

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

**CƠ HỘI ĐẾN TỪ LÀN SÓNG
ĐẦU TƯ MỚI**



Lê Tự Quốc Hưng – hung.ltq@vdsc.com.vn



Đánh giá chung



Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Tổng quan

Tận dụng lợi thế địa lý, chi phí đầu tư hấp dẫn, Việt Nam đang chuẩn bị cho một làn sóng đầu tư FDI mới sau những gián đoạn của chuỗi cung ứng toàn cầu. Tác động của đại dịch kéo dài hai năm và một năm xung đột địa chính trị về lợi ích giữa các cường quốc dẫn đến việc thay đổi chính sách tiền tệ gấp rút nhằm kiểm soát lạm phát, và hiện đã dần giảm nhẹ. Chúng tôi đồng thời kỳ vọng sự phục hồi trong nhu cầu đầu tư, và sự bùng nổ mới của dòng vốn FDI nhằm vào các quốc gia thân thiện như Việt Nam để đa dạng hóa chuỗi cung ứng, tận dụng lợi ích từ các hiệp định thương mại tự do vừa ký kết trong những năm gần đây và mở rộng thị trường. Trong bối cảnh đó, lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp sẽ tiếp tục hưởng lợi, mặc dù có những hạn chế về chính sách, cơ sở hạ tầng hiện tại... Sự cải liên tục liên tục đang và sẽ nâng cao giá trị bất động sản khu công nghiệp của Việt Nam. Triển vọng đầu tư sẽ tập trung ở các doanh nghiệp có nguồn lực và dự án gối đầu đủ lớn cho phát triển lâu dài hoặc tận dụng quỹ đất phát triển thêm hệ thống nhà kho xây sẵn/nhà xưởng xây sẵn (NKXS/NXXS).

Điểm nhấn

Sức hút đầu tư 6 tháng đầu năm 2023 vẫn vững vàng trước bối cảnh kinh tế biến động.

- Dòng vốn FDI cho thấy sự tăng trưởng vào cuối nửa đầu năm, tập trung vẫn vào ngành chế biến và Chế tạo. Trong đó, các nhà đầu tư đến từ Trung Quốc là điểm nhấn.
- Khả năng hấp thụ của thị trường bất động sản khu công nghiệp đã vượt qua mức trong 6 tháng đầu năm 2022 và trung bình hàng quý trong 5 năm gần nhất. Trong khi đó, nguồn cung mới vẫn chậm và tỷ lệ lấp đầy cao cả ở miền Bắc và miền Nam, dẫn đến sự tăng giá thuê vẫn tiếp diễn.
- Doanh thu của mảng kinh doanh này dựa trên danh mục theo dõi của chúng tôi cũng như toàn ngành có sự khác biệt khá đáng kể. Kết quả thuận lợi nghiêng về phía các nhà phát triển có dự án tại khu vực Bắc. Thêm vào đó, biên lợi nhuận vẫn rất hấp dẫn.

Triển vọng tích cực có thể được kỳ vọng trong trung và dài hạn cho lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp.

- Chúng tôi kỳ vọng một nhu cầu đầu tư vào lĩnh vực công nghiệp, vốn bị dồn nén do các yếu tố kìm hãm liên tiếp (đại dịch, chính sách tiền tệ thắt chặt), sẽ bùng nổ và tăng mạnh trở lại khi những yếu tố tiêu cực này không còn ảnh hưởng nhiều nữa.
- Trong khi nguồn cung mới sẽ tiếp tục chậm lại do hạn chế về mặt thời gian trong quy trình đầu tư, cũng như ràng buộc bởi chỉ tiêu quy hoạch đất công nghiệp đến 2025 cho mỗi tỉnh theo quyết định 326 của Thủ tướng.
- Giá thuê được dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy và nhu cầu cao ở các trung tâm công nghiệp Miền Bắc và Miền Nam.

Định giá

- Trong nửa đầu năm, cổ phiếu khu công nghiệp đã cho thấy hiệu suất sinh lời đáng kể (20% - 100%), chủ yếu phản ánh sự lạc quan của nhà đầu tư về kết quả kinh doanh sắp tới và việc tái định giá các dự án của các công ty trong bối cảnh hưởng lợi từ xu hướng vĩ mô. Cụ thể, những tín hiệu tích cực trong làn sóng đầu tư công nghiệp đang dần rõ nét, cùng với chính sách tiền tệ trở lại trạng thái nới lỏng hỗ trợ nền kinh tế.
- Chúng tôi tin rằng những triển vọng này sẽ tiếp tục duy trì trong nửa cuối năm 2023 và 2024. Các cổ phiếu (1) có định giá hấp dẫn (P/E, P/B), (2) sở hữu quỹ đất cho thuê lớn hoặc quỹ dự án KCN đã được phê duyệt lớn để phát triển dài hạn, và (3) nằm ở vị trí chiến lược tại trung tâm công nghiệp, là những cơ hội đầu tư tốt để nắm giữ trong cả trung và dài hạn.

Cổ phiếu khuyến nghị

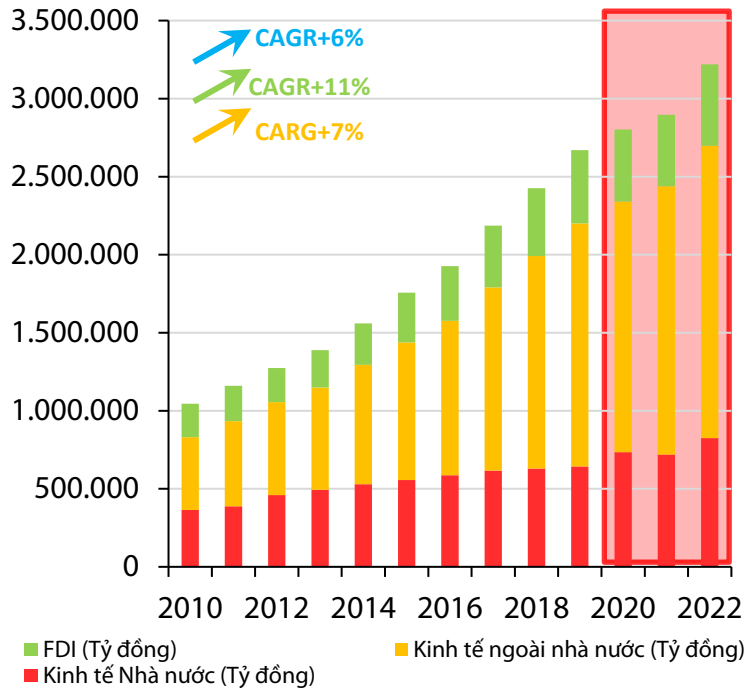
LHG (MUA, GMT: 50.000 VND), **SIP** (MUA, GMT: 84.000 VND), **NTC** (MUA, GMT: 254.000 VND), **KBC** (MUA, GMT: 40.000 VND), **PHR** (TRUNG LẬP, GMT: 50.000 VND)

Rủi ro

- Hiệp định thuế tối thiểu toàn cầu có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI khi chính phủ Việt Nam vẫn đang nghiên cứu đưa ra giải pháp.
- Sự gián đoạn nguồn điện do thiếu hụt nguồn cung đầu vào và tính đa dạng hóa nguồn năng lượng có thể làm giảm sự hấp dẫn về môi trường đầu tư của Việt Nam.
- Những yếu tố ngoài chi phí như cơ sở hạ tầng, chất lượng lao động, việc phát triển các ngành công nghiệp phụ trợ cải thiện chậm hơn so với các đối thủ khác là những mối quan ngại hàng đầu của các công ty đa quốc gia khi lựa chọn địa điểm đầu tư

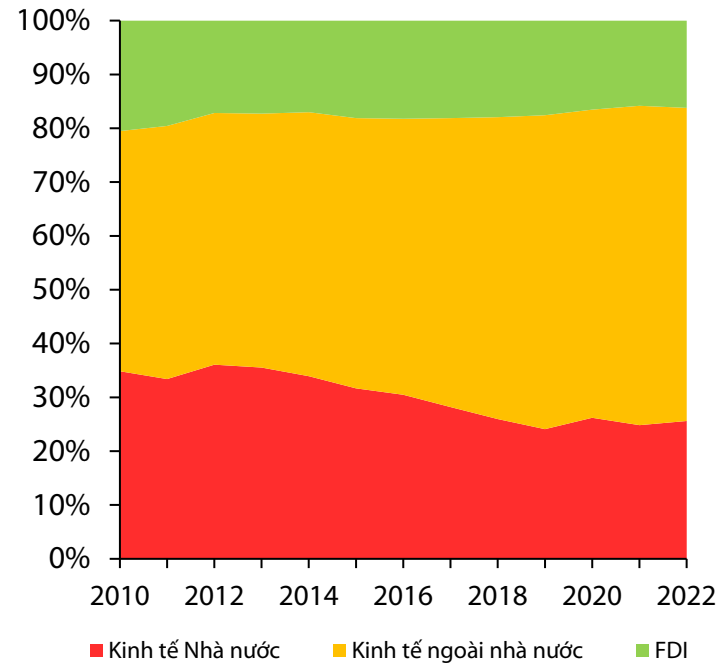
- Trong 11 năm qua, tổng vốn đầu tư của tất cả thành phần kinh tế đã duy trì mức tăng trưởng hàng năm (CAGR) là 9%. Trong số đó, đầu tư của khu vực tư nhân trong nước đóng góp nhiều nhất với mức CAGR +11% và luôn duy trì tỷ lệ đóng góp trung bình trên 50%.
- Trong thời kỳ đại dịch (2020-2021), nhu cầu đầu tư đã giảm nhưng vẫn duy trì tích cực, nhờ vào khu vực ngoài nhà nước. Sau đó, môi trường đầu tư đã chứng kiến sự khôi phục trở lại mức trước đại dịch trong năm 2022.

Hình 1: Đầu tư theo thành phần kinh tế



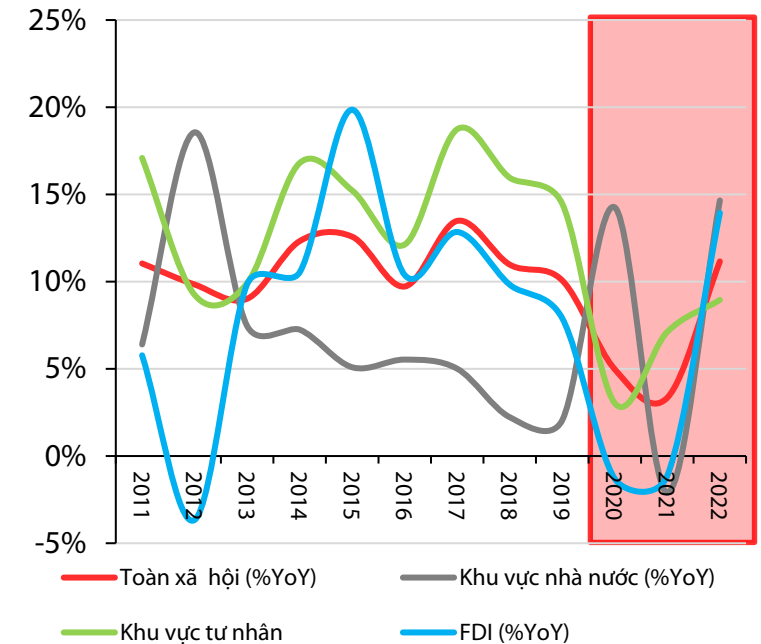
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp theo thành phần kinh tế



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

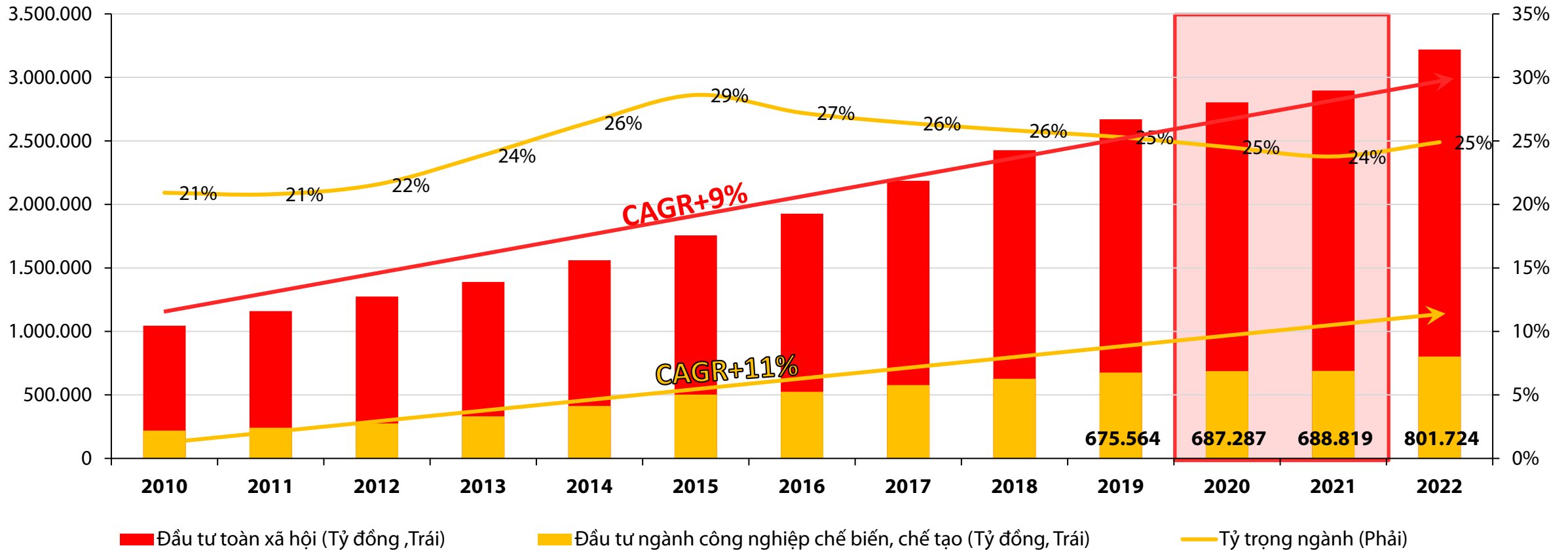
Hình 3: Tỷ lệ tăng trưởng đầu tư trong giai đoạn 2011-2022 theo thành phần kinh tế



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

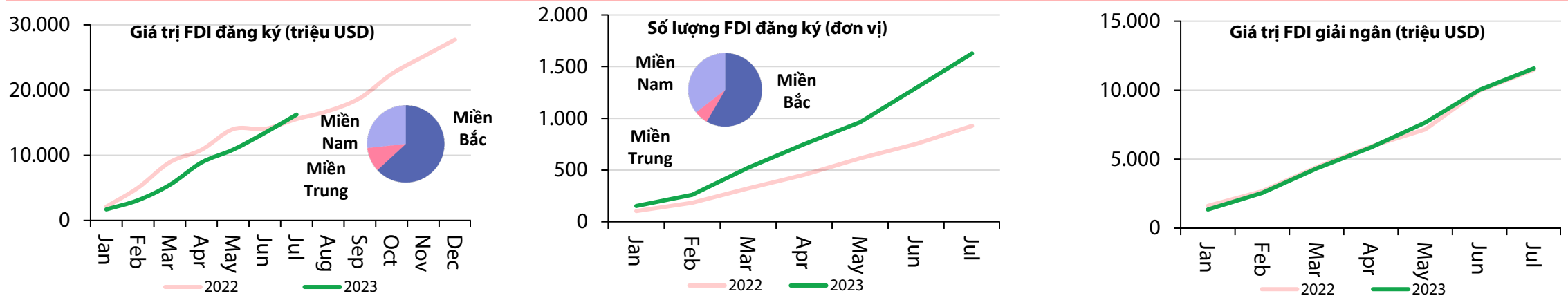
- Trong nhu cầu đầu tư tổng thể, đầu tư vào ngành chế biến chế tạo đã trải qua tốc độ tăng trưởng cao hơn so với trung bình chung toàn xã hội, với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là **+11%**. Tuy nhiên, trong hai năm đại dịch, tốc độ tăng trưởng đã giảm một chút và phục hồi ở mức **16%** so với cùng kỳ trong năm 2022.

Hình 2: Tổng vốn đầu tư vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo so với tổng vốn đầu tư của toàn xã hội



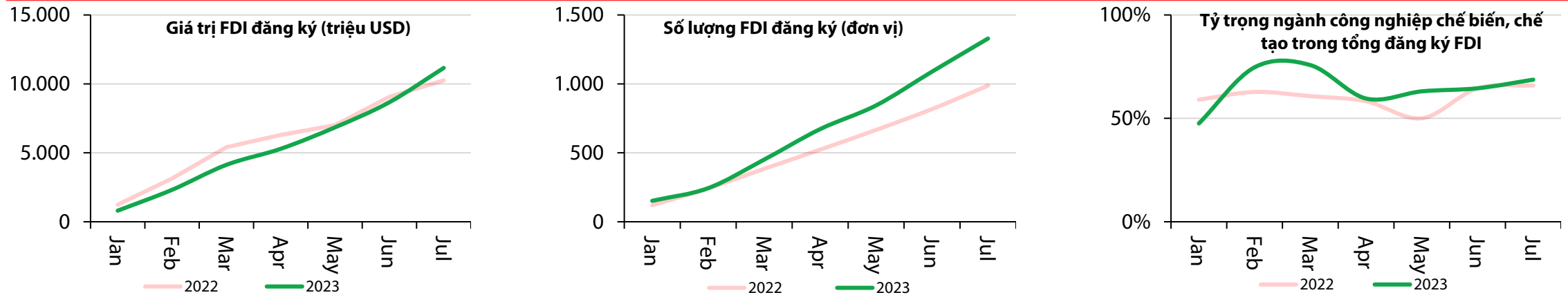
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 4-6: FDI(*) trong nửa đầu năm 2023 - Giá trị đăng ký bắt đầu vượt cùng kỳ; số lượng dự án tăng đáng kể và giá trị giải ngân vẫn mạnh mẽ



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt
(*Dữ liệu tích lũy từ đầu năm

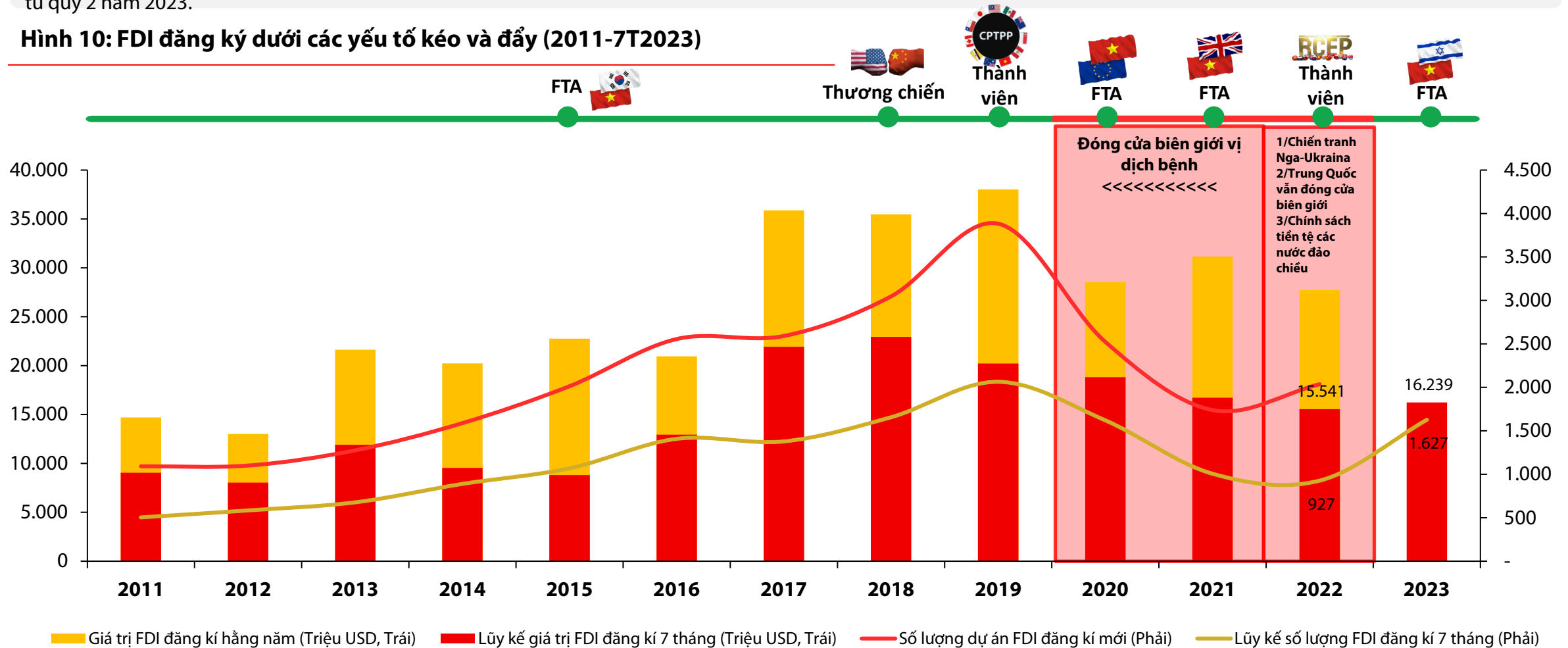
Hình 7-9: Số liệu FDI(*) trong lĩnh vực chế biến, sản xuất và logistics trong nửa đầu năm 2023 - Vẫn mạnh mẽ và chiếm phần lớn trong tổng FDI đăng ký mới



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt
(*Dữ liệu tích lũy từ đầu năm đến nay

Dữ liệu kinh tế vĩ mô gần đây cho thấy khả năng xảy ra suy thoái toàn cầu là rất thấp, như dự đoán đầu năm nay của các chuyên gia kinh tế, mặc dù chính sách tiền tệ thắt chặt vẫn được áp dụng trên toàn thế giới. Ngoài ra, tốc độ tăng lãi suất đã chững lại và mức lãi suất đã tiến gần đến đỉnh của chu kỳ. Giai đoạn sớm của chu kỳ mở rộng có khả năng xảy ra sớm hơn. Điều này tạo ra triển vọng tích cực về việc phục hồi dòng vốn FDI vào Việt Nam, đặc biệt sau những gián đoạn trong chuỗi cung ứng toàn cầu do đại dịch và xung đột địa chính trị. Ngoài ra, các yếu tố thúc đẩy dòng vốn từ các quốc gia là đối tác kinh tế của Việt Nam theo các Hiệp định Thương mại tự do (Hình 10) cũng sẽ được hâm nóng trở lại. Do đó, chúng tôi kỳ vọng một làn sóng mới của FDI mang tính cấu trúc, như đã được trình bày trong báo cáo chiến lược đầu năm, sẽ đến sớm hơn dự kiến bắt đầu từ quý 2 năm 2023.

