

KHU CÔNG NGHIỆP

NHỮNG BƯỚC CHÂN VỮNG CHẮC



Nguyễn Thị Quỳnh Giao – giao.ntq@vdsc.com.vn
Đỗ Thạch Lam, CFA – lam.dt@vdsc.com.vn





Tổng quan

Sau giai đoạn ghi nhận kết quả kinh doanh khiêm tốn trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng các công ty KCN sẽ ghi nhận kết quả khả quan trong năm 2025, khi: 1/ Việt Nam vẫn đang duy trì chính sách ưu đãi với doanh nghiệp FDI, cùng với lợi thế về chi phí sản xuất (chi phí lao động, chi phí điện) so với các nước tại Đông Nam Á, 2/ Những nút thắt về chính sách (liên quan tới đất đai, hoạt động đầu tư) dần được tháo gỡ trong giai đoạn 2025 trở về sau.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu KCN phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn. Trong đó, chúng tôi ưa thích các Công ty có quỹ đất sẵn sàng cho thuê, và thu hút sự quan tâm của doanh nghiệp FDI (Đặc biệt là các doanh nghiệp Trung Quốc) trong thời gian tới, bao gồm KBC (Mua, GMT: 40.600 đồng/cp), NTC (Mua, GMT: 262.000 đồng/cp) và SIP (Mua, GMT: 97.000 đồng/cp).

Dòng vốn FDI kỳ vọng tích cực trong năm 2025

Điểm nhấn

- Chúng tôi kì vọng dòng vốn FDI sẽ tích cực trong năm 2025, khi mà những nút thắt về chính sách (liên quan tới đất đai, hoạt động đầu tư) dần được tháo gỡ trong giai đoạn 2025 trở về sau.
- Doanh nghiệp Trung Quốc là khách hàng tiềm năng, và xu hướng dịch chuyển sản xuất đã hiện rõ từ giai đoạn 2023-2024. Tuy nhiên, các dự án không yêu cầu vốn đầu tư ban đầu quá cao và tận dụng được lao động và nguyên liệu tại địa phương. Điều này dẫn đến, và các tỉnh có lợi thế về giá thuê cạnh tranh và nguồn lao động sẵn có (đặc biệt là các tỉnh miền bắc) thu hút được sự chú ý của các doanh nghiệp FDI Trung Quốc.
- Thị trường miền Bắc dự kiến tiếp tục là thị trường thu hút dòng vốn FDI, với lợi thế từ: 1/ Hạ tầng hoàn thiện, với hệ thống đường cao tốc kết nối các tỉnh tại thị trường cấp I và với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng, 2/ Giá thuê tương đối cạnh tranh
- Thị trường miền Nam: Sau giai đoạn kinh doanh trầm lắng trong năm 2024, chúng tôi kì vọng nguồn cung từ các KCN tại thị trường miền Nam sẽ cải thiện, khi: 1/ Một số điểm nghẽn (giải phòng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất,..) sẽ dần được tháo gỡ trong giai đoạn 2025 về sau (khi các nghị định hướng dẫn Luật đất đai có hiệu lực); 2/ Kì vọng hạ tầng được chú ý đầu tư trong giai đoạn 2024-2025, kết nối các trung tâm công nghiệp lớn và với cụm cảng nước sâu tại Vũng Tàu giúp tăng sức cạnh tranh của khu vực miền Nam.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh tích cực

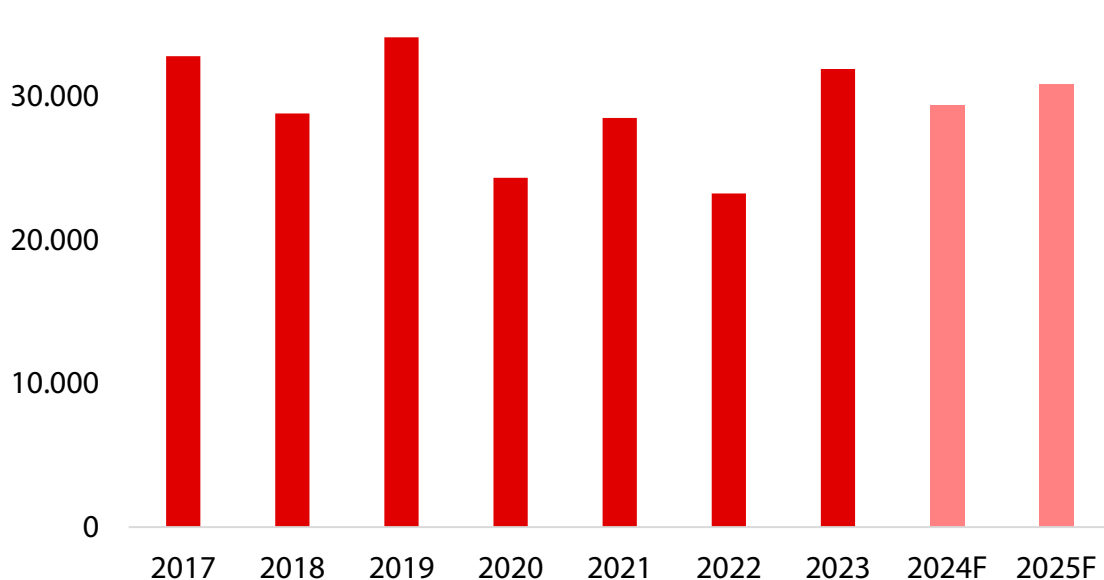
- Trong năm 2024, doanh thu từ cho thuê đất KCN của phần lớn doanh nghiệp không ghi nhận sự tăng trưởng do: 1/ Vương mắc pháp lý (chưa hoàn thành chủ trương đầu tư, tiền sử dụng đất...) khiến các Công ty KCN chưa chuyển giao đất (liền thửa) cho nhà đầu tư, 2/ Người thuê (doanh nghiệp FDI) chưa hoàn thành thủ tục đăng ký kinh doanh và đóng tiền thuê đất. Chúng tôi kỳ vọng các nút thắt này sẽ được tháo gỡ từng bước trong năm 2025, giúp doanh thu từ cho thuê đất KCN phục hồi.
- Phát triển nhà xưởng xây sẵn (NXXS) kỳ vọng sẽ phát triển mạnh trong thời gian tới nhờ: 1/ Đem lại dòng tiền ổn định, 2/ Phù hợp với khách hàng quy mô vừa và nhỏ, 3/ Nhu cầu NKXS – phục vụ cho hoạt động Thương mại điện tử tại các đô thị cấp I (Hà Nội, Tp.HCM,...) - khá lớn.
- Một số công ty có lợi thế từ việc có giấy phép phân phối điện/nước từ trạm biến áp và nhà máy nước tại các KCN mà họ đang khai thác, từ đó đem lại: 1/ Dòng tiền từ cung cấp dịch vụ điện và xử lý nước sạch cho khách hàng; 2/ Doanh thu tăng trưởng, đi cùng với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng lên; 3/ Giá bán lẻ điện dự kiến sẽ duy trì mức tăng 3%/năm, và các công ty KCN có thể ghi nhận mức tăng trưởng tương ứng (khi họ có thể chủ động tăng giá bán điện cho khách hàng).
- Chúng tôi kỳ vọng diện tích ký mới (cho thuê và hợp đồng ghi nhớ – MOU) và doanh thu từ cho thuê đất KCN của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi sẽ lần lượt tăng trưởng 35% và 75% trong năm 2025.
- Các vấn đề pháp lý được tháo gỡ chậm hơn kỳ vọng
- Cạnh tranh về giá cho thuê giữa các KCN, đặc biệt từ các công ty phát triển KCN có lợi thế về năng lực tài chính (VSIP, ...)

Điểm nhấn

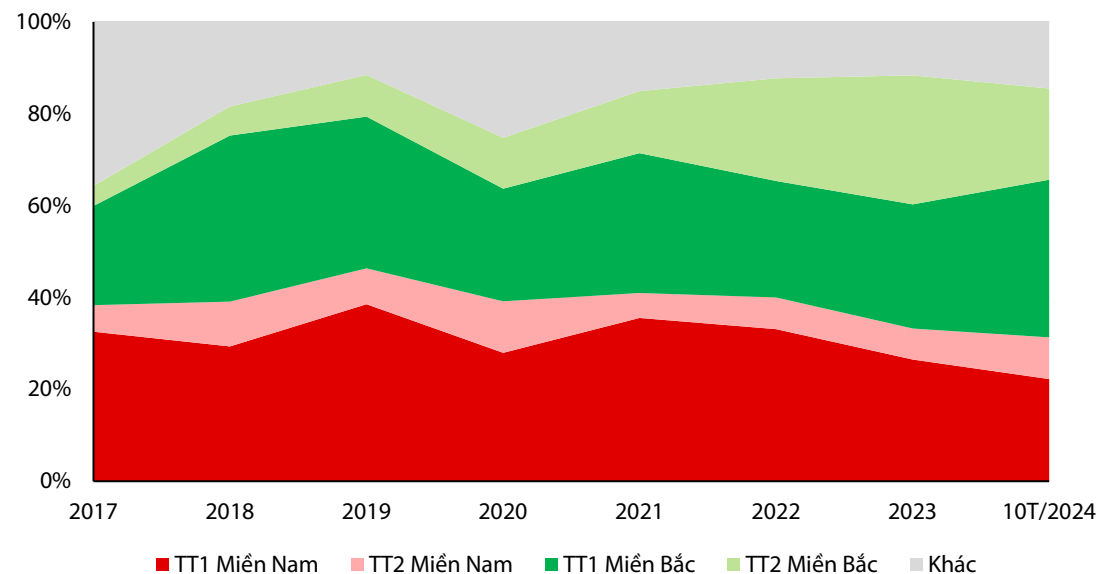
Rủi ro đối với khuyến nghị

- Loại trừ BĐS dân dụng (lĩnh vực ít liên quan tới hoạt động cho thuê đất KCN) thì giá trị vốn FDI đăng ký cấp mới năm 2024 cũng ghi nhận sự sụt giảm (lũy kế 10T2024 đạt 22 tỷ USD, -7%YoY). Chúng tôi kì vọng dòng vốn FDI sẽ phục hồi trong năm 2025, khi mà những nút thắt về chính sách (liên quan tới đất đai, hoạt động đầu tư) dần được tháo gỡ trong giai đoạn 2025 trở về sau.
- Có sự chuyển dịch về giá trị FDI đăng ký theo địa phương, khi tỷ trọng của thị trường miền Bắc có xu hướng gia tăng ở cả thị trường cấp I và II), trong khi thị trường miền Nam ghi nhận sự sụt giảm nhẹ. Ở khu vực phía Bắc, Bắc Ninh và Hải Dương là nơi FDI đổ về tích cực trong thời gian vừa qua, đặc biệt là Bắc Ninh (với tỷ trọng FDI chiếm 17% tổng giá trị) nhờ liên tục đẩy mạnh các hoạt động xúc tiến đầu tư, hỗ trợ doanh nghiệp, và thu hút thêm các dự án đầu tư về công nghệ cao.

Hình 1: Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2017-2024 (triệu USD, loại trừ BĐS)



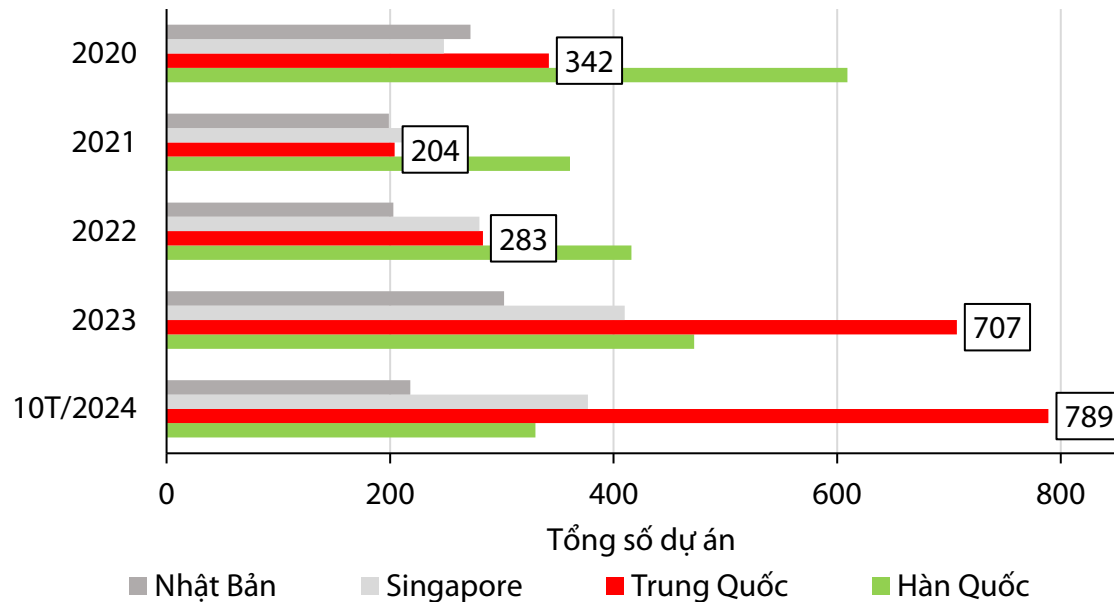
Hình 2: Các thị trường cấp I vẫn duy trì tỷ trọng cao trong tổng giá trị FDI đăng ký.



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt. TT cấp I gồm: 1/ Miền Bắc với Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh; 2/ Miền Nam với Tp.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An.
TT cấp II gồm: 1/ Miền Bắc gồm Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Bắc Giang, Quảng Ninh, Hà Nam, Thái Bình; 2/ Miền Nam gồm Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh.

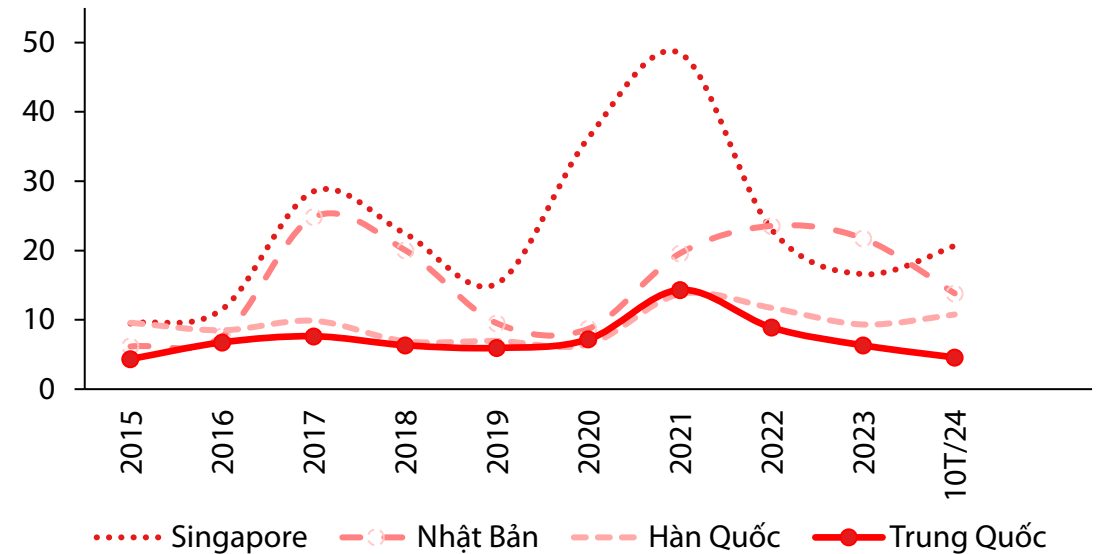
- Từ năm 2023, Trung Quốc bắt đầu tăng tốc đầu tư vào Việt Nam và chính thức vượt Hàn Quốc để vươn lên dẫn đầu về số dự án FDI được cấp mới. Tính đến cuối tháng 10/2024, tổng dự án FDI của Trung Quốc chiếm gần 29%, ngoài tập trung vào hoạt động sản xuất, gia công truyền thống (đồ gỗ gia dụng, sắt thép, giày da, may mặc), còn có xu hướng dịch chuyển dòng vốn đầu tư sang các ngành công nghiệp kỹ thuật cao hơn (sản xuất linh kiện, phụ tùng cho các ngành điện tử, ô tô...).
- Tuy nhiên, giá trị đầu tư trên mỗi dự án của các doanh nghiệp FDI Trung Quốc luôn ở mức thấp (thấp hơn mức đầu tư trung bình các dự án tại Việt Nam - 13,8 triệu USD/dự án) do tập trung vào các dự án công nghiệp phụ trợ, gia công, hoặc sản xuất nhỏ,... không yêu cầu vốn đầu tư ban đầu quá cao và tận dụng được lao động và nguyên liệu tại địa phương. Do đó, các tỉnh có lợi thế về giá thuê cạnh tranh và nguồn lao động sẵn có (đặc biệt là các tỉnh miền bắc) thu hút được sự chú ý của các doanh nghiệp FDI Trung Quốc.

