Báo cáo cổ phiếu: GVR

Giá cao su đẩy lợi nhuận lõi, bồi thường đất làm đẹp số báo cáo; giá đã sát giá trị tổng các phần – nắm giữ

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam – CTCP (HOSE: GVR) · cao su thượng nguồn, chế biến gỗ, KCN, thủy điện; holding hơn 100 công ty con · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 29,0 nghìn đ (13/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ 9T/2026	LNST MẸ 2026F	P/B · P/E LÕI	TSR20 QUÝ 4
29,0 nghìn đ · 13/11/2026	**29,3** nghìn đ · +1% · SOTP 26,9	**7.750** tỷ đ · lõi 4.806	**10.198** tỷ đ · lõi 6.823 (+49%)	**1,83x** P/E lõi 4 quý 20,5x	**2,48** USD/kg · +44% cùng kỳ

GÓC NHÌN AAS	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LN LÕI MẸ 2027F
NẮM GIỮ	**29,0** nghìn đ	**29,3** nghìn đ	**23,7–27,7** nghìn đ	**> 39,6** nghìn đ	**7.294** tỷ đ

Hành động: người đang nắm giữ tiếp tục giữ trong vùng 27,7–39,6 nghìn, chốt lời từng phần trên 39,6 nghìn; người chưa có cổ phiếu chờ vùng 23,7–27,7 nghìn. **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu giá về dưới 27,7 nghìn hoặc cổ tức tiền tăng rõ rệt. **Hạ về THEO DÕI** nếu TSR20 rơi dưới 1,9 USD/kg.

KẾT LUẬN

9T/2026 LNST mẹ 7.750 tỷ (+71%), nhưng 2.944 tỷ là thu nhập khác một lần (bồi thường giao đất 2.977 tỷ, thanh lý vườn cây 1.600 tỷ). LN lõi 4.806 tỷ (+33%) nhờ TSR20 tăng và sản lượng cải thiện; giá thành tăng theo giá bán nên biên gộp mủ không mở rộng (28,9% so với 30,1%). AAS dự báo quý 4 LNST mẹ ~2.448 tỷ, cả năm ~10.198 tỷ (lõi 6.823 tỷ), LNST hợp nhất ~11.351 tỷ, gấp 2,0 lần kế hoạch thận trọng của ĐHĐCĐ.

SOTP 26,9 nghìn đ/cp (cao su P/E lõi 10x, 11 công ty niêm yết theo giá thị trường, 31,3 nghìn tỷ tiền ròng, quỹ đất KCN hạng A, B, thanh lý và bồi thường định giá riêng); P/B 2,0x cho 31,7 nghìn; giá trị hợp lý 29,3 nghìn, sát giá hiện tại. P/E báo cáo 13,7x trông rẻ nhưng P/E lõi 20,5x; giá đã phản ánh chu kỳ cao su thuận lợi – AAS khuyến nghị NẮM GIỮ.

MỦ CAO SU

6.151 tỷ LN gộp 9T/2026 (+25%)

- TSR20 Q4 ~2,48 USD/kg
- Giá thành tăng ~0,61 theo giá bán
- ±0,1 USD/kg: ±451 tỷ LN lõi

ĐẤT: KCN, BỒI THƯỜNG

4.092 tỷ thu nhập khác ròng 9T/2026

- Bồi thường giao đất 2.977 tỷ
- KCN phân bổ, 11.010 tỷ chờ ghi nhận
- 1.600 ha KCN sẵn sàng, 5 KCN mới

HOLDING, TIỀN

31,3 nghìn tỷ tiền ròng 30/09/2026

- 11 công ty con niêm yết ~12,3 nghìn tỷ
- Thiểu số 10% LNST
- Nhà nước 96,77%, cổ tức 4%

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 25.434 tỷ (+22%), LNTT 10.249 tỷ (+67%, 148% kế hoạch năm), LNST mẹ 7.750 tỷ (+71%); LN lõi 4.806 tỷ (+33%).
2. **Cao su là động lực lõi:** LN gộp mủ 9T 6.151 tỷ (+25%); TSR20 quý 4 ~2,48 USD/kg. Thu nhập khác ròng 4.092 tỷ (bồi thường 2.977 tỷ) là một lần.
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 2.448 tỷ (1.622 đến 3.797); năm 2026 10.198 tỷ (lõi 6.823); 2027 lõi 7.294 tỷ ở TSR20 2,3 USD/kg (5.464 – 9.155 ở 1,9–2,7).
4. **Định giá:** SOTP 26,9 nghìn (thận trọng 20,9 – tích cực 33,2); P/B 2,0x 31,7 nghìn; giá trị hợp lý 29,3 nghìn đ/cp (+1%).
5. **NẮM GIỮ**: P/B 1,83x, P/E lõi 20,5x. Tích lũy 23,7–27,7 nghìn, mua mạnh dưới 23,7 nghìn, chốt lời từng phần trên 39,6 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: thượng nguồn cao su lớn nhất Việt Nam; lợi nhuận đến từ giá TSR20 và từ quỹ đất – thứ nhì ghi nhận một lần

- **Bốn nguồn lợi nhuận:** (1) mủ cao su: 83% LN gộp 9T/2026, giá bán chạy theo TSR20 (SGX) và RSS3 (Osaka); (2) gỗ cao su, KCN, thủy điện, dịch vụ: 17% LN gộp; (3) thu nhập tài chính trên ~34,0 nghìn tỷ tiền và tiền gửi; (4) thu nhập khác từ thanh lý vườn cây và bồi thường khi giao đất cho địa phương – 9T/2026 4.092 tỷ ròng, bằng 40% LNTT.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) giá TSR20 quy đổi VND; (2) sản lượng tiêu thụ (2025: 535 nghìn tấn); (3) giá thành/tấn – tăng theo giá bán vì lương khoán và mủ thu mua; (4) quản lý doanh nghiệp dồn quý 4; (5) thu nhập khác một lần – không đưa vào lợi nhuận lõi.
- **Holding nhiều tầng:** hơn 100 công ty con, trong đó 11 công ty niêm yết hoặc đăng ký giao dịch (PHR, DPR, TRC, HRC, BRR, RTB, NTC, MH3, GTA, RBC, MDF) và 3 công ty liên kết niêm yết (BRC, BAX, VRG). Lợi ích cổ đông không kiểm soát 6.482 tỷ, chiếm 10% LNST 9T/2026.

