cầu phục hồi

Hiện nay Trung Quốc có nhiều chính sách thúc đẩy ngành công nghiệp xe điện, tác động tích cực lên cầu cao su tại quốc gia này. Xuất khẩu lốp ô tô của Trung Quốc từ đầu năm đến nay vẫn đang duy trì đà tăng mạnh về cả sản lượng và giá từ đầu năm đến nay.

Chúng tôi kì vọng cầu cao su tự nhiên cũng như cầu từ các sản phẩm từ cao su, đặc biệt là lốp ô tô sẽ có sự hồi phục đáng kể so với nửa đầu năm. Theo báo cáo thống kê hàng tháng của Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên, nhu cầu cao su năm 2023 dự báo tăng 14.6% đạt 14.7 triệu, trong khi sản lượng dự kiến chỉ tăng hơn 2.5% lên 14.693 triệu tấn. Với sự phục hồi cầu từ các thị trường lớn, sản lượng cao su tiêu thụ của GVR dự kiến sẽ tăng nhẹ so với 2022, đạt hơn 502 nghìn tấn.

**Biểu đồ 4. Sản lượng lốp ô tô, xe điện và xe SUV tại Trung Quốc**

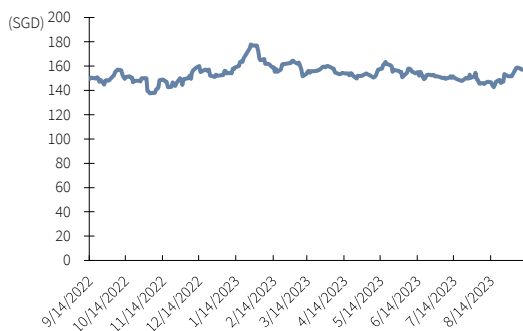


Nguồn: bloomberg

### Giá cao su dự kiến tăng 5 – 7% so với giá bình quân từ đầu năm đến nay theo đà tăng giá cao su thế giới

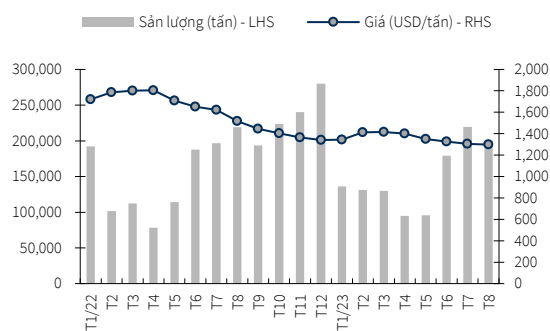
Giá cao su thế giới đang trong đà tăng liên tục từ giữa tháng 8 đến nay, hiện ở mức cao nhất từ đầu tháng 2. Giá cao su hồi phục mạnh chịu tác động lớn từ kì vọng cải thiện cầu cao su từ Trung Quốc. Bên cạnh đó giá dầu liên tục neo ở mức cao cũng góp phần đẩy giá cao su liên tục tăng trong thời gian gần đây, do dầu là đầu vào sản xuất cao su nhân tạo, sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên. Theo Trading economics, giá cao su kì vọng sẽ tiếp tục tăng lên mức 145.46 US Cents/kg vào cuối quý này, và tăng thêm khoảng 5% trong thời gian 12 tháng tới. Chúng tôi kì vọng giá bán cao su của GVR cũng sẽ tăng từ 5 đến 7% so với giá bình quân từ đầu năm đến nay theo đà tăng giá cao su thế giới, tuy vẫn ở mức thấp hơn so với bình quân giá cao su 2022.

**Biểu đồ 5. Biểu đồ giá cao su thế giới (SGD/00 kg)**



Nguồn: investing.com

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



Nguồn: Bộ Công thương

### Lợi nhuận từ mảng gỗ vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp cho tới cuối năm

Ngành gỗ dự kiến sẽ vẫn tiếp tục đối mặt với khó khăn đến hết năm nay. Hiện các doanh nghiệp gỗ đều trong cảnh khan hiếm đơn hàng. 8 tháng đầu 2023,

## do cầu sụt giảm

kim ngạch gỗ và sản phẩm từ gỗ chỉ đạt 8.3 tỷ USD, giảm 26% yoy. Kim ngạch xuất khẩu sang tất cả các thị trường chính Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc, EU và Hàn Quốc đều giảm mạnh do (1) người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu trước ảnh hưởng của bất ổn kinh tế và (2) xuất hiện nhiều rào cản mới tại các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là EU. Lợi nhuận mảng gỗ của GVR sẽ chưa thể cải thiện trong những tháng cuối năm do chịu tác động từ những khó khăn chung của ngành bao gồm: (1) cầu từ các thị trường chính chưa có động lực mới để hồi phục, (2) giá gỗ thế giới dự kiến sẽ tiếp tục giảm cho đến đầu 2024.