Hình 3: Trung Quốc dẫn đầu về số dự án FDI mới tại Việt Nam.



Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt

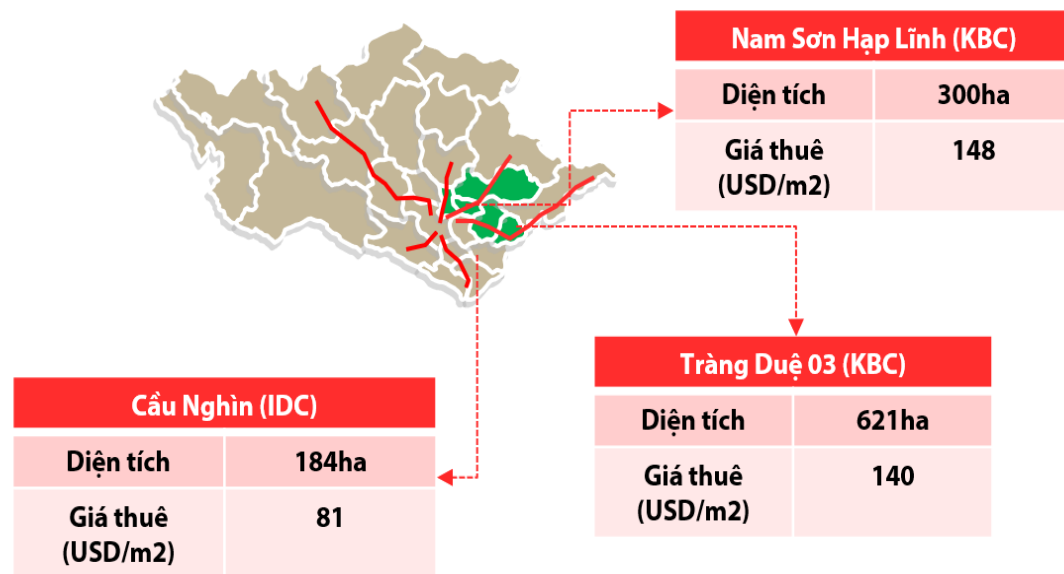
Hình 4: Giá trị đầu tư trên mỗi dự án duy trì ở mức thấp (triệu USD) của doanh nghiệp TQ thấp hơn so với các nước châu Á khác



Nguồn: FiinPro, CTCK Rông Việt

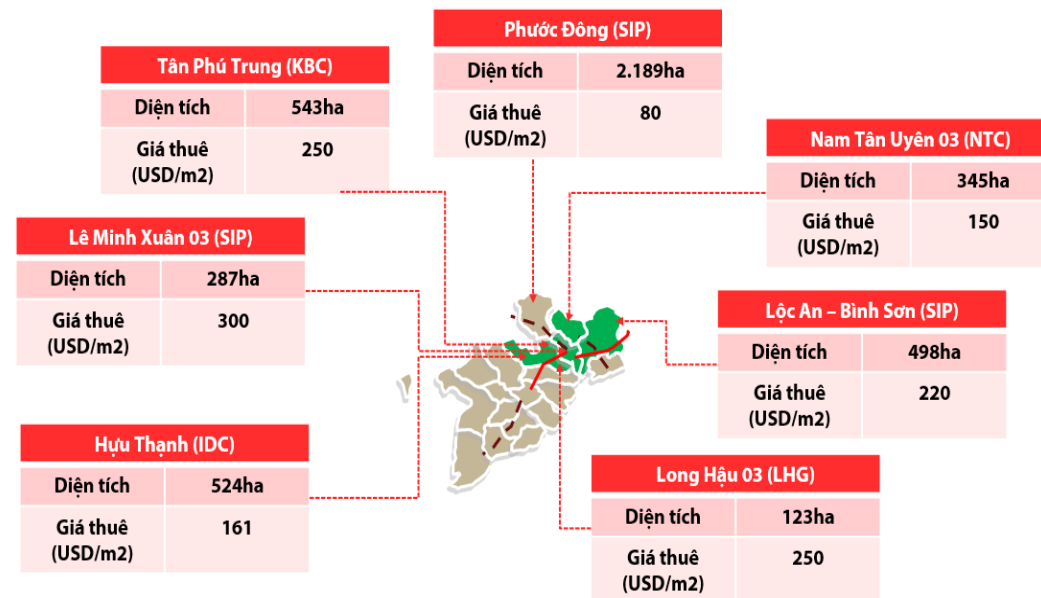
- **Miền Bắc:** Dự kiến tiếp tục là thị trường thu hút dòng vốn FDI nhờ: 1/ Hạ tầng hoàn thiện, với hệ thống đường cao tốc kết nối các tỉnh tại thị trường cấp I và với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng, 2/ Giá thuê cạnh tranh. Trong danh mục Công ty chúng tôi theo dõi thì KBC là cái tên nổi bật với các KCN dự kiến triển khai trong năm 2025 (Tràng Duệ 03, Nam Sơn Hạp Lĩnh).
- **Miền Nam:** Sau giai đoạn kinh doanh trầm lắng trong năm 2024, chúng tôi kì vọng nguồn cung từ các KCN tại thị trường miền Nam sẽ cải thiện, khi: 1/ Một số điểm nghẽn (giải phóng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất...) sẽ dần được tháo gỡ trong giai đoạn 2025 về sau (khi các nghị định hướng dẫn Luật đất đai có hiệu lực); 2/ Kì vọng hạ tầng được chú ý đầu tư trong giai đoạn 2024-2025, kết nối các trung tâm công nghiệp lớn và với cụm cảng nước sâu tại Vũng Tàu giúp tăng sức cạnh tranh của khu vực miền Nam.

Hình 5: Hệ thống cao tốc tại miền Bắc và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

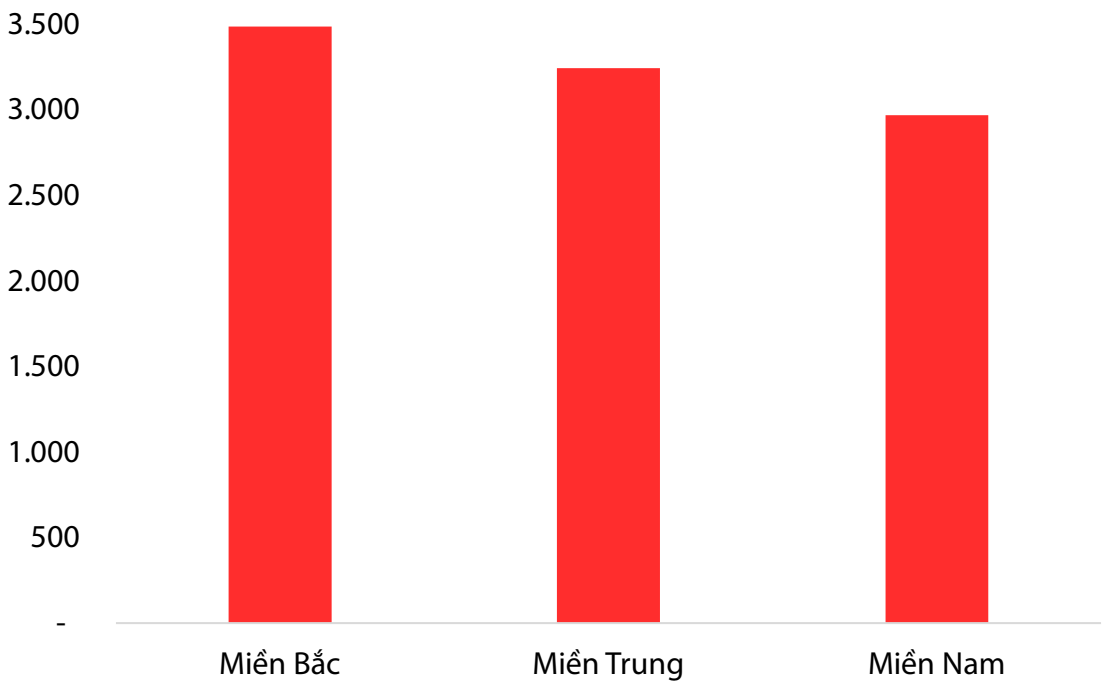
Hình 6: Hệ thống cao tốc tại miền Nam và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp. Nét gạch là các dự án dự kiến triển khai giai đoạn 2025-2026

- Trong giai đoạn 2023-9T2024 đã có 31 KCN mới được chấp thuận chủ trương đầu tư với tổng diện tích 9.700 ha. Trong đó, nguồn cung tập trung nhiều từ liên doanh VSIP (5 dự án, tổng diện tích đạt 2.121 ha), VHM (KCN Vũng Áng) và KN group (KCN Bàu Cạn giai đoạn 1).
- Miền Bắc là nơi tập trung các KCN mới nhiều nhất (gồm các tỉnh trọng điểm như Bắc Giang, Thái Nguyên, Hưng Yên); trong khi đó nguồn cung tiềm năng tại thị trường miền Trung (Hà Tĩnh, Nghệ An,... nơi có diện tích khai thác lớn và hạ tầng logistic đang hoàn thiện) sẽ có thể gây áp lực cạnh tranh với các KCN hiện hữu.

Hình 7: Tổng diện tích các KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-9T2024, theo vùng (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

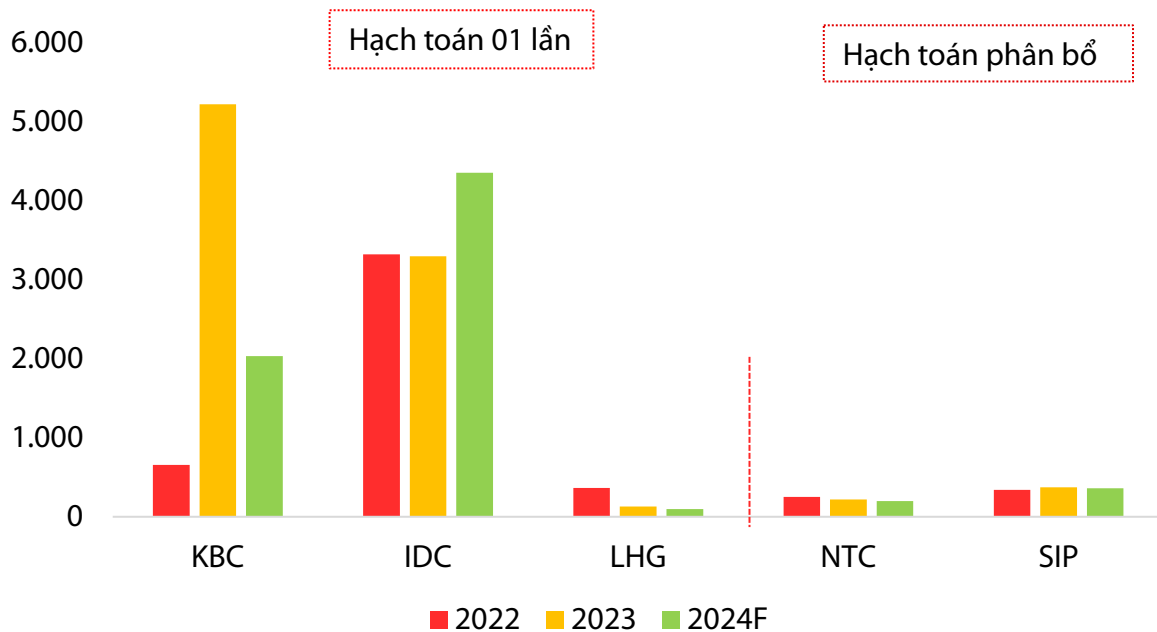
Bảng 1: Các KCN có quy mô lớn (trên 400ha) được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-9T2024

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tỉnh thành	Diện tích (Ha)
KCN Bàu Cạn (GĐ1)	KN Group	Đồng Nai	1.000
KCN Vinhomes Vũng Áng	VHM	Hà Tĩnh	965
KCN VSIP Lạng Sơn	VSIP	Lạng Sơn	600
KCN Thọ Lộc (GĐ1)	VSIP	Nghệ An	500
KCN VSIP II - Quảng Ngãi (GĐ1)	VSIP	Quảng Ngãi	498
KCN Hiệp Thạnh (GĐ1)	GVR	Tây Ninh	495
KCN Tân Phước 1	IDC Tiền Giang	Tiền Giang	470
KCN Sơn Mỹ 2 (GĐ1)	BCM	Bình Thuận	468

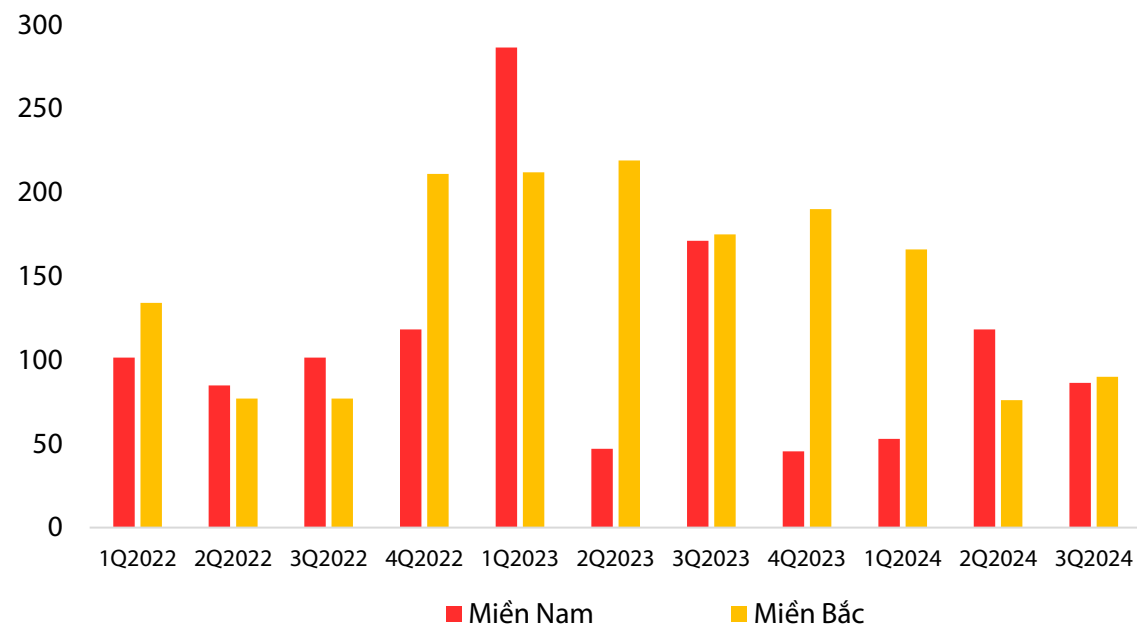
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Doanh thu từ cho thuê đất KCN của đa số doanh nghiệp trong danh mục theo dõi không tăng trưởng trong năm 2024, một số công ty còn ghi nhận doanh thu suy giảm (LHG, KBC), do: 1/ Vướng mắc pháp lý (chưa hoàn thành chủ trương đầu tư, tiền sử dụng đất,...) khiến các công ty KCN chưa chuyển giao đất (liền thửa) cho nhà đầu tư, 2/ Người thuê đất chưa hoàn thành thủ tục đăng kí kinh doanh và đóng tiền thuê đất.
- Các KCN miền Bắc có diện tích hấp thụ tốt nhờ : 1/ Hạ tầng tương đối hoàn thiện, 2/ Giá thuê cạnh tranh (giá thuê trung bình đạt USD 137/m2/chu kỳ thuê, thấp hơn giá thuê ở thị trường miền nam – USD 174/m2/chu kỳ thuê). Tuy nhiên, lũy kế diện tích cho thuê tại thị trường cấp I (tại cả 02 miền) đã giảm 3%YoY, với nguyên nhân chủ yếu như đã đề cập bên trên.

