

BĐS KCN: Cơ hội xuất hiện dù rủi ro thuế vẫn hiện hữu

Phạm Ngọc Trung

Trưởng phòng, 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

- BĐS KCN dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ thuế, khiến nhà đầu tư có xu hướng “án binh bất động” cho đến khi có thông báo chính thức. Tâm lý chờ đợi này có thể trì hoãn tiến độ bàn giao đất. Tuy vậy, sức hấp dẫn dài hạn của Việt Nam vẫn còn nguyên vẹn với dư địa tăng trưởng lớn cho ngành sản xuất và phát triển BĐS KCN.
- Ngoại trừ IDC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm 51% so với cùng kỳ như dự báo do yếu tố thời điểm bàn giao đất (và do so với mức nền cao trong Q1/2024 nhờ doanh thu từ bán đất thương mại), phần lớn các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1/2025, dao động từ 43–203%, dẫn đầu là KBC.
- Đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây đang mở ra cơ hội để mua vào cổ phiếu các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN chất lượng. HSC ưa thích IDC và SIP nhờ mức định giá hấp dẫn (bao gồm cả lợi suất cổ tức cao) đồng thời kỳ vọng quỹ đất lớn đang mở khóa của KBC có thể giúp khai thác thêm các cơ hội mới. Chính sách thuế đối ứng vẫn là rủi ro lớn nhất cần theo dõi.

Rủi ro cho ngành BĐS KCN do lo ngại về thuế đối ứng

Trong bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng, ngành BĐS KCN đang đối mặt với nhiều bất định – đặc biệt là trong ngắn hạn. Phần lớn các nhà phát triển BĐS KCN cho biết các khách hàng FDI đang tỏ ra do dự trong việc triển khai thêm các khoản đầu tư mới, thay vào đó họ chờ đợi kết quả đàm phán cuối cùng giữa chính phủ Việt Nam và Mỹ. Về dài hạn, xét trên tổng thể các yếu tố, HSC cho rằng Việt Nam vẫn duy trì được nhiều lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút FDI, bao gồm chi phí sản xuất thấp, lực lượng lao động dồi dào và có tay nghề trong nhiều ngành công nghiệp, cũng như vị thế ngày càng sâu trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

KQKD Q1/2025 mạnh mẽ, tăng 83% so với cùng kỳ

Ngoại trừ IDC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm 51% so với cùng kỳ do thời điểm bàn giao đất và do so với mức nền cao trong Q1/2024 (nhờ doanh thu từ bán đất thương mại), các doanh nghiệp còn lại gồm BCM, SIP, VGC, và đặc biệt là KBC đều ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh (từ 43% đến 203%). Tuy nhiên, cho phần còn lại của năm, chúng tôi dự báo tiến độ bàn giao đất sẽ chậm lại do khách hàng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ đợi kết quả cuối cùng về chính sách thuế.

Dự báo lợi nhuận

Để phản ánh tác động từ thuế và những bất định trong HĐKD, HSC giảm 13,6% dự báo tổng lợi nhuận của sáu doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị xuống 7,5 nghìn tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng chỉ 2,1%) và giảm 16,8% dự báo xuống 9 nghìn tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 20,4%) – dù tăng trưởng này không đồng đều, chủ yếu đến từ KBC (tăng trưởng 78,1% nhờ đóng góp từ dự án nhà ở Trảng Cát) và VGC (tăng trưởng 15,4% nhờ mảng vật liệu xây dựng cải thiện). Cuối cùng, dự báo lần đầu của chúng tôi cho năm 2027 cho thấy tổng lợi nhuận tăng trưởng 19,3%, chủ yếu được hỗ trợ bởi KBC, BCM và IDC (nhờ mảng BĐS dân dụng và mảng BĐS KCN cải thiện).

Theo đó, tổng lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,6%. Trong số các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC, lợi nhuận của SIP vẫn duy trì ổn định và có rủi ro giảm giá rất thấp nhờ phương pháp ghi nhận doanh thu cũng như nhờ mảng tiện ích ổn định.

Khuyến nghị: Bắt đầu cổ phiếu cơ bản tốt

HSC cho rằng sức hấp dẫn dài hạn của Việt Nam vẫn được duy trì với tiềm năng tăng trưởng lớn trong lĩnh vực sản xuất và phát triển BĐS KCN. Đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây đang mở ra cơ hội để mua vào các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN chất lượng. Chúng tôi ưa thích IDC và SIP nhờ mức định giá hấp dẫn (bao gồm cả lợi suất cổ tức cao), đồng thời tiếp tục đánh giá tích cực KBC – quỹ đất lớn của doanh nghiệp này có thể giúp khai thác thêm các cơ hội mới. Trong khi đó, rủi ro từ chính sách thuế vẫn là yếu tố đáng quan tâm.

| 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 (%) | | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
| BCM | 55,700 | Tăng tỷ trọng | - | 66,100 | - | 18.7 | 32.2 | 30.5 | 2.55 | 2.32 | - | - |
| IDC | 36,400 | Mua vào | - | 55,500 | - | 52.5 | 7.33 | 6.99 | 1.97 | 1.80 | 9.62 | 9.62 |
| KBC | 22,500 | Mua vào | - | 33,000 | - | 46.7 | 11.9 | 6.69 | 0.86 | 0.76 | - | - |
| PHR | 43,300 | Mua vào | - | 55,000 | - | 27.0 | 11.3 | 11.1 | 1.52 | 1.48 | 6.93 | 6.93 |
| SIP | 62,500 | Mua vào | - | 88,000 | - | 40.8 | 13.0 | 12.4 | 2.42 | 2.18 | 4.00 | 4.00 |
| VGC | 39,300 | Tăng tỷ trọng | - | 45,550 | - | 15.9 | 16.9 | 14.7 | 2.08 | 2.01 | 5.09 | 5.09 |

Giá cổ phiếu tại ngày 28/4/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

| | |
|---|----------|
| Ưu tiên cổ phiếu có tài sản tốt, nền tảng vững chắc | 3 |
| Thuế đối ứng: Nguy cơ chậm bàn giao đất và các yếu tố bất định khác | 3 |
| KQKD Q1/2025: Lợi nhuận tăng 83% so với cùng kỳ | 4 |
| Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 | 5 |
| Định giá và khuyến nghị | 7 |

Báo cáo thành phần

| | |
|--|----|
| Tổng công ty IDICO - CTCP (IDC) | 11 |
| Tổng CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) | 17 |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG - SVRG CORP (SIP) | 24 |
| CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) | 33 |
| Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP (BCM) | 39 |
| Tổng CTCP Viglacera (VGC) | 44 |

Ưu tiên cổ phiếu có tài sản tốt, nền tảng vững chắc

Các KCN dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ thuế, khiến nhà đầu tư có xu hướng “án binh bất động” cho đến khi có thông báo chính thức. Tâm lý chờ đợi này có thể trì hoãn tiến độ bàn giao đất. Tuy vậy, sức hấp dẫn dài hạn của Việt Nam vẫn còn nguyên vẹn với dư địa tăng trưởng lớn cho ngành sản xuất và phát triển BĐS KCN. Sau khi thị trường điều chỉnh gần đây, HSC cho rằng đà suy yếu của thị trường đang mở ra cơ hội tích lũy dài hạn đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN sở hữu tài sản chất lượng và nền tảng vững chắc. Chúng tôi ưa thích IDC và SIP nhờ định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức cao đồng thời tiếp tục kỳ vọng quỹ đất lớn của KBC sẽ mở ra thêm cơ hội tăng trưởng, dù vẫn cần theo dõi rủi ro từ chính sách thuế.

Thuế đối ứng: Nguy cơ chậm bàn giao đất và các yếu tố bất định khác

Trước thời điểm công bố thuế vào đầu tháng 4, các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận sự cải thiện về diện tích đất cho thuê và bàn giao trong Q1/2025. KBC ghi nhận diện tích cho thuê đất ấn tượng với 68 ha trong Q1/2025 – cao hơn cả năm 2024; IDC ghi nhận 40 ha, tăng 52% so với cùng kỳ; trong khi đó VGC đẩy mạnh diện tích đất bàn giao trong Q1/2025 với 40–50 ha, chủ yếu nhờ KCN Tiền Hải tại Thái Bình.

Tuy nhiên, sau khi chính sách thuế được công bố, triển vọng ngành BĐS KCN trở nên bất định trong ngắn hạn. Hầu hết các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN cho biết khách hàng FDI đang chần chừ trong việc đưa ra quyết định đầu tư và có xu hướng chờ kết quả đàm phán cuối cùng giữa Việt Nam và Mỹ. HSC ghi nhận một số điểm như sau:

- IDC cho biết hoạt động sản xuất của các khách hàng hiện hữu vẫn diễn ra bình thường, Công ty tiếp tục bàn giao đất và ghi nhận doanh thu theo các hợp đồng đã ký; các khách hàng đã ký MOU có tiến độ triển khai chậm hơn 10–15%; các cuộc đàm phán MOU mới ghi nhận tỷ lệ phân hóa: 70–80% khách hàng vẫn cam kết, còn lại 20–30% trì hoãn.
- KBC cho biết dù một số nhà đầu tư tạm hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thuế nhưng họ không trả lại đất và vẫn giữ để phát triển trong tương lai khi điều kiện thuận lợi hơn.
- SIP và VGC đều đưa ra quan điểm thận trọng cho phần còn lại của năm khi khách hàng FDI tiếp tục trì hoãn đầu tư. SIP đã điều chỉnh kế hoạch cho thuê đất năm nay từ 55 ha xuống 45 ha để thích ứng với diễn biến từ chính sách thuế.

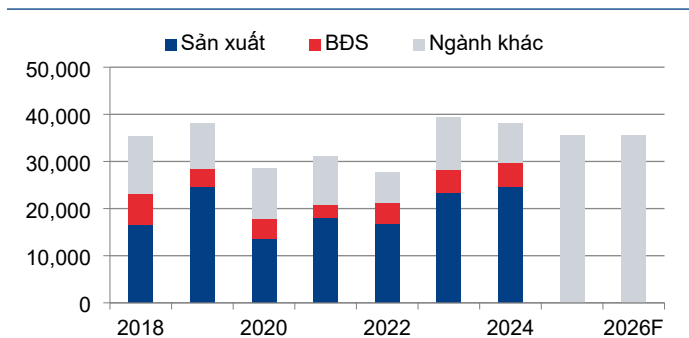
Nói chung, ngành BĐS KCN sẽ chịu tác động trực tiếp từ chính sách thuế. Tâm lý “chờ đợi” sẽ chiếm ưu thế cho đến khi thuế chính thức được công bố. Việc nhà đầu tư trì hoãn quyết định đầu tư có khả năng khiến tiến độ bàn giao đất bị chậm lại, từ đó ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

HSC điều chỉnh giảm từ 10–30% diện tích đất cho thuê (tính theo ha) đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị, đồng thời giảm 16–18% dự báo tổng lợi nhuận toàn ngành (gồm BCM, IDC, SIP, KBC, VGC, PHR) cho giai đoạn 2025–2026.

Dù vậy, mức tăng ấn tượng 34,7% trong tổng vốn FDI cam kết (11 tỷ USD) và mức tăng trưởng 7,2% trong vốn thực hiện (5 tỷ USD) trong 3 tháng đầu năm 2025 đang tạo nền tảng tích cực ban đầu. Tuy nhiên, tác động tiềm tàng của chính sách thuế đến dòng vốn FDI trong phần còn lại của năm 2025 vẫn là yếu tố bất định lớn.

Biểu đồ 1: Vốn FDI cam kết, Việt Nam

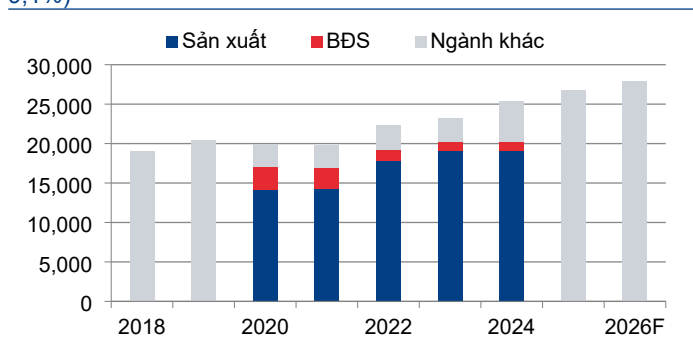
Dự báo giảm 6,9% trong năm 2025 và đi ngang trong năm 2026



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, HSC

Biểu đồ 2: Vốn FDI giải ngân, Việt Nam

Dự báo tăng trưởng 6,3% năm và 3,7% năm 2026 (năm 2024: 9,1%)



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Bảng 3: Số liệu về thu hút đầu tư: Việt Nam và một số nước

Mặc dù thuế quan cao hơn, Việt Nam vẫn có lợi thế về chi phí sản xuất so với các nước khác

| Quốc gia | Lương tối thiểu (USD/tháng) | Giá thuê đất KCN (USD /m ² /kỳ hạn thuê còn lại) | Chi phí điện (USD/kwh) | Số lượng FTAs (có hiệu lực) | Thuế đối ứng của Mỹ |
|-------------|-----------------------------|---|------------------------|-----------------------------|---------------------|
| Trung Quốc | 453 | 165 | 0.09 | 23 | 145% |
| Việt Nam | 188 | 115 | 0.07 | 16 | 10% |
| Thái Lan | 226 | 157 | 0.14 | 15 | 10% |
| Indonesia | 150 | 158 | 0.07 | 17 | 10% |
| Ấn Độ | 231 | 150 | 0.12 | 16 | 10% |
| Malaysia | 345 | 163 | 0.09 | 16 | 10% |
| Philippines | 288 | 100 | 0.15 | 11 | 10% |
| Mexico | 434 | N/a | 0.14 | 13 | 0% |

Nguồn: HSC

Trong dài hạn, xét trên tổng thể các yếu tố, HSC cho rằng Việt Nam vẫn duy trì được nhiều lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút FDI, bao gồm chi phí sản xuất thấp, lực lượng lao động dồi dào và có tay nghề trong nhiều ngành (như công nghệ cao, công nghiệp, dệt may...) cùng với việc đã hội nhập sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

Nhóm nghiên cứu vĩ mô của chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI sẽ không rút khỏi Việt Nam chỉ vì chính sách thuế đối ứng. Cụ thể, nếu FDI dịch chuyển từ Việt Nam sang một quốc gia "B" có mức thuế thấp hơn, thì kim ngạch xuất khẩu từ nước B sang Mỹ sẽ tăng lên, kéo theo việc Mỹ nâng thuế đối ứng với nước B. Điều này sẽ khiến nhu cầu đối với sản phẩm do các công ty FDI sản xuất tại nước B giảm sút, trong khi Việt Nam có thể được hưởng lợi từ việc điều chỉnh giảm thuế đối ứng và phục hồi xuất khẩu. Chu kỳ này sẽ lặp đi lặp lại, dẫn đến việc dòng vốn liên tục dịch chuyển giữa các quốc gia đang phát triển/mới nổi, làm phát sinh chi phí bổ sung cho nhà đầu tư FDI thay vì giữ nguyên hoạt động sản xuất tại Việt Nam.

Nói chung, nhóm nghiên cứu vĩ mô của chúng tôi cho rằng theo công thức riêng của chính sách này, mức thuế đối ứng sẽ tự động được điều chỉnh giảm sau mỗi đợt rà soát định kỳ, do tác động của độ co giãn nhập khẩu theo giá nhập khẩu. Do đó, mức thuế đối ứng nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh giảm đáng kể (và có thể theo hướng bất đối xứng) trong năm sau theo cùng một phương pháp tính toán.

KQKD Q1/2025: Lợi nhuận tăng 83% so với cùng kỳ

Trong danh sách khuyến nghị của HSC, các doanh nghiệp SIP, BCM, IDC, VGC, KBC đã công bố KQKD hợp nhất Q1/2025. Ngoại trừ IDC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm 51% so với cùng kỳ như dự báo do thời điểm bàn giao đất và do so với mức nền cao trong Q1/2024 (nhờ doanh thu từ bán đất thương mại), các doanh nghiệp còn lại gồm BCM, SIP, VGC, và đặc biệt là KBC đều ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh (từ 43% đến 203%).

- IDC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 khiêm tốn đạt 343 tỷ đồng, giảm 51% so với cùng kỳ từ mức nền cao của Q1/2024, chủ yếu do thời điểm bàn giao đất. Tuy nhiên, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của IDC lên tới khoảng 150

ha tính đến cuối Q1/2025 (trong đó có 40 ha phát sinh mới trong quý) sẽ là yếu tố hỗ trợ giúp IDC vượt qua các yếu tố bất định từ chính sách thuế.

- KBC đẩy mạnh bàn giao đất (khoảng 80–90 ha) tại KCN Kim Động - Ân Thi (Hưng Yên), giúp thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận từ mức nền thấp của Q1/2024. KQKD này lớn hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi.

Bảng 4: Lợi nhuận thuần Q1/2025, các công ty BĐS KCN

KBC, SIP, VGC, và BCM báo cáo lợi nhuận tăng trưởng, trong khi lợi nhuận IDC giảm so với cùng kỳ từ mức nền cao Q1/2024

| Tỷ đồng | Q1/24 | Q1/25 | So với cùng kỳ | 2025 | % dự báo 2025 – HSC | Nhận xét |
|---------|-------|-------|----------------|-------|---------------------|--|
| IDC | 695 | 343 | -50.6% | 1,638 | 21% | Giảm 51% so với cùng kỳ từ mức nền cao Q1/2024 do ảnh hưởng của thời gian ghi nhận |
| SIP | 246 | 351 | 42.7% | 1,016 | 35% | Lợi nhuận tốt từ mảng dịch vụ tiện ích và lợi nhuận từ thoái vốn |
| KBC | -86 | 783 | N/m | 1,449 | 54% | Tăng mạnh hơn dự báo, chủ yếu nhờ KCN Kim Động Ân Thi ~80-90 ha |
| PHR | 73 | N/a | N/m | 518 | N/m | Ước tính tăng so với cùng kỳ nhờ giá cao su tăng |
| VGC | 206 | 320 | 55.3% | 1,041 | 31% | Tăng 55% nhờ thời gian bàn giao và tỷ suất lợi nhuận mảng VLXD cải thiện |
| BCM | 118 | 358 | 203.4% | 1,793 | 20% | Chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh thu BĐS và thu nhập từ VSIP |

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

- Trong Q1/2025, VGC đẩy mạnh bàn giao đất công nghiệp (khoảng 45 ha) tại dự án KCN Tiên Hải (Thái Bình) trong khi mảng vật liệu xây dựng cải thiện rõ rệt về tỷ suất lợi nhuận.
- SIP tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực từ mảng tiện ích và phân bổ doanh thu hàng năm tăng khi bàn giao đất công nghiệp. Ngoài ra, doanh thu HĐ tài chính khiêm tốn từ việc thoái vốn tại NTC (chưa khuyến nghị) và TRC (chưa khuyến nghị) cũng hỗ trợ KQKD quý.
- BCM ghi nhận lợi nhuận tăng nhờ bàn giao nhanh hơn quỹ đất dân dụng.
- PHR chưa công bố BCTC hợp nhất, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp này sẽ ghi nhận tăng trưởng ổn định nhờ giá cao su tăng cao trong trong Q1/2025.

Cho phần còn lại của năm 2025, HSC dự kiến lợi nhuận của SIP sẽ tiếp tục ổn định nhờ mảng tiện ích có tính phòng thủ cao và phương pháp ghi nhận doanh thu linh hoạt. HSC dự báo IDC sẽ duy trì KQKD ổn định, được hỗ trợ bởi diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu lớn (khoảng 150 ha tại thời điểm cuối Q1/2025) dù vẫn cần theo dõi thêm về rủi ro thuế và diễn biến ở các mảng kinh doanh khác.

Đối với VGC, chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS KCN sẽ duy trì ở mức trung bình do tiến độ bàn giao có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế, trong khi mảng vật liệu xây dựng được kỳ vọng tiếp tục đà phục hồi.

Với PHR, giá cao su có thể biến động do ảnh hưởng từ thuế, trong khi việc bàn giao đất công nghiệp tại NTU III và VSIP III có thể bị trì hoãn. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng phần tiền đền bù từ việc bàn giao đất cao su sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong kỳ.

KBC được kỳ vọng sẽ tiếp tục bàn giao đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và KCN Kim Động - Ân Thi. Ngoài ra, doanh nghiệp sẽ bắt đầu triển khai dự án nhà ở Tràng Cát, với khả năng đóng góp lợi nhuận từ năm sau.

BCM nhiều khả năng sẽ bị ảnh hưởng bởi việc hủy chào bán cổ phần ra công chúng (do thiếu vốn phát triển dự án Cây Trường và mở rộng Bàu Bàng) cùng với tác động từ thuế đến tiến độ bàn giao đất.

Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027

HSC trình bày dự báo lợi nhuận mới trong Bảng 5. Nhằm phản ánh quan điểm thận trọng trước rủi ro từ chính sách thuế đối ứng, chúng tôi điều chỉnh giảm 13,6% dự báo tổng lợi nhuận thuần sáu doanh nghiệp phát triển BĐS KCN (VGC, KBC, IDC, PHR, BCM, SIP) trong danh sách khuyến nghị xuống 7,5 nghìn tỷ đồng cho năm 2025, tăng trưởng nhẹ 2,1%. Cụ thể:

- Cho năm 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm 9–12% dự báo lợi nhuận thuần đối với IDC, VGC, SIP và giảm mạnh 32% đối với BCM do kế hoạch phát triển dự án Cây Trường và mở rộng Bàu Bàng có thể bị ảnh hưởng bởi việc hủy chào bán cổ phần và tiến độ bàn giao đất khu dân cư gắn với KCN chậm.
- HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 cho KBC ở mức 1.449 tỷ đồng, tăng trưởng 279%. Chúng tôi điều chỉnh thời điểm bàn giao tại Trảng Duệ 3 sang năm 2026, đồng thời nâng giá định diện tích đất bàn giao tại KCN Kim Động - Ân Thi (Hưng Yên) nhờ KQKD Q1/2025 tích cực.
- Chúng tôi tăng 12,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 518 tỷ đồng, tăng trưởng 10,4%, dù giảm 6,4% dự báo doanh thu xuống 1,5 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận được hỗ trợ bởi khoản thu từ đền bù đất cao su (81 ha) bàn giao cho nhà nước để phục vụ xây dựng tuyến cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Chúng tôi giả định mức giá đền bù là 2,5 tỷ đồng/ha và phân bổ khoản thu này vào năm 2025 và 2026. Khoản thu này giúp bù đắp phần doanh thu giảm do tiến độ bàn giao đất KCN tại NTU III và VSIP III chậm lại.

Bảng 5: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

Tổng lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với CAGR 3 năm là 13,6%

| Tỷ đồng | 2024A | 2025F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2026F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2027F | Tăng trưởng | CAGR 3 năm |
|-------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| IDC | 1,996 | 1,638 | -8.7% | -17.9% | 1,718 | -15.5% | 4.9% | 2,081 | 21.1% | 1.4% |
| SIP | 1170 | 1,016 | -9.1% | -13.2% | 1,057 | -14.1% | 4.0% | 1,168 | 10.5% | -0.1% |
| KBC | 382 | 1,449 | -0.8% | 279.3% | 2,581 | -9.9% | 78.1% | 2,684 | 4.0% | 91.6% |
| PHR | 460 | 518 | 12.1% | 12.6% | 529 | 13.8% | 2.1% | 983 | 85.8% | 28.8% |
| VGC | 1,105 | 1,041 | -11.6% | -5.8% | 1,201 | -17.9% | 15.4% | 1,478 | 23.1% | 10.2% |
| BCM | 2187 | 1,793 | -31.5% | -18.0% | 1,893 | -30.6% | 5.6% | 2,318 | 22.5% | 2.0% |
| Tổng | 7,300 | 7,455 | -13.6% | 2.1% | 8,979 | -16.8% | 20.4% | 10,712 | 19.3% | 13.6% |

Nguồn: HSC ước tính

Cho năm 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm 16,8% tổng lợi nhuận thuần toàn ngành xuống 9 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 20,4%. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ KBC (với lợi nhuận tăng trưởng 78,1% nhờ đóng góp từ dự án nhà ở Trảng Cát) và VGC (tăng trưởng 15,4% nhờ sự phục hồi của mảng vật liệu xây dựng). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy tổng lợi nhuận tăng trưởng 19,3%, chủ yếu được hỗ trợ bởi KBC, BCM và IDC (nhờ mảng BĐS dân dụng và mảng BĐS KCN cải thiện).

Nhìn chung, tổng lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 13,6%. Chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo bất kỳ khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong giai đoạn 2025-2027.

Trong số các công ty phát triển BĐS KCN, SIP được đánh giá có lợi nhuận ổn định nhất nhờ phương pháp phân bổ doanh thu theo năm và mảng tiện ích có tính phòng thủ cao. Tuy nhiên, tăng trưởng của SIP dự kiến sẽ hạn chế. Ngược lại, các công ty phát triển BĐS KCN khác sẽ phụ thuộc lớn vào diện tích đất cho thuê và bàn giao mỗi năm. Đây vẫn là một rủi ro giảm giá đáng lưu ý nếu tác động của thuế đối ứng nghiêm trọng hơn dự kiến, dẫn đến sự chững lại trong dòng vốn FDI vào Việt Nam. Ngoài ra, lợi nhuận của KBC và BCM dự kiến sẽ bao gồm đóng góp đáng kể từ mảng BĐS dân dụng, vốn phụ thuộc vào tiến độ bàn giao.