## GVR đang tích cực đẩy nhanh tiến độ của các dự án KCN đang triển khai, kì vọng có thể đưa thêm từ 6 đến 8 KCN đi vào khai thác từ nay đến 2026

Sở hữu quỹ đất lên đến 290,000 ha tại Việt Nam, GVR nắm tiềm năng lớn về phát triển KCN trong dài hạn nhờ chiến lược chuyển đổi đất trồng cao su sang đất KCN với các lợi thế về vị trí đắc địa cũng như sự thuận lợi trong việc giải phóng mặt bằng.

Tuy nhiên do sự phức tạp của các thủ tục pháp lý phê duyệt khu công nghiệp, cho đến năm 2023 mới chỉ có 1 số dự án có tiến triển dù kế hoạch GVR đặt ra cho giai đoạn 2020 - 2025 là chuyển đổi 7 đến 8 nghìn ha đất cao su thành đất KCN. Hiện tại, bên cạnh Nam Tân Uyên 3 mới đây đã được giao đất, GVR cũng đang tập trung hoàn thiện thủ tục cho các dự án Tân Lập 1, Nam Đồng Phú, Bắc Đồng Phú,..., kì vọng được phê duyệt trong giai đoạn 2024 - 2026

**Bảng 7. Các dự án chính GVR tập trung triển khai 2023 - 2025**

	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	TLSH	Tiến độ
Nam Tân Uyên 3	NTC	Bình Dương	344	42%	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư và có quyết định giao đất
Rạch Bắp GD2	CTCP CN An Điền	Bình Dương	360	93%	Đã được Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ
Tân Lập	PHR 51%, Kaiser Furniture 49%	Bình Dương	400	34%	
Minh Hưng III MR	CTCP KCN Cao su Bình Long	Bình Phước	577	55%	Đã xong báo cáo tiền khả thi, trình Bộ KHĐT
Bắc Đồng Phú MR	CTCP KCN Bắc Đồng Phú	Bình Phước	317	45%	Đã được Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ
Nam Đồng Phú MR	CTCP Hạ tầng & BĐS Đồng Phú	Bình Phước	480	45%	
Hiệp Thành 1	GVR	Tây Ninh	495	85%	Bộ KHĐT thẩm định trình thủ tướng chính phủ

Nguồn: GVR, KBSV tổng hợp

## Nam Tân Uyên 3 kì vọng có thể bắt đầu cho thuê và đóng góp vào KQKD của GVR từ 2024

Hiện nay hầu hết các KCN hiện hữu của GVR đã lấp đầy, quỹ đất sạch mới không được bổ sung trong những năm gần đây do các vướng mắc pháp lý, việc Nam Tân Uyên 3 được giao đất vào tháng 5 vừa qua đem lại kì vọng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho mảng KCN của GVR. HĐQT của Nam Tân Uyên đang lên kế hoạch tập trung làm việc với cơ quan có thẩm quyền tỉnh Bình Dương để Nam Tân Uyên 3 sớm được cấp GCN quyền sử dụng đất, nhanh chóng triển khai kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản và xây dựng phương án kinh doanh phù hợp.

Theo ước tính sơ bộ của Nam Tân Uyên, dự án Nam Tân Uyên 3 sẽ mang lại dòng tiền khoảng hơn 600 tỷ/năm và lợi nhuận sau thuế khoảng 400 tỷ/năm đến 2027 - 2028 sau khi được đưa vào khai thác, dự kiến từ năm 2024.