Hình 8: Doanh thu từ cho thuê đất KCN, với công ty trong danh mục theo dõi (tỷ đồng)



Hình 9: Diện tích KCN hấp thụ tại các thị trường cấp I (ha) (*)



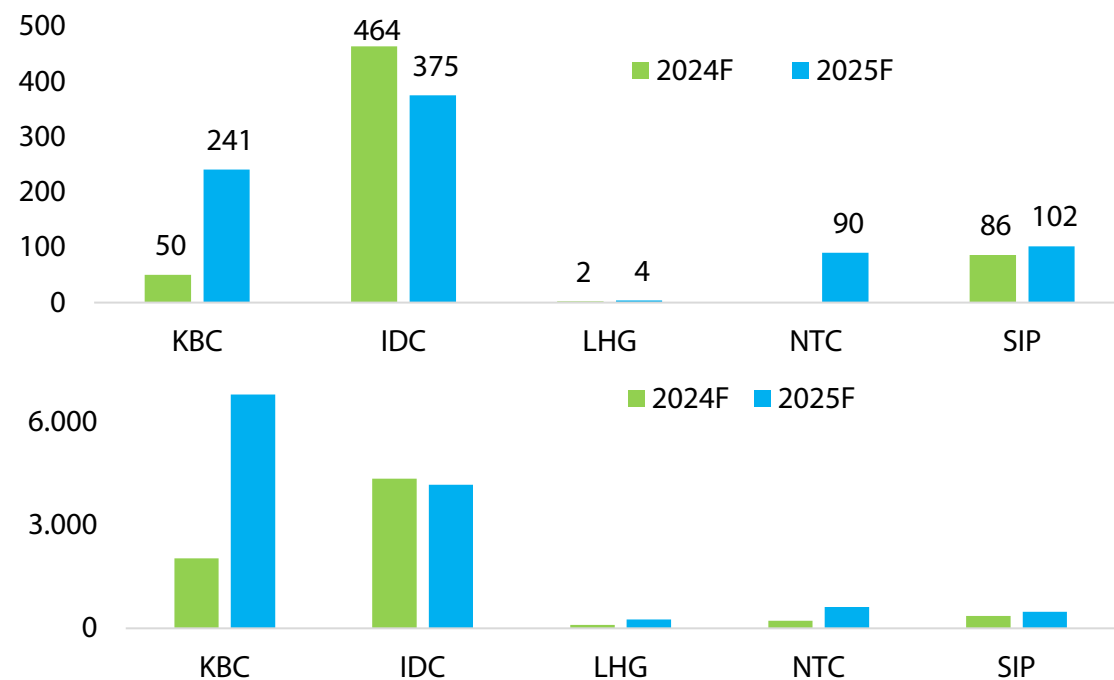
Nguồn: Finnpro, CBRE, CTCK Rông Việt.

(**) Miền Bắc gồm Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh; Miền Nam gồm Tp.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An

Doanh thu và hợp đồng mới từ cho thuê đất kì vọng phục hồi

- Với các công ty trong danh sách theo dõi, chúng tôi kì vọng diện tích ký mới (cho thuê và hợp đồng ghi nhớ – MOU) và doanh thu từ cho thuê đất KCN sẽ hồi phục trong năm 2025 nhờ có quỹ đất tập trung tại các thị trường trọng điểm (slide 6). Một số doanh nghiệp có quỹ đất tiềm năng để cho thuê gồm KBC (Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ 03 và Tân Phú Trung) và SIP (Phước Đông, Lộc An Bình Sơn và Lê Minh Xuân 03).
- Một số điểm nghẽn (giải phóng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất...) sẽ dần được tháo gỡ từ năm 2025 về sau khi các nghị định hướng dẫn Luật đất đai có hiệu lực.

Hình 10: Diện tích ký mới (ha, hình trên) và doanh thu từ cho thuê đất KCN(tỷ đồng, hình dưới) của các công ty trong danh mục theo dõi



Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Bảng 2: Một số điểm nghẽn pháp lý của các công ty KCN và kỳ vọng về việc tháo gỡ

VẤN ĐỀ	GIẢI PHÁP KỲ VỌNG
Phê duyệt chủ trương đầu tư	- Hầu hết các tỉnh thành đã hoàn thành quy hoạch tỉnh/thành phố giai đoạn 2021-2030, trong đó có thông tin về quy hoạch chỉ tiêu sử dụng đất của các cụm công nghiệp lớn. - UBND các tỉnh (Hải Phòng, Bình Dương,...) phối hợp cùng các Bộ ngành để lần lượt giải trình với Thủ tướng Chính phủ, qua đó đẩy nhanh tiến độ phê duyệt các KCN (phù hợp với quy hoạch tỉnh).
Giải phóng mặt bằng	- Nghị định 88/2024 quy định chi tiết về việc bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi nhà nước thu hồi đất. - UBND các tỉnh dự kiến hoàn thành bảng giá đất trong 2025, kì vọng phương án bồi thường sẽ phù hợp với giá thị trường hơn.
Tính tiền sử dụng đất	Nghị định 71/2024 quy định chi tiết về việc phương pháp định giá đất. Đồng thời UBND tỉnh ban hành văn bản quy định về các ước tính khi sử dụng phương pháp thặng dư (phương pháp phổ biến để xác định giá đất với dự án KCN).

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Doanh thu đáng chú ý từ cho thuê nhà xưởng

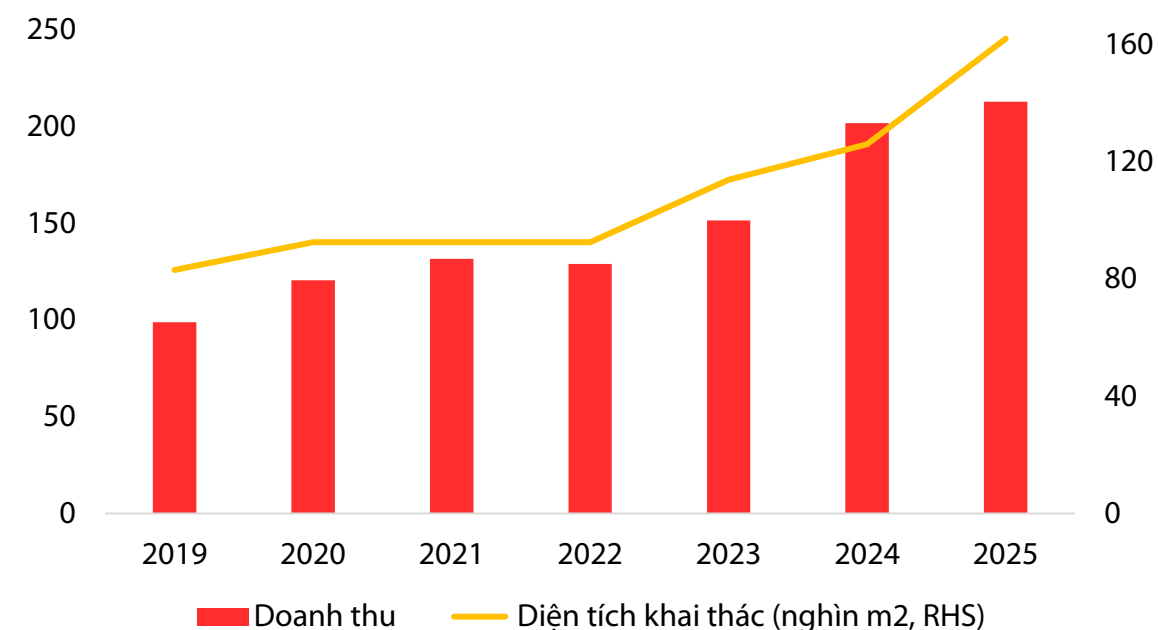
- Ngoài việc phát triển hạ tầng và cho thuê đất, phát triển NXXS cũng là phương án để khai thác quỹ đất KCN, tuy nhiên mới ở quy mô nhỏ (~5% diện tích thương phẩm tại các KCN để phát triển NXXS, theo JLL). Chúng tôi cho rằng mô hình phát triển này sẽ được các công ty KCN chú ý hơn trong thời gian tới, với ưu điểm: 1/ Đem lại dòng tiền ổn định, 2/ Phù hợp với khách hàng quy mô vừa và nhỏ, 3/ Nhu cầu NKXS – phục vụ cho hoạt động Thương mại điện tử tại các đô thị cấp I (Hà Nội, Tp.HCM,...) - khá lớn. Trong số các công ty theo dõi, LHG có doanh thu đang kể từ cho thuê NXXS (chiếm 40-50% tổng doanh thu của doanh nghiệp) và dự kiến mở rộng diện tích cho thuê trong giai đoạn 2024-2025.

Bảng 3: Các dự án NX/NKXS quy mô lớn giai đoạn 2024-2025

DỰ ÁN	CHỦ ĐẦU TƯ	VỊ TRÍ/DIỆN TÍCH (HA)
SLP Park Lộc An Bình Sơn	SLP	KCN Lộc An Bình Sơn (14,8ha)
SLP Park Long Hậu (GĐ 02)	SLP	KCN Long Hậu 03 (2,7ha)
KCN Việt Nam – Nhơn Trạch 6	KCN Việt Nam	KCN Nhơn Trạch 06 (14,5ha)
KCN Việt Nam – Hồ Nai 02	KCN Việt Nam	KCN Hồ Nai (5ha)
Industrial Centre Yên Mỹ	Fraser	KCN Yên Mỹ (6,9ha)
BW-ESR Nam Đình Vũ	BWID	KCN Nam Đình Vũ (12ha)

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 11: Diện tích khai thác (nghìn m2) và doanh thu (tỷ đồng) từ cho thuê NXXS của LHG giai đoạn 2021-2025



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

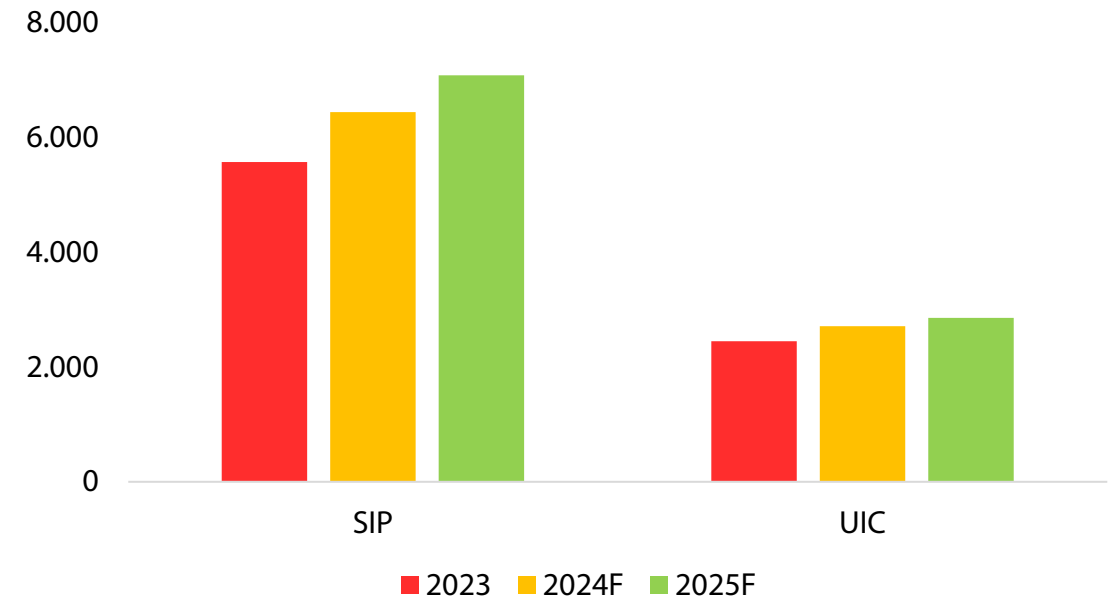
- Ngoài doanh thu từ cho thuê đất KCN, một số công ty có lợi thế từ việc có giấy phép phân phối điện/nước từ trạm biến áp và nhà máy nước tại các KCN mà họ đang khai thác, từ đó đem lại: 1/ Dòng tiền từ cung cấp dịch vụ điện và xử lý nước sạch cho khách hàng; 2/ Doanh thu tăng trưởng, đi cùng với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng lên; 3/ Giá bán lẻ điện dự kiến sẽ duy trì mức tăng 3%/năm, và các công ty KCN có thể ghi nhận mức tăng trưởng tương ứng (khi họ có thể chủ động tăng giá bán điện cho khách hàng). Trong các công ty KCN, nổi bật về mảng kinh doanh này có thể kể đến SIP (~50% lợi nhuận gộp từ cung cấp điện nước cho KCN) và IDC (với công ty con là UIC, phân phối điện tại các KCN Nhơn Trạch và Hựu Thạnh)
- Trong dài hạn, Nghị định số 135/2024/NĐ-CP - với chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ - sẽ giúp các công ty này hưởng lợi từ việc đầu tư điện mặt trời áp mái cho khách hàng, tuy nhiên họ sẽ cần theo dõi nhu cầu khách hàng để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp.