Bảng 6: Định giá, công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

IDC và SIP vẫn duy trì triển vọng lợi nhuận hợp lý, khiến các cổ phiếu này trở nên hấp dẫn

| Mã CK | Khuyến nghị | Thị giá (1) (đồng) | Giá mục tiêu (đồng) | Tiềm năng tăng giá | RNAV/cp (đồng) | Chiết khấu với RNAVPS | RNAVPS chiết khấu 3 năm | P/E trượt dự phóng 1 năm (lần) |
|------------------|-------------|-----------------------|------------------------|--------------------|-------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------------|
| IDC | Buy | 36,400 | 55,500 | 52.5% | 69,400 | 47.6% | 19.0% (2) | 7.4 |
| KBC | Buy | 22,500 | 33,000 | 46.7% | 47,000 | 52.1% | 43.0% | 9.7 |
| SIP | Buy | 62,500 | 88,000 | 40.8% | 109,700 | 43.0% | N/a (3) | 12.5 |
| PHR | Buy | 43,300 | 55,000 | 27.0% | 68,700 | 37.0% | 24.0% | 11.4 |
| VGC | Add | 39,300 | 45,550 | 15.9% | 57,000 | 31.1% | 21.7% | 16.3 |
| BCM | Add | 55,700 | 66,100 | 18.7% | 82,600 | 32.6% | N/a (4) | 23.6 |
| Bình quân | | | | 33.6% | | 40.4% | 28.7% | 13.6 |

Ghi chú: (1) Dữ liệu dựa trên giá đóng cửa tính đến ngày 28/4; (2) Chiết khấu trung bình của IDC dựa trên dữ liệu 16 tháng; (3) Chiết khấu trung bình của SIP tính từ báo cáo lần đầu của HSC ngày 24/2/2025 là 42%; (4) Chiết khấu trung bình của BCM tính từ báo cáo lần đầu của HSC ngày 18/3/2025 là 31%.
 Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC đã giảm từ 19–36% trong 1 tháng qua do lo ngại liên quan đến chính sách thuế của chính quyền Trump, diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index (giảm 7%). Hiện tại các cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị đang giao dịch với chiết khấu bình quân 40,4% so với ước tính RNAV cập nhật, lớn hơn bình quân 3 năm qua ở mức 28,7% (Bảng 6).

Chúng tôi điều chỉnh giảm 15–24% giá mục tiêu cho các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị, phản ánh tác động kép từ việc hạ dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC (liên quan đến rủi ro thuế) đồng thời dời thời điểm định giá từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.

Dựa trên dự báo mới, IDC, KBC và SIP là các cổ phiếu có tiềm năng tăng giá cao nhất lần lượt là 53%, 47% và 41%. IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 48% so với RNAV, thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 16 tháng là 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần. KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 51% so với RNAV và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần. Trong khi đó, SIP đang giao dịch với mức chiết khấu 43% so với RNAV (so với mức chiết khấu bình quân từ ngày 24/2/2025 là 42%) và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,8 lần.

Phương pháp định giá

Về phương pháp định giá, HSC sử dụng phương pháp SoTP để định giá tất cả các công ty, nhằm xác định RNAV tại thời điểm giữa năm 2026. Đối với các dự án đang phát triển, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá. Sau đó, chúng tôi áp dụng chiết khấu 20-30% vào RNAV (nhằm phản ánh mức bình quân quá khứ được điều chỉnh theo triển vọng và những thách thức tiềm ẩn liên quan đến thuế) để tính ra được giá mục tiêu mới. Đáng chú ý, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% đối với RNAV cho KBC, do doanh nghiệp này có mức chiết khấu bình quân 3 năm cao nhất trong nhóm và đối mặt với rủi ro cao hơn về quản trị doanh nghiệp, cũng như rủi ro chậm triển khai các dự án quy mô lớn. Trong khi đó, các doanh nghiệp còn lại áp dụng mức chiết khấu 20% so với RNAV.

Bảng 7: Giả định định giá chính, công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

| | Lãi suất phi rủi ro | Phần bù rủi ro vốn CSH | Phần bù phụ trội | Giá định WACC cũ | Giá định WACC mới | Chiết khấu RNAV cũ | Chiết khấu RNAV mới |
|-----|---------------------|------------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| IDC | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 13.3% | 15.0% | 10.0% | 20.0% |
| SIP | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 13.2% | 14.5% | 20.0% | 20.0% |
| KBC | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 13.7% | 13.9% | 30.0% | 30.0% |
| PHR | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 13.8% | 15.2% | 10.0% | 20.0% |
| VGC | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 12.2% | 12.5% | 10.0% | 20.0% |
| BCM | 4.0% | 8.75% | 1.5% | 10.1% | 11.4% | 10.0% | 20.0% |

Nguồn: HSC

Về những tính toán DCF cho các dự án đang phát triển, chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 10,3% (đã điều chỉnh tăng từ mức 9% trước đó – do HSC giảm 125 điểm cơ bản phần bù rủi ro vốn CSH trên toàn bộ danh sách khuyến nghị) – cao hơn 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội so với tiêu chuẩn nội bộ hiện tại là 8,75% (tăng từ 7,5%). Tại Việt Nam, các công ty BĐS thường vay dài hạn với lãi suất thực tế cao, trong khoảng 10–11% (và có thể lên đến 13–15% nếu tính đầy đủ các khoản phí liên quan). Do đó, chúng tôi cho rằng việc thêm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH là cần thiết để phản ánh đúng thực tế là nhà đầu tư vốn CSH phải đối mặt với mức độ rủi ro cao hơn so với bên cho vay.

Lựa chọn đầu tư của HSC

HSC liệt kê các yếu tố xúc tác đầu tư cho từng cổ phiếu như sau: IDC và SIP có định giá hấp dẫn, sở hữu tài sản chất lượng và lợi suất cổ tức cao; VGC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu khu vực phía Bắc, đồng thời mảng vật liệu xây dựng đang phục hồi tốt theo xu hướng hồi phục của thị trường BĐS; KBC dù gặp một số vướng mắc pháp lý trong năm 2024 nhưng các vấn đề này đã được tháo gỡ trong năm nay, mở ra tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ; PHR là cổ phiếu hưởng lợi từ việc chuyển đổi đất cao su, với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận lớn nhờ tiền đền bù đất tại khu vực Bắc Tân Uyên 1; BCM là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực phát triển BĐS KCN với mạng lưới phủ khắp cả nước.

Đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây đang mở ra cơ hội để mua vào các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN chất lượng. Chúng tôi ưa thích IDC và SIP nhờ định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức cao đồng thời tiếp tục kỳ vọng quỹ đất lớn của KBC sẽ mở ra thêm cơ hội tăng trưởng, dù vẫn cần theo dõi rủi ro từ chính sách thuế.

SIP (Mua vào, giá mục tiêu 88.000đ): Trước những tác động tiêu cực từ đề xuất áp thuế đối ứng của Mỹ lên triển vọng toàn ngành, BLĐ SIP đã đề ra kế hoạch HĐKD thận trọng hơn đáng kể, với mục tiêu cho thuê được 45ha đất KCN trong năm 2025, giảm 36% so với năm trước. Tuy vậy, phương pháp ghi nhận doanh thu phân bổ theo năm từ đất KCN giúp kết quả lợi nhuận duy trì ổn định, trong khi mảng tiện ích vẫn cho thấy khả năng chống chịu tốt. Chúng tôi cho rằng SIP sẽ là một trong những công ty ít bị ảnh hưởng nhất trong nhóm các công ty phát triển BĐS KCN.

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.016 tỷ đồng, giảm 13% từ mức nền cao của năm 2024 – vốn được hỗ trợ bởi doanh thu HĐ tài chính. Giá cổ phiếu đã giảm 25,9% kể từ đầu năm (so với mức giảm 3% của VN Index) trong bối cảnh thị trường chịu áp lực từ chính sách thuế đối ứng, nhất là đối với nhóm công ty BĐS KCN và xuất khẩu. SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,8 lần.

IDC (Mua vào, giá mục tiêu 55.500đ): IDC hiện bàn giao khoảng 100 ha đất KCN mỗi năm, tạo ra doanh thu 2,5–3,4 nghìn tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp 50–55%. Tại thời điểm cuối Q1/2025, IDC có diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vào khoảng 150 ha, giúp đảm bảo lợi nhuận ổn định trong năm 2025 (dù dự báo vẫn giảm 18% từ mức nền cao của năm 2024).

Bất chấp các bất định từ chính sách thuế đối ứng, với quỹ đất KCN có sẵn lớn tại các tỉnh trọng điểm (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 1.384 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 bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối năm 2024 (1,3 nghìn tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 9,4%) trong ba năm tới.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31,5% trong vòng 1 tháng qua (diễn biến kém tích cực hơn VN Index 23,8%), IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 48% so với RNAV, thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 16 tháng là 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần.

KBC (Mua vào, giá mục tiêu 33.000đ): KBC là một trong những công ty phát triển BĐS KCN hàng đầu khu vực phía Bắc và đang mở rộng sang phía Nam. Tổng diện tích đất

còn lại có thể cho thuê của công ty hiện đạt khoảng 1.366 ha. Bên cạnh mảng BĐS KCN, KBC đang thâm nhập mảng BĐS dân dụng thông qua dự án đại đô thị Trảng Cát (585 ha) tại Hải Phòng. Trước khi có thông tin bất ngờ về thuế đối ứng, KBC đã có khởi đầu tích cực cho năm 2025 khi nhận được phê duyệt đầu tư cho hai dự án lớn: Trảng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng) và Kim Thành 2 (225 ha, Hải Dương). Bên cạnh đó, các dự án Nam Sơn Hạ Lĩnh (300 ha, Bắc Ninh), Kim Động - Ân Thi (225 ha, Hưng Yên) và Lộc Giang (446 ha, Long An) cũng đang ghi nhận tiến triển đáng kể về giải phóng mặt bằng, hạ tầng và cho thuê đất, với 68 ha đã được ký MOU kèm đặt cọc trong Q1/2025. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng quỹ đất lớn của KBC sẽ mở ra thêm cơ hội tăng trưởng, dù vẫn cần theo dõi rủi ro từ chính sách thuế.

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhưng giảm 10% dự báo cho năm 2026 do giảm giả định diện tích đất bàn giao, tuy nhiên tăng trưởng dự báo vẫn rất mạnh mẽ. Dự báo mới – bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 91,6% so với mức nền thấp của năm 2024.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần.

PHR (Mua vào, giá mục tiêu 55.000đ): PHR hoạt động trong hai lĩnh vực chính: sản xuất cao su và phát triển BĐS KCN. PHR hiện nắm 33% cổ phần tại KCN NTU III (346 ha, Bình Dương) và 20% lợi ích kinh tế tại VSIP III (1.000 ha, Bình Dương). Đồng thời, PHR đang thúc đẩy chuyển đổi khoảng 2.500 ha đất cao su sang đất KCN. Trong số này, hai dự án đáng chú ý gồm Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương, PHR dự kiến sẽ nắm 51% cổ phần) và Bắc Tân Uyên 1 (786 ha, Bình Dương) – nơi Tập đoàn đa ngành Thaco đang phối hợp với tỉnh Bình Dương để tiếp nhận và phát triển dự án (PHR sẽ ghi nhận thu nhập từ đền bù đất tại đây).

Nhờ triển vọng tiền đền bù đất và giá cao su cải thiện, HSC tăng 12,2-14,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Đặc biệt, lợi nhuận năm 2027 được kỳ vọng tăng trưởng 85,7%, nhờ ghi nhận thu nhập đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1, theo đó lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 27,9% trong giai đoạn 2024–2027.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31,8% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 38,8% so với RNAV, lớn hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 24,3%. PHR cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,2 lần.

VGC (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 45.550đ): VGC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu khu vực phía Bắc, sở hữu quỹ đất cho thuê còn lại khoảng 1.250ha và khả năng bàn giao 150–180 ha đất KCN mỗi năm. Trong ngắn hạn, rủi ro từ chính sách thuế đối ứng có thể ảnh hưởng đến mảng BĐS KCN, khi khách hàng FDI trì hoãn đầu tư do môi trường thiếu chắc chắn. Điều này sẽ tác động đến tiến độ bàn giao đất và lợi nhuận của VGC. Ở chiều ngược lại, mảng vật liệu xây dựng – hiện đóng góp 35–45% lợi nhuận – đang hưởng lợi từ xu hướng phục hồi của thị trường BĐS.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 12–18% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do giả định thận trọng hơn về diện tích đất bàn giao. Tuy nhiên, nhờ kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2027, lợi nhuận thuần dự báo vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,2%.

Giá cổ phiếu đã giảm 19% trong 1 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn VN Index giữa bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng. VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với RNAV, lớn hơn đáng kể chiết khấu bình quân 3 năm là 21,7%. VGC cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 18,8 lần.

BCM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 66.100đ): BCM là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu Việt Nam, sở hữu quỹ đất cho thuê còn lại khoảng 4.500 ha và khả năng bàn giao 250–300 ha đất KCN mỗi năm. Là doanh nghiệp dẫn đầu ngành phát triển BĐS KCN và sở hữu quỹ đất lớn và hệ sinh thái đồng bộ, HSC tin rằng BCM vẫn sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI trong trung và dài hạn.

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 31,5%, 30,6% và 32,3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 14,9%), 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,5%) do tiến độ bàn giao đất chậm hơn kỳ vọng và đóng góp suy giảm từ các công ty liên doanh/liên kết, đặc biệt là VSIP, công ty liên doanh phát triển KCN mà BCM sở hữu 49% cổ phần cùng với Sembcorp.

Giá cổ phiếu BCM đã giảm 34% trong 1 tháng qua do ảnh hưởng trực tiếp từ tâm lý tiêu cực liên quan đến thuế đối ứng của Mỹ. BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần, và đang chiết khấu 32,6% so với RNAV.

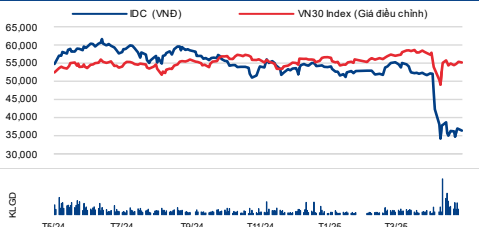
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ55,500 (từ VNĐ69,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 52.5%

| | |
|--|---------------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 36,400 |
| Mã Bloomberg | IDC VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 34,300-61,618 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 36,833 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 12,012 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 462 |
| 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 | (29.6) | (31.1) | (30.2) |
| So với chỉ số | (26.2) | (29.8) | (34.0) |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| | | | |
|----------------------|------------|-------------------|------------------|
| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
| 2025F | 4,965 | 5,410 | (8.2) |
| 2026F | 5,206 | 7,288 | (28.6) |
| 2027F | 6,307 | 9,832 | (35.9) |

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

Trưởng phòng, 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

Giá rẻ sau khi thị trường điều chỉnh; khuyến nghị Mua vào mạnh

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 20% giá mục tiêu xuống 55.500đ do giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định chiết khấu so với RNAV. Rủi ro từ chính sách thuế đối ứng phần lớn đã được phản ánh vào giá.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9-16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do giả định thận trọng hơn về tiến độ bàn giao đất. Theo đó, lợi nhuận năm 2025 dự báo giảm 18%, năm 2026 chỉ tăng trưởng 5%, tuy nhiên dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy tăng trưởng có thể phục hồi lên mức 21%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 29% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 47% so với RNAV, thấp hơn đáng kể so với chiết khấu bình quân 16 tháng là 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2025 và triển vọng

HSC đã xem xét lại dự báo và định giá đối với IDC sau khi phân tích kỹ KQKD Q1/2025 và triển vọng trong bối cảnh lo ngại từ chính sách thuế đối ứng gần đây. Là một công ty có khả năng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chính sách thuế, chúng tôi cho rằng diện tích đất KCN cho thuê sẽ yếu hơn so với kỳ vọng trước đó, qua đó điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu. Dù vậy, chúng tôi vẫn đánh giá IDC có quỹ đất chất lượng và có vị thế tốt để đón dòng vốn FDI trong trung và dài hạn.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận 2025-2026 do hạ giả định diện tích đất bàn giao

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 8,7% dự báo lợi nhuận thuần của IDC cho năm 2025 xuống 1.638 tỷ đồng (giảm 17,9%) và 15,5% cho năm 2026 xuống 1.718 tỷ đồng (tăng trưởng 4,9%). Nguyên nhân chính là do hạ giả định diện tích đất KCN bàn giao tại các KCN Phú Mỹ II, Hựu Thạnh và Quế Võ, trong bối cảnh nhà đầu tư có thể trì hoãn quyết định đầu tư do bất định về thuế. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 2.081 tỷ đồng (tăng trưởng 21%), doanh thu đạt 10.398 tỷ đồng (tăng trưởng 16%) nhờ đóng góp từ các KCN mới – như Vinh Quang, Hựu Thạnh, Tân Phước 1 – và dự án nhà ở công nhân tại Hựu Thạnh.

Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ đạt 1,4% (do so với mức nền cao của năm 2024).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31,5% trong vòng 1 tháng qua, IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 47% so với RNAV, thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 16 tháng là 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu mới là 55.500đ (tiềm năng tăng giá 53%). Chúng tôi giảm 20% giá mục tiêu đối với IDC do điều chỉnh giảm 5,5% ước tính RNAV/cp (để phản ánh tác động kết hợp từ giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC, mặc dù đã bổ sung giá trị của dự án KCN Phú Long vào mô hình định giá) đồng thời nâng mức chiết khấu trên RNAV/cp thêm 10 điểm phần trăm, từ 10% lên 20%, để tiệm cận mức chiết khấu bình quân quá khứ là 19% và phản ánh những bất định liên quan đến thuế đối ứng. Mặc dù viễn cảnh thuế đang gây ra nhiều bất định nhưng chúng tôi cho rằng phần lớn rủi ro này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. IDC vẫn sở hữu quỹ đất chất lượng và có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI trong trung và dài hạn.

| | | | | | |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 2,916 | 4,291 | 3,692 | 3,879 ▼ | 4,551 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 1,393 | 1,996 | 1,638 ▼ | 1,718 ▼ | 2,081 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,217 | 6,046 | 4,965 ▼ | 5,206 ▼ | 6,307 |
| DPS (đồng) | 4,644 | 4,716 | 3,500 ▼ | 3,500 ▼ | 3,500 |
| BVPS (đồng) | 15,067 | 17,019 | 18,483 | 20,190 | 22,996 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 4.56 | 2.49 | 3.22 | 3.03 | 2.40 |
| P/E ĐC (lần) | 8.63 | 6.02 | 7.33 | 6.99 | 5.77 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 12.8 | 13.0 | 9.62 | 9.62 | 9.62 |
| P/B (lần) | 2.42 | 2.14 | 1.97 | 1.80 | 1.58 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (29.7) | 43.4 | (17.9) | 4.87 | 21.1 |
| ROAE (%) | 28.1 | 37.7 | 28.0 | 26.9 | 29.2 |

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

Định giá quá rẻ sau nhịp điều chỉnh mạnh

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 20% giá mục tiêu xuống 55.500đ do giảm dự báo lợi nhuận và tăng giá định chiết khấu so với RNAV/cp. Chúng tôi giảm 9-16% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 (do giảm giá định diện tích đất bàn giao) theo đó lợi nhuận dự báo giảm trong năm nay và chỉ tăng trưởng 5% trong năm 2026; tuy nhiên, trong dự báo lần đầu cho năm 2027, lợi nhuận tăng trưởng vững chắc ở mức 21%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ đạt 1,4% (do so với mức nền cao của năm 2024). Sau khi giá cổ phiếu giảm 29% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 47% so với RNAV, thấp hơn chiết khấu bình quân 16 tháng là 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần.

Q1/2025: Lợi nhuận giảm 51% so với cùng kỳ, phản ánh mức nền cao của Q1/2024

IDC ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 khiêm tốn đạt 343 tỷ đồng, giảm 51% so với cùng kỳ từ mức nền cao của Q1/2024. Doanh thu cũng giảm 27% so với cùng kỳ xuống 1.793 tỷ đồng, chủ yếu do thời điểm bàn giao đất KCN. Trong thời gian tới, tiến độ bàn giao có thể chậm lại do khách hàng FDI trì hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thuế cuối cùng giữa Việt Nam và Mỹ. Tuy nhiên, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của IDC lên tới khoảng 150 ha tại thời điểm cuối Q1/2025 (trong đó có 40 ha phát sinh mới trong quý) sẽ là yếu tố hỗ trợ giúp IDC vượt qua các yếu tố bất định từ chính sách thuế.

Cập nhật tiến độ các dự án

Vào ngày 31/3, IDC đã nhận được phê duyệt đầu tư cho KCN Phú Long (415 ha, Ninh Bình), sớm hơn dự báo của HSC. Đây là KCN thứ tư được phê duyệt trong vòng 12 tháng qua, nâng tổng diện tích đất cho thuê tiềm năng thêm 850 ha. Trong năm 2025, IDC có kế hoạch chi 5,5 nghìn tỷ đồng đầu tư phát triển hạ tầng cho 4 dự án này. HSC đã đưa KCN Phú Long vào mô hình định giá, dự báo dự án này sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2027, với giá trị định giá là 610 tỷ đồng, tương ứng 3% tổng định giá của IDC.

Tại ĐHCĐ mới đây, BLĐ IDC vẫn giữ nguyên kế hoạch HĐKD, bao gồm doanh thu đạt 8,9 nghìn tỷ đồng (đi ngang), LNTT đạt 2,6 nghìn tỷ đồng (giảm 13%), diện tích đất KCN cho thuê đạt 125 ha, trong đó 40ha đã ký MOU/ký Hợp đồng trong Q1/2025, hoàn thành 32% kế hoạch cả năm Công ty cho biết sẽ xem xét điều chỉnh kế hoạch HĐKD trong nửa cuối năm 2025 tùy theo diễn biến thị trường và kết quả đàm phán thuế.

Sau những thông tin về thuế đối ứng, IDC cho biết hoạt động sản xuất của các khách hàng hiện hữu vẫn diễn ra bình thường, Công ty tiếp tục bàn giao đất và ghi nhận doanh thu theo các hợp đồng đã ký; các khách hàng đã ký MOU có tiến độ triển khai chậm hơn 10–15%; các cuộc đàm phán MOU mới ghi nhận tỷ lệ phân hóa: 70–80% khách hàng vẫn cam kết, còn lại 20–30% trì hoãn.

Với diễn biến bất ngờ từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ, triển vọng ngắn hạn cho mảng KCN của IDC trở nên thiếu chắc chắn. Nhà đầu tư có xu hướng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thuế cuối cùng, dẫn đến tiến độ bàn giao đất có thể chậm hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm 8–15% giá định diện tích đất bàn giao trong năm 2025-2026 xuống lần lượt 77 ha và 80 ha.

Bảng 8: Quỹ đất KCN, IDC

Bổ sung thêm dự án KCN Phú Long (415 ha) trong tháng 3

| Dự án | Vị trí | Tỷ lệ sở hữu của IDC | Quỹ đất (ha) | Diện tích cho thuê còn lại (ha) | Tỷ lệ lấp đầy | Tiến độ |
|------------------------------|------------|----------------------|--------------|---------------------------------|---------------|--------------------------------|
| Dự án đang triển khai | | | 3,218 | 1,384 | 39.6% | |
| Cầu Ngìn | Thái Bình | 100% | 184 | 58 | 43.7% | Đang cho thuê & bàn giao |
| Hựu Thạnh | Long An | 100% | 524 | 237 | 40.0% | Đang cho thuê & bàn giao |
| Phú Mỹ II | BR-VT | 100% | 621 | 46 | 89.6% | Đang cho thuê & bàn giao |
| Phú Mỹ II mở rộng | BR-VT | 100% | 398 | 96 | 64.8% | Đang cho thuê & bàn giao |
| Quê Võ II | Bạc Ninh | 51% | 270 | 48 | 72.9% | Đang cho thuê & bàn giao |
| Tân Phước | Tiền Giang | 65% | 470 | 363 | 0.0% | Bắt đầu phát triển từ năm 2025 |
| Mỹ Xuân B1 mở rộng | BR-VT | 51% | 110 | 83 | 0.0% | Bắt đầu phát triển từ năm 2025 |
| Vinh Quang | Hải Phòng | 100% | 226 | 162 | 0.0% | Bắt đầu phát triển từ năm 2025 |
| Phú Long | Ninh Bình | 75% | 415 | 290.5 | 0.0% | Bắt đầu phát triển từ năm 2025 |

Nguồn: IDC, HSC

Dự báo mới: Giảm 9-16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giảm 8,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1.638 tỷ đồng (giảm 17,9% so với năm 2024) và giảm 15,5% dự báo cho năm 2026 xuống 1.718 tỷ đồng (tăng trưởng 4,9%). Nguyên nhân chính đến từ việc điều chỉnh giảm giá định diện tích đất KCN bàn giao tại các dự án Phú Mỹ II, Hựu Thạnh và Quê Võ, do chúng tôi dự kiến nhà đầu tư sẽ trì hoãn quyết định đầu tư trong bối cảnh rủi ro thuế đối ứng chưa rõ ràng.

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận, IDC

Dự báo lợi nhuận, IDC

| Tỷ đồng | 2024A | 2025F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2026F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2027F | Tăng trưởng | CAGR 3 năm |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
| Tổng doanh thu | 8,846 | 8,054 | 3.0% | -9.0% | 8,945 | -3.6% | 11.1% | 10,398 | 16.2% | 5.5% |
| Lợi nhuận gộp | 3,337 | 2,799 | -4.4% | -16.1% | 2,959 | -14.7% | 5.7% | 3,556 | 20.2% | |
| Chi phí BH&QL | (398) | (472) | 12.5% | 18.8% | (504) | 2.2% | 6.6% | (586) | 16.3% | |
| Lợi nhuận HĐ | 2,939 | 2,327 | -7.2% | -20.9% | 2,455 | -17.5% | 5.5% | 2,970 | 21.0% | |
| Thu nhập tài chính | 168 | 238 | 20.9% | 41.8% | 156 | 3.6% | -34.3% | 139 | -11.3% | |
| Chi phí tài chính | (136) | (163) | -0.1% | 19.7% | (142) | -0.3% | -13.1% | (110) | -22.3% | |
| LNTT | 2,993 | 2,402 | -5.5% | -19.8% | 2,470 | -17.2% | 2.8% | 2,998 | 21.4% | |
| Lợi nhuận thuần | 1,996 | 1,638 | -8.7% | -17.9% | 1,718 | -15.5% | 4.9% | 2,081 | 21.1% | 1.4% |

Nguồn: HSC

Chúng tôi hiện dự báo IDC sẽ bàn giao 77-80 ha đất KCN trong năm 2025 và 2026. Trong khi đó, các mảng BOT, năng lượng và dịch vụ KCN dự kiến sẽ duy trì ổn định, tăng trưởng 5–10%. Doanh thu từ bán BĐS dự báo giảm 16% trong năm 2025 trước khi phục hồi trong năm 2026 nhờ mở bán dự án nhà ở công nhân tại Hựu Thạnh (Long An) và các dự án nhà ở cho công nhân khác như Nhơn Trạch (Đồng Nai).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 2.081 tỷ đồng (tăng trưởng 21%), doanh thu đạt 10.398 tỷ đồng (tăng trưởng 16,2%) nhờ đóng góp từ các KCN mới như Vinh Quang, Hựu Thạnh, Tân Phước 1 và dự án nhà ở công nhân tại Hựu Thạnh.

Chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo bất kỳ khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ đạt 1,4% (do so với mức nền cao của năm 2024).

Giảm 20% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 53%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 5,5% giá định RNAV/cp xuống 69.400đ, phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận, bổ sung KCN Phú Long vào mô hình định giá và tăng giả định WACC. Để xác định giá mục tiêu mới là 55.500đ/cp, chúng tôi đồng thời nới rộng mức chiết khấu áp dụng trên RNAV lên 20% (từ 10%) nhằm tiệm cận mức chiết khấu bình quân 3 năm là 19% và phản ánh rõ hơn mức độ bất định hiện tại liên quan đến chính sách thuế đối ứng

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 53% tại giá mục tiêu mới. Bất chấp các bất định từ chính sách thuế đối ứng, với quỹ đất KCN có sẵn lớn tại các tỉnh trọng điểm (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 1.384 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, hàng tiêu dùng thiết yếu mà Công ty có thế mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối năm 2024 (1,3 nghìn tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 9,4%) trong ba năm tới.

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

- 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) và chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) theo phương pháp này.
- Đối với một số dự án BĐS dân dụng mà chúng tôi không có thông tin chi tiết về quy hoạch tổng thể 1/500 và tiến độ 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.
- Giả định WACC là 15% (tăng từ 13,3%) trong mô hình DCF Tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1,2, nhưng điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%) sau khi tăng 125 điểm cơ bản cho phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%) và tiếp tục áp dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm cho các cổ phiếu BĐS.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 10. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh trong Bảng 11, và trình bày giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 12.

Bảng 10: Định giá, IDC

| Tỷ đồng | Phương pháp | Lợi ích của IDC | NPV giữa năm 2026 |
|--|-------------|-----------------|-------------------|
| Khu công nghiệp | DCF | 51-100% | 15,466 |
| Năng lượng | DCF | 52-100% | 2,783 |
| BOT | P/B | 57.5% | 390 |
| BĐS nhà ở | DCF | 51-100% | 2,111 |
| Kho bãi | DCF | 100% | 307 |
| Tài sản khác, điều chỉnh | BV | | 145 |
| Tổng giá trị định giá lại | | | 21,202 |
| (-/+) Nợ/tiền thuần | | | 1,686 |
| Giá trị vốn CSH | | | 22,889 |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | | | 330 |
| RNAV/cổ phiếu (đồng) | | | 69,400 |
| Chiết khấu | | | 20% |
| Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) | | | 55,500 |

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy, IDC (VND)

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

| Lãi suất phi rủi ro | Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh | | | | |
|---------------------|-----------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | 9.25% | 9.75% | 10.25% | 10.75% | 11.25% |
| 3.0% | 59,300 | 58,200 | 57,100 | 56,000 | 55,000 |
| 3.5% | 58,400 | 57,300 | 56,300 | 55,300 | 54,300 |
| 4.0% | 57,600 | 56,500 | 55,500 | 54,500 | 53,500 |
| 4.5% | 56,800 | 55,700 | 54,700 | 53,800 | 52,800 |
| 5.0% | 56,000 | 55,000 | 54,000 | 53,000 | 52,100 |

Nguồn: HSC

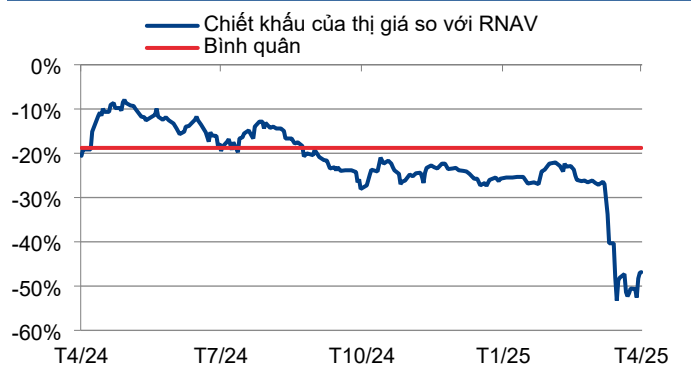
Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) với chiết khấu RNAV, IDC

| Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% |
|---|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu (đồng) | 62,400 | 59,000 | 55,500 | 52,000 | 48,600 |
| Tiềm năng tăng giá từ mức thị giá hiện tại | 68.2% | 59.0% | 49.6% | 40.2% | 31.0% |

Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, IDC

IDC đang giao dịch ở mức thị giá chiết khấu 47% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 19%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, IDC

Đạt 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 9,5 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 29% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu sâu (47%) so với ước tính RNAV mới, lớn hơn bình quân 16 tháng (từ khi HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu) ở mức 19%. P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 9,5 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 7,237 | 8,846 | 8,054 | 8,945 | 10,398 |
| Lợi nhuận gộp | 2,422 | 3,337 | 2,799 | 2,959 | 3,556 |
| Chi phí BH&QL | (362) | (398) | (472) | (504) | (586) |
| Thu nhập khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 2,060 | 2,939 | 2,327 | 2,455 | 2,970 |
| Lãi vay thuần | 29.2 | 29.6 | 75.2 | 14.8 | 28.8 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 1.50 | 1.34 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LN không thường xuyên | (34.7) | 22.7 | 0 | 0 | 0 |
| LNTT | 2,056 | 2,993 | 2,402 | 2,470 | 2,998 |
| Chi phí thuế TNDN | (401) | (600) | (481) | (495) | (601) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (262) | (397) | (282) | (257) | (316) |
| LNST không thường xuyên | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận thuần | 1,393 | 1,996 | 1,638 | 1,718 | 2,081 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 1,391 | 1,995 | 1,638 | 1,718 | 2,081 |
| EBITDA ĐC | 2,916 | 4,291 | 3,692 | 3,879 | 4,551 |
| EPS (đồng) | 4,221 | 6,050 | 4,965 | 5,206 | 6,307 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,217 | 6,046 | 4,965 | 5,206 | 6,307 |
| DPS (đồng) | 4,644 | 4,716 | 3,500 | 3,500 | 3,500 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 330 | 330 | 330 | 330 | 330 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 330 | 330 | 330 | 330 | 330 |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 330 | 330 | 330 | 330 | 330 |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền | 1,334 | 2,188 | 1,336 | 896 | 1,162 |
| Đầu tư ngắn hạn | 910 | 2,264 | 2,264 | 2,264 | 2,264 |
| Phải thu khách hàng | 2,401 | 1,515 | 1,420 | 1,516 | 1,643 |
| Hàng tồn kho | 1,299 | 1,401 | 2,096 | 2,375 | 2,449 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 88.6 | 54.2 | 54.2 | 54.2 | 54.2 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 6,032 | 7,422 | 7,172 | 7,106 | 7,573 |
| TSCĐ hữu hình | 3,107 | 2,958 | 2,663 | 2,430 | 2,188 |
| TSCĐ vô hình | 114 | 112 | 121 | 125 | 129 |
| Bất động sản đầu tư | 6,151 | 2,538 | 5,830 | 6,289 | 6,655 |
| Đầu tư dài hạn | - | - | - | - | - |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 25.2 | 25.2 | 27.2 | 31.2 | 37.2 |
| Tài sản dài hạn khác | 2,303 | 5,744 | 3,375 | 3,478 | 3,595 |
| Tổng tài sản dài hạn | 11,700 | 11,377 | 12,017 | 12,353 | 12,604 |
| Tổng cộng tài sản | 17,732 | 18,800 | 19,188 | 19,459 | 20,176 |
| Nợ ngắn hạn | 938 | 1,144 | 1,309 | 1,309 | 1,309 |
| Phả trả người bán | 314 | 302 | 288 | 328 | 374 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1,815 | 2,275 | 1,290 | 1,301 | 1,312 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 3,999 | 4,532 | 3,785 | 3,936 | 4,110 |
| Nợ dài hạn | 2,585 | 1,992 | 2,171 | 1,600 | 1,028 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 44.7 | 55.5 | 55.5 | 55.5 | 55.5 |
| Nợ dài hạn khác | 4,900 | 5,011 | 5,203 | 5,074 | 4,946 |
| Tổng nợ dài hạn | 7,529 | 7,059 | 7,430 | 6,729 | 6,030 |
| Tổng nợ phải trả | 11,528 | 11,591 | 11,215 | 10,665 | 10,141 |
| Vốn chủ sở hữu | 4,972 | 5,616 | 6,099 | 6,663 | 7,589 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1,232 | 1,592 | 1,874 | 2,131 | 2,447 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 6,204 | 7,208 | 7,974 | 8,793 | 10,036 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 17,732 | 18,800 | 19,188 | 19,459 | 20,176 |
| BVPS (đ) | 15,067 | 17,019 | 18,483 | 20,190 | 22,996 |
| Nợ thuần/(tiền mặt) | 1,279 | (1,316) | (121) | (252) | (1,089) |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 2,060 | 2,939 | 2,327 | 2,455 | 2,970 |
| Khấu hao | (857) | (1,353) | (1,366) | (1,424) | (1,581) |
| Lãi vay thuần | 29.2 | 29.6 | 75.2 | 14.8 | 28.8 |
| Thuế TNDN đã nộp | (401) | (600) | (481) | (495) | (601) |
| Thay đổi vốn lưu động | 555 | 205 | (1,331) | (362) | (165) |
| Khác | (367) | (42.9) | (4.19) | (3.96) | (3.68) |
| LCT thuần từ HKKD | 2,734 | 3,884 | 1,951 | 3,033 | 3,810 |
| Đầu tư TS dài hạn | (1,108) | (592) | (1,990) | (1,743) | (1,812) |
| Góp vốn & đầu tư | (1,041) | (3,255) | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 823 | 2,414 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | 218 | 159 | (2.00) | (4.00) | (6.00) |
| LCT thuần từ HĐĐT | (1,109) | (1,274) | (1,992) | (1,747) | (1,818) |
| Cổ tức trả cho CSH | (1,532) | (1,556) | (1,155) | (1,155) | (1,155) |
| Thu từ phát hành CP | 0.06 | 188 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | 155 | (386) | 344 | (571) | (571) |
| Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐTC | (1,378) | (1,755) | (811) | (1,726) | (1,726) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 1,087 | 1,334 | 2,188 | 1,336 | 896 |
| LCT thuần trong kỳ | 247 | 854 | (852) | (440) | 266 |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | (0.52) | 0.24 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1,334 | 2,188 | 1,336 | 896 | 1,162 |
| Dòng tiền tự do | 1,626 | 3,292 | (38.9) | 1,290 | 1,998 |

| Các chỉ số tài chính | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 33.5 | 37.7 | 34.8 | 33.1 | 34.2 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 40.3 | 48.5 | 45.8 | 43.4 | 43.8 |
| Tỷ suất LNT (%) | 19.2 | 22.6 | 20.3 | 19.2 | 20.0 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 19.5 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (3.32) | 22.2 | (8.96) | 11.1 | 16.2 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (25.0) | 47.2 | (14.0) | 5.06 | 17.3 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | (26.4) | 43.4 | (17.9) | 4.87 | 21.1 |
| Tăng trưởng EPS (%) | (24.7) | 43.3 | (17.9) | 4.87 | 21.1 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (29.7) | 43.4 | (17.9) | 4.87 | 21.1 |
| Tăng trưởng DPS (%) | 55.4 | 1.56 | (25.8) | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 110 | 78.0 | 70.5 | 67.2 | 55.5 |
| Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| ROAE (%) | 28.1 | 37.7 | 28.0 | 26.9 | 29.2 |
| ROACE (%) | 14.5 | 21.0 | 15.7 | 15.9 | 18.8 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.42 | 0.48 | 0.42 | 0.46 | 0.52 |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần) | 1.33 | 1.32 | 0.84 | 1.24 | 1.28 |
| Số ngày tồn kho | 98.5 | 92.8 | 146 | 145 | 131 |
| Số ngày phải thu | 182 | 100 | 98.7 | 92.4 | 87.7 |
| Số ngày phải trả | 23.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 53.2 | 22.3 | 41.2 | 36.8 | 22.5 |
| Nợ/tài sản (%) | 22.4 | 18.3 | 20.1 | 17.2 | 14.2 |
| EBIT/lãi vay (lần) | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| Nợ/EBITDA (lần) | 1.36 | 0.80 | 1.04 | 0.86 | 0.63 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.51 | 1.64 | 1.89 | 1.81 | 1.84 |
| Định giá | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 1.84 | 1.21 | 1.48 | 1.31 | 1.05 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 4.56 | 2.49 | 3.22 | 3.03 | 2.40 |
| P/E (lần) | 8.62 | 6.02 | 7.33 | 6.99 | 5.77 |
| P/E ĐC (lần) | 8.63 | 6.02 | 7.33 | 6.99 | 5.77 |
| P/B (lần) | 2.42 | 2.14 | 1.97 | 1.80 | 1.58 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 12.8 | 13.0 | 9.62 | 9.62 | 9.62 |

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

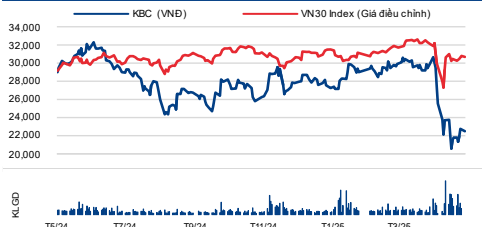
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ33,000 (từ VNĐ36,400)
 Tiềm năng tăng/giảm: 46.7%

| | |
|--|-----------------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 22,500 |
| Mã Bloomberg | KBC VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 20,600-32,300 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 22,683 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 17,271 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 664 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 768 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 376 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 125 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 49.0% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 16.3% |
| Tỷ lệ freefloat | 51.1% |
| Cổ đông lớn | anh 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 | (24.7) | (22.4) | (22.4) |
| So với chỉ số | (21.2) | (20.9) | (26.7) |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F | 1,867 | 1,866 | 0.0 |
| 2026F | 3,341 | 2,993 | 11.6 |
| 2027F | 3,377 | 6,575 | (48.6) |

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
 Trưởng phòng, 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

KQKD Q1/2025 mạnh mẽ; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 33.000đ do giảm dự báo lợi nhuận năm 2026 và đưa ra các giả định định giá mới. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng quỹ đất lớn của KBC sẽ mở ra thêm cơ hội tăng trưởng, dù vẫn cần theo dõi rủi ro từ chính sách thuế.
- HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhưng giảm 10% dự báo cho năm 2026 do giảm giả định diện tích đất bàn giao, tuy nhiên tăng trưởng dự báo vẫn rất mạnh mẽ. Dự báo mới – bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 91,6% so với mức nền thấp của năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần..

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2025 và triển vọng

HSC đã xem xét lại dự báo và triển vọng của KBC sau khi công ty công bố KQKD Q1/2025 tích cực và trong lo ngại về chính sách thuế mới của Mỹ. Là doanh nghiệp phát triển BĐS KCN và nhiều khả năng chịu tác động trực tiếp từ chính sách thuế, KBC được dự báo sẽ ghi nhận diện tích đất bàn giao thấp hơn so với dự báo trước đó. Tuy nhiên, dự án BĐS dân dụng Trảng Cát của Công ty đã sẵn sàng triển khai và ít chịu ảnh hưởng từ chính sách thuế, qua đó sẽ giúp hỗ trợ lợi nhuận tổng thể của KBC trong vài năm tới.

Tác động: Giảm 10% dự báo năm 2026 do tiến độ bàn giao chậm lại

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 trong khi giảm 10% dự báo cho năm 2026 xuống 2.581 tỷ đồng (tăng trưởng 78%), chủ yếu do giảm giả định diện tích đất KCN bàn giao tại KCN Trảng Duyệt 3 và Nam Sơn Hạp Lĩnh. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 2.684 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) trên doanh thu 10.472 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi 20 ha đất bán sỉ tại Trảng Cát và 114 ha đất KCN cho thuê được.

Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn bình quân dự báo thị trường cho năm 2025-2026 nhưng thấp hơn cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 91,6% từ mức nền thấp của năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% ước tính RNAV/cp xuống 47.000đ, phản ánh tác động kết hợp của việc giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và tăng giả định WACC mặc dù đã bổ sung KCN Kim Thành 2 vào mô hình và dời thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025). Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 30% trên RNAV/cp (không đổi), so với bình quân 3 năm ở mức 42,6% và phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 47% tại giá mục tiêu mới. Dù thuế đối ứng làm gia tăng mức độ bất định nhưng chúng tôi tiếp tục tin rằng quỹ đất lớn và có vị trí chiến lược của KBC sẽ mở ra các cơ hội phát triển mới cả ở mảng BĐS KCN lẫn BĐS dân dụng.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 3,026 | 871 | 2,269 | 4,095 ▼ | 4,268 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 2,031 | 382 | 1,449 | 2,581 ▼ | 2,684 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,656 | 477 | 1,867 | 3,341 ▼ | 3,377 |
| DPS (đồng) | - | - | - | - | - |
| BVPS (đồng) | 23,633 | 24,234 | 26,122 | 29,484 | 32,981 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 6.66 | 23.9 | 11.2 | 6.60 | 5.92 |
| P/E ĐC (lần) | 8.47 | 47.2 | 12.1 | 6.73 | 6.66 |
| Lợi suất cổ tức (%) | - | - | - | - | - |
| P/B (lần) | 0.95 | 0.93 | 0.86 | 0.76 | 0.68 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 412 | (82.0) | 292 | 79.0 | 1.07 |
| ROAE (%) | 11.9 | 2.08 | 7.50 | 12.1 | 11.2 |

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

Rủi ro đã được phản ánh vào giá; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 33.000đ, chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận năm 2026 và đưa ra các giả định định giá mới. Trước những bất định liên quan đến chính sách thuế đối ứng, chúng tôi giảm 10% dự báo lợi nhuận cho năm 2026. Tuy nhiên, dự báo mới – bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 91,6% từ mức nền thấp của năm 2024. Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 19% so với VN Index, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, thấp hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 47% tại giá mục tiêu mới.

Q1/2025 tích cực tạo nền tảng vững chắc cho cả năm

KBC gần đây đã công bố KQKD Q1/2025 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 783 tỷ đồng (so với lỗ thuần 86 tỷ đồng trong Q1/2024) trên doanh thu 3.116 tỷ đồng (so với chỉ 152 tỷ đồng cùng kỳ). Diện tích đất KCN bàn giao và lợi nhuận đều vượt dự báo của HSC, chủ yếu nhờ dự án KCN Kim Động - Ân Thi (225 ha, Hưng Yên). Tuy nhiên, cho phần còn lại của năm, chúng tôi dự báo tiến độ bàn giao đất sẽ chịu ảnh hưởng do khách hàng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ đợi kết quả đàm phán thuế giữa Việt Nam và Mỹ.

Cập nhật mảng BĐS KCN: Đối mặt với rủi ro từ chính sách thuế

KBC đã có khởi đầu tích cực cho năm 2025 khi nhận được phê duyệt đầu tư cho hai dự án lớn: Trảng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng) và Kim Thành 2 (225 ha, Hải Dương). Bên cạnh đó, các dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh (300 ha, Bắc Ninh), Kim Động - Ân Thi (225 ha, Hưng Yên) và Lộc Giang (446 ha, Long An) cũng đang ghi nhận tiến triển đáng kể về giải phóng mặt bằng, hạ tầng, và cho thuê đất, với 68 ha đã được ký MOU kèm đặt cọc trong Q1/2025. Tuy nhiên, với diễn biến bất ngờ từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ, triển vọng ngắn hạn cho mảng BĐS KCN của KBC trở nên thiếu chắc chắn khi nhiều nhà đầu tư có xu hướng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ kết quả đàm phán thuế cuối cùng. Hệ quả là tiến độ bàn giao đất có thể chậm hơn so với kỳ vọng, ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

Cho năm 2025, HSC nâng giả định doanh số đất bàn giao tại KCN Kim Động - Ân Thi (khoảng 110 USD/m²) sau KQKD tích cực trong Q1/2025, đồng thời dời kế hoạch bàn giao tại Trảng Duệ 3 (khoảng 150 USD/m²) sang năm 2026, với tổng điều chỉnh tăng thêm 20 ha, đưa tổng diện tích đất bàn giao năm 2025 lên 133 ha. Cho năm 2026, chúng tôi giảm 20% giả định đất bàn giao theo hướng thận trọng, còn 105 ha. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao trong năm 2025 sẽ được dẫn dắt bởi KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Kim Động - Ân Thi và KCN Tân Phú Trung, trong khi KCN Lộc Giang và Trảng Duệ 3 sẽ bắt đầu bàn giao đất từ năm 2026.

Bảng 15: Tiến độ dự án của KBC

KCN Tràng Duệ 3, Lộc Giang & cụm KCN Kim Động – Ân Thi sẽ sớm triển khai

| 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% | 2025-26 |
| KCN Nam Tân Lập | Long An | 245 | 171 | 0% | 2025-26 |
| Cụm KCN Lộc Giang | Long An | 466 | 326 | 0% | Dự kiến bàn giao đất từ năm 2026 |
| Cụm KCN Kim Động – Ân Thi | Hưng Yên | 225 | 158 | 0% | Đang được triển khai và giao hàng |
| Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2 | Long An | 50 | 32 | 0% | 2027-28 |
| Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4 | Long An | 49 | 31 | 0% | 2027-28 |
| Cụm KCN Tân Tập | Long An | 72 | 46 | 0% | 2027-28 |
| Kim Thành 2 | Hải Dương | 234 | 164 | 0% | 2027-28 |
| Khu dân cư | | 760 | 263 | - | |
| Phúc Ninh | Bắc Ninh | 136 | 45 | - | Đang xác định chi phí sử dụng đất |
| Tràng Duệ | Hải Phòng | 42 | 22 | - | Đang bàn giao nhà ở cho công nhân |
| Tràng Cát | Hải Phòng | 585 | 196 | - | Đã hoàn tất thủ tục pháp lý, dự kiến đẩy nhanh tiến độ phát triển từ năm 2025 |

Nguồn: HSC

Cập nhật mảng BĐS dân dụng: Dự án Tràng Cát sẵn sàng khởi động

Vào ngày 31/3, dự án Tràng Cát (585 ha, Hải Phòng) đã nộp cho thành phố Hải Phòng khoản tiền sử dụng đất bổ sung 6,9 nghìn tỷ đồng cho khu dân cư 72 ha được bổ sung trong quy hoạch chi tiết 1/500 đã điều chỉnh (được phê duyệt vào cuối năm 2023). Khoản thanh toán này được tài trợ thông qua vay vốn từ VPBank.

Việc nộp tiền sử dụng đất bổ sung là bước cuối cùng trong thủ tục pháp lý. Trong thời gian tới, KBC có thể đẩy nhanh tiến độ xây dựng hạ tầng và bắt đầu bán buôn dự án theo lô lớn. KBC dự kiến sẽ bán buôn theo lô từ 20 ha trở lên với giá bán 28 triệu đồng/m² và ghi nhận doanh thu ngay trong năm nay (người mua tiềm năng chưa được tiết lộ). Tuy nhiên, trong dự báo của mình, HSC cho rằng quá trình thi công hạ tầng và hoàn tất thủ tục pháp lý của thương vụ M&A này sẽ cần thêm thời gian. HSC dự báo thận trọng rằng KBC sẽ bán buôn theo lô 20 ha (với doanh thu dự kiến là 4 nghìn tỷ đồng, dựa trên giả định giá bán là 20 triệu đồng/m²) và ghi nhận khoản doanh thu này trong năm 2026.

Dự báo mới: Giảm 10% dự báo lợi nhuận cho năm 2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 ở mức 1.449 tỷ đồng, tăng trưởng 279%. Chúng tôi điều chỉnh thời điểm bàn giao tại Trảng Duệ 3 sang năm 2026, đồng thời nâng giả định diện tích đất bàn giao tại KCN Kim Động - Ân Thi (Hưng Yên) nhờ KQKD Q1/2025 tích cực.

Cho năm 2026, HSC giảm 10% dự báo lợi nhuận xuống 2.581 tỷ đồng, tăng trưởng 78%. Nguyên nhân chính đến từ việc điều chỉnh giảm giả định diện tích đất KCN bàn giao tại các dự án Trảng Duệ 3 và Nam Sơn Hạp Lĩnh do chúng tôi dự kiến nhà đầu tư sẽ trì hoãn quyết định đầu tư trong bối cảnh rủi ro thuế đối ứng chưa rõ ràng đồng thời thể hiện quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi đối với triển vọng ngắn hạn.

HSC dự báo KBC sẽ bàn giao 133 ha đất trong năm 2025 và 105 ha trong năm 2026 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 Tràng Cát trong năm 2026 (không đổi so với dự báo trước đó). Dự án nhà ở công nhân Trảng Duệ (3,1 ha, Hải Phòng) dự kiến sẽ

đóng góp vào doanh thu trong năm 2025-2026 mặc dù mức đóng góp lợi nhuận không đáng kể.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 2.684 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) trên doanh thu 10.472 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi 20 ha đất bán sỉ tại Trảng Cát và 114 ha đất KCN bàn giao.

Chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo bất kỳ khoản mục không thường xuyên đáng kể nào trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 91,6% từ mức nền thấp của năm 2024.

