

Ngành: Khu công nghiệp

| Khuyến nghị               | Theo dõi   | Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam - (HOSE: GVR)<br>Tiềm năng từ đất |            |                       |        |
|---------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------|--------|
| Giá hiện tại:             | 20,050     | Ngày viết báo cáo:                                                     | 08/12/2020 | <b>Cơ cấu cổ đông</b> |        |
| Giá mục tiêu trước đây    | 19,212     | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)                                              | 4,000      | Nhà nước              | 96.77% |
| Giá mục tiêu mới:         | 23,624     | Vốn hóa (tỷ đồng)                                                      | 67,000     | Trần Ngọc Thuận       | 0.01%  |
| Tỷ suất cổ tức            | 0%         | Thanh khoản bình quân 6 tháng:                                         | 5,455,769  |                       |        |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> | <b>17%</b> | Sở hữu nước ngoài                                                      | 12.24%     |                       |        |

Chuyên viên phân tích ngành:

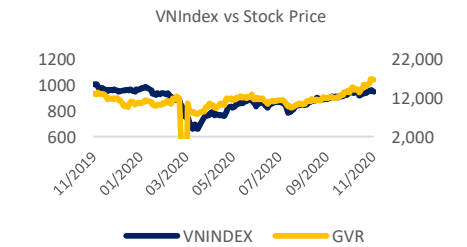
Nguyễn Thị Hồng  
(Khu công nghiệp, Cao su, sẫm lớp, Ô tô)  
[hongnt@bsc.com.vn](mailto:hongnt@bsc.com.vn)

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

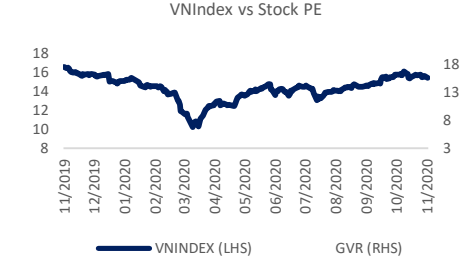
Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

Giá khuyến nghị: 29,500  
Giá cắt lỗ: 18,500

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



|         | 2019 | 2020F | Peer  | VN-Index |
|---------|------|-------|-------|----------|
| PE (x)  | 13.0 | 16.9  | 15.8  | 10.9     |
| PB (x)  | 0.9  | 1.3   | 1.8   | 1.9      |
| PS (x)  | 0.85 | 0.86  | 2.16  | 29       |
| ROE (%) | 7.0% | 8.0%  | 16.5% | 13.3%    |
| ROA (%) | 4.0% | 5.0%  | 6.5%  | 2.3%     |

Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 23,624 đồng (upside 18%)** dựa trên phương pháp định giá từng phần với lợi nhuận chủ yếu đến từ (1) mảng cao su, gỗ, (2) khu công nghiệp và (3) thoái vốn. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu so với [báo cáo cũ](#) do cập nhật thêm các dự mới của GVR và lợi nhuận từ thoái vốn.

Dự báo kết quả kinh doanh

- Chúng tôi dự báo năm 2020 doanh thu của GVR đạt 19,610 tỷ đồng (-1% YoY), LNST = 3,862 tỷ (+16% YoY), tương đương với EPS = 966 đồng/CP. Năm 2021, BSC dự báo doanh thu của GVR đạt 23,185 tỷ đồng (+18% YoY), LNST = 3,683 tỷ (-4.6% YoY), tương đương với EPS = 921 đồng/CP.

Quan điểm đầu tư

- Chuyển đổi đất cao su thành các dự án KCN, khu dân cư là định hướng chính của GVR.** Các dự án gồm (1) 6,361 ha các KCN đã và sắp tự phát triển, (2) 5,000 ha đất dự định tự phát triển KCN từ năm 2025 trở đi và (3) hơn 23,000 ha đất chuyển đổi cho các chủ đầu tư khác hoặc dự án làm CSHT.
- GVR sẽ ghi nhận đền bù chuyển nhượng đất cao su thành sân bay Long Thành tháng 11/2020,** ghi nhận lợi nhuận 1080 tỷ đồng (21% LNTT)
- Giá cao su phục hồi hỗ trợ mảng lợi nhuận cao su.** BSC kỳ vọng năm 2021-2025: sản lượng cao su +5% yoy, giá bán +10%yoy, sản phẩm công nghiệp cao su: sản lượng +5% yoy, giá bán +10% yoy.
- Thoái vốn công ty con.** BSC ước tính GVR sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn SIP và GVR vào khoảng 979 tỷ đồng (19% LNTT).

Rủi ro

- Các dự án gặp phải vấn đề phê duyệt thủ tục pháp lý bị trì hoãn kéo dài thời gian đi vào hoạt động so với dự kiến của chúng tôi.

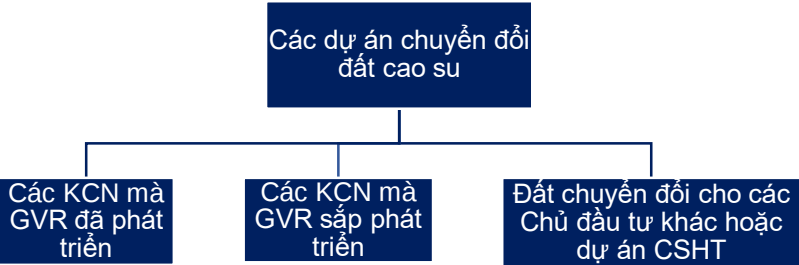
Cập nhật doanh nghiệp

- Lũy kế 9T2020,** doanh thu 12,132 tỷ đồng (-6.3% yoy), LNST đạt 2,032 tỷ đồng (-12% yoy), hoàn thành 51% kế hoạch lợi nhuận, riêng quý 3/2020, doanh thu đạt +16% yoy.