Hình 10: FDI đăng ký dưới các yếu tố kéo và đẩy (2011-7T2023)

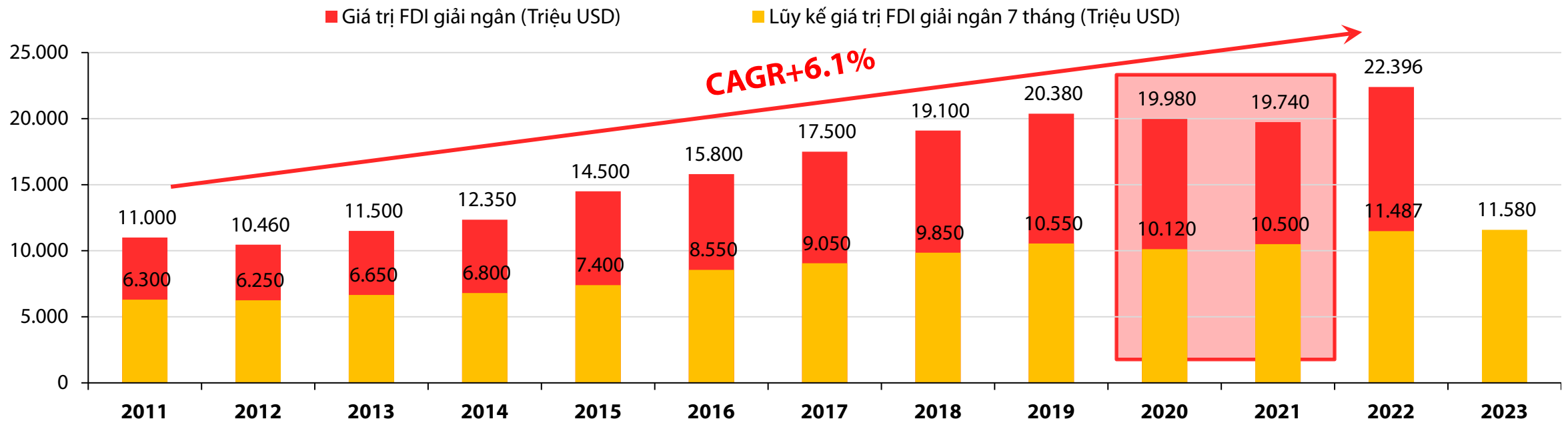


Nguồn: Fiiipro, CTCK Rồng Việt

Mặc dù trải qua biến động trong nhu cầu đăng ký, giải ngân FDI vẫn cho thấy xu hướng tăng liên tục trong suốt 11 năm qua. Dù có sự điều chỉnh nhỏ trong thời gian đại dịch do Việt Nam tạm thời đóng cửa biên giới, nhưng xu hướng chung vẫn tích cực. Chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng giải ngân FDI sẽ tiếp tục. Cơ sở cho nhận định này được củng cố bởi sự gia tăng đáng kể của các dự án FDI đăng ký mới, kết hợp với xu hướng tăng đang dần đoạn trước đại dịch. Những rào cản đã và đang giảm bớt, thay vào đó là các yếu tố thúc đẩy nhu cầu đầu tư kể trên (Hình 10).

Ngoài ra, sự tăng mạnh gần đây trong số lượng đầu tư đăng ký mới là một dấu hiệu tích cực. Điều này sẽ đóng góp vào sự tăng trưởng đầu tư tổng thể trong những năm tới, khi môi trường đầu tư của Việt Nam chứng minh được tiềm năng lợi nhuận cho các nhà đầu tư như trường hợp của Samsung, LG hay Intel đã làm tại Việt Nam trong hơn 20 năm qua.

Hình 11: Giải ngân FDI (2011-7T2023)

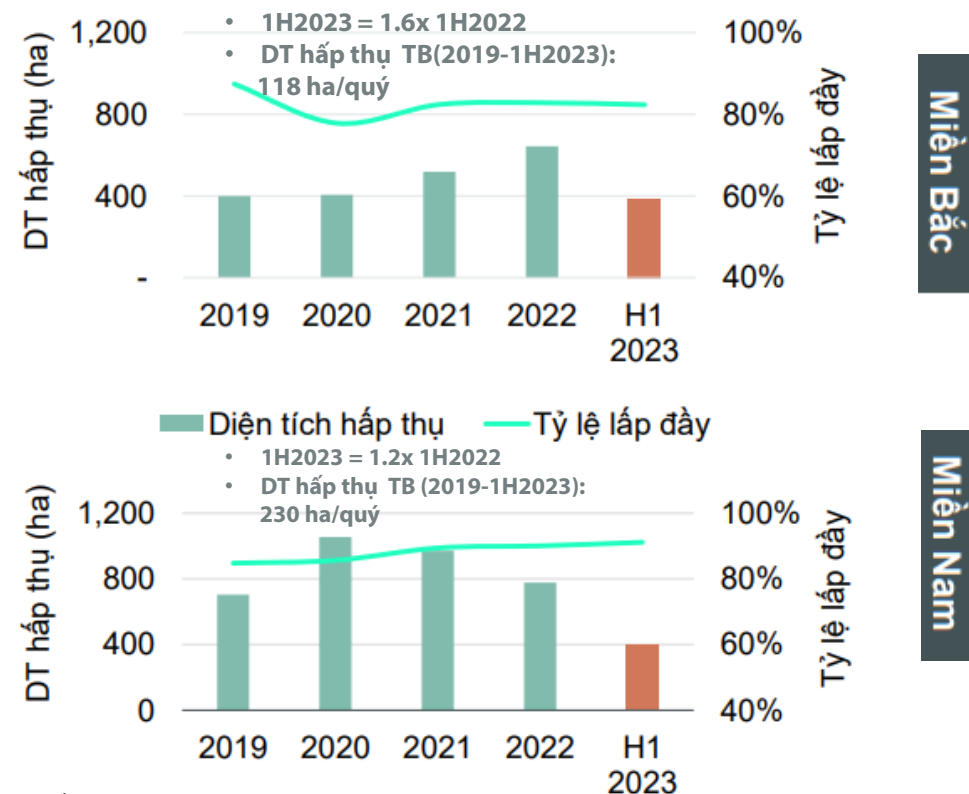


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Thị trường miền Bắc đang nóng lên trong 1H2023.

- Về việc cho thuê đất KCN, cả khu vực miền Bắc và Nam đã chứng kiến tỷ lệ hấp thụ khoảng 400 ha trong 1H2023 và vượt quá mức cho thuê trong 1H2022. Đáng chú ý, khu vực miền Bắc nổi bật như một ngôi sao mới nổi, với tỷ lệ gần như vượt qua các mức ghi nhận trong cả hai năm 2019 và 2020, cũng như mức hấp thụ trung bình của 5 năm qua.
- Tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao ở cả hai khu vực. Trong khi khu vực miền Bắc giữ nguyên ở mức ~80%, khu vực miền Nam đã tăng lên đến 90%.

Hình 12: Mức hấp thụ đất KCN trong 1H2023



Nguồn: CBRE

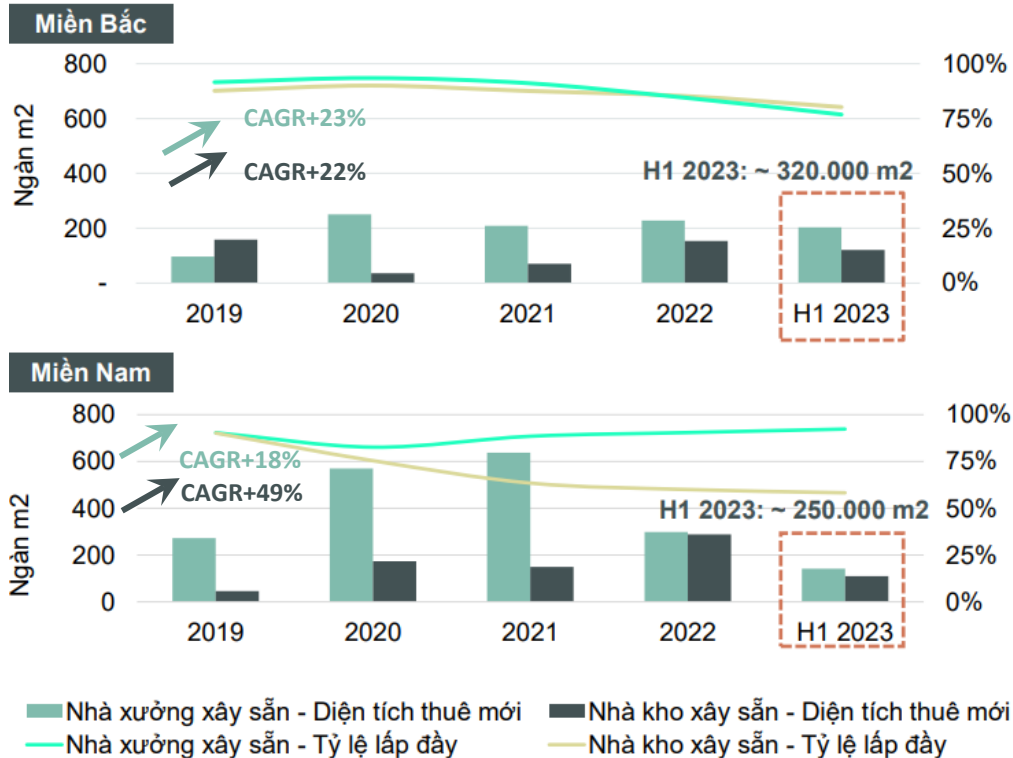
Hình 13: Ngành công nghiệp điện tử chứng kiến nhu cầu cao nhất cho việc cho thuê đất KCN.



Nguồn: Houselink

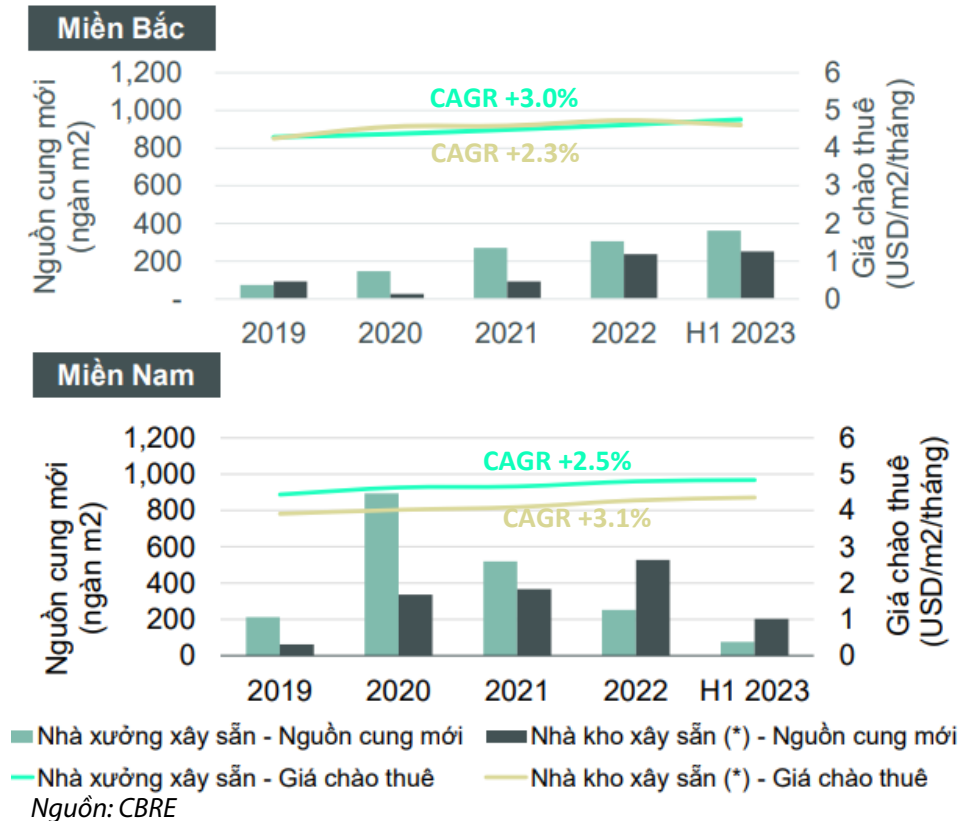
- Hoạt động cho thuê nhà máy xây sẵn (NXXS)/nhà kho xây sẵn (NKXS) tiếp tục phát triển cả ở khu vực miền Bắc và miền Nam trong nửa đầu năm (Hình 14). Nguồn cung cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ ở khu vực miền Bắc, trong khi khu vực miền Nam đã chậm lại, đặc biệt là trong phân khúc NXXS (hình 15). Đáng chú ý, tỷ lệ lấp đầy của NXXS ở khu vực miền Nam vẫn cao, do nguồn cung mới tăng ít hơn so với sức hấp thụ của thị trường.
- Về giá thuê, xu hướng tổng thể tiếp tục tăng theo mức CPI hàng năm, mặc dù tốc độ tăng giá thuê chậm hơn so với mức tăng của đất KCN.
- Trong danh sách theo dõi của chúng tôi, LHG (~114.000 m²), KBC (~130.000 m²), NTC (60.000 m²), SIP (119.000 m²) là các nhà phát triển BĐS KCN có phân khúc cho thuê NXXS. Trong số đó, LHG (Đà Nẵng, Long An) và SIP (Hồ Chí Minh, Tây Ninh, Đồng Nai) có kế hoạch tham vọng để phát triển mảng kinh doanh này.

Hình 14: Hoạt động thuê NXXS và NKXS trong 1H2023



Nguồn: CBRE

Hình 15: Nguồn cung và giá thuê NXXS và NKXS trong 1H2023

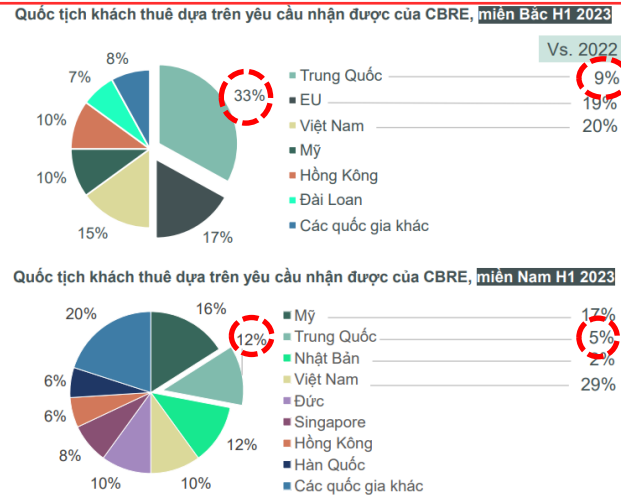


Nguồn: CBRE

Chúng tôi tin rằng xu hướng "China+1" vẫn đang tiếp tục và sẽ trở nên rõ rệt hơn, đặc biệt sau 3 năm Trung Quốc đóng cửa biên giới do đại dịch.

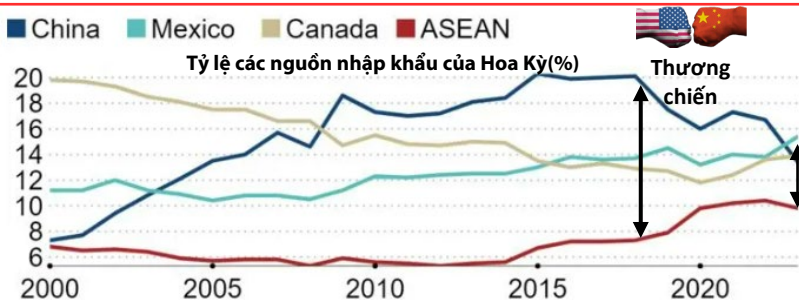
- Theo khảo sát của CBRE, các khách hàng Trung Quốc chiếm tỷ lệ lớn nhất trong việc tìm kiếm thuê đất công nghiệp trong 6T2023, và có nhu cầu đáng kể so với năm trước (hình 16).
- Sự chuyển dịch vốn FDI từ Trung Quốc sang Việt Nam (hình 19) có mối liên hệ mạnh mẽ với sự thay đổi cấu trúc hàng hóa nhập khẩu của các quốc gia vào Mỹ (hình 17).
- Đáng chú ý, dòng vốn FDI vào Trung Quốc cũng đã trải qua một sự suy giảm đáng kể kể từ năm 2022 (hình 18).

Hình 16: Có sự bùng nổ nhu cầu từ các khách hàng Trung Quốc



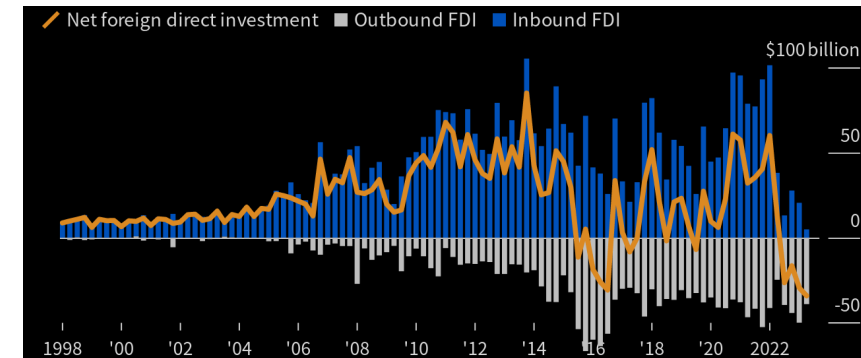
Nguồn: CBRE

Hình 17: ASEAN đã thay thế Trung Quốc trong thị phần xuất khẩu hàng hóa cho Hoa Kỳ



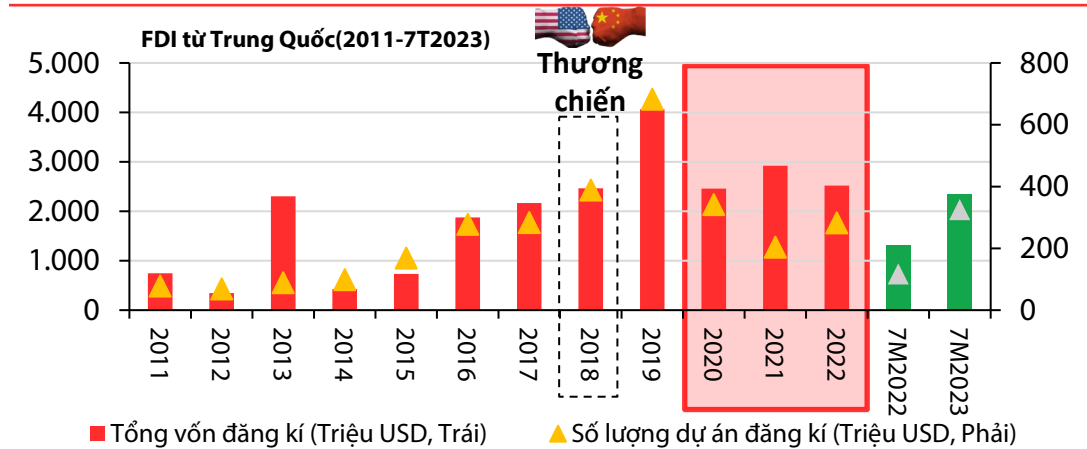
Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ

Hình 18: FDI của Trung Quốc giảm mạnh xuống mức thấp nhất kể từ 1998



Nguồn: Bloomberg, Nhà nước Quản lý Ngoại hối của Trung Quốc

Hình 19: Dòng vốn FDI từ Trung Quốc tăng mạnh sau đại dịch

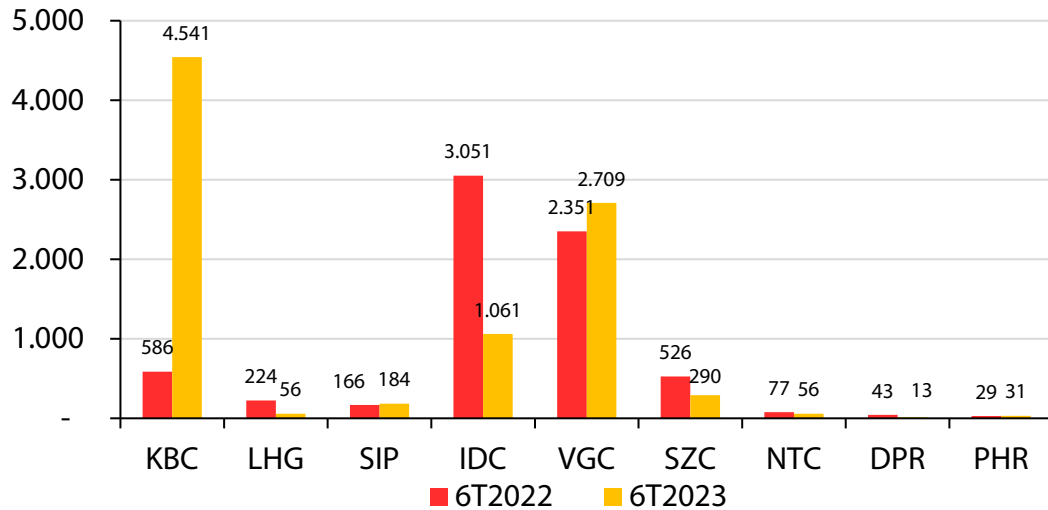


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Doanh thu cho thuê đất có sự phân hóa, trong khi biên lợi nhuận được giữ vững.

