

BĐS KCN: Dòng vốn FDI vững chắc, nhưng cạnh tranh trong ngành BĐS KCN đang tăng lên

Phạm Ngọc Trung
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Vốn FDI chảy vào lĩnh vực sản xuất vẫn tích cực trong 8 tháng đầu năm 2024, với vốn FDI cam kết và vốn FDI giải ngân tăng lần lượt 15,2% và 4,9% so với cùng kỳ – sẽ tiếp tục thúc đẩy ngành BĐS KCN.
- Nguồn cung BĐS KCN đang tăng, với 18 dự án KCN mới được phê duyệt trong 9 tháng đầu năm 2024. HSC kỳ vọng các nhà phát triển BĐS KCN có chuyên môn tốt và quỹ đất rẻ sẽ dẫn đầu xu hướng phát triển nhưng lưu ý rằng nguồn cung mới/các nhà phát triển mới tại những địa điểm quan trọng đang làm gia tăng sự cạnh tranh.
- Những lựa chọn hàng đầu của HSC bao gồm IDC, VGC, và KBC – tất cả đều được khuyến nghị Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). IDC và VGC có quỹ đất lớn, dòng tiền mạnh, và lợi suất cổ tức cao, trong khi cổ phiếu KBC có định giá thấp và có tiềm năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các dự án lớn được phê duyệt. Trong khi đó, PHR được khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ giá cao su cao và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Vốn FDI vững chắc; Chính phủ khuyến khích ngành công nghiệp bán dẫn

Trong 8 tháng đầu năm 2024, vốn FDI cam kết trong lĩnh vực sản xuất tăng 15,2% so với cùng kỳ (so với mức tăng 14,7% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2023 và mức tăng 39,9% trong năm 2023). Vốn FDI chảy mạnh vào lĩnh vực sản xuất, tạo động lực tăng trưởng cho mảng BĐS KCN tại Việt Nam. Bên cạnh đó, ngày 21/9/2024, Thủ tướng Chính phủ đã ký “Quyết định số 1018” nêu rõ Chiến lược của Chính phủ nhằm phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 (tầm nhìn đến năm 2050), và cũng sẽ tăng cường thu hút vốn FDI vào lĩnh vực bán dẫn và công nghệ cao tại Việt Nam. IDC, VGC, và KBC có thể sẽ hưởng lợi từ xu thế mới này.

Nguồn cung cải thiện trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng

Công tác phê duyệt các dự án KCN mới đã tăng tốc trong 9 tháng đầu năm 2024, với ít nhất 18 KCN có tổng diện tích 5.733 ha (so với 7-10 KCN vào năm 2023). HSC dự báo nguồn cung sẽ tăng mạnh trong vài năm tới khi các dự án được phê duyệt trong giai đoạn 2021-2023 được đưa vào vận hành. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy ngành đang thu hút nhiều nhà phát triển mới – như Sơn Hà, Taseco Land, Fecon, Phát Đạt, DIG Group, Bin Corporation – làm cho sự cạnh tranh ngày càng gia tăng. Chúng tôi nhận thấy các nhà phát triển BĐS KCN lớn có uy tín, quỹ đất với chi phí thấp, và dự án nằm tại các vị trí chiến lược sẽ có lợi thế cạnh tranh.

Giảm dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 3,9%, 20,7%, và 6,5% dự báo tổng lợi nhuận cho 4 nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị trong năm 2024, 2025, và 2026 xuống 3,9 nghìn tỷ đồng (giảm 26,2%) do chậm bàn giao, 4,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,7%) do KBC chậm ghi nhận doanh thu và 6,5 nghìn tỷ đồng do giả định chung chậm bàn giao. Chúng tôi đa phần giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 cho các công ty trong danh sách khuyến nghị, với mức giảm 5-19% đối với VGC chủ yếu do giảm giá định diện tích đất được bàn giao và giảm 10-46% đối với KBC chủ yếu do trì hoãn bàn giao. Tuy nhiên, đối với IDC chúng tôi tăng 5,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, giảm 4,5% và 7% cho năm 2025 và 2026 (tất cả đều do thời điểm bàn giao đất). Trong khi đó, đối với PDR chúng tôi tăng 7-9,5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, nhờ tăng giả định giá cao su.

Định giá và khuyến nghị

IDC, VGC, và KBC – được khuyến nghị Mua vào, từ Tăng tỷ trọng – là những lựa chọn hàng đầu của HSC với tiềm năng tăng giá lần lượt là 24,6%, 23,1%, và 23,7%. IDC và VGC có quỹ đất lớn (lần lượt là 977 ha và 1.110 ha), dòng tiền mạnh (lần lượt là 2,9-3,8 nghìn tỷ đồng và 3,3-4,8 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2024-2026), và lợi suất cổ tức cao (lần lượt là 6,8% và 4,5-5,1% cho giai đoạn 2024-2026) trong khi KBC được định giá thấp (giao dịch với mức chiết khấu 43,4% so với RNAV). Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR nhờ hưởng lợi từ giá cao su cao và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
IDC	58,900	Mua vào	-	73,400	-	24.6	9.95	10.8	3.47	3.20	6.79	6.79
KBC	28,050	Mua vào	-	34,700	-	23.7	36.4	16.3	1.15	1.07	-	-
PHR	60,000	Tăng tỷ trọng	-	67,400	-	12.3	20.0	17.2	2.15	2.05	3.33	3.33
VGC	44,200	Mua vào	-	54,400	-	23.1	21.3	16.8	2.55	2.46	5.09	4.52

Giá cổ phiếu tại ngày 25/9/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Giá trị thuộc về các công ty BĐS KCN có quỹ đất lớn tại vị trí đắc địa	3
Dòng vốn FDI vẫn tích cực dù tăng trưởng chậm lại	3
Thông qua cơ chế thu hút vốn FDI vào ngành bán dẫn	5
Diện tích đất KCN bàn giao trong nửa đầu năm 2024 giảm do quy mô các dự án FDI nhỏ hơn; giá cho thuê tăng 1-4,5% so với cùng kỳ	6
Nguồn cung cải thiện trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng	6
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026	9
Định giá và khuyến nghị	10
Báo cáo thành phần	
Tổng công ty IDICO - CTCP (IDC)	12
Tổng CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)	19
Tổng CTCP Viglacera (VGC)	25
CTCP Cao su Phước Hòa (PHR)	31

Giá trị thuộc về các công ty BĐS KCN có quỹ đất lớn tại vị trí đặc địa

Phân khúc BĐS KCN tại Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI chảy mạnh vào lĩnh vực sản xuất và sự hỗ trợ không ngừng của Chính phủ (bao gồm cả lĩnh vực công nghệ cao và bán dẫn). Tuy nhiên, sự cạnh tranh trong ngành có vẻ ngày càng tăng do có thêm nhiều dự án BĐS KCN và nhà phát triển mới xuất hiện trên khắp cả nước. HSC ưa thích những công ty có quỹ đất lớn với chuyên môn cao. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là IDC, VGC, và KBC. IDC và VGC có quỹ đất lớn, dòng tiền mạnh, và lợi suất cổ tức cao, trong khi cổ phiếu KBC được định giá thấp và cần được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các dự án lớn được phê duyệt. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR nhờ hưởng lợi từ giá cao su cao và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Dòng vốn FDI vẫn tích cực dù tăng trưởng chậm lại

Trong 8 tháng đầu năm 2024, vốn FDI cam kết tăng 13% so với cùng kỳ. Trong đó, vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất tăng 15,2% so với cùng kỳ, FDI vào BĐS tăng 90,8%, vốn FDI vào các lĩnh vực khác giảm 26,5% so với cùng kỳ. Đối với FDI trong lĩnh vực sản xuất, HSC nhận thấy vốn đăng ký mới/vốn điều chỉnh tăng 13% so với cùng kỳ (so với mức tăng 119,8% trong năm 2023) và 43,9% so với cùng kỳ (so với mức giảm 23,3% trong năm 2023) trong khi vốn góp mua cổ phần cam kết giảm 54,1% so với cùng kỳ (so với mức tăng 30,5% trong năm 2023).

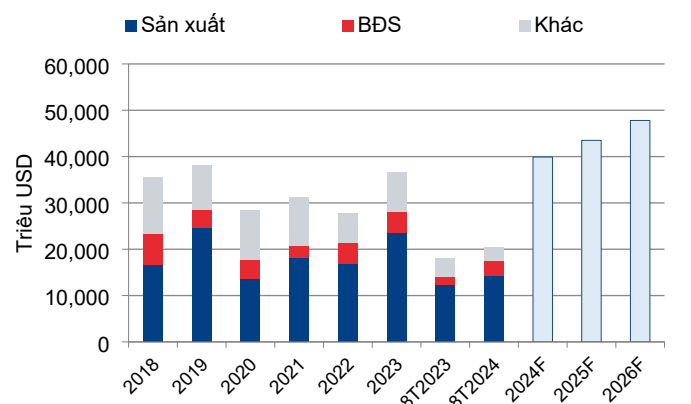
Trong 8 tháng đầu năm 2024, vốn FDI giải ngân tăng 8% so với cùng kỳ. Trong đó, vốn FDI giải ngân vào lĩnh vực sản xuất tăng 4,9% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng 9% so với cùng kỳ của 8 tháng đầu năm 2023 (mức tăng của cả năm 2023 là 7,2%).

Nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của chúng tôi dự báo vốn FDI cam kết sẽ tăng 9% mỗi năm và vốn FDI giải ngân sẽ tăng 9-12% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026. Vốn FDI chảy mạnh vào lĩnh vực sản xuất, dự kiến sẽ thúc đẩy mảng BĐS KCN tại Việt Nam tăng trưởng. Xin lưu ý, vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất là động lực tăng trưởng chính của nhu cầu BĐS KCN tại Việt Nam, đóng góp khoảng 60-70% nhu cầu BĐS KCN (theo ước tính của Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư).

Chúng tôi vẫn đang tìm kiếm dữ liệu để đánh giá kỹ lưỡng hơn về tác động của thuế thu nhập toàn cầu đối với dòng vốn FDI tại Việt Nam. Xin mời xem báo cáo của nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC để có thêm thông tin mới nhất về vốn FDI giải ngân theo từng quốc gia trong khu vực: FDI vẫn tích cực trong bối cảnh bầu cử Tổng thống Mỹ có nhiều bất định.

Biểu đồ 1: FDI đăng ký tại Việt Nam qua các năm

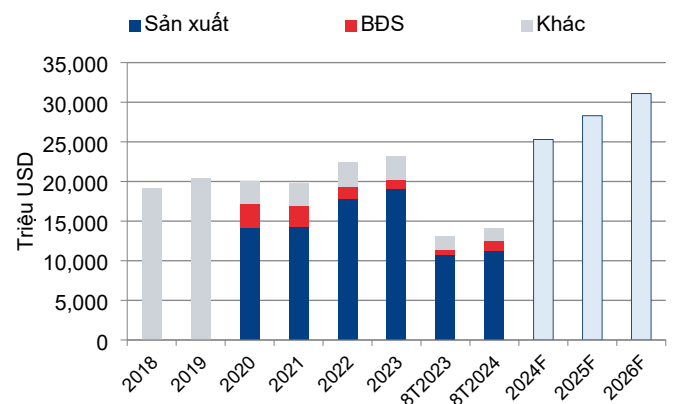
FDI đăng ký trong lĩnh vực sản xuất tăng 15,2%, đạt 14,2 tỷ USD trong 8 tháng đầu năm 2024



Nguồn: FIA, HSC

Biểu đồ 2: FDI giải ngân tại Việt Nam qua các năm

FDI giải ngân trong ngành sản xuất tăng 4,9% so với cùng kỳ, đạt 11,3 tỷ USD trong 8 tháng đầu năm 2024



Nguồn: FIA, HSC

Bảng 3: Cơ cấu FDI đăng ký

Nguồn vốn FDI đầu tư mới tăng 13% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2024, thấp hơn so với mức tăng 119,8% trong 8 tháng đầu năm 2023

Triệu USD	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Tăng trưởng	8T2023	8T2024	% so với cùng kỳ
Nguồn vốn mới										
Sản xuất	9,067	12,093	7,191	7,252	7,213	15,850	119.8%	7,550	8,530	13.0%
BDS	5,217	1,818	5,081	5,316	1,816	982	-45.9%	472	2,400	408.5%
Khác	3,692	2,834	2,375	2,677	3,418	3,353	-1.9%	852	1,070	25.6%
Tổng	17,976	16,746	14,646	15,245	12,446	20,186	62.2%	8,874	12,000	35.2%
Nguồn vốn điều chỉnh										
Sản xuất	5,094	5,382	4,594	7,346	7,978	6,117	-23.3%	3,530	5,080	43.9%
BDS	727	(694)	(137)	261	1,059	528	-50.1%	216	150	-30.6%
Khác	1,775	1,114	1,958	1,407	1,081	1,236	14.4%	778	490	-37.0%
Tổng	7,597	5,802	6,414	9,015	10,118	7,881	-22.1%	4,540	5,710	25.8%
M&A đăng ký										
Sản xuất	2,427	7,087	1,816	3,523	1,611	1,538	-4.5%	1,210	555	-54.1%
BDS	671	2,752	199	135	1,577	3,155	100.1%	1,074	812	-24.4%
Khác	6,795	5,633	5,454	3,236	1,966	3,848	95.7%	2,457	1,443	-41.3%
Tổng	9,893	15,471	7,469	6,893	5,154	8,541	65.7%	4,740	2,810	-40.7%
Tổng FDI đăng ký										
Sản xuất	16,588	24,562	13,601	18,121	16,802	23,505	39.9%	12,290	14,165	15.2%
BDS	6,615	3,876	5,143	5,712	4,451	4,666	4.8%	1,762	3,362	90.8%
Khác	12,262	9,581	9,786	7,321	6,465	8,437	30.5%	4,087	3,003	-26.5%
Tổng	35,466	38,019	28,530	31,153	27,718	36,608	32.1%	18,154	20,520	13.0%

Nguồn: FIA; HSC

Bảng 4: Cơ cấu FDI giải ngân

FDI giải ngân ngành sản xuất tăng 4,9% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2024, thấp hơn so với mức tăng 9% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2023 & 7,2% trong cả năm 2023

Triệu USD	2020	2021	2022	2023	Tăng trưởng	8T2023	8T2024	% so với cùng kỳ
Sản xuất	14,100	14,300	17,805	19,080	7.2%	10,750	11,280	4.9%
BDS	3,000	2,630	1,456	1,136	-22.0%	626	1,270	102.9%
Khác	2,900	2,810	3,135	2,967	-5.4%	1,724	1,600	-7.2%
Tổng	20,000	19,740	22,396	23,183	3.5%	13,100	14,150	8.0%

Nguồn: FIA, GSO; HSC

Các dự án FDI lớn đăng ký trong năm nay (Bảng 5) bao gồm việc Amkor tăng vốn (thêm 1 tỷ USD) tại nhà máy tại KCN Yên Phong II C Bắc Ninh (23 ha, VGC giao đất vào năm 2023); dự án sản xuất phụ tùng xe điện của Shanghai Guangwei tại Bắc Ninh (700 triệu USD); nhà máy sợi sinh học của Hyosung (730 triệu USD) tại KCN Phú Mỹ II của IDC, v.v.

Đáng chú ý, 4 dự án bao gồm nhà máy sản xuất dụng cụ thể thao (20 ha) của Johnson tại KCN Thuận Thành I của VGC, nhà máy lắp ráp ô tô (30 ha) của Greely Auto tại KCN Tiên Hải của VGC, nhà máy sản xuất chất bán dẫn (14,3 ha) của Foxconn tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh của KBC và nhà máy sản xuất sợi sinh học (20-25 ha) của Hyosung tại Phú Mỹ II của IDC (dự kiến sẽ được bàn giao đất trong giai đoạn nửa cuối năm 2024-nửa đầu năm 2025) sẽ mang lại lợi nhuận cho cho các nhà phát triển BDS KCN nói trên.

Bảng 5: Các dự án FDI đáng chú ý trong 9 tháng đầu năm 2024

Các dự án lớn trải dài ở các KCN & tỉnh thành khác nhau

Thời gian	Lĩnh vực kinh doanh	Tỉnh thành	NĐT	(Triệu USD)	Diện tích (ha)	KCN/Doanh nghiệp phát triển
T9-24	Lắp ráp ô tô	Thái Bình	Greely Auto (Trung Quốc)	170	30	KCN Tiền Hải/VGC
T8-24	Thiết bị tập thể dục	Bắc Ninh	Jonhson Group (Đài Loan)	100	20	KCN Thuận Thành 1/VGC
T7-24	Sản phẩm giải trí thông minh	Quảng Ninh	Foxconn (Đài Loan)	264	21.5	KCN Sông Khoai Amata/Amata
T7-24	Sản phẩm giải trí thông minh	Quảng Ninh	Foxconn (Đài Loan)	287	12.4	KCN Deep C Quảng Ninh/Deep C
T7-24	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Foxconn (Đài Loan)	380	14.3	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh/KBC
T6-24	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Amkor (Mỹ)	1,070	23	KCN Yên Phong II C/VGC
T5-24	Thiết bị xe điện	Bắc Ninh	Shanghai Guangwei (Trung Quốc)	700	N/a	N/a
T4-24	Đồ điện tử	Vũng Tàu	BOE Technology (Trung Quốc)	277	28.7	KCN Chuyên sâu Phú Mỹ 3/CTCP Thanh Bình Phú Mỹ
T4-24	Đồ điện tử	Vũng Tàu	Tripod Technology (Đài Loan)	250	18	KCN Châu Đức/SZC
T4-24	Nhà máy sản xuất sợi sinh học	Vũng Tàu	Hyosung (Hàn Quốc)	730	20-25	KCN Phú Mỹ II/IDC
T4-24	Nhà máy sản xuất ván tre	Thanh Hóa	Staboo Holdings (Switzerland)	126	26	Cụm CN Thiết Ống
T3-24	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Victory Giant Tech (Trung Quốc)	400	10	KCN VSIP Bắc Ninh II/VSIP
T2-24	Nhà máy sản xuất pin năng lượng mặt trời	Quảng Ninh	Gokin Solar (Hong Kong)	275	N/a	KCN Texhong Hải Hà/ Texhong Vietnam
T2-24	Nhà máy sản xuất pin năng lượng mặt trời	Thái Nguyên	Trina Solar (Trung Quốc)	454	14	KCN Yên Bình/CTCP Đầu tư Phát triển Yên Bình
T1-24	Nhà máy sản xuất thủy tinh & quang học	Hải Dương	Biel Crystal (Singapore)	260	20	KCN An Phát 1/CTCP Công nghệ cao An Phát
T1-24	Nhà máy sản xuất văn phòng phẩm	Hải Dương	Delí Group (Trung Quốc)	270	21.3	KCN Đại An mở rộng/KCN Đại An

Nguồn: HSC

Thông qua cơ chế thu hút vốn FDI vào ngành bán dẫn

Trong khi đó, ngày 21/9/2024, Thủ tướng Chính phủ đã ký “Quyết định số. 1018” nêu rõ Chiến lược của Chính phủ nhằm phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 (tầm nhìn đến năm 2050), và cũng sẽ tăng cường thu hút vốn FDI vào lĩnh vực bán dẫn và công nghệ cao tại Việt Nam.