Bảng 16: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, KBC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 91,6% so với mức nền thấp năm 2024

| Tỷ đồng | 2024A | 2025F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2026F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2027F | Tăng trưởng |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|
| Tổng doanh thu | 2,776 | 5,993 | 0.5% | 115.9% | 9,852 | -7.0% | 64.4% | 10,472 | 6.3% |
| Lợi nhuận gộp | 1,283 | 2,816 | -11.4% | 119.4% | 4,955 | -11.2% | 76.0% | 5,250 | 6.0% |
| Chi phí BH&QL | (558) | (736) | -24.7% | 31.9% | (1,054) | -10.1% | 43.2% | (1,105) | 4.9% |
| Lợi nhuận HĐ | 726 | 2,080 | -5.4% | 186.7% | 3,901 | -11.5% | 87.5% | 4,144 | 6.2% |
| Thu nhập tài chính | 451 | 484 | 12.5% | 7.2% | 546 | 50.5% | 12.9% | 555 | 1.5% |
| Chi phí tài chính | (259) | (744) | 75.5% | 187.5% | (998) | 38.0% | 34.1% | (1,008) | 1.0% |
| LNTT | 723 | 1,835 | -16.8% | 154.0% | 3,465 | -14.5% | 88.8% | 3,783 | 9.2% |
| Lợi nhuận thuần | 382 | 1,449 | -0.8% | 279.4% | 2,581 | -9.9% | 78.1% | 2,684 | 4.0% |

Nguồn: HSC

Giảm 9,4% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 47%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 9,4% ước tính RNAV/cp xuống 47.000đ, phản ánh tác động kết hợp của việc giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và tăng giả định WACC mặc dù đã bổ sung KCN Kim Thành 2 vào mô hình và dời thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Để xác định giá mục tiêu mới là 33.000đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% trên RNAV/cp (không đổi) nhằm phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng và các vấn đề quản trị doanh nghiệp.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá như sau:

- HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án dân dụng. 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.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng giả định WACC là 14% (tăng từ 13,6%). Lãi suất phi rủi ro là 4% (không đổi), beta 1,3 (không đổi). Tuy nhiên, chúng tôi nâng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên mức 10,25% (tăng từ 9%) do tiếp tục cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn nội bộ mới được điều chỉnh tăng gần đây lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) cho nhóm các công ty BĐS/KCN. Chúng tôi sử dụng chi phí vốn CSH sau thuế là 8,8%, đồng thời tăng giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH lên 62% (từ 39%), nhằm phản ánh mức vay tăng mạnh trong Q1/2025.

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 17. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh và giả định chiết khấu so với RNAV (Bảng 18-19).

Bảng 17: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

| Tỷ đồng | Phương pháp | Lợi ích của KBC | NAV giữa năm 2026 |
|--|-------------|-----------------|-------------------|
| BDS KCN | DCF | 38% to 100% | 18,418 |
| Khu đô thị | DCF | 87% to 100% | 16,181 |
| Tài sản thuần khác, điều chỉnh | BV | | 9,721 |
| RNAV, gộp | | | 44,319 |
| (+) (Nợ)/tiền thuần | | | (8,522) |
| Giá trị vốn CSH điều chỉnh | | | 35,798 |
| Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | | | 767.6 |
| Giá trị của cổ phiếu (đồng) | | | 46,700 |
| Chiết khấu giả định | | | 30% |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | | | 33,000 |

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy với giả định lãi suất phi rủi ro (đồng), KBC

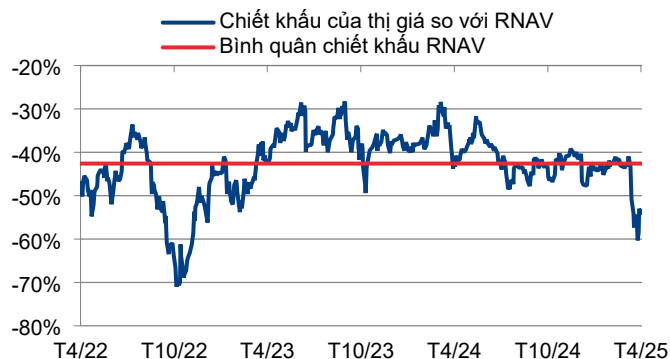
Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

| Lãi suất phi rủi ro | Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh | | | | | |
|---------------------|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| | 9.3% | 9.8% | 10.3% | 10.8% | 11.3% | |
| 3.0% | 36,300 | 35,300 | 34,400 | 33,500 | 32,600 | |
| 3.5% | 35,500 | 34,600 | 33,700 | 32,800 | 31,900 | |
| 4.0% | 34,800 | 33,800 | 33,000 | 32,100 | 31,300 | |
| 4.5% | 34,000 | 33,200 | 32,300 | 31,500 | 30,700 | |
| 5.0% | 33,300 | 32,500 | 31,700 | 30,800 | 30,100 | |

Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 43%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, KBC

P/E trượt dự phóng 1 năm đạt 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 21,6 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index trong bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, lớn hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 43%. P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 9,7 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần.

Bất chấp những bất định liên quan đến chính sách thuế đối ứng, HSC nhận thấy quỹ đất của KBC đang dần được khai thác, với các dự án quy mô lớn bổ sung thêm khoảng 940 ha đất cho thuê sắp đưa vào khai thác. Điều này giúp KBC có vị thế tốt để đón dòng vốn FDI vào Việt Nam trong thời gian tới. Song song đó, dự án khu đô thị Tràng Cát cũng sắp được triển khai, hứa hẹn đóng góp giá trị đáng kể. HSC duy trì Mua vào với tiềm năng tăng giá 47%

Rủi ro đầu tư

HSC nhận thấy hai rủi ro chính có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng của KBC: (1) Rủi ro từ đà suy yếu của thương mại toàn cầu. Điều này có thể làm giảm tốc độ

mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp FDI, dẫn đến diện tích đất cho thuê tại các dự án KCN thấp hơn kỳ vọng, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của KBC; và (2) Rủi ro triển khai liên quan đến dự án Trảng Cát (dự án này chiếm khoảng 37% trong tổng định giá hiện tại của chúng tôi). Đây là dự án khu đô thị quy mô lớn đầu tiên mà KBC tham gia phát triển, vì vậy rủi ro thực thi là điều đáng lưu ý. Nếu tiến độ triển khai dự án này bị trì hoãn, sẽ có rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-------------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 5,618 | 2,776 | 5,993 | 9,852 | 10,472 |
| Lợi nhuận gộp | 3,695 | 1,283 | 2,816 | 4,955 | 5,250 |
| Chi phí BH&QL | (813) | (558) | (736) | (1,054) | (1,105) |
| Thu nhập khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 2,883 | 726 | 2,080 | 3,901 | 4,144 |
| Lãi vay thuần | (6.75) | 17.6 | (25.7) | (44.8) | (45.0) |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | (8.09) | 15.9 | 15.9 | 15.9 | 92.1 |
| Lợi nhuận khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LN không thường xuyên | 23.4 | (36.6) | (235) | (407) | (408) |
| LNTT | 2,891 | 723 | 1,835 | 3,465 | 3,783 |
| Chi phí thuế TNDN | (646) | (299) | (434) | (820) | (895) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (214) | (41.1) | 47.7 | (64.6) | (204) |
| LNST không thường xuyên | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận thuần | 2,031 | 382 | 1,449 | 2,581 | 2,684 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 2,039 | 366 | 1,433 | 2,565 | 2,592 |
| EBITDA ĐC | 3,026 | 871 | 2,269 | 4,095 | 4,268 |
| EPS (đồng) | 2,646 | 498 | 1,888 | 3,362 | 3,497 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,656 | 477 | 1,867 | 3,341 | 3,377 |
| DPS (đồng) | - | - | - | - | - |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 768 | 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) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền | 786 | 6,566 | 7,956 | 8,140 | 8,191 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1,919 | 1,858 | 1,858 | 1,858 | 1,858 |
| Phải thu khách hàng | 9,933 | 11,547 | 11,768 | 15,053 | 14,933 |
| Hàng tồn kho | 12,211 | 13,867 | 21,799 | 23,164 | 24,473 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 442 | 501 | 501 | 501 | 501 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 25,291 | 34,339 | 43,881 | 48,716 | 49,956 |
| TSCĐ hữu hình | 449 | 408 | 381 | 350 | 315 |
| TSCĐ vô hình | 0.23 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| Bất động sản đầu tư | 1,201 | 1,292 | 1,179 | 1,065 | 948 |
| Đầu tư dài hạn | - | - | - | - | - |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 4,375 | 4,436 | 4,452 | 4,468 | 4,560 |
| Tài sản dài hạn khác | 2,104 | 4,290 | 4,290 | 4,290 | 4,290 |
| Tổng tài sản dài hạn | 8,129 | 10,427 | 10,302 | 10,172 | 10,113 |
| Tổng cộng tài sản | 33,420 | 44,765 | 54,184 | 58,888 | 60,070 |
| Nợ ngắn hạn | 337 | 368 | 3,516 | 2,082 | 2,022 |
| Phả trả người bán | 436 | 528 | 1,125 | 1,734 | 1,849 |
| Nợ ngắn hạn khác | 4,887 | 5,548 | 5,548 | 5,548 | 5,548 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 6,579 | 7,404 | 11,201 | 10,258 | 10,490 |
| Nợ dài hạn | 3,322 | 9,745 | 12,545 | 15,831 | 14,176 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 1,130 | 1,134 | 1,134 | 1,134 | 1,134 |
| Nợ dài hạn khác | 2,195 | 5,800 | 7,221 | 6,936 | 6,652 |
| Tổng nợ dài hạn | 6,647 | 16,680 | 20,900 | 23,902 | 21,963 |
| Tổng nợ phải trả | 13,226 | 24,084 | 32,101 | 34,160 | 32,453 |
| Vốn chủ sở hữu | 18,141 | 18,602 | 20,051 | 22,632 | 25,316 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 2,053 | 2,080 | 2,032 | 2,096 | 2,301 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 20,194 | 20,682 | 22,083 | 24,728 | 27,617 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 33,420 | 44,765 | 54,184 | 58,888 | 60,070 |
| BVPS (đ) | 23,633 | 24,234 | 26,122 | 29,484 | 32,981 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 2,873 | 3,547 | 8,105 | 9,772 | 8,007 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 2,883 | 726 | 2,080 | 3,901 | 4,144 |
| Khấu hao | (135) | (161) | (205) | (211) | (216) |
| Lãi vay thuần | (6.75) | 17.6 | (25.7) | (44.8) | (45.0) |
| Thuế TNDN đã nộp | (646) | (299) | (434) | (820) | (895) |
| Thay đổi vốn lưu động | (382) | 3,126 | (6,084) | (4,443) | (1,182) |
| Khác | 209 | (3,040) | (235) | (407) | (408) |
| LCT thuần từ HKKD | 2,193 | 690 | (4,493) | (1,602) | 1,830 |
| Đầu tư TS dài hạn | (1,319) | (156) | (65.0) | (65.0) | (65.0) |
| Góp vốn & đầu tư | (1,649) | (8,037) | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 3,302 | 7,775 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | 4.09 | (968) | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐĐT | 338 | (1,386) | (65.0) | (65.0) | (65.0) |
| Cổ tức trả cho CSH | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thu từ phát hành CP | 130 | 1.00 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | (3,532) | 6,379 | 5,948 | 1,852 | (1,714) |
| Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐTC | (3,402) | 6,380 | 5,948 | 1,852 | (1,714) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 1,683 | 786 | 6,566 | 7,956 | 8,140 |
| LCT thuần trong kỳ | (871) | 5,684 | 1,390 | 184 | 51.1 |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 812 | 6,470 | 7,956 | 8,140 | 8,191 |
| Dòng tiền tự do | 874 | 534 | (4,558) | (1,667) | 1,765 |

| Các chỉ số tài chính | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 65.8 | 46.2 | 47.0 | 50.3 | 50.1 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 53.9 | 31.4 | 37.9 | 41.6 | 40.8 |
| Tỷ suất LNT (%) | 36.1 | 13.8 | 24.2 | 26.2 | 25.6 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 22.3 | 41.5 | 23.7 | 23.7 | 23.7 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 487 | (50.6) | 116 | 64.4 | 6.29 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 228 | (71.2) | 161 | 80.5 | 4.22 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | 413 | (82.0) | 292 | 79.0 | 1.07 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 31.0 | (81.2) | 279 | 78.1 | 4.01 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 412 | (82.0) | 292 | 79.0 | 1.07 |
| Tăng trưởng DPS (%) | - | - | - | - | - |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | - | - | - | - | - |
| Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| ROAE (%) | 11.9 | 2.08 | 7.50 | 12.1 | 11.2 |
| ROACE (%) | 11.3 | 2.26 | 5.18 | 8.52 | 8.44 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.16 | 0.07 | 0.12 | 0.17 | 0.18 |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần) | 0.76 | 0.95 | (2.16) | (0.41) | 0.44 |
| Số ngày tồn kho | 2,318 | 3,392 | 2,504 | 1,726 | 1,710 |
| Số ngày phải thu | 1,885 | 2,824 | 1,352 | 1,122 | 1,044 |
| Số ngày phải trả | 82.8 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 18.9 | 23.1 | 44.5 | 46.2 | 35.1 |
| Nợ/tài sản (%) | 12.6 | 24.3 | 31.1 | 31.6 | 28.4 |
| EBIT/lãi vay (lần) | 427 | N/a | 80.9 | 87.1 | 92.2 |
| Nợ/EBITDA (lần) | 1.40 | 12.3 | 7.38 | 4.53 | 3.91 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 3.84 | 4.64 | 3.92 | 4.75 | 4.76 |
| Định giá | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 3.59 | 7.50 | 4.23 | 2.74 | 2.41 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 6.66 | 23.9 | 11.2 | 6.60 | 5.92 |
| P/E (lần) | 8.50 | 45.2 | 11.9 | 6.69 | 6.43 |
| P/E ĐC (lần) | 8.47 | 47.2 | 12.1 | 6.73 | 6.66 |
| P/B (lần) | 0.95 | 0.93 | 0.86 | 0.76 | 0.68 |
| Lợi suất cổ tức (%) | - | - | - | - | - |

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

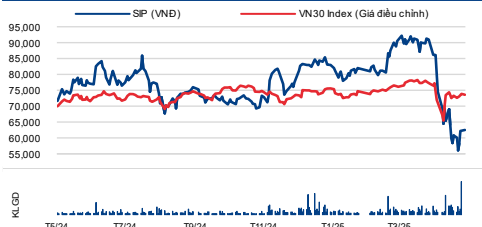
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ88,000 (từ VNĐ105,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 40.8%

| | |
|--|-------------------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 62,500 |
| Mã Bloomberg | SIP VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 56,100-92,200 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 62,100 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 13,158 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 506 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 211 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 103 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 10.2 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 49.0% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 44.1% |
| Tỷ lệ freefloat | 53.4% |
| Cổ đông lớn | 1 tư và Phát triển Đô (19.8%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường | (31.7) | (23.3) | (10.2) |
| So với chỉ số | (28.5) | (21.8) | (15.1) |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F | 4,429 | 5,557 | (20.3) |
| 2026F | 4,619 | 6,113 | (24.4) |
| 2027F | 5,138 | 7,035 | (27.0) |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SIP là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, sở hữu hơn 3.200 ha đất cho thuê tại các KCN phía Nam. Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực tiện ích và bất động sản nhà ở.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Báo Anh Tuấn
 Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 tuan.dba@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

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 16,2% giá mục tiêu xuống 88.000đ do giảm dự báo lợi nhuận và cập nhật các giả định định giá, bao gồm việc dời thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi hạ lần lượt 9,2%, 14,2% và 17,5% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2025–2027 chủ yếu do kỳ vọng hoạt động kinh doanh và đầu tư sẽ chững lại trong bối cảnh lo ngại gia tăng về chính sách thuế đối ứng từ Mỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của SIP tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 32% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,8 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi đánh giá triển vọng

HSC điều chỉnh dự báo và các giả định định giá đối với SIP dựa trên ba sự kiện gần đây: (1) đánh giá toàn diện của nhóm nghiên cứu HSC về triển vọng ngành BĐS KCN, dự báo sẽ chịu tác động tiêu cực từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ (như đã phân tích chi tiết trong phần Báo cáo ngành đi kèm); (2) thông tin được chia sẻ tại ĐHCĐ năm 2025 của Công ty diễn ra ngày 25/4; và (3) việc giảm tỷ lệ sở hữu tại một số công ty con trong thời gian gần đây.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Để phản ánh triển vọng kém tích cực hơn của ngành BĐS KCN nói chung và SIP nói riêng trước rủi ro từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 như sau: Cho năm 2025, chúng tôi giảm 9,2% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1.016 tỷ đồng (giảm 13,2% trên doanh thu 6.973 tỷ đồng (giảm 10,7%)). Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng không đáng kể đạt 1.056 tỷ đồng (giảm 14,2% so với dự báo trước đó, tăng trưởng 4%) trước khi phục hồi trong năm 2027 lên 1.167 tỷ đồng (giảm 17,5% so với dự báo trước đó, tăng trưởng 10,5%) và doanh thu đạt lần lượt 7.367 tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) và 7.795 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%).

Dự báo mới cho giai đoạn 2025–2027 cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,9% – mức dự báo này thấp hơn 24% so với bình quân dự báo thị trường (do thị trường chậm điều chỉnh dự báo) – và doanh thu đi ngang (CAGR đạt 0%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 32% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index trong bối cảnh lo ngại về chính sách thuế của Tổng thống Trump, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,8 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu SIP nhưng giảm 16,2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 88.000đ, do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá, bao gồm việc tăng giá định WACC và giảm tỷ lệ sở hữu tại các công ty con đã lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng về giữa năm 2026. Với quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược khu vực phía Nam, HSC tiếp tục cho rằng SIP sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI đồng thời nắm bắt cơ hội từ làn sóng đầu tư công dự kiến tăng mạnh giai đoạn 2025–2030. Do đó, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại đang là cơ hội hấp dẫn để các nhà đầu tư dài hạn mua vào cổ phiếu.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 1,101 | 1,321 | 1,304 ▼ | 1,404 ▼ | 1,517 ▼ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 927 | 1,170 | 1,016 ▼ | 1,057 ▼ | 1,168 ▼ |
| EPS ĐC (đồng) | 4,708 | 5,248 | 4,429 ▼ | 4,619 ▼ | 5,138 ▼ |
| DPS (đồng) | 2,892 | 1,705 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| BVPS (đồng) | 22,156 | 23,121 | 25,812 | 28,682 | 32,079 ▼ |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 11.1 | 12.2 | 12.4 | 11.4 | 10.3 |
| P/E ĐC (lần) | 13.3 | 11.9 | 14.1 | 13.5 | 12.2 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 4.63 | 2.73 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| P/B (lần) | 2.82 | 2.70 | 2.42 | 2.18 | 1.95 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (4.14) | 11.5 | (15.6) | 4.29 | 11.2 |
| ROAE (%) | 24.1 | 26.3 | 19.7 | 18.4 | 18.3 |

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

Giảm giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận do triển vọng thuế kém tích cực

HSC điều chỉnh giảm 16,2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 88.000đ, do các yếu tố sau: (1) giảm định giá cho mảng BĐS KCN và tiện ích, do giảm dự báo diện tích đất KCN cho thuê và triển vọng tiêu cực từ chính sách thuế đối ứng; (2) điều chỉnh thời gian thu tiền do ngày càng có nhiều khách hàng kéo dài thời hạn thanh toán; và (3) tỷ lệ sở hữu thấp hơn tại NTC. Chúng tôi cũng giảm 9-18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027; theo đó, lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1.016 tỷ đồng (giảm 13,2%) cho năm 2025, tăng nhẹ lên 1.056 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) cho năm 2026 và 1.167 tỷ đồng (tăng trưởng 10,5%) cho năm 2027. Sau khi giá cổ phiếu giảm 32% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,8 lần. Với tiềm năng tăng giá 41% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

ĐHCĐ ngày 25/4: Kế hoạch HĐKD thận trọng

Cuộc họp và biểu quyết được tổ chức theo hình thức trực tuyến và toàn bộ các tờ trình đã được thông qua. Một số nội dung đáng chú ý được công bố tại ĐHCĐ bao gồm: Cuộc họp và biểu quyết được tổ chức theo hình thức trực tuyến và toàn bộ các tờ trình đã được thông qua. Một số nội dung đáng chú ý được công bố tại ĐHCĐ bao gồm:

Kế hoạch HĐKD cho năm 2025 thận trọng, thấp hơn nhiều so với dự báo trước đó của chúng tôi

Các kế hoạch chính được công bố như sau:

- Cho thuê BĐS KCN: 45 ha (giảm 40% so với 74 ha của năm 2024 và thấp hơn 15% so với dự báo trước đó của chúng tôi là 53 ha).
- Cho thuê nhà xưởng/kho bãi xây sẵn: 2,5 ha (giảm so với 4,3 ha trong năm 2024 và giảm một nửa so với dự báo trước đó là 5 ha).
- Doanh thu: 5,6 nghìn tỷ đồng (giảm 28% so với năm 2024, thấp hơn 30% so với dự báo trước đó là 8 nghìn tỷ đồng).
- Lợi nhuận thuần: 832 tỷ đồng (giảm 28% so với năm 2024, thấp hơn 25% so với dự báo trước đó là 1,1 nghìn tỷ đồng).

Để thực hiện được kế hoạch HĐKD trên, công ty dự kiến hoàn tất công tác đền bù giai đoạn 3 của KCN Phước Đông (568 ha) – hiện đã hoàn thành 83%, tương ứng đã chi 1.900 tỷ đồng trên tổng mức 2.217 tỷ đồng. SIP đang tiến hành thủ tục xin giao đất và sẽ bắt đầu xây dựng hạ tầng ngay sau đó. Trong khi đó, Công ty tiếp tục đa dạng hóa hoạt động kinh doanh nhằm đảm bảo sự ổn định và đã mở rộng sang lĩnh vực logistics và kho bãi.

Chúng tôi nhận thấy chính sách thuế đối ứng mới được công bố của Mỹ đang gây tác động nghiêm trọng đến triển vọng dài hạn của toàn ngành BĐS KCN, điều này đã khiến BLĐ SIP đưa ra các kế hoạch năm 2025 rất khiêm tốn so với KQKD thực hiện năm 2024. Tuy nhiên, xét đến xu hướng thường xuyên đặt kế hoạch thận trọng của BLĐ trong quá khứ, chúng tôi cho rằng các kế hoạch năm 2025 lần này có thể mang tính bi quan quá mức. Điều này đặc biệt đúng trong bối cảnh đàm phán giữa Mỹ và Việt Nam vẫn đang diễn ra, cùng với việc các doanh nghiệp Mỹ đang đẩy mạnh hoạt động nhập trữ hàng trước trong giai đoạn trì hoãn áp thuế 90 ngày, điều có thể bù đắp phần nào sự sụt giảm trong nửa cuối năm 2025.

KQKD sơ bộ Q1/2025:

Các điểm chính bao gồm:

- Doanh thu đạt 1.900 tỷ đồng, tăng 4,1% so với cùng kỳ, đạt 24,1% dự báo cả năm 2025 của HSC trước khi có KQKD.
- Lợi nhuận thuần đạt 402 tỷ đồng, tăng 63,4% so với cùng kỳ, đạt 31,3% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi trước khi có KQKD.

- Mặc dù KQKD Q1/2025 ban đầu cho thấy diễn biến tích cực so với dự báo trước đó của chúng tôi nhưng bối cảnh kinh doanh đã thay đổi đáng kể sau đó (được phân tích chi tiết ở phần dưới).

Tác động từ chính sách thuế của Mỹ

Theo chia sẻ từ BLĐ, triển vọng tương lai của SIP sau thông báo áp thuế của Mỹ phụ thuộc hoàn toàn vào kết quả đàm phán giữa Mỹ và Việt Nam. Tính đến hiện tại, tác động lên SIP và khách hàng vẫn ở mức không đáng kể. Cụ thể:

- **Hoạt động của SIP:** Vẫn diễn ra bình thường. Với phương pháp ghi nhận doanh thu đất KCN phân bổ theo năm, SIP duy trì được sự ổn định về doanh thu và lợi nhuận; trong kịch bản xấu nhất (không phát sinh cho thuê mới), kết quả vẫn tương đương năm 2024.
- **Hoạt động của khách hàng:** Chỉ khoảng 10-20% khách hàng của SIP có liên quan đến thị trường Mỹ, nên tác động là có nhưng không đáng kể.
- **Thu hút khách hàng mới:** Trong Q1/2025, SIP vẫn ghi nhận hoạt động cho thuê BĐS KCN tích cực với 15 khách hàng đang đàm phán. Ngoài ra, KCN Lộc An - Bình Sơn của SIP cũng hưởng lợi từ việc khách hàng chuyển dịch từ KCN Biên Hòa, với 2 khách hàng mới (mỗi khách thuê 6 ha) đã hoàn tất giao dịch.

Thông tin khác

- **Cổ tức:** Công ty đề xuất trả cổ tức năm 2024 bằng hình thức kết hợp 15% cổ phiếu và 17% tiền mặt (tương đương 1.700đ/cp, với tổng tỷ lệ lợi nhuận chi trả là 32%, tương ứng lợi suất cổ tức 2,2%). Cho năm 2025, Công ty cam kết chi trả tối thiểu 10%, tuy nhiên không công bố rõ hình thức chi trả.
- **Thoái vốn:** BLĐ chia sẻ rằng các thương vụ thoái vốn gần đây – bao gồm CTCP Cao su Tây Ninh (TRC; chưa khuyến nghị) (SIP đã giảm tỷ lệ sở hữu thực tế xuống 4,8% từ mức 9,4% sau một loạt giao dịch diễn ra trong năm 2024 và Q1/2025) và CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC; chưa khuyến nghị) (sẽ được trình bày chi tiết hơn bên dưới) – được thực hiện nhằm tái cấu trúc các khoản đầu tư cốt lõi và huy động nguồn lực tài chính cho công tác đền bù tại dự án KCN Phước Đông giai đoạn 3. HSC ước tính SIP có thể thu về khoảng 100–120 tỷ đồng từ hai thương vụ thoái vốn này.