ĐẦU VÀO: ĐẤT, VƯỜN CÂY, LAO ĐỘNG

Quỹ đất trồng cao su ~378 nghìn ha (Việt Nam, Lào, Campuchia)
69,8 nghìn tỷ vốn chủ; ~305 nghìn ha có chứng chỉ quản lý rừng
vườn cây là TSCĐ, chu kỳ kiến thiết 7–8 năm, khai thác ~20 năm · Trên BCTC: TSCĐ hữu hình, XDCB dở dang

Khai thác và thu mua mủ
462,6 nghìn tấn khai thác, 535,3 nghìn tấn tiêu thụ 2025
chi phí lao động khoán theo giá bán và mủ thu mua chiếm phần lớn giá thành · Trên BCTC: giá vốn hàng bán

→

CHẾ BIẾN, TÁI CANH

Chế biến mủ SVR/RSS/latex (~662 nghìn tấn/năm công suất)
giá thành mủ bán ra ~38,8 triệu đ/t Q3/2026
chi phí chung khai thác phân bổ theo sản lượng thực tế so với kế hoạch năm · Trên BCTC: giá vốn bộ phận mủ

Thanh lý vườn cây già → gỗ cao su, đất chuyển KCN
1.600 tỷ thu thanh lý 9T/2026
gỗ đi vào 16 công ty chế biến gỗ (~1,2 triệu m³/năm); đất trả địa phương nhận bồi thường · Trên BCTC: thu nhập khác

→

GHI NHẬN LỢI NHUẬN

Mủ cao su (thượng nguồn)
21.266 tỷ DT 9T/2026, biên gộp 29%
giá theo TSR20/RSS3 trễ ~1 tháng · Trên BCTC: DT bộ phận sản xuất và kinh doanh mủ

Gỗ, KCN, điện, dịch vụ
4.168 tỷ DT 9T/2026, LN gộp 1.282 tỷ
KCN phân bổ tiền thuê đất theo thời hạn thuê (còn 11.010 tỷ chờ phân bổ) · Trên BCTC: DT bộ phận, doanh thu chưa thực hiện

Thu nhập khác một lần
4.916 tỷ 9T/2026 (bồi thường 2.977 tỷ)
không lặp lại theo quý · Trên BCTC: thu nhập khác

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn mủ cao su	59,4
Giá vốn gỗ, KCN, điện, khác	11,3
Bán hàng + quản lý	10,0
Thu nhập tài chính ròng (cộng vào)	–4,3
Thu nhập khác ròng, một lần (cộng vào)	–16,1
Thuế, liên kết, thiểu số	9,1
= LNST cổ đông mẹ	30,5

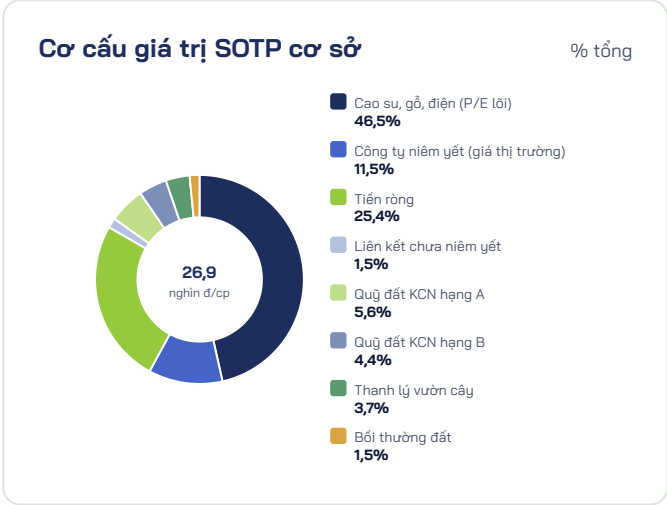
Thu nhập khác một lần (thanh lý vườn cây, bồi thường đất) bằng 16,1 đồng trên 100 đồng doanh thu, gần bằng toàn bộ phần lợi nhuận từ gỗ, KCN, điện cộng lại.

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 3/2026 (báo cáo bộ phận TM52, thu nhập khác TM42, doanh thu chưa thực hiện); BCTN 2025 (sản lượng, diện tích, công suất); AAS tính.

Cổ đông: Bộ Tài chính nắm 96,77%, cổ phiếu tự do ~3%; khối ngoại 0,61%

- **Nhà nước 96,77%** (3.870,8 triệu cp, đại diện chủ sở hữu là Bộ Tài chính từ 2025). 22.230 cổ đông trong nước chỉ giữ 2,8%, nước ngoài 0,43% (danh sách 14/11/2025). Cổ phiếu tự do dưới 10%: GVR đã đề nghị Bộ Tài chính xác nhận thuộc diện chuyển tiếp của Luật Chứng khoán sửa đổi (Luật 68/2025/QH15) để giữ tư cách đại chúng (thuyết minh BCTC quý 3/2026).
- **Hệ quả cho nhà đầu tư:** giá trị giao dịch nhỏ so với vốn hóa ~116 nghìn tỷ, giá phản ứng mạnh theo dòng tiền ngắn hạn; cổ tức tiền thấp (4% mệnh giá, 400 đ/cp cho năm 2025, giao dịch không hưởng quyền 10/11/2026) dù tiền ròng lớn – phần lớn lợi nhuận giữ lại theo quyết định của chủ sở hữu Nhà nước.
- **Đề án cơ cấu lại đến 2025** và Nghị định 57/2026/NĐ-CP về cơ cấu lại vốn Nhà nước: chưa có lộ trình giảm sở hữu cụ thể; nếu bán bớt vốn Nhà nước, nguồn cung cổ phiếu sẽ lớn so với thanh khoản hiện tại.





Nguồn: BCTN 2025 (danh sách cổ đông 14/11/2025); room khối ngoại phiên 26/08/2026; AAS tính SOTP (mục 10).

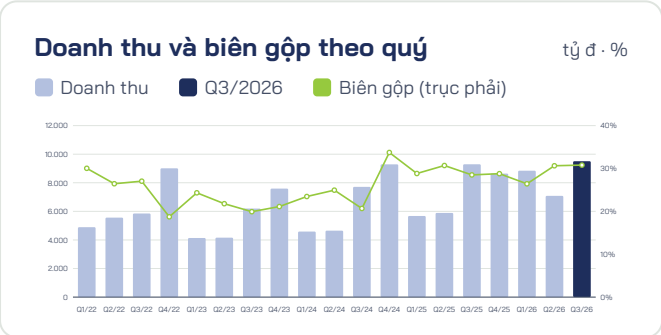
2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNST mẹ 7.750 tỷ (+71%), LNST hợp nhất 8.626 tỷ đã vượt 55% kế hoạch cả năm; nhưng 2.944 tỷ đến từ thu nhập khác một lần – lõi tăng +33%