Hình 12: Các trạm biến áp và nhà máy xử lý nước sạch tại KCN Phước Đông



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Doanh thu từ cung cấp điện, nước của các công ty KCN



Nguồn: SIP, UIC, CTCK Rồng Việt

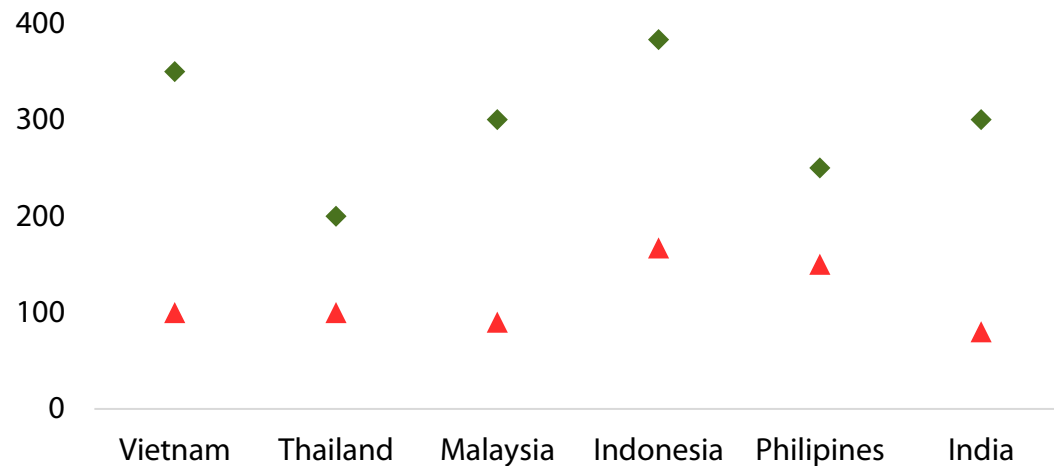
- Chúng tôi cho rằng cổ phiếu KCN phù hợp với mục tiêu nắm giữ dài hạn do: 1/ Tiềm năng tăng trưởng từ cho thuê đất, khi Việt Nam vẫn là điểm đến của dòng vốn FDI, với chính sách ưu đãi cùng với lợi thế về chi phí sản xuất so với các nước tại Đông Nam Á, 2/ Cần thời gian để các công ty KCN hoàn thành các thủ tục pháp lý (phê duyệt chủ trương đầu tư, GPMB, đóng tiền sử dụng đất,...) cũng như ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất (cần 6-12 tháng để hoàn thành các thủ tục, từ kí hợp đồng MOU, kí hợp đồng chính thức và giao đất cho khách hàng).
- Trong năm 2025, chúng tôi ưa thích các công ty có quỹ đất sẵn sàng cho thuê, và thu hút sự quan tâm của doanh nghiệp FDI trong thời gian tới, bao gồm KBC (Mua, GMT: 41.000 đồng/cp), NTC (Mua, GMT: 262.000 đồng/cp) và SIP (Mua, GMT: 97.000 đồng/cp).
- Các nhà đầu tư có thể chú ý tới một số cơ hội đầu tư khác, gồm: 1/ LHG (Mua, GMT: 54.000 đồng/cp) với tiềm năng với quỹ đất có thể cho thuê trong giai đoạn 2025 trở về sau, 2/ DPR (Mua, GMT: 47.000 đồng/cp) với quỹ đất cao su và có thể chuyển đổi thành các dự án KCN (phù hợp với kế hoạch sử dụng đất của các tỉnh, tuy nhiên thời gian phê duyệt chủ trương đầu tư chưa rõ ràng)

Bảng 4: Tổng hợp cơ hội đầu tư với cổ phiếu KCN trong năm 2025

Cổ phiếu	Luận điểm
KBC, SIP, NTC	- Công ty có quỹ đất sẵn sàng cho thuê tương đối lớn, có lợi thế cạnh tranh về hạ tầng và giá thuê - Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng trên 10% trong năm 2025
LHG, DPR	- Định giá cổ phiếu hấp dẫn so với tiềm năng khai thác của quỹ đất hiện có - Kết quả kinh doanh từ cho thuê đất KCN có thể chưa tăng trưởng mạnh trong năm 2025, phù hợp chiến lược đầu tư và nắm giữ dài hạn.

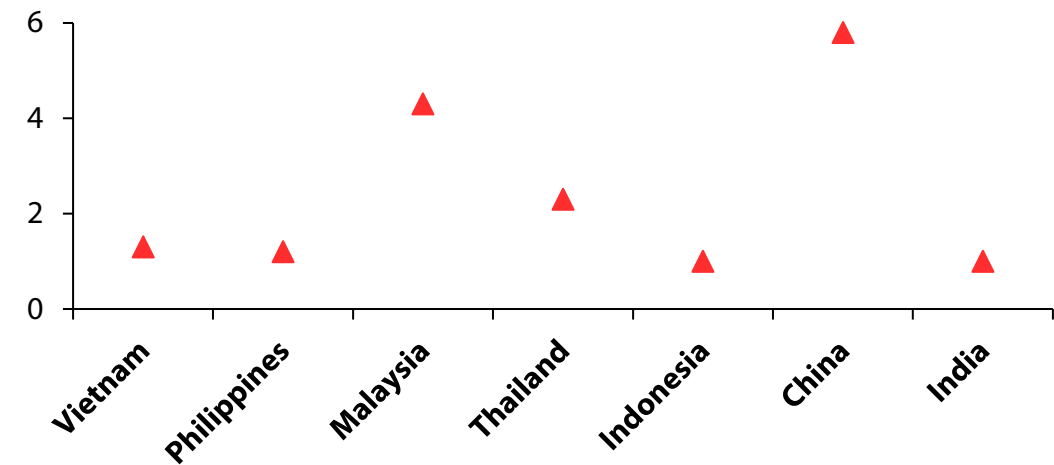
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 14: Giá thuê đất KCN (USD/m²/chu kỳ)



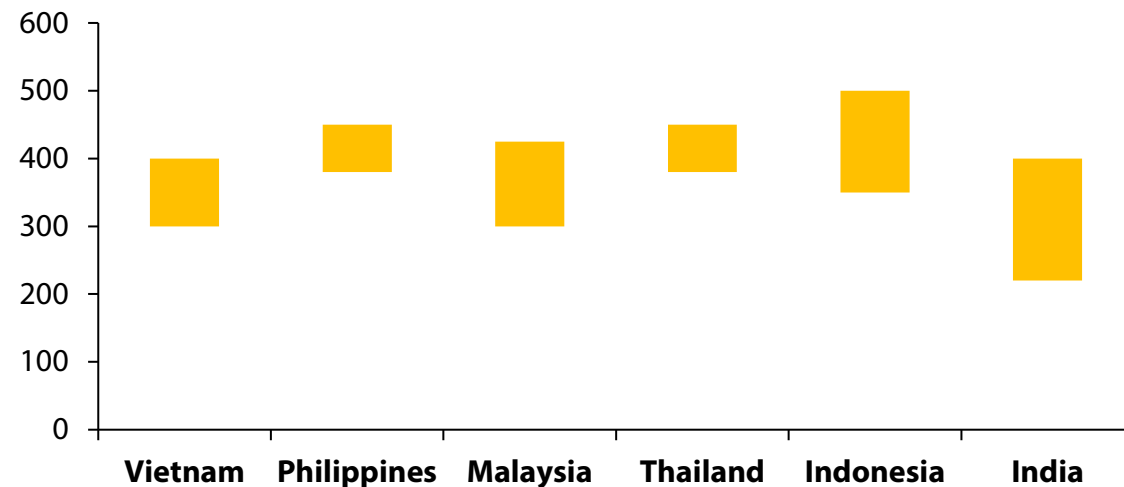
Nguồn: JLL, CBRE, Statista

Hình 16: Lương khu vực sản xuất (USD/giờ)



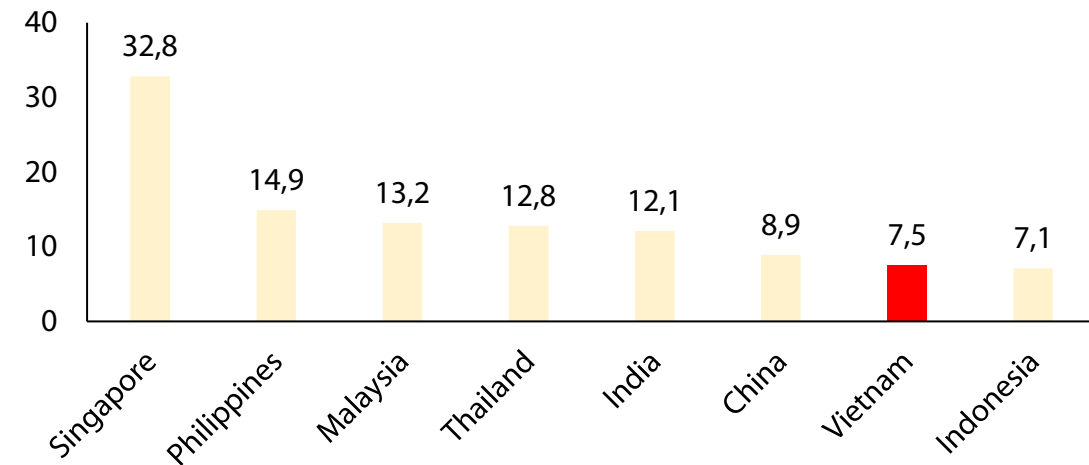
Nguồn: Euromonitor

Hình 15: Chi phí xây dựng (USD/m²)



Nguồn: JLL Research

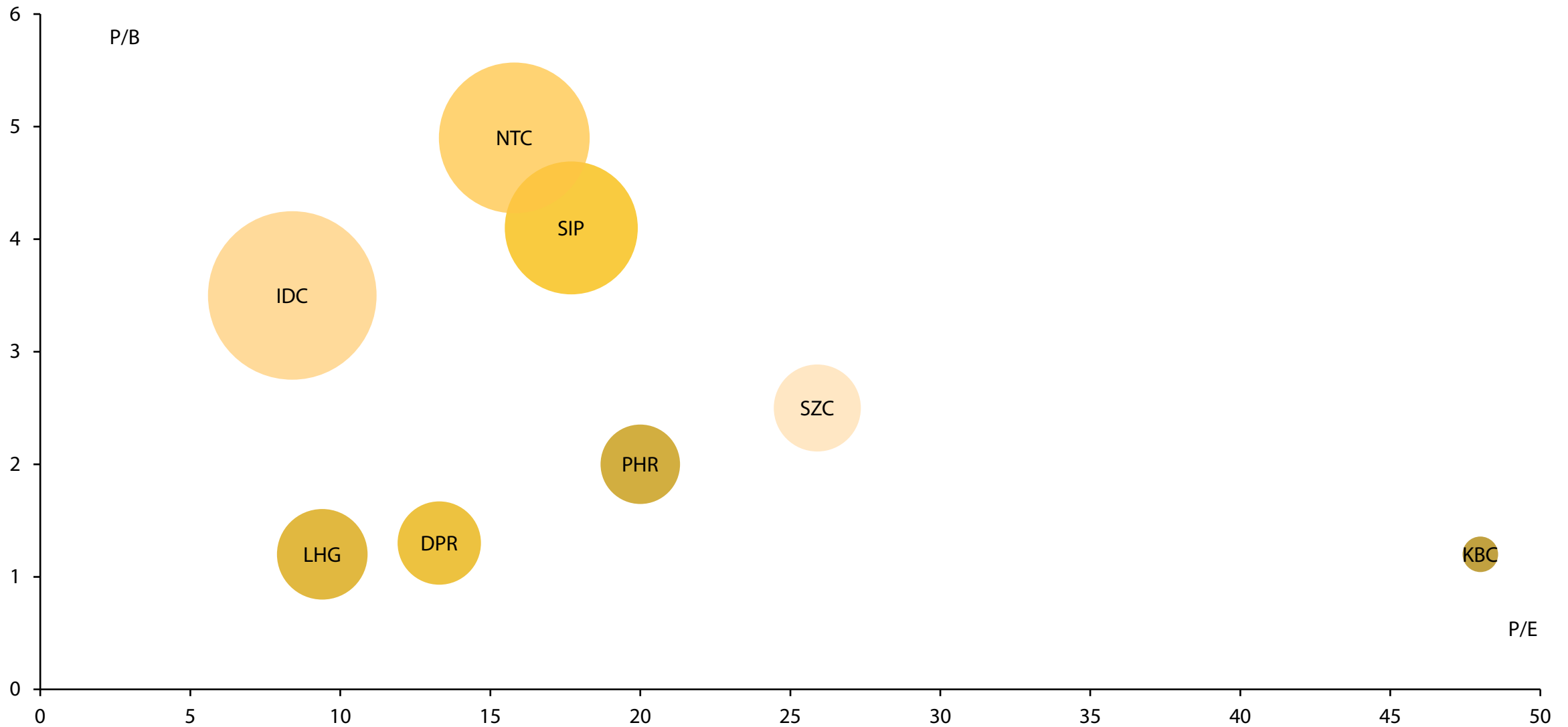
Hình 17: Giá bán điện bình quân (US cent/kWh)



Nguồn: Statista, Globalpetroprices

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 30/12/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
KBC	20.917	131.865	46,76	1,13	2,4%	40.600	27.250	49,0%	2.646	23.679	890	24.569	3.700	28.272	-30,2%	81,1%	-66,4%	315,9%
SIP	17.474	45.238	17,90	4,13	28,4%	97.000	83.000	16,9%	3.977	17.060	5.458	29.558	5.847	35.405	13,6%	9,8%	19,0%	7,1%
LHG	1.785	4.611	9,04	1,11	12,7%	54.000	35.700	51,3%	2.691	31.885	3.385	35.227	4.795	39.948	4,5%	41,2%	1,9%	41,7%
NTC	5.160	2.424	17,29	5,37	35,8%	262.000	215.000	21,9%	12.486	40.022	10.441	50.463	11.348	61.811	9,3%	150,1%	-16,4%	8,7%
DPR	3.362	13.844	13,52	1,36	10,5%	47.100	38.700	21,7%	2.404	27.048	3.126	29.501	3.292	31.806	2,9%	12,7%	31,3%	5,3%
PHR	7.154	9.290	18,58	1,83	10,4%	N.R	52.800	n.a	4.309	26.909	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
IDC	18.414	55.616	8,39	3,50	45,2%	60.100	55.800	7,7%	4.223	15.069	6.643	17.712	7.247	20.959	27,4%	-3,3%	57,4%	9,1%
SZC	7.505	76.037	25,99	2,48	11,7%	N.R	41.700	n.a	1.331	11.886	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 30/12/2024
 N.R: Không đánh giá
 N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
 EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu
 GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



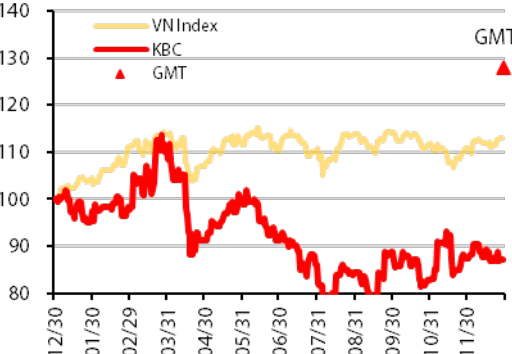
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 30/12/2024. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.

MUA: 47%

GTT: 27.600

GMT: 40.600

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



Rủi ro thấp

Tài chính lành mạnh

Quản trị tốt

Định giá thấp

Tăng trưởng cao

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	21.455
SLCPĐLH (triệu CP)	768
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	4.753
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	132
SH NĐTNN còn lại (%)	30,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	24,2 – 36,3

TÀI CHÍNH

	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.618	3.922	7.103
LNST-CĐM (tỷ đồng)	2.031	683	2.842
ROA (%)	5,94	1,85	5,76
ROE (%)	11,9	3,7	14,0
EPS (đồng)	2.646	890	3.703
GTSS (đồng)	23.679	24.569	28.272
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	12,0	31,8	7,6
P/B (x)	1,3	1,2	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tháo gỡ những điểm nghẽn là tiền đề cho kỳ vọng hồi phục trong năm 2025

- KBC là một trong những công ty KCN niêm yết có quy mô lớn, với các dự án nằm tại các thị trường cấp I ở cả miền Bắc và miền Nam với tổng diện tích ~2.500ha, bao gồm: 1/ Miền Bắc có Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL, 300ha) và Trảng Duệ 03 (TD03, 621ha, đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư); 2/ Miền Nam có Tân Phú Trung (TPT, 543ha), Tân Tập (654ha) và Lộc Giang (466ha).
- Trong năm 2024, KBC có kết quả kinh doanh kém tích cực do 1/ KCN NSHL chưa hoàn thành việc đền bù với các hộ dân, qua đó chưa đủ diện tích liền thửa để bàn giao cho nhà đầu tư, 2/ KCN Trảng Duệ 03 chưa hoàn thành phê duyệt Chủ trương đầu tư. Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng những khó khăn này sẽ được tháo gỡ trong 2025, qua đó KBC có thể đẩy mạnh việc phát triển và cho thuê tại các KCN , với tổng diện tích cho thuê có thể đạt 234ha (so với ~50ha trong năm 2024).