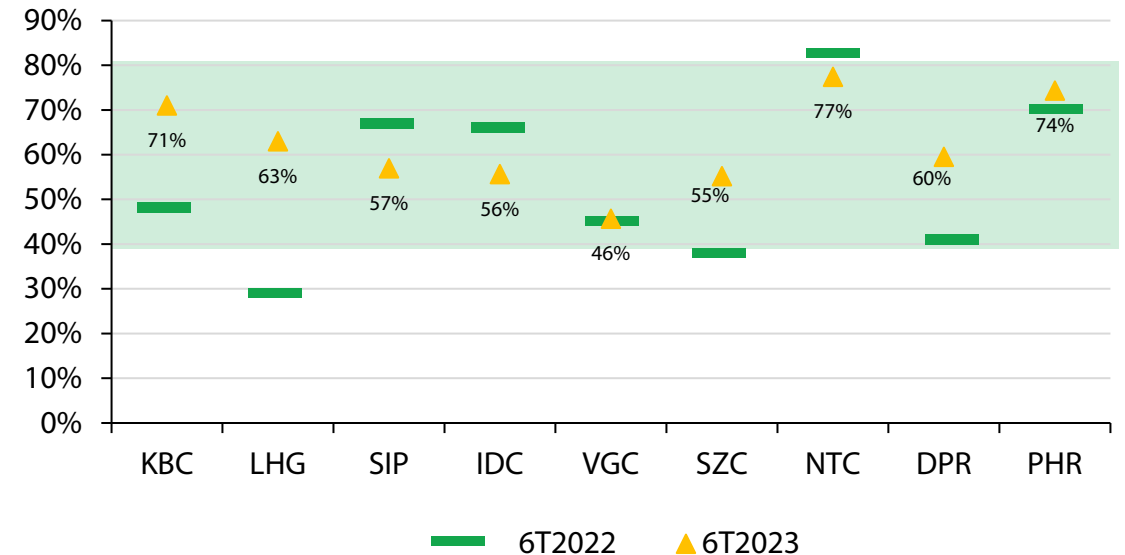
- Doanh thu của phân khúc cho thuê BĐS công nghiệp đã cho thấy sự khác biệt đáng kể giữa các công ty. KBC, VGC và SIP đã ghi nhận sự tăng trưởng doanh thu. Trong đó, KBC và VGC, với danh mục đất lớn ở khu vực Bắc, ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể khi hưởng lợi từ làn sóng đầu tư sôi động ở miền Bắc. Trong khi đó, các công ty đã đạt 100% tỷ lệ lấp đầy hoặc có số lượng tồn kho hạn chế hoặc đang theo đuổi dự án mới như LHG, NTC, DPR, PHR đang gặp khó khăn trong việc bán hàng. Điều này chủ yếu do một phần lớn doanh thu được ghi nhận từ doanh thu chưa thực hiện (NTC, DPR, PHR), hay chủ động trong việc điều tiết ghi nhận doanh thu bằng cách điều chỉnh thời điểm bàn giao trong khi chờ đợi các dự án khác (LHG).
- Đáng chú ý, doanh thu thực tế từ việc cho thuê BĐS KCN của IDC tương đối ổn định nếu (1) loại bỏ khoảng 1.4 nghìn tỷ doanh thu từ KCN Nhơn Trạch 5 trong nửa đầu năm 2022 (ghi nhận doanh thu một lần), và (2) thêm vào 401 tỷ VNĐ doanh thu từ KCN Quế Võ 2 (được công nhận là doanh thu bất động sản). Cụ thể, doanh thu điều chỉnh ước tính khoảng 1.5 nghìn tỷ VNĐ, tương đương với mức giảm nhẹ ~9% so với cùng kỳ.
- Biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này đa phần có sự cải thiện so với cùng kỳ, được đóng góp bởi (1) giá thuê tiếp tục tăng, (2) đồng Việt Nam suy yếu so với đô la Mỹ từ nửa cuối 2022, hay (3) không còn phải điều chỉnh hồi tố GVHB do điều chỉnh tổng mức đầu tư (LHG). Tổng thể, biên lợi nhuận gộp được duy trì trên mức 46% - 70% tùy thuộc vào độ tuổi, vị trí, và địa chất khu vực quanh dự án.

Hình 20: Doanh thu cho thuê đất công nghiệp 6T2023 (tỷ VNĐ)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

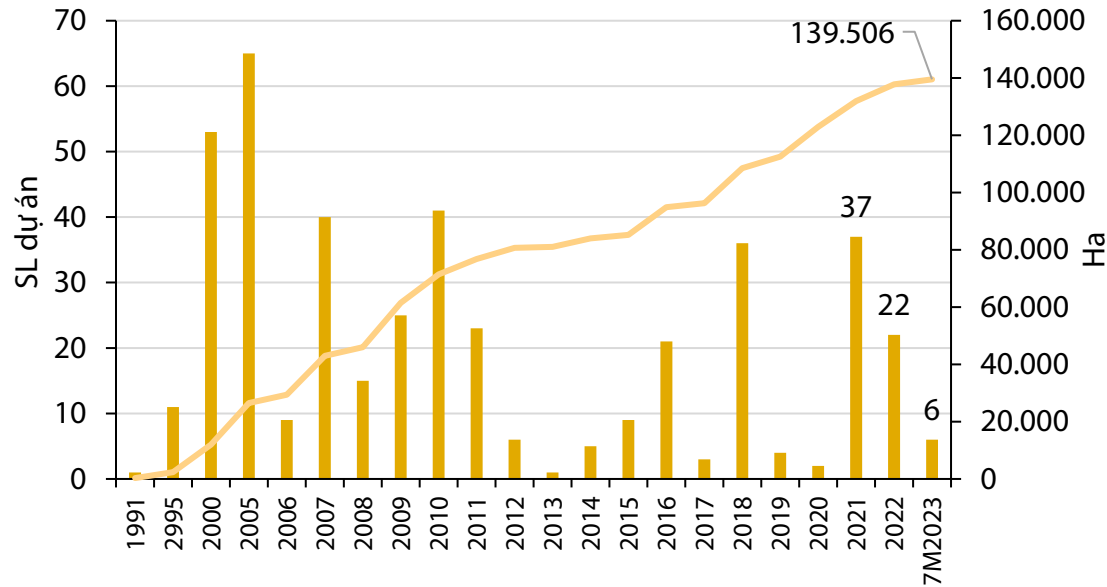
Hình 21: Biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh cho thuê KCN (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Số lượng chấp thuận chủ trương đầu tư cho các dự án Khu công nghiệp đã giảm tốc trong 6 tháng đầu năm 2023 với 6 khu công nghiệp mới được phê duyệt, tổng diện tích 1.714 ha, nâng diện tích khu công nghiệp tích lũy lên 139.506 ha.

Hình 22: Thống kê thành lập khu công nghiệp (1991-7T2023)



■ Số lượng dự án KCN mới (Trái) — Lũy kế DT các KCN đã thành lập (Ha, Phải)

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 23: Các Khu công nghiệp mới thành lập trong 6 tháng đầu năm 2023 - Đa phần tọa lạc ở miền Bắc

Ngày	Quyết định số	Tên dự án	Tỉnh	Diện tích (Ha)
2/8/2023	57/QĐ-TTg	THỌ LỘC (GD 1)	NGHỆ AN	500
3/6/2023	179/QĐ-TTg	THÁI HÀ (GD 2)	HÀ NAM	100
4/4/2023	342/QĐ-TTg	BÌNH XUYÊN II (GD 2)	VĨNH PHÚC	63
4/29/2023	460/QĐ-TTg	ĐỨC HÒA 1	LONG AN	207
5/15/2023	501/QĐ-TTg	VSIP LẠNG SƠN	LẠNG SƠN	600
7/14/2023	842/QĐ-TTg	LONG ĐỨC 3 IP	ĐỒNG NAI	245

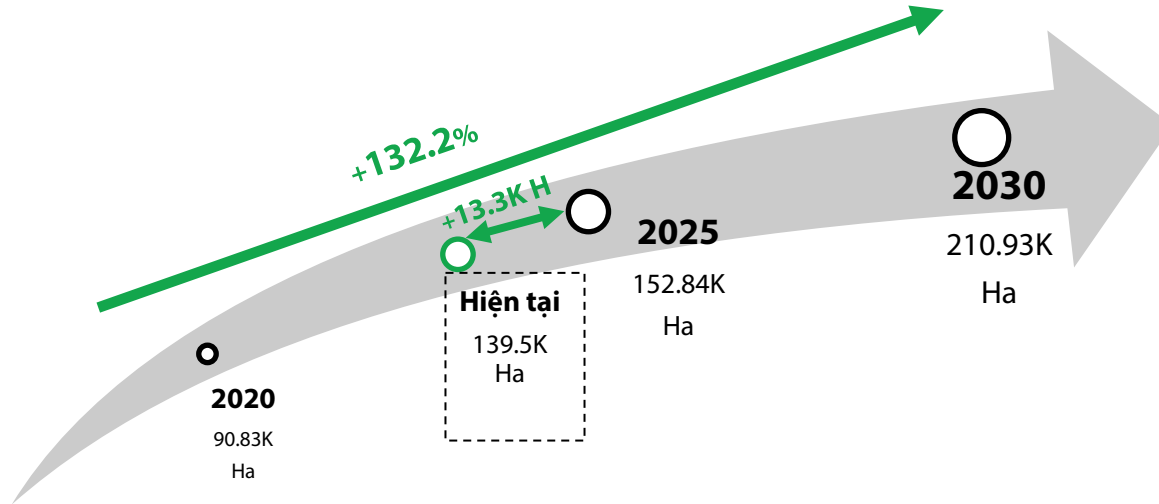
Tổng

1.714

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Theo Quyết định 326/QĐ-TTG (03/09/2022) được hướng dẫn bởi Nghị quyết 39/2021/QH15, các trung tâm công nghiệp chính được phân bổ cho Đồng bằng sông Hồng, Đông Nam Bộ và các tỉnh lân cận.
- Diện tích khu công nghiệp tích lũy đạt 139.506 ha và vẫn còn rất nhiều dư địa để thành lập khu công nghiệp mới cho đến năm 2025 (hình 24). Tuy nhiên, khi xem xét chi tiết theo cấp tỉnh trong từng vùng, câu chuyện lại khác nhau giữa các địa phương.

Hình 24: Quy mô sử dụng đất khu công nghiệp trong Nghị quyết 39/2021/QH15



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 25: Chi tiết phân bổ chỉ tiêu đất khu công nghiệp trong Quyết định 326/QĐ-TTG (03/09/2022)

Khu vực kinh tế	Kế hoạch đến 2030 (Ha)	Chỉ tiêu đến năm 2025 (Ha)
TÂY BẮC	6.493	4.625
ĐÔNG BẮC	22.665	13.546
ĐỒNG BẰNG SÔNG HỒNG	46.053	34.086
BẮC TRUNG BỘ	23.293	17.156
NAM TRUNG BỘ	19.447	15.114
TÂY NGUYÊN	3.151	2.432
ĐÔNG NAM BỘ	62.059	45.869
ĐỒNG BẰNG SÔNG CỬU LONG	27.766	20.013
Tổng cộng	210.927	152.841

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo ước tính của chúng tôi, khu vực Bắc Bộ có thể mở rộng thêm khoảng 5.334 ha vào năm 2025. Sự mở rộng này chủ yếu tập trung vào các khu vực như Hải Phòng, Bắc Giang, Thái Nguyên, Thái Bình và Nam Định. Ngược lại, Hà Nội và Bắc Ninh, được phân loại là thị trường loại 1, đang đối mặt với những thách thức trong việc thành lập các Khu công nghiệp mới do diện tích hiện tại đã vượt quá hạn mức của chính phủ (Hình 27).

Hạ tầng ngày càng được đồng bộ và toàn diện là một điểm nổi bật đáng chú ý, làm tăng giá trị cho các dự án công nghiệp ở khu vực Bắc Bộ (Hình 26).

Hình 26: Thị trường Bắc Bộ và hạ tầng sắp được xây dựng xung quanh



Hình 27: Chi tiết hạn mức đất Khu công nghiệp theo Quyết định 326/QĐ-TTg theo cấp tỉnh

STT	Tỉnh thành	Các mã chứng khoán có quỹ đất tại địa phương	Kế hoạch đến 2030 (ha)	Chỉ tiêu đến 2025 (ha)	Số liệu hiện tại (*) (ha)	So với chỉ tiêu 2025 (ha)	So với kế hoạch 2030 (ha)
1	HẢI PHÒNG	KBC	8.710	7.262	5.992	1.270	2.718
2	BẮC GIANG	KBC	7.000	3.377	2.424	953	4.576
3	BẮC NINH	KBC, VGC, IDC, SGT	6.408	4.760	5.899	(1.139)	509
4	QUẢNG NINH	KBC, VGC	5.904	3.658	3.900	(242)	2.004
5	HẢI DƯƠNG	KBC, VGC, IDV, AAA	5.661	3.115	2.588	527	3.073
6	HƯNG YÊN	KBC, VGC, HPG	5.021	3.849	2.873	976	2.148
7	VĨNH PHÚC	IDV, SHI	4.815	3.037	2.817	220	1.998
8	HÀ NAM	VGC, DTD, IDV, HPG	4.627	4.027	3.474	553	1.153
9	THÁI NGUYÊN	SGT, TNG	4.245	3.286	2.095	1.191	2.150
10	HÀ NỘI		3.828	2.787	2.825	38	1.003
11	THÁI BÌNH	VGC, IDC	2.565	1.662	826	836	1.739
12	NAM ĐỊNH		2.546	2.077	1.288	789	1.258
13	PHÚ THỌ	VGC	2.485	1.766	2.219	(453)	266
14	NINH BÌNH		1.872	1.510	1.619	109	253
Tổng cộng			65.687	46.173	40.839	5.334	24.848

Nguồn: CBRE

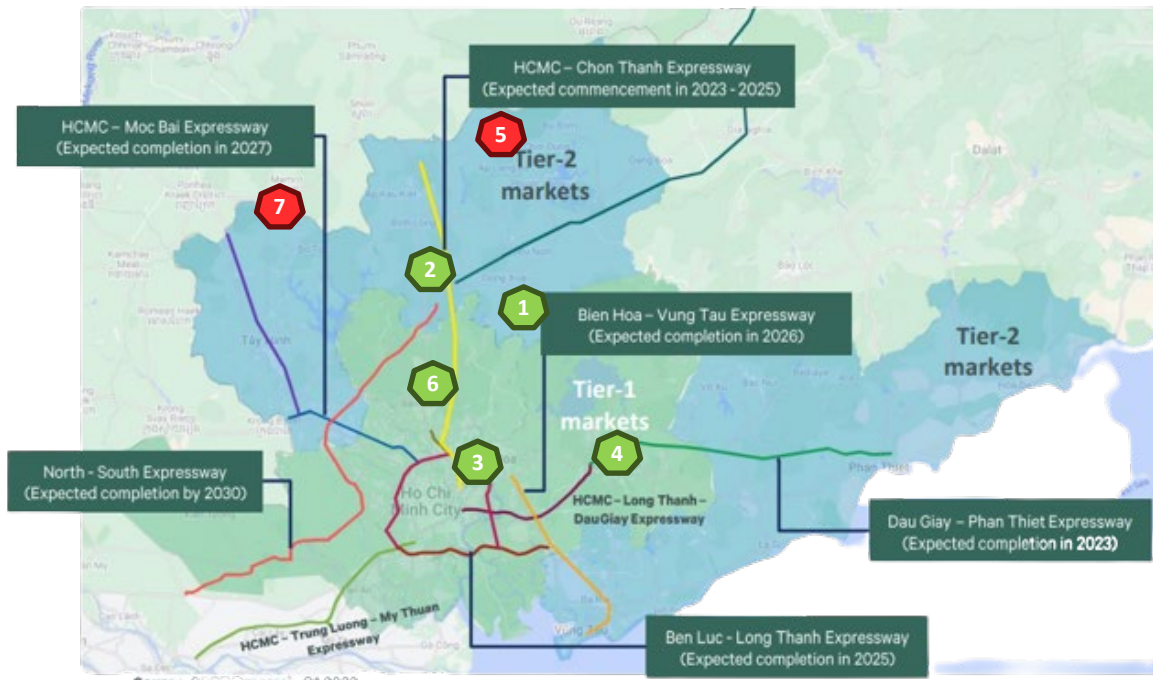
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thị trường miền Nam vẫn còn dư địa để xây dựng thêm các khu công nghiệp với tổng diện tích còn lại khoảng 5.142 ha cho đến năm 2025. Trọng tâm chủ yếu là các khu vực như Đồng Nai, Long An và Thành phố Hồ Chí Minh.

Bình Phước là một cái tên đáng chú ý, với tổng diện tích các KCN hiện có đã vượt qua chỉ tiêu đến năm 2025. Do đó, các dự án đang chờ đợi được chấp thuận chủ trương đầu tư trong khu vực này, như Nam Đồng Phú mở rộng, Bắc Đồng Phú mở rộng và Minh Hưng 3 mở rộng, sẽ đối mặt với những thách thức đáng kể trong việc được phê duyệt, ít nhất cho đến năm 2025.

Hệ thống cơ sở hạ tầng ở miền Nam cũng được dự kiến sẽ cải thiện với các dự án đang dần được hình thành (trình bày trong hình 28).

Hình 28: Thị trường miền Nam và cơ sở hạ tầng sắp được xây dựng xung quanh



Nguồn: CBRE

Hình 29: Chi tiết hạn mức đất KCN trong Quyết định 326/QĐ-TTg theo cấp tỉnh

STT	Tỉnh thành	Các mã chứng khoán có quỹ đất tại địa phương	Kế hoạch đến 2030 (ha)	Chỉ tiêu đến 2025 (ha)	Số liệu hiện tại (*) (ha)	So với chỉ tiêu 2025 (ha)	So với kế hoạch 2030 (ha)
1	ĐỒNG NAI	TID, IDC, SZG, SZL, SIP, IDC, BAX, D2D	18.543	12.470	10.243	2.227	8.300
2	BÌNH DƯƠNG	NTC, BCM, PHR, GVR, KSB	14.990	11.990	11.242	748	3.748
3	LONG AN	LHG, IDC, KBC, STG	12.433	10.479	9.134	1.345	3.299
4	BÀ RỊA - VŨNG TÀU	IDC, SZC	10.755	8.550	8.493	57	2.262
5	BÌNH PHƯỚC	DPR, MH3, BCM, IDC	7.584	4.258	4.553	(295)	3.031
6	THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH	HPI, KBC, SIP, KDH, ITA	5.918	5.021	4.128	893	1.790
7	TÂY NINH	SIP	4.269	3.580	3.415	165	854
Tổng cộng			74.492	56.348	51.206	5.142	23.286

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 30: Tổng hợp tồn kho đất khu công nghiệp bao gồm các khu đất cho thuê từ các dự án đang triển khai, đang xin chấp thuận chủ trương đầu tư hay các dự án có trong kế hoạch tổng thể của các tỉnh.