|                    | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu          | 20,048 | 19,713 | 19,610 | 23,185 |
| Lợi nhuận gộp      | 5,246  | 4,515  | 4,266  | 5,285  |
| Lợi nhuận sau thuế | 3,936  | 3,334  | 4,000  | 3,752  |
| EPS                | 984    | 834    | 1,000  | 938    |
| Tăng trưởng EPS    | 41%    | -15%   | 20%    | -6%    |

## BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Chuyển đổi đất cao su thành khu công nghiệp và các dự án khác à định hướng chính của GVR. BSC kỳ vọng đầu tư phát triển các dự án công sẽ thúc đẩy nhu cầu chuyển đổi đất cao su diễn ra nhanh hơn. GVR sở hữu quỹ đất lớn khoảng 407,800 ha, là doanh nghiệp có diện tích cao su lớn nhất trong ngành, định hướng chuyển nhượng đất cao su thành khu công nghiệp. Quỹ đất của GVR khi chuyển đổi thành đất khu công nghiệp có lợi thế nhất định so với các khu công nghiệp khác là tiết kiệm thời gian và chi phí đền bù hơn là đền bù cho dân cư.



Các dự án chuyển đổi đất cao su gồm (1) 6,361 ha các khu công nghiệp GVR đã và sắp tự phát triển, (2) 5,000 ha đất dự định tự phát triển KCN từ năm 2025 trở đi và (3) hơn 23,000 ha đất chuyển đổi cho các chủ đầu tư khác hoặc dự án làm cơ sở hạ tầng (chi tiết phần định giá). Chúng tôi kỳ vọng GVR sẽ đẩy mạnh công tác chuyển nhượng đất cho địa phương để kịp thời đáp ứng nhu cầu khu công nghiệp đang tăng trưởng mạnh.

**Bảng các Khu công nghiệp đang và sắp phát triển của GVR**

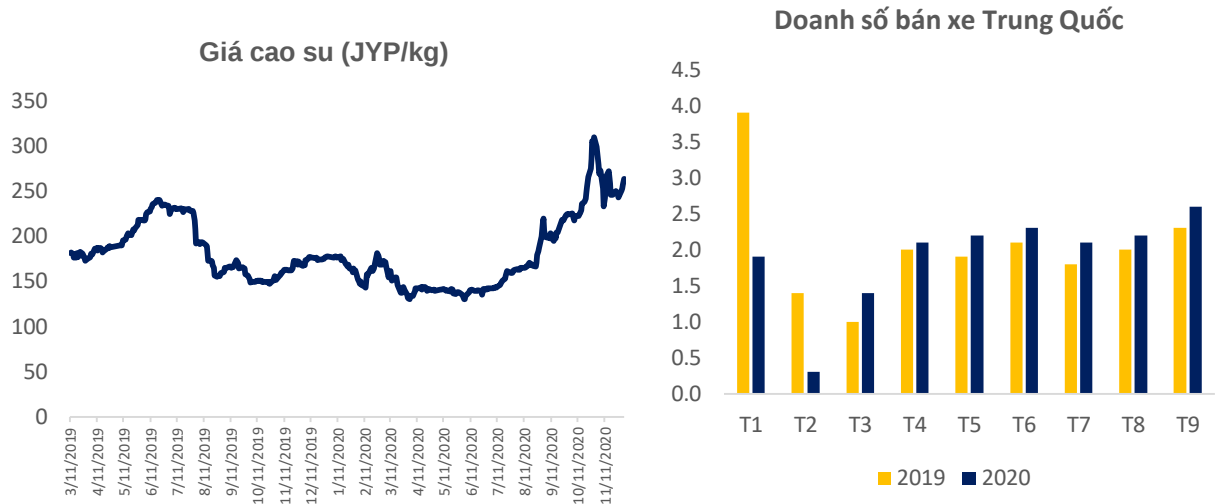
|                       | Vị trí     | Thời gian triển khai | Tỷ lệ sở hữu | Diện tích    |
|-----------------------|------------|----------------------|--------------|--------------|
| Nam Tân Uyên (NTC 3)  | Bình Dương | 2020                 | 42,3%        | 346          |
| Rạch Bắp Mở rộng      | Bình Dương | 2020                 | 92,7%        | 360          |
| Tân Lập I             | Bình Dương | 2021-2025            | 34,0%        | 400          |
| Tân Bình Mở rộng      | Bình Dương | 2021-2025            | 59,6%        | 1.055        |
| Hội Nghĩa             | Bình Dương | 2021-2025            | 66,6%        | 560          |
| Minh Hưng III Mở rộng | Bình Dương | 2021-2025            | 55,4%        | 590          |
| Bắc Đồng Phú Mở rộng  | Bình Phước | 2021-2025            | 45,4%        | 400          |
| Nam Đồng Phú Mở rộng  | Bình Phước | 2021-2025            | 45,4%        | 400          |
| Dầu Giây Mở rộng      | Đồng Nai   | 2021-2025            | 71,8%        | 75           |
| Long Khánh Mở rộng    | Đồng Nai   | 2021-2025            | 75,7%        | 500          |
| Nam Pleiku Mở rộng    | Pleiku     | 2021-2025            | 100,0%       | 200          |
| <b>Tổng diện tích</b> |            |                      |              | <b>4.886</b> |

*Nguồn: GVR, BSC research*

GVR sẽ ghi nhận đền bù chuyển nhượng đất cao su thành sân bay Long Thành tháng 11/2020. Tỉnh Đồng Nai đã phê duyệt phương án bồi thường phần diện tích khoảng 1,800ha đất trồng cây cao su của GVR để thực hiện dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành với đơn giá 600 triệu đồng/ha. Dự kiến tháng 11/2020, GVR sẽ bàn giao đất cho nhà nước và ghi nhận khoảng 1,080 tỷ đồng (đóng góp 22% LNTT).

