



Điều kiện thời tiết bất lợi và doanh thu gỗ cao su yếu ảnh hưởng đến lợi nhuận Q4/2025

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với GVR trong dài hạn, nhờ quỹ đất cao su lớn nhất cả nước, với tổng diện tích 394.782 ha trải rộng tại các tỉnh trọng điểm phía Nam như Bình Dương (cũ), Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu (cũ) và Tây Ninh. Việc chuyển đổi hơn 23.000 ha đất cao su sang phát triển khu công nghiệp sẽ mở ra giai đoạn tăng trưởng mới cho công ty.

Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu GVR tăng 49,2% kể từ báo cáo trước của chúng tôi, dự địa tăng giá hiện đã thu hẹp. Dựa trên phương pháp định giá SOTP, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là **35.700 đồng/cổ phiếu**, thấp hơn khoảng 16% so với giá thị trường hiện tại. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP**.

Luận điểm đầu tư

- Chuyển đổi đất KCN là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. GVR đang đẩy nhanh các thủ tục phê duyệt cho 23.444 ha đất KCN đến năm 2030, tập trung chủ yếu tại các tỉnh phía Nam. Năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu từ chuyển đổi đất đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+102% svck) và lợi nhuận trước thuế đạt 2,63 nghìn tỷ đồng, trên giả định chuyển đổi 1.000 ha tại Đồng Nai.
- Bảng cân đối kế toán mạnh góp phần hỗ trợ ổn định lợi nhuận. Tính đến Q4/2025, GVR ghi nhận tiền mặt ròng đạt 19,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 11% giá trị vốn hóa, trong khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu duy trì ở mức thấp 0,05x. Chúng tôi kỳ vọng vị thế tiền mặt dồi dào sẽ giúp công ty ghi nhận doanh thu tài chính cao hơn trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có xu hướng tăng.

Điểm nhấn KQKD:

Lợi nhuận ròng Q4/2025 giảm mạnh, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ thấp hơn do thời tiết bất lợi và hoạt động thanh lý gỗ cao su giảm. Doanh thu thuần đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (-9% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1,13 nghìn tỷ đồng (-53% svck), thấp hơn dự báo lợi nhuận của chúng tôi là giảm 36% svck.

Tuy nhiên, lũy kế năm 2025, GVR ghi nhận KQKD tích cực, với doanh thu đạt 28 nghìn tỷ đồng (+10% svck) và lợi nhuận ròng đạt 6,3 nghìn tỷ đồng (+31% svck), hoàn thành 126% kế hoạch lợi nhuận năm của công ty.

Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 31,7 nghìn tỷ đồng (+9,8% svck) và lợi nhuận ròng đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (+16% svck).

Rủi ro: (1) Tiến độ chuyển đổi đất từ trồng cây cao su sang phát triển KCN có khả năng gặp khó khăn và chậm trễ trong quá trình phê duyệt pháp lý; và (2) Nhu cầu đối với cao su tự nhiên có thể suy giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu đối mặt với nhiều thách thức.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	25.483	22.138	26.242	29.033	31.704
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-2,83%	-13,13%	18,54%	10,64%	9,20%
Biên lợi nhuận gộp (%)	24,89%	22,42%	26,54%	24,56%	22,95%
NPATMI	3.882	2.623	3.989	5.625	6.627
EPS (VND)	807	646	1.207	1.588	1.843
Tăng trưởng EPS (%)	-7,70%	-12,14%	43,14%	31,60%	16,03%
Nợ/VCSH	0,14	0,12	0,12	0,05	0,04
Tỷ suất cổ tức	1,15%	1,15%	1,15%	1,38%	1,40%
ROE	8,98%	6,14%	8,27%	10,15%	10,89%
P/E (x)	43,25	54,02	26,10	21,85	22,69
P/B (x)	2,61	2,54	2,16	1,82	1,69
EV/EBITDA (x)	4,85	4,2	4,1	3,8	3,9

Nguồn: GVR, SSI Research

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

Giá CP - VND (03/02/26)	42.800
Vốn hóa (USDmn):	6.341
SLCP lưu hành (triệu cp):	4.000
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	4,5
Giá cao/thấp 52T (k VND):	41,8/22
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	5,7
Tỷ lệ SHNN (%):	0,8
GTNN còn được mua (USDmn):	774,9
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	96,8

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) được thành lập từ năm 1975. Ngày 26/12/2017, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt phương án cổ phần hóa. VRG hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần từ ngày 1/6/2018. VRG hiện quản lý 394.782 ha diện tích trồng cao su, sản lượng bình quân 500.000 tấn cao su/năm - chiếm 30% tổng sản lượng cao su Việt Nam. Ngoài ra, VRG hiện có 5 công ty sản xuất sản phẩm công nghiệp, 18 nhà máy sản xuất gỗ cao su, MDF và phát triển 11 KCN tại các công ty con, công ty liên kết.