Kỳ vọng dòng tiền khả quan từ phát hành cổ phần riêng lẻ và chuyển nhượng dự án thành công sẽ mở khóa triển khai các dự án tiềm năng

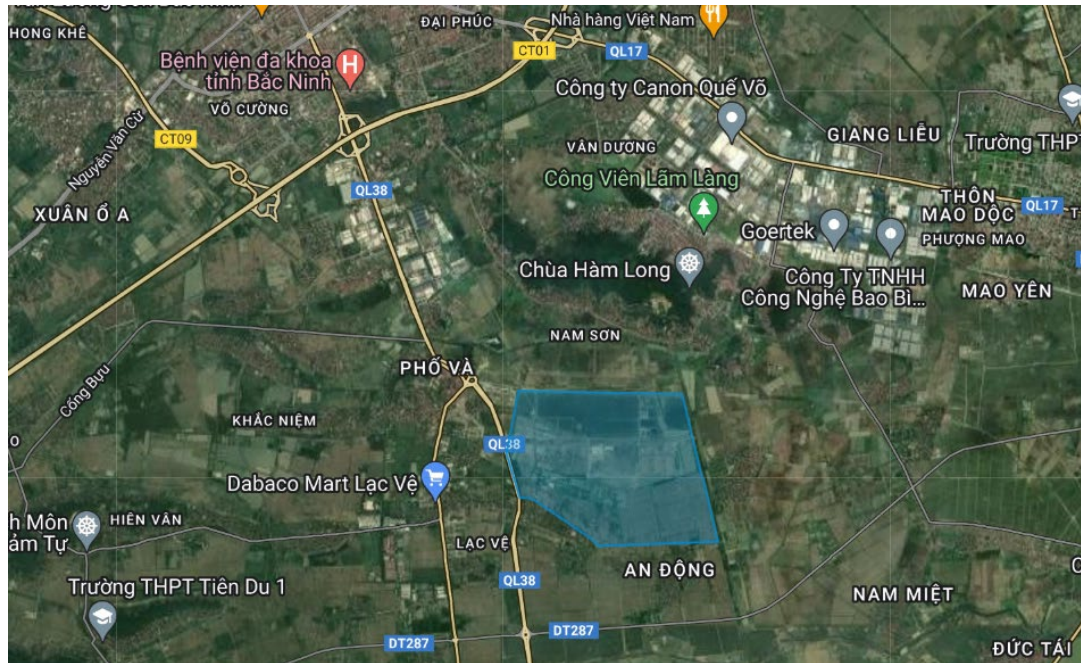
- Tổng nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2025 – 26 của doanh nghiệp ước tính khoảng 17 ngàn tỷ đồng nếu muốn tập trung triển khai các dự án TD03, Tân Tập và Lộc Giang trong cùng giai đoạn. Do vậy, kế hoạch phát hành riêng lẻ (250 triệu cổ phiếu, tỷ lệ 32,6% số lượng cổ phiếu lưu hành) nếu thành công sẽ mang về số tiền ước tính ~6.000 tỷ đồng, giúp doanh nghiệp tăng năng lực thực thi các dự án.
- Ngoài ra, Khu đô thị Trảng Cát được kỳ vọng có thể hoàn thành điều chỉnh chủ trương đầu tư và tiền sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (trên 10 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ pháp lý chậm hơn kỳ vọng, khiến việc ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 234ha (+368%YoY), chủ yếu đến từ: 1/ 30ha (+17%YoY) tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, khi tiến độ GPMB được đẩy nhanh hơn trong năm 2025; 2/ 170ha từ KCN Tràng Duệ 03 (bao gồm 100ha đã kí MOU trong năm 2024) với kỳ vọng KCN này sẽ được phê duyệt Chủ trương đầu tư trong nửa đầu năm 2025.

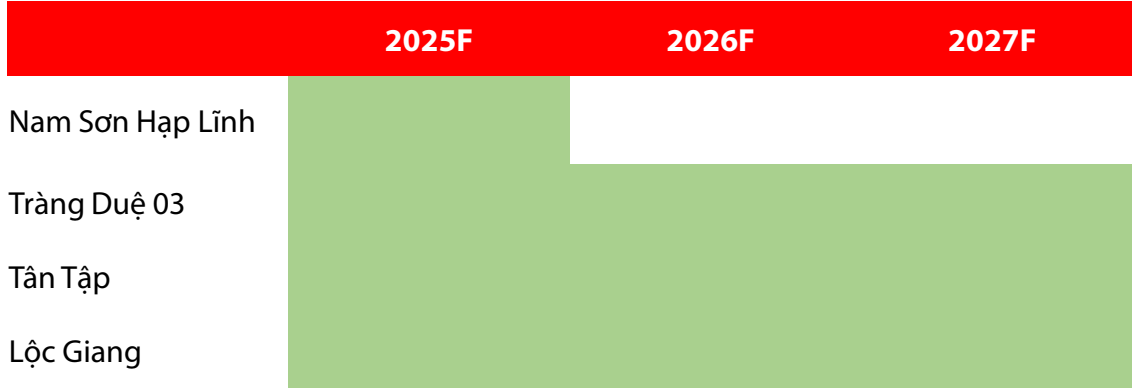
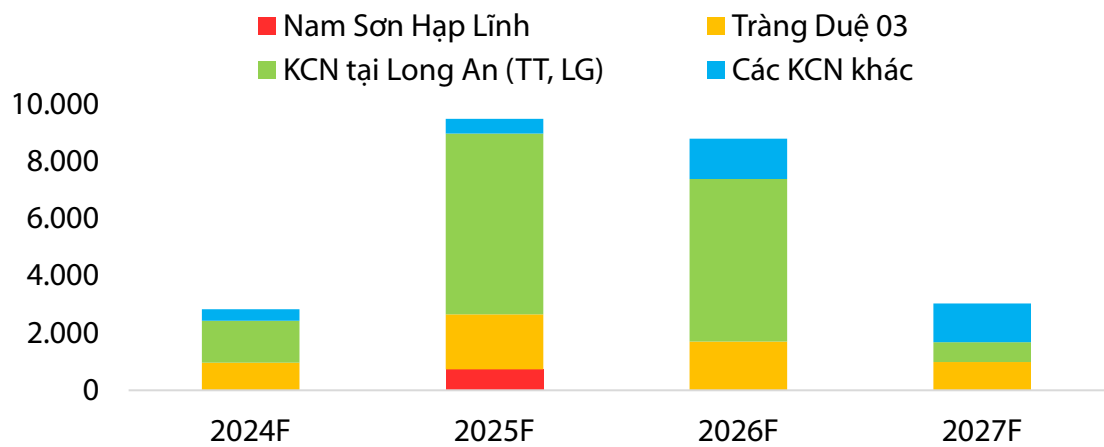
Hiện trạng các KCN tập trung kinh doanh trong năm 2025 của KBC – Nam Sơn Hạp Lĩnh và Tràng Duệ 03



Nguồn : Google map, CTK Rông Việt

• KBC có thể phát hành riêng lẻ thành công cho các nhà đầu tư chiến lược (số tiền thu được ~6.000 tỷ đồng) để hỗ trợ nhu cầu đầu tư trong dài hạn. Ngoài ra, Khu đô thị Trảng Cát được kỳ vọng có thể hoàn thành điều chỉnh chủ trương đầu tư và tiền sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (trên 10 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026.

Dự phóng chi đầu tư cho các KCN giai đoạn 2024-2027 (Tỷ đồng, hình trên) và kỳ vọng tiến độ GPMB các KCN (hình dưới)



Nguồn : KBC, CTCK Rồng Việt dự phóng

Tổng hợp định giá của KBC

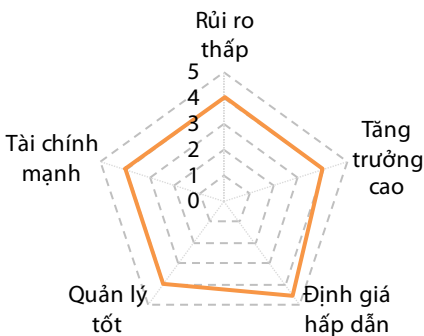
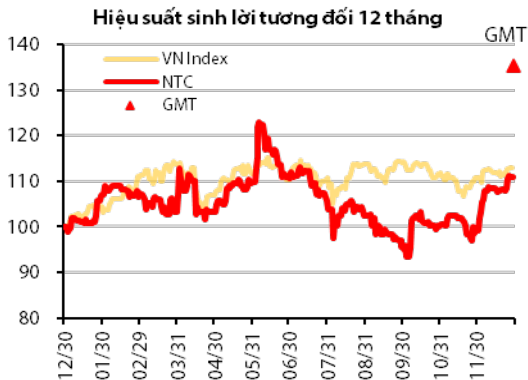
Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	DCF	2.632
Tân Phú Trung	73%	DCF	1.685
Trảng Duệ 3	89%	DCF	4.918
KCN tại Long An (Tân Tập, Lộc Giang)	57% - 73%	DCF	2.485
Các KCN khác		DCF	3.215
KDC Trảng Cát	100%	P/B (1.3x)	10.895
Tài sản khác			6.700
Tổng			32.497
(+) Tiền & tương đương tiền			7.655
(+) Khoản đầu tư khác			4.763
(-) Nợ			(5.931)
(-) Nghĩa vụ khác			(7.828)
Giá trị TS ròng			31.157
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			768
Giá mục tiêu (đồng)			40.600

Nguồn : CTCK Rồng Việt

MUA: 25%

GTT: 209.000

GMT: 262.000



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

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

TÀI CHÍNH		2023A	2024F	2025F
Bất động sản	Doanh thu (tỷ đồng)	235	257	643
	LNST (tỷ đồng)	300	251	272
	ROA (%)	7,1	5,1	4,2
	ROE (%)	35,8	23,1	20,2
	EPS (VND)	12.485	10.441	11.348
	GTSS (VND)	40.022	50.463	61.811
	Cổ tức tiền mặt	8.000	6.000	6.000
167 - 242	P/E (x)	15,5	20,6	18,9
	P/B (x)	4,8	4,3	3,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án NTU 3 – Kỳ vọng bàn giao 90ha trong 2025

- Trong tháng 06/2024, điểm nghẽn lớn nhất về tính tiền sử dụng đất đã được giải quyết. Theo đó, với tổng diện tích xác định giá đất là 344ha, thời hạn sử dụng 70 năm tính đến ngày 13/09/2068, đơn giá đất được sử dụng là 2,4 triệu đồng/m². Chúng tôi kỳ vọng tiến độ đóng tiền sử dụng đất sẽ diễn ra trong Q1/2025.
- Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NTC có thể hoàn tất việc đóng tiền sử dụng và bàn giao 90ha đất đã kí MOUs (năm 2023, giá thuê 140 USD/m²) cho khách hàng và tiếp tục đẩy mạnh bán hàng phần diện tích còn lại.

Danh mục đầu tư duy trì mức cổ tức tiền mặt cao và đều đặn

- Trong 9T2024, các khoản đầu tư vào công ty liên kết đã đem lại dòng cổ tức ~60 tỷ đồng (-35% yoy), qua đó mang lại mức lợi suất cổ tức/tổng mức đầu tư đạt ~13%.

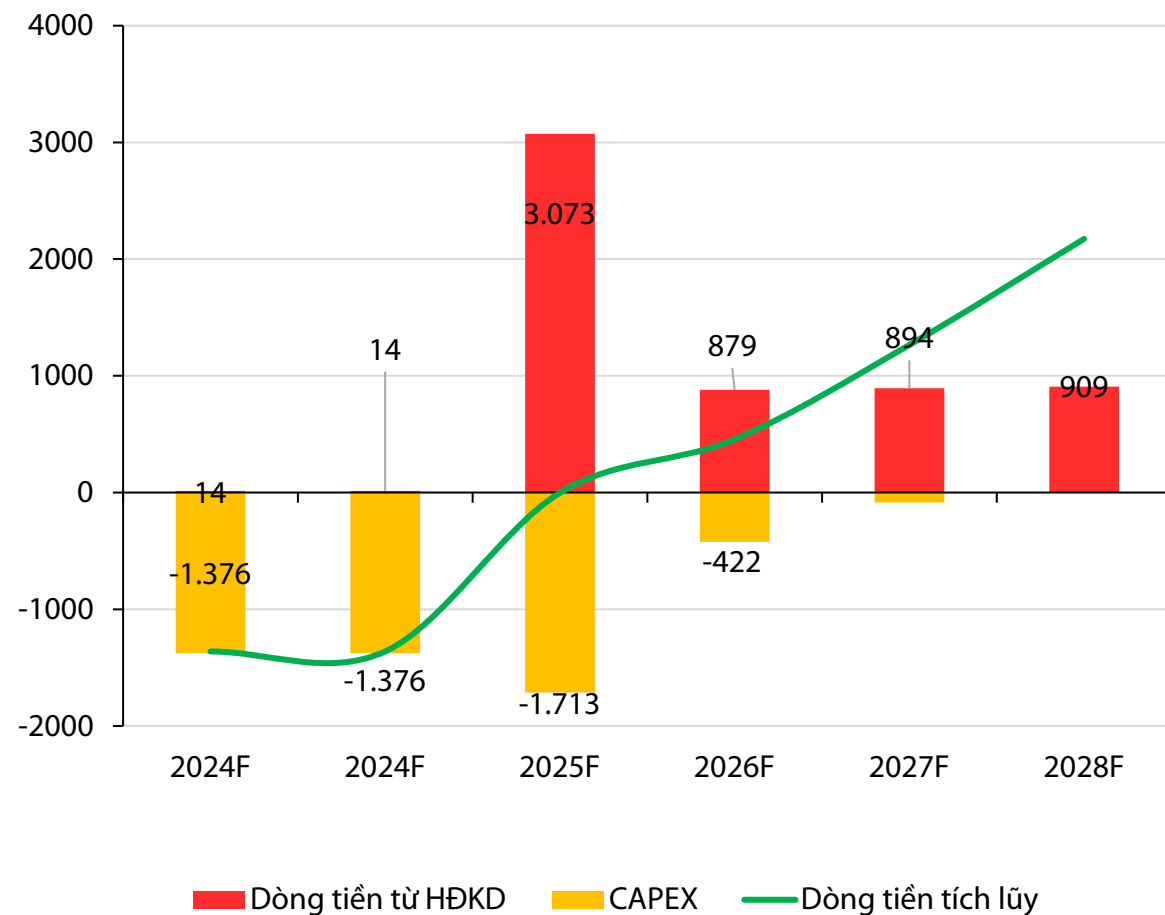
Kết quả kinh doanh năm 2025 ước tính tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ dự án NTU3

- Dựa trên tiến độ bán hàng NTU3 kể trên, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng khu công nghiệp trong năm 2025 sẽ đạt 643 tỷ đồng (85% ghi nhận phân bổ, 15% ghi nhận doanh thu 1 lần), nhờ bàn giao 90ha đất khu công nghiệp với mức giá trong kịch bản cơ sở \$140/m². Theo đó, tổng doanh thu của NTC trong năm 2025 ước đạt 643 tỷ đồng (+150% YoY), và LNST đạt 272 tỷ VND (+9% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Khả năng tìm kiếm khách hàng mới và cho thuê nhanh hơn dự phóng.