Mã chứng khoán	MIỀN BẮC											MIỀN NAM						TỔNG CỘNG	
	HẢI PHÒNG	BẮC GIANG	BẮC NINH	QUẢNG NINH	HẢI DƯƠNG	HƯNG YÊN	VĨNH PHÚC	HÀ NAM	THÁI NGUYÊN	THÁI BÌNH	PHÚ THỌ	ĐÔNG NAI	BÌNH DƯƠNG	LONG AN	BÀ RI - VŨNG TÀU	BÌNH PHƯỚC	THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH		TÂY NINH
KBC	450		77		903	158								888			63		2.538
PHR (*)													2494						2.494
SIP												334					130	800	1.263
VSIP	51												616						1.000
BCM													944						944
IDC			86											334	314				828
VGC			265	103		70		180		51	24								693
SZC															560				560
DPR (*)																518			518
MH3 (*)																432			432
TID												400							400
SGT			67												171				354
NTC													256						256
SHI								122											122
LHG															113				113
SZG												71							71
VRG					68														68
DTD								30											30

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, dữ liệu được thu thập tính đến cuối năm 2022 từ báo cáo thường niên, trang web của các công ty

PHR (*): Tất cả quỹ đất đã được bao gồm trong kế hoạch quy hoạch tổng thể Bình Dương giai đoạn 2021-2030

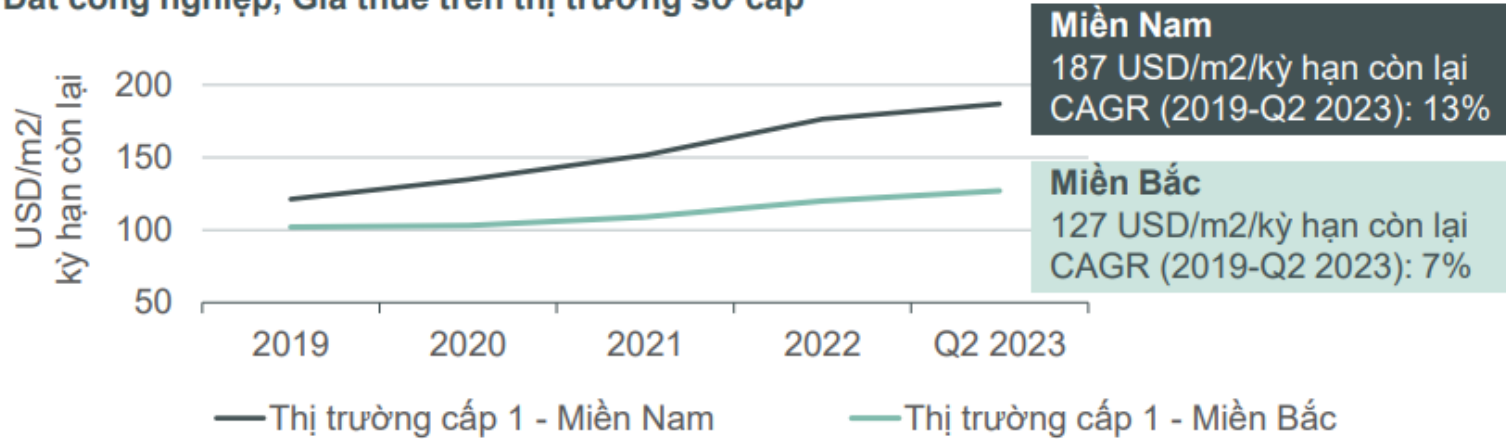
DPR (*): Tất cả quỹ đất đều từ dự án Đông Phú và mở rộng Nam Đông Phú mở rộng.

MH3 (*): Diện tích cho thuê hiện tại là khoảng 51 ha, các khu vực còn lại từ Khu công nghiệp Minh Hưng 3 mở rộng (577 ha).

Cả DPR và MH3 đang gặp khó khăn trong việc xin phê duyệt chủ trương đầu tư cho các dự án mới tại Bình Phước do đã vượt chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025.

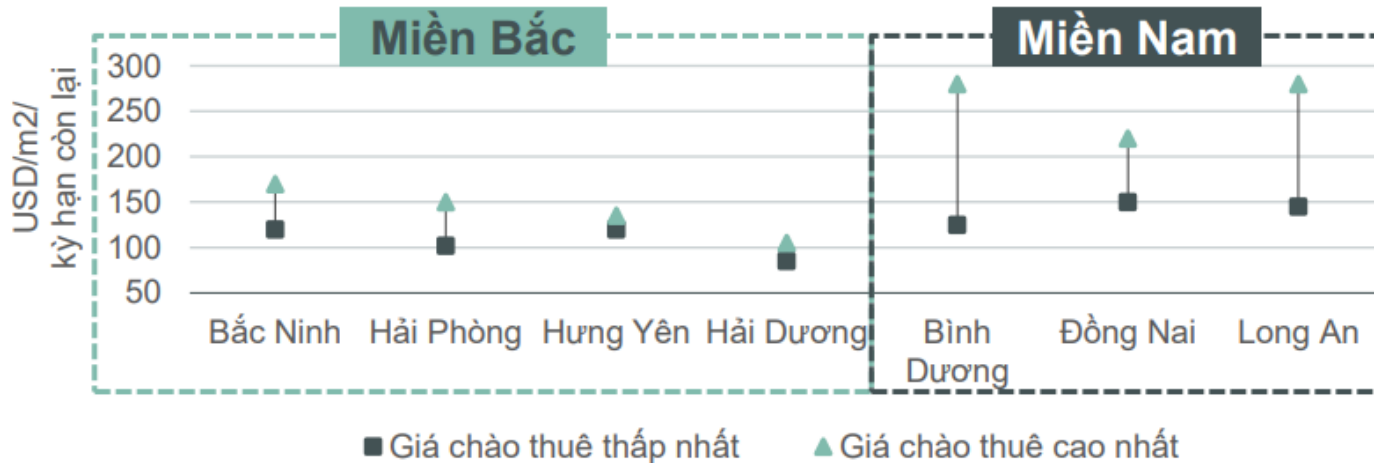
Hình 31: Xu hướng giá thuê trong 5 năm qua ở miền Bắc và miền Nam

Đất công nghiệp, Giá thuê trên thị trường sơ cấp



Nguồn:CBRE

Hình 32: Phạm vi giá thuê ở các tỉnh loại 1 tính đến quý 2 năm 2023



Nguồn:CBRE

- Trong những năm gần đây, nhu cầu về đất công nghiệp vẫn rất lớn, được thúc đẩy bởi cả vốn FDI và DDI khi Việt Nam tập trung vào phát triển công nghiệp và thu hút đầu tư nước ngoài vào các ngành chế biến chế tạo. Tuy nhiên, tốc độ cung cấp mới đã khá chậm do tỷ lệ lấp đầy cao liên tục trong các khu công nghiệp hiện có ở cả miền Bắc và miền Nam, kết hợp với quy trình hoàn thiện pháp lý và đầu tư thường sẽ tốn rất nhiều thời gian. Do đó, chúng tôi tin rằng xu hướng tăng giá thuê, như đã quan sát trong những năm trước (Hình 31), sẽ tiếp tục duy trì.
- Về sự chênh lệch giá giữa các tỉnh thành, thì vùng giá, cũng như mức giá ở các tỉnh Bắc có mức thấp hơn đáng kể so với khu vực Nam (Hình 32). Theo đánh giá của chúng tôi, có một số yếu tố góp phần vào sự khác biệt này:

- **Giá thuê khác biệt:** Ở một số tỉnh Bắc, giá thuê niêm yết không bao gồm phí sử dụng đất (Nói cách khác, người thuê phải trả phí hàng năm cho chính phủ để sử dụng đất), khác với một số tỉnh miền Nam.
- **Chênh lệch vùng giá:** vùng giá ở khu vực miền Bắc có phần hẹp hơn, một phần do hạ tầng giao thông kết nối tốt hơn ở các tỉnh miền Bắc so với miền Nam, dẫn đến sự chênh lệch giá thấp hơn giữa các địa phương.

Thuế tối thiểu toàn cầu thực sự không phải yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng việc thu hút các công ty đa quốc gia (MNCs) đến đầu tư

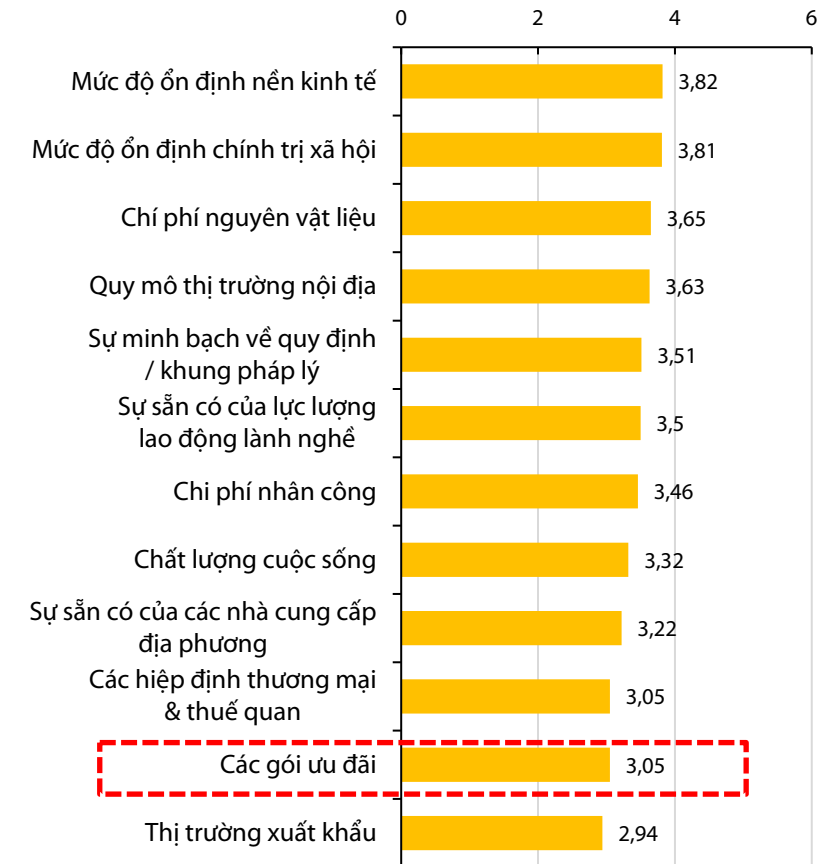
- Thuế thu nhập doanh nghiệp hiện tại và các ưu đãi thuế khác của Việt Nam so với các đối thủ khác vẫn ở mức khiêm tốn (hình 33).
- Ưu đãi thuế không phải là yếu tố hàng đầu trong việc xem xét điểm đến đầu tư của MNC, theo một nghiên cứu của UNIDO (hình 34). Ưu đãi thuế chỉ được đưa vào bàn thương lượng để đưa ra quyết định cuối cùng khi có nhiều vị trí tiềm năng nhằm tối ưu hóa hiệu quả đầu tư dự án (Intel đã đầu tư vào Costa Rica, 1997).
- GTMA được áp dụng để ngăn các quốc gia cạnh tranh thông qua ưu đãi thuế, tuy nhiên lợi thế về chi phí vẫn đang là thế mạnh của Việt Nam (Phụ lục trang sau)

Hình 33: Chính sách ưu đãi thuế khu vực và hành động đối với GTMA

	Việt Nam	Philippines	Malaysia	Thái Lan	Indonesia	Trung Quốc	Ấn Độ
Thuế TNDN	20%	25%	24%	15%-20%	22%	25%	30%
Thời gian miễn thuế (ITH)	Miễn thuế trong 2-4 năm.	Miễn thuế trong 4-7 năm	Miễn thuế trong 5-10 năm	Miễn thuế trong vòng 3-8 năm	Miễn thuế trong vòng 5 - 20 năm.	Miễn thuế trong vòng 2-5 năm.	Miễn thuế trong vòng 5 năm.
Mức thuế ưu đãi	<ul style="list-style-type: none"> • 50% mức thuế phải nộp trong 4 năm • 10-17% trong vòng 10 - 15 năm 	• 5% (5-10 năm)	• 10-15%, áp dụng trong một khoảng thời gian nhất định hoặc vô thời hạn, tùy thuộc vào điều kiện và tiêu chí của dự án.	N/A	• Giảm 50% thuế TNDN trong 2 năm	• Giảm 50% thuế suất trong 3 năm tiếp theo sau thời gian miễn thuế cho các ngành công nghệ cao và ngành được khuyến khích.	<ul style="list-style-type: none"> • 50% mức thuế phải nộp trong vòng 5 năm • Giảm 50% lợi nhuận tái đầu tư trong 5 năm tới.
Thành viên của Hiệp định Thuế Tối thiểu Toàn cầu (GMTA)	Có	Không	Có	Có	Có	Có	Có
Hành động ứng phó	Đang thảo luận		Có	Có	Có	n.a	n.a

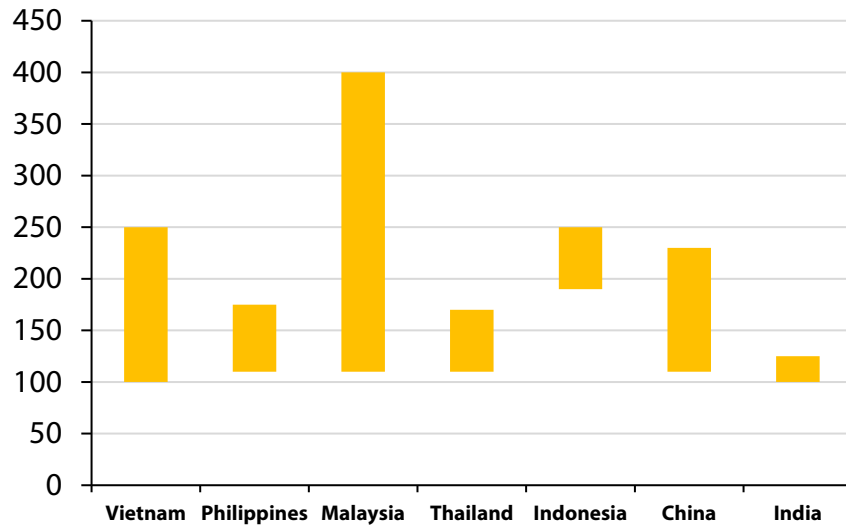
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 34: Xếp hạng yếu tố khi xem xét điểm đến của các công ty FDI



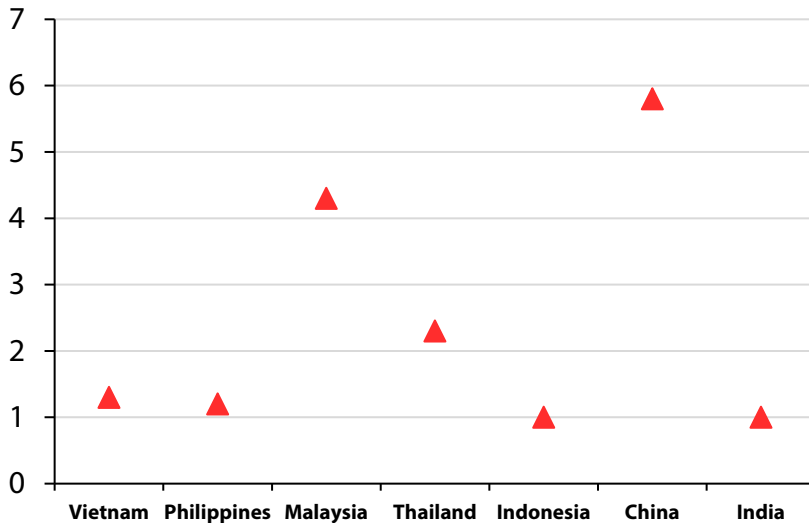
Nguồn: UNIDO, 2011

Hình 35: Giá thuê đất KCN (USD/m²/kỳ)



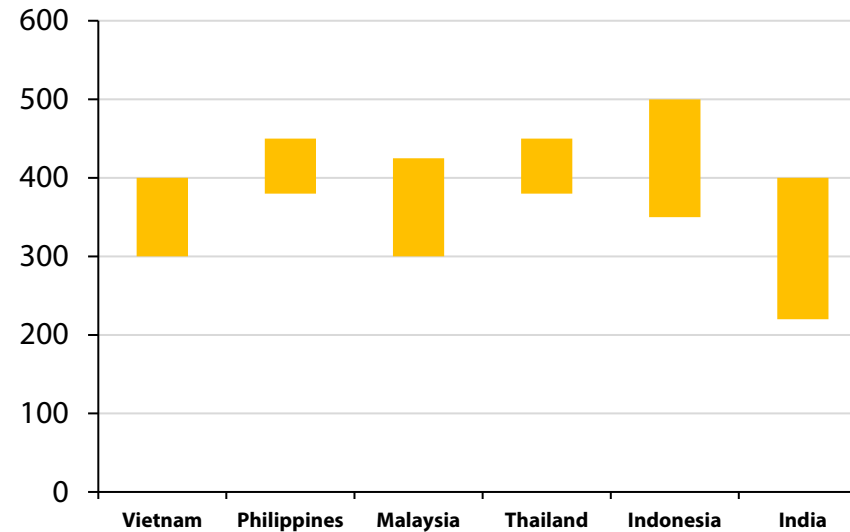
Nguồn: JLL Research

Hình 37: Lương khu vực sản xuất (USD/giờ)



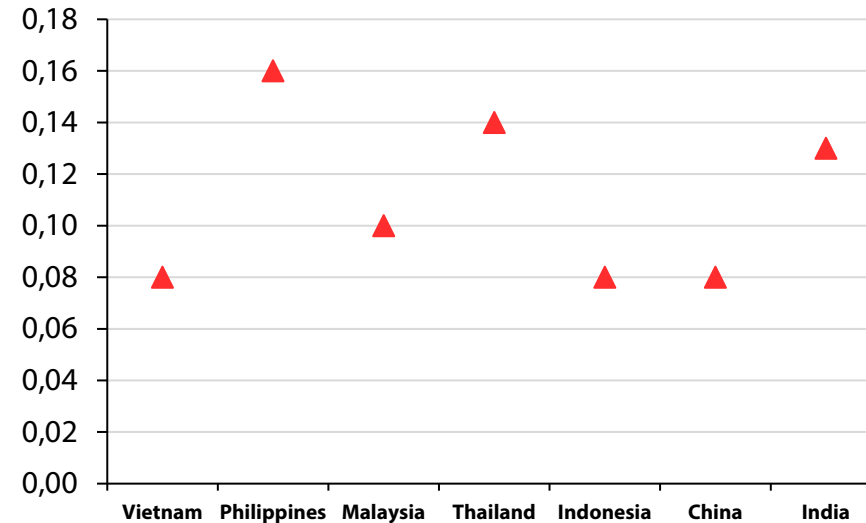
Nguồn: Euromonitor

Hình 36: Chi phí xây dựng (USD/m²)



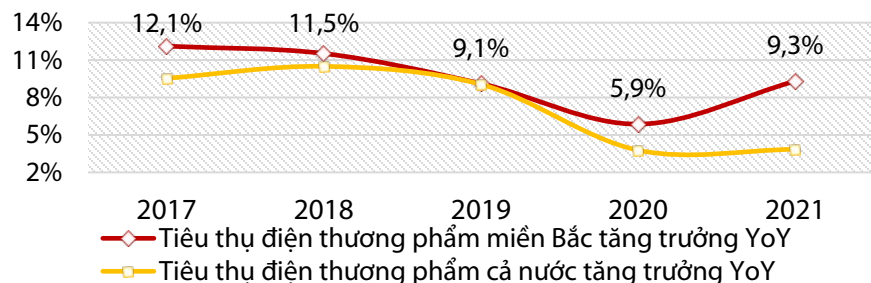
Nguồn: JLL Research

Hình 38: Giá điện cho doanh nghiệp (USD/kWh)

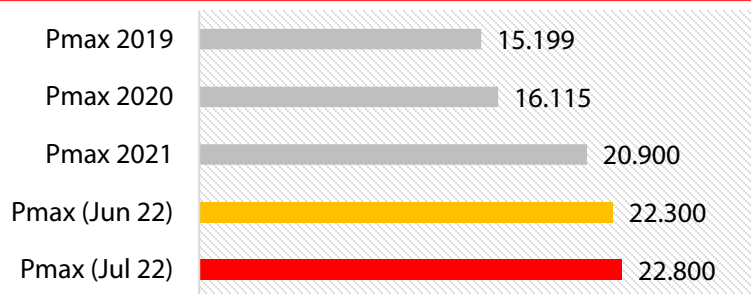


Nguồn: Statista, Globalpetroprices

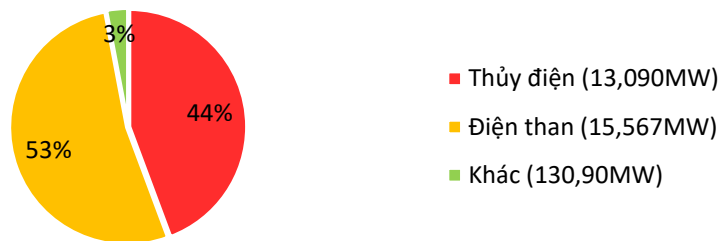
Hình 39: Tốc độ tăng trưởng điện thương phẩm ở miền Bắc luôn cao hơn trung bình



Hình 40: Tiêu thụ điện (MW) ở miền Bắc luôn cao vào mùa hè



Hình 41: Cơ cấu công suất cấp điện miền Bắc (29.537 MW)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 42: Quy hoạch điện cho giai đoạn 2021-2030 sẽ tăng khoảng 80% so với công suất hiện tại

(MW)	2023	Quy hoạch điện 8 cho đến năm 2030	Thay đổi
Nhiệt điện than	26.087	30.127	4.040
Thủy điện	22.999	29.346	6.347
Năng lượng mặt trời (không bao gồm điện mặt trời áp mái)	8.908	12.836	3.928
Điện gió	5.059	27.880	22.821
Nhập khẩu điện	572	5.000	4.428
Điện rác	395	2.270	1.875
Nhiệt điện khí trong nước	7.422	14.930	7.508
Nhiệt điện LNG		22.400	22.400
Khác	9.263	300	
Tổng cộng	80.705	145.089	64.384

Thiếu điện nghiêm trọng tại khu vực miền Bắc đã được dự đoán từ trước, làm ảnh hưởng đến sản xuất công nghiệp và giảm sự hấp dẫn của Việt Nam đối với các nhà đầu tư nước ngoài một cách gián tiếp

- Mặc dù tổng công suất của các nhà máy điện ở miền Bắc (Hình 41) vẫn vượt quá công suất tiêu thụ cao nhất trong mùa hè (Hình 40). Tuy nhiên, sự phụ thuộc mạnh mẽ vào nhà máy thủy điện và nhà máy nhiệt điện than (97%) dẫn đến sự biến động đáng kể trong công suất thực, đặc biệt khi thời tiết nóng đạt đến đỉnh điểm do hiệu ứng El Niño, và nhà máy nhiệt điện than gặp tình trạng thiếu nhiên liệu và sự cố kỹ thuật không mong muốn thường xuyên, như đã thấy gần đây. Trong khi đó, nhu cầu điện ở khu vực Bắc Bộ tiếp tục tăng mạnh vượt xa xu hướng trung bình quốc gia (Hình 39), dẫn đến tình trạng thiếu điện nghiêm trọng không chỉ cho nhu cầu dân dụng mà còn cho việc sử dụng công nghiệp.
- Mặc dù Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch điện 8 vào tháng 5, đưa ra một kế hoạch để giải quyết các vấn đề về năng lượng (Hình 42). Tuy nhiên, việc thực hiện có thể mất thời gian lâu hơn dự kiến, việc trì hoãn này sẽ tăng rủi ro nguồn cung điện cho môi trường đầu tư Việt Nam.