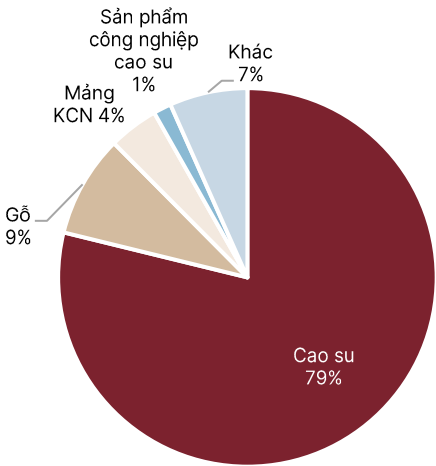
Cập nhật KQKD Q4/2025

Lợi nhuận ròng giảm mạnh trong Q4/2025, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ sụt giảm đáng kể trong điều kiện thời tiết bất lợi và hoạt động thanh lý gỗ cao su giảm. Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (-9% svck) và 1,13 nghìn tỷ đồng (-53% svck) – thấp hơn ước tính của chúng tôi là giảm 36% svck – do chi phí khác tăng gấp đôi svck (tăng 106 tỷ đồng).

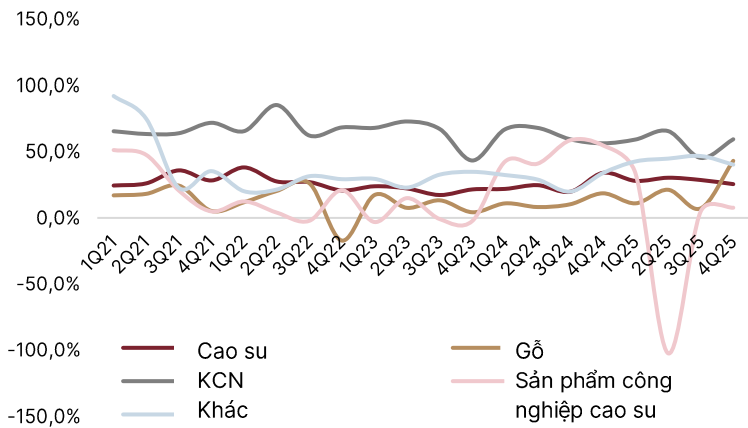
- Doanh thu mảng sản xuất mù cao su giảm 11% svck, với giá bán bình quân giảm 8% svck, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Biên lợi nhuận hoạt động của mảng này thu hẹp còn 26% (-8 điểm % svck).
- Doanh thu mảng chế biến gỗ cao su giảm 27% svck do nhu cầu yếu. Phần lớn sản lượng MDF được tiêu thụ trong nước do cạnh tranh gay gắt, trong bối cảnh MDF là nguyên liệu chính cho ngành sản xuất đồ nội thất và ngoại thất, lĩnh vực đang bị ảnh hưởng bởi mức thuế xuất khẩu 20% khi xuất khẩu sang thị trường Mỹ.
- Doanh thu mảng thanh lý cây cao su giảm mạnh 71% svck.
- Mảng Khu công nghiệp.** GVR hiện đầu tư tại 11 công ty con phát triển hạ tầng KCN, gồm: Bắc Đồng Phú, Dầu Giây, Nam Tân Uyên, An Điền, Tân Bình, Long Khánh, Bình Long, Công Hòa, Thống Nhất, VRG Long Thành và Nam Pleiku, với tổng quỹ đất hơn 6.566 ha. Doanh thu từ các KCN đạt 362 tỷ đồng (+12% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 59,4% chủ yếu nhờ giá cho thuê tăng 3% svck.
- Lợi nhuận từ liên doanh MDF Dongwha giảm mạnh xuống 8,6 tỷ đồng, so với 79 tỷ đồng trong quý trước.

Lũy kế năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 28 nghìn tỷ đồng (+10% svck) và 6,3 nghìn tỷ đồng (+31% svck) – hoàn thành 126% kế hoạch lợi nhuận năm của GVR.