- Công thức C = SET + 1 C là Chip (Chip bán dẫn); S là Specialized (Chuyên dụng, Chip chuyên dụng); E là Electronics (Điện tử, Công nghiệp điện tử); T là Talent (Nhân tài, Nhân lực); +1 là Việt Nam (Việt Nam là điểm đến mới an toàn của chuỗi cung ứng toàn cầu về công nghiệp bán dẫn).
- Lộ trình 3 giai đoạn: Việt Nam đặt mục tiêu có lần lượt 100/200/300 công ty thiết kế IC; 1/2/3 nhà máy sản xuất chip; 10/15/20 nhà máy đóng gói và thử nghiệm bán dẫn trong giai đoạn 2024-2030/2030-2040/2040-2050.
- Quyết định trên cũng đã nêu ra nhiều ưu đãi cho hoạt động đầu tư vào ngành bán dẫn bao gồm: ưu đãi đầu tư đặc biệt, chi phí R&D, miễn thuế thu nhập cá nhân, miễn tiền thuê đất, mặt nước, v.v. Vui lòng xem báo cáo của HSC về vấn đề này: [Lộ trình phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2050](#).

Với những chính sách hỗ trợ mới và việc nâng cấp quan hệ với các nước lớn như Mỹ, Nhật Bản, Úc, HSC tin rằng vốn FDI vào ngành bán dẫn và công nghệ cao tại Việt Nam sẽ tiếp tục được chú trọng trong thời gian tới. Các dự án FDI trong lĩnh vực bán dẫn đáng chú ý trong thời gian gần đây chủ yếu nằm ở miền Bắc, bao gồm nhà máy của Amkor tại KCN Yên Phong II C của VGC (23 ha, 1,6 tỷ USD), nhà máy của Yangjie tại KCN Yên Phong II C của VGC (8 ha, 100 triệu USD), nhà máy của Victory Giant Tech tại KCN VISIP Bắc Ninh II của VSIP (10 ha, 400 triệu USD), nhà máy của Foxconn tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh của KBC (14,3 ha, 380 triệu USD), nhà máy của Hana Micron tại KCN Văn Trung, Bắc Giang (6 ha, 600 triệu USD).

Với lợi thế về chi phí sản xuất và nhân công, vị trí địa lý chiến lược và thành tích thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao trong nhiều năm qua, Việt Nam, đặc biệt là các

KCN ở miền Bắc dự kiến sẽ đón nhiều dự án FDI trong lĩnh vực này. Trong danh sách khuyến nghị của HSC, KBC và VGC có quỹ đất lớn ở miền Bắc, cho nên hai Công ty này đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng này.

Trong khi đó, nhờ có quỹ đất KCN lớn tại các vị trí chiến lược như Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An (vốn nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam), IDC sẽ hưởng lợi nhiều nhất khi dòng vốn FDI đổ vào các ngành công nghiệp, vật liệu, tiêu dùng thiết yếu tại miền Nam.

Diện tích đất KCN bàn giao trong nửa đầu năm 2024 giảm do quy mô các dự án FDI nhỏ hơn; giá cho thuê tăng 1-4,5% so với cùng kỳ

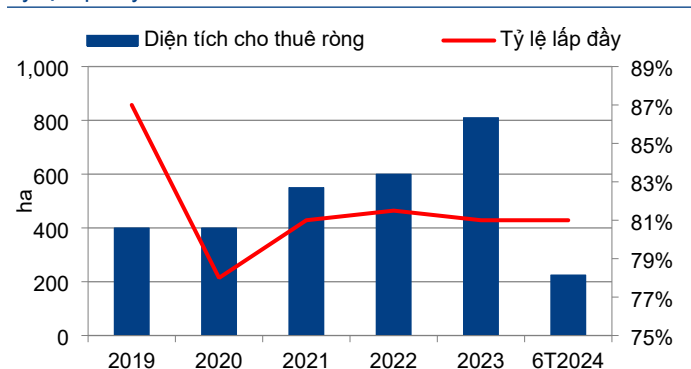
Theo CBRE, trong nửa đầu năm 2024, diện tích bàn giao giảm 48% so với cùng kỳ xuống còn 225 ha tại các tỉnh thành trọng điểm phía Bắc (Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương) trong khi cũng giảm 26% so với cùng kỳ tại phía Nam (TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An và Bà Rịa-Vũng Tàu). Điều này trái ngược với sự gia tăng mạnh mẽ của vốn FDI cam kết và FDI giải ngân trong lĩnh vực sản xuất (tăng lần lượt 15,2% so với cùng kỳ và tăng 4,9% so với cùng kỳ). Nguyên nhân là do (1) quy mô của các dự án nhỏ hơn (mặc dù vốn FDI lớn hơn) và (2) ảnh hưởng về mặt thời gian vì một số dự án lớn vẫn chưa bàn giao đất.

Trong danh sách khuyến nghị, HSC kỳ vọng VGC, KBC sẽ đẩy nhanh tiến độ bàn giao đất trong nửa cuối năm 2024 trong khi diện tích đất bàn giao của IDC trong giai đoạn này có thể sẽ thấp hơn nửa đầu năm 2024. Chúng tôi cũng dự báo PHR thu được nhiều lợi nhuận từ dự án KCN VSIP III (đền bù đất đợt 2) và NTC (PHR nắm giữ 33% cổ phần).

Tại miền Nam, giá cho thuê tăng 1% so với cùng kỳ lên 173 USD/m² và tăng 4,5% so với cùng kỳ tại miền Bắc lên 134 USD/m². Tốc độ tăng này chậm hơn mức tăng 7-13% trong nửa đầu năm 2023. Trong trung-dài hạn, chúng tôi dự báo giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng do chi phí đất tăng sau khi luật Đất đai mới có hiệu lực. Các nhà phát triển BĐS KCN sẽ phải cân bằng giữa việc duy trì giá cho thuê cạnh tranh để thu hút khách hàng và bảo vệ tỷ suất lợi nhuận.

Biểu đồ 6: Diện tích cho thuê ròng giảm 48% so với cùng kỳ ở miền Bắc

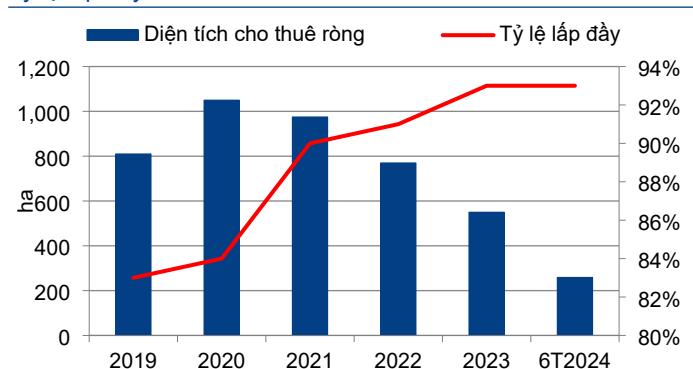
Tỷ lệ lấp đầy là 80%



Khu vực phía Bắc bao gồm Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên & Hải Dương
 Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 7: Diện tích cho thuê ròng giảm 26% so với cùng kỳ ở miền Nam

Tỷ lệ lấp đầy là 90%



Khu vực phía Nam bao gồm TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An & Bà Rịa-Vũng Tàu
 Nguồn: CBRE, HSC

Nguyên cung cải thiện trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng

Lưu ý, tính đến cuối năm 2023, cả nước có 413 KCN đã được thành lập, với tổng diện tích 87.700 ha. Trong đó, có 295 KCN đang hoạt động (63.000 ha) và 119 KCN đang triển khai xây dựng và đền bù giải phóng mặt bằng (23.700 ha) (Theo Bộ Xây dựng). Tỷ lệ lấp đầy bình quân của tất cả KCN trên khắp cả nước vẫn ở mức cao 75%. Trong khi đó, tỷ lệ này tại miền Bắc là 80% và trên 90% tại miền Nam.

Sau khi Quyết định 227 về việc điều chỉnh hạn ngạch đất KCN được công bố (tháng 3/2024) và nhiều tỉnh ban hành quy hoạch tổng thể mới từ năm 2023, chúng tôi nhận

thấy tiến độ phê duyệt các dự án KCN mới được đẩy nhanh hơn trong 9 tháng đầu năm 2024, với ít nhất 18 KCN mới được cấp phép đầu tư với tổng diện tích 5.733 ha, cao hơn với 7-10 KCN được phê duyệt trong năm 2023. Một số dự án lớn gồm Bầu Cạn Tân Hiệp giai đoạn 1 (1.000 ha, Đồng Nai), Vinhomes Vững Áng (965 ha, Hà Tĩnh), KCN Hiệp Thành (495 ha, Tây Ninh), KCN Tân Phước 1 (470 ha, Tiền Giang).

HSC dự báo nguồn cung sẽ tăng mạnh trong vài năm tới khi các dự án được phê duyệt trong giai đoạn 2021-2023 được đưa vào vận hành. Trong đó, tại miền Nam, Bình Dương và Đồng Nai (trung tâm công nghiệp lớn nhất nước), hiện đối mặt với tình trạng nguồn cung thấp, sẽ chứng kiến nguồn cung tăng mạnh (tại Bình Dương: KCN VSIP III giai đoạn 2&3 (800 ha), KCN NTU 3 (346 ha), KCN Cây Trường (700), KCN Tân Lập 1 (200 ha) tại đồng Nai. KCN Long Đức 3 (245 ha), KCN công nghệ cao Long Thành (410 ha), KCN Bầu Cạn Tân Hiệp (1.000 ha). Từ đó, áp lực cạnh tranh sẽ tăng tại Long An, Bà Rịa-Vũng Tàu, những nơi này gần đây hưởng lợi từ tình trạng nguồn cung tại Bình Dương và Đồng Nai xuống rất thấp.

Bảng 8: Danh sách các dự án KCN mới được cấp phép đầu tư

18 dự án KCN trở lên được phê duyệt giấy phép đầu tư trong 9 tháng đầu năm 2024

Dự án KCN	Vị trí	Diện tích (ha)	Thời gian	Vốn đầu tư dự kiến (Tỷ đồng)	Doanh nghiệp phát triển
Bầu Cạn Tân Hiệp	Đồng Nai	1,000	T9-24	N/a	CTCP KCN Tân Hiệp
Vinhomes Vững Áng	Hà Tĩnh	965	T7-24	13,275	CTCP Vinhomes (VHM)
Hiệp Thành	Tây Ninh	495	T3-24	2,350	Tập đoàn Công nghiệp Cao su VN (GVR)
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	T6-24	5,936	Tổng Công ty IDICO – CTCP (IDC)
Phúc Long mở rộng	Long An	329	T6-25	5,642	Công ty TNHH Đầu tư & Xây dựng Phúc Long
Đông Anh	Hà Nội	299	T3-24	1,268	Tổng CTCP Xuất nhập khẩu & Xây dựng Việt Nam (VCG)
Sông Công II	Thái Nguyên	296	T3-24	3,985	Tổng Công ty Viglacera - CTCP (VGC)
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	288	T3-24	1,807	Tổng Công ty Viglacera - CTCP (VGC)
Thổ Hoàng	Hưng Yên	250	T6-24	3,095	CTCP Đầu tư & Phát triển Hạ tầng Ân Thi
Đồng Văn 4	Hà Nam	237	T7-24	2,911	CTCP Hạ tầng Hà Nam
Phụng Hiệp	Hà Nội	175	T5-24	2,938	Công ty TNHH Hòa Phú Invest
Việt Hàn mở rộng	Bắc Giang	147	T2-24	1,237	Công ty TNHH Phát triển Fuji Phúc Long
Phúc Sơn	Bắc Giang	124	T2-24	1,836	CTCP Le Delta
Yên Lũ	Bắc Giang	120	T7-24	1,543	CTCP Western Pacific Investment
Thịnh Phát mở rộng	Long An	113	T3-24	1,443	CTCP Đầu tư Kinh doanh Tổng hợp Thịnh Phát
Mỹ Xuân B1 mở rộng	Vũng Tàu	110	T9-24	1,989	IDICO CONAC
Hưng Phú	Thái Bình	209	T9-24	1,939	Tập đoàn Geleximco
Châu Minh – Bắc Lý – Hương Lâm	Bắc Giang	106	T9-24	1,256	CTCP Đầu tư & Phát triển hạ tầng Hightech
Tổng		5,733			

Nguồn: HSC

Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, IDC đã bổ sung thêm 440 ha diện tích đất có thể cho thuê (KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) và KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng (Bà Rịa-Vũng Tàu)) vào quỹ đất của mình và hiện Công ty đang có quỹ đất có thể cho thuê dồi dào với 977 ha. Chúng tôi cũng nhận thấy quỹ đất có thể cho thuê của VGC rất lớn với 1.110 ha (thêm 432 ha tại KCN Sông Công II (Thái Nguyên) và Dốc Đá Trắng (Khánh Hòa)).

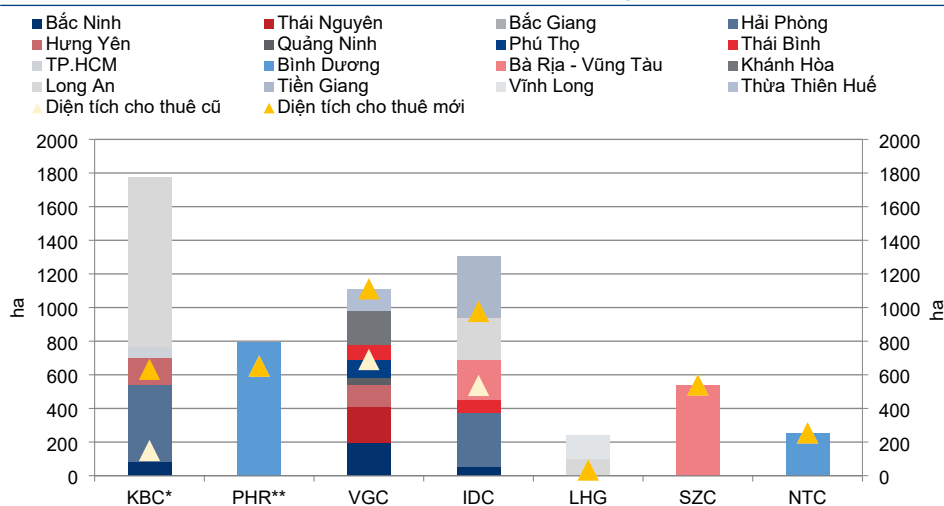
KBC vẫn chưa nhận được phê duyệt cho dự án Trảng Duệ 3 (687 ha, Hải Phòng). Tuy nhiên, dự án KCN Lộc Giang (466 ha, Long An) đã được đưa vào quy hoạch 1/2000 và Công ty đã nhận phê duyệt chuyển đổi đất lúa sang đất công nghiệp đối với KCN Chính Nghĩa (75 ha, Hưng Yên) sau khi 2 KCN khác là Kim Động (75 ha, Hưng Yên) và Đặng Lê (75 ha, Hưng Yên) nhận được phê duyệt tương tự vào cuối năm 2023.

Tất cả các dự án này đều được đẩy nhanh tiến độ đền bù giải phóng mặt bằng và dự kiến đi vào hoạt động và cho thuê trong vào năm 2025. Điều này sẽ giảm bớt áp lực cho KBC khi diện tích đất cho có sẵn để cho thuê của Công ty này sắp hết (còn lại 150 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh) và Tân Phú Trung (TP.HCM)) trong khi đang chờ phê duyệt cho dự án có triển vọng nhất là Trảng Duệ 3 ở Hải Phòng.

Đối với PHR, sau khi quy hoạch tổng thể của Bình Dương được công bố vào tháng 8/2024, HSC kỳ vọng dự án KCN Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương) sẽ được phê duyệt trong thời gian tới trong khi các dự án KCN/cụm CN khác có tổng diện tích trên 2.300 ha (chuyển đổi từ đất cao su) cũng nằm trong quy hoạch tổng thể và dự kiến sẽ dần dần được phê duyệt trong tương lai. PHR sẽ ghi nhận doanh thu từ việc bồi thường đất/lợi nhuận từ hoạt động phát triển các dự án trên. HSC vẫn chưa phản ánh những dự án này vào mô hình dự báo vì chưa có thông tin chi tiết về giấy tờ pháp lý và thời gian phát triển cụ thể. Điều này có thể dẫn đến KQKD và định giá thực tế cao hơn dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 9: Quỹ đất của một số doanh nghiệp phát triển BĐS KCN

VGC, IDC có diện tích cho thuê còn lại lớn tại các tỉnh trọng điểm thu hút vốn FDI



Lưu ý: Tính các dự án đang thực hiện và dự kiến sẽ được cấp giấy phép đầu tư trong thời gian tới; (*) Quỹ đất của KBC tại Long An đã được cấp giấy phép đầu tư và bắt đầu thực hiện đền bù đất, một phần quỹ đất tại Long An thuộc SGT (22% thuộc sở hữu của KBC); (**) 652 ha tại Bình Dương thuộc về các công ty liên doanh, liên kết, trong đó PHR sở hữu 33-36% cổ phần (VSIP III & NTC); 140 ha (Tân Lập 1) do PHR sở hữu 51%.
Nguồn: HSC

Bảng 10: Các công ty phát triển BĐS KCN mới

Một số chủ đầu tư mới đã bắt đầu phát triển các KCN và dự kiến sẽ ra mắt thị trường trong thời gian tới

Công ty	KCN	Vị trí	Diện tích dự kiến (ha)	Tiến độ
Tập đoàn Sơn Hà	KCN SHI IP Tam Dương	Vĩnh Phúc	262	Khởi công xây dựng từ Q4/2023
Taseco Land	Đồng Văn III	Ninh Bình	233	Khởi công xây dựng từ Q1/2024
Hightech	Châu Minh-Bắc Lý-Hương Lâm	Bắc Giang	106	Giấy phép đầu tư được phê duyệt trong Q3/2024
CTCP Đầu tư & Phát triển Nhà Khang Điền	Lê Minh Xuân	TP.HCM	110	Đang hoàn thiện các văn bản pháp lý cuối cùng
Tổng CTCP Xuất nhập khẩu & Xây dựng VN	Đông Anh	Hà Nội	299	Đã có giấy phép đầu tư
Tập đoàn FeCon	Cụm CN Danh Thắng – Đoàn Bái	Bắc Giang	75	Dự kiến cho thuê từ Q3/2024
CTCP Tập đoàn Hà Đô	3 KCN	Ninh Thuận, Long An, Hưng Yên	1,000	Đang nghiên cứu & xin giấy phép đầu tư
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	Phát Đạt – Dung Quất, Đồng Tháp	Quảng Ngãi, Đồng Tháp	2,152	Đang nghiên cứu & xin giấy phép đầu tư
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng Tập đoàn BIN Corporation Group	Châu Đức II, Phạm Văn Hai, Hàng Gòn, Long Sơn	Vũng Tàu	1,670	Đang nghiên cứu & xin giấy phép đầu tư
	Nam Thăng Bình	Quảng Nam	325	Đang nghiên cứu & xin giấy phép đầu tư

Nguồn: HSC

Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy có nhiều nhà phát triển BĐS KCN mới tham gia vào ngành này bao gồm Sơn Hà (KCN SHI Tam Dương, 162 ha), Taseco Land (KCN Đồng Văn III, 233 ha), Fecon (Cụm công nghiệp Danh Thắng-Đoàn Bái, 74 ha), Phát Đạt, DIG Group, Bin Corporation. Chúng tôi cho rằng lợi thế thuộc về những tên tuổi lớn có thành tích vững chắc, quỹ đất rẻ nhưng có nguồn cung mới xuất hiện ở nhiều địa phương khác nhau cũng sẽ tạo ra sự cạnh tranh gay gắt hơn.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC điều chỉnh giảm 3,9% dự báo tổng lợi nhuận thuần của 4 nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị (VGC, KBC, IDC và PHR) xuống còn 3,9 nghìn tỷ đồng cho năm 2024, giảm 26,2% so với cùng kỳ (giảm 19,5% đối với lợi nhuận HĐKD cốt lõi) chủ yếu do tốc độ bàn giao đất chậm lại trong năm nay. Trong khi IDC được dự báo tăng trưởng mạnh trong năm nay (40,3%/63,8% đối với lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi), VGC, PHR và KBC dự báo lợi nhuận giảm (24-71% so với cùng kỳ).