Thuế đối ứng của Mỹ: Đánh giá nhanh tác động đến SIP

Mặc dù tiếp tục nhấn mạnh tầm quan trọng của kết quả đàm phán thuế đối ứng giữa Mỹ và Việt Nam, HSC cũng nhận thấy cần có một quan điểm thận trọng hơn đối với ngành BĐS KCN tại Việt Nam trong bối cảnh hiện tại. Do đó, dưới đây là đánh giá nhanh của chúng tôi về tác động của thuế đối ứng lên hoạt động kinh doanh của SIP, cùng với các điều chỉnh liên quan trong mô hình dự báo: Các điểm chính:

- Việc cho thuê mới đất KCN chậm lại: HSC điều chỉnh giảm dự báo diện tích đất KCN cho thuê của SIP (và toàn ngành) trong 4 năm tới, do chính sách thương mại thiếu ổn định dưới thời Tổng thống Trump dự kiến sẽ làm suy yếu kế hoạch mở rộng của nhà đầu tư FDI.
- Tăng trưởng chậm lại ở mảng tiện ích và dịch vụ khác: Do mức độ phụ thuộc trực tiếp vào tỷ lệ lấp đầy KCN, sự sụt giảm trong hoạt động cho thuê đất sẽ tác động tiêu cực đến mảng tiện ích của SIP. Bên cạnh đó, thuế đối ứng có thể khiến nhu cầu tiêu dùng hàng hóa giảm, từ đó làm giảm sản lượng sản xuất của khách thuê và doanh thu từ tiện ích. Tuy nhiên, hoạt động nhập trữ hàng trước của các doanh nghiệp Mỹ trong Q2/2025 trước thời điểm kết thúc giai đoạn trì hoãn áp thuế 90 ngày đang tăng mạnh. Điều này sẽ bù đắp phần nào sự sụt giảm có thể xảy ra trong nửa cuối năm 2025 khi chính sách thuế mới có hiệu lực. Do đó, chúng tôi dự báo tác động đến mảng tiện ích của SIP trong năm 2025 là không đáng kể nhưng ảnh hưởng sẽ rõ rệt hơn trong năm 2026–2027.

Dù vậy, cần nhấn mạnh rằng trong số các doanh nghiệp phát triển KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC, SIP là một trong số ít có mảng tiện ích phát triển tốt, tạo ra dòng tiền ổn định, giúp hạn chế tác động tiêu cực lên lợi nhuận thuần trong giai đoạn bất ổn sắp tới.

Các điều chỉnh tương ứng:

- Mảng cho thuê BĐS KCN: HSC điều chỉnh giảm dự báo diện tích đất KCN cho thuê từ 53, 56 và 80 ha xuống 45, 47 và 50 ha cho giai đoạn 2025-2027, tương ứng mức giảm bình quân khoảng 22% hằng năm so với dự báo trước đó.
- Mảng tiện ích & các dịch vụ khác: Bên cạnh ảnh hưởng từ việc cho thuê BĐS KCN chậm lại, chúng tôi cũng điều chỉnh giả định về tỷ lệ sử dụng dịch vụ tiện ích của khách hàng SIP. Cụ thể, chúng tôi hiện giả định tỷ lệ sử dụng đạt 90% trong năm 2025 và 85% trong năm 2026–2027 (so với mức 100% trong cả giai đoạn 2025–2027 trong giả định trước đó).

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, phản ánh tác động từ thuế đối ứng

HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của SIP như sau:

- Năm 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm 9,2% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1.016 tỷ đồng (giảm 13,2%) trên doanh thu 6.973 tỷ đồng (giảm 10,7%), chủ yếu do giảm giả định diện tích đất KCN cho thuê (45 ha) và giảm tỷ lệ sử dụng dịch vụ tiện ích xuống 90%.
- Năm 2026-2027, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm lần lượt 14,2% và 17,5% dự báo lợi nhuận, do giảm giả định diện tích đất KCN cho thuê xuống 47-50 ha và giảm tỷ lệ sử dụng dịch vụ tiện ích xuống 85%. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng không đáng kể đạt 1.056 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), trước khi phục hồi trong năm 2027 lên 1.167 tỷ đồng (tăng trưởng 10,5%), trên doanh thu lần lượt 7.367 tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) và 7.795 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%).

Dựa trên các điều chỉnh mới, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,9% trong khi doanh thu gần như không tăng trưởng (CAGR chỉ hơn 0%).

Bảng 21: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, SIP

Lợi nhuận 'cốt lõi' giai đoạn 2024A-2027F tăng trưởng với CAGR là 6,9%

| | Dự báo cũ | Dự báo mới | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|---------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 2025F | | | | |
| Doanh thu thuần | 8,021 | 6,973 | -13.1% | -10.7% |
| BĐS KCN | 418 | 414 | -0.9% | 6.4% |
| Tiện ích & dịch vụ | 7,249 | 6,205 | -14.4% | -11.0% |
| Nhà ở | - | - | N/m | N/m |
| Khác | 354 | 354 | 0.0% | -19.7% |
| Lợi nhuận gộp | 1,150 | 1,067 | -7.2% | -2.5% |
| Lợi nhuận HĐ tài chính | 366 | 328 | -10.3% | -35.1% |
| Lợi nhuận từ công ty LD/LK | 93 | 84 | -10.0% | 28.1% |
| Chi phí BH&QL | 115 | 114 | -1.0% | 3.3% |
| LNTT | 1,494 | 1,365 | -8.6% | -12.2% |
| LNST | 1,195 | 1,092 | -8.6% | -14.6% |
| Lợi nhuận thuần | 1,118 | 1,016 | -9.2% | -13.2% |
| Các khoản mục rỗng không thường xuyên | - | - | N/m | N/m |
| Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi | 1,118 | 1,016 | -9.2% | -13.2% |
| 2026F | | | | |
| Doanh thu thuần | 8,509 | 7,367 | -13.4% | 5.6% |
| BĐS KCN | 485 | 473 | -2.5% | 14.2% |
| Tiện ích & dịch vụ | 7,670 | 6,540 | -14.7% | 5.4% |
| Nhà ở | - | - | N/m | N/m |
| Khác | 354 | 354 | 0.0% | 0.0% |
| Lợi nhuận gộp | 1,261 | 1,164 | -7.7% | 9.1% |
| Lợi nhuận HĐ tài chính | 385 | 280 | -27.3% | -14.7% |
| Lợi nhuận từ công ty LD/LK | 103 | 84 | -18.0% | 1.0% |
| Chi phí BH&QL | 117 | 116 | -0.5% | 2.3% |
| LNTT | 1,632 | 1,412 | -13.5% | 3.4% |
| LNST | 1,306 | 1,130 | -13.5% | 3.4% |
| Lợi nhuận thuần | 1,231 | 1,056 | -14.2% | 4.0% |
| Các khoản mục rỗng không thường xuyên | - | - | N/m | N/m |
| Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi | 1,231 | 1,056 | -14.2% | 4.0% |
| 2027F | | | | |
| Doanh thu thuần | 9,177 | 7,795 | -15.1% | 5.8% |
| BĐS KCN | 594 | 544 | -8.4% | 15.0% |
| Tiện ích & dịch vụ | 8,229 | 6,897 | -16.2% | 5.5% |
| Nhà ở | - | - | N/m | N/m |
| Khác | 354 | 354 | 0.0% | 0.0% |
| Lợi nhuận gộp | 1,428 | 1,276 | -10.6% | 9.6% |
| Lợi nhuận HĐ tài chính | 442 | 308 | -30.4% | 9.9% |
| Lợi nhuận từ công ty LD/LK | 114 | 86 | -24.5% | 1.9% |
| Chi phí BH&QL | 123 | 119 | -3.0% | 2.4% |
| LNTT | 1,861 | 1,551 | -16.7% | 9.8% |
| LNST | 1,489 | 1,241 | -16.7% | 9.8% |
| Lợi nhuận thuần | 1,414 | 1,167 | -17.5% | 10.5% |
| Các khoản mục rỗng không thường xuyên | - | - | N/m | N/m |
| Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi | 1,414 | 1,167 | -17.5% | 10.5% |

Nguồn: HSC

Thoái vốn không đáng kể tại công ty liên kết

Vào tháng 2, VRG Long Thành (công ty tư nhân, SIP sở hữu 57,95% vốn điều lệ và 75% quyền biểu quyết) đã giảm tỷ lệ sở hữu tại NTC từ 4,07% xuống khoảng 2%, thông qua việc bán ra khoảng 442.900 cổ phiếu. Giao dịch này khiến tỷ lệ sở hữu gián tiếp của SIP tại NTC giảm từ 24,94% xuống còn khoảng 22,8%.

Dựa trên các tài liệu công bố trước đây, SIP bắt đầu mua cổ phiếu NTC từ năm 2020 với mức giá bình quân khoảng 100.000đ/cp, trong khi giá bình quân giai đoạn tháng 1–2/2025 của NTC là khoảng 200.000đ/cp. Chúng tôi ước tính khoản lợi nhuận tài chính từ thương vụ thoái vốn này vào khoảng 45 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo thông

lệ, chúng tôi sẽ không đưa khoản lợi nhuận này vào dự báo cho đến khi có xác nhận chính thức từ phía BLD.

Định giá và khuyến nghị: Giảm 16,2% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 16,2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 88.000đ, do các yếu tố sau: (1) giảm định giá NAV đối với mảng BĐS KCN và tiện ích, do giảm dự báo diện tích đất KCN cho thuê và triển vọng tiêu cực từ chính sách thuế đối ứng; (2) điều chỉnh thời gian thu tiền do ngày càng có nhiều khách thuê KCN kéo dài thời hạn thanh toán; và (3) tỷ lệ sở hữu giảm tại NTC; và (4) tác động tích cực từ việc dời thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026.

Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 41%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 12,8 lần và 12,3 lần và P/B dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 2,3 lần và 2,1 lần. Về P/B điều chỉnh – chúng tôi điều chỉnh giá trị sổ sách của SIP dựa trên giá định rằng SIP áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN một lần tương tự như các công ty cùng ngành (được thảo luận chi tiết hơn trong ghi chú bên dưới) – giá mục tiêu mới cho thấy P/B dự phóng năm 2025-2026 sẽ thấp hơn nhiều ở mức 1,3 lần và 1,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Lưu ý về phương pháp ghi nhận doanh thu của SIP

SIP là một trong số ít các công ty phát triển KCN vẫn áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu cho mảng cho thuê BĐS KCN, trong khi phần lớn các công ty cùng ngành (bao gồm toàn bộ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC) đã chuyển sang phương pháp ghi nhận một lần. Vì khoản tiền nhận trước (tài sản) từ cho thuê BĐS KCN được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện (nợ phải trả), nên một khoản lợi nhuận giữ lại đáng kể không được tính vào giá trị sổ sách, dẫn đến chỉ số P/B cao hơn so với những công ty áp dụng phương pháp ghi nhận một lần để ghi nhận toàn bộ doanh số cho thuê BĐS KCN vào doanh thu trong báo cáo kết quả HĐKD của họ.

Do đó, để so sánh công bằng SIP với các đối thủ, bên cạnh KQKD, HSC cũng đặc biệt chú trọng đến giá trị sổ sách thực của Công ty. Ngoài ra, do phương pháp ghi nhận doanh thu phân bổ của công ty, việc điều chỉnh thời gian thu tiền từ khách hàng ảnh hưởng đến định giá RNAV của SIP nhưng không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Thông tin bổ sung về phương pháp định giá

Chúng tôi lưu ý các chi tiết sau:

- Sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án BĐS dân dụng, kho bãi và mảng tiện ích (phân phối điện, nước và xử lý chất thải), và chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) cho các mảng trên theo phương pháp này.
- Tăng giá định WACC lên 14,5% (từ 13,2% trước đó). Chúng tôi điều chỉnh phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%) sau khi nâng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%) nhằm phản ánh mức độ bất định thị trường cao hơn hiện nay. Như với các doanh nghiệp trong ngành BĐS/KCN, chúng tôi tiếp tục áp dụng phần bù bù trội 1,5% để phản ánh các yếu tố đặc thù của thị trường huy động vốn BĐS tại Việt Nam. Lãi suất phi rủi ro giữ nguyên ở mức 4% và beta là 1,2 (dựa trên beta điều chỉnh bình quân 5 năm từ Bloomberg).
- Do dự án KCN Long Đức 2 mới được cấp phép đầu tư vào ngày 11/2 nên các thông tin về đầu tư, đền bù và tiến độ triển khai hiện chưa rõ, chúng tôi tạm thời loại trừ KCN này khỏi định giá và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.

Bảng 22: Định giá SOTP, SIP

| Tỷ đồng | Lợi ích của SIP | Định giá (giữa năm-2026) | Phương pháp |
|--|-----------------|--------------------------|-------------|
| KCN | | 13,140 | |
| Đông Nam | 100% | 725 | DCF |
| Phước Đông - Boi Loi | 100% | 6,752 | DCF |
| Lê Minh Xuân 3 | 100% | 3,195 | DCF |
| Lộc An - Bình Sơn | 69% | 2,467 | DCF |
| Tiện ích & dịch vụ khác | | 5,473 | |
| Tiện ích – Năng lượng, nước & khác | 100% | 3,656 | DCF |
| Kho bãi | 100% | 1,817 | DCF |
| BDS khu dân cư - Phước Đông (giai đoạn A) | 100% | 712 | |
| Dự án khác | | 732 | |
| NTC | 22% | 1,459 | RNAV |
| Chi nhánh, công ty con | 100% | 559 | BV |
| Tài sản khác | | 1,817 | BV |
| Nợ khác | | (3,102) | BV |
| Tổng tài sản | | 20,057 | |
| Tiền/(nợ) thuần | | 3,031 | |
| RNAV | | 23,088 | |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành | | 211 | |
| RNAV/cp | | 109,664 | |
| Chiết khấu | | 20.0% | |
| Giá mục tiêu | | 88,000 | |

Nguồn: HSC ước tính

- Chúng tôi định giá các khoản đầu tư khác của SIP theo giá trị sổ sách. Trường hợp ngoại lệ là NTC (do SIP hiện sở hữu 22% cổ phần (giảm từ 25% trước đó) sau khi VRG Long Thành thoái vốn). Đối với NTC, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.
- Giữ nguyên mức chiết khấu so với ước tính RNAV là 20%.

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), SIP

Kích bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10.25%

| Lãi suất phi rủi ro | Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh | | | | |
|---------------------|-----------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | 8.25% | 9.25% | 10.25% | 11.25% | 12.25% |
| 3.00% | 102,000 | 96,000 | 92,000 | 87,000 | 83,000 |
| 3.50% | 100,000 | 95,000 | 90,000 | 86,000 | 81,000 |
| 4.00% | 97,000 | 93,000 | 88,000 | 84,000 | 80,000 |
| 4.50% | 95,000 | 91,000 | 86,000 | 82,000 | 79,000 |
| 5.00% | 93,000 | 89,000 | 85,000 | 81,000 | 77,000 |

Nguồn: HSC

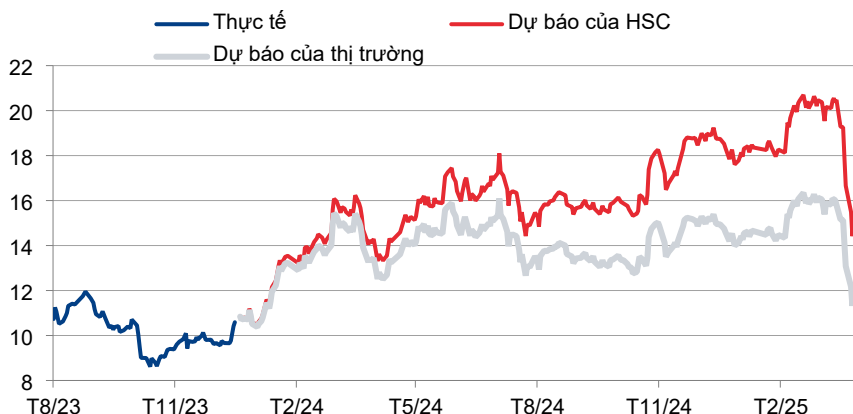
Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chiết khấu RNAV, SIP, làm tròn

| Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV | 0% | 10% | 20% | 30% | 40% |
|---|---------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 110,000 | 99,000 | 88,000 | 77,000 | 66,000 |
| Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại | 78.6% | 60.7% | 42.9% | 25.0% | 7.1% |

Nguồn: HSC ước tính:

Biểu đồ 25: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

Cổ phiếu SIP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14,8 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu SIP đã giảm 32% trong 1 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn VN Index (nhất là trong nhóm cổ phiếu BĐS KCN và xuất khẩu, vốn đang chịu áp lực mạnh từ chính sách thuế đối ứng của Tổng thống Trump). SIP đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ khi niêm yết trên HOSE vào ngày 23/8/2023 ở mức 14,8 lần.

Với quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược khu vực phía Nam, HSC tiếp tục cho rằng SIP sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam (dù tốc độ có thể chậm lại) đồng thời nắm bắt cơ hội từ làn sóng đầu tư công tăng mạnh giai đoạn 2025–2030, đặc biệt tại khu vực phía Nam.

Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh hiện tại của thị trường tạo ra cơ hội hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn, đặc biệt là những người sẵn sàng khai thác sự biến động do yếu tố chính sách thuế của Tổng thống Trump.

Trong khi chờ đợi Công ty cập nhật thêm thông tin về dự án KCN Long Đức 2, những tiến triển về phê duyệt pháp lý tại KCN Phạm Văn Hai (668 ha, TP.HCM) hoặc khả năng mở rộng thêm các khu đô thị tại các KCN hiện hữu của SIP có thể trở thành yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu, do các dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung và dài hạn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 6,677 | 7,801 | 6,975 | 7,369 | 7,798 |
| Lợi nhuận gộp | 930 | 1,095 | 1,068 | 1,165 | 1,277 |
| Chi phí BH&QL | (109) | (110) | (114) | (116) | (119) |
| Thu nhập khác | 12.8 | 18.5 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí khác | (1.90) | (2.57) | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 833 | 1,001 | 954 | 1,049 | 1,158 |
| Lãi vay thuần | (64.1) | (76.8) | 193 | 216 | 241 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 71.0 | 65.3 | 83.7 | 84.5 | 86.1 |
| Lợi nhuận khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LN không thường xuyên | 435 | 582 | 135 | 64.2 | 66.9 |
| LNTT | 1,274 | 1,572 | 1,366 | 1,413 | 1,552 |
| Chi phí thuế TNDN | (271) | (293) | (273) | (283) | (310) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (76.8) | (109) | (76.7) | (73.6) | (73.7) |
| LNST không thường xuyên | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận thuần | 927 | 1,170 | 1,016 | 1,057 | 1,168 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 856 | 1,105 | 932 | 972 | 1,082 |
| EBITDA ĐC | 1,101 | 1,321 | 1,304 | 1,404 | 1,517 |
| EPS (đồng) | 5,098 | 5,558 | 4,826 | 5,020 | 5,547 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,708 | 5,248 | 4,429 | 4,619 | 5,138 |
| DPS (đồng) | 2,892 | 1,705 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 182 | 211 | 211 | 211 | 211 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 182 | 211 | 211 | 211 | 211 |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 182 | 211 | 211 | 211 | 211 |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền | 829 | 646 | 653 | 612 | 720 |
| Đầu tư ngắn hạn | 3,139 | 5,244 | 5,548 | 5,815 | 6,097 |
| Phải thu khách hàng | 3,500 | 4,853 | 4,625 | 4,423 | 4,041 |
| Hàng tồn kho | 468 | 322 | 346 | 346 | 893 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 771 | 852 | 894 | 806 | 646 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 8,707 | 11,917 | 12,066 | 12,002 | 12,397 |
| TSCĐ hữu hình | 1,247 | 1,304 | 1,542 | 1,786 | 2,034 |
| TSCĐ vô hình | 4.52 | 4.13 | 4.49 | 4.86 | 5.25 |
| Bất động sản đầu tư | 5,443 | 5,878 | 5,871 | 5,992 | 6,242 |
| Đầu tư dài hạn | - | - | - | - | - |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 1,031 | 849 | 849 | 849 | 849 |
| Tài sản dài hạn khác | 4,627 | 5,100 | 6,404 | 7,714 | 8,674 |
| Tổng tài sản dài hạn | 12,353 | 13,136 | 14,671 | 16,345 | 17,804 |
| Tổng cộng tài sản | 21,060 | 25,053 | 26,737 | 28,346 | 30,201 |
| Nợ ngắn hạn | 1,595 | 2,466 | 2,650 | 2,650 | 2,650 |
| Phả trả người bán | 238 | 241 | 299 | 257 | 235 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1,042 | 1,178 | 1,187 | 1,197 | 1,240 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 3,061 | 4,144 | 4,455 | 4,410 | 4,406 |
| Nợ dài hạn | 90.7 | 1,132 | 972 | 787 | 603 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 137 | 133 | 133 | 133 | 133 |
| Nợ dài hạn khác | 13,743 | 14,776 | 15,742 | 16,977 | 18,305 |
| Tổng nợ dài hạn | 13,971 | 16,042 | 16,847 | 17,897 | 19,041 |
| Tổng nợ phải trả | 17,032 | 20,185 | 21,302 | 22,308 | 23,447 |
| Vốn chủ sở hữu | 4,028 | 4,868 | 5,434 | 6,039 | 6,754 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 4,028 | 4,868 | 5,434 | 6,039 | 6,754 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 21,060 | 25,053 | 26,737 | 28,346 | 30,201 |
| BVPS (đ) | 22,156 | 23,121 | 25,812 | 28,682 | 32,079 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 857 | 2,952 | 2,969 | 2,826 | 2,532 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 833 | 1,001 | 954 | 1,049 | 1,158 |
| Khấu hao | (339) | (385) | (434) | (439) | (445) |
| Lãi vay thuần | (64.1) | (76.8) | 193 | 216 | 241 |
| Thuế TNDN đã nộp | (271) | (293) | (273) | (283) | (310) |
| Thay đổi vốn lưu động | (1,252) | (654) | 1,294 | 1,389 | 1,155 |
| Khác | (383) | 258 | 96.2 | 157 | 230 |
| LCT thuần từ HKKD | (798) | 621 | 2,698 | 2,966 | 2,919 |
| Đầu tư TS dài hạn | (1,296) | (634) | (1,969) | (2,114) | (1,904) |
| Góp vốn & đầu tư | (5,049) | (12,973) | (303) | (268) | (281) |
| Thanh lý | 6,529 | 10,891 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | 534 | 358 | 83.7 | 84.5 | 86.1 |
| LCT thuần từ HĐĐT | 717 | (2,358) | (2,188) | (2,297) | (2,099) |
| Cổ tức trả cho CSH | (526) | (359) | (526) | (526) | (526) |
| Thu từ phát hành CP | 0.47 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | 995 | 1,912 | 24.1 | (185) | (185) |
| Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐTC | 470 | 1,553 | (502) | (711) | (711) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 440 | 829 | 646 | 653 | 612 |
| LCT thuần trong kỳ | 390 | (184) | 7.47 | (41.5) | 109 |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 829 | 646 | 653 | 612 | 720 |
| Dòng tiền tự do | (2,094) | (13.0) | 729 | 853 | 1,015 |

| Các chỉ số tài chính | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 13.9 | 14.0 | 15.3 | 15.8 | 16.4 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 16.5 | 16.9 | 18.7 | 19.0 | 19.5 |
| Tỷ suất LNT (%) | 13.9 | 15.0 | 14.6 | 14.3 | 15.0 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 21.2 | 18.6 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 10.6 | 16.8 | (10.6) | 5.65 | 5.81 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 15.0 | 20.0 | (1.26) | 7.61 | 8.07 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | (4.14) | 29.1 | (15.6) | 4.29 | 11.2 |
| Tăng trưởng EPS (%) | (52.6) | 9.02 | (13.2) | 4.02 | 10.5 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (4.14) | 11.5 | (15.6) | 4.29 | 11.2 |
| Tăng trưởng DPS (%) | 30.9 | (41.1) | 46.7 | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 56.7 | 30.7 | 51.8 | 49.8 | 45.1 |
| Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| ROAE (%) | 24.1 | 26.3 | 19.7 | 18.4 | 18.3 |
| ROACE (%) | 4.74 | 5.15 | 4.42 | 4.54 | 4.66 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.33 | 0.34 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần) | (0.96) | 0.62 | 2.83 | 2.83 | 2.52 |
| Số ngày tồn kho | 29.7 | 17.5 | 21.4 | 20.4 | 50.0 |
| Số ngày phải thu | 222 | 264 | 286 | 260 | 226 |
| Số ngày phải trả | 15.1 | 13.1 | 18.5 | 15.1 | 13.1 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 22.6 | 60.8 | 55.2 | 47.4 | 38.0 |
| Nợ/tài sản (%) | 8.26 | 14.4 | 13.7 | 12.2 | 10.9 |
| EBIT/lãi vay (lần) | 13.0 | 13.0 | N/a | N/a | N/a |
| Nợ/EBITDA (lần) | 1.49 | 2.60 | 2.63 | 2.33 | 2.05 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.84 | 2.88 | 2.71 | 2.72 | 2.81 |
| Định giá | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 1.83 | 2.07 | 2.31 | 2.17 | 2.01 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 11.1 | 12.2 | 12.4 | 11.4 | 10.3 |
| P/E (lần) | 12.3 | 11.2 | 13.0 | 12.4 | 11.3 |
| P/E ĐC (lần) | 13.3 | 11.9 | 14.1 | 13.5 | 12.2 |
| P/B (lần) | 2.82 | 2.70 | 2.42 | 2.18 | 1.95 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 4.63 | 2.73 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

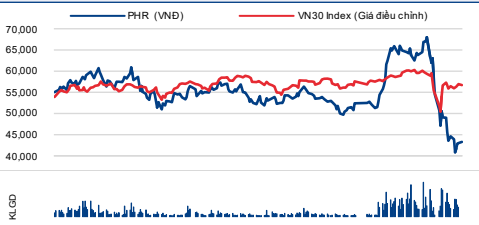
Giá mục tiêu: VNĐ55,000 (từ VNĐ64,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.0%

| | |
|--|----------------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 43,300 |
| Mã Bloomberg | PHR VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 40,850-68,000 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 43,083 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 5,867 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 226 |
| 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 | (36.3) | (16.7) | (19.2) |
| So với chỉ số | (33.3) | (15.1) | (23.7) |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F | 3,749 | 3,608 | 3.9 |
| 2026F | 3,830 | 4,486 | (14.6) |
| 2027F | 7,102 | 14,914 | (52.4) |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp sản xuất mũ 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.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Trưởng phòng, 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 PHR lên Mua vào mặc dù giảm 14,7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 55.000đ (tiềm năng tăng giá 27%), do tác động kết hợp từ việc bổ sung dự án Bắc Tân Uyên 1 vào mô hình định giá và điều chỉnh một số giả định trong định giá.
- HSC tăng 12-14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 nhờ tăng giả định tiền đền bù đất và giá cao su. Với mức tăng trưởng 85,7% của lợi nhuận thuần trong dự báo lần đầu cho năm 2027, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 28%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 36% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 38,8% so với RNAV, sâu hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm là 24,3%. PHR cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,2 lần.