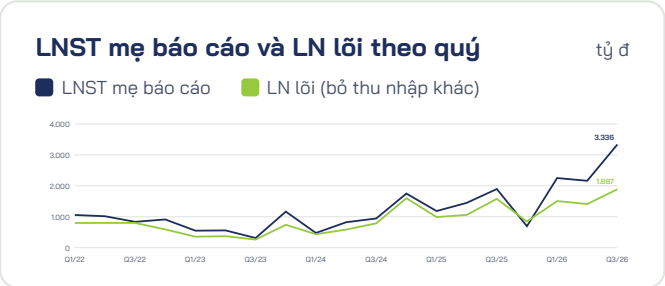
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Doanh thu thuần	26.190	25.421	22.138	26.242	29.078	20.861	25.434
LN gộp trước khấu hao	9.718	8.677	7.277	9.480	11.538	7.956	9.424
Biên gộp trước khấu hao	37,1%	34,1%	32,9%	36,1%	39,7%	38,1%	37,1%
Bán hàng + quản lý (gồm khấu hao)	−2.189	−2.349	−2.456	−2.879	−3.687	−1.862	−2.552
EBITDA	7.690	6.500	4.995	6.789	8.068	6.234	7.022
Khấu hao (theo yếu tố)	−2.304	−2.459	−2.488	−2.704	−3.102	−2.003	−2.141
EBIT	5.386	4.041	2.507	4.086	4.966	4.231	4.881
Thu nhập tài chính ròng	112	201	497	492	781	507	1.098
Liên kết	285	204	−208	162	304	130	177
Thu nhập khác ròng (một lần)	429	1.323	1.318	867	1.057	1.267	4.092

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
LNTT	**6.213**	**5.768**	**4.114**	**5.606**	**7.108**	**6.136**	**10.249**
LNST cổ đông mẹ	4.158	3.882	2.623	3.989	5.319	4.529	7.750
LN lõi cổ đông mẹ	**3.891**	**3.027**	**1.803**	**3.416**	**4.569**	**3.627**	**4.806**

Nguồn: BCTC hợp nhất GVR (năm kiểm toán, quý 2026); AAS tính. Khấu hao theo yếu tố (thuyết minh năm; 9T/2026 theo báo cáo bộ phận, 9T/2025 theo LCTT); giả định 93% khấu hao nằm trong giá vốn. LN lõi = LNST mẹ − thu nhập khác ròng × (1 − 20% thuế) × tỷ lệ phần mẹ.

- **Doanh thu 9T/2026 25.434 tỷ (+22%)**, LN gộp 7.433 tỷ (+22%), biên 29,2% (cùng kỳ 29,2%): giá TSR20 quy đổi VND tăng ~13%, sản lượng mủ bán ra ước +14%.
- **Thu nhập khác ròng 9T 4.092 tỷ (cùng kỳ 1.267 tỷ)**: thanh lý vườn cây 1.600 tỷ, bồi thường, hỗ trợ khi giao đất 2.977 tỷ (riêng quý 3 1.779 tỷ). Đây là nguồn chính làm LNTT quý 3 tăng 69%.
- **Kế hoạch 2026 thận trọng:** ĐHĐCĐ duyệt doanh thu 33.799 tỷ, LNTT 6.948 tỷ, LNST 5.558 tỷ; 9T đã đạt LNTT 10.249 tỷ (148% kế hoạch).
- **Mùa vụ:** quý 4 thường có doanh thu cao nhất (tỷ trọng trung vị 36%) nhưng quản lý doanh nghiệp cũng dồn quý 4 (Q4/2025: 1.692 tỷ).





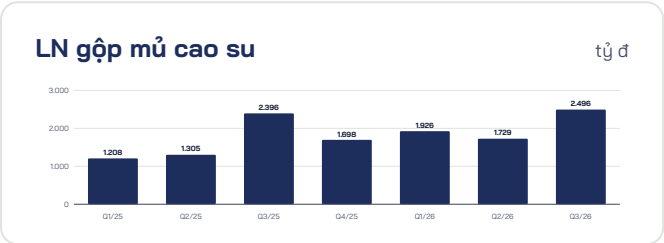
Nguồn: BCTC hợp nhất GVR; AAS tính.

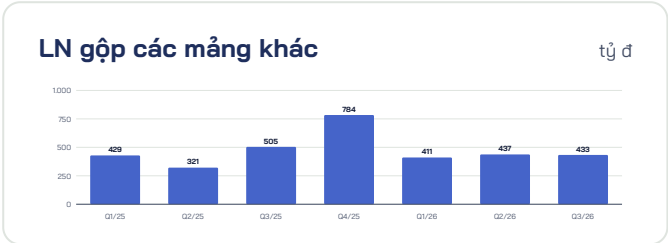
3 Bức tranh theo mảng: mủ cao su tạo 83% LN gộp 9T/2026 (+25%); gỗ phục hồi, KCN và điện giảm

Mảng (tỷ đ)	DT 9T/2025	DT 9T/2026	±%	LN gộp 9T/2025	LN gộp 9T/2026	Biên 9T/2026	LN gộp 2025
Mủ cao su	16.292	21.266	+31%	4.909	6.151	28,9%	6.607
Chế biến gỗ	1.709	1.939	+13%	214	272	14,0%	537
KCN, BĐS, hạ tầng	877	700	−20%	485	372	53,2%	725
Điện năng	400	346	−13%	200	147	42,4%	295
Sản phẩm từ cao su	344	366	+6%	20	34	9,3%	30
Khác (gồm du lịch)	812	818	+1%	336	457	55,8%	453
Cộng (= KQKD)	**20.434**	**25.434**	**+24%**	**6.164**	**7.433**	**29,2%**	**8.646**

Nguồn: báo cáo bộ phận theo lĩnh vực kinh doanh trong BCTC hợp nhất quý 1, 6T (soát xét), 9T các năm 2025–2026 và năm 2025; DT ra bên ngoài, LN gộp = DT ra bên ngoài − giá vốn bộ phận. Thu nhập khác, tài chính, thuế không phân bổ theo mảng. Tổng 9T/2026 khớp KQKD hợp nhất (chênh ≤ 15 tỷ); 9T/2025 dùng số gốc trước trình bày lại nên lệch KQKD trình bày lại {f(float(N9L.rev)-S9L.tot_rev)} tỷ doanh thu.

- **Mủ cao su:** DT 21.266 tỷ (+31%), biên gộp 28,9% (9T/2025 30,1%). Giá vốn tăng gần bằng tốc độ doanh thu vì chi phí lao động khoán và mủ thu mua chạy theo giá bán (mục 4).
- **Chế biến gỗ:** DT 1.939 tỷ (+13%), LN gộp 272 tỷ; nguyên liệu từ vườn cây thanh lý của chính tập đoàn (kế hoạch 2026 thanh lý 7.434 ha, +9,4%).
- **KCN, BĐS:** DT 700 tỷ (−20%), LN gộp 372 tỷ; tiền thuê đất được phân bổ theo thời hạn thuê nên lợi nhuận KCN trên KQKD nhỏ so với tiền thu (mục 6).
- **Điện năng:** LN gộp 147 tỷ (−26%) theo thủy văn; năm 2025 sản lượng 608 triệu kWh, kế hoạch 2026 480,5 triệu kWh.