Cho năm 2025, HSC điều chỉnh giảm 20,7% dự báo tổng lợi nhuận thuần, do dự báo KBC chậm ghi nhận doanh thu hơn (dự án KCN Trảng Cát). Hiện chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận thuần 22,7% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ vào KBC, VGC. Cho năm 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm 6,5% dự báo tổng lợi nhuận thuần, chủ yếu do giảm giả định diện tích đất được bàn giao nhằm phản ánh tình hình cạnh tranh ngày càng tăng trong ngành, dẫn đến mức tăng trưởng tổng lợi nhuận là 37,4%, dựa trên mức tăng trưởng 13%-85% của từng công ty (chi tiết trong Bảng 11).

Bảng 11: Lợi nhuận thuần thực tế & dự báo, một số doanh nghiệp phát triển BĐS

Tổng lợi nhuận thuần & lợi nhuận cốt lõi được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 7,5% & 10,7%

Tỷ đồng	2023 (thuần)	2023 (LNT trừ các khoản mục không thường xuyên)	2024F	Tăng trưởng (thuần)	Tăng trưởng (LNT trừ các khoản mục không thường xuyên)	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
IDC	1,393	1,193	1,954	40.3%	63.8%	1,794	-8.2%	2,034	13.4%
VGC	1,218	1,218	932	-23.5%	-23.5%	1,177	26.3%	1,463	24.3%
PHR	622	462	407	-34.6%	-12.0%	473	16.2%	601	27.2%
KBC	2,031	1,951	592	-70.8%	-69.7%	1,322	123.3%	2,448	85.2%
Tổng	5,264	4,824	3,885	-26.2%	-19.5%	4,766	22.7%	6,546	37.4%

Ghi chú: Đối với các khoản mục không thường xuyên, trong năm 2023, IDC nhận được 200 tỷ đồng nhờ thay đổi phương thức hạch toán đối với các dự án KCN; PHR nhận được 160 tỷ đồng nhờ khoản bồi thường từ VSIP 3; KBC nhận được 80 tỷ đồng từ việc bán cổ phần tại các công ty con
 Nguồn: HSC ước tính

Đối với IDC, chúng tôi tăng 5,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 (lên 1.954 tỷ đồng, tăng trưởng 40,3%) nhờ tốc độ bàn giao đất của IDC đang tăng tốc, đặc biệt là tại KCN Phú Mỹ II (Vũng Tàu) nhưng giảm 4,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 (xuống 1.794 tỷ đồng, giảm 8,2% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 xuống còn 2.034 tỷ đồng, tăng trưởng 13,4% dựa trên những giả định thận trọng hơn về doanh thu và diện tích đất bàn giao do cạnh tranh gia tăng. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 3%, 16% và 18% so với bình quân dự báo thị trường giai đoạn 2024-2026 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 13,4%.

Đối với VGC, chúng tôi điều chỉnh giảm 5-19% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, dựa trên giả định thận trọng hơn về hoạt động bàn giao đất nhằm phản ánh sự cạnh tranh gay gắt hơn trong ngành cũng như tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng VLXD giảm nhẹ (phục hồi chậm hơn với dự báo trước đó). HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 932 tỷ đồng trong năm 2024, giảm 23,5% so với cùng kỳ, 1.177 tỷ đồng trong năm 2025, tăng trưởng 26,3% và 1.463 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 24,3%. Động lực tăng trưởng của VGC trong năm 2024 chủ yếu đến từ hoạt động bàn giao 150 ha đất KCN trong khi động lực tăng trưởng cho năm 2025-2026 sẽ đến từ việc bàn giao 145-157 ha đất KCN và sự phục hồi của mảng VLXD. Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 6,3%.

Đối với KBC, chúng tôi giảm 10-46% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 do quan điểm thận trọng hơn đối với hoạt động bàn giao đất của Công ty (Tràng Duệ 3 và Trảng Cát) chủ yếu do quá trình phê duyệt chậm và cạnh tranh gia tăng. HSC nhận thấy lợi nhuận thuần năm 2024 đang chịu áp lực (giảm 70,8% so với cùng kỳ) nhưng kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh từ năm 2025 (tăng trưởng 123%), nhờ dự án Nam Sơn Hạ Lĩnh, Trảng Duệ 3, Phúc Ninh và năm 2026 (tăng trưởng 85%), nhờ dự án Trảng Cát, Trảng Duệ 3. Lưu ý, rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp/cao hơn kỳ vọng vẫn ở mức cao trong dự báo của chúng tôi vì lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào sự phê duyệt pháp lý của các dự án lớn này. Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 40-53% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi

nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 6,4%/7,9%.

Đối với PHR, HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 lên 407 tỷ đồng, giảm 34,6% so với cùng kỳ nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su cải thiện (tỷ suất lợi nhuận tăng từ 16% lên 19%) nhưng thời điểm ghi nhận lợi nhuận chia sẻ từ 20% cổ phần tại dự án KCN VSIP III được lùi sang năm 2025. Cho năm 2025-2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 8,6% và 9,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 lên 473 tỷ đồng và 601 tỷ đồng, tăng trưởng 16,2% và 27,2%, chủ yếu là nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su tăng. Chúng tôi dự báo KCN Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương) sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2026.

Mặc dù dự báo của chúng tôi thấp hơn 5-32% so với bình quân dự báo thị trường, HSC nhận thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2023-2026 (từ khoản mục không thường xuyên nhờ tiền bồi thường đất đợt 1) tăng trưởng với tốc độ CAGR là 9,2%.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy tổng lợi nhuận của các công ty phát triển BĐS KCN tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 7,5%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

IDC, VGC và KBC là những lựa chọn hàng đầu của HSC, tất cả đều được nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) – một phần là do giá cổ phiếu giảm gần đây – với tiềm năng tăng giá lần lượt là 24,6%, 23,1% và 23,7%. IDC và VGC có quỹ đất lớn, dòng tiền mạnh, và lợi suất cổ tức cao, trong khi KBC được định giá thấp và cần được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các dự án lớn vừa được phê duyệt. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR nhờ hưởng lợi từ giá cao su tăng và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Cụ thể, đối với từng công ty trong danh sách khuyến nghị:

HSC tăng 3,6% giá mục tiêu đối với **IDC** lên 73.400đ chủ yếu nhờ định giá lại dự án KCN Tân Phước 1 (đã được cấp phép đầu tư vào tháng 7/2024) và bổ sung thêm dự án Mỹ Xuân B1 mở rộng (đã được cấp phép đầu tư vào tháng 9/2024).

Chúng tôi giảm 12,5% giá mục tiêu đối với **VGC** xuống còn 54.400đ do (1) giảm dự báo lợi nhuận và (2) tăng mức chiết khấu giả định đối với RNAV lên 10% (từ 0%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu quá khứ (11,3%) và phản ánh rủi ro về bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc thoái vốn Nhà nước 38,5%. VGC đang làm việc với bên thứ 3 để tiến hành định giá và dự kiến sẽ tổ chức đấu giá trong Q1/2025. Chúng tôi cho rằng rủi ro thoái vốn không thành công có thể tạo áp lực lên giá cổ phiếu, mặc dù quá trình này có thể kéo dài, dẫn đến sự chậm trễ trong các KHKD quan trọng.

Chúng tôi giảm 2% giá mục tiêu đối với **KBC** xuống còn 34.700đ do giảm dự báo lợi nhuận và tăng chiết khấu so với RNAV (từ 25% lên 30%) vượt quá mức đóng góp mới từ cụm công nghiệp Lộc Giang và Kim Động-Ân Thi.

Chúng tôi tăng 1,4% giá mục tiêu đối với **PHR** lên 67.400đ, chủ yếu do giảm mức chiết khấu so với RNAV xuống 0% (từ 10%) để phản ánh rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo sau khi một số diện tích đất cao su được chuyển đổi thành đất công nghiệp, hiện đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR nhờ Công ty hưởng lợi từ giá cao su cao tăng và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Bảng 12: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, các doanh nghiệp BĐS HSC khuyến nghị

Các cổ phiếu BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC đang giao dịch với chiết khấu bình quân là 25,3% (so với mức chiết khấu bình quân 3 năm là 23,1%)

Mã CK	Khuyến nghị		Thị giá	Giá mục tiêu		Tiềm năng tăng giá sv giá mục tiêu mới	RNAVPS	Chiết khấu so với RNAV dự phóng			Bình quân 3 năm
	Cũ	Mới		Cũ	Mới			Giả định, để tính toán giá mục tiêu	Cũ	Mới	
VGC	Tăng tỷ trọng	Mua vào	44,200	62,200	54,400	23.1%	60,500	0.0%	10.0%	25.8%	11.3%
KBC	Tăng tỷ trọng	Mua vào	28,050	35,400	34,700	23.7%	49,600	25.0%	30.0%	43.4%	36.5%
IDC	Tăng tỷ trọng	Mua vào	58,900	70,800	73,400	24.6%	73,400	0.0%	0.0%	19.8%	14.0%
PHR	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	60,000	66,300	67,400	12.3%	67,400	10.0%	0.0%	21.4%	21.6%
Bình quân						20.9%				25.3%	23.1%

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 25/9/2024; (*) Chiết khấu so với RNAV bình quân 9 tháng qua của IDC (kể từ báo cáo lần đầu của HSC)
 Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Các giả định định giá quan trọng, các công ty BĐS HSC khuyến nghị

	Lãi suất phi rủi ro	Phân bù rủi ro vốn CSH	Phân bù rủi ro cụ thể	WACC cũ	WACC mới
VGC	4.0%	8.5%	1.5%	11.3%	12.3%
KBC	4.0%	8.5%	1.5%	14.2%	14.2%
IDC	4.0%	8.5%	1.5%	13.6%	13.6%
PHR	4.0%	8.5%	1.5%	15.2%	14.9%

Nguồn: HSC

Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để định giá các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị và chủ yếu sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án thành phần.

Đối với KBC, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% (từ 25%) – để phù hợp hơn với mức bình quân 3 năm là 36,5% và phản ánh nhiều rủi ro hơn liên quan đến bất kỳ sự chậm trễ nào trong hoạt động mở bán dự án (Tràng Duệ 3, Tràng Cát), quản trị doanh nghiệp, khả năng thu hồi các khoản cho vay. Chúng tôi cũng tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV đối với VGC lên 10% (từ 0%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân quá khứ (11,3%) và phản ánh rủi ro liên quan đến bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc thoái 38,5% vốn của Nhà nước.

Chúng tôi cũng giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với RNAV đối với IDC ở mức 0% mặc dù mức bình quân 9 tháng (kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu) là 14% vì nhận thấy rằng Công ty có nền tảng cơ bản vững chắc với vị thế tiền mặt thuần là 214 tỷ đồng, quỹ đất mở rộng, lợi suất cổ tức cao (6,8% trong giai đoạn 2024-2026).

Tuy nhiên, chúng tôi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV đối với PHR xuống 0% (từ 10%), thấp hơn 22 điểm phần trăm so với bình quân 3 năm để phản rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn nhiều so với dự báo nhờ diện tích đất cao su được chuyển đổi thành đất công nghiệp. Hiện các quy trình pháp lý đang được tiến hành.

Trong báo cáo này, chúng tôi kèm theo Báo cáo doanh nghiệp của VGC, IDC, KBC, PHR do có thay đổi khuyến nghị và/hoặc dự báo lợi nhuận cho những công ty này.

Bối cảnh định giá

Hiện tại các cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị đang giao dịch với chiết khấu bình quân 25,3% so với RNAV cập nhật, lớn hơn mức bình quân 3 năm qua ở mức 23,1% (Bảng 12).

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

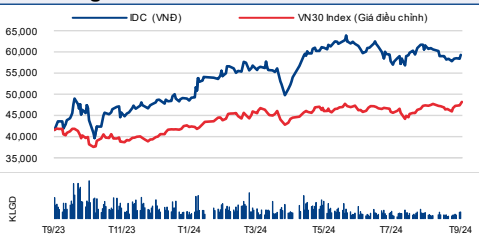
Giá mục tiêu: VNĐ73,400 (từ VNĐ70,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2024)	58,900
Mã Bloomberg	IDC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,666-63,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,437
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	791
Slg CP lưu hành (tr.đv)	330
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	162
Slg CP NN được mua (tr.đv)	80.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.3%
Tỷ lệ freefloat	60.1%
Cổ đông lớn	phần Tập đoàn SSG (22.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.23)	(3.92)	41.6
So với chỉ số	(5.86)	(7.87)	22.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,921	6,115	(3.2)
2025F	5,438	6,480	(16.1)
2026F	6,163	7,496	(17.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam với hơn 4.000ha diện tích đất KCN. Ngoài ra, IDC cũng kinh doanh trong lĩnh vực BDS dân dụng, hạ tầng BOT và điện năng.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trung.pn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Quý đất lớn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với IDC lên Mua vào và tăng 3,6% giá mục tiêu lên 73.400đ, nhờ định giá lại dự án KCN Tân Phước 1 và bổ sung dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1. Chúng tôi nhận thấy giá trị của Công ty nằm ở quỹ đất lớn, dòng tiền mạnh và lợi suất cổ tức cao.
- Chúng tôi tăng 5,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 (lên 2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 40,3%) nhờ đẩy mạnh hoạt động bàn giao đất, nhưng giảm 4,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 (xuống 1,8 nghìn tỷ đồng, giảm 8,2% so với cùng kỳ). Dự báo lợi nhuận năm 2026 cũng được điều chỉnh giảm 7% (xuống còn 2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 13,4%) do giảm giá định doanh thu và diện tích đất bàn giao.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 19,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 9 tháng qua ở mức 14%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

Với việc nhận được phê duyệt cho dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1 (110 ha, Vũng Tàu) và đẩy nhanh tiến độ bàn giao đất trong nửa cuối năm 2024, HSC tăng dự báo lợi nhuận năm 2024 đối với IDC. Tuy nhiên, doanh số bàn giao đất tăng chậm lại so với mức nền cao của năm ngoái. Do đó, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2025. Chúng tôi nhận thấy bảng CĐKT của IDC cải thiện với vị thế tiền mặt thuần (214 tỷ đồng tính đến cuối Q2/2024 so với nợ thuần 388 tỷ đồng vào cuối năm 2023).

Tác động: Tăng 6% dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm 5-7% dự báo cho năm 2025-2026

HSC tăng 5,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 (lên 1.954 tỷ đồng, tăng trưởng 40,3%) nhờ hoạt động bàn giao đất của IDC đang tăng tốc, đặc biệt là tại KCN Phú Mỹ II (Vũng Tàu) nhưng giảm 4,5% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 (xuống 1.794 tỷ đồng, giảm 8,2% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 xuống còn 2.034 tỷ đồng, tăng trưởng 13,4% dựa trên những giả định thận trọng hơn về doanh thu và diện tích đất bàn giao. Trong khi dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2026 thấp hơn 3%, 16% và 18% so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 19,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 9 tháng qua ở mức 14%. Chúng tôi tăng 3,6% giá mục tiêu, chủ yếu nhờ định giá lại dự án KCN Tân Phước 1 (nhận được giấy chứng nhận đầu tư vào tháng 7/2024) và bổ sung thêm dự án Mỹ Xuân B1 mở rộng (nhận được giấy chứng nhận đầu tư vào tháng 9/2024). Chúng tôi không áp dụng mức chiết khấu so với ước tính RNAV (không đổi). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với IDC lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Với quỹ đất KCN lớn tại các địa điểm quan trọng (977 ha), các KCN của IDC tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang tăng. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ bảng CĐKT lành mạnh (vị thế tiền mặt thuần 214 tỷ đồng) và dòng tiền mạnh (3-4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026), tạo ra nền tảng vững chắc cho Công ty chi trả cổ tức bằng tiền cao (lợi suất cổ tức 6,8%) cho giai đoạn 2024-2026. Chính phủ đang thúc đẩy việc phê duyệt dự án và chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ sớm nhận được phê duyệt đối với dự án KCN Vinh Quang (495 ha, Hải Phòng, giai đoạn 1 là 226 ha, IDC nắm giữ 100% cổ phần). Đây sẽ là động lực tăng trưởng mới cho giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,888	2,916	4,388	3,836 ▼	4,556 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,768	1,393	1,954 ▲	1,794	2,034 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,996	4,217	5,921 ▲	5,438	6,163 ▼
DPS (đồng)	2,987	4,644	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	14,988	15,067	16,987	18,425	20,588
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.34	7.11	4.51	5.22	4.26
P/E ĐC (lần)	9.82	14.0	9.95	10.8	9.56
Lợi suất cổ tức (%)	5.07	7.88	6.79	6.79	6.79
P/B (lần)	3.93	3.91	3.47	3.20	2.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	242	(29.7)	40.4	(8.16)	13.3
ROAE (%)	40.0	28.1	36.9	30.7	31.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bổ sung dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nhận thấy triển vọng lợi nhuận tích cực cho năm 2024 nhờ đẩy mạnh hoạt động bàn giao. Theo đó, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng 5,7% lên 1.954 tỷ đồng, tăng trưởng 40,3%, trong khi đó, chúng tôi giảm 4,5% dự báo cho năm 2025, xuống 1.794 tỷ đồng, giảm 8,2% so với cùng kỳ. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 xuống còn 2.034 tỷ đồng, tăng trưởng 13,4%, dựa trên những giả định thận trọng hơn về doanh thu và diện tích đất bàn giao. Tuy nhiên, dự báo lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 13,8%/19,8%. Chúng tôi nhận thấy giá trị của Công ty nằm ở quỹ đất lớn (977 ha), dòng tiền mạnh và lợi suất cổ tức cao (6,8%/năm) và nâng khuyến nghị đối với IDC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 25%.

Nhận phê duyệt đầu tư dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1

Ngày 17/9/2024, Thủ tướng Chính phủ đã chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1 (diện tích 110 ha, Vũng Tàu) do Liên doanh IDICO CONAC làm chủ đầu tư (IDC nắm giữ 51% cổ phần; phần còn lại do CTCP Đầu tư Xây dựng Dầu khí IDICO (ICN; chưa khuyến nghị) nắm giữ. Đây là dự án thứ 2 mà IDC được chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm nay (dự án đầu tiên là KCN Tân Phước 1 (470 ha, Tiền Giang). Điều này chứng tỏ IDC có năng lực tốt trong việc xin phê duyệt đầu tư dự án mới. Có thêm 2 dự án mới, quỹ đất của IDC trở nên vững chắc hơn, với 977 ha đất có thể cho thuê.