**Giá cao su phục hồi hỗ trợ mảng lợi nhuận cao su.** Giá cao su phục hồi sau kì giảm sâu, giá cao su trung bình 11T2020 đạt 175 JPY/kg (+5% YTD), riêng tháng 11/2020 đạt 256 JPY/kg (+30% yoy). Nguyên nhân giá cao su thế giới phục hồi chủ yếu đến từ thiếu nguồn cung bởi mùa mưa tại Thái Lan và tình trạng thiếu hụt lao động tại các vùng trồng cao su do các biện pháp phòng dịch COVID-19 ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su. **BSC kỳ vọng nhu cầu đối với cao su tự nhiên sẽ tăng lên khi các hãng ô tô Trung Quốc đẩy mạnh sản xuất sau dịch.** Theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Trung Quốc, doanh số bán xe ô tô tại Trung Quốc bắt đầu phục hồi lại với doanh số Q3/2020 đạt 6.92 triệu xe tăng 5% so với quý 2 và tăng 13% so với cùng kỳ, cho

thấy sự tăng trưởng trở lại thị trường ô tô Trung Quốc (đây là thị trường xuất khẩu cao su lớn nhất của Việt Nam, chiếm hơn 60% kim ngạch xuất khẩu).

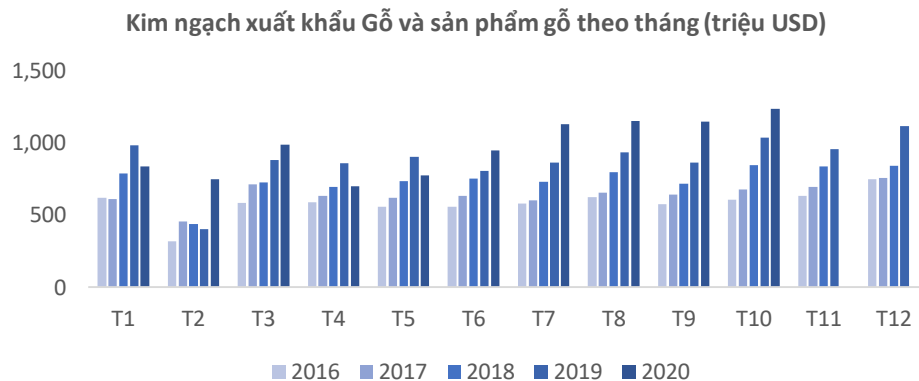


Nguồn: BBG, BSC Research

Nguồn: CAAM, BSC Research

Mảng chế biến gỗ kỳ vọng sản lượng tăng trưởng trở lại sau đại dịch Covid-19 tuy nhiên cũng trở nên cạnh tranh hơn. BSC cho rằng xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ sẽ phục hồi, hỗ trợ nhu cầu gỗ trong nước tuy nhiên biên lợi nhuận gộp sẽ suy giảm ở mức 21% (từ mức 26% năm 2019):

- (1) **Giá trị xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ (G&SPG) ghi nhận 5 tháng liên tiếp hồi phục sau đại dịch.** Kim ngạch xuất khẩu G&SPG đạt T10/2020 đạt 1.2 tỷ USD (+19% yoy), lũy kế 10T2020 đạt 9.64 tỷ USD (+13% yoy). Chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực này nhờ dịch bệnh Covid-19 không phát sinh trong cộng đồng, hoạt động sản xuất được khôi phục nhanh và các sản phẩm gỗ của Việt Nam được hỗ trợ bởi các hiệp định FTA. Chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam sẽ ghi nhận CAGR khoảng 10% trong trung hạn (giai đoạn 2021-2025). Đối với GVR, thị trường chính gỗ cao su là nội địa, chúng tôi kỳ vọng GVR sẽ được hưởng lợi gián tiếp từ đà tăng xuất khẩu với mức CAGR tương đương khoảng 10%/năm.



Nguồn: TCHQ, BSC Research

- (2) **Tuy nhiên, mảng gỗ MDF của GVR đang trở nên cạnh tranh hơn** với các sản phẩm nhập khẩu từ Malaysia, Thái Lan và Indonesia, dẫn đến giảm giá bán và biên lợi nhuận gộp (từ mức 26% năm 2019 về 21% trong 9T2020). Chúng tôi kỳ vọng GVR sẽ duy trì mức biên lợi nhuận gộp này nhờ vào kế hoạch duy trì mảng MDF và mở rộng thêm các sản phẩm khác có biên lợi nhuận tốt hơn, giảm cạnh tranh và tận dụng được nguồn gỗ cao su thanh lý có sẵn.

**Tiếp tục tái cơ cấu toàn tập đoàn, thoái vốn các mảng kinh doanh không hiệu quả.** GVR kế hoạch chuyển đổi 20 công ty nông nghiệp TNHH MTV sang CTCP, thu hút vốn đầu tư bên ngoài và giảm vốn của Tập đoàn tại các đơn vị này. Tập đoàn tiếp tục thoái vốn các doanh nghiệp khác, kể cả các doanh nghiệp đang hiệu quả để tập trung đầu tư các lĩnh vực có biên lợi nhuận cao là phát triển khu công nghiệp gắn liền với khu dân cư. Với lộ trình tái cấu trúc, giá trị cần phải thoái vốn của GVR theo phương án đã được phê duyệt là 2,081 tỷ đồng (bảng phụ lục).

**(1) Thoái vốn SIP.** Hiện nay GVR đang sở hữu 13.5% cổ phần tại SIP, doanh nghiệp lên kế hoạch thoái vốn SIP dự kiến như sau: Giai đoạn 1, GVR sẽ thoái 9.34 triệu cổ phần với giá 97,500 đồng/cổ phần trong năm 2020 và giai đoạn 2, GVR sẽ thoái vốn nốt phần còn lại 1.36 triệu cổ phần trong năm tiếp theo. BSC ước tính GVR sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn SIP vào khoảng 900 tỷ đồng (đóng góp 17.6% LNTT).

**(2). Thoái vốn VRG.** GVR phê duyệt thoái vốn VRG với giá khởi điểm 20,800 đồng/cổ phiếu, với 4 triệu cổ phần sở hữu, ước tính lợi nhuận từ việc thoái vốn VRG vào khoảng 83 tỷ đồng (đóng góp % 1.6% LNTT)

**Cập nhật kết quả kinh doanh.** Lũy kế 9T2020, doanh thu 12,132 tỷ đồng (-6.3% yoy), LNST đạt 2,032 tỷ đồng (-12% yoy), hoàn thành 51% kế hoạch lợi nhuận. Riêng quý 3/2020, doanh thu đạt +16% yoy, LNST tương đương cùng kỳ trong đó:

- Tăng trưởng doanh thu cao su quý 3/2020 ở mức +27% yoy Nguyên nhân giá cao su thế giới phục hồi chủ yếu đến từ thiếu nguồn cung bởi mùa mưa tại Thái Lan và hiệu quả khai thác mỏ thấp do áp lực thiếu hụt lao động do giãn cách dịch Covid-19.
- Mảng gỗ có doanh thu Q3 tăng nhẹ +6% yoy tuy nhiên do cạnh tranh hơn với các sản phẩm nhập khẩu từ Malaysia, Thái Lan và Indonesia, khiến cho giá bán giảm và biên lợi nhuận gộp giảm về mức 21% trong 9T2020 (từ mức 26% năm 2019).
- Lợi nhuận tăng chủ yếu đến từ thu nhập tài chính tăng mạnh đạt 1,372 tỷ (gấp 3 lần cùng kỳ).

### **Dự báo kết quả kinh doanh.**

Chúng tôi dự báo năm 2020 doanh thu của GVR đạt 19,610 tỷ đồng (-1% YoY), LNST = 3,862 tỷ (+16% YoY), tương đương với EPS = 966 đồng/CP. Năm 2021, BSC dự báo doanh thu của GVR đạt 23,185 tỷ đồng (+18% YoY), LNST 3,3683 tỷ (-4.6% YoY), tương đương với EPS = 921 đồng/CP:

**Mảng cao su:** Năm 2020: Mủ cao su: sản lượng cao su -10% yoy, giá bán +8% yoy, sản phẩm công nghiệp cao su +20% và giá bán +10% yoy/năm. Năm 2021-2025: CARG sản lượng cao su = 5%, giá bán mủ cao su 10%/yoy, sản phẩm công nghiệp cao su: sản lượng +5% yoy, giá bán +10% yoy nhờ nhu cầu sản xuất lốp xe ô tô và các sản phẩm găng tay cao su tăng trở lại.

**Mảng gỗ:** Năm 2020 và với sản lượng gỗ các loại -5%, giá bán -15% yoy do thị trường 2020 ảnh hưởng đại dịch Covid và cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu, năm 2021-2025 kỳ vọng CARG sản lượng gỗ các loại = 10%, CARG giá bán = 10% yoy.

**Mảng Khu công nghiệp:** Diện tích cho thuê 400ha/năm, riêng năm 2020 diện tích cho thuê chỉ khoảng 200ha do ảnh hưởng đại dịch Covid, giá cho thuê tăng trưởng với CARG 5%/năm.

**Thu nhập tài chính.** BSC kỳ vọng năm 2020, GVR sẽ thoái vốn được SIP và VRG, ghi nhận lợi nhuận ước tính khoảng 982 tỷ. Do đó thu nhập tài chính tăng lên đáng kể đạt khoảng 1,817 tỷ đồng (+136%yoy) đến từ (1) tiền gửi ngân hàng và (2) thoái vốn

| HĐKD               | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>   | <b>19,713</b> | <b>19,610</b> | <b>23,185</b> | <b>26,476</b> | <b>30,482</b> |
| Cao su             | 12,757        | 12,398        | 14,321        | 16,541        | 19,106        |
| Gỗ                 | 3,681         | 3,282         | 3,974         | 4,804         | 5,813         |
| Khu công nghiệp    | 1,011         | 1,093         | 1,745         | 1,839         | 1,932         |
| Khác               | 1,262         | 1,410         | 1,500         | 1,391         | 1,434         |
| <b>LN gộp</b>      | <b>4,515</b>  | <b>4,266</b>  | <b>5,285</b>  | <b>5,896</b>  | <b>6,426</b>  |
| <b>Biên LN gộp</b> | <b>23%</b>    | <b>22%</b>    | <b>23%</b>    | <b>22%</b>    | <b>21%</b>    |
| Chi phí BH&QLDN    | (2,436)       | (2,423)       | (2,838)       | (3,246)       | (3,753)       |
| LN từ HĐKD         | 2,389         | 3,235         | 2,946         | 2,901         | 2,840         |
| Thu nhập tài chính | 791           | 1,871         | 964           | 699           | 611           |
| Chi phí tài chính  | (790)         | (790)         | (775)         | (759)         | (755)         |
| Thu nhập ròng khác | 1,862         | 1,691         | 1,751         | 1,720         | 1,736         |
| <b>LNTT</b>        | <b>4,252</b>  | <b>4,926</b>  | <b>4,697</b>  | <b>4,621</b>  | <b>4,576</b>  |
| <b>LNST</b>        | <b>3,334</b>  | <b>3,862</b>  | <b>3,683</b>  | <b>3,623</b>  | <b>3,588</b>  |

## Định giá.

**BSC duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu GVR với giá mục tiêu 23,624 đồng (upside 18%)** dựa trên phương pháp định giá từng phần với lợi nhuận chủ yếu đến từ (1) mảng cao su, gỗ, (2) khu công nghiệp và (3) thoái vốn các công ty con. Chúng tôi cho rằng GVR là doanh nghiệp được hưởng lợi từ nhu cầu đất KCN gia tăng, định giá hiện tại của GVR hấp dẫn với tiềm năng lớn từ quỹ đất doanh nghiệp sở hữu. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu so với [báo cáo cũ](#) do cập nhật thêm các dự mới của GVR và thoái vốn SIP, VRG. Cụ thể như sau:

|                                    | Phương pháp | Giá trị thuộc về GVR (tỷ đồng) |
|------------------------------------|-------------|--------------------------------|
| Mảng cao su và gỗ                  | DCF         | 22,605                         |
| Mảng KCN                           | RNAV        | 66,887                         |
| Thoái vốn (SIP, VRG)               | MV          | 1,200                          |
| Khác                               | BV          | 2,081                          |
| <b>Tổng NAV</b>                    |             | <b>90,692</b>                  |
| Tiền và đầu tư ngắn hạn            |             | 15,552                         |
| Nợ vay                             |             | (11,747)                       |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>        |             | <b>94,497</b>                  |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu) |             | 4,000                          |
| <b>Giá trị hợp lý (đồng/cp)</b>    |             | <b>23,624</b>                  |
| Giá đóng cửa (08/12/2020)          |             | 20,030                         |
| <b>Upside</b>                      |             | <b>18%</b>                     |

(\*) Khác: đây là các mảng kinh doanh không cốt lõi (Thủy điện, xây dựng, du lịch,...), GVR có kế hoạch thoái vốn (Chi tiết Bảng phụ lục)

**Màng cao su và màng gỗ:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vì dòng tiền từ các mảng kinh doanh này khá ổn định và có thể dự báo được, với mức chiết khấu 10%.

| FCFF                       | 2020          | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         |
|----------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| LNST                       | 3,862         | 3,683        | 3,623        | 3,588        | 2,749        |
| Lãi suất * (1-t)           | 504           | 494          | 484          | 482          | 492          |
| Khấu hao                   | 1,110         | 1,138        | 1,169        | 1,232        | 1,420        |
| - Thay đổi VLĐ             | (274)         | (1,529)      | (1,475)      | (1,797)      | (2,264)      |
| - Thay đổi TSCĐ            | 1,170         | 1,359        | 1,633        | 1,908        | 1,976        |
| <b>FCFF</b>                | <b>6,372</b>  | <b>5,145</b> | <b>5,434</b> | <b>5,413</b> | <b>4,373</b> |
| Giá trị hiện tại FCFF      | 6,372         | 4,677        | 4,491        | 4,070        | 2,995        |
| <b>Giá trị lũy kế FCFF</b> | <b>22,605</b> |              |              |              |              |

**Màng khu công nghiệp:** Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để định giá phần đất khu công nghiệp. Quý đất GVR cần bàn giao lại cho địa phương sẽ theo phương thức chuyển đổi đất trồng cao su thành các KCN do GVR tự phát triển hoặc bàn giao cho các công ty bên ngoài (phụ thuộc lớn vào quyết định quy hoạch của Chính phủ). Trong đó:

**Bảng định giá Giá trị mảng Khu công nghiệp**

|                                                 | Giá trị | Tỷ lệ sở hữu GVR | Giá trị thuộc về GVR |
|-------------------------------------------------|---------|------------------|----------------------|
| Các Khu công nghiệp GVR tự phát triển           | 62,334  | 63%              | 39,270               |
| Đất chuyển đổi cho các Chủ đầu tư và dự án CSHT | 32,491  | 85%              | 27,617               |
| <b>Tổng giá trị</b>                             |         |                  | <b>66,887</b>        |

(\*): Tỷ lệ sở hữu trung bình

**Các khu công nghiệp GVR phát triển:** Tổng diện tích cho thuê KCN hàng năm trung bình của GVR vào khoảng 350-450ha, giá cho thuê các KCN ở tỉnh Bình Dương, Đồng Nai ở mức khá cao 90-100 USD/m2/thời hạn thuê, các khu vực xa hơn như Tây Ninh, Bình Phước, Bà Rịa Vũng Tàu... có mức giá thấp hơn (40-80USD/m2/thời hạn thuê). Do đó, chúng tôi giả định, **(1)** giá cho thuê trung bình khoảng 70 USD/m2/thời hạn thuê, CAGR = 5% yoy (phản ánh các khu vực xa trung tâm), **(2)** diện tích cho thuê 400ha/năm (riêng năm 2020 diện tích cho thuê chỉ khoảng 200ha do ảnh hưởng đại dịch Covid).

**Bảng giả định dự báo các KCN do GVR tự phát triển**

| Khu công nghiệp                              | Tổng diện tích | Diện tích thương phẩm (ha) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026-2035 |
|----------------------------------------------|----------------|----------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| Các KCN tự phát triển cho thuê đã xác định   | 6,361          | 3,817 (*)                  | 200  | 450  | 400  | 400  | 400  | 400  | 1,567     |
| Các KCN tự phát triển cho thuê chưa xác định | 5,500          | 3,300 (*)                  | -    | -    | -    | -    | -    | 500  | 2,800     |
| Giá bán trung bình (USD/m2/tht)              |                |                            | 70   | 74   | 78   | 82   | 86   | 90   | 95        |
| % yoy                                        |                |                            | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0%      |

(\*): Giả định diện tích thương phẩm chiếm 60% tổng diện tích như các KCN cũ. Nguồn: BSC Research

**Các dự án chuyển đổi cho các chủ đầu tư khác:** DN dự kiến sẽ chuyển nhượng: **(1) năm 2020:** 1,800 ha giai đoạn 1 dự án sân bay Long Thành, Nam Tân Uyên 3 (346 ha), **(2) giai đoạn 2021-2025:** KCN VSIP (691 ha), và Tân Lập I của PHR với và **(3) giai đoạn 2026 trở đi:** 3,400 ha phát triển thành khu dân

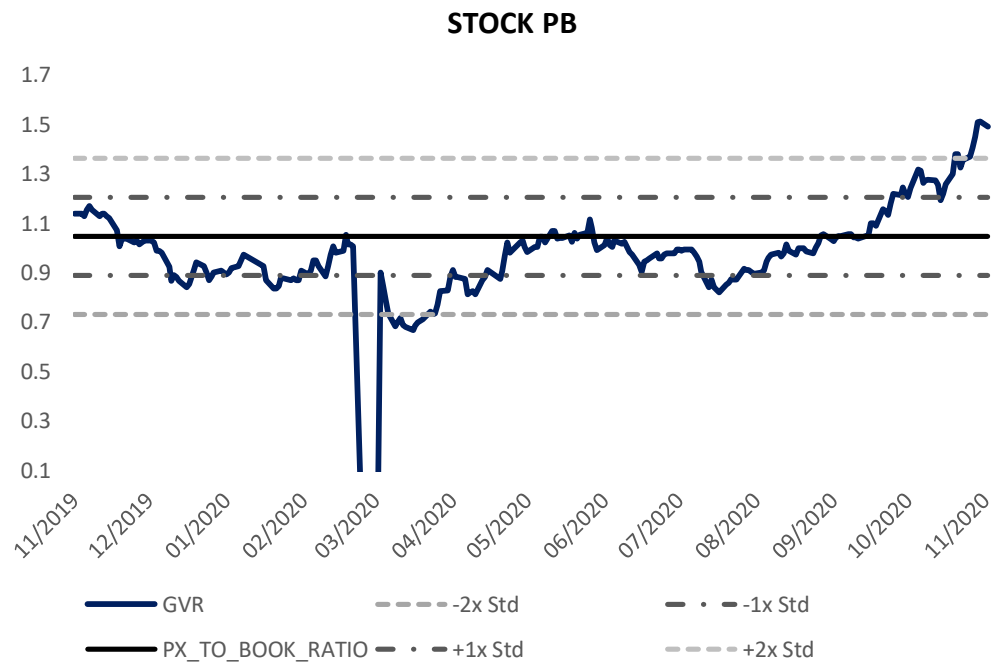
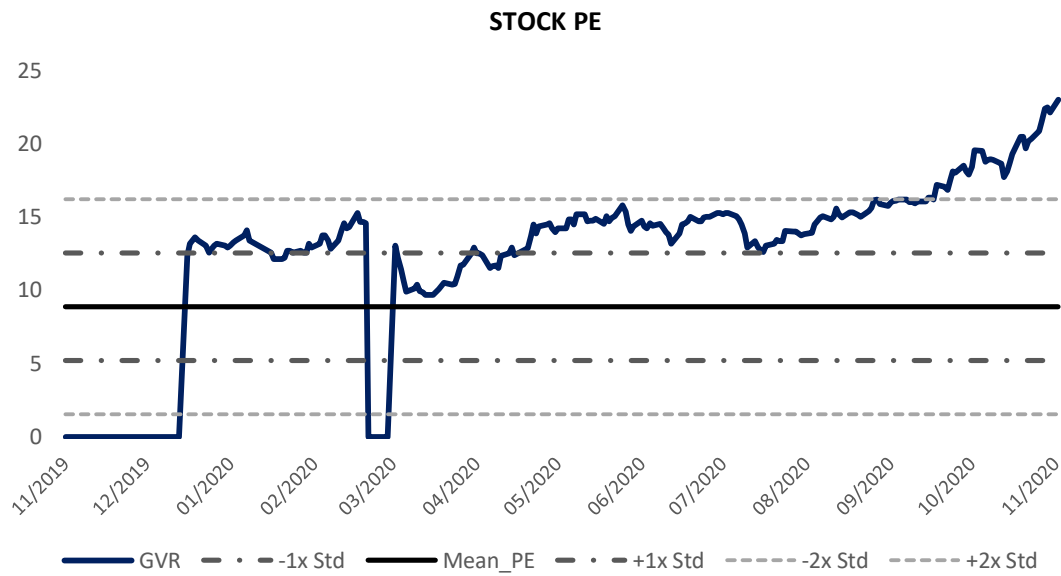
cư (TP.Biên Hòa, TP.Long Khánh và các huyện Long Thành, Thống Nhất, Cẩm Mỹ, Trảng Bom, Định Quán), BSC giả định sẽ triển khai từ năm 2026 trở đi với mức chiết khấu 50%.

Ngoài ra, GVR có kế hoạch bàn giao thêm khoảng 1,000-2,000 ha hàng năm trả lại đất cho các địa phương, chúng tôi giả định mức giá đền bù khoảng 400 triệu/ha (tốc độ tăng trưởng giá mỗi năm 5%/yoy) (thấp hơn mức 600 triệu/ha để phản ánh các khu vực xa hơn trung tâm quỹ đất chính tại Đồng Nai, Bình Dương,...).