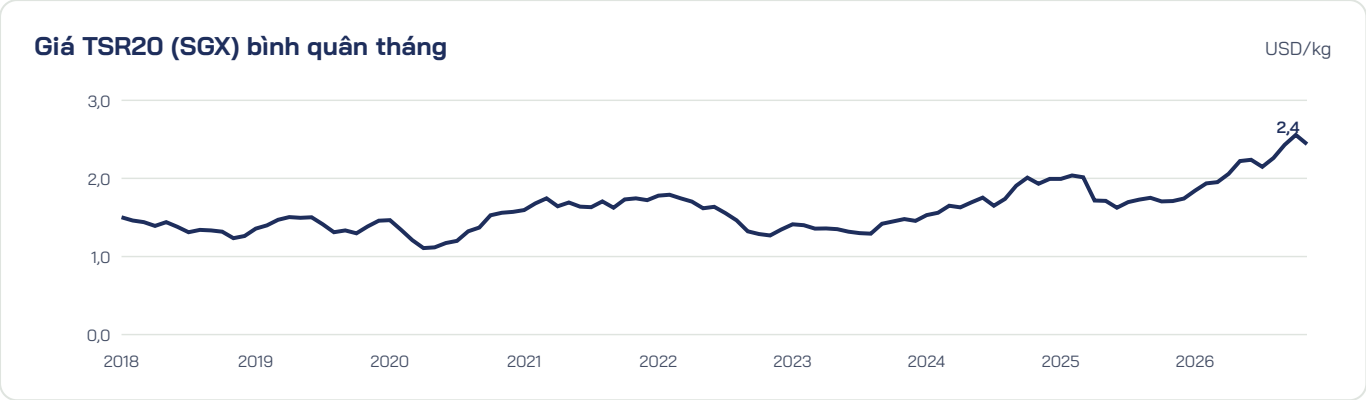
Nguồn: báo cáo bộ phận BCTC hợp nhất; quý = lũy kế trừ lũy kế. Q2–Q3/2025 tính từ số gốc 6T và 9T, chưa theo số trình bày lại.

4 Cao su: TSR20 quý 4 ~2,48 USD/kg (+44% so với cùng kỳ); giá thành tăng ~0,61 đồng cho mỗi đồng giá bán, nên LN gộp/tấn chỉ giữ ~39% phần tăng giá

Quý	TSR20 trễ 1 tháng (USD/kg)	Tỷ giá	Giá bán (tr đ/t)	Sản lượng ước (nghìn t)	Giá thành (tr đ/t)	LN gộp/t (tr đ)
Q1/25	2,01	25.226	49,2	87,6	35,5	13,8
Q2/25	1,81	25.789	45,5	105,8	33,1	12,3
Q3/25	1,68	26.090	42,7	167,9	28,4	14,3
Q4/25	1,72	26.144	43,8	153,2	32,7	11,1
Q1/26	1,84	25.980	46,5	159,4	34,4	12,1
Q2/26	2,08	26.131	52,8	107,8	36,7	16,0
Q3/26	2,22	25.961	55,9	146,2	38,8	17,1
Q4/26F	**2,48**	**25.633**	**61,7**	**175,2**	**43,4**	**18,3**

Nguồn: TSR20 hợp đồng SGX (bình quân tháng, trễ 1 tháng); tỷ giá USD/VND mua chuyển khoản bình quân quý; doanh thu, giá vốn bộ phận mủ; AAS tính. Giá bán = 0,972 × TSR20 × tỷ giá; hệ số 0,972 hiệu chỉnh để tổng sản lượng mủ bán ra ngoài 2025 = 514,5 nghìn tấn (535,3 nghìn tấn tiêu thụ theo BCTN, quy theo tỷ lệ DT bán ra ngoài). Sản lượng quý = DT mủ / giá bán: là số ước tính, GVR không công bố sản lượng quý.

- **Giá bán:** TSR20 bình quân quý 4 (tháng 9–11, trễ 1 tháng) 2,48 USD/kg so với 1,72 cùng kỳ; giá bán quy đổi ~61,7 triệu đ/t (Q4/2025 43,8). TSR20 phiên gần nhất ~2,51 USD/kg, cao nhất từ 2017.
- **Sản lượng:** 9T/2026 mủ bán ra ước 413 nghìn tấn (+14% so với cùng kỳ), phù hợp thuyết minh GVR về năng suất khai thác cải thiện; GVR không công bố sản lượng quý nên đây là số suy ra từ doanh thu và giá.
- **Giá thành tăng theo giá bán:** giá thành/tấn Q3/2026 38,8 triệu đ (cùng kỳ 28,4). Mỗi 1 triệu đ/t giá bán tăng kéo giá thành tăng ~0,61 triệu đ: lương khoán sản phẩm và mủ thu mua tiểu điền định giá theo giá thị trường. Vì vậy biên gộp mủ không mở rộng (28,9% 9T/2026 so với 30,1% cùng kỳ) dù giá bán tăng mạnh; LN gộp tăng nhờ quy mô doanh thu.
- **Tác động của giá:** mỗi ±0,1 USD/kg TSR20 bình quân 2027 làm LN lõi cổ đông mẹ thay đổi ~451 tỷ (~113 đ/cp), đã tính phần giá thành đi theo giá bán.



Nguồn: Ngân hàng Thế giới (đến 12/2024), hợp đồng TSR20 SGX (từ 01/2025); AAS tổng hợp.