Chúng tôi đã phản ánh dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1 vào mô hình dự báo lợi nhuận. Dự án, dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận của Công ty từ năm 2027 (15 ha, với giá bán là 160 USD/m²), được định giá 668 tỷ đồng (đóng góp thuần vào IDC là 341 tỷ đồng, tương đương 1,4% ước tính RNAV mới của chúng tôi (24,6 tỷ đồng).

Bảng 14: Quỹ đất KCN, IDC

IDC đã bổ sung dự án Tân Phước 1 & dự án Mỹ Xuân B1 mở rộng trong 9 tháng đầu năm 2024 với diện tích cho thuê là 440 ha

Dự án	Vị trí	Cổ phần của IDC	Diện tích đất (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)	Tiến độ
Dự án đang triển khai			2,577	1,831	977	46.7%	135	
Cầu Nghìn	Thái Bình	100%	184	103	73.6	28.5%	81	Đang cho thuê & bàn giao
Hựu Thạnh	Long An	100%	524	395	254.1	35.7%	161	Đang cho thuê & bàn giao
Phú Mỹ II	BR-VT	100%	621	443	62.9	85.8%	124	Đang cho thuê & bàn giao
Phú Mỹ II mở rộng	BR-VT	100%	398	273	95.5	65.0%	126	Đang cho thuê & bàn giao
Quế Võ II	Bac Ninh	51%	270	177	50.7	71.4%	150	Đang cho thuê & bàn giao
Tân Phước	Tiền Giang	65%	470	363	363	0.0%	80-100	Đang tiến hành bồi thường đất; 100% đất từ Chính phủ, do đó dễ dàng thu hồi
Mỹ Xuân B1 mở rộng	BR-VT	51%	110	77	77	0.0%	>130	Vừa nhận được giấy phép đầu tư
Dự án sắp triển khai			495	326	326	0.0%	130-150	
Vinh Quang	Hải Phong	100%	495	326	326	0.0%	130-150	Đã có quy hoạch 1/2000 và chỉ đợi giấy phép đầu tư (dự kiến sẽ nhận được trong vòng 1-2 năm)

Ghi chú: BR-VT: Bà Rịa – Vũng Tàu
Nguồn: IDC; HSC

Xem xét lại triển vọng đối với các mảng kinh doanh

BDS KCN

Trong nửa đầu năm 2024, IDC đã bàn giao 65 ha đất KCN, cao hơn dự báo của HSC. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy số dư của doanh thu chưa thực hiện trong ngắn hạn tăng 70% so với quý trước tăng lên 1,1 nghìn tỷ đồng (từ 660 tỷ đồng), chủ yếu nhờ vào dự án KCN Phú Mỹ II và Hựu Thạnh. Điều này cho thấy IDC sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động bàn giao đất trong nửa cuối năm 2024. Dựa trên cơ sở này, HSC tăng giá

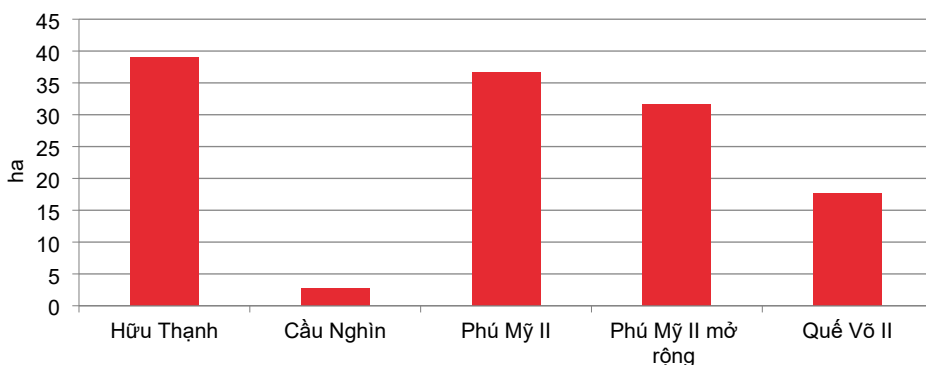
định diện tích đất bàn giao lên 106 ha từ 95 ha được nêu trong dự báo trước đó của chúng tôi.

Trong nửa đầu năm 2024, diện tích đất KCN đã ký mới đạt 43,3 ha, hoàn thành 30% KHKD Công ty đặt ra cho năm 2024 là 145 ha, thấp hơn dự báo của chúng tôi. BLĐ cho biết khách hàng đã hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả bầu cử Mỹ. Chúng tôi cho rằng điều này khá hợp lý vì chính sách đối ngoại của Mỹ sẽ phụ thuộc vào tổng thống mới và do đó cũng tác động đến quyết định đầu tư của các nhà sản xuất FDI cũng như trong việc lựa chọn địa điểm đặt nhà máy.

Tính đến cuối Q2/2024, HSC ước tính IDC đã có tổng cộng 128 ha đất KCN đã được bàn giao nhưng chưa ghi nhận doanh thu. BLĐ cho biết đang đàm phán với các khách hàng lớn để cho thuê 50-70 ha đất. Nếu IDC có thể ký được hợp đồng mới như dự kiến, chúng tôi cho rằng kế hoạch bàn giao đất trong năm 2025 sẽ được đảm bảo. Nếu không, chúng tôi cho rằng hoạt động bàn giao đất trong năm 2025-2026 có thể kém hơn so với năm 2024.

Biểu đồ 15: Ước tính diện tích cho thuê đất chưa ghi nhận doanh thu của IDC vào cuối Q2/2024

Các dự án Hữu Thạnh, Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng sẽ dẫn đầu việc bàn giao trong 6 tháng cuối năm 2024 & năm 2025



Nguồn: HSC

Năng lượng

Doanh thu từ mảng năng lượng tăng 9,6% so với cùng kỳ, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp đạt mức thấp 4,8% so với 9,5% trong nửa đầu năm 2023, do công suất hoạt động của 2 nhà máy thủy điện (Đak Mi 3 và Srok Phu Miêng – có tỷ suất lợi nhuận 50%) thấp do El Niño. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự báo 2 nhà máy thủy điện này sẽ có công suất hoạt động cao hơn khi El Nino chuyển sang La Nina. Dù vậy, do tỷ suất lợi nhuận gộp 6T/24 thấp hơn dự báo, HSC hạ dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 của mảng kinh doanh này xuống còn 9,1%-9,4%, thấp hơn so với mức 11-12% trong dự báo trước đó của chúng tôi.

Kinh doanh BĐS

Trong nửa đầu năm 2024, IDC đã bàn giao 1,5 ha đất thương mại tại KDC trung tâm Phường 6 (Tân An, Long An) cho AEON Mall, còn lại 0,7 ha đang chuyển đổi thành đất thương mại. HSC kỳ vọng khu đất này sẽ được bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm 2025 (so với năm 2024 được thể hiện trong dự báo trước đó của chúng tôi). Ngoài ra, dự án Bắc Châu Giang (5,6 ha, Hà Nam) đã bắt đầu mở bán các căn hộ thấp tầng từ Q2/2024 và dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu từ Q4/2024, sớm hơn dự báo trước đó của chúng tôi. Lần này, chúng tôi điều chỉnh dự báo để ghi nhận một phần doanh thu từ Q4/2024 (200 tỷ đồng từ 0 tỷ đồng theo dự báo trước đó).

Dự báo lợi nhuận mới: tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 13,4%, nhờ mảng BĐS KCN, kinh doanh BĐS

HSC tăng 5,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 lên 1.954 tỷ đồng, tăng trưởng 40,3% (trên doanh thu 8,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 15,6%) vì thấy rằng Công ty bàn giao đất KCN nhanh hơn dự báo. Trong đó, chúng tôi tin rằng IDC sẽ ghi nhận 600-700 tỷ đồng doanh thu từ việc bàn giao 20 ha đất tại KCN Phú Mỹ 2 cho Hyosung

– đã được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn trên bảng CĐKT tính đến Q2/2024.

Năm nay, Công ty cũng chứng kiến doanh thu tăng mạnh ở mảng kinh doanh BĐS, được thúc đẩy bởi diện tích thương mại (1,5 ha) tại các dự án KDC trung tâm, Phường 6 (Tân An, Long An) và hoạt động bàn giao các căn hộ thấp tầng tại dự án KDC Bắc Châu Giang (5,6 ha, Hà Nam). Hai dự án này dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận năm 2025 nhưng với con số thấp hơn so với năm 2024.

Các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 là việc bàn giao 106 ha đất KCN tại các dự án, đặc biệt là dự án KCN Hựu Thạnh và Phú Mỹ II, và 1,5 ha đất thương mại tại KDC trung tâm, Phường 6 (Tân An, Long An) và mảng năng lượng. Đáng chú ý, nếu ngoại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc thay đổi phương thức ghi nhận doanh thu đối với các dự án KCN, dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024 của chúng tôi có thể tăng vọt 63,8% lên 1.954 tỷ đồng.

Bảng 16: Dự báo lợi nhuận mới, IDC

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 13,8%

Tỷ đồng	2023	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	7,237	8,366	3.9%	15.6%	7,820	-11.1%	-6.5%	9,280	-4.5%	18.7%
Lợi nhuận gộp	2,422	3,305	6.0%	36.4%	2,927	-8.9%	-11.4%	3,468	-2.7%	18.5%
Chi phí BH&QL (362)	(362)	(411)	1.3%	13.5%	(420)	-4.0%	2.2%	(493)	-1.7%	17.3%
Lợi nhuận HĐ	2,060	2,893	6.7%	40.4%	2,506	-9.7%	-13.4%	2,975	-2.8%	18.7%
Doanh thu HĐ tài chính	221	157	-0.2%	-29.2%	197	25.8%	26.1%	151	4.2%	-23.5%
Chi phí tài chính	(189)	(161)	-33.6%	-14.9%	(163)	-33.8%	1.4%	(142)	-29.9%	-13.1%
LNTT	2,056	2,889	10.0%	40.5%	2,541	-5.4%	-12.1%	2,984	-0.7%	17.4%
Lợi nhuận thuần	1,393	1,954	5.7%	40.3%	1,794	-4.5%	-8.2%	2,034	-7.0%	13.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	200	-	-	-100%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	1,193	1,954	5.7%	63.8%	1,794	-4.5%	-8.2%	2,034	-7.0%	13.4%

Nguồn: HSC

Trong khi đó, HSC đã điều chỉnh giảm 4,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống còn 1.794 tỷ đồng, giảm 8,2% so với cùng kỳ (trên doanh thu 7,8 nghìn tỷ đồng, giảm 6,5% so với cùng kỳ), chủ yếu do phần lớn doanh thu đã được ghi nhận trong năm 2024. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 là hoạt động bàn giao 83 ha đất KCN, kinh doanh BĐS (0,7 ha đất thương mại và dự án Bắc Châu Giang), cùng với các mảng năng lượng và BOT.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận năm 2026 xuống còn 2.034 tỷ đồng (tăng trưởng 13,4%), trên doanh thu 9,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%) để phản ánh quan điểm của chúng tôi về mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt trong ngành. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chính bao gồm 96 ha đất công nghiệp và các mảng kinh doanh khác (năng lượng, BOT, BĐS). Chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ đẩy mạnh việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ việc bàn giao các dự án BĐS nhà ở kể từ năm nay, bao gồm khu nhà ở cho công nhân Nhơn Trạch 1 và 2 (Đồng Nai), khu nhà ở cho công nhân và khu dân cư tại Hựu Thạnh (Long An).

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2023-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 13,4% và 19,5%.

Công bố vị thế tiền mặt dù đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong Q2/2024

Trong Q2/2024, tổng dư nợ ở mức 3,1 nghìn tỷ đồng, bằng với cuối Q1/2024 nhưng giảm 13,3% kể từ đầu năm (từ mức 3,5 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023). Đáng lưu ý, mặc dù đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ rất cao trong Q2/2024 (887 tỷ đồng) và nửa đầu năm 2024 (1.425 tỷ đồng) so với 731 tỷ đồng trong Q2/2023 và 735 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023, IDC có vị thế tiền mặt thuần lần đầu tiên trong 5 năm qua ở mức 214 tỷ đồng, so với khoản nợ thuần 388 tỷ đồng vào cuối năm 2023 và 129 tỷ đồng vào cuối Q1/2024. HSC cho rằng điều này là nhờ dòng tiền hoạt động mạnh mẽ của IDC trong Q2/2024, đạt 1,3 nghìn tỷ đồng, so với 879 tỷ đồng trong Q2/2023 và 951 tỷ đồng trong Q1/2024.

Chúng tôi dự báo dòng tiền hoạt động của IDC vẫn sẽ tích cực trong giai đoạn 2024-2026, ở mức 3-4 nghìn tỷ đồng mỗi năm. Đây là nền tảng vững chắc giúp Công ty trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức hợp lý (lợi suất cổ tức 6,8%) trong giai đoạn 2024-2026.

Tăng 3,6% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP, chủ yếu nhờ định giá lại dự án KCN Tân Phước 1 (nhận được giấy chứng nhận đầu tư vào tháng 7/2024) và bổ sung thêm dự án mở rộng KCN Mỹ Xuân B1 (nhận được giấy chứng nhận đầu tư vào tháng 9/2024). Chúng tôi nhận thấy giá trị của IDC nằm ở quỹ đất KCN lớn, bao gồm 977 ha diện tích sẵn sàng cho thuê còn lại và quỹ đất mới tiềm năng tại dự án KCN Vinh Quang (495 ha, Hải Phòng). Hơn nữa, quỹ đất ở (82 ha) dự kiến sẽ đóng góp nhiều vào lợi nhuận của Công ty từ năm 2025-2026.

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi lưu ý những thông tin như sau:

- Thời điểm tính toán RNAV đối với IDC là giữa năm 2025 (không đổi). Giá định WACC của IDC là 13,6% (không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án nhà ở, nhà kho và mảng năng lượng (phân phối điện và nhà máy thủy điện). Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Đối với một số dự án BĐS nhà ở chúng tôi không có thông tin chi tiết về quy hoạch tổng thể 1/500 và mốc thời gian phát triển, các khoản đầu tư vào các công ty liên kết/liên doanh và các tài sản khác, HSC sử dụng phương pháp giá trị sổ sách để định giá các tài sản này.
- Đối với mảng BOT, do có mức đóng góp nhỏ vào lợi nhuận và định giá, để đơn giản hóa tiến trình định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trên sổ sách.
- Chúng tôi không áp dụng mức chiết khấu so với ước tính RNAV (không đổi), mặc dù mức chiết khấu bình quân 9 tháng là 14%, vì chúng tôi tin rằng yếu tố nền tảng vững chắc của IDC – vị thế tiền mặt thuần là 214 tỷ đồng và quỹ đất đang mở rộng – cùng với lợi suất cổ tức cao (6,8% trong giai đoạn 2024-2026) không nên chiết khấu.
- Chi tiết về các giả định định giá được trình bày trong Bảng 17, trong khi chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với (1) lựa chọn lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 18-19.

Bảng 17: Định giá, IDC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của IDC	NPV giữa 2025
BĐS KCN	DCF	51%-100%	16,037
Năng lượng	DCF	52%-100%	2,567
BOT	P/B	57.5%	390
Dự án khu dân cư	DCF	51%-100%	1,855
Kho bãi	DCF	100.0%	249
Tài sản khác, điều chỉnh	Giá trị sổ sách		1,336
Tổng giá trị định giá lại			22,434
(-/+) Nợ/tiền thuần			1,780
Giá trị của vốn CSH			24,214
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			330
Giá trị vốn CSH của cổ phiếu (đồng)			73,400
Chiết khấu giả định			0%
Giá mục tiêu (đồng)			73,400

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy, IDC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	3.0%	77,800	76,500	75,300	74,100	73,000
	3.5%	76,800	75,500	74,400	73,200	72,100
	4.0%	75,800	74,600	73,400	72,300	71,200
	4.5%	74,800	73,700	72,500	71,400	70,400
	5.0%	73,900	72,700	71,600	70,600	69,500

Nguồn: HSC

Bảng 19: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giá định chiết khấu của thị giá so với RNAV, IDC

Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giá định				
-10%	-5%	0%	5%	10%
80,740	77,070	73,400	69,730	66,060

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

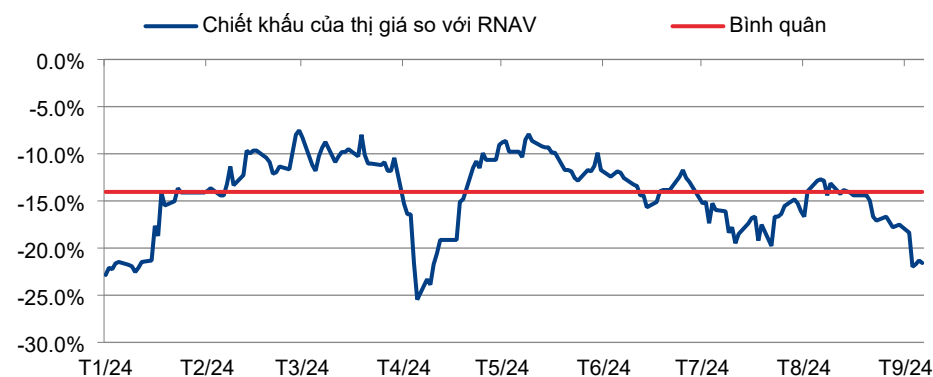
Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực VN Index, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu 19,2% so với ước tính RNAV mới, lớn hơn bình quân 9 tháng (từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu) ở mức 14%.

Với quỹ đất KCN có sẵn lớn tại các tỉnh trọng điểm (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 977 ha tại Long An, Vũng Tàu, Bắc Ninh, Thái Bình, Hải Phòng), HSC tin rằng mảng BĐS KCN của IDC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào các ngành công nghiệp, vật liệu, tiêu dùng thiết yếu mà Công ty có thế mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ bằng ĐDKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối Q2/2024 (214 tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 6,8%) trong ba năm tới.

Trong khi đó, khả năng nhận được phê duyệt pháp lý cho dự án KCN mới Vinh Quang (495 ha, Hải Phòng) là động lực tăng trưởng mới của Công ty.