Hình 43: So sánh các yếu tố ngoài chi phí

	Cơ sở hạ tầng			Lực lượng lao động		Môi trường kinh doanh		Tỷ lệ nội địa hóa(*)
	Chỉ số hiệu suất logistics	Chất lượng đường giao thông	Chất lượng cảng biển	Năng suất lao động (nghìn đô la/người/năm)	Mức độ sẵn có lao động	Thuận lợi kinh doanh	Chỉ số minh bạch JLL	
Việt Nam	3,2	3,4	3,8	7,0	66,6	69,7	3,36	Thấp
Thái Lan	3,7	4,4	4,1	11,5	50,1	80,6	2,63	Cao
Indonesia	2,9	4,2	4,3	8,3	183,9	69,7	2,86	Trung bình
Philippines	3,2	3,7	3,7	8,7	71,8	63,1	2,91	Thấp
Malaysia	3,6	5,3	5,2	24,5	23,2	81,7	2,61	Trung bình
Trung Quốc	4,0	4,6	4,5	21,8	988,5	77,2	2,54	Cao
Ấn Độ	3,2	4,5	4,5	6,3	940,4	71,1	2,73	Cao

Nguồn: Trading Economics, World Bank, Euromonitor, JLL Index

(*) Được đại diện bởi tỷ lệ nội địa hóa trong ngành công nghiệp ô tô của mỗi quốc gia

Theo JLL, Việt Nam phải cải thiện các yếu tố khác để giữ được sự hấp dẫn đối với FDI khi họ đánh giá rằng:

- **Cơ sở hạ tầng:** Mặc dù có một mạng lưới đường quốc lộ rộng và cải thiện, chất lượng đường bộ ở Việt Nam vẫn kém hơn so với các đối thủ. Nhiều con đường, bao gồm cả quốc lộ, hẹp và kém chất lượng. Tỷ lệ quốc lộ so với đường tỉnh lộ gần như bằng nhau, trong khi các quốc gia công nghiệp hóa thường có chiều dài đường tỉnh lộ gấp đôi.
- **Lực lượng lao động:** Chi phí lao động tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng năng suất. Khả năng sản xuất kém đồng bộ ở các giai đoạn sản xuất khác nhau đã giữ Việt Nam ở vai trò "gia công & lắp ráp", cản trở việc tiến cao hơn trong chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu.
- **Sự minh bạch trong Bất động sản:** JLL xếp hạng sự minh bạch của Việt Nam thấp do chính sách hỗ trợ không rõ ràng (phí mơ hồ và nhiều chi phí ẩn) và thông tin thuê không đầy đủ (tình trạng pháp lý, tiến độ dự án, v.v.).
- **Các ngành công nghiệp phụ trợ:** Các ngành công nghiệp phụ trợ cho FDI chưa mạnh là một điểm yếu. Dữ liệu từ VCCI cho thấy chỉ có 36% doanh nghiệp Việt Nam tham gia vào mạng lưới sản xuất, so với 60% ở Malaysia và Thái Lan. Tỷ lệ nội địa hóa thấp này gián tiếp làm tăng chi phí sản xuất và thời gian giao hàng.

Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa (30/08/2023)	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CĐCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
						2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
LHG	1.385	50.000	27.700	1.900	33,0	-19,5	14,7	25,6	-26,3	49,4	31,2	18,5	9,8	4,6	7,4	0,8	1,1
SIP	12.090	84.000	66.500	2.000	48,6	8,2	12,5	5,2	18,9	-4,2	15,1	25,0	4,5	12,9	n.a	1,6	n.a
NTC	4.344	256.000	179.000	6.000	45,7	-1,0	-15,0	149,1	-12,9	-8,1	18,4	28,3	5,1	18,5	12,8	4,5	5,6
KBC	26.444	40.000	34.450	2.000	28,6	-77,6	760,9	3,2	39,4	116,1	5,7	18,2	9,1	7,9	22,2	1,3	1,3
PHR	6.897	49.000	48.973	3.000	33,8	-12,2	-1,4	-0,8	91,5	-47,0	-30,6	14,8	7,8	14,7	11,5	2,2	2,3
DPR	2.893	N.R	66.600	3.000	46,8	-0,5	-12,9	-2,0	-49,1	-21,5	-22,3	8,1	4,4	15,4	8,0	1,2	1,0
IDC	15.675	N.R	47.500	n.a	38,5	74,0	n.a	n.a	1000,4	n.a	n.a	14,9	4,6	22,9	20,5	3,2	2,8
VGC	21.521	N.R	48.000	n.a	44,3	30,4	n.a	n.a	72,7	n.a	n.a	15,0	5,1	18,4	15,9	2,7	2,0
BCM	74.727	N.R	72.200	n.a	46,3	-6,8	n.a	n.a	-12,1	n.a	n.a	2,8	1,0	155,3	30,7	4,4	3,2
SZC	4.506	N.R	37.550	n.a	17,0	20,4	n.a	n.a	-39,1	n.a	n.a	10,8	2,7	27,0	n.a	2,8	n.a
TID	4.880	N.R	24.400	n.a	-	36,5	n.a	n.a	-59,7	n.a	n.a	5,9	0,9	36,4	59,6	2,3	3,0
DTD	1.292	N.R	30.100	n.a	40,2	-16,1	n.a	n.a	-9,6	n.a	n.a	29,2	11,1	5,7	6,9	1,4	1,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rộng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/08/2023.

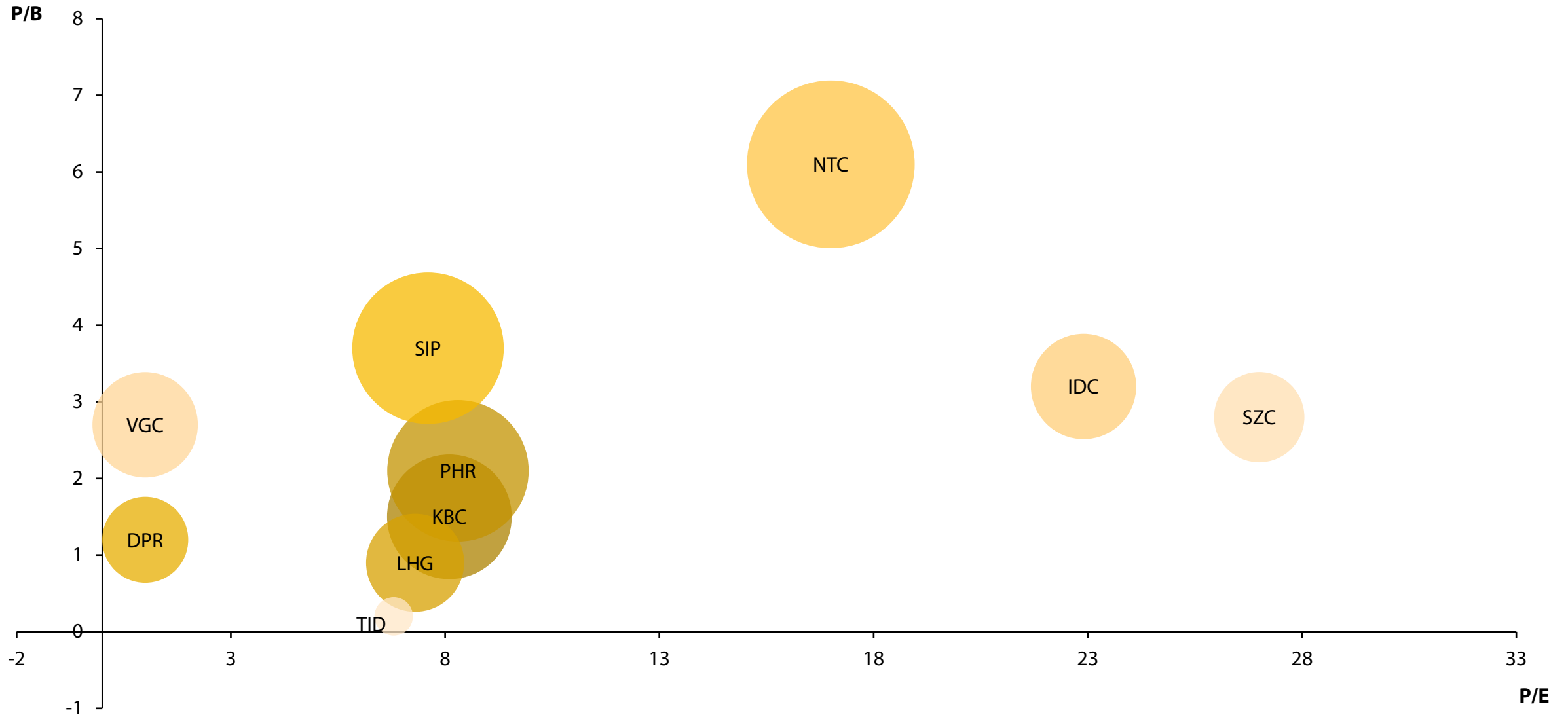
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

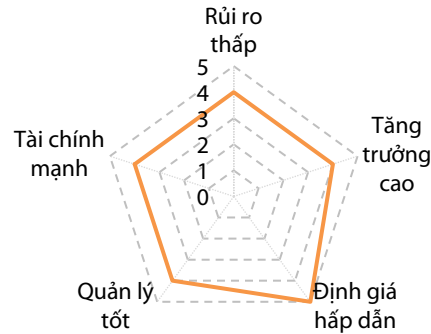
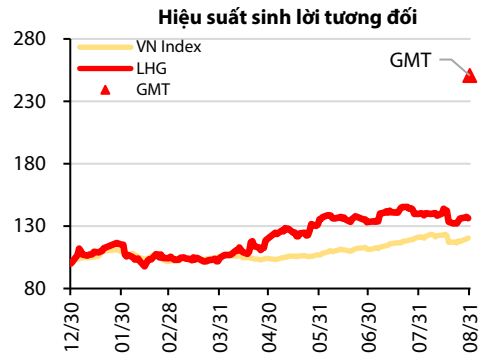
N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tính đến ngày 31 tháng 8 năm 2023.

MUA: +81%
GTT: 27.700
GMT: 50.000
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2022A 2023F 2024F


Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.385,33
SLCPĐLH (triệu CP)	50,01
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	191,54
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5,33
SH NĐTNN còn lại (%)	32,86
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	14,45 - 37,4

Doanh thu (tỷ đồng)	629	722	907
LNST (tỷ đồng)	204	302	397
ROA (%)	7,0	9,8	12,0
ROE (%)	13,6	18,5	21,1
EPS (VND)	4077	6048	7936
Giá trị sổ sách (VND)	30.673	34.666	40.566
Cổ tức (VND)	1.900	1.900	1.900
P/E (x)	5,2	4,6	3,5
P/B (x)	0,7	0,8	0,7

CƠ SỞ LÝ LUẬN ĐẦU TƯ

Giá trị quỹ đất cho thuê hiện tại của Long Hậu 3.1 (LH 3.1) được điều chỉnh tăng nhờ giá thuê tăng mạnh trong bối cảnh nhu cầu ở khu vực miền Nam vẫn cao.

- Theo báo cáo của [CBRE](#) cho 2Q2023, tỷ lệ hấp thụ 6 tháng đầu năm 2023 của thị trường phía Nam cao hơn 20% so với nửa đầu năm 2022. Do hạn chế về quỹ đất khu công nghiệp sẵn sàng để bàn giao, trong khi nhu cầu tăng mạnh, giá thuê tiếp tục duy trì sự tăng trưởng mạnh mẽ. Báo cáo cũng thống kê rằng, tốc độ tăng trưởng CAGR là 13% trong giai đoạn 2019-2Q2023 tại thị trường phía Nam. Trong đó, giá thuê tại khu vực Long An ghi nhận mức tăng trung bình từ 230 USD/m² lên hơn 260 USD/m² tính đến hết quý 2/2023.
- LH3.1 nằm ở một trong những vị trí đắc địa bậc nhất của Long An, vì thế giá cho thuê có mức giá cao hơn so với mặt bằng chung. Giá trị diện tích cho thuê còn lại (~53 ha) được điều chỉnh lên mức định giá cao hơn.

21.343m² mặt bằng NXXS mới đã được đưa vào hoạt động tạo nguồn thu nhập mới cho LHG

- Theo [tài Liệu bán hàng](#), LHG đã ký hợp đồng cho thuê NXXS lô 3A (23, 24, 25, 26 – 12,067 m²) từ tháng 12/2022 và sẵn sàng bàn giao NXXS cho thuê lô J4 (3.4-9.274 m²) tại Khu Công nghệ cao Đà Nẵng từ quý 4 năm 2022. Trong trường hợp tỷ lệ lấp đầy đạt 100%, tài sản NXXS mới này có thể tạo ra dòng tiền ổn định hàng năm lên đến ~ 31 tỷ đồng mỗi năm.

Việc An Định và Long Hậu 3.2 (LH3.2) được chấp thuận chủ trương đầu tư sẽ tạo dư địa cho hoạt động kinh doanh bất động sản công nghiệp phát triển trong dài hạn.

- [Quyết định 686/QĐ-TTg](#) đã phê duyệt quy hoạch chung tỉnh Long An giai đoạn 2021-2030, tạo điều kiện đẩy nhanh tiến độ thực hiện quy hoạch 1/2000 cho dự án LH3.2, đây là một rào cản đối với tiến trình phê duyệt chủ trương đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng LHG sẽ được phê duyệt muộn nhất trong Q1/2024.
- Khu công nghiệp An Định đã hoàn tất các tài liệu bổ sung và nộp đơn xin phê duyệt đầu tư tới Bộ Kế hoạch và Đầu tư kể từ 09/03/2023. LHG dự kiến hoàn thiện chủ trương đầu tư trong quý 3/2023.

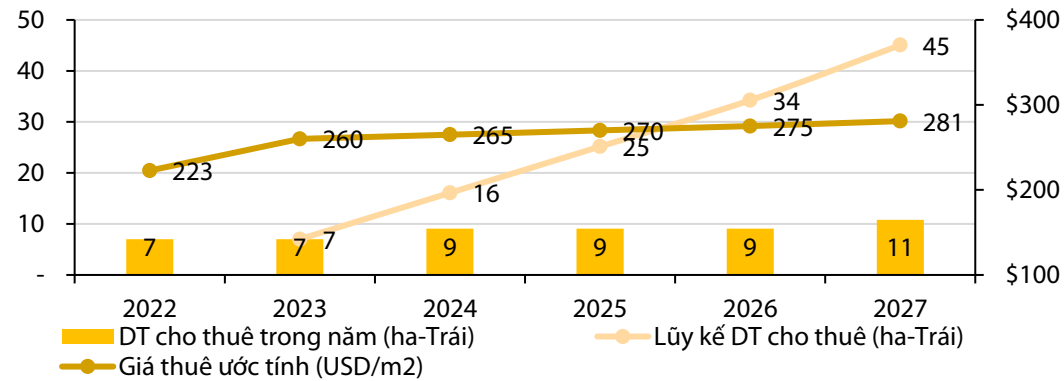
Doanh thu năm 2023 kỳ vọng đạt 722 tỷ đồng (+15% YoY), LNST tăng trưởng 48% YoY đạt 302 tỷ đồng trên mức nền thấp của năm 2022 được tạo ra bởi...

- (1) LHG sẽ không còn phải hạch toán thêm chi phí hàng hóa bổ sung do điều chỉnh vốn đầu tư trong LH3.1. Do đó, biên lãi gộp sẽ được cải thiện và mở rộng nhờ vào (2) giá cho thuê tăng. Ngoài ra, (3) các NXXS mới sẽ tạo thêm thu nhập và (4) phân khúc dịch vụ tiếp tục phát triển nhờ sự gia tăng tỷ lệ lấp đầy của dự án (hình 4).

RỦI RO

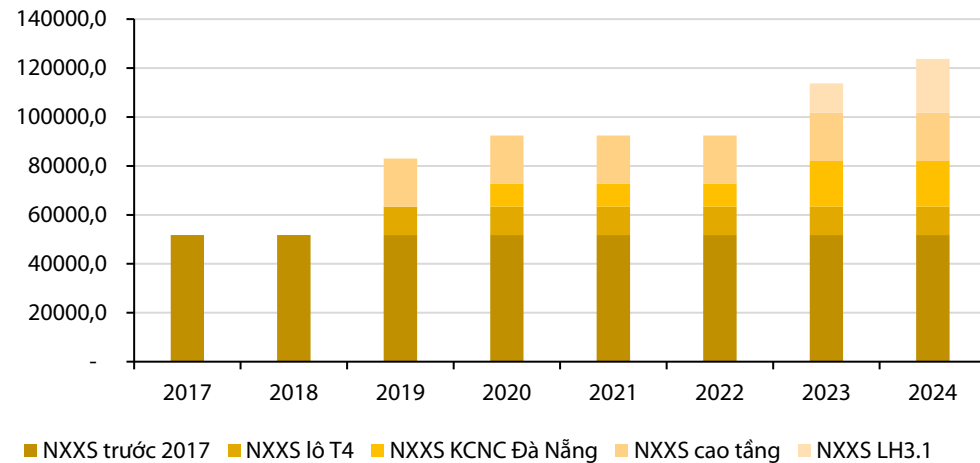
- Rủi ro giảm giá có thể đến từ diện tích cho thuê thấp hơn so với ước tính của chúng tôi (7ha vào năm 2023), trong khi đó việc kiểm toán Nhà nước bất ngờ thông báo loại trừ nghĩa vụ tiềm năng liên quan đến IPC (328 tỷ VND) sẽ khiến giá mục tiêu của chúng tôi bị đánh giá thấp hơn 6.351 tỷ đồng.

Hình 1: Sau khi điều chỉnh dự báo giá thuê, tổng giá trị hợp đồng có thể đạt 2.871 tỷ đồng, trong khi vốn đầu tư phải trả còn lại là ~ 501 tỷ đồng và NPV trên mỗi cổ phiếu là ~ 26.000 đồng

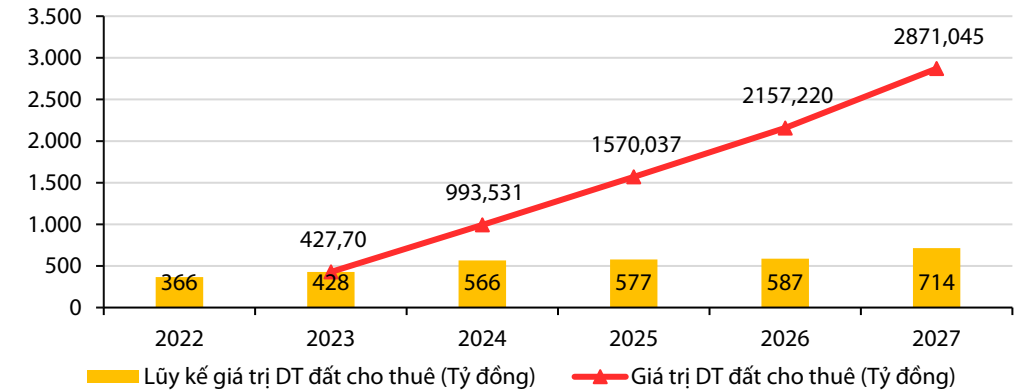


Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LHG đang mở rộng mặt bằng RBFs, có thể mang lại nguồn doanh thu ổn định 178 tỷ đồng/năm khi tỷ lệ lấp đầy đạt 100%.