Doanh thu theo mảng hoạt động trong Q4/2025



Biên lợi nhuận gộp (%) theo mảng hoạt động trong Q1/2021 – Q4/2025



Nguồn: GVR, SSI Research

Triển vọng

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2026 của GVR sẽ lần lượt đạt 31,7 nghìn tỷ đồng (+9,8% svck) và 7,3 nghìn tỷ đồng (+16% svck). Các giả định chính bao gồm:

Doanh thu cho thuê đất KCN bù đắp cho mảng cao su. Doanh thu cao su trong năm 2026 được dự báo giảm 3% svck do ảnh hưởng thời tiết làm hạn chế sản lượng. Trong khi đó, mảng cho thuê đất khu công nghiệp dự kiến tăng mạnh 35% svck lên 95 ha, ghi nhận 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu (+30% svck), động lực đến từ các dự án Nam Tân Uyên 3 và Bắc Đồng Phú giai đoạn 2, nhờ việc mở rộng quy mô khách hàng đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) trước đó.

Chuyển đổi đất mở ra tăng trưởng trong dài hạn. GVR đang đẩy nhanh các thủ tục phê duyệt cho 23.444 ha đất khu công nghiệp đến năm 2030, tập trung chủ yếu tại các tỉnh phía Nam. Năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu từ chuyển đổi đất đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (gấp 1,2 lần svck) và lợi nhuận trước thuế đạt 2,63 nghìn tỷ đồng, trên giả định chuyển đổi 1.000 ha tại Đồng Nai.

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	25.483	22.138	26.242	29.033	31.704
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-2,83%	-13,13%	18,54%	10,64%	9,20%
Biên lợi nhuận gộp (%)	24,89%	22,42%	26,54%	24,56%	22,95%
NPATMI	3.882	2.623	3.989	5.625	6.627
EPS (VND)	807	646	1.207	1.588	1.843
Tăng trưởng EPS (%)	-7,70%	-12,14%	43,14%	31,60%	16,03%
Nợ/VCSH	0,14	0,12	0,12	0,05	0,04
Tỷ suất cổ tức	1,15%	1,15%	1,15%	1,38%	1,40%
ROE	8,98%	6,14%	8,27%	10,15%	10,89%
P/E (x)	43,25	54,02	26,10	21,85	22,69
P/B (x)	2,61	2,54	2,16	1,82	1,69
EV/EBITDA (x)	4,85	4,2	4,1	3,8	3,9

Nguồn: GVR, SSI Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với GVR trong dài hạn, nhờ quỹ đất cao su lớn nhất cả nước, với tổng diện tích 394.782 ha trải rộng tại các tỉnh trọng điểm phía Nam như Bình Dương (cũ), Đồng Nai, Bà Rịa–Vũng Tàu (cũ) và Tây Ninh. Việc chuyển đổi hơn 23.000 ha đất cao su sang phát triển khu công nghiệp mở ra giai đoạn tăng trưởng mới cho công ty. Dựa trên phương pháp định giá tổng hợp từng phần (SOTP), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 35.700 đồng/cổ phiếu (thấp hơn mức giá thị trường hiện tại khoảng 16%). Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP sau khi giá cổ phiếu đã tăng mạnh 49,2% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi (xem [tại đây](#)).