Biểu đồ 20: Chiết khấu của thị giá so với RNAV

IDC đang giao dịch với chiết khấu 19,2% so với RNAV, cao hơn so với mức bình quân 9 tháng qua là 14%



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	7,485	7,237	8,366	7,820	9,280	EBIT	2,726	2,060	2,893	2,506	2,975
Lợi nhuận gộp	3,060	2,422	3,305	2,927	3,468	Khấu hao	(1,038)	(857)	(1,495)	(1,329)	(1,582)
Chi phí BH&QL	(334)	(362)	(411)	(420)	(493)	Lãi vay thuần	(56.6)	29.2	(3.94)	34.6	9.46
Thu nhập khác	0	0	0	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(563)	(401)	(592)	(521)	(612)
Chi phí khác	0	0	0	0	0	Thay đổi vốn lưu động	(1,487)	555	3.68	(467)	(267)
EBIT	2,726	2,060	2,893	2,506	2,975	Khác	407	(367)	(1.89)	(1.61)	(1.28)
Lãi vay thuần	(56.6)	29.2	(3.94)	34.6	9.46	LCT thuần từ HKKD	2,065	2,734	3,793	2,881	3,686
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(123)	1.50	0	0	0	Đầu tư TS dài hạn	(1,497)	(1,108)	(1,530)	(1,812)	(1,743)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	Góp vốn & đầu tư	(1,977)	(1,041)	(364)	0	0
LN không thường xuyên	71.7	(34.7)	0	0	0	Thanh lý	2,940	823	0	0	0
LNTT	2,618	2,056	2,889	2,541	2,984	Khác	111	218	(2.00)	(4.00)	(6.00)
Chi phí thuế TNDN	(563)	(401)	(592)	(521)	(612)	LCT thuần từ HĐĐT	(423)	(1,109)	(1,896)	(1,816)	(1,749)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(287)	(262)	(343)	(226)	(339)	Cổ tức trả cho CSH	(986)	(1,532)	(1,320)	(1,320)	(1,320)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0	Thu từ phát hành CP	0	0.06	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,768	1,393	1,954	1,794	2,034	Tăng/giảm nợ	(64.6)	155	(124)	82.0	(57.1)
Lợi nhuận thuần ĐC	1,891	1,391	1,954	1,794	2,034	Khác	0	0	0	0	0
EBITDA ĐC	3,888	2,916	4,388	3,836	4,556	LCT thuần từ HĐTC	(1,050)	(1,378)	(1,444)	(1,238)	(1,891)
EPS (đồng)	5,605	4,221	5,921	5,438	6,163	Tiền & tương đương tiền đầu kì	495	1,087	1,334	1,786	1,613
EPS ĐC (đồng)	5,996	4,217	5,921	5,438	6,163	LCT thuần trong kỳ	592	247	453	(173)	45.9
DPS (đồng)	2,987	4,644	4,000	4,000	4,000	Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.23)	(0.52)	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	315	330	330	330	330	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,087	1,334	1,786	1,613	1,659
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	330	330	330	330	330	Dòng tiền tự do	569	1,626	2,263	1,069	1,943
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	330	330	330	330	330						

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,087	1,334	1,786	1,613	1,659	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	1,043	910	1,274	1,274	1,274	Tỷ suất LN gộp (%)	40.9	33.5	39.5	37.4	37.4
Phải thu khách hàng	878	2,401	1,979	1,887	2,042	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	51.9	40.3	52.4	49.0	49.1
Hàng tồn kho	1,095	1,299	1,543	2,098	2,302	Tỷ suất LNT (%)	23.6	19.2	23.4	22.9	21.9
Các tài sản ngắn hạn khác	65.6	88.6	88.6	88.6	88.6	Thuế TNDN hiện hành (%)	21.5	19.5	20.5	20.5	20.5
Tổng tài sản ngắn hạn	4,168	6,032	6,670	6,961	7,365	Tăng trưởng doanh thu (%)	74.0	(3.32)	15.6	(6.53)	18.7
TSCĐ hữu hình	3,369	3,107	2,889	2,663	2,430	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	315	(25.0)	50.5	(12.6)	18.8
TSCĐ vô hình	116	114	118	121	125	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	260	(26.4)	40.4	(8.16)	13.3
Bất động sản đầu tư	5,028	6,151	5,644	5,818	6,098	Tăng trưởng EPS (%)	270	(24.7)	40.3	(8.16)	13.3
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	242	(29.7)	40.4	(8.16)	13.3
Đầu tư vào Cty LD,LK	24.5	25.2	27.2	31.2	37.2	Tăng trưởng DPS (%)	23.7	55.4	(13.9)	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,308	2,303	3,069	3,609	3,731	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	53.3	110	67.6	73.6	64.9
Tổng tài sản dài hạn	12,846	11,700	11,747	12,243	12,421						
Tổng cộng tài sản	17,013	17,732	18,417	19,204	19,786	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	748	938	1,146	1,309	1,309	ROAE (%)	40.0	28.1	36.9	30.7	31.6
Phả trả người bán	343	314	330	319	379	ROACE (%)	19.3	14.5	20.4	16.9	19.5
Nợ ngắn hạn khác	633	1,815	1,320	1,337	1,355	Vòng quay tài sản (lần)	0.45	0.42	0.46	0.42	0.48
Tổng nợ ngắn hạn	2,322	3,999	3,843	4,147	4,382	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.76	1.33	1.31	1.15	1.24
Nợ dài hạn	2,720	2,585	2,252	2,171	1,600	Số ngày tồn kho	90.3	98.5	111	157	145
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	42.2	44.7	44.7	44.7	44.7	Số ngày phải thu	72.4	182	143	141	128
Nợ dài hạn khác	5,802	4,900	5,097	4,961	4,826	Số ngày phải trả	28.2	23.8	23.8	23.8	23.8
Tổng nợ dài hạn	8,564	7,529	7,394	7,176	6,470						
Tổng nợ phải trả	10,885	11,528	11,236	11,323	10,852	Cơ cấu vốn					
Vốn chủ sở hữu	4,946	4,972	5,606	6,080	6,794	Nợ thuần*/VCSH (%)	51.1	53.2	38.5	41.5	30.0
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,182	1,232	1,575	1,801	2,140	Nợ/tài sản (%)	21.2	22.4	21.4	21.6	18.7
Tổng vốn chủ sở hữu	6,128	6,204	7,181	7,881	8,934	EBIT/lãi vay (lần)	48.1	N/a	734	N/a	N/a
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,013	17,732	18,417	19,204	19,786	Nợ/EBITDA (lần)	0.96	1.36	0.90	1.08	0.81
BVPS (đ)	14,988	15,067	16,987	18,425	20,588	Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	1.51	1.74	1.68	1.68
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,338	1,279	338	593	(24.1)						

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

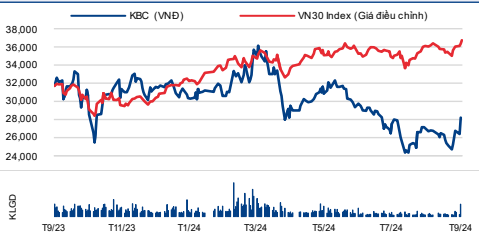
Giá mục tiêu: VNĐ34,700 (từ VNĐ35,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2024)	28,050
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,350-36,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,531
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	876
Slg CP lưu hành (tr.đv)	768
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	376
Slg CP NN được mua (tr.đv)	157
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.5%
Tỷ lệ freefloat	51.1%
Cổ đông lớn	nhóm Tâm và Gia Đình (24.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.08	(5.87)	(11.5)
So với chỉ số	2.31	(9.74)	(23.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	769	1,622	(52.6)
2025F	1,707	3,424	(50.1)
2026F	3,160	5,281	(40.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
 Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trung.pn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
 Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá

- HSC nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào mặc dù giảm 2% giá mục tiêu xuống còn 34.700đ, do ảnh hưởng của việc giảm dự báo lợi nhuận và tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 30% (từ 25%) lớn hơn tác động tích cực từ đóng góp của những dự án mới.
- Chúng tôi giảm 10-46% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do chậm bàn giao đất và tỷ suất lợi nhuận giảm. Lợi nhuận thuần năm 2024 được dự báo giảm 71% so với cùng kỳ nhưng dự kiến sẽ tăng mạnh trở lại trong năm 2025-2026 nhờ dự án TD3, Trảng Cát, Kim Động-Ấn Thi.
- KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 37%. Do đang được định giá thấp, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi Công ty nhận được phê duyệt cho các dự án lớn.

Sự kiện: Cập nhật các dự án đang triển khai

Chúng tôi cập nhật dự báo lợi nhuận của KBC sau khi xem xét danh mục dự án của Công ty. Quá trình phê duyệt pháp lý chậm của các dự án chính (TD3, Trảng Cát, Phúc Ninh) sẽ dẫn đến chậm tiến độ xây dựng và bàn giao trong khi các dự án KCN Lộc Giang (Long An) và KCN Kim Động - Ấn Thi (Hưng Yên) đã có tiến triển liên quan đến việc phê duyệt pháp lý và đền bù đất. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi giảm giả định định giá và lợi nhuận của KBC. Đáng lưu ý, bất kỳ tiến triển nào liên quan đến việc phê duyệt pháp lý, giúp mở khóa quỹ đất đều được xem là yếu tố giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Tác động: Giảm 10-46% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do chậm bàn giao đất

HSC giảm 10-46% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 dựa trên quan điểm thận trọng hơn về việc bàn giao đất (liên quan đến dự án KCN Trảng Duyệt 3 và Trảng Cát). HSC nhận thấy lợi nhuận thuần năm 2024 đang chịu áp lực (giảm 70,8% so với cùng kỳ) nhưng dự kiến sẽ phục hồi mạnh từ năm 2025 (tăng trưởng 123%), nhờ dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, TD 3, Phúc Ninh và năm 2026 (tăng trưởng 85%), nhờ dự án TD3, Trảng Cát. Lưu ý, rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn/cao hơn kỳ vọng vẫn ở mức cao trong dự báo của chúng tôi vì lợi nhuận có vẻ không chắc chắn và phụ thuộc nhiều vào việc phê duyệt pháp lý.

Dự báo mới của chúng tôi – cho thấy lợi nhuận thuần/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 6,4%/7,9% – thấp hơn 40-53% bình quân dự báo thị trường giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi nhận thấy dự báo của thị trường đang tương đối cao và KBC đưa ra mục tiêu kinh doanh quá lạc quan.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm trong 3 tháng qua và 1 năm qua, chủ yếu do việc trì hoãn phê duyệt pháp lý đối với các dự án quan trọng, KBC giao dịch với mức giá cao hơn 4% so với 1 tháng qua. Theo đó, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với ước tính RNAV, lớn hơn mức chiết khấu bình quân 3 năm qua ở mức 37%. HSC tăng 4,8% ước tính RNAV/cp lên 49.600đ do tác động tích cực từ sự đóng góp mới của dự án KCN Lộc Giang và Kim Động-Ấn Thi lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận. Trong khi đó, để có giá mục tiêu mới 34.700đ, chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu 30% (trước đó là 25%) để tương thích với mức bình quân 3 năm là 37%.

Chúng tôi cho rằng KBC đang được định giá thấp và kỳ vọng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các dự án lớn nhận được phê duyệt pháp lý và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá là 24%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(2,368)	3,026	988 ▼	1,990 ▼	3,786 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,547	2,031	592 ▼	1,322 ▼	2,448 ▼
EPS ĐC (đồng)	(851)	2,656	769 ▼	1,707 ▼	3,160 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	500 ▼
BVPS (đồng)	20,956	23,633	24,404	26,127	28,815
EV/EBITDA ĐC (lần)	(11.6)	8.06	24.1	14.4	8.56
P/E ĐC (lần)	N/a	10.6	36.5	16.4	8.88
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	1.78
P/B (lần)	1.34	1.19	1.15	1.07	0.97
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(162)	412	(71.1)	122	85.1
ROAE (%)	10.2	11.9	3.21	6.82	11.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi nhuận năm 2024 giảm đã được phản ánh vào giá cổ phiếu; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC giảm 10-46% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, dựa trên những giả định thận trọng hơn liên quan đến việc bàn giao đất (Tràng Duệ 3 và Tràng Cát). Sau khi giảm dự báo lợi nhuận và tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 30% (từ 25%), chúng tôi giảm 2% giá mục tiêu xuống còn 34.700đ. Theo đó, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm qua ở mức 37%. Chúng tôi cho rằng KBC đang được định giá thấp và kỳ vọng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi các dự án lớn nhận được phê duyệt pháp lý và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá là 24%.

Bổ sung 2 dự án

HSC cập nhật thông tin về các dự án đang triển khai của KBC trong bảng bên dưới.

Bảng 21: Danh mục dự án của KBC

KCN Lộc Giang & cụm KCN Kim Động – Ân Thi đang đẩy nhanh công tác đền bù đất & dự kiến sớm đưa vào phát triển

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tiến độ
KCN (IP)/cụm KCN (IC)		2,727	1,811		
KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	90	77	91%	Sẽ hoàn thành bàn giao trong 2024
KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	543	314	76%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	200	60%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Tràng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	0%	Đang chờ giấy phép đầu tư
KCN Nam Tân Lập	Long An	245	171	0%	2026-2027
Cụm KCN Lộc Giang	Long An	466	326	0%	Đang tiến hành bồi thường đất
Cụm KCN Kim Động – Ân Thi	Hưng Yên	225	158	0%	Đang tiến hành bồi thường đất
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	50	32	0%	2026-2027
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	49	31	0%	2026-2027
Cụm KCN Tân Tập	Long An	72	46	0%	2026-2027
Khu dân cư		760	317		
Phúc Ninh	Bắc Ninh	136	45		Dự kiến sẽ hoàn thành LURF & ghi nhận lợi nhuận từ năm 2025
Tràng Duệ	Hải Phòng	42	22		Đang bàn giao những căn hộ thấp tầng cuối cùng & phát triển nhà ở công nhân
Tràng Cát	Hải Phòng	585	250		Đang chờ giấy phép đầu tư điều chỉnh

Nguồn: HSC

Các dự án trọng điểm của KBC như dự án KCN Tràng Duệ 3 (687 ha, Hải Phòng), cụm công nghiệp Phước Vĩnh Đông (100 ha, Long An), KDC Tràng Cát (585 ha, Hải Phòng) và dự án KDC Phúc Ninh (114 ha, Bắc Ninh) đều bị chậm phê duyệt pháp lý.

Trong khi đó, dự án KCN Lộc Giang (466 ha, Long An, do CTCP Phát triển Đô thị Tây Bắc Sài Gòn (chưa niêm yết) sở hữu 72,8% cổ phần, đã được đưa vào quy hoạch chi tiết 1/2000. Chúng tôi nhận thấy KBC đang đẩy nhanh tiến độ bồi thường đất và làm việc với cơ quan chức năng để xác định phí sử dụng đất.

KBC đã nhận được phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất nông nghiệp sang đất công nghiệp cho dự án KCN Kim Động - Ân Thi (bao gồm 3 cụm công nghiệp Kim Động, Đặng Lễ, Chính Nghĩa đã được cấp phép đầu tư năm 2021) vào cuối năm 2023 và nửa đầu năm 2024 và hiện đang đẩy nhanh tiến độ đền bù đất.

Do đó, chúng tôi lùi thời gian phát triển dự án KCN Tràng Cát, Phước Vĩnh Đông sang năm 2026 (từ năm tài chính 2025) và bổ sung dự án KCN Lộc Giang, các dự án cụm công nghiệp Kim Động - Ân Thi vào dự báo lợi nhuận, cũng như thay đổi phương pháp định giá từ phương pháp giá trị sổ sách (dựa trên số lượng hàng tồn kho) sang phương pháp DCF. HSC dự báo KCN Kim Động-Ân Thi sẽ tiến hành bàn giao đất từ năm 2025 (15 ha với giá 115 USD/m²) và định giá dự án ở mức 1,2 nghìn tỷ đồng (đóng góp 3,1% RNAV ước tính cho KBC (38 nghìn tỷ đồng); KCN Lộc Giang dự kiến bàn giao đất từ năm 2027 (15 ha với giá 170 USD/m²) và định giá dự án ở mức 2 nghìn tỷ đồng, đóng góp 4,8% RNAV ước tính cho KBC.

Dự báo lợi nhuận mới: giảm 10-46% lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC đã điều chỉnh giảm 11,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 (xuống còn 592 tỷ đồng, giảm 70,8% so với cùng kỳ), trên doanh thu 2,9 nghìn tỷ đồng (giảm 49% so với cùng kỳ). Dự báo lợi nhuận được điều chỉnh giảm đa phần do tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án NOXH Nénh (12,6 ha, Bắc Giang) thấp hơn dự báo và một số điều chỉnh liên quan đến doanh thu HĐ tài chính sau khi công bố KQKD nửa đầu năm 2024.

Lợi nhuận năm 2024 được thúc đẩy bởi việc bàn giao 45 ha đất tại các dự án KCN Quang Châu mở rộng (Bắc Giang), Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh), Tân Phú Trung (TP.HCM).

Chúng tôi cũng giảm 46% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 do chậm ghi nhận doanh thu tại dự án KCN Trảng Cát (lùi sang năm 2026 từ năm 2025) và giảm 10% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 do giảm giá định diện tích đất bàn giao cũng như việc điều chỉnh tỷ suất lợi nhuận gộp tại các dự án KCN và nhà ở. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 123% (đạt 1,3 nghìn tỷ đồng) trên doanh thu 5,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 82,1%. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 85% (đạt 2,4 nghìn tỷ đồng), trên doanh thu 9,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 76%.

HSC dự báo KBC sẽ bàn giao 65-75 ha đất trong năm 2025 và 2026 (so với 70 ha và 85 ha trong dự báo trước đó của chúng tôi) và các dự án nhà ở cụ thể là Phúc Ninh, NOXH Nénh (Bắc Giang). Chúng tôi dự báo Công ty sẽ bán sỉ 20 ha đất tại dự án Trảng Cát (từ năm 2025 theo dự báo trước đó của chúng tôi). Dự án nhà ở công nhân Trảng Duệ (3,1 ha, Hải Phòng) dự kiến sẽ đóng góp vào doanh thu từ năm 2025-2026 mặc dù mức đóng góp lợi nhuận không đáng kể.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 6,4% 7,9%.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026, KBC

HSC dự báo lợi nhuận thuần & lợi nhuận cốt lõi sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 6,4% & 7,9%

Tỷ đồng	2023	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	5,618	2,864	-4.7%	-49.0%	5,213	-37.0%	82.1%	9,178	-0.2%	76.1%
Lợi nhuận gộp	3,695	1,534	-12.4%	-58.5%	2,753	-39.6%	79.5%	4,830	-6.1%	75.5%
Chi phí BH&QL	(813)	(719)	-4.9%	-11.6%	(931)	-15.4%	29.5%	(1,207)	-3.0%	29.7%
Lợi nhuận HĐ	2,883	815	-18.1%	-71.7%	1,822	-47.2%	123.5%	3,623	-7.1%	98.8%
Doanh thu tài chính	426	338	-9.8%	-20.7%	438	28.6%	29.7%	348	-1.5%	-20.7%
Chi phí tài chính	(426)	(311)	-29.6%	-27.1%	(424)	-28.5%	36.4%	(723)	16.5%	70.7%
LNTT	2,891	844	-9.3%	-70.8%	1,849	-42.5%	118.9%	3,269	-10.6%	76.8%
Lợi nhuận thuần	2,031	592	-11.3%	-70.8%	1,322	-46.0%	123.4%	2,448	-10.2%	85.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	80	-	-	-100.0%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	1,951	592	-11.3%	-69.7%	1,322	-46.0%	123.4%	2,448	-10.2%	85.1%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh giảm 2% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4,8% ước tính RNAV/cp theo phương pháp SoTP lên 49.600đ do tác động tích cực từ sự đóng góp mới của dự án KCN Lộc Giang và Kim Động-Ấn Thi lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận. Trong khi đó, để có giá mục tiêu mới 34.700đ, chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu 30% (trước đó là 25%) để tương thích với mức bình quân 3 năm là 36,5%. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với KBC lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 24% tại giá mục tiêu mới.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án nhà ở. Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá hầu hết tất cả KCN, ngoại trừ KCN Nam Tân Tập và KDC Trảng Cát, nơi dòng tiền tự do/vốn CSH đang được sử dụng.
- Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 14,2% (không đổi) và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 23: Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 24 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 25.