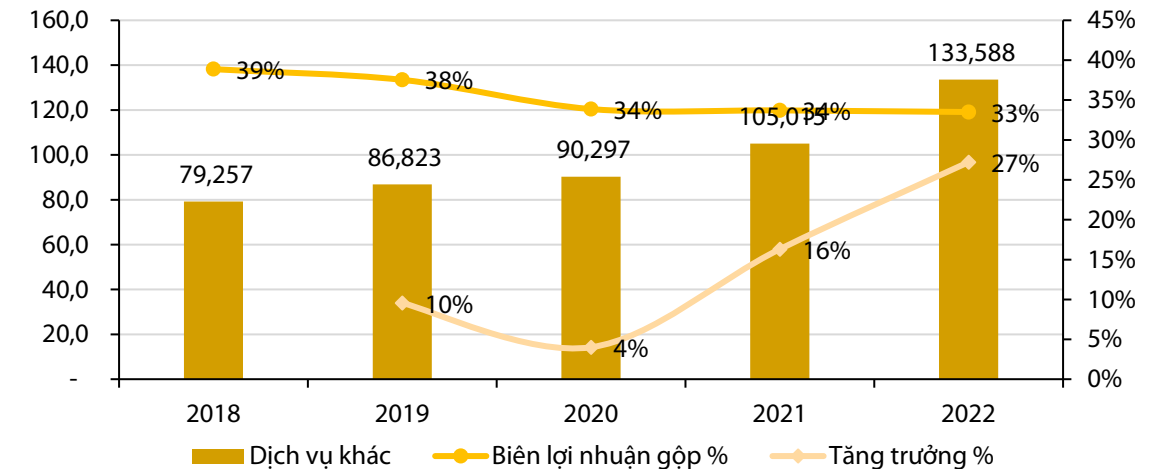


Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt



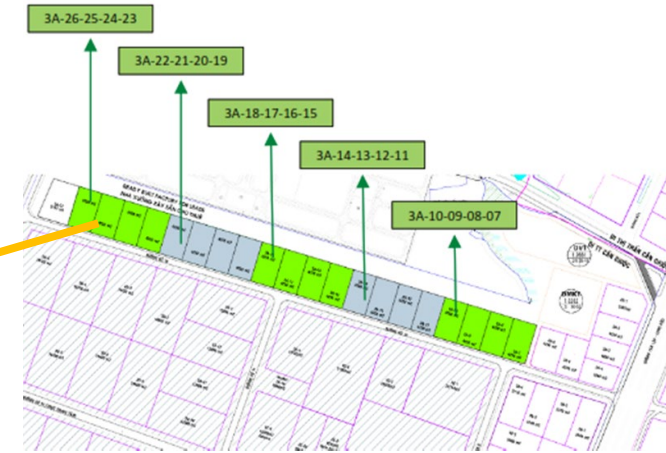
Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Các mảng dịch vụ khác tăng trưởng khả quan (CARG +11%) khi tỷ lệ lấp đầy của các dự án tăng trong 5 năm qua



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Bản đồ Long Hậu 3 giai đoạn 1 - 12.274 m2 diện tích NXXS được bắt đầu cho thuê từ Q2/2023



	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)
Lô A	11,7	10,0
+RBFs 3A	6,8	5,1
+Nhà máy BTS	0,7	0,7
+ đất KCN	4,2	4,2
Lô B	7,1	7,1
Lô C	15,6	3,07
Lô D	16,7	4,83
Lô E	6,8	6,8
Lô F	13,7	10,3
Lô G	16,7	8,73
Khu vực dịch vụ	2,49	2,49
Tổng cộng	90,9	53,3

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Nguồn: Google, CTCK Rồng Việt, Ảnh chụp ngày 31/07/2023

Hình 5: Vị trí Long Hậu 3 giai đoạn 2



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Vị trí KCN An Định



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dự án RBFs tại KHU CÔNG NGHỆ CAO ĐÀ NẴNG – 9.274 m² NXXS được khai trương vào Quý 2 năm 2023

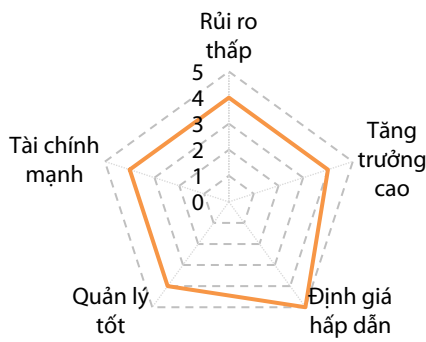
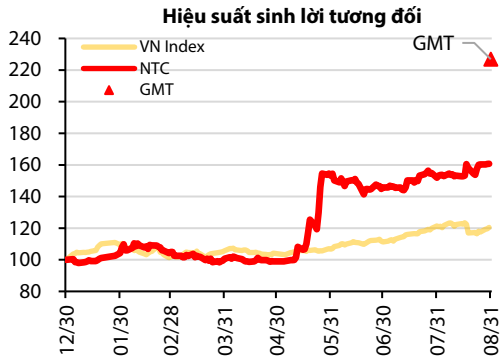


Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

MUA: +42%

GTT: 179.000

GMT: 254.000



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.344
SLCPĐLH (triệu CP)	24
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	2
SH NĐTNN còn lại (%)	49
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	86 - 189

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	268	228	568
LNST (tỷ đồng)	256	235	279
ROA (%)	6,2	5,1	4,0
ROE (%)	38,1	28,3	25,6
EPS (VND)	10.685	9.808	11.610
Giá trị sổ sách (VND)	29.759	39.551	51.143
Cổ tức (VND)	8.000	6.000	6.000
P/E (x)	10,6	18,3	15,4
P/B (x)	3,8	4,5	3,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án NTU 3 – Động lực tăng trưởng mới sẽ mở ra từ 2024

- NTU 1&2 đã lấp đầy từ năm 2018 và các vấn đề pháp lý đã cản trở NTU3 đầu tư và sử dụng đất ngay cả khi đã được phê duyệt, khiến lợi nhuận của NTC bị ứ đọng trong nhiều năm. Quyết định của tỉnh Bình Dương bàn giao đất cho dự án NTU 3 (346ha) là bước đi quan trọng để giải quyết bài toán lớn nhất sau 5 năm trì hoãn.
 - Việc đầu tư và vận hành NTU3 sẽ thúc đẩy tăng trưởng và giá trị của NTC nhờ (1) vị trí đắc địa và (2) nguồn cung hạn chế ở khu vực lân cận.
- Danh mục đầu tư ẩn chứa những giá trị tiềm tàng khi chúng được ghi nhận theo phương pháp giá gốc khiến giá trị trên sổ đang bị đánh giá thấp hơn so với thực tế.**
- Tất cả các khoản đầu tư của NTC được ghi nhận theo giá gốc, không phản ánh thu nhập tích lũy thực tế từ các khoản đầu tư này cũng như giá trị hợp lý khi nhìn dưới góc độ cổ tức ổn định trong những năm qua.
 - Ngoài ra, một số trong số này đang theo đuổi các dự án khu công nghiệp mới (Bảng 2), điều này sẽ tạo ra sự gia tăng giá trị cho danh mục đầu tư của NTC.

Thu nhập sẽ đi ngang trong năm 2023 và có thể tăng mạnh từ năm 2024.

- Chúng tôi hy vọng rằng NTC có thể ký kết MoUs với diện tích 90 ha trong NTU-3 như kế hoạch lợi nhuận năm 2023 của họ. Tuy nhiên, việc bàn giao sẽ bắt đầu từ năm 2024 vì có thể mất hơn 6 tháng để hoàn tất việc thu phí sử dụng đất, đăng ký giấy phép xây dựng, xây dựng cơ sở hạ tầng và tìm kiếm khách hàng tiềm năng cũng như thu tiền đáp ứng yêu cầu ghi nhận doanh thu.
- Chúng tôi kỳ vọng kết quả hoạt động của NTC chỉ giảm nhẹ so với năm trước với tổng doanh thu ước tính ~228 tỷ VND (-15% YoY) và LNST đạt 256 tỷ đồng (-8% YoY) so với kế hoạch doanh thu là 813 tỷ đồng (89%) và 284 tỷ đồng (11% YoY) bởi cho thuê ít diện tích đất dịch vụ hơn (được ghi nhận một lần).
- Theo kế hoạch cho thuê năm 2023, chúng tôi ước tính tổng doanh thu năm 2024 có thể đạt 568 tỷ đồng (+149%) và LNST sẽ là 279 tỷ đồng (+18% YoY). Trong đó, chúng tôi kỳ vọng 15% diện tích thuê sẽ được ghi nhận một lần.

RỦI RO - Rủi ro giảm giá có thể xảy ra khi chi phí quyền sử dụng đất cao hơn so với ước tính của chúng tôi.

Bảng 1: Dự án có thể mang lại 9.090 tỷ VNĐ (386 triệu USD) tiền mặt với giả định giá thuê tăng 2%/năm với giá thuê hiện tại là 130 USD/m² so với kế hoạch Capex bên dưới và tương ứng với mức đóng góp 135.000 VNĐ vào giá mỗi cổ phiếu.

mặt hàng Capex	% Thực hiện	Dự toán chi phí (tỷ đồng)	Đơn giá cho thuê (tỷ đồng/ha)	Ghi chú	Địa điểm dự án
Giải phóng mặt bằng	~100%	860	3,36	Đã chi trả 704 tỷ đồng cho Công ty Cao su Phước Hòa, 156.14 tỷ đồng hỗ trợ di dời các hộ dân bị ảnh hưởng.	
Chi phí sử dụng đất	0%	2.403	9,4	NTC dự kiến sẽ nhận được báo giá cho thuê từ tỉnh Bình Dương trong 90 ngày kể từ ngày có quyết định giao đất. Theo ước tính chi phí sử dụng đất cho VSIP 3 - dự án gần đó, là ~ 40 USD/m ² . Trong đó, bàn giao giai đoạn 1 là 344.43 ha, còn lại 1,43 ha liên quan đến diện tích đất ở của hộ gia đình và trụ sở UBND. NTC đã nộp tiền giải phóng mặt bằng cho khu vực này.	
Xây dựng	0%	844	3,3	Theo dữ liệu lịch sử, NTC ước tính chi phí xây dựng là 2,5 tỷ đồng/ha hoặc 3,3 tỷ đồng/ha GFA.	
Các khoản phí khác	100%	15	0,06	Các khoản phí khác bao gồm phí pháp lý, phí tư vấn, phí lập kế hoạch, v.v.	
Tổng cộng		4.122	16,12		

Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt
pa: mỗi năm

Bảng 2: Những viên ngọc quý được đánh dấu bằng cách ghi nhận chi phí ban đầu

Danh mục đầu tư	Cổ phần	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Giá trị thị trường (tỷ đồng)	Cổ tức LTM (Tỷ đồng)	Ghi chú
Đầu tư vào công ty liên kết(>20%)		283			
Công Ty Cổ Phần Khu Công Nghiệp Bắc Đông Phú	40%	120	n.a	10	Nhà phát triển công nghiệp đang vận hành 2 khu công nghiệp đã được lấp đầy - Bắc Đông Phú (258ha) và Nam Đông Phú (90ha) và đang xin phê duyệt chủ trương đầu tư cho BDP Ext. IP (317 ha) và NĐP Ext. Khu công nghiệp (480 ha)
Công Ty Cổ Phần Cao Su Trường Phát	20%	10	n.a		Gia Công Gỗ Cao Su
Công Ty Cổ Phần Khu Công Nghiệp Cao Su Bình Long, (UPCOM: MH3)	37%	44	368		Chủ đầu tư Công nghiệp đang vận hành Khu công nghiệp Minh Hưng 3 (291 ha) đã gần được lấp đầy và đang xin phê duyệt chủ trương đầu tư cho Minh Hưng 3 Ext. KCN (577,53ha).
Công Ty Cổ Phần Khu Công Nghiệp Dầu Giây	22%	29	n.a	13	Nhà phát triển công nghiệp đang vận hành Khu công nghiệp Dầu Giây (328 ha)
Công ty TNHH Phát triển Đô thị và Công nghiệp Nam Tân Uyên	20%	80	n.a		Phát triển dự án khu dân cư Nam Tân Uyên (19,8ha)
Các khoản đầu tư vốn cổ phần khác		172			
CTCP Đầu tư Sai Gon VRG (UPCOM: SIP)	9%	91	891	16	Chủ đầu tư khu công nghiệp đang vận hành 4 dự án quy mô lớn (Lê Minh Xuân 3, Lộc An -Bình Sơn, Phước Đông)
VRG Daknong Công ty cổ phần	12%	36	n.a		Đầu tư xây dựng, vận hành và quản lý các nhà máy thủy điện Đầu tư trồng, chăm sóc, khai thác, chế biến cao su, cây công nghiệp khác và trồng rừng.
Công Ty Cổ Phần Công Nghiệp An Điền	8%	8	n.a	2	Chủ đầu tư khu công nghiệp đang vận hành Khu công nghiệp Rạch Bắp – An Điền (639ha)
CTCP Nhà máy thủy điện Geruco Sông Côn, (OTC: GSC)	2,16%	13	n.a		Vận hành 2 nhà máy thủy điện tại Quảng Nam và Đà Nẵng với công suất lần lượt là 63 MW và 49,2 MW.
Công Ty Cổ Phần Khu Công Nghiệp Tân Bình	15%	24	n.a	19	Chủ đầu tư công nghiệp đang vận hành Khu công nghiệp đã được lấp đầy – Khu công nghiệp Tân Bình (352 ha) và đang tìm kiếm dự án mở rộng (1.055 ha)

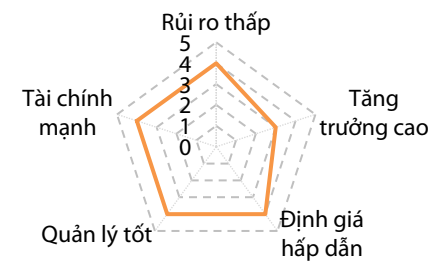
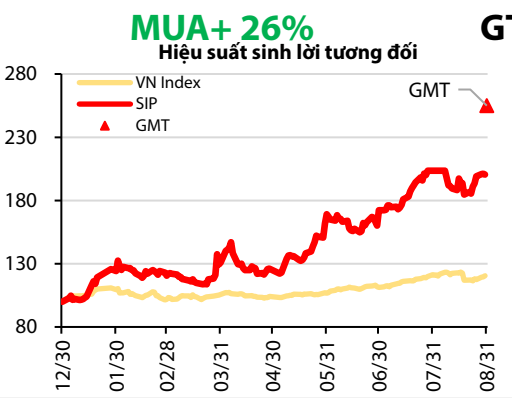
Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.090
SLCPĐLH (triệu CP)	182
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	179
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	11
SH NĐTNN còn lại (%)	49
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	25,85 - 71,9

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.035	6.726	7.141
LNST (tỷ đồng)	977	931	1.078
ROA (%)	5,1	4,5	4,2
ROE (%)	30,1	24,9	23,9
EPS (VND)	9.266	9.013	10.433
Giá trị sổ sách (VND)	35.695	41.208	49.641
Cổ tức (VND)	2.000	3.500	2.000
P/E (x)	7,1	13,7	11,9
P/B (x)	1,8	3,0	2,5



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quỹ đất khu công nghiệp (KCN) sẵn sàng cho việc cho thuê, nằm ở vị trí đắc địa, đảm bảo doanh thu và dòng tiền trong 5-8 năm tới.

- Các dự án của SIP đều nằm tại các vị trí gần trung tâm thành phố Hồ Chí Minh, trong bán kính dưới 50km và được kết nối thuận tiện với cơ sở hạ tầng như Quốc lộ 22, Sân bay Tân Sơn Nhất, Cao tốc Long Thành – Dầu Dây, sân bay Long Thành, Cảng hàng không Cái Mép - Thị Vải.
- Quỹ đất còn lại có thể cho thuê lên tới 1.070 ha, cho phép SIP tạo ra dòng tiền 36.533 tỷ đồng trong 10 năm tới. Trong khi đó, tổng vốn đầu tư ước tính có thể tăng thêm khoảng 5.708 tỷ VND cho công tác giải phóng mặt bằng, xây dựng.

Kế hoạch phát triển nhà xưởng xây sẵn (NXXS) đầy tham vọng và hoạt động cung cấp dịch vụ công nghiệp cho khách thuê sẽ mang lại dòng tiền tăng trưởng hấp dẫn.

- Nằm ở vị trí đắc địa và đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về logistics và ngành công nghiệp phụ trợ, giá trị của 119.319 m² RBFs sẽ mang lại từ dòng tiền ổn định và sẽ còn tăng cao hơn nữa khi SIP có kế hoạch mở rộng diện tích NXXS trong những năm tới.
- Các dịch vụ tiện ích (phân phối điện và nước đã qua xử lý cho khách, lợi nhuận gộp của phân khúc này đạt 585 tỷ VND với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm (CAGR) là 21,7% từ năm 2017 thuê) và các dịch vụ khác của khu công nghiệp (bao gồm phí quản lý hàng năm, thu gom rác thải, vật tư văn phòng, phí kho bãi và khu vực ICD) sẽ được hưởng lợi từ hệ sinh thái khu công nghiệp và thu nhập sẽ tăng theo sự gia tăng về tỷ lệ lấp đầy.

Cơ hội tiềm năng từ các dự án bất động sản nhà ở, đặc biệt là dự án khu đô thị Phước Đông A đã sẵn sàng để phát triển và kinh doanh.

- SIP sở hữu quỹ đất ở rộng 823 ha trong các dự án KCN của mình, có tiềm năng lớn trong dài hạn và được trình bày chi tiết trong bảng 3
- Cụ thể, Phước Đông A (247 ha) đã hoàn thành 1/500 và đã mở bán một phần dự án.

Doanh thu tiếp tục tăng trưởng trong năm 2023, nhưng lợi nhuận có thể giảm nhẹ do thu nhập lãi từ khoản vay ngắn hạn dành cho cổ đông lớn giảm nhẹ.

- Dựa trên dự báo cho thuê của SIP cho năm 2023, tổng doanh thu ước tính sẽ đạt 6.726 tỷ đồng (+ 11,5YoY) và LNST sẽ đạt 9.031 tỷ đồng (-5% YoY).

RỦI RO

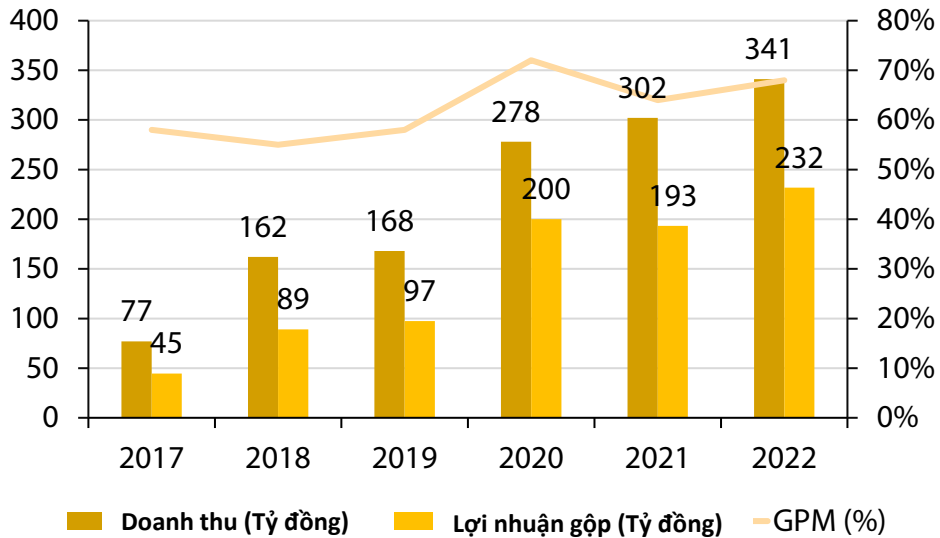
- Thanh khoản giao dịch thấp do số lượng cổ phiếu lưu hành thấp, dẫn đến tính biến động cao trong giá cổ phiếu.

Bảng 1: Quỹ đất còn lại có thể cho thuê lên tới 1.070 ha, cho phép SIP tạo ra dòng tiền 36.533 tỷ đồng

Dự án	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	Giá thuê (USD/m2)	Tỷ lệ sở hữu	Tổng giá trị hợp đồng có thể thu về (Tỷ đồng)	Mức đầu tư ước tính còn phải chi (Tỷ đồng)	NPV dự án (Tỷ đồng)	Giá trị đóng góp thực tế cho cổ đông (Tỷ đồng)	Giá trị đóng góp/cổ phiếu (đồng)
Total	1.047			35.845	5.708	11.635	10.656	117.225
Phước Đông 1	40	90	100%	904	939	200	200	2.195
Phước Đông 2	748	90	100%	19.140	2.289	3.903	3.903	42.939
Đông Nam	24	250	100%	1.577	674	700	700	7.702
Lê Minh Xuân 3	104	250	100%	8.268	903	3.674	3.674	40.419
Lộc An - Bình Sơn	131	170	69%	5.956	903	3.158	2.179	23.969

Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt

Figure 2: Doanh thu có CAGR 28% giai đoạn 2017-2022



Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt
GPM: biên lợi nhuận gộp

Hình 1 : Quỹ đất lớn của SIP(*) tọa lạc tại vị trí đặc địa quanh TP.HCM – Trung tâm kinh tế Việt Nam



Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt

Hình 3: Trạm biến áp KCN Phước Đông



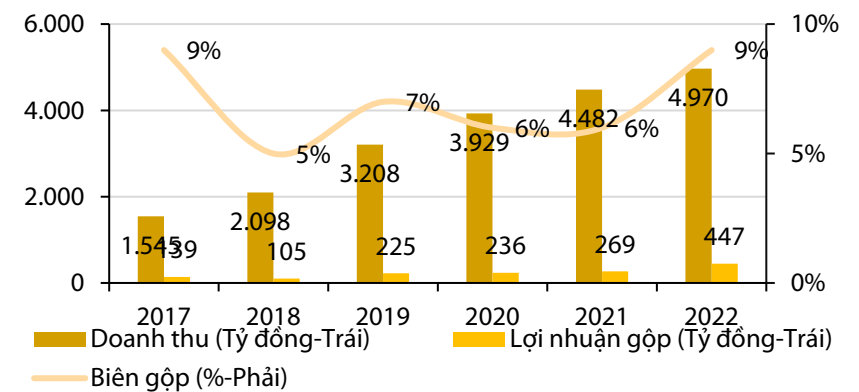
Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Nhà máy nước sạch KCN Phước Đông



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 5: LNG cho thấy CAGR là 21,5% trong giai đoạn 2017-2022



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt, LNG(*): Lợi nhuận gộp

- SIP là một trong số ít các nhà phát triển khu công nghiệp có giấy phép phân phối điện qua trạm biến áp 110kV của riêng mình. Tổng công suất tại 3 Khu công nghiệp là 919 MVA (Phước Đông-567MVA, Đông Nam-189 MVA, Lê Minh Xuân 3-189 MVA). Cụ thể, biên lợi nhuận gộp (GPM) của mảng dao động trong khoảng 6%-10%. Ngoài ra, SIP cũng đang tận dụng lợi thế này để phát triển hệ thống năng lượng mặt trời áp mái trên nhà máy. Hiện tại, một nhà máy điện mặt trời có tổng công suất 476kWp đã được đầu tư tại Phước Đông. Điều này tạo ra khoảng 746.500 kWh/năm, giúp giảm lượng khí thải ra môi trường và tạo ra yếu tố ESG cho với bất kỳ khách thuê nào trong Khu công nghiệp. Trong dài hạn, SIP có kế hoạch phát triển nhà máy điện mặt trời có dung lượng 30 MW tại các Khu công nghiệp của mình.
- Bên cạnh đó, SIP có hai nhà máy cấp nước tại Phước Đông (120.000 m3/ngày đêm) và Đông Nam (10.000 m3/ngày đêm) cung cấp nước sạch cho khách thuê và có biên lãi gộp trung bình là 60%.