5 Lợi nhuận một lần: thu nhập khác ròng 9T/2026 4.092 tỷ, chiếm 38% LNST mẹ; P/E lõi 4 quý 20,5x, không phải 13,7x

Quý	Thanh lý vườn cây	Bồi thường, hỗ trợ	Khác	Tổng thu nhập khác	Chi phí khác	Thu nhập khác ròng
Q4/23	198	334	221	753	−104	649
Q1/24	67	3	52	123	−53	70
Q3/24	212	5	107	324	−92	232
Q4/24	171	146	182	500	−288	227
Q1/25	313	1	49	363	−85	278
Q2/25	428	85	102	615	−61	530
Q3/25	293	131	150	574	−115	459
Q4/25	50	57	289	396	−641	−210
Q1/26	700	380	53	1.134	−96	1.038
Q2/26	447	817	165	1.430	−99	1.057
Q3/26	**452**	**1.779**	**122**	**2.353**	**−355**	**1.998**

Nguồn: thuyết minh thu nhập khác BCTC hợp nhất từng quý (bản quý, chưa soát xét; quý 1, 2/2026 bản scan đọc ảnh trang); chi phí khác và thu nhập khác ròng theo KQKD trong kho dữ liệu (quý 2 lấy số soát xét nên tổng khác bản quý). Q2/2024 không có thuyết minh dạng chữ.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	4 quý gần nhất
LNST cổ đông mẹ	2.623	3.989	5.319	4.529	7.750	8.444
– Thu nhập khác ròng sau thuế, phần mẹ	−820	−573	−750	−902	−2.944	−2.795
= LN lõi cổ đông mẹ	**1.803**	**3.416**	**4.569**	**3.627**	**4.806**	**5.650**
P/E tại giá hiện tại (báo cáo / lõi)	44,2 / 64,3	29,1 / 34,0	21,8 / 25,4			13,7 / 20,5

Nguồn: BCTC hợp nhất; AAS tính. LN lõi bỏ toàn bộ thu nhập khác ròng (thanh lý vườn cây, bồi thường, thanh lý TSCĐ), thuế 20%, theo tỷ lệ phần mẹ của từng quý.

- **Ba khoản một lần:** (1) thanh lý vườn cây già khi tái canh hoặc giao đất (1.600 tỷ 9T/2026, cả năm 2025 1.084 tỷ) – lặp lại theo chu kỳ tái canh nhưng không đều theo quý và phụ thuộc giá gỗ; (2) bồi thường, hỗ trợ khi giao đất cho địa phương làm dự án (2.977 tỷ 9T/2026 so với 274 tỷ cả năm 2025); (3) lãi chuyển đổi đất sang KCN – ở GVR chủ yếu đi qua tiền thuê đất phân bổ của công ty con KCN, không phải thu nhập khác.
- **Bẫy P/E lịch sử (như PHR):** P/E báo cáo đã gồm bồi thường và thanh lý. Nếu định giá bằng P/E báo cáo rồi cộng thêm giá trị đất thì đếm hai lần. AAS định giá phần vận hành bằng P/E × LN lõi và cộng riêng dòng thanh lý, bồi thường (mục 10).
- **Thoái vốn:** 9T/2026 không có lãi thoái vốn đáng kể (doanh thu tài chính chủ yếu là lãi tiền gửi 217 tỷ quý 3); kế hoạch tái cơ cấu chỉ gồm sáp nhập các công ty TNHH 100% vốn.

6 KCN sau Thông tư 99: GVR phân bổ tiền thuê theo thời hạn thuê như SIP và SZC; 11 nghìn tỷ chờ phân bổ đã nằm trong tiền

- **Cách ghi nhận trên số hợp nhất:** các KCN con (Long Khánh, Dầu Giây, An Điền, Tân Bình, Bình Long, Bắc Đồng Phú, Nam Tân Uyên...) thu trước tiền thuê đất cả kỳ thuê và phân bổ dần vào doanh thu. Tại 30/09/2026: tổng giá trị hợp đồng đã ký 13.961 tỷ, đã phân bổ lũy kế đến 01/01/2026 2.674 tỷ, phân bổ trong kỳ 277 tỷ, còn chờ phân bổ 11.010 tỷ.
- **Thông tư 99 (từ 01/01/2026):** 1.186 tỷ hợp đồng đủ điều kiện ghi nhận một lần được trình bày lại vào số đầu kỳ, không đi qua KQKD 2026. Vì vậy LN KCN 9T/2026 chỉ 372 tỷ (–23%) dù 2025 cho thuê mới 128 ha; vốn chủ (và P/B) đã gồm phần trình bày lại.
- **Thống nhất với nhóm KCN:** KBC, VGC, IDC vẫn ghi nhận một lần khi bàn giao, nên lợi nhuận giật cục và P/E vô nghĩa; SZC chuyển sang phân bổ, SIP phân bổ từ trước, nên lợi nhuận đều và P/E dùng được. GVR thuộc nhóm phân bổ: LN KCN hợp nhất đều nhưng nhỏ so với tiền thu; NTC (con của GVR và PHR) đã ghi nhận một lần một phần hợp đồng nên lợi nhuận NTC giật hơn số hợp nhất.
- **Hệ quả định giá:** doanh thu chưa thực hiện 11.010 tỷ là tiền đã thu, nằm trong 34,0 nghìn tỷ tiền và tiền gửi → định giá bằng 0, không cộng thêm (file ngành mục 2). Giá trị KCN còn lại là quỹ đất chưa cho thuê: ~1.600 ha đất công nghiệp sẵn sàng (hạng A) và 5 KCN mới được chấp thuận chủ trương, nâng tổng lên ~6.300 ha (hạng B).

Nguồn: thuyết minh doanh thu chưa thực hiện, BCTC hợp nhất quý 3/2026; BCTN 2025 (14 KCN, 4.200 ha, lấp đầy 86,7%; 5 KCN mới; 1.600 ha công nghiệp, 125 ha dịch vụ sẵn sàng); file ngành AAS (KBC, SZC, SIP, VGC, IDC).

7 Công ty con niêm yết: phần GVR theo giá thị trường ~12,3 nghìn tỷ, xấp xỉ sổ sách 12,0 nghìn tỷ; thiểu số chiếm 10% LNST

Công ty	Tỷ lệ lợi ích	Giá (nghìn đ)	Vốn hóa (tỷ)	LNST mẹ 4 quý	P/E	P/B	Chiết khấu thanh khoản	Giá trị phần GVR (tỷ)
PHR – Cao su Phước Hòa	66,6%	29,4	7.171	1.102	6,5x	1,47x	0%	4.777
DPR – Cao su Đồng Phú	55,2%	35,9	3.115	419	7,4x	1,08x	0%	1.721
TRC – Cao su Tây Ninh	60,0%	19,9	2.394	284	8,4x	1,06x	0%	1.436
HRC – Cao su Hòa Bình	55,1%	30,0	906	69	13,0x	1,34x	30%	349
BRR – Cao su Bà Rịa	97,5%	17,0	1.912	281	6,8x	1,19x	30%	1.305
RTB – Cao su Tân Biên	98,5%	25,2	2.216	427	5,2x	0,99x	30%	1.527
NTC – KCN Nam Tân Uyên (trực tiếp)	20,4%	128,2	3.077	245	12,6x	2,06x	15%	534