Bảng 23: Định giá dựa trên phương pháp SOTP, KBC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NPV giữa 2025
BDS KCN	DCF	38%-100%	14,565
Khu đô thị	DCF	87%-100%	14,188
Tài sản thuần khác, điều chỉnh	Giá trị sổ sách		10,265
RNAV, gộp			39,018
(+) (Nợ)/tiền thuần			(972)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			38,046
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			767,604,759
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			49,600
Chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			34,700

Nguồn: HSC

Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định quan trọng, KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	3.0%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
3.0%	38,000	37,000	36,100	35,200	34,400
3.5%	37,200	36,300	35,400	34,500	33,700
4.0%	36,500	35,600	34,700	33,900	33,100
4.5%	35,700	34,900	34,000	33,200	32,500
5.0%	35,000	34,200	33,400	32,600	31,800

Nguồn: HSC

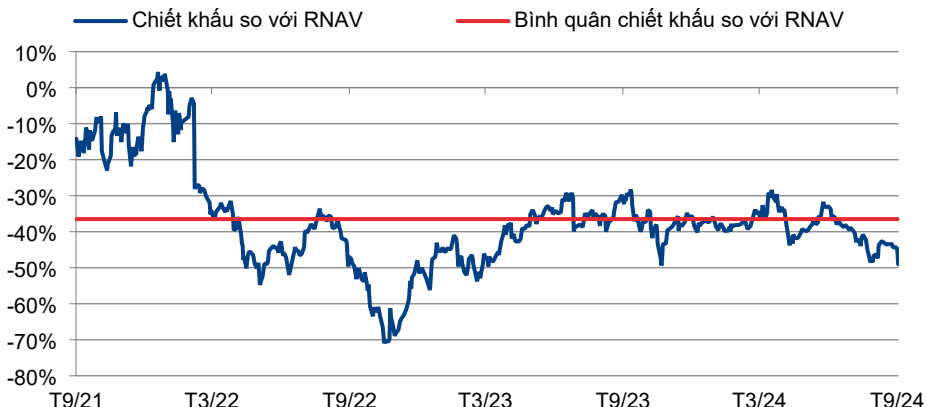
Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KBC

Chiết khấu của thị giá so với RNAV giả định				
20%	25%	30%	35%	40%
39,680	37,200	34,700	32,240	29,760

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 26: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

KBC đang giao dịch với chiết khấu 45% so với RNAV, gần với mức bình quân quá khứ là 36,5%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm trong 3 tháng qua và 1 năm qua, chủ yếu do việc trì hoãn phê duyệt pháp lý đối với các dự án quan trọng, KBC giao dịch với mức giá cao hơn 4% so với 1 tháng qua. Cổ phiếu đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với RNAV ước tính, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 36,5%.

KBC là nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu Việt Nam và có bề dày thành tích trong hàng chục năm. Cổ phiếu diễn biến kém hiệu quả do những khó khăn ngắn hạn về diện tích cho thuê bị hạn chế cùng với tiến độ phê duyệt pháp lý chậm ở các dự án lớn (Tràng Duệ 3, Tràng Cát). HSC tin rằng khi một trong các dự án chính này (có khả năng là TD3) nhận được phê duyệt pháp lý, giá cổ phiếu sẽ thiết lập mặt bằng cao hơn.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng liên quan đến việc triển khai dự án Tràng Cát và Tràng Duệ 3: Hai dự án này là những dự án khu dân cư/khu công nghiệp lớn đầu tiên mà KBC tham gia, do đó có thể thấy được rủi ro khi thực hiện. Trong khi đó, những dự án này đóng góp 32%/13% định giá của Công ty. Nếu việc triển khai những dự án này bị trì hoãn, sẽ có rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng.

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng nhờ quỹ đất mới: Chúng tôi vẫn chưa phản ánh dự án KCN Tân Tập (654 ha) vào mô hình dự báo và định giá. Dự án này được triển khai sẽ mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	957	5,618	2,864	5,213	9,178
Lợi nhuận gộp	268	3,695	1,534	2,753	4,830
Chi phí BH&QL	(505)	(813)	(719)	(931)	(1,207)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	(237)	2,883	815	1,822	3,623
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(6.21)	(45.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2,199	(8.09)	1.91	11.9	21.9
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(225)	23.4	32.4	21.0	(331)
LNTT	1,719	2,891	844	1,849	3,269
Chi phí thuế TNDN	(123)	(646)	(189)	(370)	(654)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48.4)	(214)	(63.7)	(157)	(167)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,547	2,031	592	1,322	2,448
Lợi nhuận thuần ĐC	(652)	2,039	590	1,310	2,426
EBITDA ĐC	(2,368)	3,026	988	1,990	3,786
EPS (đồng)	2,019	2,646	771	1,723	3,189
EPS ĐC (đồng)	(851)	2,656	769	1,707	3,160
DPS (đồng)	-	-	-	-	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	766	768	768	768	768
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,683	786	2,406	941	1,963
Đầu tư ngắn hạn	2,442	1,919	7,627	7,627	7,627
Phải thu khách hàng	11,142	9,933	8,893	9,718	13,111
Hàng tồn kho	12,254	12,211	12,802	18,683	21,383
Các tài sản ngắn hạn khác	315	442	442	442	442
Tổng tài sản ngắn hạn	27,837	25,291	32,171	37,412	44,526
TSCĐ hữu hình	359	449	437	421	401
TSCĐ vô hình	0.05	0.23	0.23	0.23	0.23
Bất động sản đầu tư	168	1,201	1,103	1,004	903
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,336	4,375	4,377	4,389	4,411
Tài sản dài hạn khác	2,232	2,104	2,104	2,104	2,104
Tổng tài sản dài hạn	7,095	8,129	8,021	7,918	7,820
Tổng cộng tài sản	34,932	33,420	40,192	45,330	52,345
Nợ ngắn hạn	3,901	337	899	1,580	2,478
Phả trả người bán	607	436	302	558	986
Nợ ngắn hạn khác	5,114	4,887	4,887	4,887	4,887
Tổng nợ ngắn hạn	10,638	6,579	7,361	8,200	9,408
Nợ dài hạn	3,738	3,322	3,752	6,509	10,369
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	908	1,130	1,130	1,130	1,130
Nợ dài hạn khác	1,784	2,195	7,099	7,161	6,877
Tổng nợ dài hạn	6,429	6,647	11,981	14,801	18,377
Tổng nợ phải trả	17,067	13,226	19,342	23,001	27,785
Vốn chủ sở hữu	16,086	18,141	18,733	20,055	22,119
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,779	2,053	2,117	2,274	2,441
Tổng vốn chủ sở hữu	17,865	20,194	20,850	22,329	24,560
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,932	33,420	40,192	45,330	52,345
BVPS (đ)	20,956	23,633	24,404	26,127	28,815
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,955	2,873	2,245	7,148	10,884

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	(237)	2,883	815	1,822	3,623
Khấu hao	(67.8)	(135)	(175)	(180)	(186)
Lãi vay thuần	(18.9)	(6.75)	(4.95)	(6.21)	(45.3)
Thuế TNDN đã nộp	(123)	(646)	(189)	(370)	(654)
Thay đổi vốn lưu động	623	(382)	(135)	(6,485)	(6,066)
Khác	(525)	209	32.4	21.0	(331)
LCTT thuần từ HKKD	(213)	2,193	693	(4,838)	(3,287)
Đầu tư TS dài hạn	(171)	(1,319)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(2,780)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	2,311	3,302	0	0	0
Khác	(564)	4.09	0	0	0
LCTT thuần từ HĐĐT	(1,204)	338	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	(0.01)	0	0	0	(384)
Thu từ phát hành CP	335	130	0	0	0
Tăng/giảm nợ	203	(3,532)	991	3,438	4,758
Khác	0	0	0	0	0
LCTT thuần từ HĐTC	537	(3,402)	991	3,438	4,374
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,562	1,683	786	2,406	941
LCTT thuần trong kỳ	(879)	(871)	1,620	(1,465)	1,021
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,683	812	2,406	941	1,963
Dòng tiền tự do	(384)	874	628	(4,903)	(3,352)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	28.0	65.8	53.6	52.8	52.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(247)	53.9	34.5	38.2	41.3
Tỷ suất LNT (%)	162	36.1	20.7	25.4	26.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.17	22.3	22.3	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(77.5)	487	(49.0)	82.1	76.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(257)	228	(67.4)	101	90.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(195)	413	(71.1)	122	85.1
Tăng trưởng EPS (%)	(8.76)	31.0	(70.8)	123	85.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(162)	412	(71.1)	122	85.1
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	15.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.2	11.9	3.21	6.82	11.6
ROACE (%)	(0.97)	11.3	2.73	5.21	9.05
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.16	0.08	0.12	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.90	0.76	0.85	(2.66)	(0.91)
Số ngày tồn kho	6,489	2,318	3,514	2,772	1,795
Số ngày phải thu	5,900	1,885	2,441	1,442	1,100
Số ngày phải trả	321	82.8	82.8	82.8	82.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	42.5	18.9	16.8	39.7	52.3
Nợ/tài sản (%)	24.4	12.6	13.8	19.6	25.9
EBIT/lãi vay (lần)	(12.5)	427	165	293	80.0
Nợ/EBITDA (lần)	(50.4)	1.40	5.62	4.44	3.56
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.62	3.84	4.37	4.56	4.73
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	28.7	4.34	8.30	5.50	3.53
EV/EBITDA ĐC (lần)	(11.6)	8.06	24.1	14.4	8.56
P/E (lần)	13.9	10.6	36.4	16.3	8.80
P/E ĐC (lần)	N/a	10.6	36.5	16.4	8.88
P/B (lần)	1.34	1.19	1.15	1.07	0.97
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	1.78

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

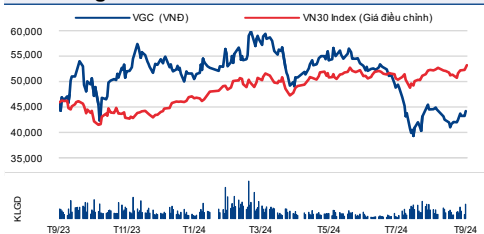
Giá mục tiêu: VNĐ54,400 (từ VNĐ62,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2024)	44,200
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,300-59,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	43,883
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,817
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	806
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	17.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.00%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.45)	(16.3)	(3.76)
So với chỉ số	(2.15)	(19.7)	(16.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,079	2,563	(18.9)
2025F	2,626	2,775	(5.4)
2026F	3,262	3,439	(5.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung
 Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trung.pn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
 Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Lợi nhuận giảm đã được phản ánh vào giá cổ phiếu; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với VGC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù chúng tôi giảm 12,5% giá mục tiêu xuống 54.400đ do (1) giảm dự báo lợi nhuận và (2) tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 10% (từ 0%) – sát hơn với bình quân 3 năm ở mức 11,3%.
- Chúng tôi giảm 5-19% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do chậm bàn giao đất và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng VLXD giảm. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,3%.
- Cổ phiếu VGC đang được định giá rẻ và đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,8% so với RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 11,3%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi VGC tiến hành bàn giao đất cho khách hàng.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng

HSC đang xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với VGC sau khi phân tích KQKD nửa đầu năm 2024. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy tiến độ bàn giao đất KCN còn chậm và lợi nhuận mảng VLXD cải thiện chưa đáng kể. Những điều này đã được phản ánh vào mô hình dự báo qua việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

Tác động: Giảm 5-19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 5-19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do tiến độ bàn giao đất chậm và phản ánh lo ngại của chúng tôi về sự cạnh tranh gia tăng trong mảng BDS KCN và tỷ suất lợi nhuận gộp thấp ở mảng VLXD. HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt 932 tỷ đồng trong năm 2024, giảm 23,5% so với cùng kỳ, 1.177 tỷ đồng trong năm 2025, tăng trưởng 26,3% và 1.463 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 24,3% – mặc dù dự báo của chúng tôi vẫn thấp hơn bình quân dự báo của thị trường.

Động lực tăng trưởng chính đến từ việc bàn giao đất KCN (dự kiến là 150 ha trong năm 2024 và 145-157 ha trong năm 2025-2026) và sự phục hồi của mảng VLXD. Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 6,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua và đa phần đi ngang trong 1 tháng qua, VGC được định giá thấp và đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,8% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 11,3%. HSC giảm 12,5% giá mục tiêu xuống còn 54.400đ, do (1) giảm dự báo lợi nhuận và (2) tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 10% (từ 0%), sát hơn với bình quân 3 năm ở mức 11,3%. Chúng tôi nhấn mạnh rằng VGC có bảng CĐKT lành mạnh và dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định trong giai đoạn 2024-2026 (lợi suất cổ tức là 4,5%-5,1%).

HSC nâng khuyến nghị đối với VGC lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 23%. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VGC nhờ mảng BDS KCN vững chắc với khoảng 1.110 ha đất KCN. Đáng chú ý, VGC đang làm việc với bên thứ ba để tiến hành định giá Công ty, chuẩn bị cho kế hoạch thoái 38,5% vốn Nhà nước tại công ty - dự kiến sẽ tổ chức đấu giá vào Q1/2025. HSC cho rằng rủi ro thất bại trong việc thoái vốn có thể tạo ra áp lực lên giá cổ phiếu và làm trì hoãn các kế hoạch kinh doanh quan trọng. Trong khi đó, sự phục hồi của mảng VLXD sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận và thúc đẩy dòng tiền của Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,907	5,007	4,271 ▼	4,759 ▼	5,320 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,728	1,218	932 ▼	1,177 ▼	1,463 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,855	2,717	2,079 ▼	2,626 ▼	3,262 ▼
DPS (đồng)	2,612	2,076	2,250	2,000	2,000
BVPS (đồng)	16,986	17,516	17,344	17,970	19,232
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.36	4.62	5.50	4.78	4.18
P/E ĐC (lần)	11.5	16.3	21.3	16.8	13.5
Lợi suất cổ tức (%)	5.91	4.70	5.09	4.52	4.52
P/B (lần)	2.60	2.52	2.55	2.46	2.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.3	24.2
ROAE (%)	23.5	15.7	11.9	14.9	17.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận tăng trong nửa cuối năm 2024, nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC giảm 5-19% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu do chậm bàn giao đất và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng VLXD giảm. Sau khi giảm dự báo lợi nhuận và tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV (lên 10% từ 0%), chúng tôi giảm 12,5% giá mục tiêu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VGC nhờ mảng BĐS KCN vững chắc với khoảng 1.110 ha đất có sẵn để cho thuê. Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, VGC đang được định giá rẻ và đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,8% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 11,3%. Nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Xem xét lại triển vọng

VGC đang triển khai kế hoạch phát triển các KCN đúng tiến độ. Trong tháng 7/2024, VGC đã nhận được giấy chứng nhận giao đất đối với 68 ha tại dự án KCN Thuận Thành I (250 ha, Bắc Ninh) và 2 ha tại KCN Yên Phong II C (221 ha, Bắc Ninh). Hiện tại, VGC cũng đang hợp tác với Johnson Corporation (Đài Loan) để cho thuê 20 ha tại KCN Thuận Thành I (Bắc Ninh) để xây dựng nhà máy sản xuất thiết bị thể dục thể hình lớn nhất thế giới và hợp tác với Greely Auto (Trung Quốc) để cho thuê 30 ha tại KCN Tiền Hải (Thái Bình) để xây dựng nhà máy lắp ráp ô tô.

Công ty cũng đang đẩy mạnh công tác đền bù giải phóng mặt bằng tại dự án KCN Sông Công 2 (296 ha, Thái Nguyên). Dự án này dự kiến khởi công xây dựng vào Q4/2024-Q1/2025.

Hoạt động bàn giao đất diễn ra chậm lại trong nửa đầu năm 2024, với chỉ 57 ha đất KCN, giảm 40-55% so với cùng kỳ và hoàn thành 33% trên tổng số 173 ha. Chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ đẩy nhanh tiến độ bàn giao đất trong nửa cuối năm 2024 vì Công ty vẫn còn một số thương vụ tiềm năng có giá trị lớn (tổng cộng 90 ha, KCN Thuận Thành I (20 ha), KCN Tiền Hải (30 ha), KCN Phú Hà (10-20 ha), v.v.). Dù vậy, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn sau KQKD yếu nửa đầu năm 2024 và giảm giả định bàn giao đất trong cả năm xuống còn 150 ha (từ 165 ha trong dự báo trước đó của chúng tôi).

Bảng 27: Danh mục dự án BĐS KCN, VGC

VGC đã bổ sung thêm dự án KCN Sông Công II & KCN Đốc Đá Trắng trong 6 tháng đầu năm 2024

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tiến độ
Phú Hà	Phú Thọ	271	58%	Đang cho thuê & bàn giao
Tiền Hải	Thái Bình	190	50%	Đang cho thuê & bàn giao
Hải Yên	Quảng Ninh	137	70%	Đang cho thuê & bàn giao
Phong Điền	Huế	217	31%	Đang cho thuê & bàn giao
Yên Mỹ	Hưng Yên	207	36%	Đang cho thuê & bàn giao
Yên Phong IIC	Bắc Ninh	141	92%	Đang cho thuê & bàn giao
Thuận Thành	Bắc Ninh	184	0%	Đẩy nhanh tiến độ xây dựng và bắt đầu cho thuê
Sông Công II	Thái Nguyên	219	0%	Đang tiến hành công tác đền bù đất
Đốc Đá Trắng	Khánh Hòa	213	0%	Đang tiến hành công tác đền bù đất
Tổng		1,779	37%	

Nguồn: HSC

Đối với mảng VLXD, doanh thu đạt tổng cộng 3,2 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, giảm 10% so với cùng kỳ do Công ty Kính nổi Viglacera (VIFG) tại Bình Dương tạm dừng hoạt động. Tỷ suất lợi nhuận gộp gần như không đổi ở mức 12,6% (so với 12,8% trong nửa cuối năm 2023). Trong đó, tỷ suất lợi nhuận gộp phân khúc sản phẩm kính xây dựng cải thiện lên 6,3% trong nửa đầu năm 2024 (từ 2% trong nửa đầu năm 2023). Trong dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm giai đoạn khó khăn nhất đã qua đối với phân khúc này và dự kiến sẽ dần dần phục hồi.

Cập nhật kế hoạch thoái 38,5% vốn của Nhà nước

VGC đang làm việc với các đơn vị độc lập để tiến hành định giá Công ty, dự kiến sẽ hoàn thành trong Q3/2024 và sẽ trình kế hoạch thoái vốn trong Q1/2025 và tổ chức

đầu giá. Trong ngắn hạn, HSC cho rằng rủi ro thoái vốn không thành công có thể tạo áp lực lên giá cổ phiếu, mặc dù quá trình này có thể kéo dài, dẫn đến sự chậm trễ trong việc triển khai các KHKD quan trọng. Tuy nhiên, trong trung dài hạn, việc thoái vốn thành công sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Dự báo lợi nhuận mới: Giảm 5-19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Tác động thuần của các giả định mới của HSC đối với mảng BĐS KCN và VLXD dẫn đến hạ 5-19% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu chúng tôi đưa ra các giả định thận trọng hơn liên quan đến hoạt động bàn giao đất cũng như tỷ suất lợi nhuận gộp mảng VLXD giảm nhẹ. HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 932 tỷ đồng (giảm 23,5% so với cùng kỳ); năm 2025 đạt 1.177 tỷ đồng (tăng trưởng 26,3%); năm 2026 đạt 1.463 tỷ đồng (tăng trưởng 24,3%).

Chúng tôi dự báo mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục dẫn dắt lợi nhuận và dòng tiền vì Công ty bàn giao 145-157 ha đất mỗi năm từ các dự án KCN Phú Hà, Tiền Hải, Yên Mỹ, Yên Phong IIC và Thuận Thành.