Sự kiện: Phân tích 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. Mảng BĐS KCN đang đối mặt với rủi ro từ những bất định xoay quanh chính sách thuế đối ứng, điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động cho thuê và bàn giao đất trong thời gian tới. Trong khi đó, dự án Bắc Tân Uyên 1 hiện đang trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng sang đất công nghiệp và dự kiến sẽ được triển khai trong thời gian tới. Đối với mảng cao su, PHR đã hưởng lợi từ giá bán cao trong Q1/2025, tuy nhiên triển vọng giá cao su trong phần còn lại của năm vẫn còn nhiều biến động, do ảnh hưởng từ các chính sách thuế.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, chủ yếu do yếu tố thời điểm ghi nhận

HSC tăng lần lượt 12,2% và 14,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 518 tỷ đồng (tăng trưởng 10,4%) và 529 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%). Điều chỉnh này chủ yếu phản ánh kỳ vọng thu nhập đền bù đất cao hơn (từ việc bàn giao đất để xây dựng đường giao thông) và giá bán cao su cao hơn. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 983 tỷ đồng (tăng trưởng 85,7%) trên doanh thu 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29,2%), được hỗ trợ bởi giá cao su cải thiện, thu nhập đền bù đất từ dự án Bắc Tân Uyên 1, và đóng góp lần đầu từ dự án Tân Lập 1.

Dự báo của chúng tôi – cao hơn 4% so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2024, nhưng thấp hơn 15-52% cho năm 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 27,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 36% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 38,8% so với RNAV, lớn hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 24,3%. PHR cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,2 lần.

HSC điều chỉnh giảm nhẹ 4,2% ước tính RNAV/cp, do tác động tích cực từ việc bổ sung dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 vào mô hình định giá và dời thời điểm định giá sang giữa năm 2026 phần lớn đã bị bù trừ bởi tác động tiêu cực từ việc định giá thấp hơn cho NTC và VSIP III, cùng với việc tăng giá định WACC lên 15,2% (từ 13,8%) trong mô hình DCF cho các dự án KCN. Để xác định giá mục tiêu mới là 55.000đ, chúng tôi hiện áp dụng mức chiết khấu 20% trên RNAV (tăng từ 10% trước đó), nhằm phản ánh mức chiết khấu quá khứ hợp lý hơn đối với PHR cũng như rủi ro từ sự bất định của chính sách thuế đối ứng, có thể ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê và bàn giao đất tại các KCN. Với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 333 | 410 | 371 ▲ | 385 ▲ | 559 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 622 | 469 | 518 ▲ | 529 ▲ | 983 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,494 | 3,391 | 3,749 ▲ | 3,830 ▲ | 7,102 |
| DPS (đồng) | 5,273 | 3,253 | 3,000 ▲ | 3,000 ▲ | 3,000 |
| BVPS (đồng) | 26,922 | 27,677 | 28,426 | 29,255 | 33,357 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 18.1 | 14.0 | 14.4 | 16.8 | 11.7 |
| P/E ĐC (lần) | 9.64 | 12.8 | 11.5 | 11.3 | 6.10 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 12.2 | 7.51 | 6.93 | 6.93 | 6.93 |
| P/B (lần) | 1.61 | 1.56 | 1.52 | 1.48 | 1.30 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (30.1) | (24.5) | 10.5 | 2.15 | 85.4 |
| ROAE (%) | 17.9 | 12.7 | 13.6 | 13.5 | 23.2 |

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

Đánh giá tác động của thuế đối ứng lên mảng BĐS KCN

HSC giảm 14,7% giá mục tiêu xuống 55.000đ (tiềm năng tăng giá 27%) để phản ánh tác động kết hợp giữa việc bổ sung dự án Bắc Tân Uyên 1 vào mô hình định giá SoTP và giả định thận trọng hơn trong định giá tổng thể. Chúng tôi tăng 12-14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 nhờ kỳ vọng thu nhập đền bù đất cao hơn và giá cao su cải thiện. Cùng với mức tăng trưởng cao của lợi nhuận thuần trong dự báo lần đầu cho năm 2027, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27,9%. Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 36% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 38,8% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 24,3%. PHR cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,2 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới.

BĐS KCN: Cập nhật và phân tích

Đối với các dự án hiện hữu: NTU III (346 ha, Bình Dương, do NTC phát triển, PHR sở hữu 33%) đã bắt đầu bàn giao đất từ Q4/2024, qua đó giúp doanh thu và lợi nhuận thuần của NTC trong Q4/2024 tăng mạnh lên 193 tỷ đồng (tăng 206% so với cùng kỳ) và 122 tỷ đồng (tăng 79% so với cùng kỳ). Trong Q1/2025, NTC tiếp tục ghi nhận doanh thu đạt 134 tỷ đồng (tăng 131% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 69 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ). Trong khi đó VSIP III đã bàn giao 25 ha trong năm 2024 và gần đây ký biên bản ghi nhớ (MOU) cho một dự án trung tâm dữ liệu có diện tích 50 ha.

Chúng tôi ghi nhận rằng việc xác định tổng vốn đầu tư điều chỉnh tại dự án VSIP III – làm cơ sở để PHR góp 20% vốn – đã bị trì hoãn trong thời gian dài và hiện thời điểm hoàn tất vẫn chưa rõ ràng. Do đó, chúng tôi hiện chỉ ghi nhận phần lợi ích kinh tế 20% của PHR từ đền bù đất (đợt 2) và loại trừ phần sở hữu 20% ở cấp công ty khỏi mô hình định giá.

Trong bối cảnh chỉ còn 72 ngày cho quá trình đàm phán thuế đối ứng giữa Mỹ và Việt Nam, khách thuê có xu hướng trì hoãn quyết định, theo đó hoạt động ký hợp đồng thuê đất và giải ngân đầu tư có thể bị chậm lại, ảnh hưởng trực tiếp đến tiến độ bàn giao đất và ghi nhận doanh thu của NTU III và VSIP III. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm giả định diện tích đất KCN bàn giao của NTU III và VSIP III từ 30-40 ha xuống 20-30 ha.

Về quá trình chuyển đổi đất cao su, quy hoạch 1/5000 của dự án Bắc Tân Uyên 1 (786 ha, Bình Dương) – nằm trên quỹ đất cao su của PHR (đã được BLĐ xác nhận) – vừa được phê duyệt. Hiện dự án đang trong giai đoạn xin phê duyệt quy hoạch 1/2000 và giấy phép đầu tư. Đây là KCN cơ khí chế tạo, trong đó Tập đoàn Thaco đề xuất làm nhà phát triển dự án. PHR sẽ nhận được thu nhập từ đền bù đất. HSC phản ánh điều này trong mô hình định giá bằng cách giả định giá đền bù đất là 2,5 tỷ đồng/ha, được chia thành hai đợt: đợt 1 tương ứng 1.022 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2026 và năm 2027; và đợt 2 tương ứng 1,2 tỷ đồng/ha sẽ được ghi nhận hằng năm theo tiến độ bàn giao đất cho khách thuê. Cấu trúc ghi nhận này tương tự với cách PHR đã thực hiện khi bàn giao đất cao su cho VSIP để phát triển dự án VSIP III trong năm 2022-2023.

Dự án Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương) hiện cũng đang chờ được cấp giấy phép đầu tư. Trong bối cảnh Bình Dương đang trong quá trình sáp nhập hành chính một phần với TP. HCM, chúng tôi dự báo tiến độ phê duyệt pháp lý đối với cả hai dự án Bắc Tân Uyên 1 và Tân Lập 1 sẽ bị kéo dài sang năm 2026.

Bảng 26: Tiến độ các dự án của PHR

Dự án Bắc Tân Uyên 1 được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận trong vài năm tới

| KCN | Tỷ lệ sở hữu của PHR | Tổng diện tích (ha) | Tổng diện tích cho thuê (ha) | Năm bắt đầu cho thuê | Tỷ lệ lấp đầy | Tiến độ dự án |
|------------------|----------------------|---------------------|------------------------------|----------------------|---------------|-----------------------------------|
| Tân Bình 1 | 80% | 352 | 244 | - | 100% | Lấp đầy hoàn toàn |
| Nam Tân Uyên III | 33% | 346 | 255 | 2024 | 4% | Bắt đầu bàn giao từ quý 4/2024 |
| VSIP 3 | 20% | 1,000 | 650 | 2023 | 11% | Đang mở bán và bàn giao |
| Tân Lập 1 | 51% | 200 | 140 | 2026-27 | 0% | Chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương |
| Bắc Tân Uyên 1 | N/a | 786 | 551 | 2026-27 | 0% | Chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương |

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng 12,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 518 tỷ đồng, tăng trưởng 10,4%, dù giảm 6,4% dự báo doanh thu xuống 1,5 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận được hỗ trợ bởi khoản thu từ đền bù đất cao su (81 ha) bàn giao cho nhà nước để phục vụ xây dựng tuyến cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Chúng tôi giả định mức giá đền bù 2,5 tỷ đồng/ha và phân bổ khoản thu này vào năm 2025 và 2026. Khoản thu này giúp bù đắp phần doanh thu giảm do tiến độ bàn giao đất KCN tại NTU III và VSIP III chậm lại.

Bảng 27: Lợi nhuận Q1/2025 ước tính, PHR

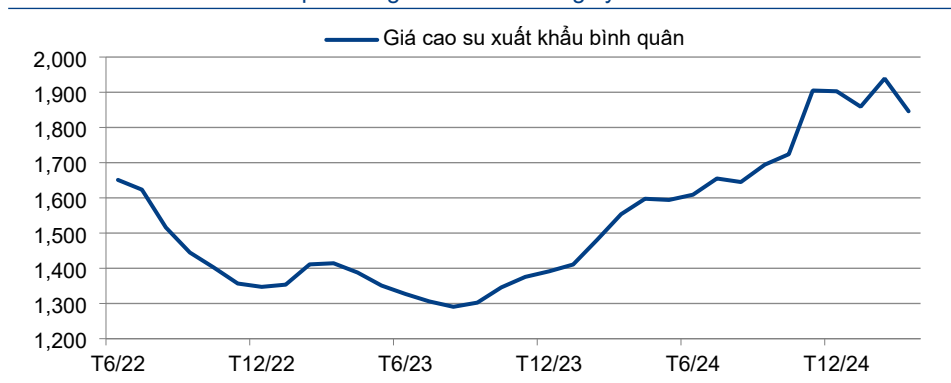
Lợi nhuận thuần Q1/2025 được kỳ vọng tăng 37% so với cùng kỳ nhờ giá cao su tăng

| Tỷ đồng | Q1/24 | Q1/25 | So với cùng kỳ | % dự báo cả năm | Q2-Q4/25 | % dự báo của HSC |
|-----------|-------|-------|----------------|-----------------|----------|------------------|
| Doanh thu | 323.4 | 407 | 26% | 26% | 1,160 | 74% |
| Lợi nhuận | 73 | 100 | 37% | 19% | 425 | 81% |

Nguồn: HSC

Biểu đồ 28: Giá cao su xuất khẩu bình quân, USD/tấn

Giá cao su xuất khẩu bình quân tăng 27% so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Bảng 29: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024A-2027, PHR

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024A-2027 dự báo tăng trưởng với CAGR là 27,9%

| Tỷ đồng | 2024A | 2025F | % điều chỉnh | Tăng trưởng | 2026F | % điều chỉnh | Tăng trưởng | 2027F | Tăng trưởng |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Tổng doanh thu | 1,633 | 1,529 | -4.3% | -6.4% | 1,587 | -1.3% | 3.8% | 2,050 | 29.2% |
| Cao su & gỗ | 1,520 | 1,470 | -4.5% | -3.3% | 1,527 | -1.3% | 3.9% | 1,564 | 2.4% |
| Cho thuê KCN | 87 | 48 | 0.1% | -44.6% | 48 | 0.1% | 0.0% | 473 | 884.2% |
| Lợi nhuận gộp | 423 | 346 | 15.8% | -18.0% | 361 | 18.9% | 4.4% | 580 | 60.4% |
| Chi phí BH&QL | (157) | (150) | 17.1% | -4.4% | (153) | -2.2% | 2.4% | (200) | 30.0% |
| Lợi nhuận tài chính | 170 | 174 | -3.3% | 2.5% | 165 | 18.0% | -5.1% | 129 | -22.2% |
| Thu nhập từ cty LD, LK | 56 | 55 | -48.4% | -2.3% | 59 | -48.3% | 8.7% | 63 | 6.8% |
| Thu nhập khác | 64 | 185 | 51.6% | 187.6% | 179 | 31.7% | -3.1% | 694 | 287.3% |
| LNTT | 556 | 610 | 5.5% | 9.8% | 612 | 14.8% | 0.3% | 1,266 | 107.0% |
| Lợi nhuận thuần | 469 | 518 | 12.2% | 10.4% | 529 | 14.1% | 2.1% | 983 | 85.7% |

Nguồn: HSC

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 100 tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ, trên doanh thu 407 tỷ đồng, nhờ giá cao su duy trì ở mức cao. Chúng tôi tăng 14,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 529 tỷ đồng, tăng trưởng 2,1%, được hỗ trợ bởi khoản thu từ đền bù đất cao su (81 ha) bàn giao cho nhà nước để phục vụ xây dựng tuyến cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành cũng như nhờ giá định giá cao su duy trì ở mức cao. Chúng tôi dự báo doanh thu đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 3,8% dù doanh thu từ mảng cao su giảm do ảnh hưởng từ hoạt động chuyển đổi đất. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 983 tỷ đồng (tăng trưởng 85,7%) trên doanh thu 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29,2%), được hỗ trợ bởi giá cao su cải thiện, thu nhập đền bù đất từ dự án Bắc Tân Uyên 1, và đóng góp lần đầu từ dự án Tân Lập 1.

Chúng tôi dự báo không có khoản mục không thường xuyên nào trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 27,9% trong giai đoạn 2024-2027.

Định giá: Giảm 14,7% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 27%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm nhẹ 4,2% ước tính RNAV/cp, do tác động tích cực từ việc bổ sung dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 vào mô hình định giá và dời thời điểm định giá sang giữa năm 2026 đã bị bù trừ bởi tác động tiêu cực từ việc định giá thấp hơn cho NTC và VSIP III nhằm phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng, cùng với việc tăng giá định WACC (do tăng giá định phần bù rủi ro vốn CSH). Để xác định giá mục tiêu mới là 55.000đ, chúng tôi hiện áp dụng mức chiết khấu 20% trên RNAV (tăng từ 10% trước đó), nhằm phản ánh mức chiết khấu bình quân quá khứ hợp lý hơn đối với PHR cũng như rủi ro từ sự bất định của chính sách thuế đối ứng, có thể ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê và bàn giao đất tại các KCN.

Với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới, HSC nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Câu chuyện chuyển đổi đất cao su sang đất KCN của PHR hiện đang trở nên rõ ràng hơn và đầy tiềm năng, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong vài năm tới.

Chi tiết hơn về cách tính RNAV của chúng tôi:

- HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá toàn bộ các KCN, bao gồm Tân Bình 1, Tân Lập 1, VSIP III, Bắc Tân Uyên 1 và 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 góp của mảng BĐS KCN (bao gồm giá trị của các KCN, khoản đầu tư vào NTC và thu nhập từ việc chuyển nhượng đất) đóng góp bình quân 60% định giá của PHR.
- Chúng tôi cũng 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 14% định giá của PHR.
- Giá định WACC tăng lên 15,2% (từ 13,8% trước đó). Giữ nguyên giá định lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1,15. Tuy nhiên, chúng tôi nâng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 10,25% (từ 9%), sau khi phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ của HSC được điều chỉnh tăng thêm 125 điểm cơ bản, lên 8,75% (Như với tất cả các doanh nghiệp BĐS/KCN khác, chúng tôi tiếp tục cộng thêm 1,5 điểm phần trăm phần bù bù trội vào phần bù rủi ro vốn CSH).

Chúng tôi cũng tiến hành phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo những thay đổi của lãi suất phi rủi ro (Bảng 31) và theo mức chiết khấu đối với ước tính RNAV (Bảng 32).

Bảng 30: Tính toán RNAV, PHR

| Tỷ đồng | Phương pháp | Lợi ích của PHR | NAV |
|--|-------------|-----------------|---------------|
| BDS KCN | DCF | 20-100% | 3,201 |
| Cao su & gỗ | DCF | 100% | 1,497 |
| Tài sản khác | BV | 100% | 343 |
| Đầu tư vào NTC | RNAV | 33% | 2,200 |
| Tổng giá trị định giá lại | | | 7,241 |
| (+) (Nợ)/Tiền thuần | | | 2,068 |
| Giá trị của vốn CSH | | | 9,309 |
| Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | | | 135.5 |
| Giá trị vốn CSH của cổ phiếu | | | 68,700 |
| Chiết khấu giả định | | 20% | |
| Giá mục tiêu | | | 55,000 |

Nguồn: HSC

Bảng 31: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, PHR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,3%

| Đồng | Lãi suất phi rủi ro | Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh | | | | |
|------|---------------------|-----------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | 9.25% | 9.75% | 10.25% | 10.75% | 11.25% |
| | 3.0% | 59,000 | 58,000 | 57,000 | 56,000 | 54,500 |
| | 3.5% | 58,000 | 57,000 | 56,000 | 55,000 | 54,000 |
| | 4.0% | 57,000 | 56,000 | 55,000 | 54,000 | 53,000 |
| | 4.5% | 56,000 | 55,000 | 54,000 | 53,000 | 52,500 |
| | 5.0% | 55,000 | 54,000 | 53,500 | 52,500 | 51,500 |

Nguồn: HSC

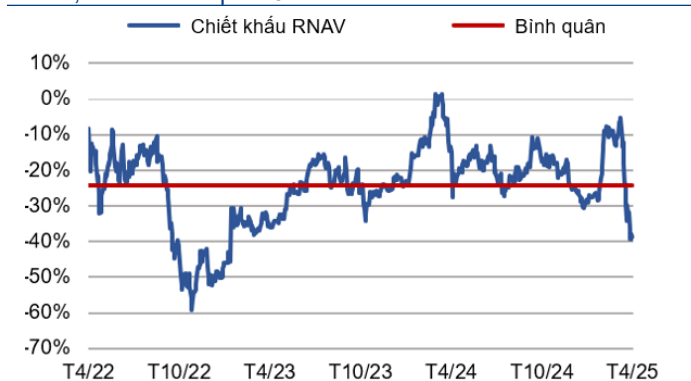
Bảng 32: Phân tích độ nhạy của của giá mục tiêu với giả định RNAV điều chỉnh (đồng), PHR

| Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giả định: | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% |
|---|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu | 62,000 | 58,500 | 55,000 | 51,500 | 48,500 |
| Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại | 43.2% | 35.1% | 27.0% | 18.9% | 12.0% |

Nguồn: HSC

Biểu đồ 33: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PHR

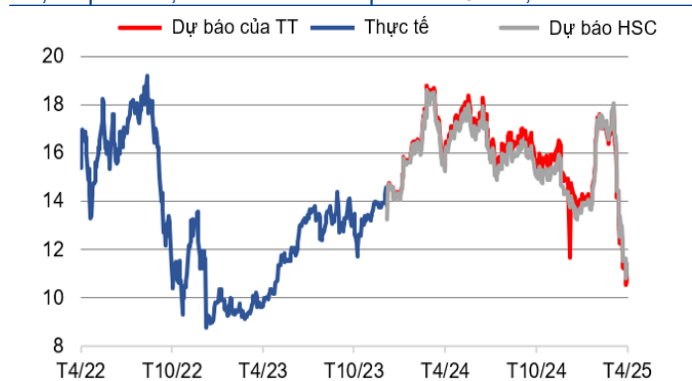
PHR đang giao dịch với mức thị giá chiết khấu 38,5% so với RNAV, so với bình quân 3 năm là 24%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 34: P/E trượt dự phóng 1 năm, PHR

PHR hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 lần so với bình quân ở mức 14,2 lần



Nguồn HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 36% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 38,8% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 24,3%. PHR cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,2 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Doanh thu | 1,351 | 1,633 | 1,529 | 1,587 | 2,050 |
| Lợi nhuận gộp | 330 | 423 | 346 | 361 | 580 |
| Chi phí BH&QL | (135) | (157) | (150) | (153) | (200) |
| Thu nhập khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 195 | 266 | 196 | 208 | 380 |
| Lãi vay thuần | 141 | 103 | 112 | 98.9 | 58.1 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 82.4 | 56.0 | 54.7 | 59.4 | 63.4 |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - |
| LN không thường xuyên | 376 | 132 | 247 | 245 | 764 |
| LNTT | 795 | 556 | 610 | 612 | 1,266 |
| Chi phí thuế TNDN | (131) | (60.9) | (91.2) | (97.9) | (253) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (41.6) | (25.5) | (0.47) | 15.4 | (30.3) |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận thuần | 622 | 469 | 518 | 529 | 983 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 609 | 460 | 508 | 519 | 962 |
| EBITDA ĐC | 333 | 410 | 371 | 385 | 559 |
| EPS (đồng) | 4,592 | 3,465 | 3,826 | 3,906 | 7,251 |
| EPS ĐC (đồng) | 4,494 | 3,391 | 3,749 | 3,830 | 7,102 |
| DPS (đồng) | 5,273 | 3,253 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 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) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & tương đương tiền | 146 | 190 | 601 | 456 | 1,024 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1,997 | 1,683 | 1,683 | 1,683 | 1,683 |
| Phải thu khách hàng | 193 | 200 | 178 | 186 | 199 |
| Hàng tồn kho | 322 | 417 | 159 | 416 | 172 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 104 | 82.3 | 82.3 | 82.3 | 82.3 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 2,762 | 2,572 | 2,703 | 2,823 | 3,161 |
| TSCĐ hữu hình | 1,779 | 1,809 | 1,701 | 1,589 | 1,475 |
| TSCĐ vô hình | 0.59 | 0.48 | 0.33 | 0.18 | 0.02 |
| Bất động sản đầu tư | 185 | 171 | 192 | 216 | 243 |
| Đầu tư dài hạn | 250 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 323 | 379 | 434 | 493 | 557 |
| Tài sản dài hạn khác | 861 | 839 | 782 | 1,732 | 2,661 |
| Tổng tài sản dài hạn | 3,399 | 3,371 | 3,281 | 4,203 | 5,108 |
| Tổng cộng tài sản | 6,161 | 5,943 | 5,984 | 7,026 | 8,268 |
| Nợ ngắn hạn | 277 | 60.0 | 60.0 | 360 | 360 |
| Phả trả người bán | 47.7 | 46.5 | 58.3 | 60.5 | 61.9 |
| Nợ ngắn hạn khác | 514 | 465 | 475 | 486 | 506 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 881 | 620 | 641 | 954 | 977 |
| Nợ dài hạn | 41.8 | 0 | 0 | 680 | 1,362 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 4.52 | 1.68 | 1.68 | 1.68 | 1.68 |
| Nợ dài hạn khác | 1,417 | 1,391 | 1,308 | 1,260 | 1,212 |
| Tổng nợ dài hạn | 1,463 | 1,393 | 1,310 | 1,942 | 2,576 |
| Tổng nợ phải trả | 2,345 | 2,012 | 1,951 | 2,896 | 3,552 |
| Vốn chủ sở hữu | 3,648 | 3,750 | 3,852 | 3,964 | 4,520 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 168 | 181 | 181 | 166 | 196 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 3,816 | 3,931 | 4,033 | 4,130 | 4,716 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 6,161 | 5,943 | 5,984 | 7,026 | 8,268 |
| BVPS (đ) | 26,922 | 27,677 | 28,426 | 29,255 | 33,357 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 173 | (130) | (541) | 584 | 698 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 195 | 266 | 196 | 208 | 380 |
| Khấu hao | (138) | (144) | (174) | (177) | (179) |
| Lãi vay thuần | 141 | 103 | 112 | 98.9 | 58.1 |
| Thuế TNDN đã nộp | (131) | (60.9) | (91.2) | (97.9) | (253) |
| Thay đổi vốn lưu động | (42.1) | (152) | 291 | (262) | 233 |
| Khác | (3.57) | (67.7) | 70.2 | 58.2 | 580 |
| LCT thuần từ HKKD | 298 | 232 | 753 | 181 | 1,177 |
| Đầu tư TS dài hạn | (70.5) | (68.8) | (113) | (1,087) | (1,068) |
| Góp vốn & đầu tư | (1,679) | (1,649) | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 1,881 | 2,042 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | 214 | 193 | 177 | 187 | 184 |
| LCT thuần từ HĐĐT | 346 | 517 | 63.6 | (900) | (884) |
| Cổ tức trả cho CSH | (714) | (441) | (406) | (406) | (406) |
| Thu từ phát hành CP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | 51.0 | (264) | 0 | 980 | 682 |
| Khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐTC | (663) | (705) | (406) | 574 | 275 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 166 | 146 | 190 | 601 | 456 |
| LCT thuần trong kỳ | (19.9) | 44.0 | 410 | (144) | 567 |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | (0.13) | 0.54 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 146 | 190 | 601 | 456 | 1,024 |
| Dòng tiền tự do | 227 | 163 | 640 | (905) | 109 |

| Các chỉ số tài chính | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 24.5 | 25.9 | 22.6 | 22.8 | 28.3 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 24.7 | 25.1 | 24.3 | 24.2 | 27.3 |
| Tỷ suất LNT (%) | 46.1 | 28.7 | 33.9 | 33.4 | 47.9 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 16.5 | 10.9 | 14.9 | 16.0 | 20.0 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (20.9) | 20.9 | (6.37) | 3.78 | 29.2 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (11.9) | 23.0 | (9.57) | 3.69 | 45.3 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | (30.1) | (24.5) | 10.5 | 2.15 | 85.4 |
| Tăng trưởng EPS (%) | (29.9) | (24.5) | 10.4 | 2.09 | 85.7 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (30.1) | (24.5) | 10.5 | 2.15 | 85.4 |
| Tăng trưởng DPS (%) | 97.6 | (38.3) | (7.78) | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 115 | 93.9 | 78.4 | 76.8 | 41.4 |
| Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| ROAE (%) | 17.9 | 12.7 | 13.6 | 13.5 | 23.2 |
| ROACE (%) | 3.79 | 5.01 | 3.68 | 3.64 | 5.69 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.22 | 0.27 | 0.26 | 0.24 | 0.27 |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần) | 1.52 | 0.87 | 3.84 | 0.87 | 3.10 |
| Số ngày tồn kho | 115 | 126 | 49.0 | 124 | 42.8 |
| Số ngày phải thu | 69.0 | 60.2 | 55.0 | 55.3 | 49.5 |
| Số ngày phải trả | 17.1 | 14.0 | 18.0 | 18.0 | 15.4 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 4.95 | (3.38) | (14.0) | 14.8 | 15.5 |
| Nợ/tài sản (%) | 5.30 | 1.07 | 1.06 | 14.9 | 20.9 |
| EBIT/lãi vay (lần) | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| Nợ/EBITDA (lần) | 0.98 | 0.15 | 0.17 | 2.71 | 3.09 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 3.13 | 4.15 | 4.21 | 2.96 | 3.24 |
| Định giá | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 4.47 | 3.51 | 3.48 | 4.07 | 3.20 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 18.1 | 14.0 | 14.4 | 16.8 | 11.7 |
| P/E (lần) | 9.43 | 12.5 | 11.3 | 11.1 | 5.97 |
| P/E ĐC (lần) | 9.64 | 12.8 | 11.5 | 11.3 | 6.10 |
| P/B (lần) | 1.61 | 1.56 | 1.52 | 1.48 | 1.30 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 12.2 | 7.51 | 6.93 | 6.93 | 6.93 |