Công ty	Tỷ lệ lợi ích	Giá (nghìn đ)	Vốn hóa (tỷ)	LNST mẹ 4 quý	P/E	P/B	Chiết khấu thanh khoản	Giá trị phần GVR (tỷ)
MH3 – KCN Cao su Bình Long	57,1%	27,0	648	45	14,4x	1,17x	30%	259
GTA – Chế biến Gỗ Thuận An	63,1%	7,6	79	8	10,0x	0,50x	30%	35
MDF – Gỗ MDF VRG Quảng Trị	97,3%	5,4	298	16	18,7x	0,45x	30%	203
BRC – Cao su Bến Thành	48,9%	11,0	136	24	5,6x	0,65x	30%	47
BAX – Thống Nhất	36,1%	28,8	236	45	5,2x	0,94x	30%	60
VRG – PT Đô thị và KCN Cao su VN	36,5%	12,9	334	32	10,5x	1,06x	30%	85
Cộng			**22.522**					**12.338**

Nguồn: tỷ lệ lợi ích theo danh sách công ty con, liên kết BCTC hợp nhất quý 3/2026; giá đóng cửa phiên gần nhất đến 13/11/2026; vốn góp, LNST theo BCTC từng công ty. NTC tính phần GVR nắm trực tiếp ~20,4% (tỷ lệ lợi ích 42,3% gồm phần qua PHR, đã nằm trong giá PHR; giả định PHR nắm 32,85% NTC, chưa đối chiếu). Số cổ phiếu PHR, TRC đã cộng cổ phiếu thưởng 80% (GDKHQ 10/09/2026) và 300% (14/09/2026) chưa vào vốn góp tại 30/09. Chiết khấu 15–30% cho mã giao dịch dưới 5 tỷ đ/phiên.

- **Thiểu số lớn nhưng không chi phối:** LNST 9T/2026 8.626 tỷ, thiểu số 876 tỷ (10,2%); các công ty con niêm yết tạo ~796 tỷ lõi vận hành phần GVR trong 4 quý (~18% lõi vận hành hợp nhất). Phần lớn lợi nhuận đến từ công ty mẹ và hơn 50 công ty TNHH, cổ phần 90–100% vốn (Dầu Tiếng, Lộc Ninh, Phú Riềng, Đồng Nai, các công ty ở Lào, Campuchia).
- **PHR, NTC mang câu chuyện đất:** PHR nhận bồi thường khi giao đất cho VSIP III và KCN; NTC giữ quỹ đất Nam Tân Uyên mở rộng. Định giá theo giá thị trường đã gồm kỳ vọng đất của hai mã này, nên AAS không cộng thêm đất của PHR, NTC vào quỹ đất của GVR.
- **DRI, SIP không phải công ty con:** DRI không thuộc danh sách công ty con, liên kết; SIP là khoản góp vốn nhỏ (giá gốc 91 tỷ, giá trị thu hồi 458 tỷ tại 30/09/2026) – tính trong dòng liên kết, góp vốn khác.
- **Nhiều công ty niêm yết giao dịch dưới giá trị sổ sách** (GTA, MDF, BRC ở P/B 0,5–0,7x), trong khi PHR, NTC cao hơn sổ sách nhờ câu chuyện đất: cả nhóm theo giá thị trường 12.338 tỷ so với sổ sách phần GVR 12.019 tỷ.

8 Tài chính: tiền ròng 31,3 nghìn tỷ (27% vốn hóa), CFO 9T 9.554 tỷ; tiền thừa lớn nhưng cổ tức tiền chỉ 4%

Tỷ đồng	Q4/24	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Tiền + đầu tư ngắn hạn	19.730	21.452	22.444	25.875	28.900	34.001
Vay ngắn + dài hạn	7.039	3.242	2.973	2.635	2.598	2.670
Tiền ròng	**12.691**	**18.210**	**19.471**	**23.239**	**26.302**	**31.330**
Vốn chủ cổ đông mẹ	52.982	58.102	56.357	58.879	60.495	63.307
CFO trong quý	−3.600	3.667	2.606	2.627	2.798	4.130
Chi đầu tư TSCĐ trong quý	−155	−137	−613	−210	−547	−366
Hàng tồn kho	4.374	5.171	6.697	4.234	4.024	4.707

Nguồn: BCTC hợp nhất GVR; AAS tính.

- **Thanh khoản dồi dào:** tiền và tiền gửi 34.001 tỷ, vay chỉ 2.670 tỷ; doanh thu tài chính 9T 1.275 tỷ, chủ yếu lãi tiền gửi. Một phần tiền là tiền thuê đất KCN thu trước (11.010 tỷ chờ phân bổ) và tiền bồi thường nhận trước.
- **CFO 9T/2026 9.554 tỷ** (cùng kỳ 4.348 tỷ), cao hơn LNST nhờ khấu hao ~2,1 nghìn tỷ và thu tiền bồi thường; chi đầu tư TSCĐ 9T 1.123 tỷ (vườn cây kiến thiết cơ bản, nhà máy).
- **Cổ tức:** 4% mệnh giá (1.600 tỷ) cho năm 2025, chỉ ~30% LNST mẹ 2025; kế hoạch công ty mẹ 2026 cũng 4%. Tiền tích lũy trong tập đoàn là giá trị thật nhưng cổ đông thiểu số khó tiếp cận trực tiếp.

9 Dự báo: LNST mẹ quý 4/2026 ~2.448 tỷ (lõi 2.017 tỷ), năm 2026 ~10.198 tỷ (LNST hợp nhất ~11.351 tỷ, gấp 2,0 lần kế hoạch); 2027 lõi 7.294 tỷ ở TSR20 2,3 USD/kg

TÓM TẮT DỰ BÁO

- **Quý 4/2026:** LNST mẹ cơ sở 2.448 tỷ (thận trọng 1.622, tích cực 3.797); LN lõi 2.017 tỷ, so với 844 tỷ quý 4/2025.
- **Năm 2026:** LNST mẹ 10.198 tỷ (+92%), lõi 6.823 tỷ (+49%); thận trọng – tích cực 9.372 – 11.547 tỷ.
- **Năm 2027:** LN lõi 5.464 / 7.294 / 9.155 tỷ ở TSR20 1,9 / 2,3 / 2,7 USD/kg; LNST mẹ cơ sở 8.372 tỷ gồm 1.500 tỷ thu nhập khác.

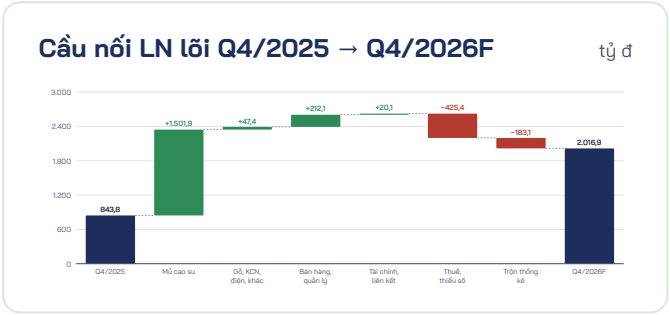
Q4/2026F (tỷ đ)	Q4/2025	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
TSR20 quý (USD/kg, trễ 1 tháng)	1,72	2,43	2,48	2,55
Sản lượng mủ bán ra (nghìn t)	153,2	153,2	175,2	180,5
LN gộp mủ cao su	1.698	2.592	3.200	3.459
LN gộp gỗ, KCN, điện, khác	784	712	838	922
Bán hàng + quản lý	−1.838	−1.626	−1.626	−1.626
Tài chính ròng + liên kết	447	467	467	467
LNTT lõi	1.098	2.146	2.880	3.222
Thu nhập khác ròng (một lần)	−210	0	600	1.800
LNTT	888	2.146	3.480	5.022
LN lõi cổ đông mẹ	844	1.622	2.017	2.504
LNST cổ đông mẹ	**694**	**1.622**	**2.448**	**3.797**

Nguồn: AAS tính; Q4/2025 theo BCTC (bộ phận = năm − 9T).

Năm (tỷ đ)	2024	2025	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F thận trọng	2027F cơ sở	2027F tích cực
TSR20 bình quân (USD/kg)	1,75	1,79		2,19		1,90	2,30	2,70
LNST cổ đông mẹ	**3.989**	**5.319**	**9.372**	**10.198**	**11.547**	**6.039**	**8.372**	**11.311**
LN lõi cổ đông mẹ	3.416	4.569	6.428	6.823	7.310	5.464	7.294	9.155
EPS (đ)	997	1.330	2.343	2.549	2.887	1.510	2.093	2.828
P/E báo cáo / P/E lõi				11,4 / 17,0			13,9 / 15,9	
Kế hoạch ĐHĐCĐ (LNST hợp nhất)				5.558				

Nguồn: BCTC GVR, nghị quyết ĐHĐCĐ 2026; AAS tính.





Nguồn: AAS tính.

◆ **Ba yếu tố theo dõi:** (1) TSR20 tháng 12 và quý 1/2027 (mùa thấp điểm khai thác ở Đông Nam Á); (2) thu nhập bồi thường quý 4 – kế hoạch giao đất của các tỉnh; (3) quản lý doanh nghiệp quý 4 (2025 tăng vọt lên 1.692 tỷ).

10 Định giá: SOTP 26,9 nghìn, P/B 2,0x 31,7 nghìn; giá trị hợp lý 29,3 nghìn (+1%) – giá đã phản ánh chu kỳ cao su thuận lợi

Thành phần (phần cổ đông mẹ)	Thận trọng (tỷ)	Cơ sở (tỷ)	Tích cực (tỷ)	Cơ sở (đ/cp)
Cao su, gỗ, điện, dịch vụ (ngoài công ty niêm yết): P/E lõi × LN lõi vận hành 2027F	31.368	49.908	71.730	12.477
Công ty con, liên kết niêm yết theo giá thị trường	10.487	12.338	12.338	3.084
Tiền và đầu tư ngắn hạn ròng (ngoài công ty niêm yết), trừ cổ tức 2025 chưa chi	27.279	27.279	27.279	6.820
Liên kết chưa niêm yết, góp vốn khác (giá trị sổ sách)	1.647	1.647	1.647	412
Quỹ đất KCN hạng A (1.600 ha × 60%)	4.508	5.974	7.386	1.493
Quỹ đất KCN hạng B (5 KCN mới)	3.360	4.690	5.956	1.172
Thanh lý vườn cây theo chu kỳ tái canh (×5)	3.953	3.953	3.953	988
Bồi thường đất bàn giao địa phương 2027–2030 (hạng B)	819	1.637	2.456	409
SOTP	**83.421**	**107.426**	**132.745**	**26.856**

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 4.000 triệu; số dư 30/09/2026; giá công ty niêm yết phiên gần nhất đến 13/11/2026.

Phương pháp	Đ/cp	Trọng số	Ghi chú
SOTP cơ sở	26.856	50%	thận trọng 20.855 – tích cực 33.186
P/B 2,0x × BVPS 15.827	31.654	50%	P/B trung vị từ 2019 2,02x; 3 năm 2,25x
Giá trị hợp lý	**29.255**		**+1% so với giá 29,0 nghìn; dải 23.089 – 35.585**

Nguồn: AAS tính.

- **Vì sao SOTP, không P/E báo cáo:** 38% LNST mẹ 9T/2026 là thu nhập khác một lần; 31,3 nghìn tỷ tiền ròng sinh lãi; 11 công ty con niêm yết có giá thị trường riêng. AAS tách: (1) cao su, gỗ, điện ngoài công ty niêm yết: P/E lõi 10x × LN lõi vận hành 2027F (bỏ thu nhập tài chính, bỏ phần công ty con niêm yết ~18%) = 4.991 tỷ; (2) công ty niêm yết theo giá thị trường; (3) tiền ròng trừ phần của công ty niêm yết và cổ tức 2025 chưa chi; (4) quỹ đất KCN hạng A, B; (5) thanh lý vườn cây và bồi thường đất định giá riêng.
- **Quỹ đất:** hạng A = 1.600 ha công nghiệp sẵn sàng × 60% ngoài PHR, NTC (giả định) × lợi ích 70%, chênh giá thuê – chi phí 75 USD/m², 150 ha/năm, chiết khấu 12%, xác suất 0,95 × 0,9 = 5.974 tỷ; hạng B = 5 KCN mới ~1.365 ha thương phẩm, chậm 2 năm, xác suất 0,75 × 0,9 = 4.690 tỷ. Hạng C (diện tích cao su có thể chuyển đổi sau 2030) chỉ là tiềm năng, không cộng.
- **Không đếm hai lần:** P/E chỉ áp lên LN lõi (đã bỏ bồi thường, thanh lý); dòng thanh lý vườn cây (~1.100 tỷ/năm trước thuế × 5) và bồi thường 2027–2030 (1.000 tỷ/năm, hạng B) định giá riêng; doanh thu KCN chưa thực hiện đã nằm trong tiền nên không cộng.
- **So với lịch sử:** P/B 1,83x ở phân vị 41% từ 2019 (trung vị 2,02x). P/E báo cáo 13,7x trông rẻ so với lịch sử, nhưng P/E lõi 20,5x mới là thước đo đúng.