Tỷ suất lợi nhuận mảng VLXD dự kiến phục hồi nhẹ từ mức nền thấp trong năm 2023 (13,2%) lên 14% trong năm 2024, 15,4% trong năm 2025 và 16,6% trong năm 2026. Tuy nhiên, tỷ lệ trên vẫn thấp hơn tỷ suất lợi nhuận bình quân của giai đoạn 2020-2022.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 6,3%.

Bảng 28: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026, VGC

HSC dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 6%

Tỷ đồng	2023	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	13,194	12,017	-4.5%	-8.9%	13,502	-2.2%	12.4%	14,843	-2.5%	9.9%
BDS	5,179	4,641	-8.3%	-10.4%	5,062	-4.7%	9.1%	5,539	-7.4%	9.4%
Vật liệu xây dựng	7,807	7,017	-2.1%	-10.1%	8,156	-0.7%	16.2%	8,982	0.6%	10.1%
Khác	208	359	0.0%	72.8%	283	0.1%	-21.1%	321	0.0%	13.3%
Lợi nhuận gộp	3,519	3,120	-7.8%	-11.4%	3,636	-2.1%	16.6%	4,165	-2.7%	14.5%
Chi phí BH&QL	(1,568)	(1,534)	-1.4%	-2.2%	(1,729)	-0.6%	12.7%	(1,840)	-0.5%	6.4%
Lợi nhuận HĐ	1,951	1,586	38.0%	-18.7%	1,908	-3.5%	20.3%	2,326	-4.3%	21.9%
LNTT	1,602	1,207	-19.1%	-24.7%	1,563	-7.5%	29.5%	2,041	-6.5%	30.6%
Lợi nhuận thuần	1,218	932	-18.9%	-23.5%	1,177	-5.4%	26.3%	1,463	-5.2%	24.3%

Nguồn: HSC

Bảng CĐKT và dòng tiền mạnh

Tính đến cuối Q2/2024, nợ thuần của VGC được ghi nhận ở mức 3,3 nghìn tỷ đồng, tăng 23% tính từ đầu năm, chủ yếu do chi trả tiền bồi thường đất. Kết quả trên tương đương với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH 0,32%, vẫn an toàn theo quan điểm của chúng tôi. VGC không có dư nợ trái phiếu trong bảng CĐKT.

HSC ưa thích cổ phiếu VGC nhờ có dòng tiền mạnh. Công ty đã tạo ra 2,5-4,8 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2021-2023 và dự kiến tạo ra 3,3- 4,8 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026, giữ vững nền tảng vững chắc để trả cổ tức bằng tiền mặt mỗi năm (lợi suất cổ tức 4,5-5,1% mỗi năm).

Giảm 12,5% giá mục tiêu xuống 54.400đ; nâng khuyến nghị lên Mua vào do định giá hấp dẫn

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 12,5% giá mục tiêu xuống còn 54.400đ, do (1) giảm dự báo lợi nhuận và (2) tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 10% (từ 0%), sát hơn với bình quân 3 năm ở mức 11,3%. Chúng tôi cũng lưu ý những rủi ro liên quan đến kế hoạch thoái vốn của chính phủ. VGC đang làm việc với bên thứ ba để thực hiện công việc định giá và dự kiến sẽ tổ chức đấu giá vào Q1/2025. Chúng tôi cho rằng rủi ro thoái vốn không thành công có thể tạo áp lực lên giá cổ phiếu, mặc dù quá trình này có thể kéo dài, dẫn đến sự chậm trễ trong các KHKD quan trọng.

Nâng khuyến nghị lên Mua vào. Với quỹ đất công nghiệp vững chắc bao gồm khoảng 1.110 ha đất có sẵn để cho thuê còn lại (khoảng 800 ha tại những vị trí chiến lược - những tỉnh dẫn đầu về thu hút vốn FDI tại Việt Nam như Bắc Ninh, Hưng Yên, Quảng Ninh), VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung-dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và mảng BĐS KCN tiếp tục vững chắc sẽ thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VGC nhờ bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền mạnh. Đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định trong nhiều năm tới (lợi suất cổ tức là 4,5-5,1%).

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- HSC tính toán RNAV đối với VGC tại thời điểm giữa năm 2025 (không đổi) và sử dụng giả định WACC 12,3% (từ 11,3%). Chúng tôi tăng giả định WACC sau khi tăng giả định hệ số beta (lên 1,1 lần từ 0,95 lần trong dự báo trước đó).
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMarel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án khu dân cư và các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết.
- Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD cũng như áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu bao gồm BĐS dân dụng và các khoản đầu tư dài hạn, được định giá theo giá trị sổ sách.

Bảng 29: Định giá, VGC

Tý đồng	Phương pháp	Lợi ích của VGC	NPV giữa 2025
BĐS KCN	DCF, giá trị sổ sách	51-100%	18,825
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	7,171
Tài sản khác, điều chỉnh	Giá trị sổ sách		2,725
Tổng giá trị tài sản			28,721
(-) Nợ/tiền mặt thuần			(1,718)
Giá trị của vcshh			27,003
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448.35
RNAV của cổ phiếu	Đồng		60,450
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu	Đồng		54,400

Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định quan trọng, VGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% đối với mảng vật liệu xây dựng

Đồng/cp	Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	55,500	56,300	57,100	58,000	58,900
	3.5%	53,900	54,600	55,400	56,200	57,100
	4.0%	52,900	53,600	54,400	54,700	55,600
	4.5%	51,900	52,600	52,900	53,700	54,500
	5.0%	51,000	51,200	52,000	52,700	53,500

Nguồn: HSC

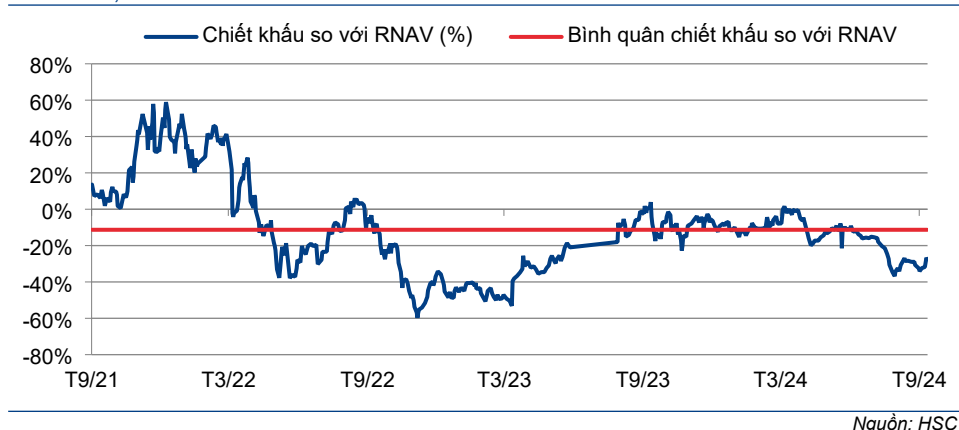
Bảng 31: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giả định					
	0%	5%	10%	15%	20%
	60,450	57,430	54,400	51,380	48,360

Nguồn: HSC

Biểu đồ 32: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, VGC

VGC đang giao dịch với chiết khấu 25,8% so với RNAV, cao hơn so với mức bình quân 3 năm là 11,3%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16,2% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, chủ yếu do KQKD tổng thể của Q2/2024 kém khả quan (bị ảnh hưởng bởi thời điểm bàn giao đất, theo quan điểm của chúng tôi). Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi VGC tiến hành bàn giao đất cho khách hàng. Theo đó, VGC được định giá thấp và đang giao dịch ở mức chiết khấu 25,8% so với ước tính RNAV, nhỏ hơn mức chiết khấu bình quân 3 năm qua ở mức 11,3%.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng xảy ra khi (i) sự suy thoái thị trường BĐS nhà ở tác động lên hiệu suất kinh doanh của mảng VLXD mạnh hơn dự kiến (ii) rủi ro thương mại toàn cầu tăng chậm lại, tác động đến quyết định mở rộng HĐKD của các doanh nghiệp FDI. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê đất KCN, cũng như tác động đến định giá và lợi nhuận của Công ty.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo liên quan đến (i) việc khởi công xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2: Việc phát triển nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 sẽ giúp tăng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo; (ii) quỹ đất mới: VGC đã và đang phát triển một lượng quỹ đất lớn (tại Yên Bái, Hưng Yên, Phú Thọ, v.v.) để mở rộng KCN, nhưng chúng tôi chưa phản ánh điều này vào mô hình dự báo và định giá do thiếu thông tin chi tiết về mốc thời gian phát triển. Dự án này được triển khai sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	14,592	13,194	12,017	13,502	14,843
Lợi nhuận gộp	4,238	3,519	3,120	3,636	4,165
Chi phí BH&QL	(1,848)	(1,568)	(1,534)	(1,729)	(1,840)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,390	1,951	1,586	1,908	2,326
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(326)	(355)	(318)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	112	(36.4)	(40.7)	22.6	46.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(21.8)	(12.1)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LNTT	2,305	1,602	1,207	1,563	2,041
Chi phí thuế TNDN	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	55.9	(33.6)	(78.1)	(180)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,728	1,218	932	1,177	1,463
Lợi nhuận thuần ĐC	1,728	1,218	932	1,177	1,463
EBITDA ĐC	4,907	5,007	4,271	4,759	5,320
EPS (đồng)	3,855	2,717	2,079	2,626	3,262
EPS ĐC (đồng)	3,855	2,717	2,079	2,626	3,262
DPS (đồng)	2,612	2,076	2,250	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,019	1,842	1,566	2,668	2,466
Đầu tư ngắn hạn	129	627	627	627	627
Phải thu khách hàng	1,183	1,116	1,450	1,616	1,573
Hàng tồn kho	4,235	4,740	4,697	4,720	4,764
Các tài sản ngắn hạn khác	542	779	779	779	779
Tổng tài sản ngắn hạn	8,108	9,104	9,119	10,410	10,208
TSCĐ hữu hình	5,217	5,225	5,193	5,081	4,940
TSCĐ vô hình	166	160	154	147	140
Bất động sản đầu tư	1,952	1,942	1,333	633	159
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	680	430	389	412	458
Tài sản dài hạn khác	6,827	7,229	7,848	8,515	9,495
Tổng tài sản dài hạn	14,851	14,996	14,925	14,796	15,200
Tổng cộng tài sản	22,959	24,099	24,045	25,206	25,408
Nợ ngắn hạn	1,959	2,897	2,968	3,035	3,035
Phả trả người bán	1,590	1,576	1,336	1,700	1,687
Nợ ngắn hạn khác	2,230	1,865	1,865	1,865	1,865
Tổng nợ ngắn hạn	8,391	8,337	8,286	8,782	8,917
Nợ dài hạn	1,657	2,237	2,267	2,557	1,853
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	144	161	161	161	161
Nợ dài hạn khác	3,273	3,414	3,424	3,441	3,466
Tổng nợ dài hạn	5,074	5,812	5,851	6,158	5,479
Tổng nợ phải trả	13,873	14,575	14,564	15,367	14,823
Vốn chủ sở hữu	7,616	7,853	7,776	8,057	8,623
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,470	1,671	1,705	1,783	1,962
Tổng vốn chủ sở hữu	9,085	9,524	9,481	9,840	10,585
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,959	24,099	24,045	25,206	25,408
BVPS (đ)	16,986	17,516	17,344	17,970	19,232
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,598	3,293	3,670	2,924	2,422

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,390	1,951	1,586	1,908	2,326
Khấu hao	(2,517)	(3,056)	(2,685)	(2,851)	(2,995)
Lãi vay thuần	(175)	(300)	(326)	(355)	(318)
Thuế TNDN đã nộp	(392)	(440)	(241)	(308)	(399)
Thay đổi vốn lưu động	(1,918)	(1,783)	(404)	258	160
Khác	53.1	218	(12.1)	(12.1)	(12.1)
LCT thuần từ HĐKD	2,474	2,702	3,288	4,342	4,751
Đầu tư TS dài hạn	(2,751)	(3,568)	(2,656)	(2,700)	(3,352)
Góp vốn & đầu tư	(898)	(594)	0	0	0
Thanh lý	1,004	86.0	0	0	0
Khác	122	311	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,523)	(3,764)	(2,656)	(2,700)	(3,352)
Cổ tức trả cho CSH	(1,171)	(931)	(1,009)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	100	294	0	0	0
Tăng/giảm nợ	483	1,578	100	357	(704)
Khác	(55.2)	(59.8)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(643)	882	(908)	(540)	(1,601)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,711	2,019	1,842	1,566	2,668
LCT thuần trong kỳ	(692)	(180)	(276)	1,102	(202)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.09)	3.30	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,019	1,842	1,566	2,668	2,466
Dòng tiền tự do	(277)	(866)	632	1,642	1,399

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.0	26.7	26.0	26.9	28.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.6	37.9	35.5	35.2	35.8
Tỷ suất LNT (%)	11.8	9.23	7.76	8.72	9.85
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	27.4	20.0	19.7	19.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	30.4	(9.58)	(8.92)	12.4	9.93
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	37.9	2.03	(14.7)	11.4	11.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.3	24.2
Tăng trưởng EPS (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.3	24.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	(29.5)	(23.5)	26.3	24.2
Tăng trưởng DPS (%)	137	(20.5)	8.40	(11.1)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.8	76.4	108	76.2	61.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.5	15.7	11.9	14.9	17.5
ROACE (%)	17.1	12.9	10.1	11.9	14.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.65	0.56	0.50	0.55	0.59
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.04	1.39	2.07	2.28	2.04
Số ngày tồn kho	149	179	193	175	163
Số ngày phải thu	41.7	42.1	59.5	59.8	53.8
Số ngày phải trả	56.1	59.5	54.8	62.9	57.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	62.3	69.3	58.4	50.5
Nợ/tài sản (%)	26.2	27.9	28.9	29.3	26.8
EBIT/lãi vay (lần)	13.6	6.50	4.86	5.38	7.30
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.34	1.63	1.55	1.28
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.97	1.09	1.10	1.19	1.14
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.47	1.75	1.95	1.68	1.50
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.36	4.62	5.50	4.78	4.18
P/E (lần)	11.5	16.3	21.3	16.8	13.5
P/E ĐC (lần)	11.5	16.3	21.3	16.8	13.5
P/B (lần)	2.60	2.52	2.55	2.46	2.30
Lợi suất cổ tức (%)	5.91	4.70	5.09	4.52	4.52

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

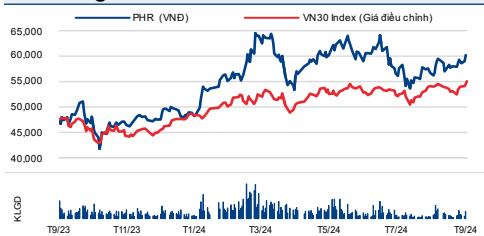
Giá mục tiêu: VNĐ67,400 (từ VNĐ66,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/9/2024)	60,000
Mã Bloomberg	PHR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	41,800-64,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,130
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	331
Slg CP lưu hành (tr.đv)	135
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	25.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.5%
Tỷ lệ freefloat	20.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Cao su VN (66.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.82	1.69	26.3
So với chỉ số	4.02	(2.49)	9.01
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,941	3,086	(4.7)
2025F	3,418	4,188	(18.4)
2026F	4,337	6,401	(32.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp sản xuất mù cao su lớn và đang thay đổi chiến lược sang phát triển KCN nhờ vào lợi thế quỹ đất cao su lớn tại tỉnh Bình Dương.

Lợi nhuận cải thiện nhờ giá cao su tăng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR nhưng tăng 1,4% giá mục tiêu lên 67.400đ (tiềm năng tăng giá: 12%), chủ yếu do giảm mức chiết khấu so với RNAV xuống 0% (từ 10%) để phản ánh rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo liên quan đến diện tích đất cao su được chuyển đổi thành công sang đất công nghiệp trong tương lai.
- Chúng tôi tăng 7-9,5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ HĐKD của mảng cao su cải thiện. Chúng tôi vẫn nhận thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 9,2%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng qua (cao hơn 2,8% so với VN Index), PHR giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV sát với bình quân 3 năm ở mức 21,6%. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu sẽ thu hẹp khi PHR đẩy mạnh hoạt động chuyển đổi đất cao su.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và các giả định định giá đối với PHR sau khi xem xét mảng BĐS KCN và cao su của PHR. Chúng tôi nhận thấy câu chuyện chuyển đổi đất cao su đang trở nên rõ ràng hơn và kỳ vọng tiến độ sẽ được đẩy nhanh hơn sau khi quy hoạch tổng thể của Bình Dương được ban hành. Trong khi đó, giá bán cao su cao hơn trong năm nay sẽ giúp cải thiện lợi nhuận.

Tác động: Tăng 7-9,5% dự báo lợi nhuận

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 lên 407 tỷ đồng, giảm 34,6% so với cùng kỳ nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su cải thiện (tỷ suất lợi nhuận tăng từ 16% lên 19%) và việc lùi thời điểm ghi nhận lợi nhuận chia sẻ từ 20% cổ phần tại dự án KCN VSIP III sang năm 2025. Cho năm 2025-2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 8,6% và 9,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 lên 473 tỷ đồng và 601 tỷ đồng, tăng trưởng 16,2% và 27,2%, chủ yếu là nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su tăng. Chúng tôi dự báo KCN Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương) sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2026.

Trong khi dự báo của chúng tôi thấp hơn 5-32% so với bình quân dự báo thị trường, HSC nhận thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (ngoại trừ khoản mục không thường xuyên từ tiền bồi thường đất đợt 1) tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 9,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, PHR đang giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV sát với bình quân 3 năm ở mức 21,6%. HSC tăng 1,4% giá mục tiêu lên 67.400đ (tiềm năng tăng giá 12%) chủ yếu do giảm giả định chiết khấu so với RNAV xuống 0% (từ 10%) – thấp hơn 22 điểm phần trăm so với bình quân 3 năm để phản ánh rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn nhiều so với dự báo nhờ diện tích đất cao su được dự kiến chuyển đổi thành đất công nghiệp và các quy trình pháp lý đang được tiến hành.

Chúng tôi nhận thấy mức chiết khấu đang thu hẹp nhờ triển vọng của PHR đang cải thiện. Triển vọng mảng BĐS KCN của Công ty khả quan trong trung dài hạn nhờ có 2.500 ha đất cao su ở vị trí chiến lược (Bình Dương), tình thu hút FDI đứng thứ hai cả nước. Diện tích đất cao su trên đang được tích cực chuyển đổi thành đất công nghiệp. Điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trong 5 năm tới và tạo ra thêm một diện tích đất KCN đáng kể. Tỷ suất cổ tức năm 2023 là 9% - nhờ tiền đền bù đất cao su, chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức giai đoạn 2024-2026 là 3,3%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	378	333	323 ▲	347 ▲	597
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	887	622	407 ▲	473 ▲	601 ▲
EPS ĐC (đồng)	6,425	4,494	2,941 ▲	3,418 ▲	4,337 ▲
DPS (đồng)	2,669	5,273	2,000	2,000 ▲	2,000 ▲
BVPS (đồng)	24,248	26,922	27,863	29,281	31,618
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.8	24.9	25.2	23.6	13.5
P/E ĐC (lần)	9.34	13.4	20.4	17.6	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	4.45	8.79	3.33	3.33	3.33
P/B (lần)	2.47	2.23	2.15	2.05	1.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	87.7	(30.1)	(34.5)	16.2	26.9
ROAE (%)	28.3	17.9	11.0	12.2	14.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Đẩy nhanh việc chuyển đổi đất cao su

Sau khi quy hoạch tổng thể của Bình Dương được ban hành, HSC kỳ vọng việc chuyển đổi đất cao su thành đất công nghiệp sẽ diễn ra nhanh hơn. Do đó, chúng tôi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 0% từ mức 10% và tăng 1,4% giá mục tiêu lên 67.400đ (tiềm năng tăng giá 12%). Chúng tôi tăng 7-9,5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ HĐKD của mảng cao su cải thiện, trong khi vẫn nhận thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 là 9%. Cổ phiếu PHR đang giao dịch ở mức chiết khấu so với RNAV sát với bình quân 3 năm ở mức 21,6%. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu sẽ thu hẹp khi PHR đẩy mạnh hoạt động chuyển đổi đất cao su.