**Bảng giả định quỹ đất cao su chuyển đổi cho các chủ đầu tư khác và các dự án CSHT**

|                                                             | Giá bán              | Tổng diện tích (ha) | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026-2035 |
|-------------------------------------------------------------|----------------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| Nam Tân Uyên 3                                              | 2.5 tỷ/ha            | 346                 | 346.0 |       |       |       |       |       |           |
| VSIP                                                        | 2.5 tỷ/ha            | 691                 |       | 345.5 | 345.5 |       |       |       |           |
| KCN Lai Hưng                                                | 2.5 tỷ/ha            | 600                 |       |       |       | 300.0 | 300.0 |       |           |
| Dự án sân bay Long Thành                                    | 0.6 tỷ/ha            | 2,100               | 1,800 |       |       |       |       |       | 300       |
| Các dự án khác (Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Phước, Bình Dương) | 0.4 tỷ/ha*           | 16,000              | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 10,000    |
| Dự án khu dân cư                                            | 0.09 - 4.38 triệu/m2 | 3,400               |       |       |       |       |       |       | 3,400     |

**Nguồn: GVR, BSC Research**



## PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ đồng)        | 2018         | 2019         | 2020F        | 2021F        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần      | 20,048       | 19,713       | 19,610       | 23,185       |
| Giá vốn hàng bán     | (14,801)     | (15,199)     | (15,344)     | (17,900)     |
| Lợi nhuận gộp        | 5,246        | 4,515        | 4,266        | 5,285        |
| Chi phí bán hàng     | (418)        | (466)        | (463)        | (520)        |
| Chi phí QLDN         | (1,526)      | (1,970)      | (1,960)      | (2,318)      |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>   | <b>3,302</b> | <b>2,079</b> | <b>1,843</b> | <b>2,447</b> |
| Doanh thu tài chính  | 571          | 791          | 1,871        | 964          |
| Chi phí tài chính    | (706)        | (790)        | (790)        | (775)        |
| Chi phí lãi vay      | (580)        | (603)        | (630)        | (618)        |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK | 313          | 309          | 311          | 310          |
| Lãi/lỗ khác          | 1,228        | 1,862        | 1,691        | 1,751        |
| Lợi nhuận trước thuế | 4,708        | 4,252        | 4,926        | 4,697        |
| Thuế thu nhập DN     | (772)        | (918)        | (1,064)      | (1,014)      |
| <b>LN sau thuế</b>   | <b>3,936</b> | <b>3,334</b> | <b>3,862</b> | <b>3,683</b> |
| CĐTS                 | 458          | 738          | 579          | 552          |
| LNST - CĐTS          | 3,478        | 2,596        | 3,283        | 3,131        |
| EBITDA               | 4,570        | 2,939        | 2,606        | 3,237        |
| EPS                  | 984          | 834          | 966          | 921          |

| CĐKT (Tỷ đồng)               | 2018   | 2019   | 2020F  | 2021F  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tiền và tương đương tiền     | 5,160  | 7,115  | 6,131  | 4,849  |
| Đầu tư ngắn hạn              | 5,475  | 6,560  | 9,422  | 9,991  |
| Phải thu ngắn hạn            | 3,575  | 2,900  | 3,551  | 4,193  |
| Tồn kho                      | 3,286  | 3,507  | 3,395  | 3,960  |
| TS ngắn hạn khác             | 934    | 989    | 789    | 933    |
| TS ngắn hạn                  | 18,429 | 21,070 | 18,524 | 20,494 |
| TS hữu hình                  | 25,304 | 27,580 | 25,982 | 26,555 |
| Khấu hao                     | 1,268  | 860    | 763    | 790    |
| TS dở dang dài hạn           | 25,425 | 21,745 | 26,799 | 25,652 |
| ĐT dài hạn                   | 3,610  | 3,431  | 3,679  | 3,927  |
| TS dài hạn khác              | 2,412  | 2,487  | 2,449  | 2,468  |
| TS dài hạn                   | 58,944 | 57,447 | 61,090 | 61,104 |
| Tổng TS                      | 77,373 | 78,517 | 79,615 | 81,599 |
| Nợ phải trả                  | 28,031 | 27,920 | 28,677 | 29,429 |
| Vay ngắn hạn                 | 3,368  | 2,787  | 3,498  | 4,081  |
| Nợ ngắn hạn khác             | 6,969  | 6,942  | 6,998  | 8,106  |
| Tổng Nợ ngắn hạn             | 10,337 | 9,729  | 10,496 | 12,187 |
| Vay dài hạn                  | 10,032 | 9,076  | 9,029  | 8,126  |
| Nợ dài hạn khác              | 7,661  | 9,116  | 9,152  | 9,116  |
| Tổng Nợ dài hạn              | 17,693 | 18,192 | 18,181 | 17,242 |
| Tổng Nợ                      | 28,031 | 27,920 | 28,677 | 29,429 |
| Vốn góp                      | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 |
| Thặng dư vốn cổ phần         | 130    | 130    | 130    | 130    |
| LN chưa phân phối            | 4      | 5      | 4      | 5      |
| Vốn chủ khác                 | 4,584  | 6,686  | 6,206  | 8,284  |
| Cổ đông thiểu số             | 4,624  | 3,776  | 4,624  | 3,776  |
| Tổng Vốn chủ sở hữu          | 49,342 | 50,597 | 50,964 | 52,195 |
| Tổng nguồn vốn               | 77,373 | 78,517 | 79,641 | 81,624 |
| Số lượng Cp lưu hành (triệu) | 4,000  | 4,000  | 4,000  | 4,000  |