Dòng tiền dự án NTU3 – với giả định giá thuê tăng 2%/năm và giá thuê hiện tại là 140 USD/m2



Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu NTC dựa trên các kịch bản về giá cho thuê và chi phí sử dụng vốn (Ke)

Ke	Giá thuê năm đầu (USD/m2)					
		140	145	150	155	160
	12%	271.000	279.000	288.000	296.000	305.000
	13%	266.000	274.000	283.000	291.000	300.000
	14%	262.000	270.000	278.000	286.000	295.000
	15%	258.000	266,000	274.000	282,000	290.000
	16%	254.000	262.000	269.000	277.000	285.000

Bảng : Tổng hợp giá trị tài sản các dự án của NTC

	Phương pháp	% Sở hữu	Định giá (tỷ đồng)
KCN			2.711
NTC3	FCFE	100%	2.828
Dự án khác	BV	100%	10
Total			2.720

Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt

MUA: 18%

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng

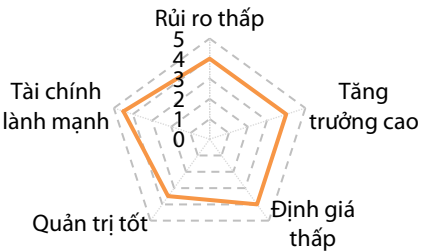
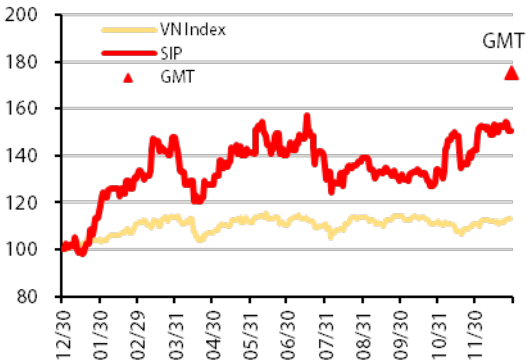
GTT: 83.000

GMT: 97.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023 2024F 2025F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.306
SLCPĐLH (triệu CP)	211
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	376
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	29
SH NHĐTNN còn lại (%)	46,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	48,7 – 87,9

Doanh thu (tỷ đồng)	6.677	7.587	8.334
LNST – CDM (tỷ đồng)	927	1.103	1.181
ROA (%)	5,0	5,0	6,0
ROE (%)	29,0	25,0	20,0
EPS (đồng)	4.574	5.458	5.847
GTSS (đồng)	18.480	29.558	35.405
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.000	1.000
P/E (x)	12,1	15,2	14,2
P/B (x)	3,0	2,8	2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng diện tích cho thuê KCN ký mới ước tăng 30% lên 100 ha với đóng góp chủ yếu từ KCN Phước Đông

- Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mới ở KCN Phước Đông sẽ đạt 70ha (+17%YoY) nhờ 1/ Giá cho thuê cạnh tranh (giá thuê trung bình ở USD80/m2/chu kỳ, thấp hơn 50% so với thị trường cấp I), 2/ Vị trí tiềm năng (gần cao tốc Mộc Bài – TP.HCM, kết nối giữa thị trường Campuchia và Việt Nam), và 3/ Dịch vụ cung cấp điện và xử lý nước sạch – phù hợp với doanh nghiệp sản xuất và gia công. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Công ty có thể hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông trong năm 2025, đảm bảo đủ diện tích đất liền thửa để bàn giao cho khách hàng.
- Tại các thị trường cấp I, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ triển khai kinh doanh tại (1) KCN Lê Minh Xuân 03 với việc đầu tư trung tâm hóa chất mới của TP.HCM và (2) KCN Lộc An Bình Sơn có thể hưởng lợi từ việc di dời các nhà máy từ KCN Biên Hòa 1.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh duy trì tăng trưởng

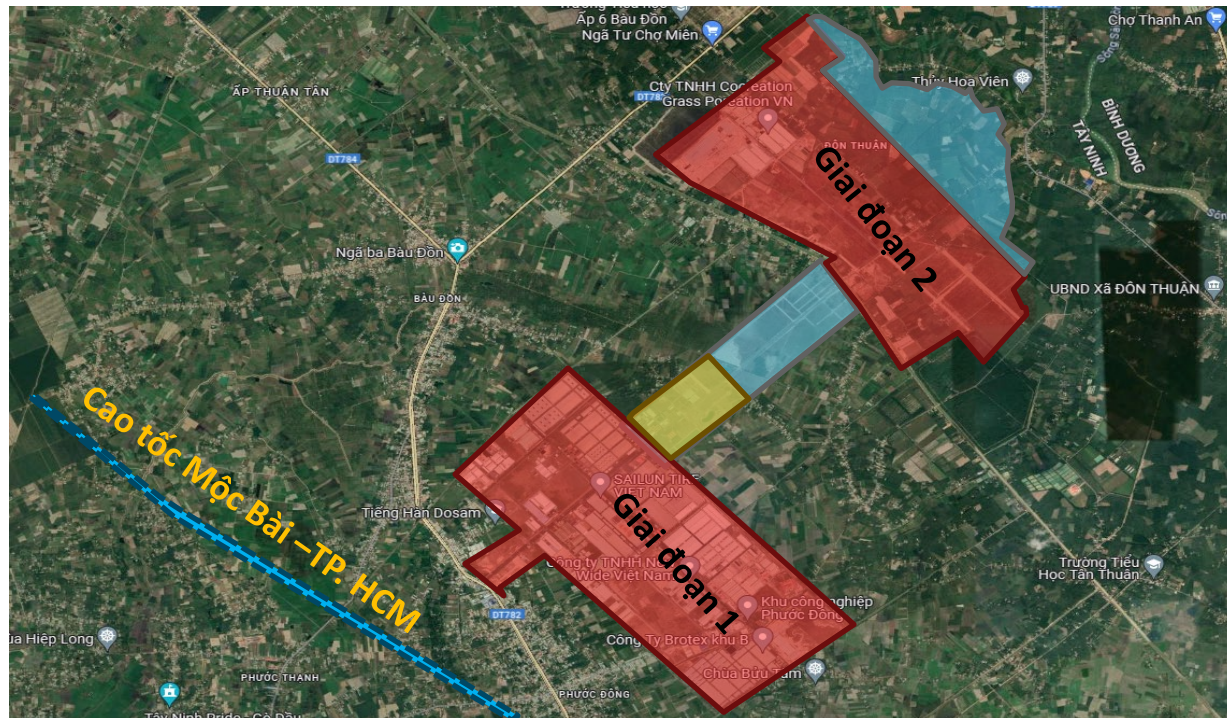
- Tổng doanh thu ước đạt 8.334 tỷ đồng (+10%YoY), nhờ các động lực từ: 1/ 7.080 tỷ đồng (+10%YoY) từ cung cấp dịch vụ điện,nước tại các KCN, khi tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng lên và giá bán lẻ điện dự kiến tăng 3% trong năm 2025; 2/ 482 tỷ đồng (+34%YoY) khi doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng đã ký trong năm 2024 tại KCN Phước Đông và KCN Lộc An Bình Sơn. Lợi nhuận gộp trong năm dự kiến đạt 1.219 tỷ đồng (+16%YoY).
- LNST-CDM ước đạt 1.181 tỷ đồng (+7%YoY, do trong 2024 công ty ghi nhận thêm doanh thu tài chính từ thoái vốn tại GVR và TRC). Loại trừ khoản thoái vốn bất thường năm 2024, LN từ HĐKD thường xuyên ước tăng trưởng 17%. EPS năm 2025 đạt 5.050 đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng; tiến độ GPMB của KCN Phước Đông chậm hơn dự kiến

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 100ha (+30%YoY), đến từ: 1/ 70ha (+17%YoY) tại KCN Phước Đông; 2/ 16ha từ KCN Lộc An Bình Sơn (tương đương năm 2024) và thêm 10ha từ KCN Lê Minh Xuân 03 (trung tâm hóa chất mới của TP.HCM).

Đẩy mạnh bán hàng tại KCN Phước Đông giai đoạn 2 trong năm 2025



Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt

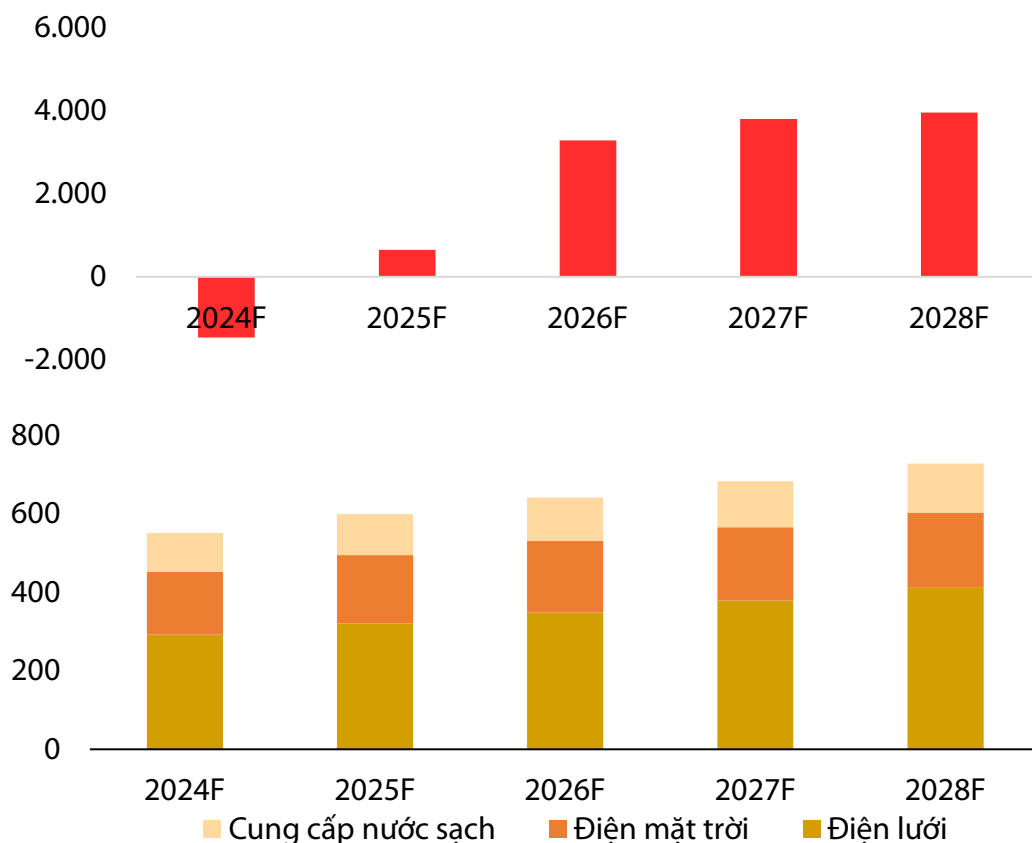
Lợi thế vị trí của KCN Lộc An Bình Sơn (Đồng Nai) – với xu hướng di chuyển các nhà máy tại KCN Biên Hòa 1 xuống các KCN phía nam



Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 100ha (+30%YoY), đến từ: 1/ 70ha (+17%YoY) tại KCN Phước Đông; 2/ 16ha từ KCN Lộc An Bình Sơn (tương đương năm 2024) và thêm 10ha từ KCN Lê Minh Xuân 03 (trung tâm hóa chất mới của TP.HCM).

Dự phóng dòng tiền FCFE từ cho thuê đất KCN (trên) và cung cấp dịch vụ điện nước (dưới) trong giai đoạn 2024-2028 (tỷ)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá của SIP

Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ)
KCN	63%-100%	DCF	10.707
Dịch vụ KCN (điện, nước,...)	100%	P/CF (7.0x)	5.468
Tài sản khác	100%		147
Tổng			16.322
(+) Tiền & tương đương tiền			4.704
(+) Đầu tư ngắn hạn			2.072
(+) Khoản đầu tư khác			1.411
(-) Nợ			(3.674)
(-) Lợi ích CĐ thiểu số			(484)
Giá trị TS ròng			20.352
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			211
Giá mục tiêu (đồng)			97.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MUA: 48%

GTT: 36.400

GMT: 54.000

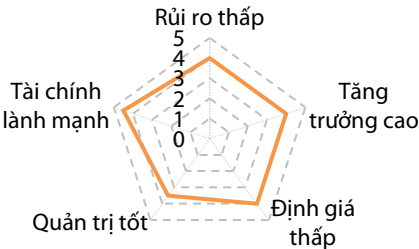
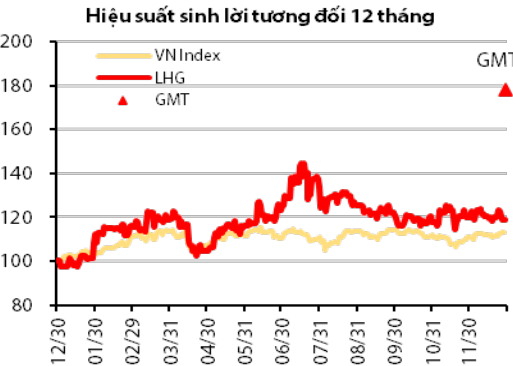
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023

2024F

2025F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.858
SLCPĐLH (triệu CP)	50
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	130
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5
SH NĐTNN còn lại (%)	30,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	29 - 44

Doanh thu (tỷ đồng)	395	412	593
LNST (tỷ đồng)	166	169	249
ROA (%)	5,5	5,4	7,5
ROE (%)	10,6	10,1	13,2
EPS (đồng)	3.323	3.385	4.974
GTSS (đồng)	31.885	35.227	40.125
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.900	1.900	1.900
P/E (x)	9,0	10,3	7,0
P/B (x)	0,9	1,0	0,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh cho thuê đất tại KCN Long Hậu 03 kỳ vọng hồi phục

- Hoạt động cho thuê đất với KCN Long Hậu 03 (LH03), giai đoạn 2023-2024, trầm lắng do 1/ Khó khăn trong việc GPMB (diện tích phần lớn thuộc về các hộ dân không đồng ý với phương án bồi thường) và 2/ Tính tiền sử dụng đất và để đủ diện tích liền thửa bàn giao cho khách hàng (hiện Công ty đã hoàn thành 7 đợt giao đất với tổng diện tích đạt 109ha). Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2025, khi nút thắt về GPMB được tháo gỡ, doanh nghiệp sẽ: 1/ Hoàn thành GPMB với phần diện tích còn lại (thu hồi ~4ha diện tích đất), và 2/ Hoàn thành việc tính tiền sử dụng đất và giao đất đợt 8. Theo đó, Công ty có diện tích liền thửa tại KCN LH03 để bàn giao cho khách hàng.
- Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi kỳ vọng phần diện tích 4ha (đã có khách thuê trong năm 2024) sẽ có thể ghi nhận doanh thu trong 2025, tương ứng doanh thu từ cho thuê đất KCN đạt 262 tỷ đồng (+173%YoY, với giá thuê trung bình ở USD250/m2/chu kỳ thuê).