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

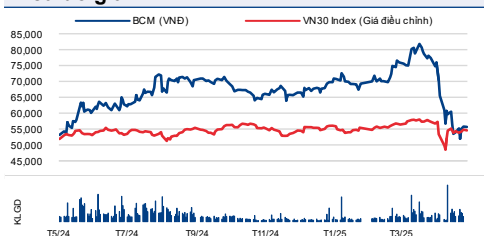
Giá mục tiêu: VNĐ66,100 (từ VNĐ86,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.7%

| | |
|--|----------------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 55,700 |
| Mã Bloomberg | BCM VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 52,000-81,800 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 55,667 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 57,650 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 2,217 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 1,035 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 352 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 20.3 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 34.0% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 1.96% |
| Tỷ lệ freefloat | 3.84% |
| Cổ đông lớn | ND tỉnh Bình Dương (95.4%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường | (28.2) | (19.6) | 7.92 |
| So với chỉ số | (24.9) | (18.1) | 2.01 |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F | 1,732 | 2,528 | (31.5) |
| 2026F | 1,829 | 2,636 | (30.6) |
| 2027F | 2,240 | 3,309 | (32.3) |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BCM là nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, với hơn 6.000 ha đất cho thuê. Bên cạnh cho thuê đất, BCM đã phát triển một hệ sinh thái toàn diện để hỗ trợ mảng kinh doanh khu công nghiệp cốt lõi

Giảm giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận do rủi ro về thuế; Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BCM nhưng giảm 24% giá mục tiêu xuống 66.100đp (tiềm năng tăng giá 19%) do giảm giá định diện tích đất KCN cho thuê và điều chỉnh các giá định định giá.
- Chúng tôi giảm lần lượt 32%, 31% và 32% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do giảm giá định diện tích đất KCN/đất dân dụng bàn giao cũng như giảm giá định doanh thu cho thuê đất trong bối cảnh bất định xoay quanh chính sách thuế đối ứng của ông Trump.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 28% trong 1 tháng qua, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần và cũng đang chiết khấu 33,4% so với ước tính RNAV (lớn hơn chiết khấu bình quân kể từ khi HSC bắt đầu khuyến nghị vào giữa tháng 3 ở mức 30,3%).

Sự kiện: Đánh giá triển vọng Q1/2025

HSC xem xét lại dự báo và triển vọng của BCM sau thông tin mới nhất liên quan đến thuế đối ứng từ Mỹ và những lo ngại xoay quanh vấn đề này. Là một doanh nghiệp phát triển BĐS KCN, BCM sẽ chịu tác động trực tiếp nếu thuế được áp dụng, do đó chúng tôi dự báo hoạt động cho thuê đất sẽ yếu hơn so với dự báo trước đây. Bên cạnh đó, việc hoãn kế hoạch phát hành cổ phiếu ra công chúng của BCM được dự báo sẽ làm trì hoãn nguồn vốn dành cho các dự án trọng điểm.

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 31,5%, 30,6% và 32,3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,8 nghìn (giảm 14,9%), 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,5%) do tiến độ bàn giao đất chậm hơn kỳ vọng và đóng góp suy giảm từ các công ty liên doanh/liên kết, đặc biệt là VSIP, công ty liên doanh phát triển KCN mà BCM sở hữu 49% cổ phần cùng với Sembcorp.

Dự báo mới này – hiện chúng tôi là đơn vị phân tích duy nhất đưa ra dự báo cho BCM – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 3,3% trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu BCM đã giảm 28% trong 1 tháng qua do ảnh hưởng trực tiếp từ tâm lý tiêu cực liên quan đến thuế đối ứng của Mỹ. BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần và cũng đang chiết khấu 33,4% so với ước tính RNAV (lớn hơn chiết khấu bình quân kể từ khi HSC bắt đầu khuyến nghị vào giữa tháng 3 ở mức 30,3%).

HSC điều chỉnh giảm 14,3% ước tính RNAV/cp xuống 82.600đ, phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%), để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ mới. Chúng tôi cũng đang áp dụng mức chiết khấu 20% trên ước tính RNAV/cp (tăng từ 10% trước đó) nhằm phản ánh các lo ngại liên quan đến (1) rủi ro từ chính sách thuế đối ứng và ảnh hưởng tiêu cực tiềm tàng lên mảng BĐS KCN cốt lõi và (2) bối cảnh khó khăn hơn do kế hoạch phát hành cổ phiếu ra công chúng bị hoãn.

Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới là 66.100đ (đã điều chỉnh giảm 24%), chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BCM. Chúng tôi nhấn mạnh rằng BCM – với vị thế dẫn đầu ngành phát triển BĐS KCN, quỹ đất lớn và hệ sinh thái hoàn chỉnh – vẫn có khả năng hưởng lợi từ dòng vốn FDI trong trung và dài hạn.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 2,942 | 1,901 | 2,340 ▼ | 2,489 ▼ | 2,666 ▼ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 2,425 | 2,106 | 1,793 ▼ | 1,893 ▼ | 2,318 ▼ |
| EPS ĐC (đồng) | 2,343 | 2,034 | 1,732 ▼ | 1,829 ▼ | 2,240 ▼ |
| DPS (đồng) | 800 | 994 | - | - | - |
| BVPS (đồng) | 18,814 | 19,787 | 21,830 | 24,002 | 26,895 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 25.8 | 41.4 | 34.3 | 32.2 | 30.2 |
| P/E ĐC (lần) | 23.8 | 27.4 | 32.2 | 30.5 | 24.9 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 1.44 | 1.78 | - | - | - |
| P/B (lần) | 2.96 | 2.82 | 2.55 | 2.32 | 2.07 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 42.8 | (13.2) | (14.9) | 5.58 | 22.5 |
| ROAE (%) | 13.0 | 10.5 | 8.32 | 7.98 | 8.80 |

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

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trang.btt@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

Hoạt động cho thuê đất KCN chứng lại phần lớn đã phản ánh vào giá

HSC điều chỉnh giảm 24% giá mục tiêu xuống 66.100đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 và cập nhật các giả định định giá. Là một doanh nghiệp có khả năng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các chính sách thuế đối ứng mới, BCM dự kiến sẽ ghi nhận tốc độ cho thuê đất KCN và đất dân dụng chậm lại, bao gồm cả phần đóng góp từ các công ty liên kết/liên doanh phát triển BĐS KCN (đáng chú ý nhất là VSIP). Sau khi giá cổ phiếu giảm 28% trong 1 tháng qua, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần và cũng đang chiết khấu 33,4% so với ước tính RNAV (lớn hơn chiết khấu bình quân kể từ khi HSC bắt đầu khuyến nghị vào giữa tháng 3 ở mức 30,3%). HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 31,5%, 30,6% và 32,3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 14,9%), 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,6%) và 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22,5%) do dự kiến việc cho thuê đất KCN của chính BCM và đóng góp từ liên doanh VSIP sẽ chậm lại trước những bất định về chính sách thuế đối ứng. Hai dự án KCN Cây Trường và mở rộng KCN Bàu Bàng, dự kiến triển khai từ năm 2025, sẽ là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận mảng BĐS KCN giai đoạn 2025-2027.

Cụ thể, chúng tôi hiện giả định BCM sẽ cho thuê lần lượt 45 ha, 70 ha, và 79 ha cho giai đoạn 2025-2027 (so với giả định trước đó là 55 ha, 75 ha và 84 ha), còn VSIP sẽ cho thuê lần lượt 240 ha, 250 ha, 318 ha (so với giả định trước đó là 310 ha, 360 ha, và 380 ha). Theo đó, lợi nhuận từ công ty liên kết (VSIP) được điều chỉnh giảm lần lượt 24%, 23,3% và 13,3% xuống 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (giảm 28,3%), 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 10,6%) và 2 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 31,3%).

Chúng tôi cũng giảm lần lượt 11,9%, 5,5% và 14,8% dự báo doanh thu mảng BĐS KCN giai đoạn 2025-2027 xuống 5 nghìn tỷ đồng (so với khoảng 2,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024), 4,6 nghìn tỷ đồng (giảm 7,3%) và 4,5 nghìn tỷ đồng (giảm 2,6%) do diện tích đất bàn giao ở tại các khu dân cư đi kèm KCN như Thới Hòa và Bàu Bàng giảm. Trong khi đó, BCM dự kiến ghi nhận doanh thu bán sỉ tại BDNC trong năm 2025, hỗ trợ phần nào cho doanh thu BĐS dân dụng, dù chưa công bố chi tiết. Chúng tôi lưu ý rằng BCM không công bố riêng doanh thu từ BĐS KCN và BĐS dân dụng trong báo cáo.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 3,3% trong giai đoạn 2024-2027.

Bảng 35: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, BCM

| Tỷ đồng | 2024A | Dự báo mới 2025F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | Dự báo mới 2026F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | Dự báo mới 2027F | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|-------------------------------|--------------|------------------|---------------|---------------|------------------|---------------|--------------|------------------|---------------|--------------|
| Tổng doanh thu | 5,195 | 7,979 | -10.5% | 53.6% | 8,443 | -6.3% | 5.8% | 8,872 | -11.4% | 5.1% |
| Cho thuê BĐS KCN | 3,327* | 1,344 | -16.3% | 90.0% | 2,122 | -12.3% | 58.0% | 2,578 | -12.3% | 21.5% |
| Doanh thu BĐS | - | 4,979 | -11.9% | - | 4,618 | -5.5% | -7.3% | 4,497 | -14.8% | -2.6% |
| Dịch vụ | 1,181 | 796 | 0.0% | -32.6% | 804 | 0.0% | 1.0% | 840 | 0.0% | 4.5% |
| Khác | 687 | 860 | 0.0% | 25.2% | 898 | 0.0% | 4.4% | 957 | 0.0% | 6.5% |
| Lợi nhuận gộp | 3,392 | 3,869 | -13.3% | 14.1% | 4,261 | -10.9% | 10.1% | 4,655 | -17.0% | 9.2% |
| Lợi nhuận từ công ty liên kết | 1,955 | 1,402 | -24.0% | -28.3% | 1,550 | -23.3% | 10.6% | 2,037 | -13.3% | 31.4% |
| LNST | 2,310 | 2,115 | -25.8% | -8.4% | 2,247 | -25.3% | 6.2% | 2,994 | -21.9% | 33.2% |
| Lợi nhuận thuần | 2,106 | 1,793 | -31.5% | -14.9% | 1,893 | -30.6% | 5.6% | 2,318 | -32.3% | 22.5% |

Ghi chú: (*) Chúng tôi sử dụng số liệu tổng do BCM không công bố số liệu chi tiết về doanh thu KCN và BĐS.
 Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BCM nhưng giảm 24% giá mục tiêu xuống 66.100đ (tiềm năng tăng giá 19%). Mặc dù điều kiện thị trường trở nên khó khăn hơn so với kỳ vọng ban đầu sau khi công bố chính sách thuế đối ứng, chúng tôi vẫn tin rằng nền tảng cơ bản vững chắc của BCM sẽ tiếp tục phát huy giá trị. BCM là một trong những nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu quỹ đất lớn tại nhiều vị trí chiến lược, cùng với kinh nghiệm vận hành từ VSIP – yếu tố giúp thu hút dòng vốn FDI. Chúng tôi cho rằng bất kỳ tín hiệu tích cực nào trong tiến trình đàm phán giữa Việt Nam và Mỹ đều sẽ giúp thu hẹp mức chiết khấu RNAV hiện tại.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá trị hợp lý (RNAV) trên mỗi cổ phiếu, với RNAV/cp là 82.600đ, đã điều chỉnh giảm 14,3% chủ yếu do kỳ vọng tốc độ cho thuê đất KCN và bán đất dân dụng sẽ chậm lại.

Lưu ý, chúng tôi sử dụng giả định WACC là 11,4% (tăng từ 10,1%) trong mô hình DCF để định giá các dự án KCN và dự án dân cư. Giả định WACC này được tính toán dựa trên lãi suất phi rủi ro 4% và beta là 1 (theo dữ liệu Bloomberg). Tuy nhiên, chúng tôi tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%), bao gồm phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm (do đặc thù ngành) được cộng vào tiêu chuẩn nội bộ mới là 8,75% (trước đó là 7,5%).

Chúng tôi cũng nâng mức chiết khấu trên RNAV/cp lên 20% (từ 10%) để phản ánh rõ hơn mối lo ngại gia tăng về (1) rủi ro từ thuế đối ứng đối với mảng BĐS KCN cốt lõi và (2) sự trì hoãn trong huy động vốn cho các dự án trọng điểm do kế hoạch phát hành cổ phiếu bị hoãn.

Chúng tôi trình bày chi tiết về định giá trong Bảng 36. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh trong Bảng 37, và phân tích theo mức chiết khấu trên RNAV trong Bảng 38.

Bảng 36: Định giá, BCM

| Tỷ đồng | Phương pháp | % tỷ lệ sở hữu của BCM | Ngày hiệu lực (giữa năm-2026) |
|---|-------------|------------------------|-------------------------------|
| BĐS KCN | | | 41,700 |
| BCM | DCF | 100% | 18,391 |
| VSIP | DCF | 42-67% | 18,196 |
| Becamex Bình Phước | DCF | 56% | 5,112 |
| BĐS khu dân cư | | | 33,170 |
| Thành phố mới Bình Dương | DCF | 100% | 26,734 |
| Bàu Bàng, Thới Hòa | DCF | 100% | 6,437 |
| Mảng khác | | | 23,752 |
| TDC | DCF | 61% | 456 |
| IJC | DCF | 50% | 2,690 |
| BW Industrial | DCF | 24% | 18,242 |
| BWE | DCF | 19% | 2,364 |
| BĐS đầu tư | BV | | 707 |
| Đầu tư khác | BV | | 8,474 |
| Tổng giá trị tài sản | | | 107,803 |
| Nợ/(tiền) thuần | | | (22,359) |
| RNAV | | | 85,444 |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | | | 1,035 |
| RNAV/cp (đồng) | | | 82,600 |
| Chiều khấu giả định | | | 20% |
| Giá mục tiêu (đồng) | | | 66,100 |

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), BCM

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

| Lãi suất phi rủi ro | | Phần bù rủi ro vốn CSH | | | | |
|---------------------|--|------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | 9.25% | 9.75% | 10.25% | 10.75% | 11.25% |
| 3.0% | | 89,100 | 82,900 | 70,500 | 71,500 | 66,900 |
| 3.5% | | 86,400 | 80,500 | 68,600 | 69,500 | 65,100 |
| 4.0% | | 83,000 | 77,400 | 66,100 | 67,000 | 62,800 |
| 4.5% | | 80,600 | 74,400 | 64,200 | 65,100 | 61,100 |
| 5.0% | | 77,400 | 72,300 | 62,000 | 62,900 | 59,000 |

Nguồn: HSC Research

Bảng 38: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

| Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV | 0% | 10% | 20% | 30% | 40% |
|---|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 82,600 | 74,300 | 66,100 | 57,800 | 49,600 |
| Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại | 48.3% | 33.4% | 18.7% | 3.8% | -11.0% |

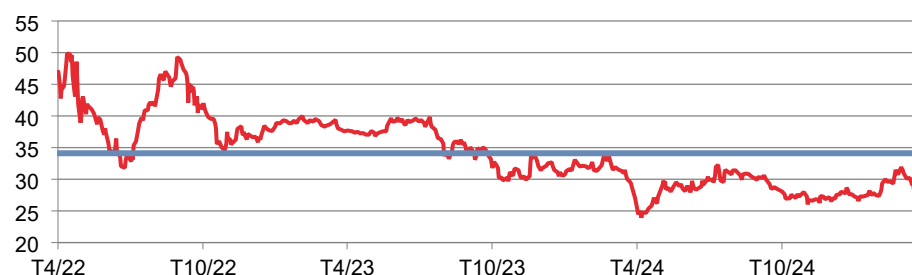
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu BCM đã giảm 28% trong 1 tháng qua do ảnh hưởng từ tâm lý tiêu cực liên quan đến thuế đối ứng của Mỹ. BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần và cũng đang chiết khấu 33,4% so với ước tính RNAV (lớn hơn chiết khấu bình quân kể từ khi HSC bắt đầu khuyến nghị vào giữa tháng 3 ở mức 30,3%).

Biểu đồ 39: P/E trượt dự phóng 1 năm, BCM

BCM hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,6 lần so với bình quân 3 năm ở mức 34,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đầu tư

Các rủi ro chính chủ yếu liên quan đến ước tính lợi nhuận; HSC lưu ý những điểm sau:

- Tác động lớn hơn dự kiến từ sự suy giảm thương mại toàn cầu: Rủi ro đến từ khả năng suy yếu trong thương mại toàn cầu, khiến các doanh nghiệp FDI giảm tốc độ mở rộng sản xuất, từ đó dẫn đến kết quả cho thuê đất thấp hơn kỳ vọng tại các dự án mở rộng Bàu Bàng, Cây Trường và các KCN thuộc VSIP – điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của BCM.
- Rủi ro pháp lý: Tương tự như phần lớn các dự án BĐS khác, việc hoạt động trong môi trường pháp lý phức tạp vẫn là một thách thức lớn đối với các công ty phát triển BĐS. Bất kỳ khó khăn pháp lý nào trong quá trình phê duyệt dự án đều có thể kéo dài đáng kể thời gian triển khai dự án của các công ty BĐS, từ đó ảnh hưởng đến KQKD của BCM. Chúng tôi lưu ý rằng quá trình xin cấp phép cho một dự án tại Việt Nam khá phức tạp, phụ thuộc vào nhiều bộ luật khác nhau mà đôi khi các điều khoản của các luật này còn chồng chéo lên nhau, dẫn đến tình trạng chậm trễ. Tuy nhiên, khi so với các công ty phát triển BĐS dân dụng, các công ty phát triển BĐS KCN đang nhận được nhiều hỗ trợ hơn từ Chính phủ trong việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | | | | | | Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | | | | | |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|
| | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F | | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
| Doanh thu | 7,883 | 5,195 | 7,979 | 8,443 | 8,872 | EBIT | 2,674 | 1,638 | 2,204 | 2,305 | 2,482 |
| Lợi nhuận gộp | 4,248 | 3,392 | 3,869 | 4,261 | 4,655 | Khấu hao | (267) | (262) | (136) | (184) | (184) |
| Chi phí BH&QL | (1,465) | (1,737) | (1,666) | (1,956) | (2,173) | Lãi vay thuần | (775) | (1,142) | (1,204) | (1,305) | (1,119) |
| Thu nhập khác | 18.7 | 27.2 | 0 | 0 | 0 | Thuế TNDN đã nộp | (416) | (142) | (286) | (304) | (405) |
| Chi phí khác | (127) | (43.5) | 0 | 0 | 0 | Thay đổi vốn lưu động | (3,815) | (911) | (2,317) | (1,039) | (1,475) |
| EBIT | 2,674 | 1,638 | 2,204 | 2,305 | 2,482 | Khác | (1,086) | (483) | 310 | 335 | 380 |
| Lãi vay thuần | (775) | (1,142) | (1,204) | (1,305) | (1,119) | LCT thuần từ HKKD | (3,151) | (777) | (1,158) | 177 | 47.4 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 798 | 1,955 | 1,402 | 1,550 | 2,037 | Đầu tư TS dài hạn | (115) | (261) | (246) | (220) | (220) |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - | Góp vốn & đầu tư | (859) | (1,286) | 0 | 0 | 0 |
| LN không thường xuyên | - | - | - | - | - | Thanh lý | 351 | (226) | 0 | 0 | 0 |
| LNTT | 2,697 | 2,451 | 2,401 | 2,551 | 3,399 | Khác | 1,095 | 614 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí thuế TNDN | (416) | (142) | (286) | (304) | (405) | LCT thuần từ HĐĐT | 472 | (1,158) | (246) | (220) | (220) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 143 | (204) | (322) | (354) | (676) | Cổ tức trả cho CSH | (828) | (1,029) | 0 | 0 | 0 |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - | Thu từ phát hành CP | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận thuần | 2,425 | 2,106 | 1,793 | 1,893 | 2,318 | Tăng/giảm nợ | 3,768 | 3,842 | 660 | 537 | 537 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 2,425 | 2,106 | 1,793 | 1,893 | 2,318 | Khác | - | - | - | - | - |
| EBITDA ĐC | 2,942 | 1,901 | 2,340 | 2,489 | 2,666 | LCT thuần từ HĐTC | 2,940 | 2,814 | 660 | 537 | 537 |
| EPS (đồng) | 2,343 | 2,034 | 1,732 | 1,829 | 2,240 | Tiền & tương đương tiền đầu kì | 1,071 | 1,332 | 2,210 | 1,466 | 1,960 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,343 | 2,034 | 1,732 | 1,829 | 2,240 | LCT thuần trong kỳ | 262 | 878 | (744) | 494 | 364 |
| DPS (đồng) | 800 | 994 | - | - | - | Ảnh hưởng của tỷ giá | - | - | - | - | - |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1,332 | 2,210 | 1,466 | 1,960 | 2,324 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | Dòng tiền tự do | (3,265) | (1,038) | (1,404) | (42.7) | (173) |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | 1,035 | | | | | | |
| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | | | | | | Các chỉ số tài chính | | | | | |
| | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F | | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
| Tiền & tương đương tiền | 1,332 | 2,210 | 1,466 | 1,960 | 2,324 | Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Đầu tư ngắn hạn | 87.3 | 295 | 295 | 295 | 295 | Tỷ suất LN gộp (%) | 53.9 | 65.3 | 48.5 | 50.5 | 52.5 |
| Phải thu khách hàng | 7,024 | 8,066 | 8,624 | 8,968 | 9,524 | Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 37.3 | 36.6 | 29.3 | 29.5 | 30.0 |
| Hàng tồn kho | 19,834 | 21,206 | 22,535 | 23,736 | 24,760 | Tỷ suất LNT (%) | 30.8 | 40.5 | 22.5 | 22.4 | 26.1 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 164 | 55.9 | 55.9 | 55.9 | 55.9 | Thuế TNDN hiện hành (%) | 15.4 | 5.78 | 11.9 | 11.9 | 11.9 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 28,441 | 31,833 | 32,976 | 35,015 | 36,959 | Tăng trưởng doanh thu (%) | 20.1 | (34.1) | 53.6 | 5.81 | 5.08 |
| TSCĐ hữu hình | 4,210 | 3,968 | 3,975 | 3,954 | 3,933 | Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 63.0 | (35.4) | 23.1 | 6.39 | 7.10 |
| TSCĐ vô hình | 141 | 129 | 114 | 106 | 97.9 | Tăng trưởng LNT ĐC (%) | 42.8 | (13.2) | (14.9) | 5.58 | 22.5 |
| Bất động sản đầu tư | 2,535 | 2,674 | 2,792 | 2,857 | 2,922 | Tăng trưởng EPS (%) | 42.8 | (13.2) | (14.9) | 5.58 | 22.5 |
| Đầu tư dài hạn | 592 | 592 | 592 | 592 | 592 | Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 42.8 | (13.2) | (14.9) | 5.58 | 22.5 |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 16,634 | 18,896 | 19,988 | 21,203 | 22,859 | Tăng trưởng DPS (%) | 14.3 | 24.3 | - | - | - |
| Tài sản dài hạn khác | 870 | 684 | 684 | 684 | 684 | Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 34.1 | 48.9 | - | - | - |
| Tổng tài sản dài hạn | 24,982 | 26,943 | 28,145 | 29,397 | 31,089 | | | | | | |
| Tổng cộng tài sản | 53,423 | 58,777 | 61,121 | 64,412 | 68,048 | Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| Nợ ngắn hạn | 9,385 | 7,903 | 8,980 | 9,184 | 9,389 | ROAE (%) | 13.0 | 10.5 | 8.32 | 7.98 | 8.80 |
| Phả trả người bán | 747 | 574 | 632 | 695 | 764 | ROACE (%) | 8.93 | 4.84 | 5.77 | 5.72 | 5.74 |
| Nợ ngắn hạn khác | 11,210 | 10,765 | 10,792 | 11,205 | 11,205 | Vòng quay tài sản (lần) | 0.15 | 0.09 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 22,998 | 21,453 | 22,099 | 22,810 | 23,120 | Tiền mặt HD/EBIT (lần) | (1.18) | (0.47) | (0.53) | 0.08 | 0.02 |
| Nợ dài hạn | 10,331 | 15,725 | 15,309 | 15,640 | 15,972 | Số ngày tồn kho | 1,992 | 4,293 | 2,001 | 2,072 | 2,143 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Số ngày phải thu | 705 | 1,633 | 766 | 783 | 824 |
| Nợ dài hạn khác | 621 | 1,120 | 1,120 | 1,120 | 1,120 | Số ngày phải trả | 75.0 | 116 | 56.1 | 60.6 | 66.1 |
| Tổng nợ dài hạn | 10,953 | 16,844 | 16,428 | 16,760 | 17,092 | | | | | | |
| Tổng nợ phải trả | 33,950 | 38,298 | 38,527 | 39,570 | 40,212 | Cơ cấu vốn | | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 19,473 | 20,479 | 22,595 | 24,842 | 27,836 | Nợ thuần*/VCSH (%) | 101 | 114 | 107 | 98.1 | 88.3 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Nợ/tài sản (%) | 39.4 | 43.6 | 42.1 | 40.9 | 39.5 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 19,473 | 20,479 | 22,595 | 24,842 | 27,836 | EBIT/lãi vay (lần) | 3.45 | 1.44 | 1.83 | 1.77 | 2.22 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 53,423 | 58,777 | 61,121 | 64,412 | 68,048 | Nợ/EBITDA (lần) | 7.15 | 13.5 | 11.0 | 10.6 | 10.1 |
| BVPS (đ) | 18,814 | 19,787 | 21,830 | 24,002 | 26,895 | Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.24 | 1.48 | 1.49 | 1.54 | 1.60 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 18,297 | 21,123 | 22,527 | 22,569 | 22,742 | Định giá | | | | | |
| | | | | | | EV/doanh thu (lần) | 9.63 | 15.2 | 10.0 | 9.50 | 9.06 |
| | | | | | | EV/EBITDA ĐC (lần) | 25.8 | 41.4 | 34.3 | 32.2 | 30.2 |
| | | | | | | P/E (lần) | 23.8 | 27.4 | 32.2 | 30.5 | 24.9 |
| | | | | | | P/E ĐC (lần) | 23.8 | 27.4 | 32.2 | 30.5 | 24.9 |
| | | | | | | P/B (lần) | 2.96 | 2.82 | 2.55 | 2.32 | 2.07 |
| | | | | | | Lợi suất cổ tức (%) | 1.44 | 1.78 | - | - | - |