Bảng 3 : Tóm tắt các dự án NXXS

Khu công nghiệp	GFA (m ²)	Giá thuê \$/m ² /tháng	Phí dịch vụ\$/m ² /năm
Phước Đông	31.878	3,8	1,0
Đông Nam	39.841	5,3	1,0
Lê Minh Xuân 3	47.599	5,3	1,0
Tổng cộng	119.318		

- Với vị trí đặc địa và đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về logistics và công nghiệp phụ trợ, giá trị của 119,319 m² NXXS sẽ được hưởng lợi từ dòng tiền ổn định và sẽ còn gia tăng khi SIP có kế hoạch mở rộng diện tích NXXS trong những năm tới.

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Bảng 3 : Tổng hợp các dự án bất động sản nhà ở của SIP – Phước Đông A (247 ha) đã sẵn sàng

Dự án	Vị trí	%Cổ phần	Tổng diện tích (ha)	Tổng GFA (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Capex còn lại (tỷ đồng)	GFA có sẵn (ha)	chiếm dụng	Giá cho thuê (\$/m ²)	Giải phóng mặt bằng/ Toàn bộ khu vực	Tiến độ
Bất động sản nhà ở											
Phước Đông - Bời Lờ	Gò Dầu, Tây Ninh	100%	648								
Khu A		100%	247	180	1.241	959	163			100%	đã hoàn thành quy hoạch 1/500 và đã mở bán một phần dự án
Khu B		100%	401	~200,5	n.a	n.a	n.a			0%	Giải phóng mặt bằng
Đông Nam	Củ Chi, TP.HCM	100%	55,77	54	671	599	48			93%	Đã có quy hoạch 1/2000 và đang chờ phê duyệt
Lê Minh Xuân 3	Bình Chánh, TP.HCM	100%	80	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	Đã có quy hoạch 1/2000 nhưng vướng mắc pháp lý
Lộc An - Bình Sơn	Long Thành, Đồng Nai	89,9%	39,2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	Đã có quy hoạch 1/2000 giai đoạn 1 và đang chờ phê duyệt

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Tích lũy: +16%

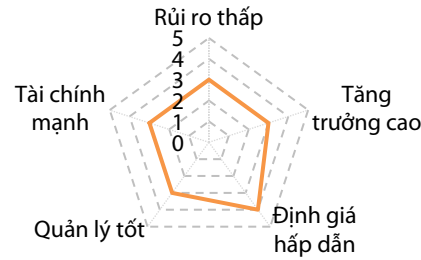
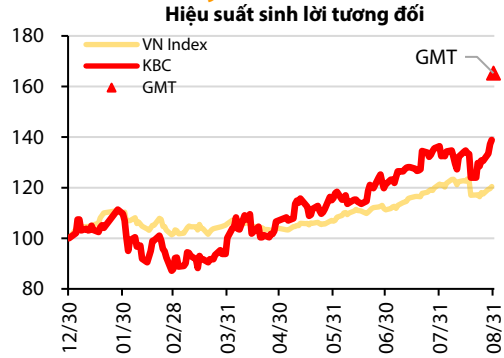
GTT: 33.000

GMT: 40.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (triệu \$)	26.444
SLCPĐLH (triệu CP)	768
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	8.962
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	277
SH NĐTNN còn lại (%)	28
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	13,25 - 35,9

Doanh thu (tỷ đồng)	950	8.241	8.505
LNST (tỷ đồng)	1.526	3.344	3.534
ROA (%)	4,63	9,13	8,60
ROE (%)	10,08	18,20	15,52
EPS (đồng)	1.988	4.356	4.604
GTSS (đồng)	20.933	26.937	32.392
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	2.000	-
P/E (x)	22,93	7,91	7,48
P/B (x)	2,18	1,28	1,06

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Những thương vụ lớn giúp KBC giải tỏa áp lực đáo hạn trái phiếu trong 6T2023 tạo tiền đề cho việc nâng cao uy tín thu hút vốn cho những dự án đang và sắp triển khai.

- Trong 6T2023, việc ghi nhận những thương vụ cho thuê lớn (132 ha) đã giúp KBC có nguồn tài chính để tắt toán toàn bộ dư nợ trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 và 2024 (3.900 tỷ đồng). Đồng thời, KBC giảm số dư nợ vay từ 7.638 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022 về còn 4.166 tỷ đồng (-45%YTD, hình 2).
- Với (1) việc trả nợ đúng hạn, kết hợp với (2) năng lực bán hàng (bảng 1) đang hưởng lợi từ vị thế đầu ngành trong bối cảnh làn sóng đầu tư FDI vẫn còn nóng, việc huy động vốn cho các dự án Khu công nghiệp (KCN), Cụm công nghiệp (CCN) của KBC sẽ diễn ra thuận lợi.

Quý đất thương phẩm KCN, CCN mà KBC đang là chủ đầu tư sẽ đảm bảo cho một kế hoạch tăng trưởng trong dài hạn.

- Ngoài các KCN đang được KBC kinh doanh, bên cạnh những KCN, CCN đã được công nhận là chủ đầu tư và kì vọng bắt đầu khai thác từ cuối năm 2024, dự án KCN Tràng Duệ 3 (450 ha) là cái tên được kì vọng theo khi sẽ có chủ trương đầu tư vào quý III, 2023. Quý đất thương phẩm ước tính vào khoản được nâng lên 1.636 ha tại thời điểm cuối năm (hình 6).

Những nút thắt đang dần được tháo gỡ cho các dự án bất động sản đô thị, phát triển nhà ở xã hội đang là sản phẩm mới phù hợp với định hướng chính phủ và hệ sinh thái KCN

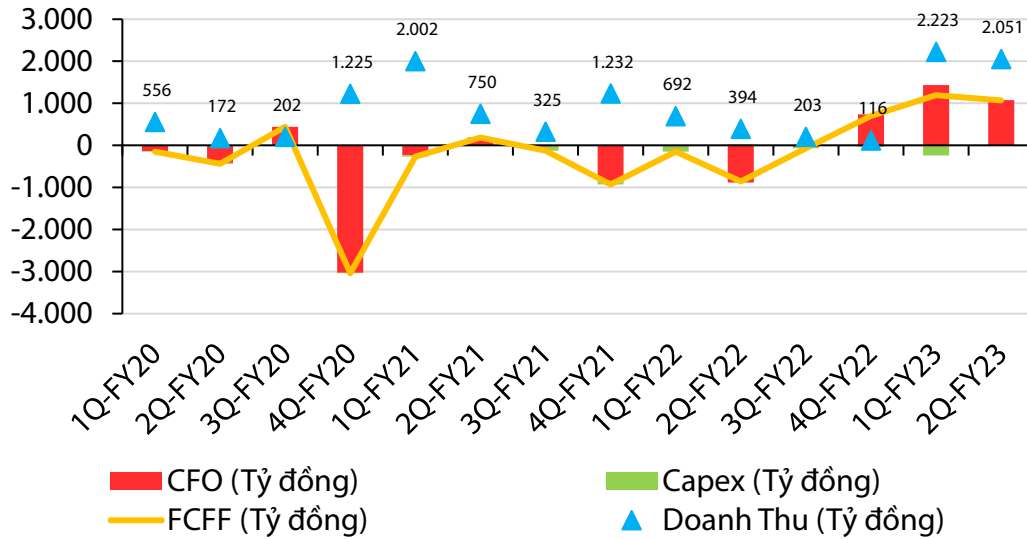
- KBC sẽ hoàn thành việc bổ sung nộp tiền sử dụng đất (nút thắt pháp lý quan trọng) cho dự án KĐT Phúc Ninh trong năm nay. Qua đó, KBC có thể tiếp tục thu tiền và ghi nhận doanh thu cho phần diện tích 9,5 ha đã kí hợp đồng. Đồng thời triển khai tiếp giai đoạn còn lại của dự án. Quy hoạch chung TP. Hải Phòng được phê duyệt là yếu tố then chốt để đại dự án KĐT Tràng Cát có những thủ tục pháp lý tiếp theo nhằm hiện thực hóa giá trị tiềm năng của dự án thông qua việc khởi công dự án vào tháng 6/2024 như kết luận của chủ tịch UBND tại văn bản số [144/TB-VP](#).
- KBC đang triển khai phát triển các dự án nhà ở xã hội tại thị trấn [Ninh \(8,7 ha, 16 tòa, ~ 6.400 căn\)](#) và tại KĐT Tràng Duệ [\(3.1 ha, 10 tòa, 2.640 căn\)](#), tất cả đều đã khởi công và bắt đầu mở bán những phân khu đầu tiên. Đây là bước đi bền vững, không những mang lại lợi ích kinh tế mà còn nâng cao giá trị BĐS trên những dự án KCN mà KBC phát triển.

KQKD 2023 kì vọng sẽ đạt mức kỷ lục kể từ khi thành lập, tuy nhiên khó hoàn thành kế hoạch năm

- BCTC quý 2 cho thấy số dư người mua trả trước của khách hàng thuê đất đã về 0. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng trong việc bán hàng và ghi nhận doanh thu trong 2H2023 do quá trình hoàn tất thủ tục bán hàng kéo dài và khó đoán định, kịch bản cơ sở của chúng tôi là 193 ha cho cả năm 2023 dự trên số hợp đồng đã kí, so với kế hoạch 250 ha của công ty đưa ra.

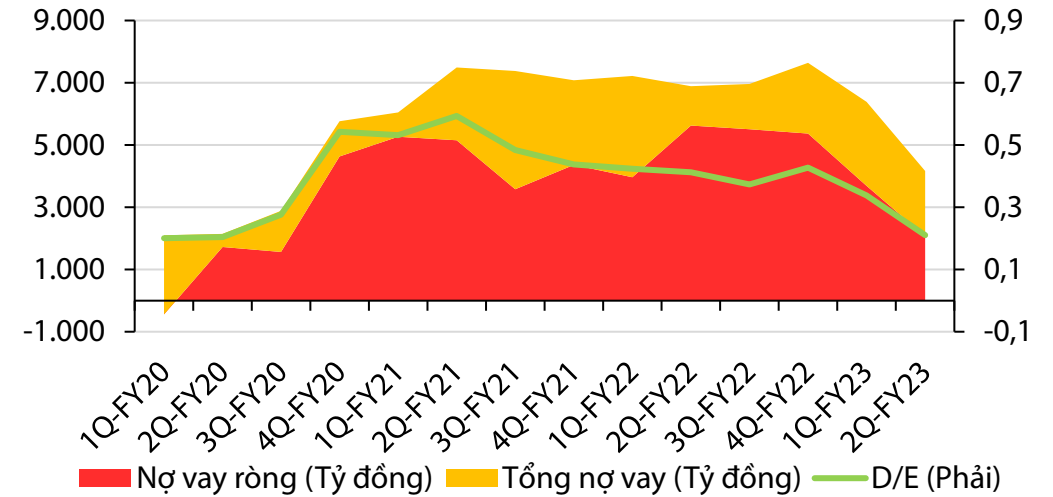
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ - Tiến độ pháp lý không diễn ra như kì vọng, khả năng bán hàng chậm hơn so với dự phóng là những rủi ro ảnh hưởng đến dòng tiền cũng như định giá.

Hình 1: Dòng tiền từ hoạt động cho thuê, bắt đầu tăng trở lại từ 4Q2022, và đủ điều kiện ghi nhận doanh thu lợi nhuận trong 6T2023...



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Qua đó giúp KBC tắt toán các khoản trái phiếu và đưa mức nợ vay ròng cũng như tỷ lệ đòn bẩy về mức trước dịch



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Trong quá khứ, KBC mất trung bình 8,14 năm để đạt tỷ lệ lấp đầy ~80%, có những dự án chỉ mất 4 năm

KCN	Thời gian lấp đầy 80% dự án (Năm)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Quế Võ	3	66%	66%	81%	82%	83%	83%	89%	89%	93%	95%	96%	97%	98%	100%					
Quế Võ mở rộng	13	4%	4%	6%	21%	41%	43%	46%	58%	61%	63%	63%	67%	98%	100%					
Tràng Duệ 1	7			4%	15%	32%	33%	33%	70%	92%	92%	99%	99%	100%	100%					
Tràng Duệ 2	3										28%	64%	77%	96%	100%					
Nam Sơn Hạp lĩnh	0																	17%	17%	62%
Tân phú Trung	18	5%	7%	9%	11%	13%	15%	14%	17%	19%	22%	25%	31%	37%	45%	57%	66%	74%	80%	
Quang Châu	13			10%	13%	15%	19%	24%	28%	32%	36%	40%	48%	54%	78%	78%	97%			
Trung bình	8,14																			

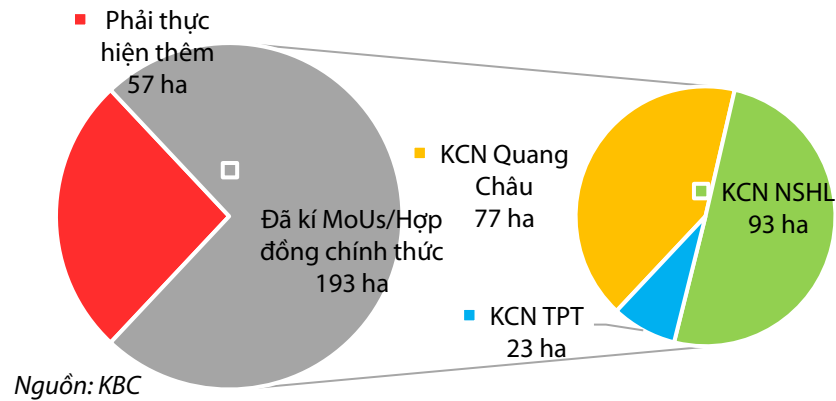
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tổng hợp các dự án KCN sắp triển khai của KBC

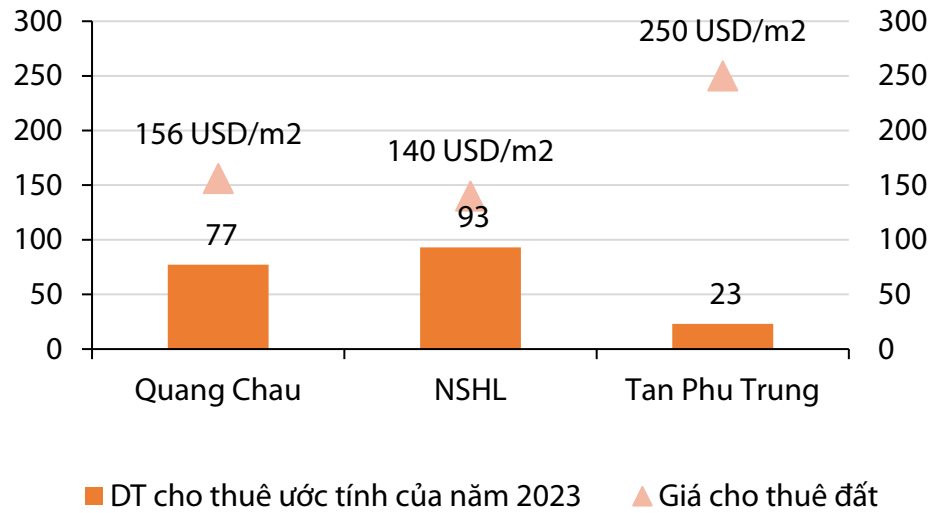
Dự án sắp tới	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Tiến độ dự án
Các dự án phía Bắc			2.202	
Tràng Duệ 3 (TD3)	Hải Phòng	87%	687	Chấp thuận chủ trương đầu tư : dự kiến quý 3/2023 GPMB: 200/687 ha, Tiến độ bán hàng: 80 ha(MoUs) Giá thuê 130-140 USD/m2.
Cụm Đặng Lễ		75%	75	
Cụm Kim Động	Hưng Yên	75%	75	Đang tiến hành đầu tư và GPMB
Cụm Chính Nghĩa		75%	75	
Kim Thành		100%	437	
Thanh Hà	Hải Dương	100%	400	Đang hoàn thiện thủ tục xin chủ trương đầu tư
Bình Giang		100%	453	
Các dự án phía Nam			1.513	
Nam Tân Tập	Long An	38%	245	GPMB 2023: 117.8/245 ha. Tiến độ bán hàng: 30 ha(MoUs) Giá thuê: +\$175/m2
Cụm Phước Vĩnh Đông 1		100%	50	
Cụm Phước Vĩnh Đông 2	Long An	88%	48	Đang tiến hành đầu tư và GPMB
Cụm Phước Vĩnh Đông 4		72%	50	
Tân Tập (TT)	Long An	65%	654	Đang tiến hành đầu tư và GPMB, dự kiến bắt đầu bán hàng từ năm 2025 Giá thuê: +\$175/m2
Lộc Giang (LG)	Long An	74%	466	Đang tiến hành đầu tư và GPMB, dự kiến bắt đầu bán hàng từ năm 2025

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

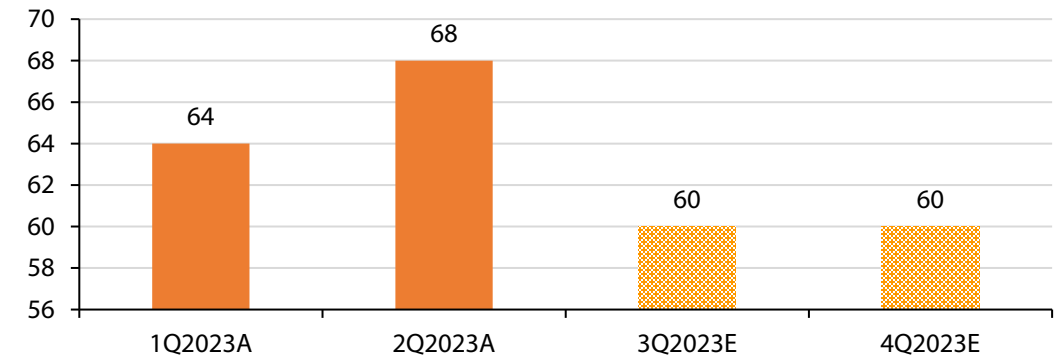
Hình 4 : Tình hình bán hàng tính đến hết nửa đầu năm



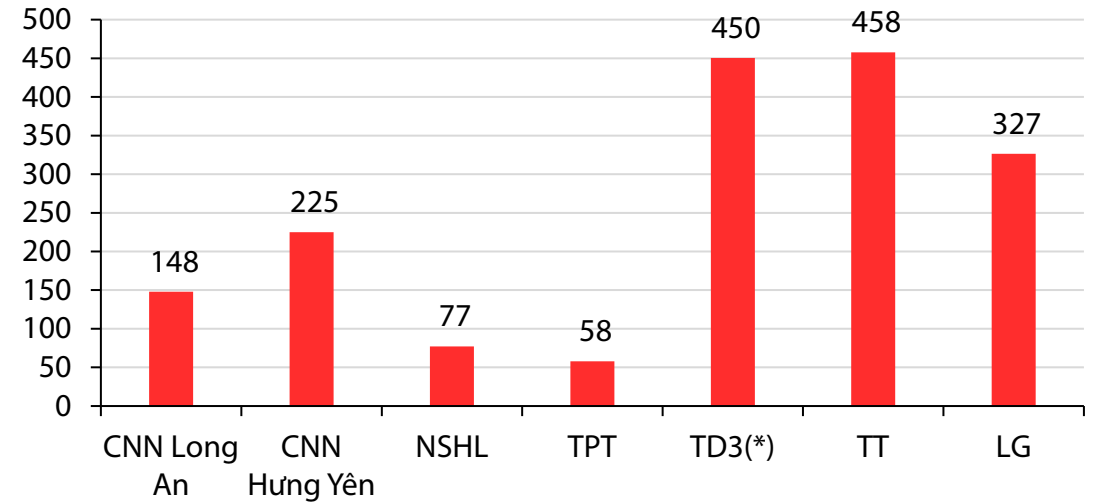
Hình 6: Kịch bản cho thuê của chúng tôi (ha)

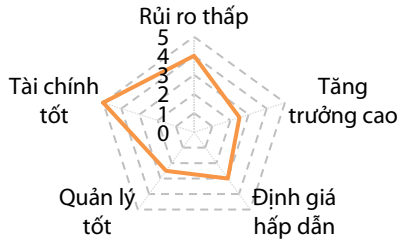
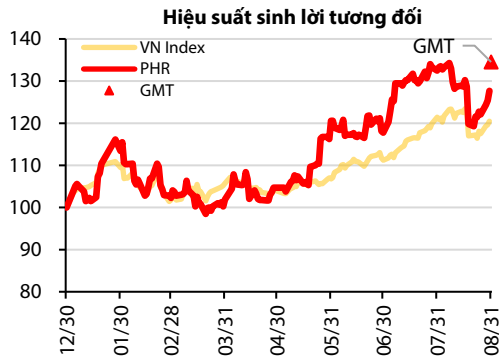


Hình 5: Kế hoạch bàn giao đất của KBC trong năm 2023 (ha)



Hình 7: Diện tích thương phẩm còn lại có thể phát triển cho thuê tính đến cuối năm 2023



TRUNG LẬP: 2%
GTT: 48.973
GMT: 50.000
THÔNG TIN CỔ PHIẾU
TÀI CHÍNH
2022A 2023F 2024F


Ngành	Hóa chất	Doanh thu (tỷ đồng)	1.709	1.685	1.672
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.897	LNST (tỷ đồng)	885	470	327
SLCPĐLH (triệu CP)	135	ROA (%)	14,3	7,8	5,8
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	578	ROE (%)	28,2	14,8	11,2
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	29	EPS (VND)	6.535	3.471	2.410
SH NĐTNN còn lại (%)	33	Giá trị sổ sách (VND)	24.240	22.571	20.499
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	30,6 - 68,5	Cổ tức (VND)	4.500	4.000	4.000
		P/E (x)	6,0	14,7	21,1
		P/B (x)	1,6	2,3	2,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc giải quyết nút thắt quan trọng trong dự án Khu công nghiệp NTU-3 đã mở ra khả năng kinh doanh và làm tăng giá trị khoản đầu tư tại Công ty CP Nam Tân Uyên (sở hữu: 32,85%)

- Tiến độ của NTU-3 (PHR - 32.85%) đã trở nên tích cực khi rào cản quan trọng nhất đã được giải quyết và việc bàn giao đất của dự án sẽ được thực hiện. Sự gia tăng giá trị của NTC hàm ý việc nâng cao giá trị danh mục đầu tư của PHR.