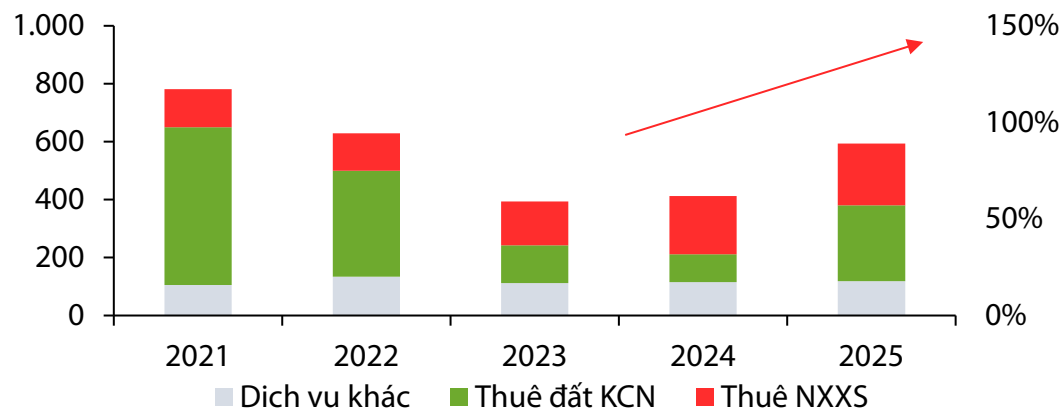
Dòng tiền ổn định từ cho thuê nhà xưởng xây sẵn (NXXS)

- Với lợi thế từ: 1/ Kinh nghiệm khai thác NXXS, với tổng diện tích khai thác trên 12ha, 2/ Quy mô NXXS trung bình ở 3.000m2, phù hợp với khách hàng mục tiêu (doanh nghiệp trong lĩnh vực chế biến thực phẩm), LHG duy trì được tỷ lệ đầy trên 90% tại các NXXS, tương đương dòng tiền trung bình mang về đạt 200 tỷ đồng/năm (tương đương tỷ suất cho thuê ở ~20%).
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục: 1/ Đầu tư xây dựng NX cao tầng tại KCN LH1 (diện tích thương phẩm 26.000m2), 2/ Mở rộng thêm 10.000m2 nhà khi xây sẵn ở KCN LH3; qua đó tổng diện tích NXXS của doanh nghiệp có thể đạt 16ha (+33%YoY), đem lại tiềm năng về tăng trưởng dòng tiền trong giai đoạn 2026 trở về sau.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: KCN An Định (200ha, chưa nằm trong mô hình định giá) được phê duyệt chủ trương đầu tư sớm hơn kỳ vọng

Doanh thu của LHG giai đoạn 2021-2025 (tỷ đồng) – Kỳ vọng KQKD hồi phục, từ đẩy mạnh kinh doanh KCN LH3



Tổng hợp diện tích giao đất của KCN LH3 từ giai đoạn 2019-2025

Đợt	Thời gian	Diện tích (ha)
1-5	2017-2020	95,7
6	2021	7,5
7	2024	5,7
8	2025 (dự phóng)	5,9
Tổng		114,8

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hiện trạng khu công nghiệp Long Hậu 03 (giai đoạn 01, 124ha), với phần diện tích đã có khách hàng quan tâm

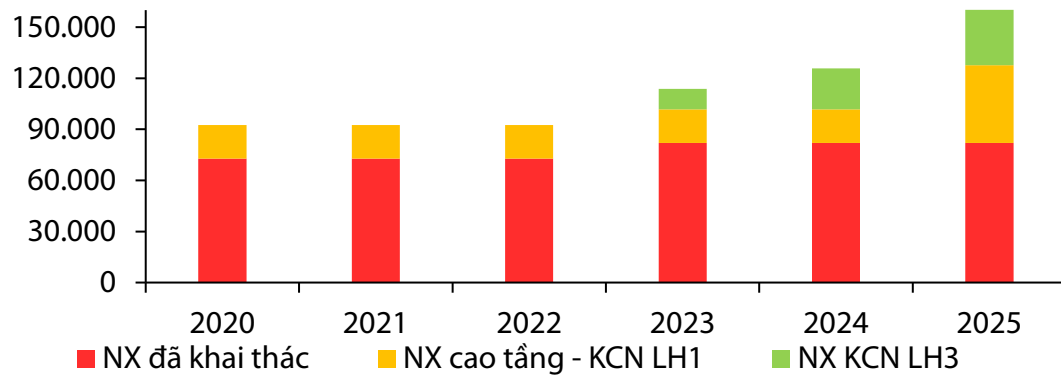


Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Các NXXS tại KCN LH03, với diện tích trung bình 3.000m2 và giá thuê USD 5/m2/tháng



Diện tích NXXS cho thuê giai đoạn 2020-2025 (m2)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá LHG

Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
KCN LH03	100%	DCF	876
NXXS	100%	DCF	875
Dịch vụ KCN	100%	P/E (7.0x)	254
Tổng			2.005
(+) Tiền & tương đương tiền			70
(+) Đầu tư ngắn hạn			885
(+) Khoản đầu tư khác			202
(-) Nợ			(194)
(-) Nghĩa vụ khác			(280)
Giá trị TS ròng			2.689
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			50,0
Giá mục tiêu (đồng)			54.000

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Mua: 24%

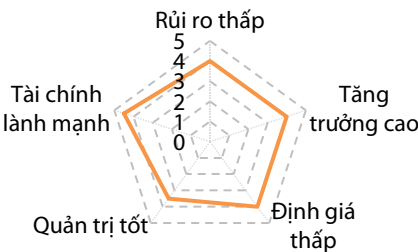
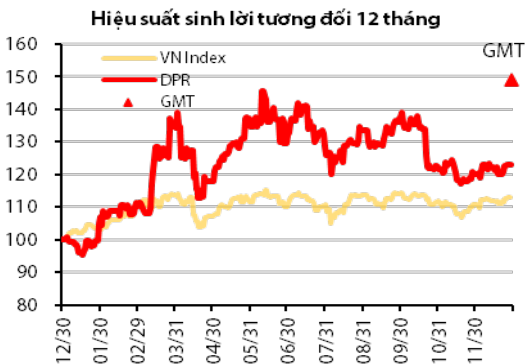
GTT: 38.000

GMT: 47.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.362
SLCPĐLH (triệu CP)	87
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	343
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	14
SH NĐTNN còn lại (%)	45,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	29.5 - 47.4

Doanh thu (tỷ đồng)	1.041	1.071	1.207
LNST (tỷ đồng)	207	272	286
ROA (%)	5,1	6,1	5,9
ROE (%)	8,9	11,1	10,7
EPS (đồng)	2.382	3.126	3.292
GTSS (đồng)	27.048	29.501	31.806
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	1.500
P/E (x)	13,3	12,4	11,8
P/B (x)	1,2	1,3	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng cao su – giá bán kỳ vọng neo trong khoảng 47 – 50 triệu đồng/tấn đến ít nhất Q2/2025

- Chúng tôi duy trì quan điểm giá cao su sẽ tiếp tục neo cho đến ít nhất 1H25 dựa trên các yếu tố: 1/ Nguồn cung cao su tại các nước Đông Nam Á được dự báo vẫn còn thiếu hụt, 2/ Hải Nam (vùng sản xuất cao su chính của Trung Quốc) chịu thiệt hại với diện tích khoảng 2,1% diện tích cao su của Trung Quốc, 3/ Những vùng trồng mới dự kiến sẽ bắt đầu vào kỳ thu hoạch vào 2027 - 2028.
- Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác của DPR trong năm 2025 đạt 13.800 tấn (+12% YoY) với 11.400 tấn tự khai thác và thu mua 2.400 tấn, doanh thu từ mảng cao su năm 2025 ước đạt 988 tỷ đồng (+14%YoY) với giả định giá bán bình quân 47 triệu đồng/tấn.

Các mảng kinh doanh khác – kỳ vọng chậm lại

- Về mảng thanh lý cây sẽ không có nhiều sự đột biến khi DPR duy trì diện tích thanh lý ~ 350-400 ha/ năm, với giá thanh lý giao động từ 250 – 300 triệu đồng/ha.
- Với mảng phát triển KCN, chúng tôi giảm tiến độ đối với 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng do kỳ vọng chủ trương đầu tư được chấp thuận trong năm 2025 và 2026. Trong khi đó, dự án Tiến Hưng 1 (64ha) có thể thực hiện đấu giá lại và mang về cho công ty 56 tỷ đồng tiền đền bù (đơn giá ước tính 0.98 tỷ/ha).

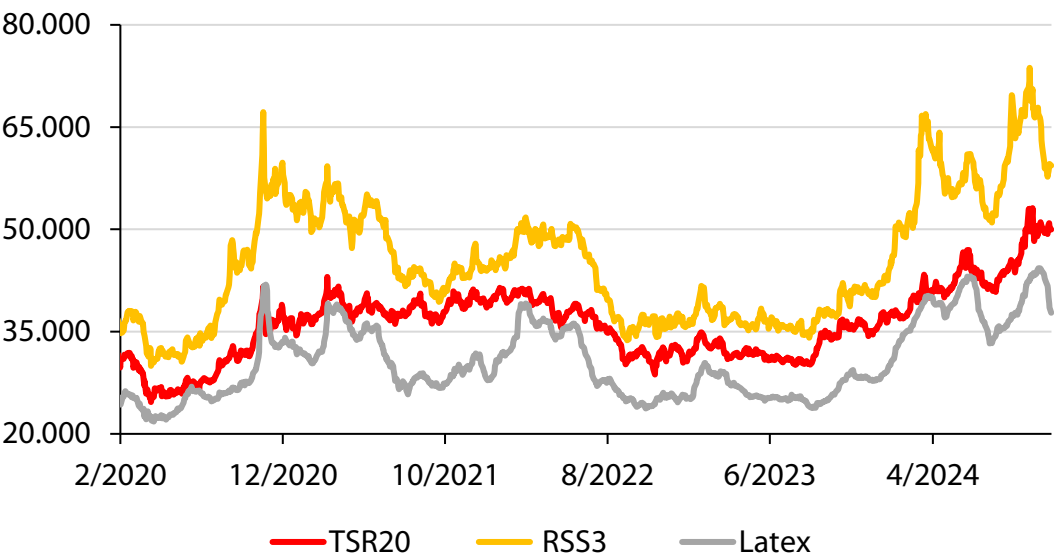
Kết quả kinh doanh 2025 – kỳ vọng tăng trưởng nhờ vào xu hướng neo giữ của giá cao su

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của DPR trong năm 2025 lần lượt đạt 1,208 tỷ đồng (+12,4%YoY) và 295 tỷ đồng (+8%YoY) dựa trên cơ sở (1) giá cao su tiếp tục neo giữ khi nguồn cung dự báo vẫn còn thiếu hụt; (2) Mảng thanh lý cây mang lại lợi nhuận ổn định; (3) DPR có thể nhận thanh toán tiền đền bù dự án Tiến Hưng 1.

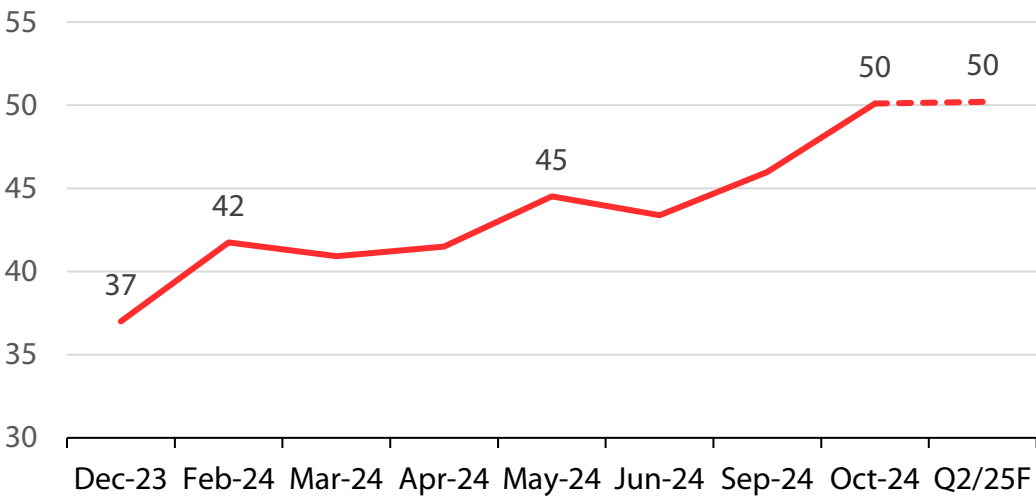
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá: Giá cao su giảm so với kỳ vọng neo giữ, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. Rủi ro tăng giá: Các KCN tiềm năng được phê duyệt chủ trương đầu tư sớm hơn kỳ vọng.

Diễn biến giá cao su thế giới giai đoạn 2020 – 2024 (‘000 đồng/tấn)



Giá bán mủ cao su của DPR từ 12/2023 – Q2/25F (‘000 đồng/tấn)

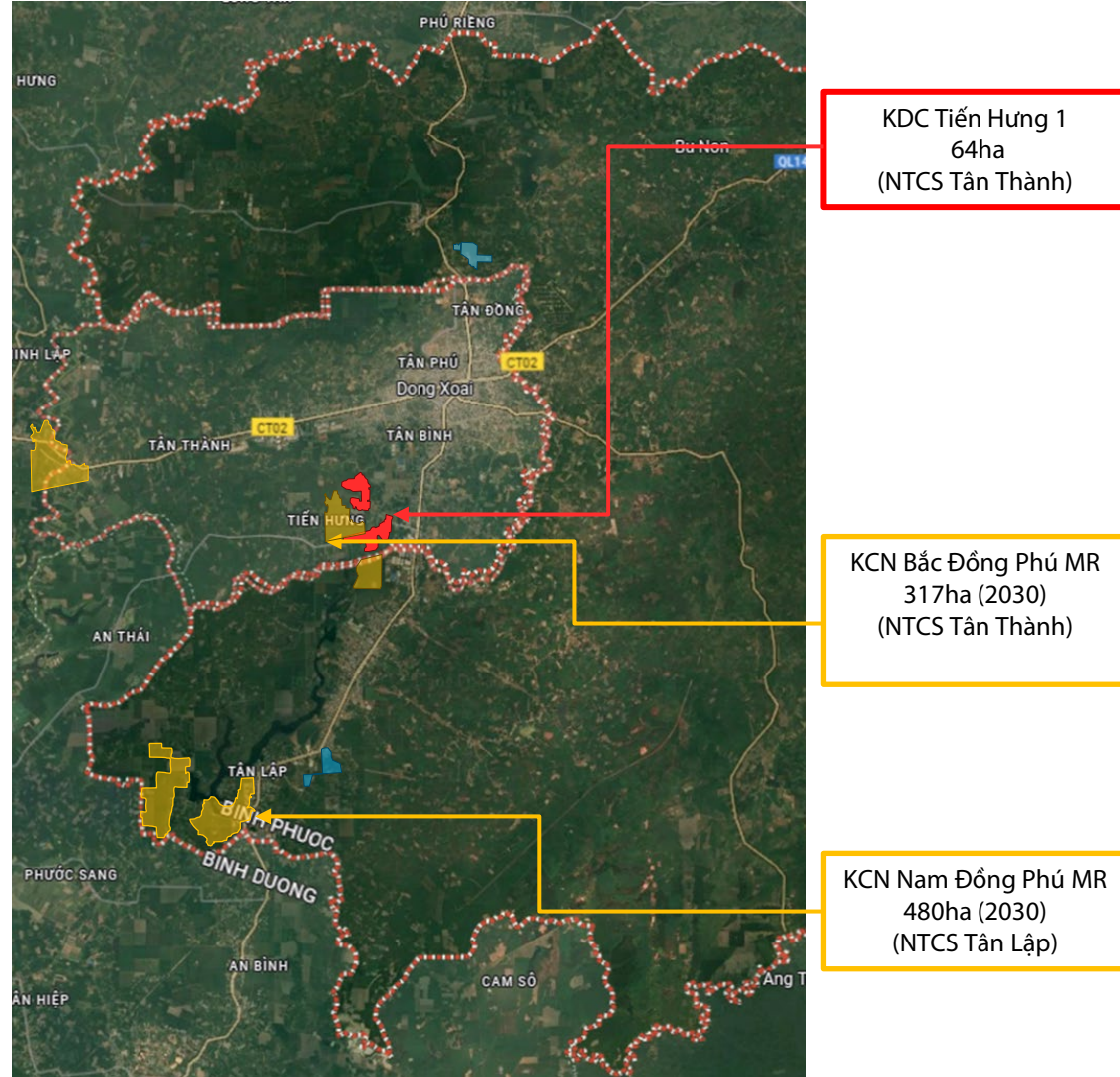


Giả định về tiến độ các dự án khu công nghiệp và nhận đền bù của DPR từ 2025F – 2028F