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

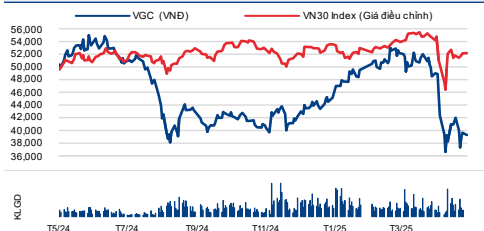
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ45,550 (từ VNĐ54,900)
 Tiềm năng tăng/giảm: 15.9%

| | |
|--|-----------------------|
| Giá cổ phiếu (đồng) (28/4/2025) | 39,300 |
| Mã Bloomberg | VGC VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 36,650-54,947 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 39,533 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 17,620 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 678 |
| Sig CP lưu hành (tr.đv) | 448 |
| Sig CP NN được sở hữu (tr.đv) | 220 |
| Sig 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 | (19.0) | (20.9) | (20.3) |
| So với chỉ số | (15.2) | (19.4) | (24.7) |
| So với ngành | - | - | - |

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F | 2,321 | 2,626 | (11.6) |
| 2026F | 2,680 | 3,264 | (17.9) |
| 2027F | 3,296 | - | N/a |

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
 Trưởng phòng, 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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng; tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới

- HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 17% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 45.550đ do giảm dự báo và đưa ra các giả định định giá thận trọng hơn.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12-18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu do giả định thận trọng hơn về diện tích đất bàn giao. Tuy nhiên, nhờ đưa vào dự báo lần đầu cho năm 2027, các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,2%.
- Giá cổ phiếu đã giảm 19% trong 1 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn VN Index giữa bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng. VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với RNAV, lớn hơn đáng kể chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 21,7%.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng trong bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với VGC sau khi đánh giá KQKD Q1/2025 và triển vọng ngành. Nhìn chung, thuế đối ứng là rủi ro đáng kể đối với các KCN trong ngắn hạn khi sự bất định khiến khách hàng trì hoãn kế hoạch đầu tư, từ đó ảnh hưởng đến tiến độ bàn giao đất và lợi nhuận của VGC. Trong khi đó, mảng vật liệu xây dựng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện mạnh về tỷ suất lợi nhuận, dù tăng trưởng doanh thu có thể đi ngang.

Tác động: Giảm 12-18% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC điều chỉnh giảm 12-18% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do giả định thận trọng hơn về diện tích đất bàn giao, nhằm phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1.041 tỷ đồng trong năm 2025, giảm 5,8%, và 1.201 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 15,4%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 1.478 tỷ đồng, tăng trưởng 23%, được hỗ trợ bởi sự mở rộng của mảng vật liệu xây dựng và sự phục hồi được kỳ vọng của mảng BĐS KCN

Nhìn chung, theo dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027 – hơi thấp hơn so với dự báo của thị trường – lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,2%.

Định giá và khuyến nghị.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 19% trong 1 tháng qua, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với RNAV, lớn hơn chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 21,7%. HSC điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu xuống 45.550đ dựa trên (1) giảm 6,6% ước tính RNAV do giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC và (2) tăng mức chiết khấu trên RNAV lên 20% (từ 10%), để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân quá khứ (21,7%) và phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng.

Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới, HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Với quỹ đất KCN lớn (khoảng 1.250 ha còn khả năng cho thuê) và có vị trí thuận lợi, VGC có vị thế tốt để đón dòng vốn FDI vào Việt Nam. Tuy nhiên, sự bất định từ thuế đối ứng có thể làm chậm tiến độ ra quyết định đầu tư của khách hàng và ảnh hưởng đến kế hoạch phát triển các dự án KCN. Trong khi đó, trong trung và 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.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 5,007 | 3,869 | 4,164 ▼ | 4,596 ▼ | 4,965 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 1,218 | 1,105 | 1,041 ▼ | 1,201 ▼ | 1,478 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,717 | 2,464 | 2,321 ▼ | 2,680 ▼ | 3,296 |
| DPS (đồng) | 2,076 | 1,859 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| BVPS (đồng) | 17,516 | 18,533 | 18,854 | 19,533 | 20,829 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 4.18 | 5.06 | 4.97 | 4.58 | 4.31 |
| P/E ĐC (lần) | 14.5 | 15.9 | 16.9 | 14.7 | 11.9 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 5.28 | 4.73 | 5.09 | 5.09 | 5.09 |
| P/B (lần) | 2.24 | 2.12 | 2.08 | 2.01 | 1.89 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (29.5) | (9.29) | (5.81) | 15.4 | 23.0 |
| ROAE (%) | 15.7 | 13.7 | 12.4 | 14.0 | 16.3 |

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

Giảm giá mục tiêu và dự báo; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 16%

HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 17% giá mục tiêu xuống 45.550đ do giảm dự báo, tăng giả định WACC và tăng mức chiết khấu trên RNAV (từ 10% lên 20%, để phù hợp với bình quân quá khứ ở mức 21,7%). Dù giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, dự báo mới của chúng tôi – bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,2%. Giá cổ phiếu VGC đã giảm 19% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index giữa bối cảnh lo ngại về chính sách thuế đối ứng. Theo đó, VGC đang giao dịch với chiết khấu 34,4% so với ước tính RNAV, lớn hơn đáng kể so với chiết khấu bình quân 3 năm ở mức 21,7%.

KQKD Q1/2025 tích cực tạo nền tảng vững cho cả năm

VGC gần đây đã công bố lợi nhuận thuần Q1/2025 tích cực đạt 321 tỷ đồng, tăng 55,8% so với cùng kỳ, trên doanh thu 2,9 nghìn tỷ đồng, tăng 8,2% so với cùng kỳ. Diện tích đất KCN bàn giao và lợi nhuận đều vượt nhẹ kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu nhờ dự án KCN Tiên Hải tại Thái Bình. Tuy nhiên, cho phần còn lại của năm, chúng tôi dự báo tiến độ bàn giao đất sẽ chịu ảnh hưởng do khách hàng trì hoãn quyết định đầu tư để chờ đợi kết quả đàm phán thuế giữa Việt Nam và Mỹ.

Đối với mảng vật liệu xây dựng, doanh thu đi ngang ở mức 1.359 tỷ đồng, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể lên mức 17,3%, so với chỉ 8,3% trong Q1/2024 và cao hơn kỳ vọng cả năm của chúng tôi là 15,4%. Tất cả các phân khúc (gạch ốp lát, thiết bị vệ sinh, kính xây dựng, gạch xây dựng) đều ghi nhận sự cải thiện về tỷ suất lợi nhuận. Trong trung và dài hạn, sự phục hồi của thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng cho mảng vật liệu xây dựng của VGC.

Dự báo lợi nhuận mới: Giảm 12-18% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Trước những tác động tiềm ẩn từ chính sách thuế đối ứng, HSC điều chỉnh giảm 12-18% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu do giả định thận trọng hơn về diện tích đất bàn giao. Các KCN của VGC, tập trung tại khu vực miền Bắc, đã hưởng lợi đáng kể từ xu hướng “Trung Quốc + 1” trong những năm gần đây. Tuy nhiên, xu hướng này được dự báo sẽ thay đổi sau khi các chính sách thuế đối ứng chính thức được áp dụng.

HSC dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1.041 tỷ đồng trong năm 2025, giảm 5,8%, và 1.201 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 15,4%. Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi điều chỉnh giảm 15-20% giả định diện tích đất KCN bàn giao của VGC cho năm 2025-2026 xuống khoảng 130-135ha/năm (so với 160-170 ha trong giả định trước đó). Trong khi đó, chúng tôi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng vật liệu xây dựng lên 16,5%, sau khi tỷ suất lợi nhuận Q1/2025 đạt 17,3% – cao hơn dự báo.

Bảng 40: Dự báo lợi nhuận mới, VGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 10,2%

| Tỷ đồng | 2024 | 2025F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2026F | Điều chỉnh | Tăng trưởng | 2027F | Tăng trưởng |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Tổng doanh thu | 11,913 | 12,693 | -5.7% | 6.5% | 13,831 | -6.4% | 9.0% | 14,831 | 7.2% |
| BDS | 4,126 | 4,291 | -14.6% | 4.0% | 4,640 | -15.1% | 8.1% | 4,954 | 6.8% |
| Vật liệu xây dựng | 7,438 | 8,123 | -0.4% | 9.2% | 8,877 | -1.2% | 9.3% | 9,581 | 7.9% |
| Mảng khác | 349 | 279 | -1.6% | -20.3% | 314 | -2.2% | 12.7% | 296 | -5.6% |
| Lợi nhuận gộp | 3,514 | 3,363 | -6.5% | -4.3% | 3,703 | -9.5% | 10.1% | 4,194 | 13.2% |
| Chi phí BH&QL | (1,603) | (1,659) | -1.1% | 3.5% | (1,723) | -1.1% | 3.9% | (1,858) | 7.9% |
| Lợi nhuận HĐ | 1,912 | 1,705 | -11.3% | -10.8% | 1,981 | -15.7% | 16.2% | 2,336 | 17.9% |
| LNTT | 1,636 | 1,386 | -11.4% | -15.3% | 1,690 | -17.3% | 21.9% | 2,103 | 24.5% |
| Lợi nhuận thuần | 1,105 | 1,041 | -11.6% | -5.8% | 1,201 | -17.9% | 15.4% | 1,478 | 23.0% |

Nguồn: HSC

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1.478 tỷ đồng, tăng trưởng 23%. Dự báo này được hỗ trợ bởi sự mở rộng của mảng vật liệu xây dựng và đà phục hồi của mảng BĐS KCN, dựa trên đánh giá rằng Việt Nam vẫn giữ được sức hút với dòng vốn FDI, đồng thời việc phát triển hạ tầng trong nước tiếp tục thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN.

Nói chung, dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,2%.

Giảm 17% giá mục tiêu xuống 45.550đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu xuống 45.550đ dựa trên (1) giảm 6,6% ước tính RNAV do giảm dự báo lợi nhuận, tăng giả định WACC và dời thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026 và (2) tăng mức chiết khấu trên RNAV lên 20% (từ 10%), để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân quá khứ (21,7%) và phản ánh rủi ro từ chính sách thuế đối ứng. Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới, HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Với quỹ đất công nghiệp vững chắc bao gồm khoảng 1.250ha đất còn lại có thể cho thuê (trong đó khoảng 800 ha nằm tại các địa phương chiến lược, 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. Tuy nhiên, sự bất định từ thuế đối ứng có thể làm chậm tiến độ ra quyết định đầu tư của khách hàng và ảnh hưởng đến kế hoạch phát triển các dự án KCN. Trong khi đó, trong trung và 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. VGC cũng có 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 các giả định định giá của HSC như sau:

- Sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMariel (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 vật liệu xây dựng. 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.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng giả định WACC là 12,5% (tăng từ 12,2%). Tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% nhưng điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 10,25% (từ 9%) sau khi tăng 125 điểm cơ bản cho phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5%) và tiếp tục áp dụng 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội cho các cổ phiếu BĐS/KCN – đồng thời giảm beta xuống 1,15 (từ 1,25), theo dữ liệu từ Bloomberg.

Bảng 41: Định giá SOTP, VGC

| Tỷ đồng | Phương pháp | Lợi ích của VGC | NPV giữa năm 2026 |
|--|-------------|-----------------|-------------------|
| BĐS KCN | DCF, BV | 51-100% | 17,386 |
| Vật liệu xây dựng | DCF | 25-100% | 7,391 |
| Tài sản khác, điều chỉnh | BV | | 2,725 |
| Tổng giá trị tài sản | | | 27,502 |
| (-) Nợ/tiền mặt thuần | | | (1,917) |
| Giá trị của vốn CSH | | | 25,585 |
| Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | | | 448.4 |
| RNAV của cổ phiếu | | | 56,950 |
| Chiết khấu giả định | | | 20% |
| Giá mục tiêu (đồng) | | | 45,550 |

Nguồn: HSC

Bảng 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định quan trọng, VGC
 Kích bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

| Đồng | 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% | 46,500 | 47,200 | 47,950 | 48,700 | 49,950 |
| | 3.5% | 45,600 | 46,300 | 47,000 | 47,800 | 48,600 |
| | 4.0% | 44,600 | 44,850 | 45,550 | 46,250 | 47,000 |
| | 4.5% | 43,800 | 44,000 | 44,700 | 45,400 | 46,150 |
| | 5.0% | 42,600 | 43,200 | 43,850 | 44,550 | 45,250 |

Nguồn: HSC

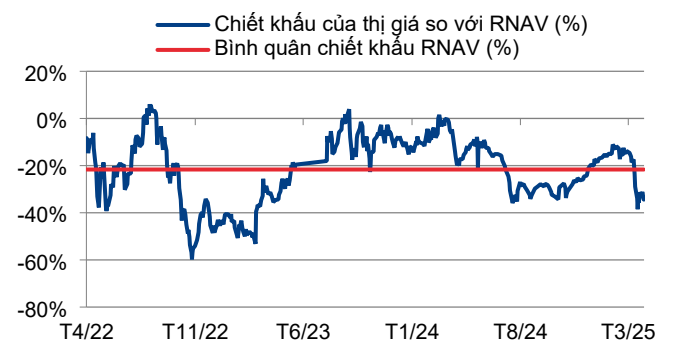
Bảng 43: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

| Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% |
|---|--------|--------|---------------|--------|--------|
| Giá mục tiêu | 51,250 | 48,400 | 45,550 | 42,700 | 39,850 |
| Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại | | 23.2% | 15.9% | 8.7% | 1.4% |

Nguồn: HSC

Biểu đồ 44: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, VGC

VGC đang giao dịch với chiết khấu 34,4% so với RNAV, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 21,7%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 45: P/E trượt dự phóng 1 năm, VGC

P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 18,8 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu đã giảm 19% trong 1 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn VN Index giữa bối cảnh lo ngại về thuế đối ứng. VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 34,4% so với RNAV, lớn hơn đáng kể chiết khấu bình quân 3 năm là 21,7%. VGC cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 18,8 lần.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro dự báo và định giá thấp hơn dự báo xảy ra khi (i) sự suy thoái thị trường BĐS dẫn dụng mạnh hơn dự kiến, ảnh hưởng đến hoạt động của mảng VLXD; và (ii) rủi ro thương mại toàn cầu tăng chậm lại, tác động đến quyết định mở rộng sản xuất 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.

Tiềm năng dự báo 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 quy mô sản xuất kính xây dựng. Khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có tiềm năng dự báo 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 mảng KCN, nhưng chúng tôi chưa phản ánh điều này vào mô hình dự báo và định giá do thiếu thông tin chi tiết về tiến độ phát triển. Nếu Công ty tiến hành phát triển quỹ đất này, sẽ có tiềm năng QKQD vượt đáng kể dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 13,194 | 11,913 | 12,693 | 13,831 | 14,831 |
| Lợi nhuận gộp | 3,519 | 3,514 | 3,363 | 3,703 | 4,194 |
| Chi phí BH&QL | (1,568) | (1,603) | (1,659) | (1,723) | (1,858) |
| Thu nhập khác | - | - | - | - | - |
| Chi phí khác | - | - | - | - | - |
| EBIT | 1,951 | 1,912 | 1,705 | 1,981 | 2,336 |
| Lãi vay thuần | (300) | (215) | (354) | (349) | (291) |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | (36.4) | (74.8) | 21.4 | 43.6 | 44.5 |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - |
| LN không thường xuyên | (12.1) | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| LNTT | 1,602 | 1,636 | 1,386 | 1,690 | 2,103 |
| Chi phí thuế TNDN | (440) | (446) | (273) | (329) | (412) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 55.9 | (84.8) | (72.5) | (159) | (214) |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận thuần | 1,218 | 1,105 | 1,041 | 1,201 | 1,478 |
| Lợi nhuận thuần ĐC | 1,218 | 1,105 | 1,041 | 1,201 | 1,478 |
| EBITDA ĐC | 5,007 | 3,869 | 4,164 | 4,596 | 4,965 |
| EPS (đồng) | 2,717 | 2,464 | 2,321 | 2,680 | 3,296 |
| EPS ĐC (đồng) | 2,717 | 2,464 | 2,321 | 2,680 | 3,296 |
| DPS (đồng) | 2,076 | 1,859 | 2,000 | 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) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền | 1,842 | 2,861 | 2,772 | 2,474 | 2,392 |
| Đầu tư ngắn hạn | 627 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| Phải thu khách hàng | 1,116 | 1,092 | 1,627 | 1,422 | 1,847 |
| Hàng tồn kho | 4,740 | 4,372 | 4,709 | 4,463 | 4,538 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 779 | 714 | 714 | 714 | 714 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 9,104 | 9,472 | 10,256 | 9,507 | 9,924 |
| TSCĐ hữu hình | 5,225 | 5,860 | 5,761 | 5,613 | 5,466 |
| TSCĐ vô hình | 160 | 160 | 158 | 156 | 153 |
| Bất động sản đầu tư | 1,942 | 1,914 | 1,706 | 1,856 | 1,821 |
| Đầu tư dài hạn | 8.22 | 8.22 | 8.22 | 8.22 | 8.22 |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 430 | 357 | 378 | 422 | 466 |
| Tài sản dài hạn khác | 7,229 | 7,070 | 7,913 | 9,224 | 10,364 |
| Tổng tài sản dài hạn | 14,996 | 15,370 | 15,925 | 17,278 | 18,279 |
| Tổng cộng tài sản | 24,099 | 24,842 | 26,181 | 26,785 | 28,203 |
| Nợ ngắn hạn | 2,897 | 2,572 | 3,069 | 3,069 | 3,067 |
| Phả trả người bán | 1,576 | 1,751 | 1,981 | 2,051 | 2,194 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1,865 | 2,149 | 2,149 | 2,149 | 2,149 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 8,337 | 8,758 | 9,357 | 9,434 | 9,787 |
| Nợ dài hạn | 2,237 | 2,240 | 2,770 | 2,832 | 3,097 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 161 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| Nợ dài hạn khác | 3,414 | 3,265 | 3,260 | 3,260 | 3,266 |
| Tổng nợ dài hạn | 5,812 | 5,693 | 6,218 | 6,280 | 6,550 |
| Tổng nợ phải trả | 14,575 | 14,887 | 16,010 | 16,150 | 16,773 |
| Vốn chủ sở hữu | 7,853 | 8,309 | 8,453 | 8,758 | 9,339 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1,671 | 1,646 | 1,719 | 1,878 | 2,091 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 9,524 | 9,955 | 10,172 | 10,635 | 11,430 |
| Tổng nợ phải trả và VCSH | 24,099 | 24,842 | 26,181 | 26,785 | 28,203 |
| BVPS (đ) | 17,516 | 18,533 | 18,854 | 19,533 | 20,829 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 3,293 | 1,952 | 3,067 | 3,428 | 3,772 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 1,951 | 1,912 | 1,705 | 1,981 | 2,336 |
| Khấu hao | (3,056) | (1,958) | (2,459) | (2,615) | (2,629) |
| Lãi vay thuần | (300) | (215) | (354) | (349) | (291) |
| Thuế TNDN đã nộp | (440) | (446) | (273) | (329) | (412) |
| Thay đổi vốn lưu động | (1,783) | 1,432 | (777) | 529 | (138) |
| Khác | 218 | (157) | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| LCT thuần từ HĐKD | 2,702 | 4,483 | 2,774 | 4,460 | 4,138 |
| Đầu tư TS dài hạn | (3,568) | (2,554) | (2,993) | (3,925) | (3,585) |
| Góp vốn & đầu tư | (594) | (938) | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 86.0 | 1,132 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | 311 | 52.5 | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐĐT | (3,764) | (2,308) | (2,993) | (3,925) | (3,585) |
| Cổ tức trả cho CSH | (931) | (834) | (897) | (897) | (897) |
| Thu từ phát hành CP | 294 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | 1,578 | (253) | 1,027 | 62.3 | 262 |
| Khác | (59.8) | (69.5) | 0 | 0 | 0 |
| LCT thuần từ HĐTC | 882 | (1,156) | 130 | (834) | (634) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 2,019 | 1,842 | 2,861 | 2,772 | 2,474 |
| LCT thuần trong kỳ | (180) | 1,019 | (88.3) | (299) | (81.7) |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 3.30 | 0.35 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1,842 | 2,861 | 2,772 | 2,474 | 2,392 |
| Dòng tiền tự do | (866) | 1,929 | (219) | 536 | 553 |

| Các chỉ số tài chính | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số hoạt động | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 26.7 | 29.5 | 26.5 | 26.8 | 28.3 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 37.9 | 32.5 | 32.8 | 33.2 | 33.5 |
| Tỷ suất LNT (%) | 9.23 | 9.27 | 8.20 | 8.69 | 9.96 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 27.4 | 27.3 | 19.7 | 19.5 | 19.6 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (9.58) | (9.71) | 6.55 | 8.96 | 7.23 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 2.03 | (22.7) | 7.62 | 10.4 | 8.03 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | (29.5) | (9.29) | (5.81) | 15.4 | 23.0 |
| Tăng trưởng EPS (%) | (29.5) | (9.29) | (5.81) | 15.4 | 23.0 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (29.5) | (9.29) | (5.81) | 15.4 | 23.0 |
| Tăng trưởng DPS (%) | (20.5) | (10.4) | 7.57 | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 76.4 | 75.4 | 86.2 | 74.6 | 60.7 |
| Chỉ số lợi nhuận | | | | | |
| ROAE (%) | 15.7 | 13.7 | 12.4 | 14.0 | 16.3 |
| ROACE (%) | 12.9 | 12.0 | 10.4 | 11.6 | 13.1 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.56 | 0.49 | 0.50 | 0.52 | 0.54 |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần) | 1.39 | 2.34 | 1.63 | 2.25 | 1.77 |
| Số ngày tồn kho | 179 | 190 | 184 | 161 | 156 |
| Số ngày phải thu | 42.1 | 47.5 | 63.7 | 51.3 | 63.4 |
| Số ngày phải trả | 59.5 | 76.1 | 77.5 | 73.9 | 75.3 |
| Cơ cấu vốn | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 62.3 | 46.6 | 57.5 | 59.7 | 61.9 |
| Nợ/tài sản (%) | 27.9 | 27.1 | 29.1 | 28.7 | 29.0 |
| EBIT/lãi vay (lần) | 6.50 | 8.89 | 4.82 | 5.68 | 8.02 |
| Nợ/EBITDA (lần) | 1.34 | 1.74 | 1.83 | 1.68 | 1.65 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.09 | 1.08 | 1.10 | 1.01 | 1.01 |
| Định giá | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 1.59 | 1.64 | 1.63 | 1.52 | 1.44 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 4.18 | 5.06 | 4.97 | 4.58 | 4.31 |
| P/E (lần) | 14.5 | 15.9 | 16.9 | 14.7 | 11.9 |
| P/E ĐC (lần) | 14.5 | 15.9 | 16.9 | 14.7 | 11.9 |
| P/B (lần) | 2.24 | 2.12 | 2.08 | 2.01 | 1.89 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 5.28 | 4.73 | 5.09 | 5.09 | 5.09 |

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