Ảnh 8. Sơ đồ mặt bằng Nam Tân Uyên 3

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



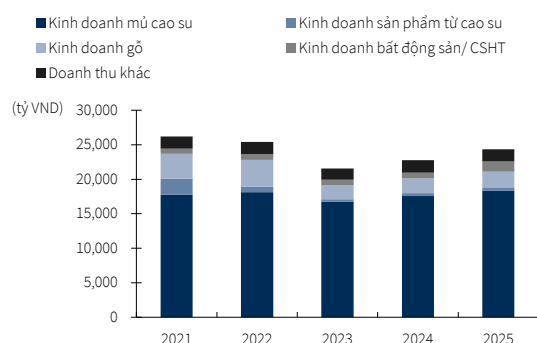
Nguồn: namtanuyen.com.vn

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

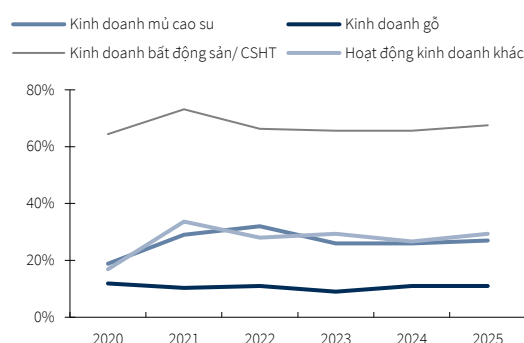
Bảng 9. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	25,425	21,555	-15.2%	Hoàn thành 78.3% doanh thu kế hoạch 2023 (27,527 tỷ VND)
-Mủ cao su	18,109	16,751	-7.5%	Sản lượng cao su kì vọng tăng nhẹ so cầu phục hồi, giá cao su dự kiến tiếp tục tăng từ nay đến cuối năm, tuy nhiên giá bình quân 2023 chúng tôi dự phóng vẫn thấp hơn khoảng 9% so với giá bình quân 2022
-Công nghiệp cao su	790	364	-53.9%	Tiếp tục tăng trưởng âm đến từ sự sụt giảm sản lượng của găng tay cao su
-Gỗ và sản phẩm từ gỗ	3930	2,008	-48.9%	Sản lượng và giá gỗ cũng như các chế phẩm từ gỗ giảm mạnh do cầu sụt giảm
-Bất động sản/ CSHT	802	817	1.9%	
Lợi nhuận gộp	6,342	5,553	-12.4%	
Biên gộp	25%	25%		Biên gộp duy trì dù giá nguyên liệu đầu vào tăng do chúng tôi kì vọng mảng công nghiệp cao su sẽ lãi trở lại thay vì ghi nhận lỗ hơn 900 tỷ VND vào 2022.
Thu nhập tài chính	885	1,265	42.9%	Tăng do tăng lãi thu được từ các khoản tiền gửi
Chi phí tài chính	696	774	11.2%	
SG&A	2,354	2,371	0.7%	
SG&A/ Doanh thu	9.3%	11%	1.7ppts	
Thu nhập khác	1,321	557	-57.8%	Giảm do thu nhập từ đền bù đất giảm mạnh so với 2022
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	204	28	-86.3%	Tăng trưởng âm chủ yếu đến từ kết quả kinh doanh đi xuống của các công ty chế phẩm cao su, đặc biệt nhiều công ty gỗ dự kiến sẽ ghi nhận lỗ trong 2023
LNTT	5,702	4,258	-25.3%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	4,753	3,492	-26.5%	Hoàn thành 72.2% LNST kế hoạch 2023 (4,832 tỷ VND)

Nguồn: GVR, KBSV

**Biểu đồ 10. Dự phóng cơ cấu doanh thu GVR**

Nguồn: GVR, KBSV

**Biểu đồ 11. Ước tính biên LNG các mảng kinh doanh của GVR**

Nguồn: GVR, KBSV

### Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 26,700 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. Mức giá mục tiêu cho GVR là 26,700 VND/cp, tương ứng với mức tiềm năng tăng giá 17.6% so với mức giá đóng cửa 22,700 VND/cp ngày 12/09/2023 dựa trên các yếu tố:

- Giá cao su 2023 dự kiến giảm 9% so với bình quân 2022 dù kì vọng sẽ hồi phục nhẹ từ nay đến cuối năm, sản lượng khai thác đi ngang, sản lượng thu mua tăng thêm 5,000 tấn, sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ đạt hơn 502 nghìn tấn. Biên gộp mảng khai thác mủ cao su giảm từ 32% năm 2022 xuống 26% năm 2023.
- Về mảng công nghiệp cao su, doanh thu từ găng tay cao su dự kiến giảm tới 84%, doanh thu từ các sản phẩm khác cũng giảm mạnh 75%
- Nam Tân Uyên 3 dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục trong năm nay và có thể đóng góp vào kết quả kinh doanh cho GVR từ 2024. Các KCN Rạch Bắp GĐ2, Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR cũng như Hiệp Thạnh 1 sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của GVR từ 2025 với tốc độ lấp đầy tương đối nhanh do cung đất KCN vẫn đang ở mức thấp, tỷ lệ hấp thụ đất KCN ở phía Nam vẫn luôn duy trì ở mức cao.

**Bảng 12. Bảng định giá GVR**

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ VND)
Cao su và gỗ	DCF	65,793
Khu công nghiệp	RNAV	28,875
Khác	BV	4,565
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		14,590
Nợ vay		7,066
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>		<b>106,757</b>
Số cổ phiếu lưu hành		4,000
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>26,700</b>
Giá hiện tại		22,700
<b>Dự địa tăng trưởng</b>		<b>17.6%</b>

Nguồn: GVR, KBSV

## Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	26,190	25,426	21,555	22,761
Giá vốn hàng bán	18,614	19,084	16,001	16,898
Lãi gộp	7,575	6,342	5,553	5,863
Thu nhập tài chính	831	885	1,265	1,369
Chi phí tài chính	719	696	774	429
Trong đó: Chi phí lãi vay	608	491	774	429
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	285	204	28	190
Chi phí bán hàng	507	591	647	569
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,682	1,763	1,724	1,821
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,783	4,381	3,701	4,603
Thu nhập khác	1,045	1,793	857	1,012
Chi phí khác	616	473	300	304
Thu nhập khác, ròng	429	1,321	557	709
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	6,213	5,702	4,258	5,311
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	873	948	767	956
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	5,340	4,753	3,492	4,355
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,182	914	672	871
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	4,158	3,839	2,820	3,484