Dự án	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiến độ dự án tự triển khai				
KCN Bắc Đồng Phú MR				
KCN Nam Đồng Phú MR				
Tiến độ nhận đền bù GPMB				
KDC Tiến Hưng 1				
KCN Bắc Đồng Phú MR				
KCN Nam Đồng Phú MR				

Nguồn: Bloomberg, DPR, CTCK Rông Việt

Vị trí các dự án triển khai trong giai đoạn 2025-2026 của DPR

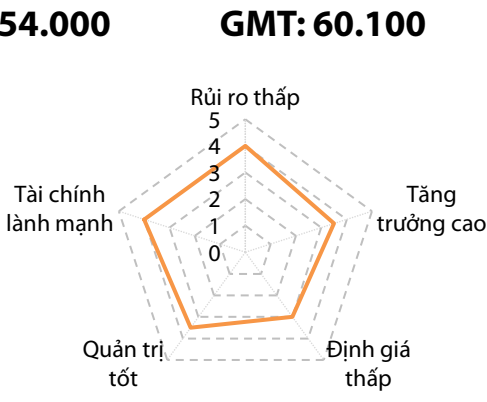
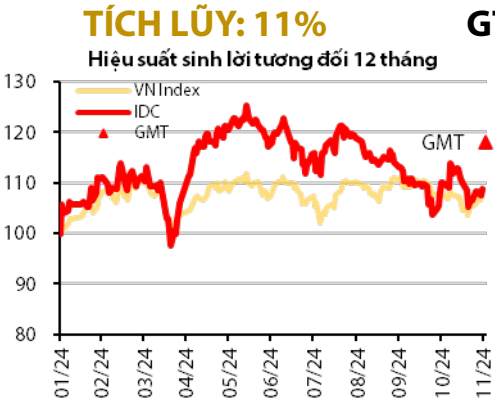


- Về dự án Tiến Hưng 1, chúng tôi kỳ vọng sẽ được thực hiện đấu thầu lại và chọn được nhà đầu tư trong năm 2025. Kỳ vọng mang về cho công ty 56 tỷ đồng tiền đền bù (đơn giá ước tính 0.98 tỷ/ha).
- Chúng tôi thận trọng hơn về thời gian ước tính thực hiện đối với 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng khi hiện tại chưa có tín hiệu mới về pháp lý và giao đất từ tỉnh Bình Phước. Chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Bắc Đồng Phú sẽ bắt đầu nhận đền bù GPMB và triển khai từ 2026.
- Theo sau đó, chúng tôi kỳ vọng rằng dự án KCN Nam Đồng Phú mở rộng sẽ được bắt đầu triển khai từ 2027, khi các chỉ tiêu đất khu công nghiệp đến 2030 cho các dự án mới trong danh mục được giải phóng.

Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu dựa trên các kịch bản

		Số năm các dự án bị lùi so với dự định				
WACC		0	1	2	3	4
	11,7%	49.200	48.000	46.800	45.800	44.900
	12,2%	48.100	46.800	45.600	44.500	43.600
	12,7%	47.100	45.700	44.500	43.400	42.500
	13,2%	46.100	44.700	43.500	42.400	41.400
	13,7%	45.200	43.800	42.500	41.400	40.400

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.315
SLCPĐLH (triệu CP)	330
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	1.025
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	56
SH NHĐTNN còn lại (%)	26,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	49,2 - 66

TÀI CHÍNH

	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.237	9.219	8.918
LNST (tỷ đồng)	1.394	2.192	2.391
ROA (%)	8,0	12,6	13,4
ROE (%)	28,1	40,5	37,5
EPS (đồng)	4.223	6.643	7.247
GTSS (đồng)	15.069	17.712	20.959
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	4.000	4.000
P/E (x)	12,0	4,7	4,3
P/B (x)	3,4	1,8	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh tiếp tục khả quan, đến từ ghi nhận cho thuê đất KCN đã ký MOUs

- IDC là công ty KCN niêm yết có quy mô lớn, với các dự án nằm tại miền Bắc và miền Nam với tổng diện tích ~2.500ha, trong đó các dự án có tỷ lệ lấp đầy thấp (dưới 70%) bao gồm: 1/ Miền Bắc với Cầu Ngàn (300ha); 2/ Miền Nam với Hựu Thạnh (524ha), Tân Phước 01 và Mỹ Xuân B1 mở rộng (580ha, phê duyệt chủ trương đầu tư trong 2024).
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng IDC tiếp tục ghi nhận doanh thu tích cực từ cho thuê đất KCN và đạt 4.178 tỷ đồng (tương đương 2024, khi doanh nghiệp có khoảng 80ha diện tích đất KCN đã ký MOU nhưng chưa ghi nhận doanh thu). Doanh thu từ mảng kinh doanh điện (phần nhiều từ phân phối điện – UIC) dự kiến đạt 3.422 tỷ đồng (+5%YoY), khi nhu cầu tiêu thụ điện tại các KCN (đặc biệt tại KCN Hựu Thạnh) vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng
- Về kết quả kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của IDC trong 2025 lần lượt đạt 8.913 tỷ đồng (tương đương 2024) và 2.391 tỷ đồng (+9%YoY). EPS 2025 đạt 7.000 đồng và công ty có thể duy trì mức cổ tức tiền mặt ở 4.000 đồng/cổ phiếu (tương đương tỷ suất cổ tức đạt 7%).

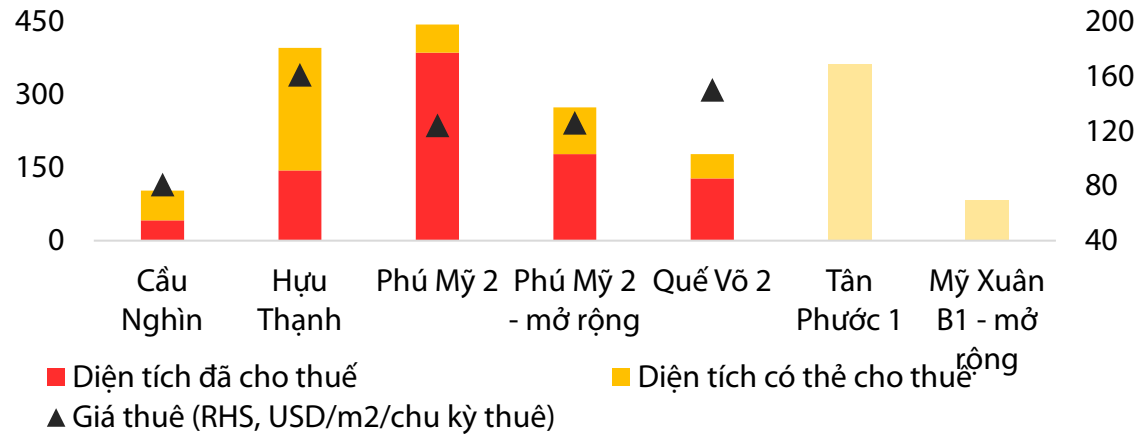
Quỹ đất tiềm năng dự kiến triển khai bán hàng từ 2026 trở đi

- So với các công ty trong danh sách theo dõi, IDC đang thiếu đất thương phẩm để sẵn sàng cho thuê trong năm 2025, khi các KCN hiện hữu hầu như đã có tỷ lệ lấp đầy trên 70%. Chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ đẩy nhanh quy trình pháp lý với các dự án tiềm năng (KCN Tân Phước 01 và Mỹ Xuân B1 mở rộng, cũng như khu dân cư Hựu Thạnh), để có thể khai thác từ giai đoạn 2026 trở về sau

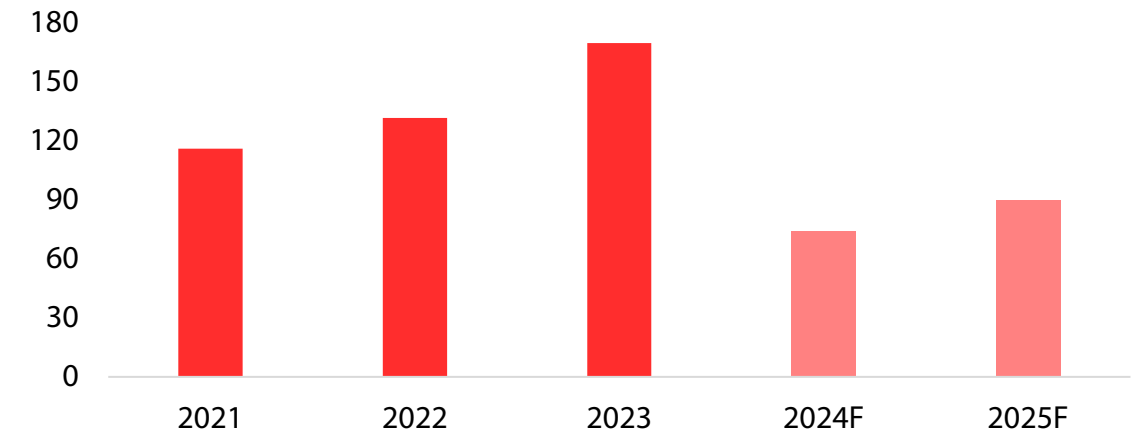
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ pháp lý chậm hơn kỳ vọng, khiến việc ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng

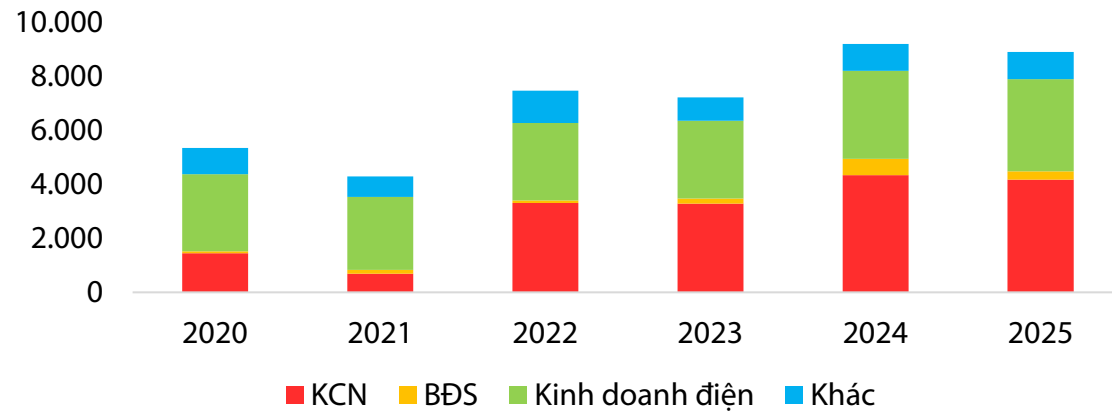
Các khu công nghiệp đang được triển khai của IDC (diện tích: ha)



Tiến độ bán hàng của IDC giai đoạn 2021-2025 (ha)

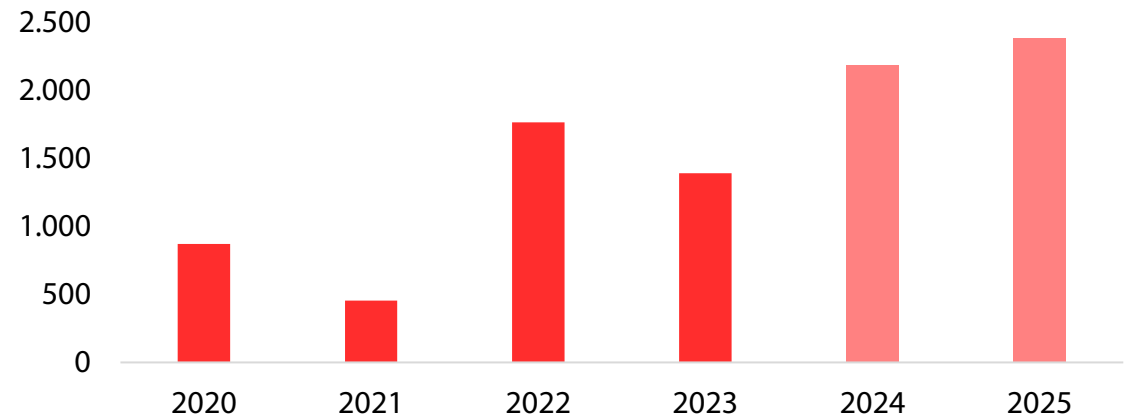


Doanh thu từ KCN và kinh doanh điện duy trì ở mức cao...



Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

... hỗ trợ cho KQKD trong giai đoạn 2024-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

- Các dự án trọng điểm của IDC (KCN Tân Phước 01, Khu dân cư Hữu Thạnh,...) là những dự án tiềm năng của doanh nghiệp, tuy nhiên cần thời gian để triển khai (kỳ vọng bắt đầu bán hàng từ từ giai đoạn 2026 trở về sau)

Tổng hợp định giá của IDC

Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
KCN	51-100%	DCF	9.603
BĐS	51-67%	DCF	2.038
Kinh doanh điện	51-100%	So sánh	4.060
TS khác			2.229
Tổng			17.930
(+) Tiền & tương đương tiền			1.288
(+) Đầu tư ngắn hạn			1.633
(+) Khoản đầu tư khác			1.629
(-) Nợ			(2.651)
Giá trị TS ròng			19.829
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			330,0
Giá mục tiêu (đồng)			60.100
Cổ tức bằng tiền			4.000

Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp tiến độ các dự án của IDC

Dự án	Diện tích (ha)	Sở hữu của IDC (%)	Tình hình thực hiện
KCN Tân Phước 01	470	65	- Đang xác định chi phí đền bù và tiền sử dụng đất, với lợi thế khi 100% đất đang thuê của nhà nước - Dự kiến đưa vào kinh doanh trong giai đoạn 2025-2026
KCN Mỹ Xuân B1 (mở rộng)	110	51	- Đang hoàn thành phê duyệt quy hoạch - Dự kiến đưa vào kinh doanh từ 2026 trở về sau
KDC Hữu Thạnh	47	51	- Hoàn thành đóng tiền sử dụng đất cho giai đoạn 1 (33ha) - Đang xây dựng sản phẩm và kế hoạch bán hàng, có thể cân nhắc kinh doanh giai đoạn 2025-2026

Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



www.vdsc.com.vn