Hiện tại (13/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2019	Ghi chú
P/B (vốn chủ mẹ 30/09/2026)	1,83x	41%	trung vị 2,02x; 3 năm 2,25x
P/E báo cáo 4 quý	13,7x	11%	gồm thu nhập khác một lần
P/E lõi 4 quý	20,5x	14%	bỏ thu nhập khác ròng
P/E 2026F báo cáo / lõi	11,4 / 17,0x		
P/E lõi 2027F (cơ sở)	15,9x		TSR20 2,3 USD/kg
Lợi suất cổ tức tiền	1,4%		400 đ/cp cho năm 2025

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC GVR; AAS tính. Phân vị lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý; dòng hiện tại dùng BCTC quý 3/2026.

P/B	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
≤ 1,5x	+116%	93%	487
1,5–2,0x	+44%	74%	327
2,0–2,5x	+9%	63%	351
2,5–3,0x	−21%	10%	332
3,0–4,0x	−61%	0%	55

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
−1,5 … −0,5	+70%	100%	270
−0,5 … 0,5	+18%	70%	373
0,5 … 1,5	−14%	22%	396
> 1,5	−21%	44%	264

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 08/2019 xếp theo P/B hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh. Mẫu chỉ ~7 năm, gồm chu kỳ giá cao su 2020–2021; các phiên P/B ≤ 1,5x thuộc năm 2019, 2020, 2022, 2023.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B (BVPS 30/09)	Căn cứ	Hành động
≤ 23,7	≤ 1,50x	P/B ≤ 1,5x: lịch sử có lãi 12 tháng 93% số phiên (chủ yếu 2019, 2020, 2022, 2023); thấp hơn SOTP thận trọng	**MUA**
23,7 – 27,7	1,50 – 1,75x	Dưới giá trị hợp lý 29,3 nghìn và SOTP cơ sở 26,9 nghìn; P/B 1,5–2,0x có lãi 74% số phiên	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
27,7 – 39,6	**1,75 – 2,50x**	**Giá hiện tại 29,0 nghìn (P/B 1,83x) ≈ giá trị hợp lý; P/B 2,0–2,5x lịch sử trung vị +9%**	**NẮM GIỮ**
> 39,6	> 2,50x	P/B > 2,5x: lịch sử có lãi 12 tháng chỉ 10% số phiên, trung vị −21%; cao hơn SOTP tích cực	**CHỐT LỜI TỪNG PHẦN**

Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 15.827 đ.

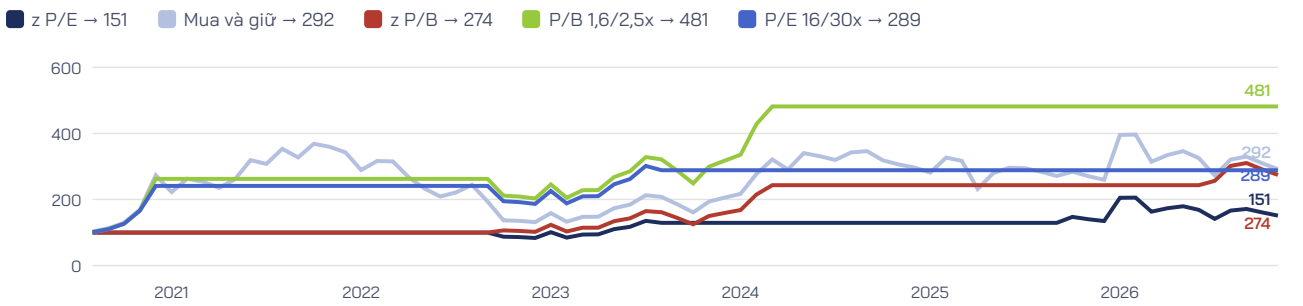
11 Giao dịch: z P/B và ngưỡng P/B 1,6/2,5x giảm sụt giảm so với mua và giữ; hiện không có tín hiệu mua hay bán mới

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính GVR. Hiện z P/B −1,00, z P/E −1,51 (theo BCTC quý 2; P/E báo cáo đang thấp vì thu nhập một lần).
- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 08/2020 (khi đủ 250 phiên để tính z) trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** quy tắc z P/B đặt trước gần bằng mua và giữ (+17,6% so với +18,7%/năm) với sụt giảm tối đa thấp hơn nhiều (−31% so với −76%); z P/E thua (+6,9%) vì P/E bị méo bởi thu nhập một lần. Ngưỡng P/B 1,6/2,5x thắng (+28,7%/năm) nhưng chỉ 2 lệnh và được đặt sau khi xem bảng P/B.
- **Ý nghĩa hiện tại:** z P/B −1,00 vừa chạm ngưỡng mua của quy tắc z P/B (đang giữ từ lệnh mua trước); P/B 1,83x nằm giữa vùng 1,6x (mua) và 2,5x (bán) – không có tín hiệu mới theo quy tắc P/B.

Quy tắc (08/2020–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	151	+6,9%	−43%	2	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	274	+17,6%	−31%	2	Có
P/B < 1,6x mua, > 2,5x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	481	+28,7%	−46%	2	Không
P/E < 16x mua, > 30x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	289	+18,5%	−46%	2	Không
Mua và giữ	**292**	**+18,7%**	**−76%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 13/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH GVR

- **Chưa có cổ phiếu:** chưa mua ở 29,0 nghìn (≈ giá trị hợp lý 29,3 nghìn). Tích lũy 1/3 trong vùng 23,7–27,7 nghìn (P/B 1,5–1,75x), thêm 1/3 nếu TSR20 giữ trên 2,3 USD/kg qua quý 1/2027; mua mạnh dưới 23,7 nghìn.
- **Đang nắm giữ:** giữ trong vùng 27,7–39,6 nghìn; chốt lời từng phần trên 39,6 nghìn (P/B 2,5x). Giảm tỷ trọng sớm hơn nếu TSR20 bình quân tháng xuống dưới 2,0 USD/kg (LN lõi 2027 khi đó ~5.490 tỷ).
- **Kỳ vọng thời gian:** 6–12 tháng; lợi nhuận đi theo chu kỳ giá cao su, còn câu chuyện đất (bồi thường, KCN) đến từng đợt không báo trước.
- **Nâng lên TÍCH LŨY** nếu giá về dưới 27,7 nghìn hoặc có lộ trình chia cổ tức tiền cao hơn từ ~31 nghìn tỷ tiền ròng. **Hạ về THEO DÕI** nếu TSR20 rơi dưới 1,9 USD/kg, hoặc phương án bán vốn Nhà nước ở giá thấp hơn giá trị sổ sách.
- **Mốc theo dõi:** TSR20 tháng 12/2026 – 03/2027; BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027): thu nhập bồi thường, quản lý doanh nghiệp; kế hoạch ĐHĐCĐ 2027; kế hoạch giao đất, chuyển đổi KCN của các tỉnh.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 14/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.