## Chỉ số hoạt động

(%)	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.9%	24.9%	25.8%	25.8%
Tỷ suất EBITDA	34.4%	33.3%	34.2%	36.1%
Tỷ suất EBIT	26.0%	24.4%	23.3%	25.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	23.7%	22.4%	19.8%	23.3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	22.1%	17.2%	17.2%	20.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	28.9%	24.9%	16.2%	19.1%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	6,213	5,702	4,258	5,311
Khấu hao TSCĐ	2,304	2,459	2,132	2,194
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	608	501	774	429
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	8,030	7,458	7,165	7,935
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	175	153	401	-130
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,439	-683	898	-180
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	974	-666	-512	685
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	123	-30	-47	22
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	-2,521	-3,677	-1,420	-118
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,921	1,343	5,920	7,214
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-865	-802	-866	-1,142
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	246	673	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,635	-2,616	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,712	1,753	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-43	-47	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	43	32	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	612	469	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-931	-539	-866	-1,142
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	3,382	4,671	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-6,484	-6,264	-2,817	-950
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-110	-119	-70	-87
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,212	-1,712	-2,424	-4,072
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-222	-908	2,630	2,000
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,528	5,304	4,370	7,000
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,304	4,370	7,000	9,000

Nguồn: GVR, KBSV

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Tổng Cộng Tài Sản	79,014	78,377	78,245	79,546
Tài Sản Ngắn Hạn	22,769	23,396	24,526	26,879
Tiền và tương đương tiền	5,304	4,370	7,000	9,000
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	10,279	11,212	11,212	11,212
Các khoản phải thu	2,849	2,732	2,330	2,461
Hàng tồn kho, ròng	3,471	4,116	3,217	3,397
Tài Sản Dài Hạn	56,245	54,981	53,720	52,667
Phải thu dài hạn	688	674	674	674
Tài sản cố định	32,559	33,944	32,682	31,630
Tài sản dở dang dài hạn	14,729	12,095	12,095	12,095
Đầu tư dài hạn	2,760	2,823	2,823	2,823
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	27,074	24,911	21,353	18,386
Nợ ngắn hạn	10,867	10,368	7,296	7,564
Phải trả người bán	853	917	405	1,089
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	302	324	0	0
Vay ngắn hạn	2,662	2,817	950	200
Nợ dài hạn	16,207	14,543	14,057	10,822
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	87	101	101	101
Doanh thu chưa thực hiện	8,987	9,093	9,093	9,093
Vay dài hạn	6,344	4,596	4,109	874
Vốn Chủ Sở Hữu	51,940	53,466	56,888	61,156
Vốn góp	40,000	40,000	40,000	40,000
Thặng dư vốn cổ phần	153	199	199	199
Lãi chưa phân phối	4,632	4,981	3,422	4,268
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	91	74	74	74
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

## Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	13.3	28.1	32.2	26.1
P/E pha loãng	13.3	28.1	32.2	26.1
P/B	2.8	1.0	1.9	1.7
P/S	5.6	2.2	5.0	4.7
P/Tangible Book	2.9	1.0	1.9	1.7
P/Cash Flow	38	41	18	15
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	16.4	6.5	14.5	13.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	21.7	8.9	21.2	18.6

## Hiệu quả quản lý

ROE	10.3%	8.9%	6.1%	7.1%
ROA	6.8%	6.1%	4.5%	5.5%
ROIC	10.4%	9.3%	7.8%	9.1%

## Cấu trúc tài chính

Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.43x	1.50x	2.50x	2.67x
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.77x	1.11x	1.05x	1.02x
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.70x	1.77x	2.82x	3.00x
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	12.2%	8.6%	7.2%	1.4%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	8.0%	5.9%	5.3%	1.1%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	5.1%	5.3%	1.7%	0.33%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	3.4%	3.6%	1.2%	0.25%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	20.9%	19.4%	12.8%	12.4%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	13.8%	13.2%	9.3%	9.5%
Tổng công nợ/Vốn CSH	52.1%	46.6%	37.5%	30.1%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	34.3%	31.8%	27.3%	23.1%

## Chỉ số hoạt động

Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.2	9.3	9.2	9.2
Hệ số quay vòng HTK	5.4	4.6	5.0	5.0
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	23.4	22.3	22.9	22.9

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

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

### Phân tích doanh nghiệp

#### 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 – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@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

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

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

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

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

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@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:	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 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.