Cần có thời gian để thấy được giá trị hiện tại của quỹ đất cao su khi các rào cản về pháp lý đang dần được giải quyết theo quy trình hoạt động của một doanh nghiệp Nhà nước (SOE).

- PHR đang trong quá trình thu nhỏ diện tích sản xuất cao su tại Bình Dương để mở rộng phân khúc công nghiệp và các dự án khác, nhưng PHR phải đối mặt với nhiều quy định tại Việt Nam về việc hạn chế khả năng sử dụng và chuyển nhượng đất cao su của mình cho các mục đích khác. Đồng thời, PHR có cơ hội lớn để gia tăng giá trị nếu có thể vượt qua những thách thức pháp lý để hiện thực hóa tham vọng chuyển đổi mục đích sử dụng đất này.
- Những thách thức bao gồm: 1/ Phương án tái cơ cấu GVR – một doanh nghiệp nhà nước, 2/ Đất được sử dụng sau khi cổ phần hóa theo Nghị quyết 60/2018/QH2014 vì yêu cầu tài sản phải được sử dụng đúng mục đích đăng ký ban đầu, 3/ Nghị định 167/2017/ND-CP về xử lý tài sản công, yêu cầu đấu giá và 4/ Luật đầu tư quy định ai được chọn làm chủ đầu tư của dự án.
- GVR và PHR đang cố gắng giải quyết những nút thắt này. [Chỉ thị 12/CT-TTg](#) ngày 06/05/2023 là tín hiệu tích cực mở ra cánh cửa cho phép GVR và các công ty con tham gia với tư cách là nhà đầu tư dự án trên đất cao su của mình. Ngoài ra, họ đang hướng đến việc tiến hành các dự án theo hướng tiếp cận tích hợp với quy hoạch chung của cả quốc gia và cấp tỉnh. Chúng tôi tin rằng đây là một cách tiếp cận phù hợp nhưng có thể mất nhiều thời gian.

Doanh thu mục tiêu năm 2023 có thể không đạt kì vọng do sự biến động về xu hướng phục hồi của giá cao su và khả năng trì hoãn việc nhận bồi thường theo thỏa thuận trong thương vụ VSIP3.

- Khối lượng bán hàng có khả năng đạt được vì PHR duy trì nhu cầu ổn định từ các đối tác lâu năm nhờ vào sản phẩm chất lượng cao. Tuy nhiên, giá cao su đang bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu từ thị trường Trung Quốc. Ngoài ra, một phần thỏa thuận bồi thường (~ 90 tỷ VND) có thể không thực hiện được vì hợp đồng với Lego và Pandora vẫn chưa hoàn thành.
- Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, tổng doanh thu ước tính là 1.685 tỷ đồng (-1.4% YoY), LNST có thể đạt 470 tỷ đồng (- 46,4% YoY).

RỦI RO

- Thu nhập cốt lõi đang suy yếu, những sự kiện bất ngờ như sự đảo chiều nhanh chóng của giá cao su và các nguồn thu khác - chẳng hạn như: bán cây nhiều hơn, bồi thường sớm hơn dự kiến, có thể ảnh hưởng đến ước tính của chúng tôi.

Bảng 1: Sản lượng bán có khả năng đạt kế hoạch nhưng triển vọng giá bán khó tăng mạnh dẫn đến KQKD khó đạt kì vọng

Mục tiêu	Đơn vị	Kế hoạch 2022	Thực tế 2022	% Thực hiện/Kế hoạch 2022	Kế hoạch 2023	% KH 2023/Thực tế 2022
1 Diện tích khai thác	Ha	7.332	7.331.74	0%	8.292,88	13%
2 Diện tích trồng lại	Ha	460.73	483.42	5%	254,15	-47%
3 Khối lượng khai thác	tấn	21.600	21.049	-3%	24.200	15%
Trong đó: Phước Hòa - Kampong Thom	tấn	12.200	13.678	12%	13.000	-5%
4 Mua từ bên thứ ba	tấn	25.700	24.697	-4%	23.000	-7%
Trong đó: Phước Hòa - Kampong Thom	tấn	12.200	13.678	12%	13.000	-5%
5 Khối lượng xử lý	tấn	22.900	21.211	-7%	21.200	0%
6 Doanh số bán hàng	tấn	35.100	32.840	-6%	34.300	4%
Trong đó: Phước Hòa - Kampong Thom	tấn	12.200	11.218	-8%	13.000	16%
7 Giá bán	triệu đồng/tấn	39.45	38.82	-2%	37,96	-2%
8 Doanh thu	tỷ đồng	2.252,79	2.178,09	-3%	1.813,44	-17%
9 PBT	tỷ đồng	898,84	921,42	3%	549,14	-40%
10 Cổ tức tiền mặt	%	40	40	0%	30,00	-25%
11 CAPEX	tỷ đồng	214	181.91	-15%	354,77	95%

Nguồn: PHR, Chứng khoán Rồng Việt

Bảng 2: Tổng hợp các dự án Khu công nghiệp mà PHR có lợi ích – Danh sách các dự án chờ quy hoạch cũng như chủ trương đầu tư lớn là một yếu tố bùng nổ tiềm ẩn về giá trị cho PHR

Dự án khu công nghiệp	% sở hữu	Diện tích (ha)	Tiến độ
Đưa vào quy hoạch các dự án 2016-2020			
Tân Bình	80	352	Đã lấp đầy
VSIP III	20	1,000	Hợp tác kinh doanh BCC (trong đó PHR góp 20% vốn) đang được công ty mẹ (GVR) phê duyệt do điều chỉnh tổng mức đầu tư ban đầu.
NTC-3	32.85	345.8	Đã có sự đồng ý của tỉnh trong quá trình bàn giao. Dự án sẽ sẵn sàng cho thuê từ năm 2024
Tân Lập I	51	202	Chờ quy hoạch 1/2000 của tỉnh Bình Dương theo Nghị định 35 hướng dẫn trước khi tiếp tục xử lý chủ trương đầu tư.
Lai Hưng	0	600	Nằm trong quy hoạch tổng thể 2016-2020. Nếu Becamex khởi động quá trình đầu tư, PHR sẽ được nhận tiền bồi thường bàn giao đất với mức giá không dưới 2.5 tỷ đồng/ha.
Dự án chờ xử lý giai đoạn 2020 -2030			
Tân Bình mở rộng	80	739	PHR được đề xuất làm chủ đầu tư và các dự án này đã được đưa vào quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2025 và dự kiến sẽ được phê duyệt vào Quý 1 năm 2024. Việc phê duyệt quy hoạch là cơ sở để tiến xa hơn trong việc xin chủ trương đầu tư từ các cấp có thẩm quyền.
Tân Lập II	51	180	
Hội Nghĩa	100	715	
Bình Mỹ	100	1,002	
Tân Thành (*)	100	425	
CCN Tân Định 1,2,3,4 – (75 ha/CCN) (*)	100	300	

Nguồn: PHR, Chứng khoán Rồng Việt

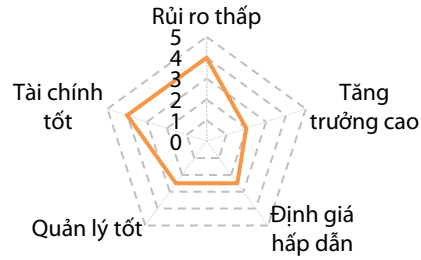
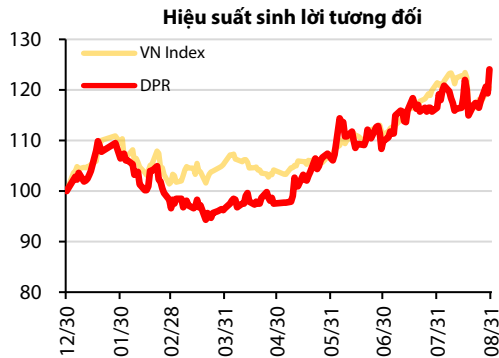
(*): Các dự án bổ sung mới trong quy hoạch Bình Dương

GTT: 66.600
GMT: N.A

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
 Vốn hóa (tỷ đồng)
 SLCPĐLH (triệu CP)
 KLBO 3 tháng (nghìn CP)
 GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
 SH NĐTNN còn lại (%)
 BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

		TÀI CHÍNH		
		2022A	2023F	2024F
Hóa chất	Doanh thu (tỷ đồng)	1.211	1.064	1.043
2.893	LNST (tỷ đồng)	248	188	146
43	ROA (%)	6,0	4,4	3,2
157	ROE (%)	11,0	8,1	6,0
10	EPS (VND)	5.767	4.376	3.402
47	Giá trị sổ sách (VND)	53.676	55.049	57.430
38,3 - 73,1	Cổ tức (VND)	3.000	3.000	3.000
	P/E (x)	12,0	15,2	19,6
	P/B (x)	1,3	1,2	1,2



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quy đất công nghiệp trong quy hoạch tỉnh Bình Phước cho giai đoạn 2021-2025 đang là nút thắt đối với việc mở rộng KCN Bắc Đông Phú và Nam Đông Phú

- Quy hoạch chung của tỉnh Bình Phước đến năm 2025 (01/NĐ-HĐND, 17/01/2023) bao gồm 7,584 ha Đất công nghiệp, vượt 1,523 ha so với chỉ tiêu phê duyệt tại Quyết định 326/QĐ-TT ngày 9/3/2022.
- Theo Nghị định 35/2022/NĐ-CP, việc phê duyệt chủ trương đầu tư dự án khu công nghiệp phải phù hợp với quy hoạch chung của địa phương. Vì vậy, nút thắt trên có thể là rào cản khiến cho kế hoạch tổng thể của tỉnh không được phê duyệt và có thể kéo dài tiến độ phê duyệt chủ trương đầu tư cho 2 dự án.

Kế hoạch chuyển nhượng 2.000ha cho tỉnh Bình Phước đến năm 2030 đã rõ ràng, nhưng thời điểm chuyển đổi vẫn chưa chắc chắn.

- Quy hoạch chung của Bình Phước bao gồm 2,000 ha đất cao su của DPR. Trong đó 800 ha dành cho phát triển Khu đô thị mới Đồng Xoài, 1,000 ha quy hoạch KCN, cụm công nghiệp. Từ nay đến năm 2025, dự kiến bàn giao lại cho tỉnh 300 ha.
- Tuy nhiên, kế hoạch trên vẫn chưa rõ ràng và sẽ phụ thuộc vào (1) thời điểm quy hoạch chung của Bình Phước được phê duyệt và (2) chủ đầu tư tiềm năng, có kinh nghiệm và khả năng tài chính để triển khai dự án với quy mô lớn (> 200 ha).

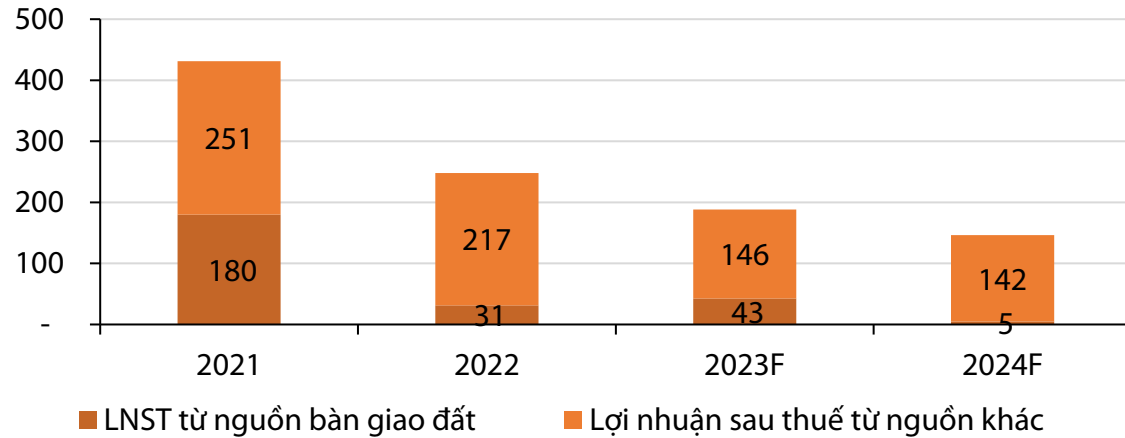
Giá cao su chạm đáy, khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2023

- Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ của DPR có thể đạt kế hoạch năm 2023 do DPR duy trì nhu cầu ổn định từ các đối tác thường xuyên và giá cao su có thể tăng nhẹ trong nửa cuối năm 2023 nhờ vào mùa cao điểm với giá bán trung bình hàng năm là 36 triệu đồng/tấn (thấp hơn giá bán trung bình năm 2022 là 38.7 triệu đồng/tấn). Ngoài ra, DPR có thể thanh lý 474 ha cây cao su và cho thuê 2.7 ha còn lại trong KCN Bắc Đồng Phú và có thể thu tiền đền bù đầy đủ, mang lại thu nhập 47 tỷ đồng (2.04 triệu USD) từ dự án Tiến Hưng 2.
- Nhìn chung, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 của DPR sẽ đạt 1,064 tỷ đồng (-12 % YoY), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 188 tỷ đồng (-11 % YoY).

RỦI RO

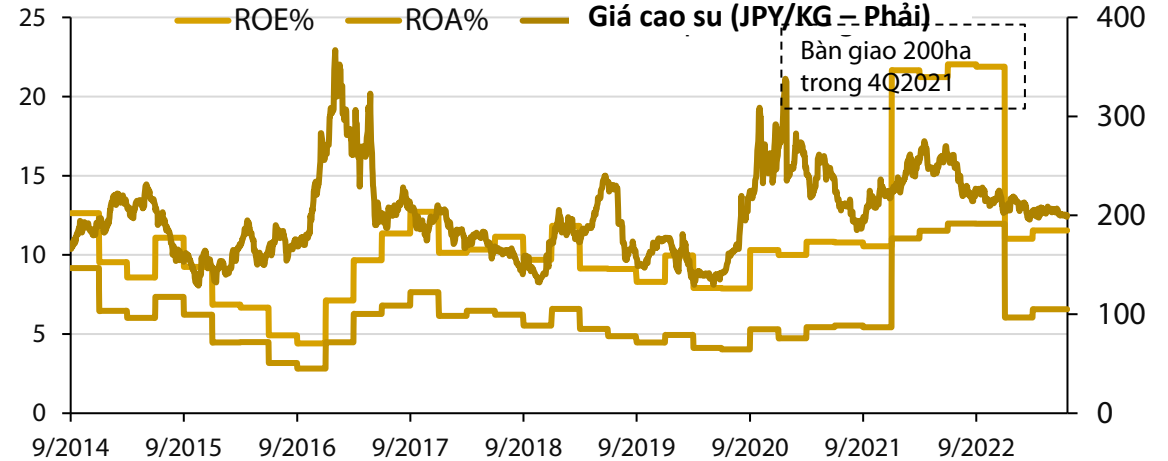
- Rủi ro tăng giá có thể xảy ra khi giá cao su phục hồi bất ngờ, các vướng mắc pháp lý được giải quyết nhanh hơn chúng tôi dự kiến, trong khi đó rủi ro giảm giá có thể đến từ việc trì hoãn đền bù của dự án Tiến Hưng 2.

Hình 1: Việc chậm triển khai các KCN mới và kế hoạch bàn giao đất không chắc chắn, trong khi giá cao su thiếu trợ lực từ nhu cầu có thể khiến thu nhập DPR giảm sút trong năm nay...



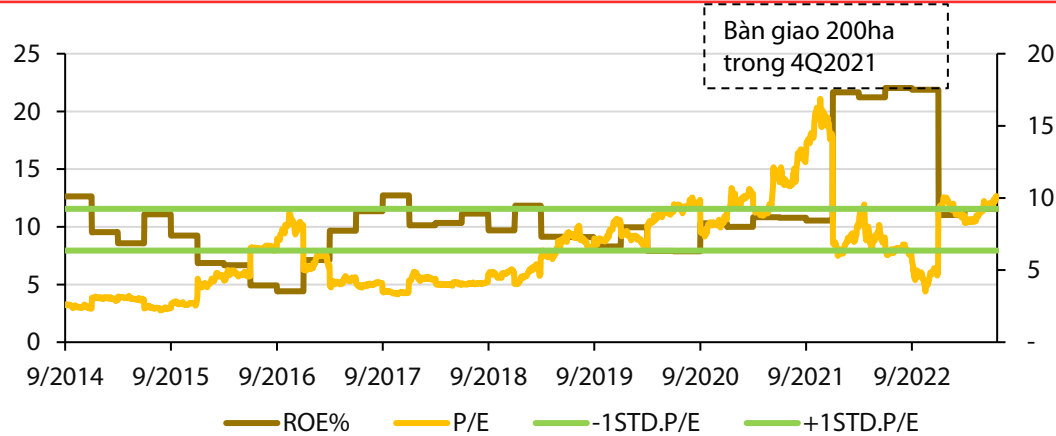
Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Ngoại trừ giai đoạn ghi nhận thu nhập bất thường từ bồi thường quý 4/2021, các chỉ số khả năng sinh lời (ROE,ROA) tương quan dương với xu hướng giá cao su

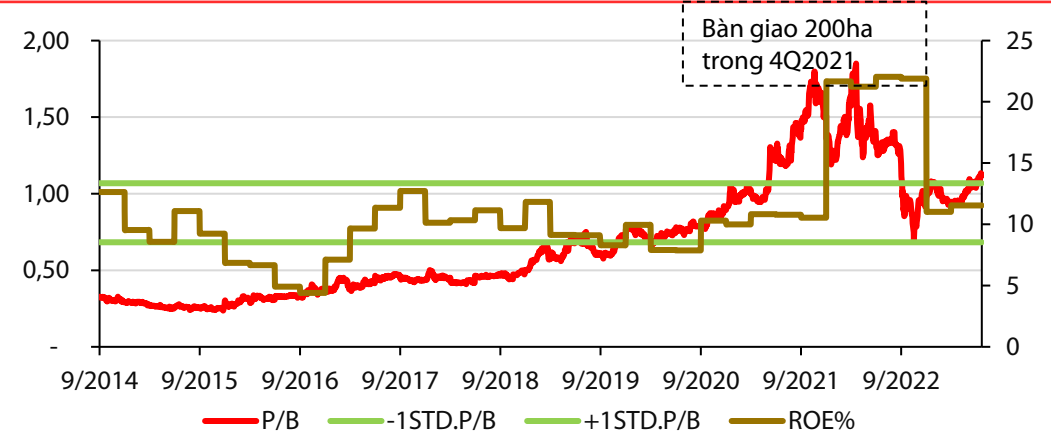


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Định giá hiện tại (cả P/E và P/B) tương đối cao so với triển vọng thu nhập



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt
(* P/E, P/B -Trái
ROE % -Phải



KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hà Trinh

Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Bùi Đặng Cát Khánh

Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Đặng Chính

Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Kim Ngân

Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thạch Lam

Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