| LCTT (Tỷ đồng)              | 2018           | 2019           | 2020F          | 2021F          |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (Lỗ)/LNST                   | 3,936          | 3,862          | 3,810          | 3,776          |
| Khấu hao và phân bổ         | 1,268          | 860            | 763            | 790            |
| Thay đổi vốn lưu động       | (2,174)        | 351            | (274)          | (1,529)        |
| Điều chỉnh khác             | -              | -              | -              | -              |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>3,030</b>   | <b>5,073</b>   | <b>4,299</b>   | <b>3,037</b>   |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (269)          | (280)          | (292)          | (304)          |
| Đầu tư khác                 | (1,883)        | (1,346)        | (1,346)        | (1,346)        |
| <b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>    | <b>(2,152)</b> | <b>(1,626)</b> | <b>(1,638)</b> | <b>(1,650)</b> |
| Tiền chi trả cổ tức         | (415)          | (113)          | (2,000)        | (2,349)        |
| Tiền từ vay ròng            | (22)           | (1,379)        | 664            | (320)          |
| Tiền thu khác               | 1,531          | -              | (2,309)        | -              |
| <b>LCTT từ HĐ Tài chính</b> | <b>1,094</b>   | <b>(1,492)</b> | <b>(3,645)</b> | <b>(2,669)</b> |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 5,161          | 5,160          | 7,115          | 6,131          |
| Tiền trong kì               | (1)            | 1,955          | (984)          | (1,282)        |
| Dòng tiền cuối kỳ           | 5,160          | 7,115          | 6,131          | 4,849          |

| Chỉ số(%)                  | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |      |      |       |       |
| Hố TT ngắn hạn             | 1.78 | 2.17 | 2.22  | 1.80  |
| Hố TT nhanh                | 1.03 | 1.41 | 1.48  | 1.05  |

|                   |     |     |     |     |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Cơ cấu vốn</b> |     |     |     |     |
| Hố Nợ/TTS         | 13% | 12% | 12% | 15% |
| Hố Nợ/VCSH        | 57% | 55% | 56% | 56% |

|                           |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|
| <b>Năng lực hoạt động</b> |      |      |      |      |
| Số ngày HTK               | 85.1 | 83.1 | 83.1 | 75.3 |
| Số ngày phải thu          | 32.2 | 29.2 | 29.2 | 30.1 |
| Số ngày phải trả          | 23.0 | 25.4 | 25.9 | 24.7 |
| CCC                       | 94.3 | 86.9 | 86.4 | 80.7 |

|                          |     |     |     |     |
|--------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b> |     |     |     |     |
| Lợi nhuận gộp            | 26% | 23% | 22% | 23% |
| Lợi nhuận LNST           | 20% | 17% | 20% | 16% |
| ROE                      | 8%  | 7%  | 8%  | 7%  |
| ROA                      | 5%  | 4%  | 5%  | 5%  |

|                 |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|
| <b>Định Giá</b> |      |      |      |      |
| PE              | 21.0 | 13.0 | 17.5 | 17.7 |
| PB              | 1.7  | 0.9  | 1.3  | 1.3  |

|                    |       |        |        |       |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b> |       |        |        |       |
| Tăng trưởng DTT    | 29.0% | -1.7%  | -0.5%  | 18.2% |
| Tăng trưởng EBIT   | 81.3% | -37.0% | -11.4% | 32.8% |
| Tăng trưởng LNST   | 43.9% | -9.7%  | 15.9%  | -1.4% |
| Tăng trưởng EPS    | 40.7% | -15.3% | 15.8%  | -1.3% |

Nguồn: BSC Research.

**Bảng danh sách các công ty GVR kế hoạch thoái vốn**

| Tên công ty                                     | Vốn điều lệ<br>(tỷ đồng) | Tỷ lệ sở<br>hữu (%) | Giá trị thuộc<br>về GVR (tỷ<br>đồng) |
|-------------------------------------------------|--------------------------|---------------------|--------------------------------------|
| Công ty CP VRG Đắk Nông                         | 298                      | 70.3                | 209                                  |
| Công ty CP VRG - Bảo Lộc                        | 260                      | 71.03               | 185                                  |
| Công ty CP VRG Phú Yên                          | 420                      | 81.77               | 343                                  |
| Công ty CP Thương mại Dịch vụ và Du lịch Cao su | 427                      | 52.51               | 224                                  |
| Công ty CP Thủy điện GERUCO Sông Côn            | 600                      | 51.51               | 309                                  |
| Công ty CP Xây dựng - Địa ốc Cao su             | 0                        | 30.3                | 0                                    |
| Công ty CP Đầu tư Xây dựng Cao su               | 0                        | 28                  | 0                                    |
| Công ty Cổ phần Du lịch Quốc tế Vũng Tàu        | 52                       | 5.88                | 3                                    |
| Tổng Công ty Xây dựng Thủy lợi 4 – CTCP         | 135                      | 20.1                | 27                                   |
| Công ty Cổ phần EVN Quốc tế                     | 2,400                    | 11.78               | 283                                  |
| Công ty CP Đầu tư XD và PT Năng lượng Vinaconex | 547                      | 11.4                | 62                                   |
| Công ty CP Điện Việt Lào                        | 5,300                    | 3.5                 | 186                                  |
| Công ty CP Xi măng FICO Tây Ninh                | 750                      | 18.13               | 136                                  |
| Công ty CP BOT Quốc lộ 13 An Lộc Hoa Lư         | 162                      | 14                  | 23                                   |
| Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam                 | 1,600                    | 5.63                | 90                                   |
| <b>Tổng cộng</b>                                | <b>13,933</b>            |                     | <b>2,081</b>                         |

## **Khuyến cáo sử dụng**

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.*

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecuritie>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