Rủi ro: (i) Tiến độ chuyển đổi đất từ trồng cây cao su sang phát triển KCN có khả năng gặp khó khăn và chậm trễ trong quá trình phê duyệt pháp lý; và (ii) Nhu cầu đối với cao su tự nhiên có thể suy giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu đối mặt với nhiều thách thức.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	5.564	5.779	7.886	10.687
+ Đầu tư ngắn hạn	11.355	13.952	14.563	14.709
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.546	2.539	2.587	2.065
+ Hàng tồn kho	3.360	4.352	6.671	7.005
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.017	1.048	1.251	1.351
Tổng tài sản ngắn hạn	23.842	27.670	32.960	35.816
+ Các khoản phải thu dài hạn	657	608	498	523
+ GTCL Tài sản cố định	34.438	35.337	35.439	36.148
+ Bất động sản đầu tư	1.344	1.287	1.246	1.209
+ Tài sản dài hạn dở dang	10.774	9.067	7.588	7.892
+ Đầu tư dài hạn	2.957	2.688	2.530	2.657
+ Tài sản dài hạn khác	4.049	6.727	6.250	5.938
Tổng tài sản dài hạn	54.220	55.713	53.553	54.365
Tổng tài sản	78.062	83.384	86.513	90.181
+ Nợ ngắn hạn	9.653	11.594	11.352	10.217
Trong đó: vay ngắn hạn	3.003	4.075	1.391	1.113
+ Nợ dài hạn	13.432	13.392	12.560	12.309
Trong đó: vay dài hạn	3.577	2.964	1.586	1.507
Tổng nợ phải trả	23.085	24.987	23.912	22.526
+ Vốn góp	40.000	40.000	40.000	40.000
+ Thặng dư vốn cổ phần	326	326	401	401
+ Lợi nhuận chưa phân phối	5.187	6.241	7.334	8.434
+ Quỹ khác	41	53	48	58
Vốn chủ sở hữu	54.977	58.397	62.601	67.655
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	78.062	83.384	86.513	90.181
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.249	3.411	6.835	8.202
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.087	-1.196	1.182	1.300
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-921	-1.013	-6.092	-6.701
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.241	1.202	1.925	2.801
Tiền đầu kỳ	4.370	5.564	5.778	7.886
Tiền cuối kỳ	5.564	5.778	7.886	10.687
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,47	2,39	2,90	3,51
Hệ số thanh toán nhanh	2,12	2,01	2,32	2,82
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,58	0,50	0,69	1,05
Nợ ròng / EBITDA	0,14	0,21	-0,47	-0,73
Khả năng thanh toán lãi vay	7,43	12,82	25,44	27,80
Ngày phải thu	42,0	35,3	32,6	23,8
Ngày phải trả	10,8	8,5	6,3	6,0
Ngày tồn kho	71,4	82,4	120,0	104,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,70	0,70	0,72	0,75
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,12	0,14	0,13	0,11
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,42	0,43	0,38	0,33
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,12	0,12	0,05	0,04
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,05	0,07	0,02	0,02

Nguồn: GVR, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	22.138	26.242	28.939	31.704
Giá vốn hàng bán	-17.176	-19.277	-20.293	-24.429
Lợi nhuận gộp	4.963	6.965	8.646	7.275
Doanh thu hoạt động tài chính	1.115	957	1.073	1.016
Chi phí tài chính	-618	-465	-312	-309
Thu nhập từ các công ty liên kết	-208	162	198	198
Chi phí bán hàng	-591	-554	-485	-495
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.864	-2.325	-2.746	-2.132
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	2.796	4.740	6.366	5.355
Thu nhập khác	1.318	867	1.260	2.932
Lợi nhuận trước thuế	4.114	5.606	7.626	8.286
Lợi nhuận ròng	3.373	4.827	6.352	7.370
Lợi nhuận chia cho cổ đông	2.623	3.989	5.625	6.627
Lợi ích của cổ đông thiểu số	750	838	728	743
EPS cơ bản (VND)	646	1.207	1.588	1.843
Giá trị sổ sách (VND)	13.744	14.599	15.650	16.914
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	400	400	400	400
EBIT	4.591	5.959	7.938	8.595
EBITDA	7.080	5.959	10.396	11.083
Tăng trưởng				
Doanh thu	-12,9%	18,5%	10,3%	9,6%
EBITDA	-18,8%	-15,8%	74,5%	6,6%
EBIT	-26,6%	29,8%	33,2%	8,3%
Lợi nhuận ròng	-29,8%	43,1%	31,6%	16,0%
Vốn chủ sở hữu	2,7%	6,2%	7,2%	8,1%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-0,5%	6,8%	3,8%	4,2%
Định giá				
P/E	54,0	26,1	21,9	15,5
P/B	2,5	2,2	1,8	1,7
Giá/Doanh thu	1,6	1,4	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức	1,1%	1,1%	1,4%	1,4%
EV/EBITDA	4,2	4,1	3,8	3,7
EV/Doanh thu	1,7	1,6	1,4	1,3
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,4%	26,5%	29,9%	22,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	12,6%	18,1%	22,0%	16,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	15,2%	18,4%	21,9%	23,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,7%	2,1%	1,7%	1,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	8,4%	8,9%	9,5%	6,7%
ROE	6,1%	8,3%	10,1%	10,9%
ROA	3,4%	4,8%	6,5%	7,3%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Bất động sản

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên Phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321