Điều chỉnh triển vọng, theo mảng kinh doanh chính

BĐS KCN: Tăng tốc chuyển đổi đất cao su sau khi Bình Dương ban hành quy hoạch tổng thể đã phê duyệt

Ngày 3/8/2024, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt quy hoạch tổng thể cho tỉnh Bình Dương. Quy hoạch tổng thể này liệt kê tất cả các dự án khu công nghiệp/cụm công nghiệp và các dự án công cộng tại Bình Dương.

- Các dự án liên quan đến PHR bao gồm dự án KCN Tân Lập 1 (200 ha), dự án KCN Lai Hưng (600 ha), dự án KCN Bắc Tân Uyên 1-3 (tổng diện tích trên 1.100 ha), nhóm 8 dự án cụm công nghiệp – tổng diện tích khoảng 600 ha, nhà máy xử lý chất thải rắn Tân Long (400 ha), v.v. Các dự án này sẽ được xây dựng trên diện tích đất cao su hiện có của PHR và được phát triển trong giai đoạn 2021-2030 hoặc sau năm 2030. Trong khi đó, dự án KCN Tân Bình mở rộng (1.002 ha) không được đề cập trong quy hoạch tổng thể.
- Trong đó, PHR dự kiến sở hữu 51% và là đơn vị phát triển dự án KCN Tân Lập I – dự kiến hoàn thành theo giấy phép đầu tư và khởi công vào năm 2025. Chúng tôi đã phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận. Các dự án khác vẫn đang trong giai đoạn đầu của việc xác định nhà phát triển, xin phê duyệt pháp lý cần thiết và vẫn chưa ấn định mốc thời gian phát triển. HSC vẫn chưa phản ánh những dự án này vào mô hình dự báo vì chưa có thông tin chi tiết về giấy tờ pháp lý và thời gian phát triển cụ thể. Do đó, những dự án này tiềm ẩn rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi. Chúng tôi đã loại bỏ dự án KCN Tân Bình mở rộng ra khỏi mô hình dự báo vì không được đề cập trong quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương.

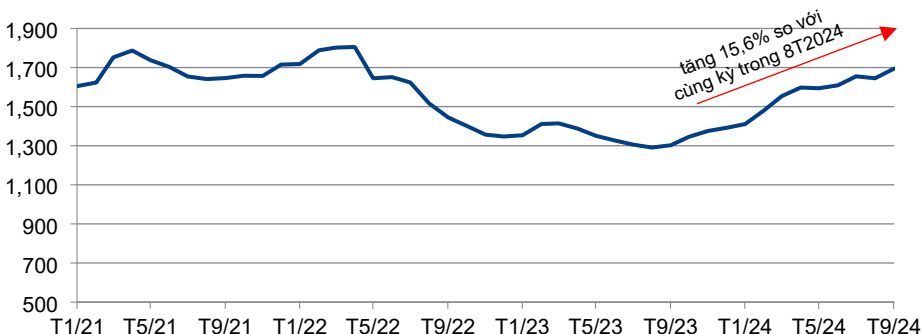
Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng quy hoạch tổng thể được phê duyệt của Bình Dương sẽ giúp đẩy nhanh quá trình chuyển đổi đất cao su của PHR. Công ty dự kiến sẽ thu được lợi ích kinh tế đáng kể từ việc phát triển các dự án khu công nghiệp/cụm công nghiệp hoặc tiền bồi thường đất. Tuy nhiên, sẽ mất thời gian để có thể nhận thấy tác động rõ nét hơn. Nhằm phản ánh rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo, HSC đã giảm mức chiết khấu so với RNAV xuống 0% từ 10%, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 21,6%.

Mảng cao su: Hưởng lợi từ giá cao su xuất khẩu tăng mạnh

Doanh thu sản phẩm cao su trong nửa đầu năm 2024 đạt 447 tỷ đồng, tăng 16,5% so với cùng kỳ. Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 10.922 tấn (không đổi so với cùng kỳ) với giá bán bình quân ở mức 40,9 triệu đồng/tấn (tăng 16,5% so với cùng kỳ). Trong tháng 7/2024, PHR bán ra 1.663 tấn cao su với giá bán bình quân là 46,5 triệu đồng/tấn (tăng 32% so với cùng kỳ và tăng 14% so với giá bán bình quân trong nửa đầu năm 2024).

Biểu đồ 33: Giá cao su xuất khẩu tại Việt Nam

Giá cao su xuất khẩu tăng bình quân 15,6% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Theo Tổng cục Hải quan Việt Nam, giá cao su xuất khẩu của Việt Nam vẫn tăng bình quân 15,7% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2024 lên 1.645 USD/tấn. Giá cao su trong Q3/2024 cao hơn 4-5% so với Q2/2024 do mất cân bằng cung cầu cao su trên toàn cầu. HSC kỳ vọng giá bán cao su sẽ tiếp tục duy trì mức cao trong Q4/2024 và năm 2025-2026 vì nguồn cung cao su toàn cầu được dự báo sẽ thấp hơn nhu cầu cho đến năm 2028 ở mức 600.000-800.000 tấn mỗi năm (theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC)).

Tóm lại, chúng tôi dự báo giá bán cao su bình quân của PHR sẽ duy trì ở mức cao là 43-45 triệu đồng/tấn trong nửa cuối năm 2024 và bình quân 42 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2024-2026, cao hơn 13% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Giá bán cao sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận và lợi nhuận của mảng này.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 lên 407 tỷ đồng, giảm 34,6% so với cùng kỳ, trên doanh thu 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng 12,5% so với cùng kỳ) nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su cải thiện (tỷ suất lợi nhuận tăng từ 16% lên 19%) và việc lùi thời điểm ghi nhận lợi nhuận chia sẻ từ 20% cổ phần tại dự án KCN VSIP III sang năm 2025, vì chúng tôi dự báo PHR không thể hoàn tất việc góp vốn trong năm nay.

Lợi nhuận thuần giảm 34,6% so với cùng kỳ là do không ghi nhận doanh thu từ tiền bồi thường đất đợt 1 (160 tỷ đồng trong năm 2023, và hoàn thành ghi nhận khoản doanh thu này), lợi nhuận từ việc bàn giao đất tại dự án KCN Tân Bình 1 (130-150 tỷ đồng) và lợi nhuận thấp hơn từ việc thanh lý cây cao su. Ngoại trừ khoản mục không thường xuyên từ việc nhận tiền bồi thường đất đợt 1, lợi nhuận năm 2024 của PHR dự kiến giảm 12% so với cùng kỳ.

Cho năm 2025-2026, HSC điều chỉnh tăng lần lượt 8,6% và 9,5% dự báo lợi nhuận thuần lên 473 tỷ đồng và 601 tỷ đồng, tăng trưởng 16,2% (trên doanh thu 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 5,2%) và 27,2% (trên doanh thu 2,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 38,4%), chủ yếu là nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su cải thiện. Động lực tăng trưởng trong năm 2025-2026 sẽ được hỗ trợ từ việc nhận được lợi nhuận chia sẻ cao hơn từ NTC, VSIP III và KCN Tân Lập 1.

Chúng tôi dự báo không có khoản mục không thường xuyên trong giai đoạn 2024-2025. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR là -1,7% trong giai đoạn 2023-2026. Nếu không bao gồm lợi nhuận thu được từ tiền bồi thường đất đợt 1 ở tất cả các giai đoạn, lợi nhuận được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 9,2% trong cùng giai đoạn.

Bảng 34: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026, PHR

Lợi nhuận 'cốt lõi' được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14% trong giai đoạn 2022-2026

Tỷ đồng	2023	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,351	1,520	9.7%	12.5%	1,598	8.8%	5.2%	2,212	3.6%	38.4%
Cao su & gỗ	1,124	1,461	10.1%	30.0%	1,539	9.2%	5.3%	1,547	5.3%	0.5%
Cho thuê KCN	224	48	0.1%	-78.6%	48	0.1%	0.0%	652	-0.1%	1255.6%
Lợi nhuận gộp	330	296	26.9%	-10.5%	314	33.0%	6.2%	605	5.4%	92.7%
Chi phí BH&QL	(135)	(140)	2.3%	3.9%	(142)	2.5%	1.6%	(185)	1.7%	29.9%
Lợi nhuận tài chính	156	174	-7.8%	11.4%	167	-1.1%	-4.0%	140	17.6%	-16.3%
Thu nhập từ cty LD, LK	82	87	-18.8%	5.5%	117	9.3%	34.7%	127	16.7%	8.7%
Thu nhập khác	360	92	8.6%	-74.4%	136	-19.8%	46.8%	152	-2.1%	11.9%
LNTT	795	509	6.9%	-35.9%	591	8.9%	16.2%	839	8.4%	41.9%
Lợi nhuận thuần	622	407	7.0%	-34.6%	473	8.6%	16.2%	601	9.5%	27.2%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	160	-	-	-100.0%	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần cốt lõi	462	407	7.0%	-12.0%	473	8.6%	16.2%	601	9.5%	27.2%

Nguồn: HSC

Định giá: Tăng 1,4% giá mục tiêu; Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

Mặc dù đã điều chỉnh giảm RNAV ước tính – được trình bày bên dưới – HSC tăng 1,4% giá mục tiêu lên 67.400đ (tiềm năng tăng giá 12%) sau khi giảm mức chiết khấu giả định so với RNAV xuống 0% từ 10% trước đó – thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 21,6% – để phản ánh khả năng rất lớn rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo nhờ quỹ đất cao su được chuyển đổi thành đất công nghiệp. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Chúng tôi tiếp tục định giá PHR bằng phương pháp định giá từng phần (Bảng 35). Chúng tôi điều chỉnh giảm 8,5% RNAV/cp xuống 67.400đ sau khi loại KCN Tân Bình mở rộng (1.002 ha, Bình Dương) ra khỏi mô hình dự báo lợi nhuận và điều chỉnh tăng định giá đối với mảng cao su (tăng 10% lên 1,6 nghìn tỷ đồng).

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- Thời điểm định giá là giữa năm 2025 (không đổi). Chúng tôi giả định WACC là 14,9% (từ 15,2%), thấp hơn do giảm giả định hệ số beta. Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,5%.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN. Chúng tôi bao gồm các khu công nghiệp Tân Bình 1, Tân Lập 1, VSIP3, NTC 3 (NTC 3 thuộc CTCP Nam Tân Uyên (NTC, chưa khuyến nghị). Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá 33% cổ phần NTC mà PHR sở hữu.
- Tổng giá trị tài sản hoạt động gộp của mảng BĐS KCN (bao gồm giá trị của các KCN, khoản đầu tư vào NTC và doanh thu từ việc chuyển nhượng đất) đóng góp bình quân 52% định giá của PHR.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng cao su bao gồm sản xuất và kinh doanh cao su và gỗ. Mảng này đóng góp bình quân 18% định giá của PHR.
- Chúng tôi cũng tiến hành phân tích độ nhạy của giá mục tiêu so với (1) những thay đổi đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH (Bảng 26) và (2) mức chiết khấu/(phần bù) đối với giả định RNAV trong Bảng 37.

Bảng 35: Tính toán RNAV, PHR

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của PHR	Giữa 2025
BĐS KCN	DCF	20-100%	2,528
Cao su & gỗ	DCF	100%	1,589
Tài sản khác	Giá trị sổ sách	100%	494
Đầu tư vào NTC	RNAV	33%	2,387
Tổng giá trị định giá lại			6,998
(+) (Nợ)/Tiền thuần			2,255
Giá trị của vốn CSH			9,253
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			135.5
Giá trị vốn CSH của cổ phiếu			67,400
Chiết khấu giả định			0%
Giá mục tiêu			67,400

Nguồn: HSC

Bảng 36: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định quan trọng, PHR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	3.0%	72,100	70,800	69,500	68,250	67,150
	3.5%	70,950	69,700	68,450	67,250	66,200
	4.0%	69,800	68,600	67,400	66,300	65,250
	4.5%	68,750	67,550	66,450	65,350	64,350
	5.0%	67,750	66,600	65,500	64,450	63,450

Nguồn: HSC

Bảng 37: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PHR

Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giả định					
	-10%	-5%	0%	5%	10%
	74,140	70,770	67,400	64,030	60,600

Nguồn: HSC

Biểu đồ 38: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, PHR

PHR đang giao dịch với chiết khấu 21,4% so với RNAV, sát với chiết khấu bình quân 3 năm là 21,6%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, PHR đang giao dịch ở mức chiết khấu sát với bình quân 3 năm ở mức 21,6% (Biểu đồ 38).

Câu chuyện chuyển đổi đất cao su thành đất công nghiệp khá hấp dẫn nhưng cần thời gian để thực hiện. Điều này tiềm ẩn rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi. Trong ngắn hạn, giá bán cao su cao và khả năng ghi nhận lợi nhuận chia sẽ cao kỷ lục từ VSIP III và NTC sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	1,709	1,351	1,520	1,598	2,212
Lợi nhuận gộp	390	330	296	314	605
Chi phí BH&QL	(146)	(135)	(140)	(142)	(185)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	244	195	156	171	420
Lãi vay thuần	100	141	106	95.5	68.3
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	29.5	82.4	86.9	117	127
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	755	376	161	207	223
LNTT	1,129	795	509	591	839
Chi phí thuế TNDN	(201)	(131)	(102)	(118)	(168)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(40.3)	(41.6)	(0.46)	(0.47)	(70.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	887	622	407	473	601
Lợi nhuận thuần ĐC	871	609	399	463	588
EBITDA ĐC	378	333	323	347	597
EPS (đồng)	6,546	4,592	3,001	3,487	4,436
EPS ĐC (đồng)	6,425	4,494	2,941	3,418	4,337
DPS (đồng)	2,669	5,273	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	166	146	254	437	893
Đầu tư ngắn hạn	2,234	1,997	1,997	1,497	997
Phải thu khách hàng	239	193	199	205	231
Hàng tồn kho	322	322	333	265	343
Các tài sản ngắn hạn khác	75.4	104	104	104	104
Tổng tài sản ngắn hạn	3,035	2,762	2,886	2,508	2,568
TSCĐ hữu hình	1,767	1,779	1,594	1,488	1,375
TSCĐ vô hình	0.70	0.59	0.46	0.33	0.20
Bất động sản đầu tư	199	185	244	266	290
Đầu tư dài hạn	139	250	250	250	250
Đầu tư vào Cty LD,LK	242	323	410	527	654
Tài sản dài hạn khác	935	861	813	1,532	2,116
Tổng tài sản dài hạn	3,283	3,399	3,311	4,062	4,684
Tổng cộng tài sản	6,318	6,161	6,198	6,570	7,252
Nợ ngắn hạn	119	277	231	234	533
Phả trả người bán	77.0	47.7	60.2	63.4	64.4
Nợ ngắn hạn khác	946	514	522	531	545
Tổng nợ ngắn hạn	1,282	881	858	873	1,190
Nợ dài hạn	146	41.8	35.3	248	274
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.49	4.52	4.52	4.52	4.52
Nợ dài hạn khác	1,452	1,417	1,356	1,308	1,260
Tổng nợ dài hạn	1,599	1,463	1,396	1,561	1,538
Tổng nợ phải trả	2,882	2,345	2,254	2,434	2,728
Vốn chủ sở hữu	3,286	3,648	3,775	3,968	4,284
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	168	169	169	239
Tổng vốn chủ sở hữu	3,436	3,816	3,944	4,137	4,523
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,318	6,161	6,198	6,570	7,252
BVPS (đ)	24,248	26,922	27,863	29,281	31,618
Nợ thuần*/(tiền mặt)	98.3	173	13.2	44.6	(86.5)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	244	195	156	171	420
Khấu hao	(134)	(138)	(167)	(175)	(177)
Lãi vay thuần	100	141	106	95.5	68.3
Thuế TNDN đã nộp	(201)	(131)	(102)	(118)	(168)
Thay đổi vốn lưu động	(113)	(42.1)	55.4	65.2	(99.0)
Khác	626	(3.57)	(37.4)	12.8	45.0
LCT thuần từ HĐKD	790	298	345	402	444
Đầu tư TS dài hạn	(137)	(70.5)	(113)	(858)	(721)
Góp vốn & đầu tư	(2,035)	(1,679)	0	500	500
Thanh lý	1,749	1,881	13.1	13.5	13.9
Khác	182	214	186	182	165
LCT thuần từ HĐĐT	(241)	346	85.7	(162)	(41.6)
Cổ tức trả cho CSH	(362)	(714)	(271)	(271)	(271)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(161)	51.0	(51.8)	215	325
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(523)	(663)	(323)	(56.0)	53.8
Tiền & tương đương tiền đầu kì	139	166	146	254	437
LCT thuần trong kỳ	26.6	(19.9)	108	183	456
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	(0.13)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	166	146	254	437	893
Dòng tiền tự do	653	227	232	(456)	(277)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.8	24.5	19.5	19.6	27.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.1	24.7	21.2	21.7	27.0
Tỷ suất LNT (%)	51.9	46.1	26.8	29.6	27.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.8	16.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(12.2)	(20.9)	12.5	5.16	38.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(21.6)	(11.9)	(3.20)	7.41	72.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	87.7	(30.1)	(34.5)	16.2	26.9
Tăng trưởng EPS (%)	85.7	(29.9)	(34.6)	16.2	27.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	87.7	(30.1)	(34.5)	16.2	26.9
Tăng trưởng DPS (%)	(40.7)	97.6	(62.1)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.8	115	66.6	57.3	45.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.3	17.9	11.0	12.2	14.6
ROACE (%)	4.95	3.79	2.93	3.11	7.14
Vòng quay tài sản (lần)	0.28	0.22	0.25	0.25	0.32
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.23	1.52	2.22	2.34	1.06
Số ngày tồn kho	89.1	115	99.3	75.2	77.9
Số ngày phải thu	66.0	69.0	59.2	58.4	52.4
Số ngày phải trả	21.3	17.1	18.0	18.0	14.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	3.81	4.95	0.58	1.36	(1.72)
Nợ/tài sản (%)	4.61	5.30	4.44	7.47	11.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.77	0.98	0.85	1.42	1.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.37	3.13	3.36	2.87	2.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.82	6.15	5.36	5.11	3.64
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.8	24.9	25.2	23.6	13.5
P/E (lần)	9.17	13.1	20.0	17.2	13.5
P/E ĐC (lần)	9.34	13.4	20.4	17.6	13.8
P/B (lần)	2.47	2.23	2.15	2.05	1.90
Lợi suất cổ tức (%)	4.45	8.79	3.33	3.33	3.33

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn