# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

## HƯỚNG ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG

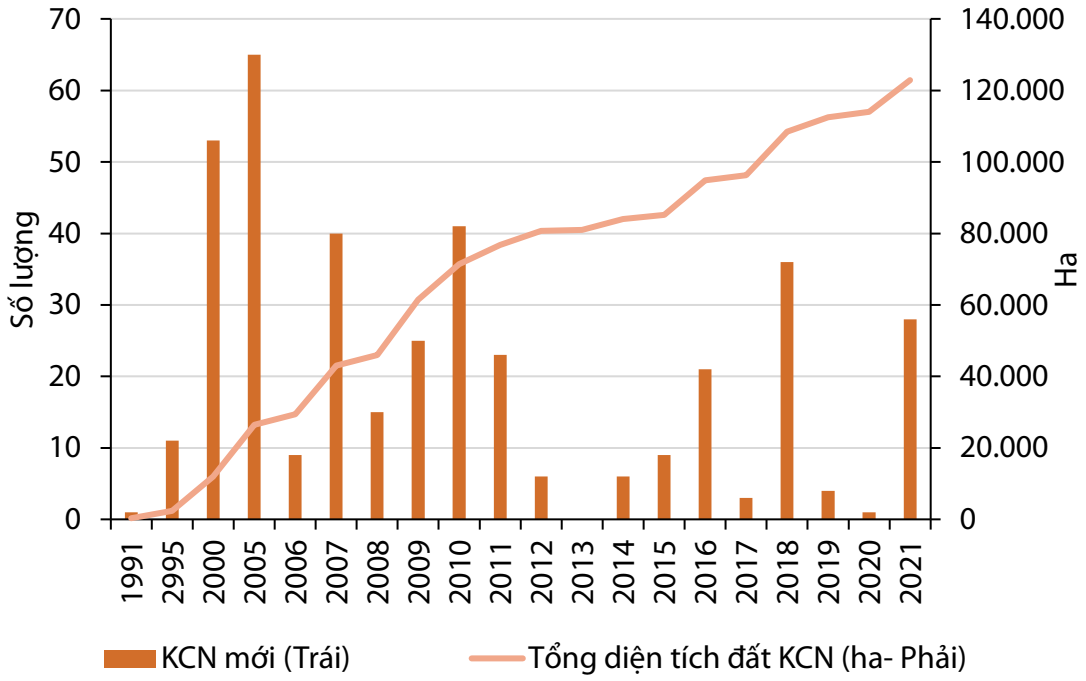
Lê Tự Quốc Hưng – hung.ltq@vdsc.com.vn

# SỐ KHU CÔNG NGHIỆP MỚI THÀNH LẬP TĂNG MẠNH



- Chiến lược "Trung Quốc +1" và đại dịch Covid-19 là những yếu tố chính thúc đẩy nhiều Khu công nghiệp (KCN) được thành lập kể từ tháng 3/2020.
- Có 28 KCN được phê duyệt thành lập với tổng diện tích 8.900 ha vào năm 2021, con số này tăng mạnh so với 2 năm trước đó. Tổng cộng có 397 KCN được thành lập, trong đó, 291 KCN đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy bình quân 52,5%.
- Trong 6T 2022, cả nước có 13 KCN được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư với tổng diện tích 3.682 ha. Trong đó, phần lớn các KCN nằm trên địa bàn tỉnh Long An.

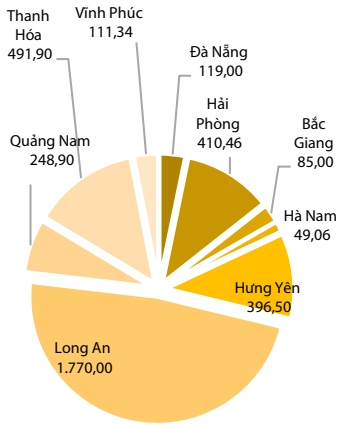
## Hình 1: Các KCN mới từ năm 1991 đến 2021




*Nguồn: MoPI, CTCK Rồng Việt*

## Hình 2: Tóm tắt thành lập KCN mới trong 6T2022

| Tên KCN | Tỉnh | Diện tích (Ha) |
|---|---|---|
| Hòa Cầm – Giai đoạn 2 | Đà Nẵng | 119,0 |
| Tiên Thanh | Hải Phòng | 410,5 |
| Hòa Phú mở rộng | Bắc Giang | 85,0 |
| Đồng Văn I mở rộng | Hà Nam | 49,1 |
| Thăng Long II mở rộng (GĐ 3) | Hưng Yên | 180,5 |
| Yên Mỹ II mở rộng | Hưng Yên | 216,0 |
| Lộc Giang | Long An | 466,0 |
| PRODEZI | Long An | 400,0 |
| Tân Lập | Long An | 654,0 |
| TANDOLAND | Long An | 250,0 |
| Tam Thăng mở rộng | Quảng Nam | 248,9 |
| Đồng Vàng | Thanh Hóa | 491,9 |
| Phúc Yên | Vĩnh Phúc | 111,3 |

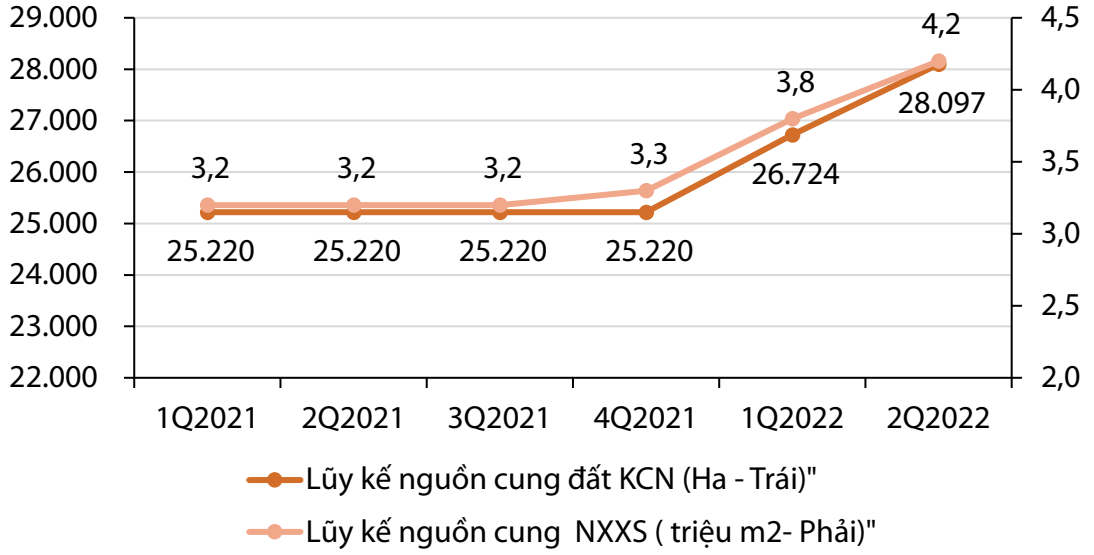



*Nguồn: MoPI, CTCK Rồng Việt*

# NHU CẦU TẠI MIỀN NAM GIA TĂNG TRONG 6T 2022

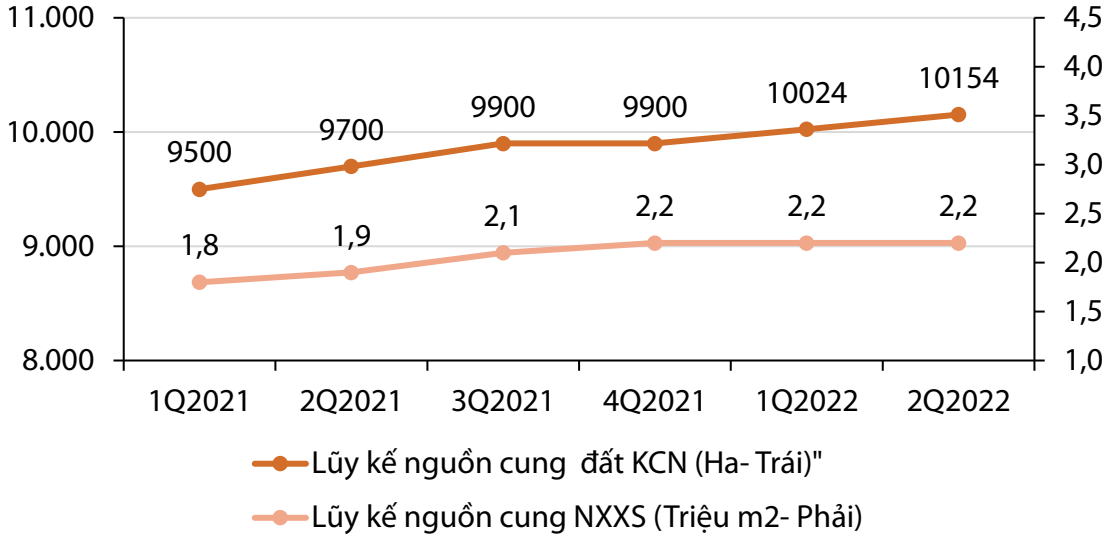


**Hình 3: Diện tích đất KCN và NXXS phía nam**




*Nguồn:.JLL, CTCK Rồng Việt*
*Khu vực phía Nam gồm thị trường TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Long An*

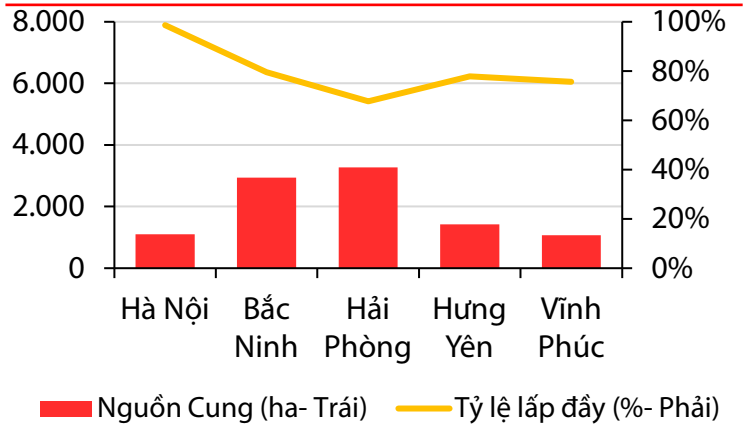
**Hình 4: Diện tích KCN và NXXS miền Bắc**



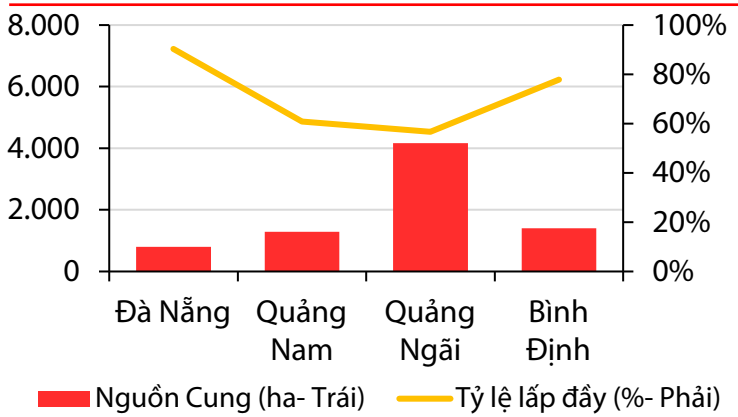

*Nguồn:.JLL, CTCK Rồng Việt*
*Khu vực phía Bắc gồm thị trường Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương.*

- Trong nửa đầu năm 2022, thị trường đất công nghiệp chứng kiến nguồn cung tăng ở cả khu vực miền Bắc và miền Nam. Tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao lần lượt là 79% và 83,6%. Đáng chú ý, nguồn cung ở phía Nam tăng đáng kể (3.131 ha) so với phía Bắc (254 ha) trong 6T2022.
- Thị trường NXXS ở phía Nam cũng chứng kiến nguồn cung tăng mạnh với ~ 1 triệu m2 trong 6T2022. Trong khi miền Bắc không ghi nhận nguồn cung mới nào trong 6 tháng đầu năm.

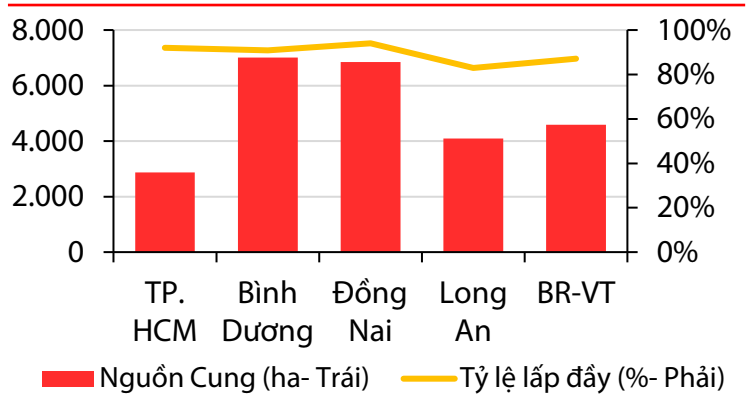
**Hình 5: Nguồn cung đất KCN phía Bắc**



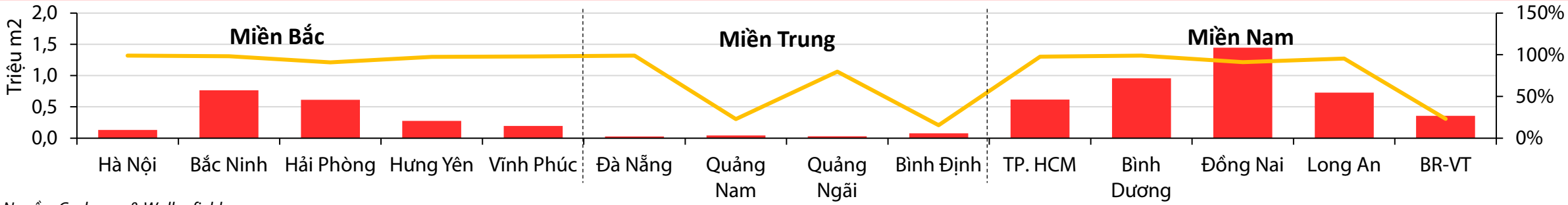

**Hình 6: Nguồn cung đất KCN miền Trung**




**Hình 7: Nguồn cung đất KCN phía Nam**



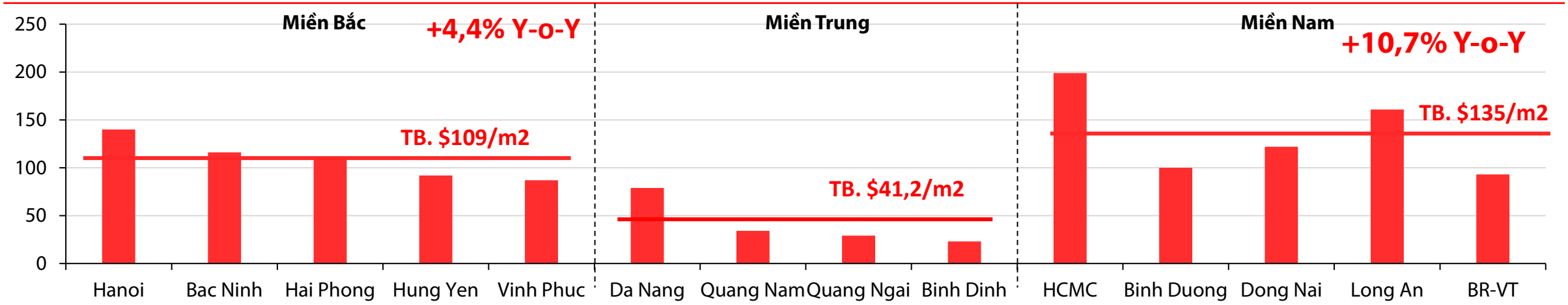

**Hình 8: Nguồn cung NXXS**




*Nguồn: Cushman & Walkerfield*

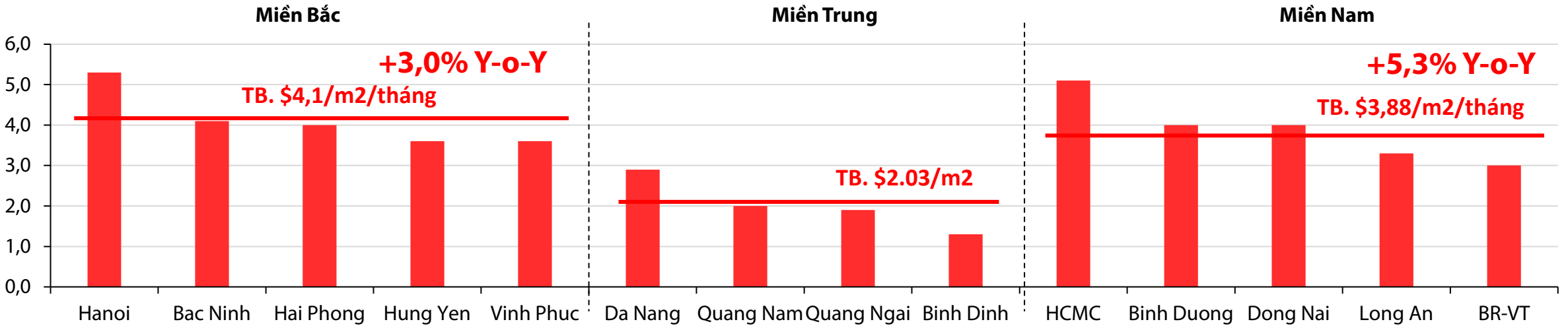
- Miền Bắc được xem là sự lựa chọn hàng đầu cho các nhà sản xuất toàn cầu đang tìm cách mở rộng bên ngoài Trung Quốc trong khi vẫn duy trì sự liên kết về nguồn cung. Bắc Ninh và Hải Phòng là những điểm đến hấp dẫn khi có quỹ đất lớn và tỷ lệ lấp đầy thấp so với các KCN trong khu vực.
- Quỹ đất lớn cùng hệ thống cảng biển dày đặc sẽ giúp các khu công nghiệp miền Trung trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư trong tương lai khi đường cao tốc Bắc Nam hoàn thiện.
- Miền Nam duy trì vị trí trung tâm công nghiệp là điểm đến ưa thích nhất của các nhà sản xuất mới gia nhập thị trường Việt Nam. TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai có tỉ lệ lấp đầy cao, Long An và BR-VT sẽ trở thành điểm nóng để thay thế
- Thị trường NXXS hoạt động hiệu quả tại các thành phố lớn với tỷ lệ lấp đầy duy trì trên 90%.

**Hình 9: Giá cho thuê đất KCN (USD/m2/chu kỳ)**




*Nguồn: JJL, Cushman & Walkerfield*

**Hình: Giá cho thuê nhà máy xây dựng sẵn (USD/m2/tháng)**

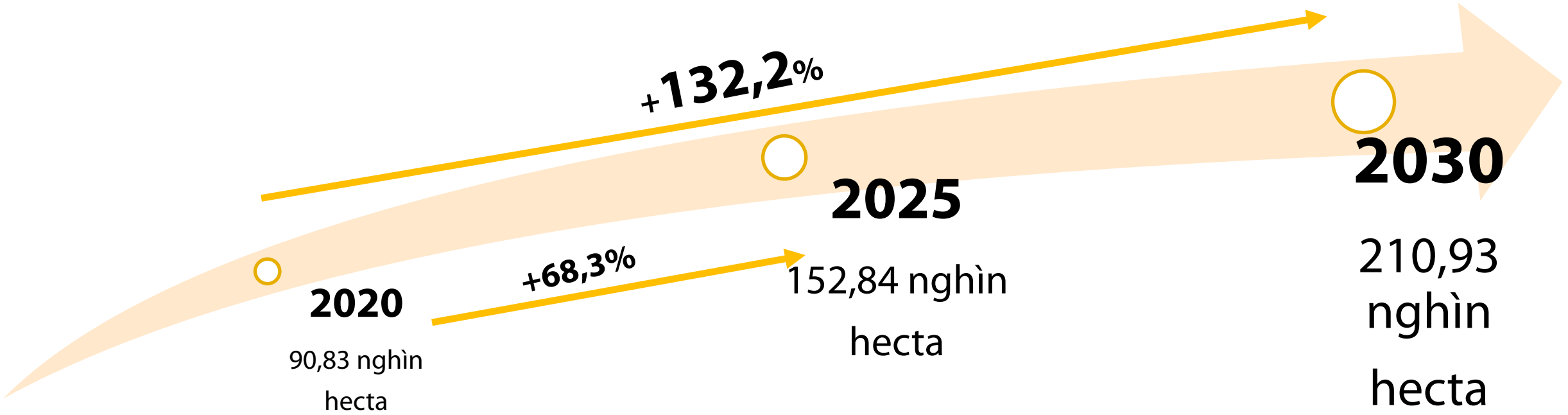



*Nguồn: JJL, Cushman & Walkerfield*

# NGHỊ QUYẾT 39/2021/QH15 XÁC ĐỊNH KẾ HOẠCH DÀI HẠN PHÁT TRIỂN QUỸ ĐẤT CÔNG NGHIỆP GIAI ĐOẠN 2021-2030



**Hình 10: Quy hoạch phát triển quỹ đất KCN theo Nghị quyết 39/2021/QH15**




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

- Ngày 13/11/2021, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về kế hoạch sử dụng đất quốc gia giai đoạn 2021-2030 đảm bảo nhu cầu cho Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm.
- Nghị quyết đưa ra lộ trình phân bổ để tăng quỹ đất KCN từ 90,83 nghìn ha vào năm 2020 lên 152,84 nghìn ha (+68,3%) vào năm 2025 và 210,93 nghìn ha (+132,2%) vào năm 2030. Đây là cơ sở định hình nguồn cung bất động sản khu công nghiệp trong 10 năm tới.

# NGHỊ ĐỊNH 35/2022 / NĐ-CP ĐƯA RA CƠ CHẾ VÀ ĐỊNH HƯỚNG KINH DOANH KHU CÔNG NGHIỆP ĐẾN GIAI ĐOẠN MỚI



**Những thay đổi trong Nghị định 35/2022/NĐ-CP liên quan đến thành lập Khu công nghiệp**

| Nghị định 35/2022/NĐ-CP | Nhận định |
|---|---|
| • Điều 2, Khoản 6 xác định thuật ngữ Khu công nghệ cao<br>• Điều 2, Khoản 22 quy định các điều kiện để tính đến tỷ lệ lấp đầy<br>• Điều 2 Khoản 23 quy định về công trình dịch vụ và tiện ích công cộng cho người lao động trong khu công nghiệp<br>• Điều 2, Khoản 24 xác định thuật ngữ "*Hệ thống thông tin khu công nghiệp, khu kinh tế quốc gia*" | Có nhiều thuật ngữ được định nghĩa rõ ràng hơn |
| • Điều 4, Khoản 4 liệt kê các điều kiện lập danh mục khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương | Các yêu cầu được đặt ra cao hơn, một trong số đó là:<br>- Các khu công nghiệp được kết nối đồng bộ về tiện ích kỹ thuật, hạ tầng xã hội, có khả năng thu hút nguồn nhân lực và là trung tâm huy động các nguồn lực cần thiết để phát triển các khu công nghiệp.<br>- Mỗi khu công nghiệp phải dành khoảng 2% tổng diện tích để phát triển nhà ở, dịch vụ công cộng và các công trình tiện ích cho công nhân, người lao động. |
| • Điều 6, Khoản 6: Khu công nghiệp được xác định thành lập từ ngày cơ quan có thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư | Điều khoản này giúp giảm thời gian và đơn giản hóa quy trình đầu tư vào các KCN |
| • Điều 7, Khoản 6: Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm lấy ý kiến bằng văn bản về các đề xuất liên quan đến quy hoạch chung xây dựng khu công nghiệp có diện tích trên 200 ha từ Bộ Xây dựng và Bộ Kế hoạch và Đầu tư. | Điều này có thể kéo dài thời gian xử lý nhưng đảm bảo tính bền vững lâu dài do tập trung nhiều hơn vào quy hoạch đồng bộ nói chung. |

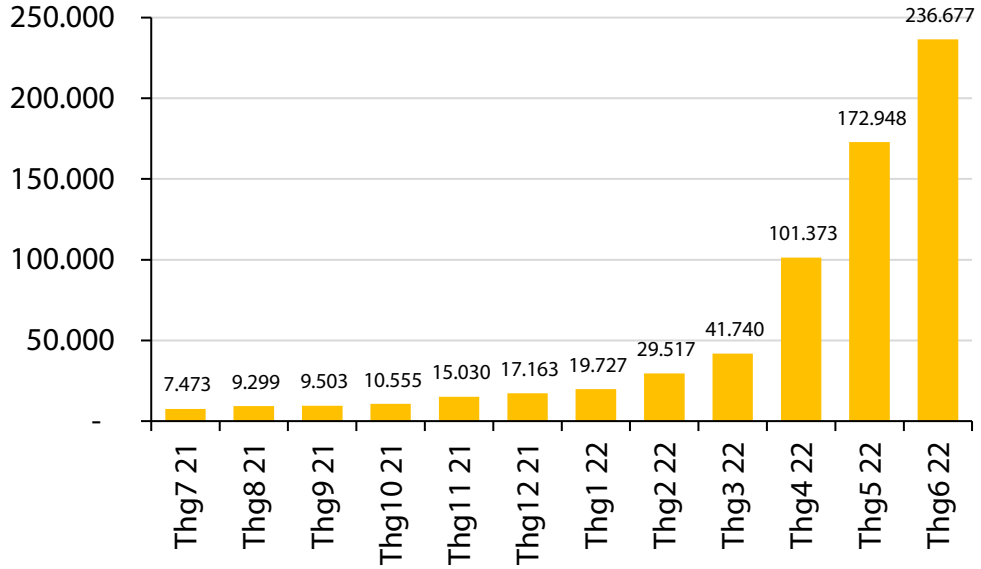
# NGHỊ ĐỊNH 35/2022 / NĐ-CP ĐƯA RA CƠ CHẾ VÀ ĐỊNH HƯỚNG KINH DOANH KHU CÔNG NGHIỆP ĐẾN GIAI ĐOẠN MỚI



**Tiếp theo…**

| Nghị định 35/2022/NĐ-CP | Nhận định |
|---|---|
| • Điều 7, Khoản 7: Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh vị trí, quy mô đất trong đồ án quy hoạch xây dựng khu công nghiệp mà không làm thay đổi đường trong một số trường hợp. | Điều khoản này cho phép Ủy ban nhân dân các tỉnh có nhiều thẩm quyền hơn trong việc điều chỉnh những thay đổi nhỏ, giúp tiết kiệm nhiều thời gian xử lý hơn so với trước đây. |
| • Điều 8, Khoản 5 đề cập đến các yêu cầu đối với việc mở rộng dự án. | Nhà đầu tư ban đầu sẽ được ưu tiên lựa chọn cho giai đoạn mở rộng |
| • Điều 9 liệt kê Điều kiện tiên quyết để đầu tư cơ sở hạ tầng của các dự án khu công nghiệp, bao gồm cả diện tích tối thiểu cho DN vừa và nhỏ | Các điều kiện rõ ràng hơn để đảm bảo phát triển bền vững. Đáng chú ý là các DN vừa và nhỏ được quan tâm. |
| • Điều 10 đề cập đến các yêu cầu về tư cách hợp lệ của nhà đầu tư trong các dự án KCN | Các chủ đầu tư có kinh nghiệm với khả năng tài chính mạnh có lợi thế cạnh tranh hơn trong đấu thầu. |
| • Điều 27: Quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư | Quy định khung giá dành cho nhà phát triển đối với nhà đầu tư |
| • Điều 29, khoản 5: Ủy ban nhân dân phê duyệt đồ án quy hoạch xây dựng khu công nghiệp gắn với đồ án quy hoạch xây dựng khu nhà ở, công trình dịch vụ công cộng, tiện ích cho công nhân, lao động trong khu công nghiệp. | Điều khoản thể hiện sự khuyến khích phát triển nhà ở cho công nhân, lao động trong khu công nghiệp. |
| • Điều 32, 33, 37, 39, 40, 43, 44 đề cập đến yêu cầu, chính sách khuyến mại, điều kiện xác nhận, chính sách chấm dứt hợp đồng đối với khu công nghiệp chiết suất, khu công nghiệp sinh thái, khu công nghiệp công nghệ cao. | Chính phủ khuyến khích phát triển nhiều hơn nữa các loại hình KCN này trong tương lai theo hướng bền vững. |
| • Chương V: HỆ THỐNG THÔNG TIN KHU CÔNG NGHIỆP VÀ KHU KINH TẾ QUỐC GIA | Chính phủ muốn thực hiện chuyển đổi số trong quản lý phát triển và vận hành các KCN và khu kinh tế |

**Hình 11: Lượt khách đến Việt Nam**




*Nguồn: tradingeconomics.com*

**Hình 12: Dữ liệu CBRE trong 6T 2022**

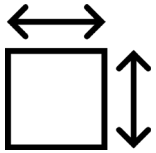
**Đất cho thuê**

**NXXS**

**#số lượng**

**10%YoY**

**7%YoY**



**Diện tích**

**1H22: 9,4ha**
2021: 9,2 ha
2019: 7,1 ha

**1H22: 6.700m2**
2021: 6.100m2
2019: 3.700m2

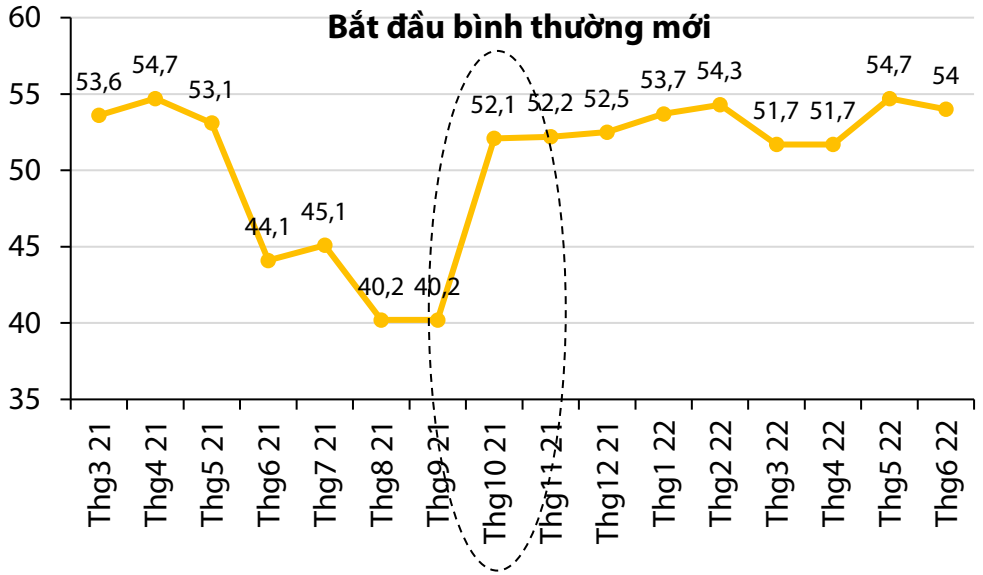
*Nguồn: CBRE*

- Lượng khách quốc tế đến Việt Nam ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022 do Việt Nam bắt đầu quá trình "bình thường mới" sau khi tình hình COVID-19 được cải thiện và các chuyến bay quốc tế nối lại sau hai năm. Trong 6 tháng đầu năm, lượng khách đến đã tăng 582,2% lên ~ 602 nghìn lượt.
- Việc mở cửa hoàn toàn hỗ trợ một phần thúc đẩy hoạt động cho thuê tại các KCN. Theo một thống kê từ CRBE, có một số lượng đáng kể các yêu cầu cho thuê đất và nhà máy xây dựng sẵn đến CBRE so với các năm trước.

# NGÀNH CÔNG NGHIỆP DUY TRÌ HOẠT ĐỘNG HIỆU QUẢ VÀ TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC

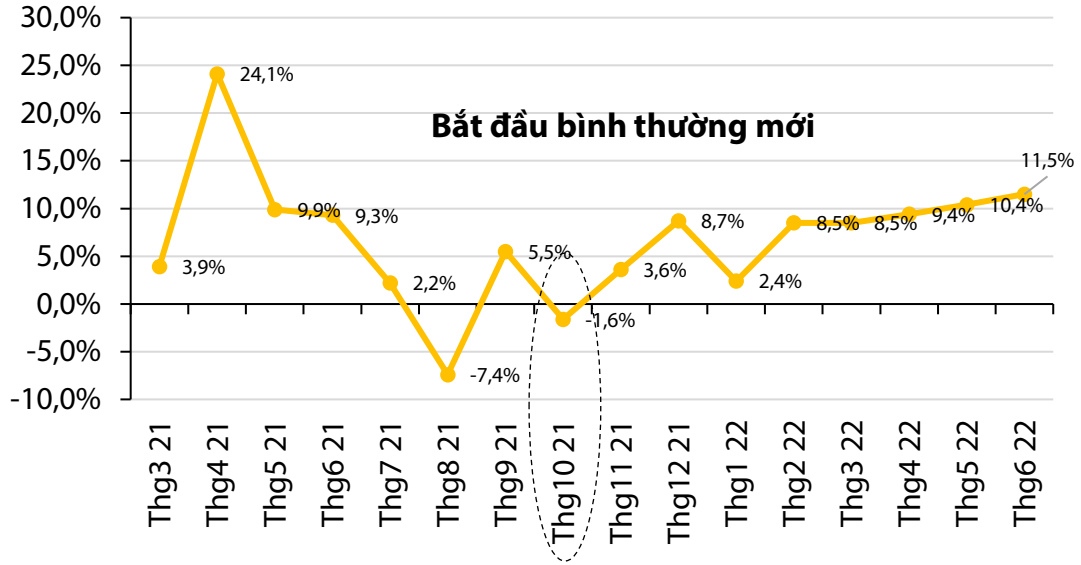


**Hình 13: PMI Việt Nam hàng tháng**




*Nguồn: tradingeconomics.com*

**Hình 14: Chỉ IIP Việt Nam hàng tháng (YoY%)**



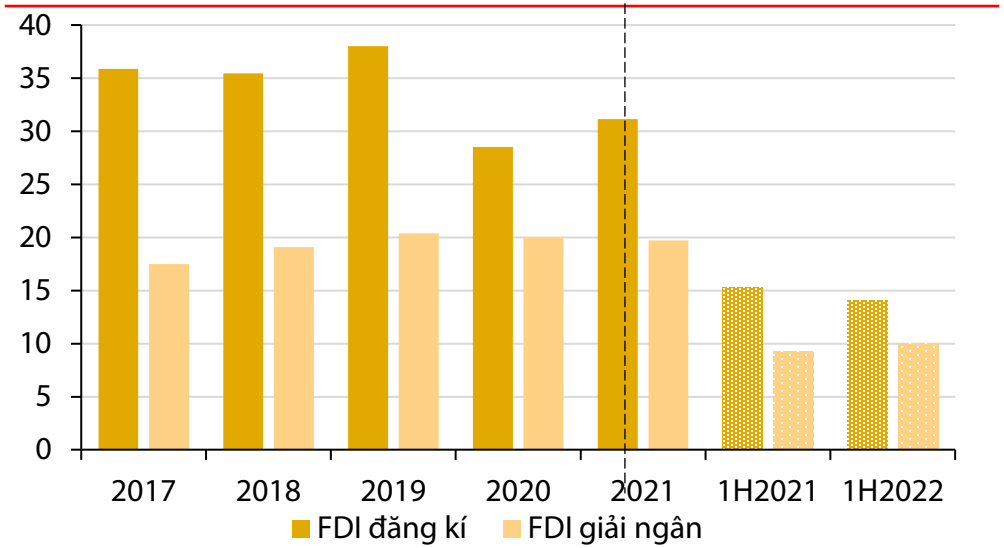

*Nguồn: CBRE*

- Các nhà máy Việt Nam đã hồi phục mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm khi PMI kết thúc ở mức 54, đánh dấu tháng thứ 9 liên tiếp hoạt động các nhà máy được mở rộng khi không còn bị gián đoạn bởi các hạn chế đi lại do dịch bệnh bùng phát.
- Bên cạnh đó, chỉ số sản xuất công nghiệp Việt Nam liên tục hoạt động tốt và thể hiện sự tăng trưởng tích cực kể từ khi Việt Nam ngừng giãn cách xã hội và bắt đầu bình thường mới kể từ tháng 10/2021.

# DÒNG VỐN FDI DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

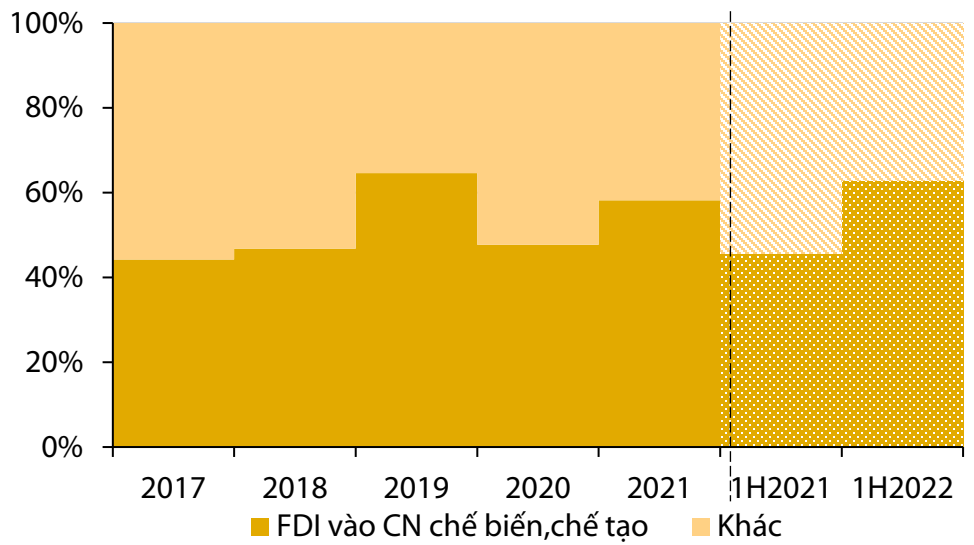


**Hình 15: Dòng vốn FDI (tỷ USD)**




*Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt*

**Hình 16: Cơ cấu đăng ký vốn FDI (%)**



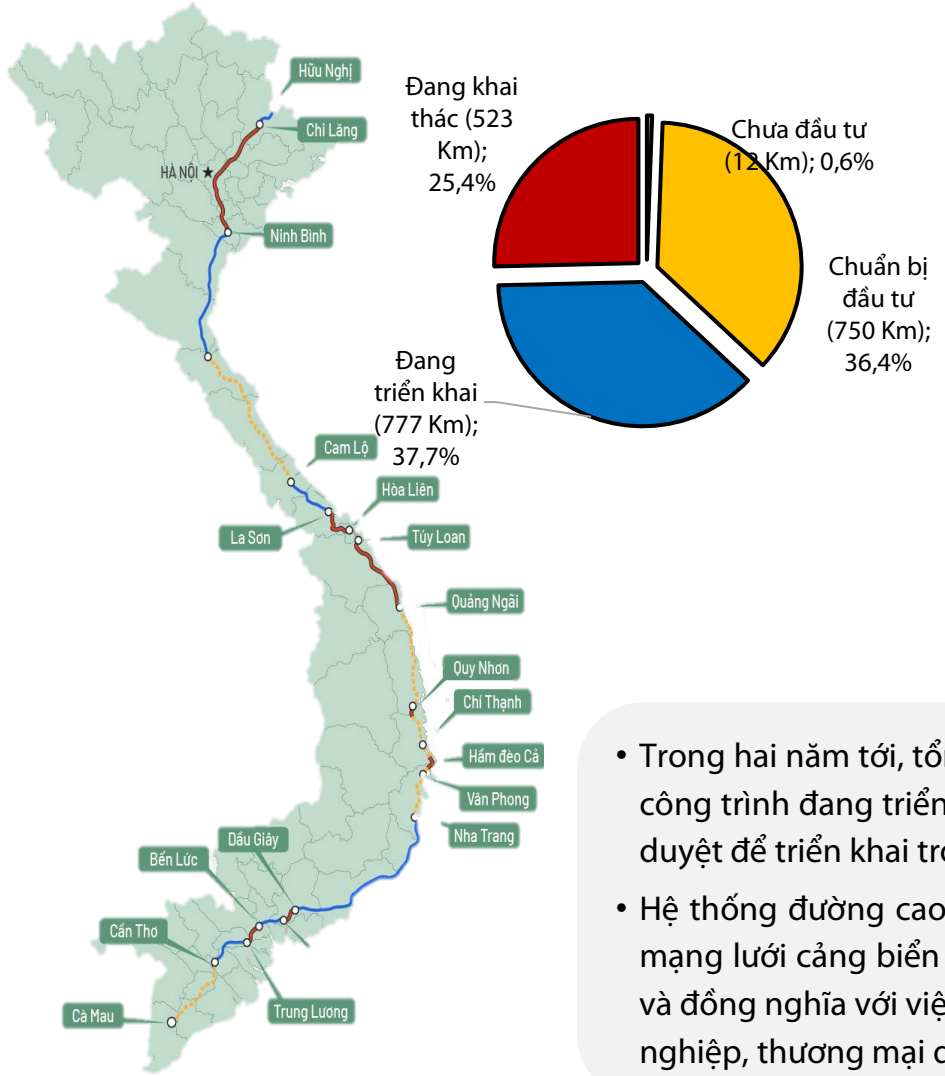

*Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt*

- 6T2022, vốn FDI giải ngân đạt 10,06 tỷ USD (+% 8,85 năm). Lĩnh vực chế biến, sản xuất tiếp tục dẫn đầu về thu hút vốn đầu tư, với vốn FDI đăng ký đạt 8,8 tỷ USD, chiếm 63% tổng vốn đầu tư.
- Đã có 84 quốc gia và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam trong sáu tháng đầu năm. Trong đó, Singapore dẫn đầu với tổng vốn đầu tư hơn 4,1 tỷ USD, chiếm 29,5%. Hàn Quốc đứng thứ hai ~ 2,66 tỷ USD, chiếm ~ 19% (+29,6% YoY). Với dự án Lego quy mô lớn trị giá hơn 1,3 tỷ USD tổng vốn đầu tư, Đan Mạch đứng thứ 3 với tổng vốn đăng ký ~ 1,32 tỷ USD.

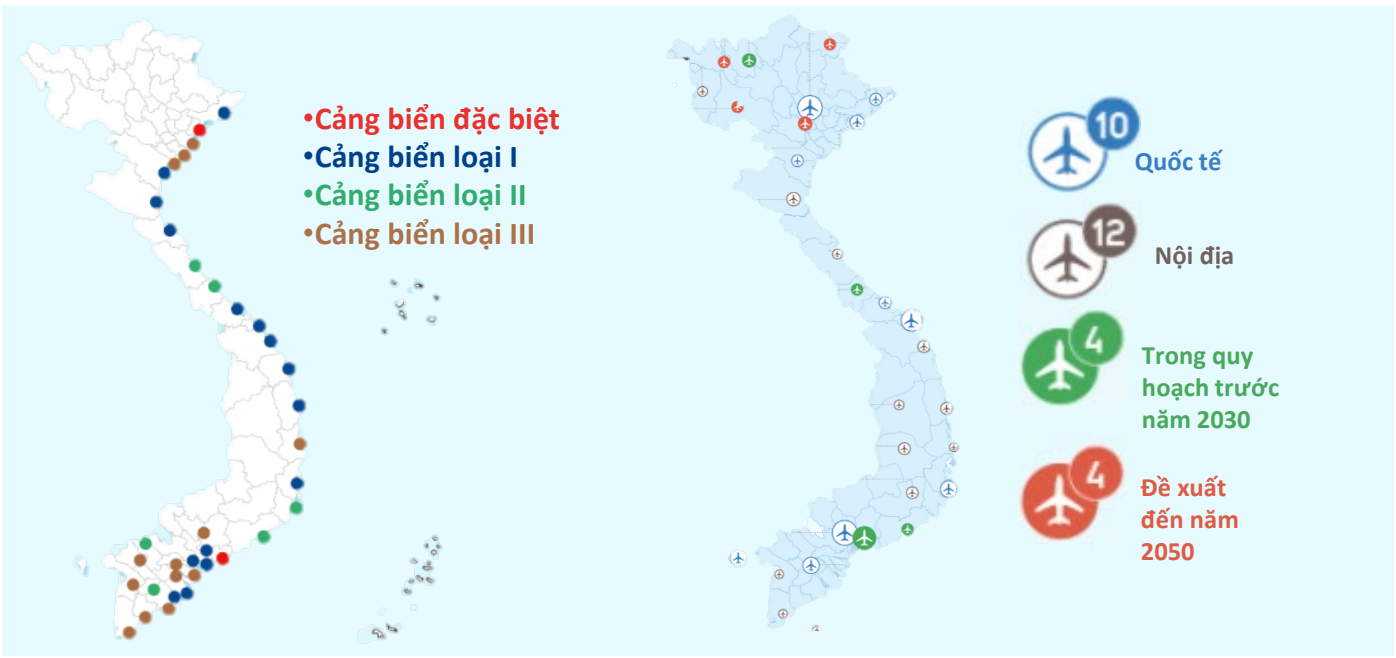
# PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG TĂNG CƯỜNG TRIỂN VỌNG TRUNG VÀ DÀI HẠN



**Hình 17: Bản đồ cao tốc Bắc Nam**




**Hình 18: Quy hoạch hệ thống sân bay Việt Nam và Cảng biển đến năm 2030, tầm nhìn đến 2050**




- Trong hai năm tới, tổng chiều dài của dự án đường cao tốc Bắc Nam dự kiến là ~ 1300 km (~+63% tổng dự án) khi các công trình đang triển khai về đích. Mới đây, 12 dự án trong quy hoạch (~ 750 km) đã được Bộ Giao thông Vận tải phê duyệt để triển khai trong giai đoạn 2021-2025.
- Hệ thống đường cao tốc Bắc Nam xuyên suốt kết hợp với quy hoạch tổng thể của Chính phủ trong việc phát triển mạng lưới cảng biển và sân bay đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050 sẽ nâng cao năng lực logistics của Việt Nam và đồng nghĩa với việc chi phí logistics sẽ giảm đi đáng kể. Điều này sẽ xúc tác cho sự tăng trưởng của các ngành công nghiệp, thương mại quốc tế và giảm sự phân bố không đồng đều trong tập trung công nghiệp giữa các vùng miền.

**Hình 19: Tóm tắt các hiệp định tự do thương mại**

| Region | Viet Nam | Malaysia | Thailand | Philippines |
|---|---|---|---|---|
| AFTA | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| AFTA-CN | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| India | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Korea | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Japan | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| CPTPP | ✓ | ✓ | ✗ | ✗ |
| EU | ✓ | ○ | ○ | ○ |
| US | ✗ | ○ | ○ | ✗ |

O: in negotiations

*Nguồn: Savill*

**Hình 20: Tóm tắt các yếu tố ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh**

| Quốc gia | Mức lương đối với lĩnh vực SX($/tháng) | Giá đất CN trung bình ($/m2) | Chi phí xây dựng CN* ($/m2) | Thuế suất (%) | Số lượng KCN |
|---|---|---|---|---|---|
| **Việt Nam** | **315** | **109** | **309-389** | **20** | **394** |
| Malaysia | 784 | 171 | 326-380 | 24 | 340 |
| Thái Lan | 407 | 159 | 534-668 | 20 | 89 |
| Philippines | 302 | 109 | 519-584 | 30 | 342 |
| Indonesia | 203 | 159 | 336-365 | 25 | 230 |
| Trung Quốc | 1.072 | n/a | 273-334 | 25 | n/a |

*Nguồn: Savill, Cushman & Walkerfield, Arcadis*
** Dữ liệu được lấy tại các thành phố lớn ở mỗi quốc gia*

- Các nước Đông Nam Á đang chiếm ưu thế trên thị trường trong việc thu hút các nhà sản xuất từ Trung Quốc nhờ chi phí hợp lý, tiêu dùng nội địa tăng và cơ sở hạ tầng được cải thiện. Việt Nam là một ngôi sao đang lên trong số những nước Đông Nam Á trở thành trung tâm công nghiệp hàng đầu nhờ có lợi thế cạnh tranh so với các nước trong khu vực. Bên cạnh nền chính trị ổn định, Việt Nam còn tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do FTA. Ngoài ra, chi phí đầu tư và chi phí định kỳ vẫn ở mức tương đối thấp so với các nước cùng ngành trong khu vực cũng cố thêm sức hút đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất.

# SO SÁNH CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH (TTM)

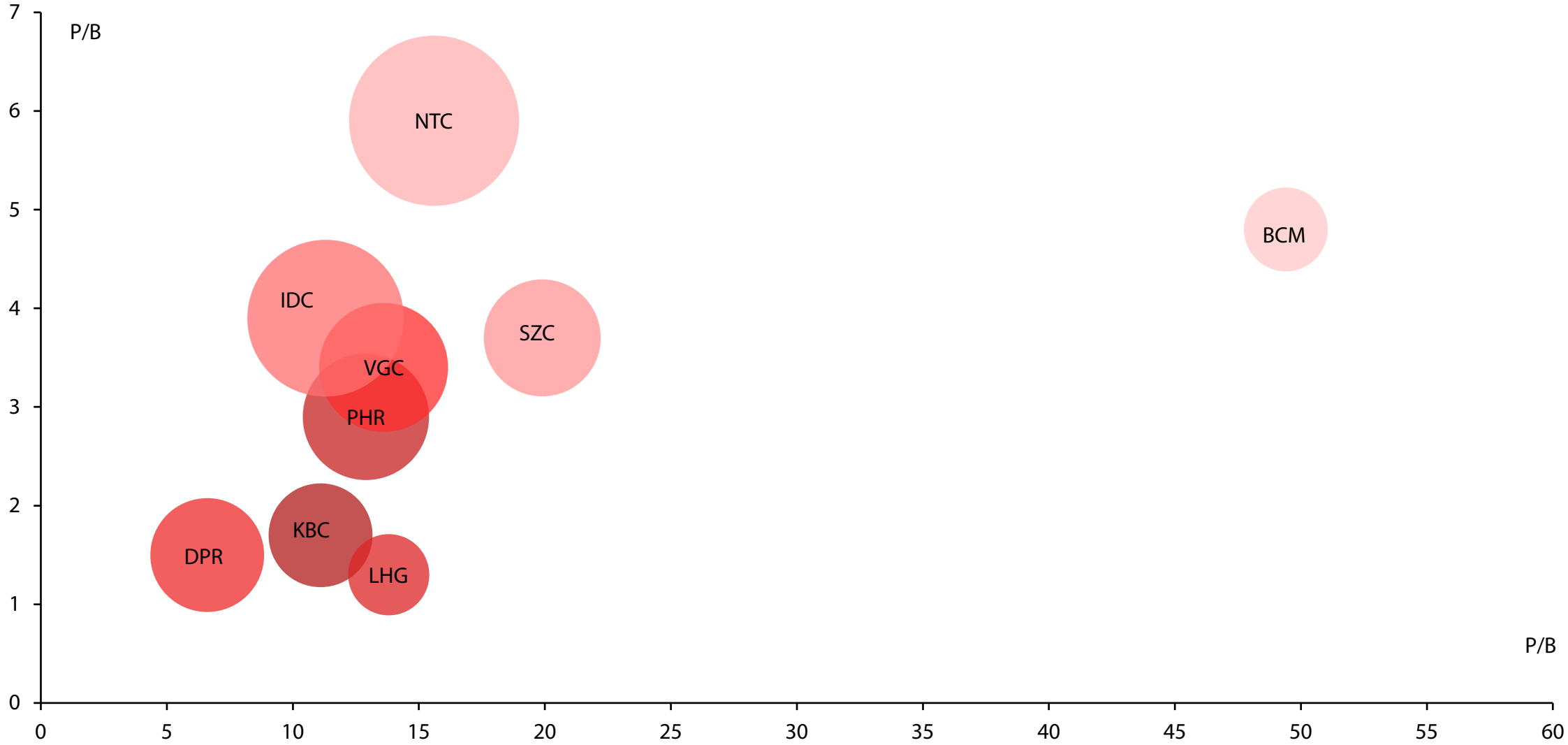


| Mã | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN (%) | Tăng trưởng LN ròng (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | DY (%) | P/E (x) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **KBC** | 29.015,5 | 44.900 | -38,18 | -39,19 | 34,86 | 32,32 | 209,42 | 97,49 | 8,22 | 18,46 | 0,00 | 11,08 | 1,71 |
| **PHR** | 9.390,1 | 88.400 | -5,13 | 26,00 | 25,13 | 18,64 | -5,94 | 36,95 | 10,97 | 21,1 | 3,61 | 12,94 | 2,85 |
| **LHG** | 1.837,9 | 56.300 | -49,71 | -58,89 | 0,00 | 0,00 | -60,27 | 29,05 | 4,56 | 9,49 | 5,17 | 13,78 | 1,29 |
| **DPR** | 3.164,8 | 72.600 | 1,98 | 22,09 | 35,53 | 25,96 | 130,52 | 35,86 | 11,98 | 22,04 | 2,04 | 6,58 | 1,47 |
| **VGC** | 26.452,7 | N/A | 38,77 | 62,23 | 34,82 | 17,4 | 107,31 | 13,94 | 9,65 | 27,65 | 2,54 | 13,56 | 3,44 |
| **IDC** | 20.922,0 | N/A | 25,68 | 86,89 | 46,67 | 34,31 | 71,9 | 26,55 | 11,66 | 39,7 | 3,15 | 11,31 | 3,85 |
| **SZC** | 5.390,0 | N/A | 51,33 | 61,7 | 89,08 | 39,31 | 8,52 | 31,88 | 4,88 | 19,34 | 1,86 | 19,88 | 3,66 |
| **NTC** | 4.423,7 | N/A | 2,89 | 6,07 | 68,01 | 53,05 | 1,13 | 108,5 | 6,8 | 44,73 | 8,65 | 15,57 | 5,86 |
| **BCM** | 82.800,0 | **N/A** | 22,1 | 17,51 | 36,58 | 34,21 | -25,85 | 24,93 | 3,68 | 11,06 | 1,00 | 49,38 | 4,80 |

*Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022*

# PE, PB VÀ ROE CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP (TTM)



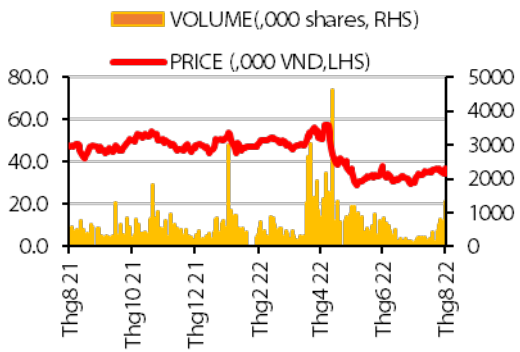


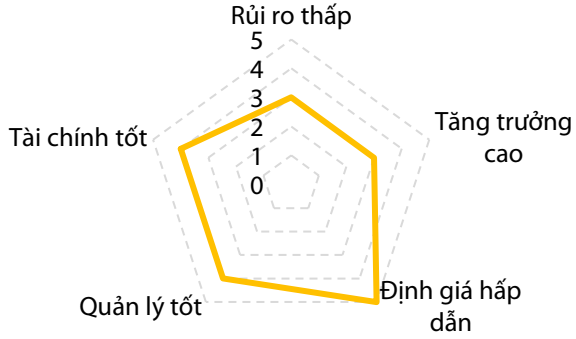

*Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022*

# QŨY ĐẤT ÍT NHƯNG TIỀM NĂNG CÓ THỪA

**HSX: LHG**

**MUA: +53%** **<GTT: 36.750>** **<GMT: 56.300>**




## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---|---|
| Ngành | Khu công nghiệp |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 1,838 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 50 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 463 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 16 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 33 |
| BQ giá 52 tuần('000 VND) | 63,0 – 29,4 |

## TÀI CHÍNH

| | 2021A | 2022F | 2023F |
|---|---|---|---|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 782 | 865 | 935 |
| LNST (tỷ đồng) | 295 | 253 | 368 |
| ROA (%) | 10,8 | 8,3 | 10.6 |
| ROE (%) | 21,5 | 16,7 | 22,1 |
| EPS (đồng) | 5.900 | 4.758 | 6.918 |
| GTSS (đồng) | 29.236 | 31.314 | 35.324 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.900 | 1.900 | 1.900 |
| P/E (x) | 9,6 | 12,9 | 8,8 |
| P/B (x) | 1,8 | 1,8 | 1,6 |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Vị trí thuận lợi của KCN Long Hậu 3 giai đoạn 1 (LH3-p1) đảm bảo lợi nhuận trong ngắn hạn và trung hạn đến năm 2026**

- Với tỷ lệ cho thuê trung bình tối thiểu 12 ha/năm và diện tích cho thuê ~ 60 ha tại thời điểm 31/12/2021, chúng tôi cho rằng LHG có đủ nguồn cung cho thuê đến ít nhất là năm 2026. Ngoài ra, vị trí đắc địa gần với cơ sở hạ tầng chiến lược sẽ đẩy mạnh giá bán trung bình trong tương lai. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán đất KCN sẽ là 12ha (+9% yoy) và giá bán bình quân là 220 USD/m2 (+11,67%).

**KCN Long Hậu 3 giai đoạn 2 và KCN An Định sẽ sớm được phê duyệt chủ trương đầu tư, đảm bảo kế hoạch kinh doanh trong dài hạn**

- KCN Long Hậu 3 giai đoạn 2 và KCN An Định đang được trình Thủ tướng duyệt chủ trương đầu tư. LHG dự kiến rằng LH3-p2 sẽ được phê duyệt vào Q3/2022 và KCN An Định sẽ được phê duyệt vào Q4/2022. LHG cũng dự kiến các KCN này sẽ được thương mại hóa kể từ năm 2024.

**Một trong những nhà phát triển nhà xưởng xây sẵn (NXXS) hàng đầu với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng.**

- Tính đến năm 2021,Long Hậu có ~ 100 nghìn m2 diện tích NXXS. Long Hậu có kế hoạch mở thêm ~ 35 nghìn m2 trong hai năm tới. Ngoài ra, LHG dự kiến mở thêm 10.000 m2 kho bãi vào năm 2023 tại Khu công nghiệp LH 3. Đáng chú ý, dự án NXXS (~ 30 ha) tại Khu Công nghệ cao Đà Nẵng sẽ đưa LHG trở thành một trong những nhà phát triển NXXS có tổng diện tích sàn hàng đầu tại Việt Nam.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chi phí đầu tư cao hơn do tiến độ giải phóng mặt bằng và nộp tiền thuê đất chậm hơn dự kiến.

# HIỆU SUẤT KÉM TRONG 1H2022 YOY NHƯNG VẪN PHÙ HỢP VỚI KẾ HOẠCH

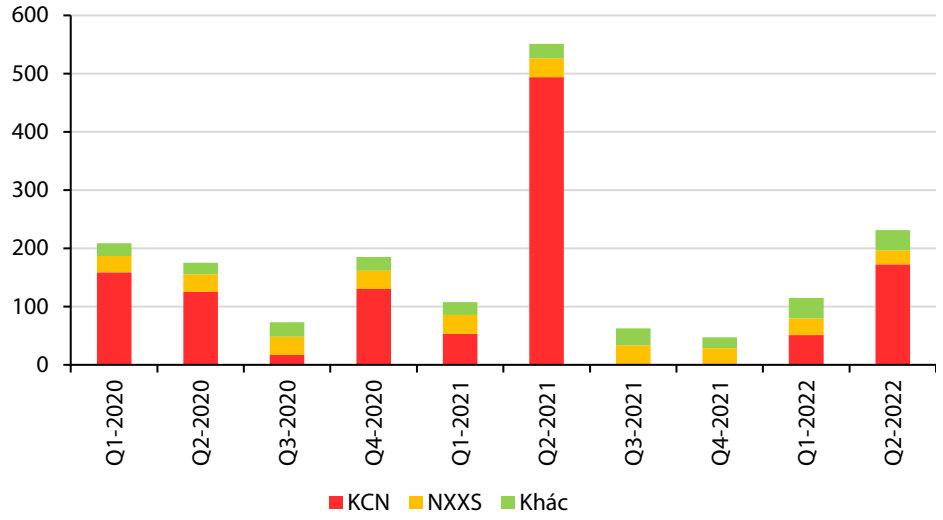


**Bảng 1: KQKD 6T2022**

| (tỷ đồng) | 6T 2022 | +/- YoY |
|---|---|---|
| **Doanh thu** | **348** | -48% |
| **Lợi nhuận gộp** | **118** | -25% |
| **EBIT** | **309** | -1.4% |
| **LNST** | **90** | -64.7% |

*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

**Hình 1: Cơ cấu doanh số của LHG (tỷ đồng)**




*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

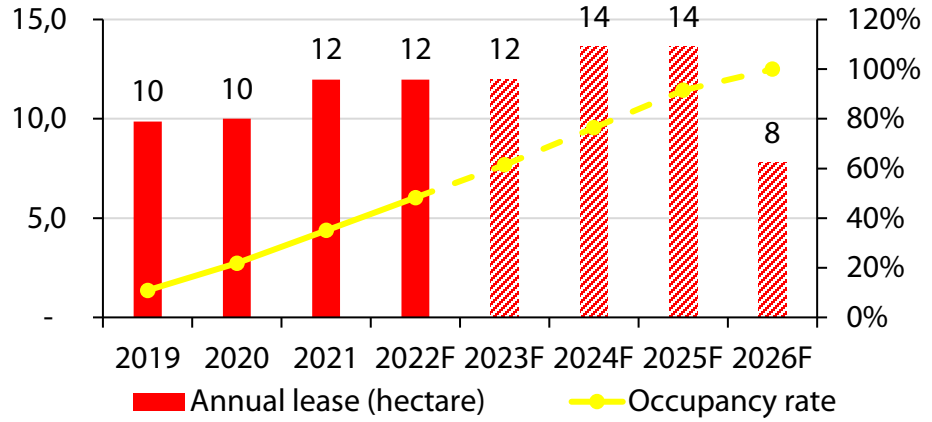
**Phân khúc khu công nghiệp đã ghi nhận doanh thu trở lại trong 6T 2022**

- Long Hậu ghi nhận doanh thu 347,7 tỷ đồng (-47,8% yoy) và LNST 89,52 tỷ đồng (-64,4% yoy) trong 6T 2022. Tuy nhiên, LHG đã hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch LNST.
- Mảng KCN: sau khi không ghi nhận thuê đất KCN mới nào trong 6T 2021, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 224 tỷ đồng (-59,1%) và 63 tỷ đồng (-79,2%) trong 6T 2021. Tình hình hoạt động kém so với cùng kỳ năm ngoái là do (1) mức nền cơ sở 2Q2021 cao nhờ LHG ghi nhận mức lợi nhuận cao trong lịch sử với hợp đồng cho thuê 10 ha từ đối tác LOGOS, và (2) biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất công nghiệp giảm xuống 18% trong quý trước. Cụ thể, cổ đông đã thông qua việc tăng tổng mức đầu tư của Long Hậu 3 giai đoạn 1 (LH3.1) lên ~ 24% tại ĐHCĐ ngày 28/4 (Từ 1.706 tỷ đồng lên 2.107 tỷ đồng). Việc điều chỉnh tăng này là do chi phí giải phóng mặt bằng cao hơn (+~290 tỷ đồng), nghĩa vụ mới đối với chính quyền địa phương (+56 tỷ đồng) và các quy định khác liên quan đến thủ tục pháp lý (+55 tỷ đồng) dẫn đến điều chỉnh giá vốn hàng bán cao hơn.
- Kho bãi: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 53 tỷ đồng (-18,1%) và 31 tỷ đồng (-14,7%).
- Khác: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 71 tỷ đồng (+31,6%) và 24 tỷ đồng (+26,1%).
- Biên lợi nhuận gộp chung là 33,9%, thấp hơn so với 6T 2021 (53,7%) do chi phí đầu tư vào LH 3.1 cao hơn SVCK.

# VỊ TRÍ THUẬN LỢI CỦA LONG HẬU 3-GĐ1 ĐẢM BẢO HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG NGẮN HẠN VÀ TRUNG HẠN

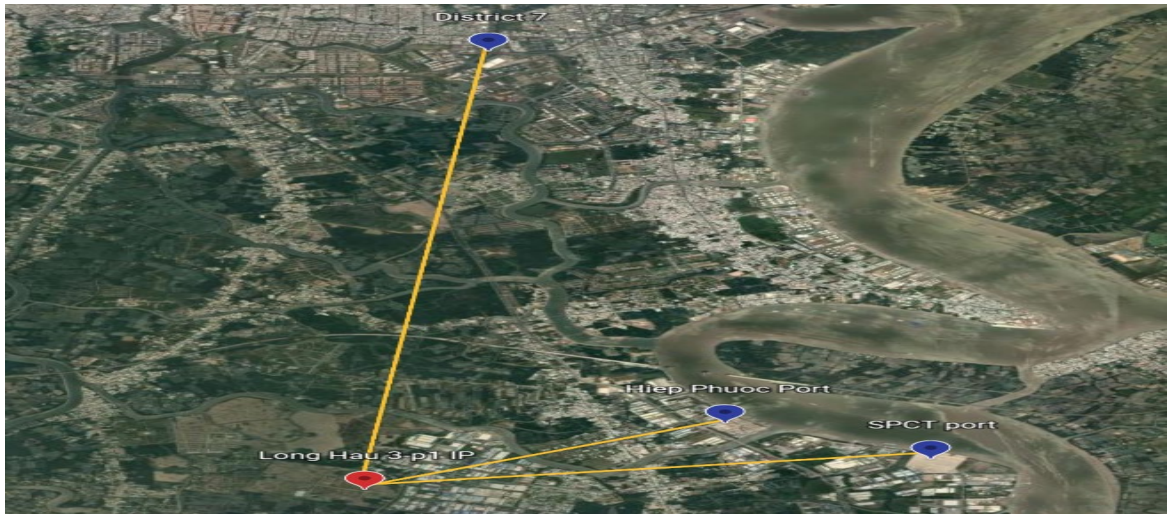


**Hình 2: Dự phóng kế hoạch cho thuê của LH3-GĐ1**

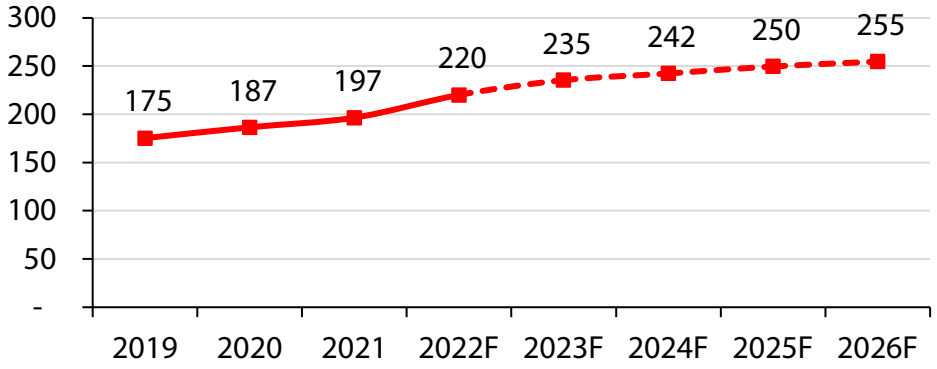



*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

**Hình 3: Vị trí KCN LH3-GĐ1**




**Hình 4: Giá cho thuê ước tính của LH3-GĐ1 (USD/m2)**




*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

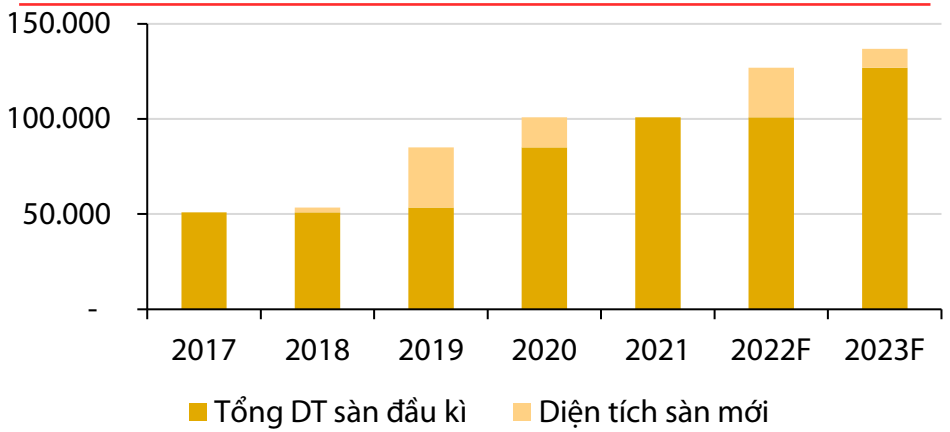
Chúng tôi tin tưởng rằng quỹ đất cho thuê hiện tại tại LH3-GĐ1 đảm bảo cho hiệu quả hoạt động của Long Hậu ít nhất đến năm 2025 với tỷ lệ cho thuê tối thiểu 10 ha/năm. Kế hoạch khả thi do:

1) Khu công nghiệp LH3-GĐ1 gần cụm cảng Hiệp Phước.
2) Người đang thuê đất của KCN (Hiệp Phước II) gần đó vẫn chưa thể nộp tiền thuê đất và nhận quyền sử dụng đất.
3) Tỷ lệ lấp đầy các KCN tỉnh Long An theo thống kê đạt 90% minh chứng sức hấp dẫn của Long Hậu 3-GĐ1.
4) LHG có các dịch vụ one-stop hỗ trợ khách hàng cả trước đến sau khi đầu tư.

# KẾ HOẠCH MỞ RỘNG MẢNG NXXS ĐẦY THAM VỌNG



**Hình 5: Diện tích NXXS của Long Hậu (m2)**




*Nguồn: LHG, Chứng khoán Rồng Việt*

**Hình 6: Dự án NXXS ở KCNC ở Đà Nẵng**

*Nguồn: LHG*

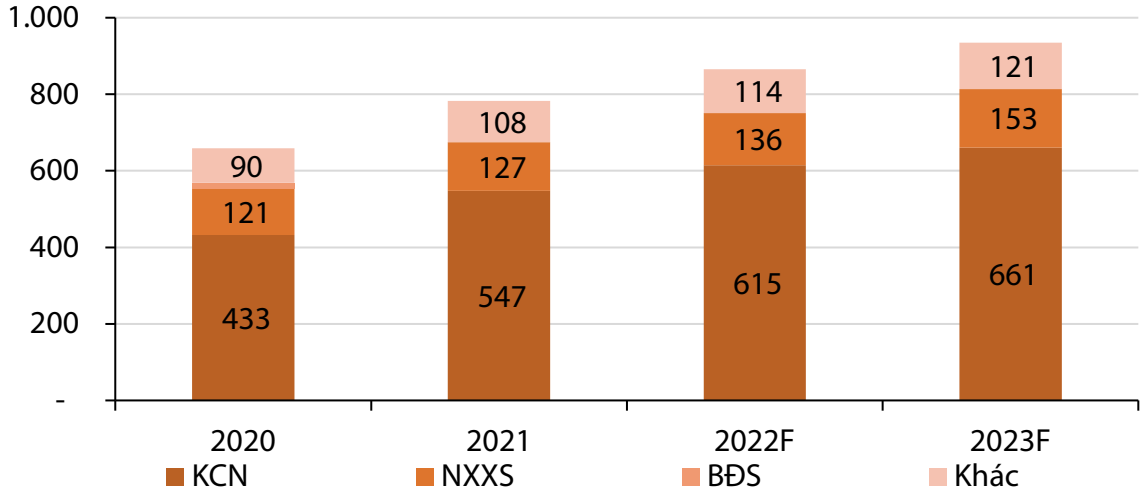
**Bảng 2: Những nhà phát triển NXXS hàng đầu tại Việt Nam**

| Nhà phát triển NXXS | DT (m2) |
|---|---|
| Kinh Bac City | 577.000 |
| BWID | 488.000 |
| Shenzhen Shenyue | 263.000 |
| Kizuna JV JSC | 222.000 |
| Amata | 197.500 |
| Thang Long IP | 181.500 |
| KTG Industrial | 181.000 |
| Mapletree | 181.000 |
| FU CHUAN Ltd | 174.000 |
| Tanimex | 162.400 |

*Nguồn: Cushman & Wakerfield*

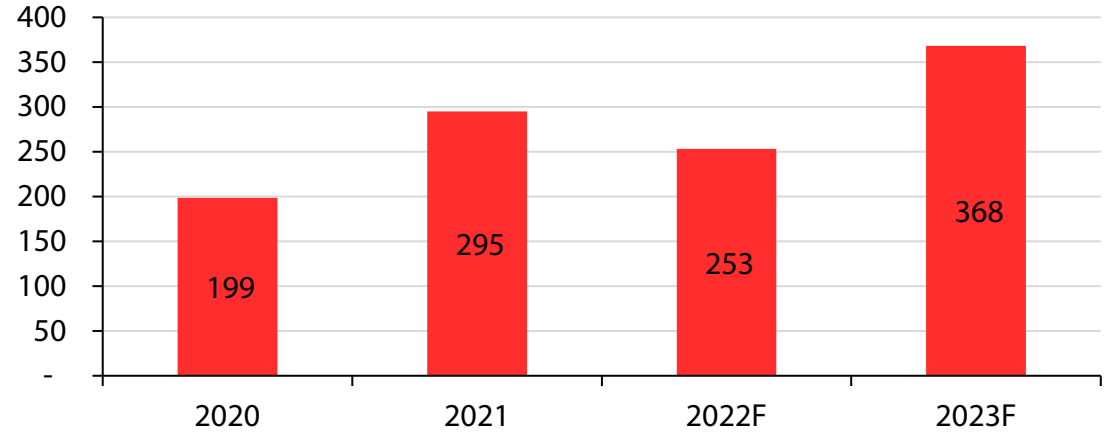
- Phân khúc NXXS của Long Hậu được kỳ vọng sẽ mang lại thu nhập ổn định với dòng tiền đều đặn hàng năm và sẽ tăng trưởng mạnh trong vài năm tới do Long Hậu có kế hoạch mở rộng mạnh diện tích cho thuê. Đến cuối năm 2023, Long Hậu sẽ bổ sung thêm ~ 36.000m2 diện tích cho thuê, nâng GFA của Long Hậu lên ~ 137.000 m2.
- Chúng tôi kỳ vọng Long Hậu sẽ sớm trở thành một trong những nhà phát triển NXXS hàng đầu tại Việt Nam về mặt GFA. Điều này được hỗ trợ bởi dự án NXXS tại Khu Công nghệ cao Đà Nẵng (29,6 ha) và việc mở rộng NXXS cao tầng tại KCN Long Hậu 3.

**Hình 7: Doanh thu dự phóng FY22-23 (tỷ đồng)**




*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

**Hình 8: Dự phóng LNST FY21-22 (tỷ đồng)**




*Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt*

**Dự phóng FY2022**

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của LHG lần lượt là 865 tỷ đồng (+10,7%) và LNST 253 tỷ đồng (-14%). Trong đó:

1) Mảng KCN: Doanh thu đạt 615 tỷ đồng (+12,5%). Chúng tôi giả định rằng LHG sẽ cho thuê 12 ha KCN LH3-GĐ1 với giá thuê trung bình là 220 USD/m2.

2) Kho bãi: Doanh thu ước đạt 136 tỷ đồng (+5% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 77 tỷ đồng (+7% yoy).

3) Khác: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 114 tỷ đồng và 41 tỷ đồng.

**Lợi nhuận sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ 2023**

Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 935 tỷ đồng (+ 8,04%) và LNST sẽ cải thiện và đạt 368 tỷ đồng (+45,4%) do biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê đất công nghiệp tăng trở lại  cũng như đóng góp từ diện tích NXXS mới vào năm 2023.

**Bảng 3: Tóm tắt định giá**

| Tổng các thành phần (tỷ VND) | NPV | Sở hữu | NPV hiệu quả |
|---|---|---|---|
| KCN LH3-GĐ1 | 1.285 | 100% | 1.285 |
| KCN LH3-GĐ2 | 145 | 100% | 145 |
| KCN AN ĐỊNH | 163 | 100% | 163 |
| KHO BÃI | 707 | 100% | 707 |
| TIỀN MẶT VÀ ĐẦU TƯ NGẮN HẠN | | 100% | 1.077 |
| ĐẦU TƯ DÀI HẠN KHÁC | | 100% | 202 |
| Less: TỔNG NỢ | | 100% | -187 |
| Less: KHOẢN PHẢI TRẢ CHÍNH PHỦ VÀ IPC | | 100% | -574 |
| Less: LỢI ÍCH THIỂU SỐ | | 100% | -1 |
| **RNAV** | | | **2.818** |
| Số lượng CP lưu hành (triệu CP) | | | 50 |
| **Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)** | | | **56.300** |

*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

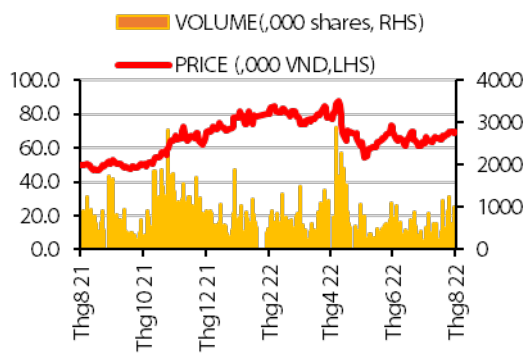
Dựa trên phương pháp định giá tổng hợp các thành phần (SOTP), chúng tôi ước tính giá mục tiêu của LHG là 56.300 đồng/cổ phiếu. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là khoảng 53,2% (dựa trên giá đóng cửa ngày 10/8/2022).

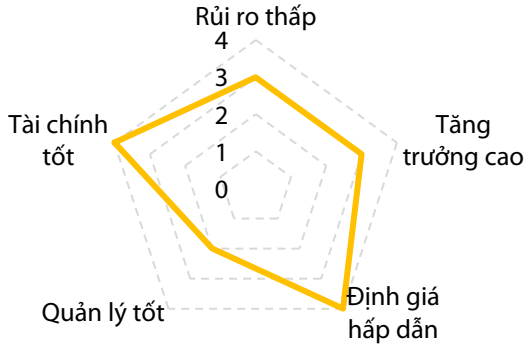
Về lâu dài, chúng tôi kỳ vọng các KCN LH 3.2 và An Định sẽ được chấp thuận chủ trương đầu tư vào nữa cuối năm 2022 và có thể cho thuê từ năm 2024 trở đi.

# BỒI THƯỜNG TỪ BÀN GIAO ĐẤT LÀ ĐIỂM NHẤN NĂM 2022

**HSX: PHR**

**<MUA: +27,6%>** **<GTT: 69.300>** **<GMT: 88.400>**




## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---|---|
| Ngành | Khu công nghiệp |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 9.390 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 135 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 519 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 34 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 35,3 |
| BQ giá 52 tuần('000 VND) | 90,7 - 49,3 |

## TÀI CHÍNH

| | 2021A | 2022F | 2023F |
|---|---|---|---|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1.945 | 1.703 | 1.958 |
| LNST (tỷ đồng) | 478 | 1.005 | 1.114 |
| ROA (%) | 7,6 | 15,7 | 15,1 |
| ROE (%) | 15,4 | 29,4 | 276,3 |
| EPS (đồng) | 2.363 | 5.194 | 5.754 |
| GTSS (đồng) | 22.057 | 28.734 | 34.128 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 10.500 | 4.000 | 4.000 |
| P/E (x) | 19,7 | 9,3 | 8,4 |
| P/B (x) | 3,1 | 2,4 | 2,0 |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Bồi thường bàn giao đất sẽ đóng góp lớn vào thu nhập năm 2022 cũng như năm 2023:**

- PHR đang trong quá trình bàn giao 691 ha cho VSIP để phát triển KCN VSIP 3 vì VSIP đã nhận được phê duyệt kế hoạch đầu tư VSIP 3. PHR sẽ nhận được khoản bồi thường 691 tỷ đồng từ VSIP trong năm nay và phần còn lại 207 tỷ đồng vào năm 2023. Bên cạnh đó, PHR sẽ nhận được ít nhất 1,2 tỷ đồng/ha theo tiến độ bán của VSIP 3 như một phần của thỏa thuận bồi thường. Chúng tôi ước tính khoản bồi thường bổ sung có thể đóng góp 81 tỷ đồng/năm vào LNTT với tốc độ cho thuê ~ 10% tổng diện tích mỗi năm (~ 68 ha/năm).

**Quỹ đất dồi dào ở Bình Dương đảm bảo cho đà tăng trưởng trung và dài hạn:**

- PHR lên kế hoạch chuyển đổi 5.600 ha trong tổng số 15.000 ha trang trại cao su tại Việt Nam thành đất khu công nghiệp. Trong đó, diện tích 2.600 ha của 4 KCN gồm NTC 3, VSIP 3, Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng có thể đi vào hoạt động trong giai đoạn 2022-2024.

**Mảng chế biến gỗ và cao su sụt giảm trong ngắn hạn:**

- Nhu cầu từ Trung Quốc thấp hơn và chi phí đầu vào cao hơn ảnh hưởng đến hoạt động ngắn hạn của PHR. Bên cạnh đó, ngành chế biến gỗ năm 2022 sẽ bị ảnh hưởng do cơ cấu quỹ cây cao su trẻ. Vì vậy, không còn nhiều cây cao su lâu năm phải thanh lý như trước.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ của các dự án KCN mới chậm hơn dự kiến.
- Biến động giá cao su lớn sẽ ảnh hưởng đến dự phóng doanh thu, lợi nhuận của mảng khai thác mủ.

# THU NHẬP CỐT LÕI SỤT GIẢM, KHOẢN BỒI THƯỜNG NÂNG ĐỠ LỢI NHUẬN TRONG 6T2022



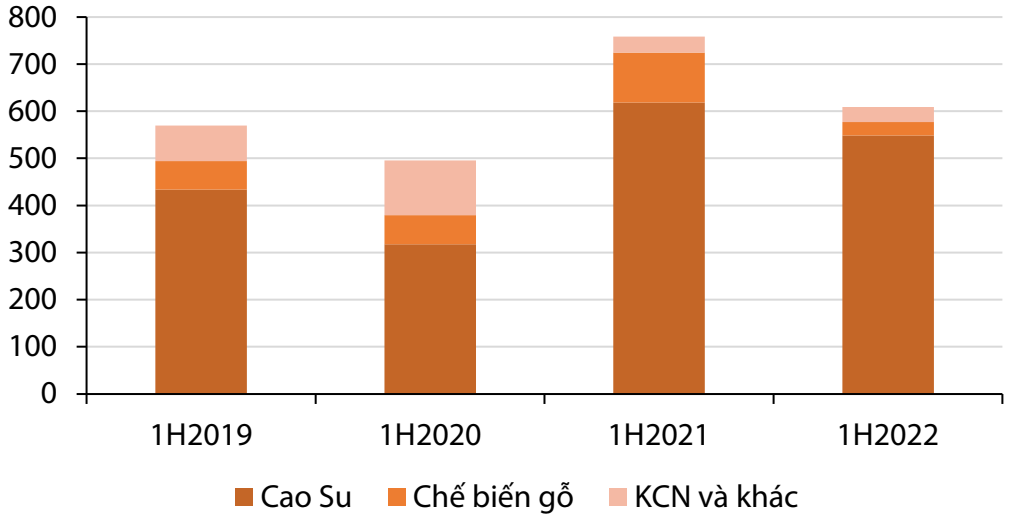
**Một phần tiền bồi thường từ việc chuyển nhượng đất cho KCN VSIP 3 đã đóng góp chính vào thu nhập của PHR trong nửa đầu năm 2022:**

- Doanh thu 6T2022 đạt 607 tỷ đồng (-19,6% YoY) và LNST đạt 355 tỷ đồng (+109,1% YoY). Doanh thu sụt giảm đến từ mảng cao su và chế biến gỗ. Lợi nhuận tăng vọt nhờ việc nhận thanh toán bồi thường từ VSIP 3.
- Mảng cao su: doanh thu đạt 548 tỷ đồng, giảm 11,3% YoY. KQKD thấp hơn dự kiến là do việc mua bên ngoài sụt giảm. Giá nguyên liệu đầu vào, phân bón và giá nhân công tăng cộng với giá bán trung bình giảm đã ảnh hưởng đến tổng sản lượng thu mua cũng như bán ra của PHR trong nửa đầu năm. Ngoài ra, mảng chế biến gỗ cũng bị ảnh hưởng do cây cao su non chiếm phần lớn trong cơ cấu quỹ cây và ngày càng có ít cây già để khai thác. Do đó, doanh thu của phân khúc này giảm mạnh xuống 28 tỷ đồng hay -73,1% YoY.
- VSIP 3 IP –Giai đoạn 1 đã hoàn tất thủ tục pháp lý. PHR đã nhận được 289 tỷ đồng như một phần chi trả bồi thường trong 6T2021, giúp thu nhập khác tăng 1.916,7% YoY lên 292 tỷ đồng.

**Bảng1: KQKD 6T2022**

| (tỷ đồng) | 6T 2022 | +/- %YoY |
|---|---|---|
| **Doanh thu** | **607** | -19,6 |
| **Lợi nhuận gộp** | **98** | -24,4 |
| **EBIT** | **44** | -43,9 |
| **LNST** | **355** | 109,1 |

**Hình 1: Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)**




*Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt*

**Bảng 2: Các dự án KCN**

| Dự án KCN | % Sở hữu | Diện tích (ha) | Tình trạng | Năm triển khai |
|---|---|---|---|---|
| Tân Bình | 80 | 352 | 6 ha còn lại sẽ được cho thuê vào 2H 2022 | Đang khai thác |
| VSIP III | 20 (dự kiến) | 1.000 | Giai đoạn 1 (196,45 ha) đã được phê duyệt, 60 ha đã được cho thuê | 2022 |
| Tân Lập I | 51 | 202 | Bao gồm quy hoạch tổng thể giai đoạn 2016-2020, đang chờ giải quyết các vấn đề liên quan đến đấu giá được nêu tại Nghị định 167/2017/NĐ - CP | 2023 |
| NTC-3 | 32.85 | 345.86 | Chờ giải quyết các vấn đề liên quan đến đấu giá nêu tại Nghị định 167/2017/NĐ - CP | 2023 |
| Tan Binh – Expansion | 80 | 739 | Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025 | 2024 |
| Tân Lập II | 51 | 180 | Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2016-2020 | 2024-2025 |
| Hội Nghĩa | 100 | 715 | Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025 | Sau 2025 |
| Bình Mỹ | 100 | 1.002 | Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025 | Sau 2025 |

*Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt*

**KCN VSIP III**, PHR đã có thỏa thuận với VSIP để đầu tư 20% cổ phần vào VSIP III, hai bên vẫn chưa ký hợp đồng hợp tác kinh doanh. Ngoài ra, tổng mức đầu tư được điều chỉnh từ 253 triệu USD lên 516 triệu USD, ước tính phần vốn góp của PHR sẽ ở mức ~ 15,48 triệu USD (~ 356,04 tỷ đồng). Theo kế hoạch, PHR sẽ giải ngân theo tiến độ đầu tư dự án. Gần đây, VSIP đã ký hợp đồng với tổng diện tích ~ 60 ha (trong đó phần của Lego là 44 ha), giá cho thuê dao động từ 110 USD/m2 đến 115 USD/m2.

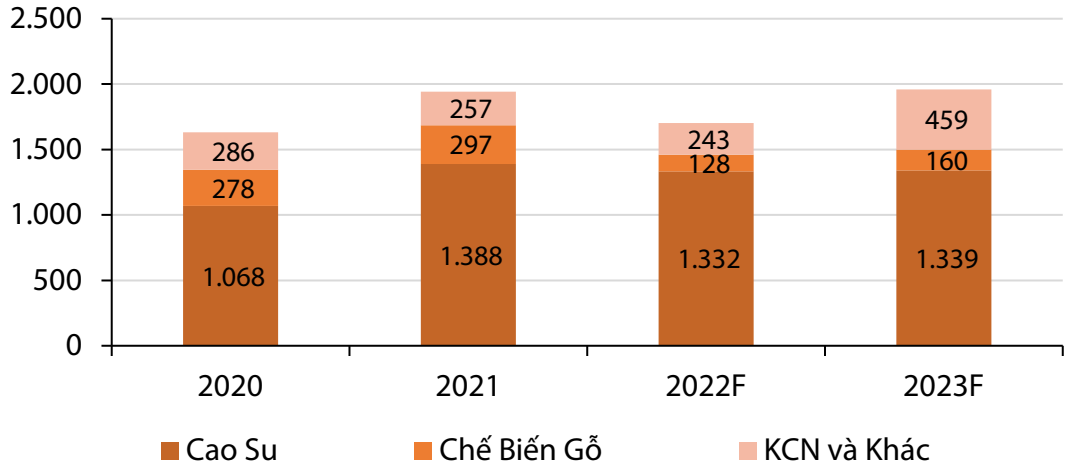
**KCN Tân Bình,** PHR đảm bảo sẽ cho thuê 6 ha còn lại trong năm nay, gần đây có một số nhà đầu tư quan tâm, PHR chỉ đang tìm kiếm mức giá tốt nhất. Nguồn doanh thu này sẽ được ghi nhận vào năm 2023.

**Tân Bình - KCN mở rộng**, dự án nằm trong quy hoạch tổng thể giai đoạn 2021-2025 của tỉnh Bình Dương và sẽ được tiếp tục triển khai khi quy hoạch được Trung ương phê duyệt.

**KCN Tân Lập I**, dự án sẽ được ưu tiên tiếp theo sau VSIP III và NTC-3, được đưa vào quy hoạch tổng thể giai đoạn 2016-2020. Tuy nhiên, các dự án bị ách tắc do vướng mắc đấu giá liên quan đến Nghị định 167/2017/NĐ-CP. Do đó, chúng tôi dự kiến dự án sẽ triển khai vào cuối năm sau.

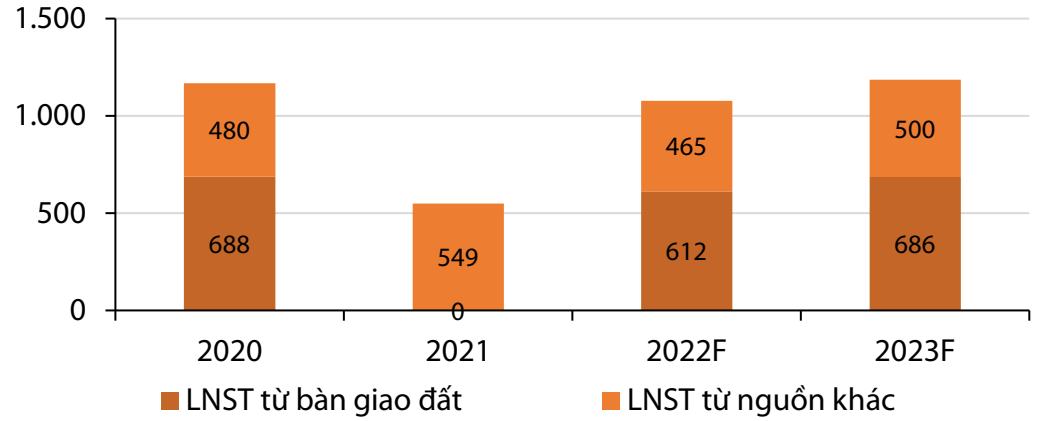
**Các KCN khác**, KCN Bình Mỹ và KCN Hội Nghĩa nằm trong quy hoạch tổng thể 2016 - 2020 của Bình Dương với tên gọi KCN Tân Bình - mở rộng. Tuy nhiên, PHR vẫn chưa lên kế hoạch cho hai KCN này.

**Hình 2: Dự phóng doanh số giai đoạn2022-2023 (tỷ đồng)**




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

**Hình 3: Cơ cấu LNST giai đoạn 2022-2023 (tỷ đồng)**




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

**Dự phóng 2H2022**

Doanh thu sẽ giảm nhẹ -7,6% YoY và LNST tăng 68,2% YoY. Cụ thể:

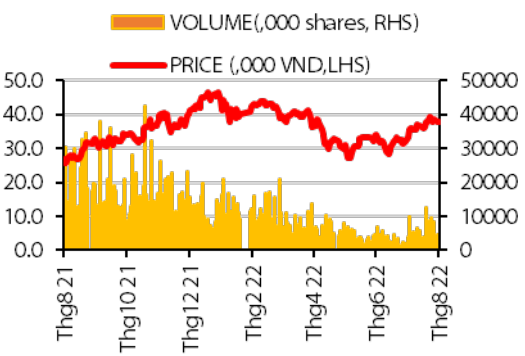
1) Doanh thu đạt 1.093 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu từ cao su đạt ~ 783 tỷ đồng (+1,8% yoy). Trong khi mảng chế biến gỗ sụt giảm do thiếu nguồn cung như đề cập ở trên với doanh thu 99 tỷ đồng. Mảng KCN kỳ vọng sẽ ghi nhận đợt cho thuê KCN Tân Bình cuối cùng và dự kiến ghi nhận 210 tỷ đồng doanh thu.
2) Ngoài ra, LNST tăng đột biến nhờ khoản thu nhập bất thường từ việc bàn giao đất cho VSIP 3. Cụ thể, PHR dự kiến ghi nhận 475 tỷ đồng trong 6T2022. Bao gồm doanh thu cố định và doanh thu dựa trên tiến độ bán hàng của VSIP 3.

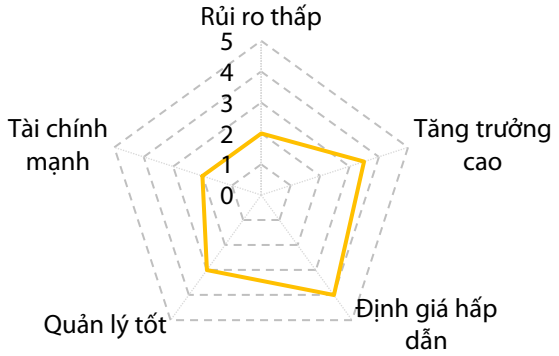
**Dự phóng năm 2023 của PHR: Các khoản thu nhập khác đóng góp phần chính**

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ phục hồi và đạt 1.958 tỷ đồng (+15% YoY) nhờ vào khả năng cho thuê của Tân Lập I (202 ha). Ngoài ra, LNST tăng trưởng 10,4% lên 1.150 tỷ đồng do nguồn thu được bù đắp dựa trên tiến độ bán của VSIP 3 tiếp tục được cộng dồn vào khoản mục thu nhập khác.

# KĐT TRÀNG CÁT GIỮ VAI TRÒ CHÍNH ĐỐI VỚI KHẢ NĂNG HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM HSX: KBC

**<TÍCH LŨY: +19%>** **<GTT: 37.800>** **<GMT: 44.900>**




## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---|---|
| Ngành | KCN |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 29,015 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 768 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 4460 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 154 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 29,3 |
| BQ giá 52 tuần('000 VND) | 47,18 – 26,33 |

## TÀI CHÍNH

| | 2021A | 2022F | 2023F |
|---|---|---|---|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 4.309 | 5.104 | 11.140 |
| LNST (tỷ đồng) | 784 | 4.068 | 3.648 |
| ROA (%) | 3,5 | 12,3 | 9,2 |
| ROE (%) | 5,9 | 20,1 | 15,3 |
| EPS (đồng) | 1.647 | 5.299 | 4.752 |
| GTSS (đồng) | 29.203 | 26.373 | 31.125 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 36,9 | 7,1 | 8,0 |
| P/B (x) | 2,1 | 1,4 | 1,2 |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Triển vọng 2022: Khả năng hoàn thành kế hoạch phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh tại Khu đô thị Tràng Cát**

- KBC đặt kế hoạch doanh thu 9.800 tỷ (+227,5% YoY) và LNST 4.500 tỷ (+471,2%) cho năm 2022 với đóng góp của các KCN (NSHL, Tân Phú Trung) và dự án KĐT (Tràng Cát, Phúc Ninh, Tràng Duệ) ). Trong đó, doanh thu từ KĐT Tràng Cát sẽ đóng góp hơn 60% vào doanh thu và 67% kế hoạch LNST cho năm 2022.
- Trong 6T 2022, việc bàn giao khu công nghiệp diễn ra khá chậm so với cùng kỳ năm ngoái (tương đương khoảng 29% mức cùng kỳ), dẫn đến tổng doanh thu chỉ hoàn thành 11% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, nhờ đánh giá lại khoản đầu tư vào SDN, KBC ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 2.400 tỷ đồng và hoàn thành 55% kế hoạch LNST.

**Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong trung hạn nhờ đóng góp từ các dự án KĐT**

- Tràng Cát và Phúc Ninh, hai dự án có biên lợi nhuận cao, sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận từ năm 2022. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bàn giao một phần diện tích bán sỉ tại Tràng Cát vào cuối năm 2022, trong khi sự đóng góp của Phúc Ninh sẽ bắt đầu năm 2023.
- Ước tính các dự án KĐT sẽ đóng góp hơn 70% tổng doanh thu của KBC trong giai đoạn 2023 - 2026, nhờ vậy biên lợi nhuận gộp của KBC tăng lên mức trung bình 67% trong cùng kỳ.

**Quỹ đất lớn đòi hỏi vốn đầu tư lớn**

- Tính đến cuối tháng 6/2022, tổng quỹ đất khu công nghiệp và KĐT của KBC lần lượt là 6.417 ha và 1.178 ha, đủ lớn để công ty phát triển trong 10 - 20 năm tới. Dù vậy, chỉ có khoảng 20% quỹ đất là đất sạch.
- Để hoàn thiện pháp lý cho phần diện tích còn lại, nhu cầu vốn đầu tư trong thời gian tới của KBC là rất lớn. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ từng bước phát triển các dự án nếu không sẽ gặp khó khăn về tài chính hoặc pha loãng thu nhập (do phát hành cổ phiếu).

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bàn giao khoảng 1/3 diện tích KĐT Tràng Cát so với kế hoạch năm 2022. Trong trường hợp KBC có thể chuyển nhượng bán sỉ 30ha thành công vào năm 2022, công ty sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận hơn 30%, điều này sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

# KQKD 6T 2022: THU NHẬP BẤT THƯỜNG THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG



Tính đến hết 6T2022, tổng doanh thu đạt khoảng 1.087 tỷ đồng (-60% YoY, hoàn thành 11% kế hoạch) và LNST đạt 2.457 tỷ đồng (+210% YoY, hoàn thành 54,6% kế hoạch).

- Việc bàn giao đất KCN diễn ra khá chậm so với cùng kỳ năm ngoái (tương đương khoảng 29% so với cùng kỳ), khiến tổng doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi chỉ hoàn thành 11% kế hoạch kinh doanh cả năm.
- Do đánh giá lại khoản đầu tư vào SDN, KBC ghi nhận lợi nhuận đột biến gần 2.400 tỷ đồng. Nhờ vậy, công ty đã hoàn thành gần 55% kế hoạch LNST cả năm 2022.
- Diện tích đất bàn giao trong nửa đầu năm 2022:

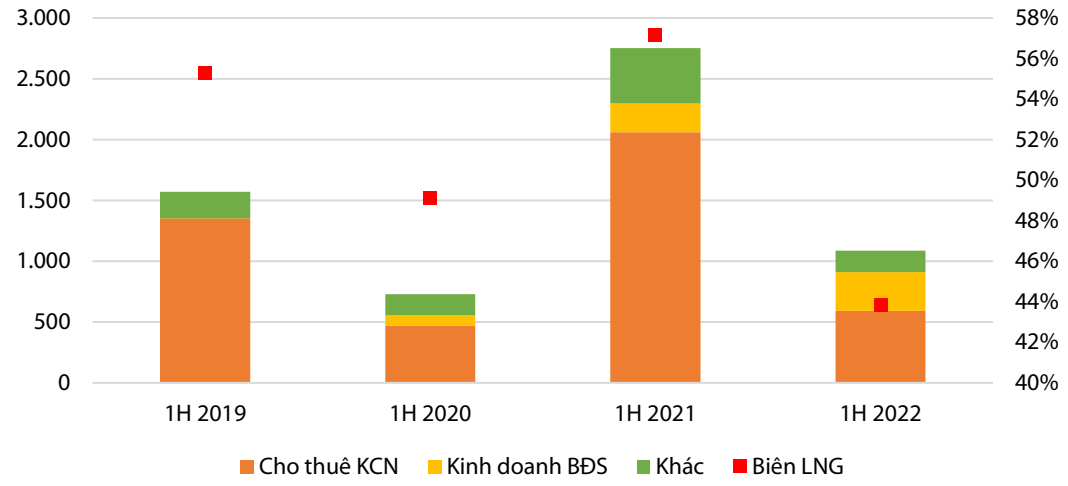
(1) Cho thuê 16,8 ha đất KCN Tân Phú Trung. Như vậy, theo kế hoạch, KBC sẽ bàn giao thêm 13,2 ha trong nửa cuối năm 2022.

(2) Chuyển nhượng 4ha đất đô thị thuộc dự án Tràng Duệ. Dự kiến sẽ bàn giao thêm khoảng 2ha trong 2H 2022.

**Hình 2: KQKD 6T 2022**

| (Tỷ đồng) | 6T 2022 | +/- %YoY |
|---|---|---|
| **Doanh thu** | **1.087** | -61 |
| **LN gộp** | **477** | -70 |
| **EBIT** | **236** | -81 |
| **LNST** | **2.374** | 271 |

**Hình 1: Doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)**

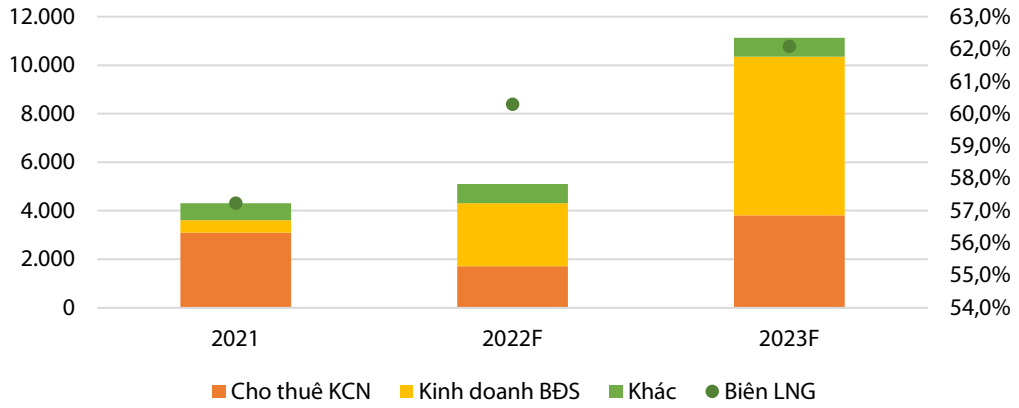



*Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt*

# FY2022: KHẢ NĂNG HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH PHỤ THUỘC VÀO TRIỂN VỌNG KINH DOANH TẠI KĐT TRÀNG CÁT

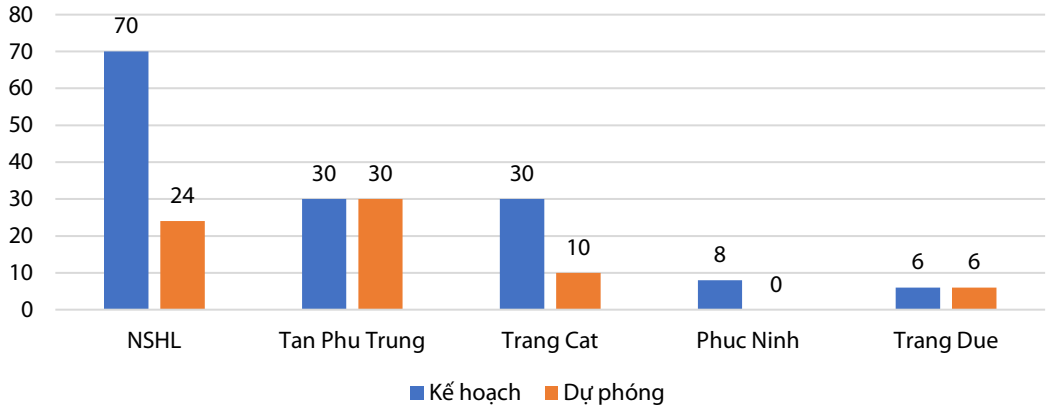


## Hình 3: Dự phóng doanh số FY2022-2023 (tỷ đồng)




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

## Hình 4: Dự phóng bàn giao đất FY2022




*Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt*

**Kế hoạch kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ với đóng góp chính từ Khu đô thị Tràng Cát**

- Năm 2022, KBC đặt kế hoạch doanh thu 9.800 tỷ (+227,5% YoY) và LNST là 4.500 tỷ (+ 471,2%).
- Kế hoạch đầy tham vọng phần lớn đóng góp từ dự án Khu dân cư Tràng Cát. Cụ thể, công ty dự kiến bán sỉ khoảng 30ha, đóng góp 61% kế hoạch doanh thu và 67% kế hoạch lãi ròng.
- Bàn giao diện tích cho thuê tại các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL), Tân Phú Trung và diện tích đã bán tại các KĐT Phúc Ninh và Tràng Duệ sẽ đóng góp phần doanh thu và lợi nhuận ròng còn lại trong kế hoạch năm 2022.

**Dự phóng 2H 2022**

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh tại KCN Tân Phú Trung, KCN Tràng Duệ và một phần diện tích của KCN NSHL và KĐT Tràng Duệ. Trong khi đó, do vướng mắc về thủ tục pháp lý, KBC có thể phải lùi thời hạn bàn giao đất tại Phúc Ninh đến năm 2023.

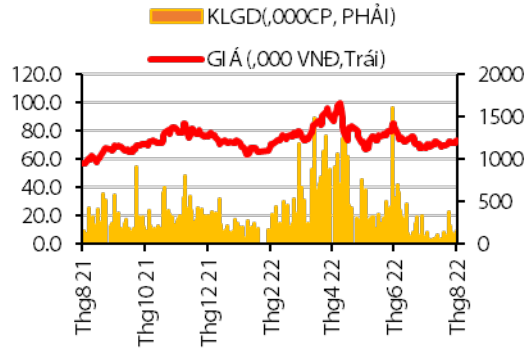
Doanh thu và lợi nhuận ròng 6T 2022 sẽ lần lượt là 4.000 tỷ đồng (+270% HoH) và 1.700 tỷ đồng (-29% HoH).

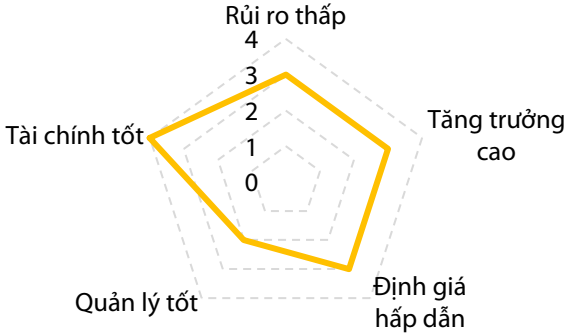
Tổng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ ở mức 5.100 tỷ đồng (+18% YoY) và 4,100 tỷ đồng (+419% YoY), hoàn thành lần lượt 52% doanh thu và 89% LNST năm 2022.

# TIỀM NĂNG TỪ THAY ĐỔI SỬ DỤNG ĐẤT CAO SU

**HSX: DPR**

**TRUNG LẬP: -1.4%** **<GTT: 73.600>** **<GMT: 72.600>**




## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---|---|
| Ngành | Khu công nghiệp |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3.165 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 43 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 247 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 19 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 0 |
| BQ giá 52 tuần('000 VND) | 102,1 – 58,5 |

## TÀI CHÍNH

| | 2021A | 2022F | 2023F |
|---|---|---|---|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1.217 | 1.376 | 1.242 |
| LNST (tỷ đồng) | 431 | 496 | 652 |
| ROA (%) | 5,6 | 11,7 | 13,6 |
| ROE (%) | 9,1 | 20,6 | 22,8 |
| EPS (đồng) | 7.235 | 7.894 | 9.945 |
| GTSS (đồng) | 50.762 | 52.501 | 62.466 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 3.000 | 3.000 | 3.000 |
| P/E (x) | 10,0 | 9,3 | 7,4 |
| P/B (x) | 1,4 | 1,4 | 1,2 |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Việc bàn giao đất cao su sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho DPR trong 10 năm tới.**

- Trong 10 năm tới, DPR có kế hoạch chuyển mục đích sử dụng 2.000 ha đất cao su cho bên thứ ba theo quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Phước giai đoạn 2020-2030 để phát triển các khu công nghiệp và khu dân cư. Việc bàn giao dự kiến sẽ mang lại cho DPR 200 tỷ đồng/năm hoặc đóng góp ~ 4.500 đồng vào EPS mỗi năm.

**Phân khúc KCN sẽ được hưởng lợi do các KCN mở rộng nằm trên địa bàn chiến lược của Bình Phước để phát triển công nghiệp và gần các cơ sở hạ tầng trọng điểm trong tương lai**

- Quy hoạch mở rộng KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư. Tổng diện tích mở rộng là 797 ha, lớn hơn gấp 3 lần so với hiện tại. Bên cạnh việc có thể liên kết vùng với tỉnh Bình Dương, giá cho thuê sẽ được đẩy mạnh do các dự án này nằm trong điểm nóng lĩnh vực công nghiệp của Bình Phước và gần các trục đường lớn như QL13, ĐT 741, QL14 và các tuyến đường cao tốc tiềm năng.

**Số dư tiền mặt dồi dào đảm bảo kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong nhiều năm hoặc thậm chí là kế hoạch đầu tư lớn**

- Với 1.264 tỷ đồng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn tính đến 30/06/2022, chiếm 31,7% tổng tài sản và tương đương 29.390 đồng/cổ phiếu, chúng tôi cho rằng DPR có thể duy trì việc chia cổ tức 3.000 đồng/cổ phiếu.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Quá trình bàn giao đất cao su chậm hơn dự kiến do thiếu nhà đầu tư quan tâm.
- Biến động giá cao su.

# KQKD 6T2022 CHO THẤY THU NHẬP LÕI MẠNH MẼ

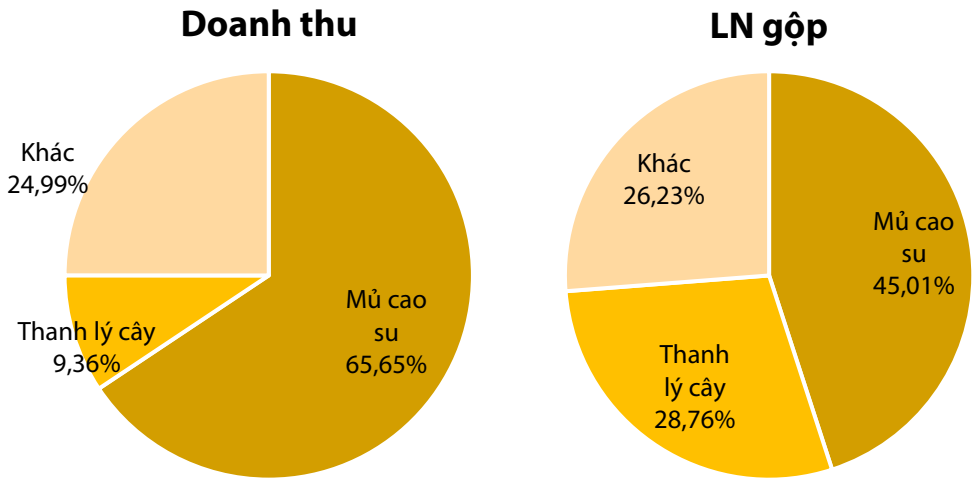


**Bảng 1: KQKD 6T2022**

| (tỷ VND) | 6T 2022 | +/- %YoY |
|---|---|---|
| **Doanh thu** | **500** | 17,3 |
| **Lợi nhuận gộp** | **150** | 17,4 |
| **EBIT** | **101** | 31,3 |
| **LNST** | **103** | 46,2 |

*Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt*

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu và LN gộp theo phân khúc**




*Nguồn: DPR*

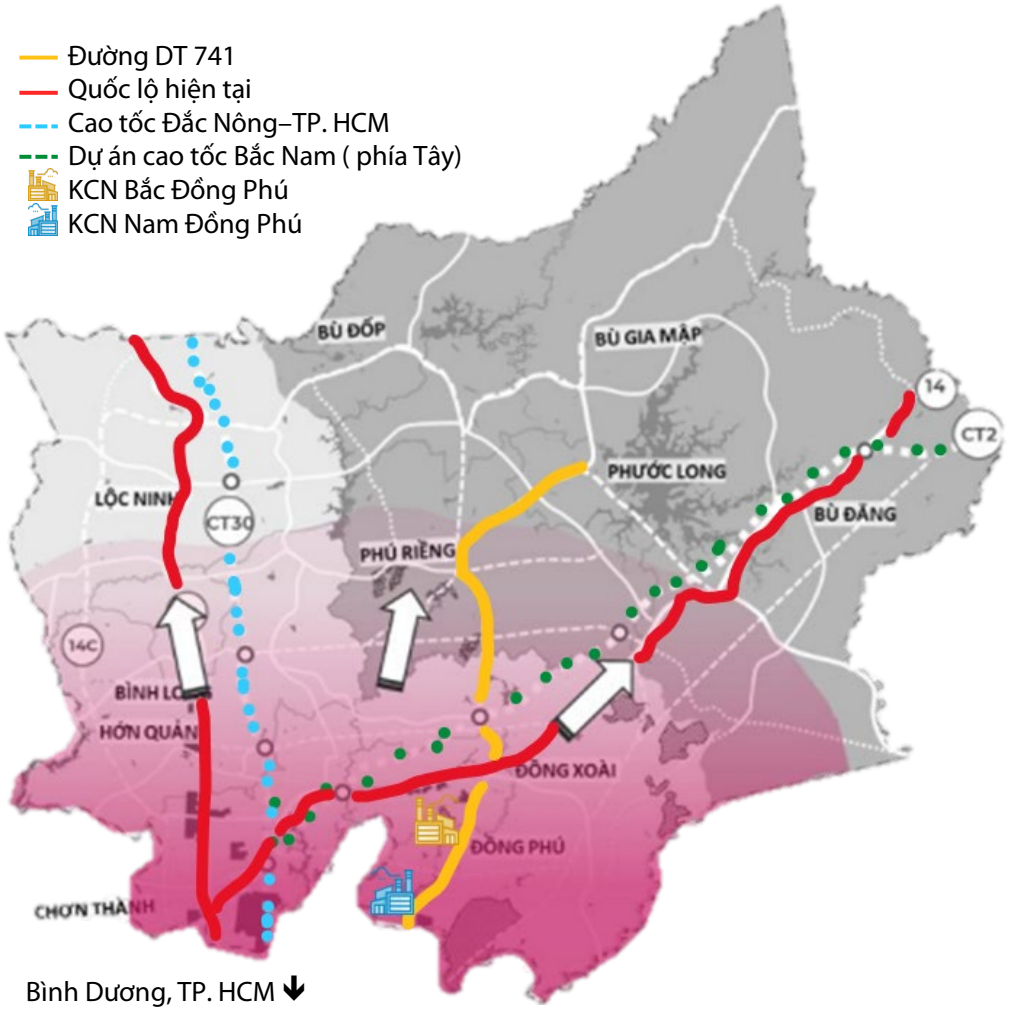
**KQKD 6T 2022: MẢNG CAO SU VẪN LÀ TRỤ CỘT CHÍNH**

- DPR ghi nhận doanh thu hợp nhất ~ 500 tỷ đồng (+17,3% yoy) và LNST đạt 103 tỷ đồng (+46,2% yoy) trong 6T 2022. Trong đó:
- Mảng cao su là trụ cột chính về cả doanh thu và lợi nhuận, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh hơn (~ 17,8% YoY) so với mức giảm giá bán trung bình (~ 7,4%). Kết quả là, doanh thu của mảng đạt 328,1 tỷ đồng (+ 9,1%), trong khi biên lợi nhuận gộp là 67 tỷ đồng (-41,2)
- Công ty cũng ghi nhận ~ 47 tỷ đồng (+61,1% YoY) từ thanh lý cây cao su và lợi nhuận gộp của mảng đạt 43,2 tỷ đồng (+66,3% YoY).
- Các mảng khác bao gồm cho thuê đất KCN, dịch vụ khác mang lại doanh thu ~ 125 tỷ đồng (+38,9% YoY) và biên lợi nhuận gộp là 39,4 tỷ đồng (+84,4%).

# CÁC HẠ TẦNG TRỌNG ĐIỂM SẼ MỞ KHÓA TIỀM NĂNG CỦA QUỸ ĐẤT ĐỒNG PHÚ



**Hình 2: Định hướng không gian cho phát triển KCN giai đoạn 2021 – 2030 (vùng màu hồng)**




*Nguồn: Tỉnh Bình Phước, CTCK Rồng Việt*

**Bảng 2: Tổng quan quỹ đất của DPR**

| Quỹ đất của DPR | Diện tích (ha) | Lưu ý |
|---|---|---|
| **Diện tích trồng cây cao su** | **4.800** | Giảm từ 5.500 ha kể từ năm 2021 |
| **Bàn giao tỉnh Bình Phước** | **1.828** | Giá đền bù 1.042 tỷ đồng /ha |
| **KCN tự phát triển & các dự án khác** | **2.258** | |
| • KCN Bắc Đồng Phú | 258 | 15 ha còn lại cho thuê, dự kiến lấp đầy vào năm 2022, 2023 |
| • KCN Bắc Đồng Phú mở rộng | 317 | Chờ chính sách đầu tư được chấp thuận, dự kiến bắt đầu cho thuê cuối năm 2023 |
| • KCN Nam Đồng Phú mở rộng | 480 | Chờ chính sách đầu tư được chấp thuận, dự kiến bắt đầu cho thuê cuối năm 2026 |
| • **Các dự án khác** | 1.203 | Kế hoạch giai đoạn 2021-2030 |
| **Tổng** | **8.886** | |

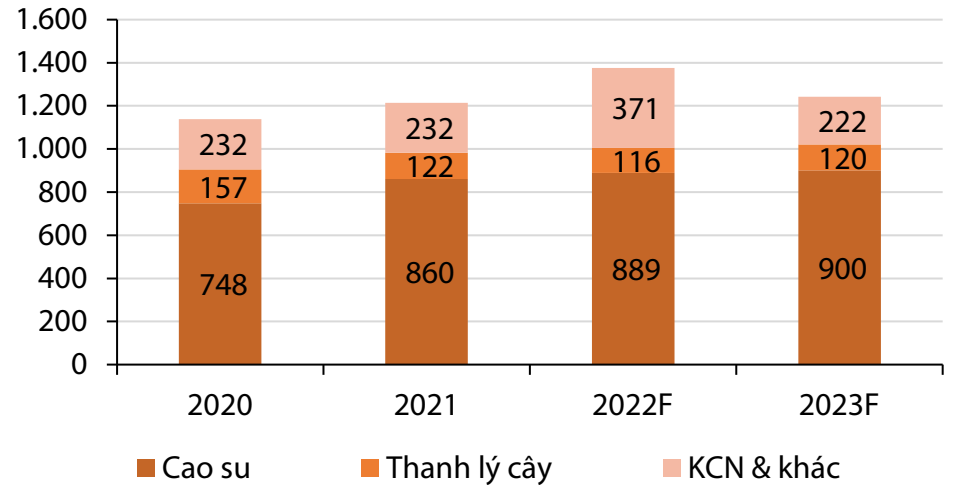
*Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt*

- Theo quy hoạch chung của tỉnh Bình Phước giai đoạn 2021-20230, DPR có thể chuyển đổi 4.000 ha đất cao su sang mục đích công nghiệp hoặc dân cư. Ngoài kế hoạch giao 2.000 ha cho tỉnh để bên thứ ba phát triển. DPR đã có kế hoạch tự phát triển trên diện tích còn lại là 2.000 ha.
- Kế hoạch tự phát triển sẽ được hưởng lợi từ (1) sự phát triển cơ sở hạ tầng trong tương lai như hình 2, (2) chiến lược thu hút đầu tư công nghiệp của tỉnh Bình Phước ở khu vực phía Nam, nơi có liên kết vùng với Bình Dương. Tại khu vực này, DPR đang mở rộng KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú. Các dự án đang trong quá trình được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư. Chúng tôi dự kiến 2 KCN này sẽ bắt đầu cho thuê lần lượt từ năm 2024 và 2026.

# DOANH THU BÀN GIAO SẼ ĐÓNG GÓP PHẦN ĐÁNG KỂ VÀO THU NHẬP

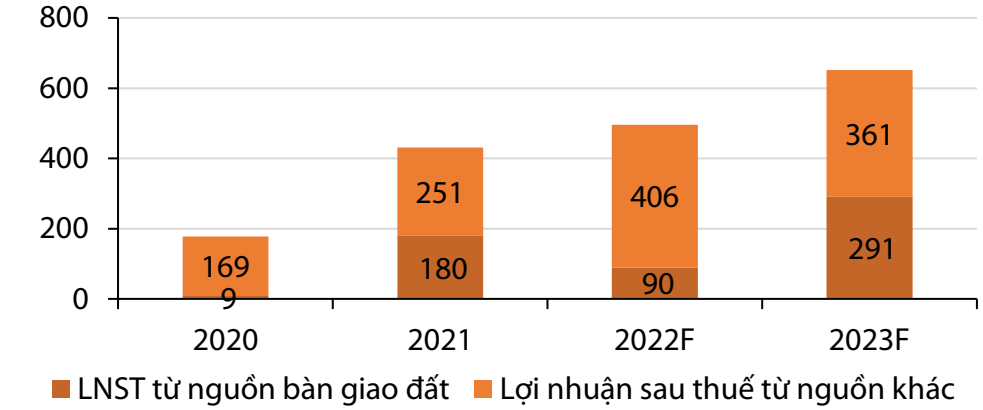


**Hình 3: Dự phóng doanh số FY2022-2023 (tỷ đồng)**




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

**Hình 4: Dự phóng thu nhập FY2022-2023 (tỷ đồng)**




*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

**Dự phóng 2H2022**

Doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng lần lượt 11,1% YoY và 11,6% YoY:

1) Doanh thu đạt 876 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu bán cao su đạt ~ 561 tỷ đồng (+0,28% yoy) do sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân dự kiến ở mức tương tự năm ngoái. Trong khi phần diện tích cuối cùng của KCN Bắc Đồng Phú sẽ được ghi nhận một lần thay vì phân bổ hàng năm.

2) Ngoài ra, LNST tăng đột biến nhờ khoản thu nhập bất thường từ việc bàn giao đất cho UBND tỉnh Bình Phước. Diện tích bàn giao là 100 ha và dự kiến mang lại cho DPR 96 tỷ đồng.

**Dự phóng năm 2023 của DPR: Thu nhập khác sẽ tăng vọt**

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ giảm nhẹ xuống 1.244 tỷ đồng (-9,7% YoY) do mảng KCN thiếu quỹ đất sẵn sàng cho thuê, trong khi LNST tăng trưởng mạnh ~ 31% lên 652 tỷ đồng nhờ vào việc bàn giao đất sẽ dẫn dắt và đóng góp một phần lớn vào các khoản thu nhập khác. Cụ thể:

1) Chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ cho thuê 2 ha cuối cùng của KCN Bắc Đồng Phú và ~ 1% KCN Bắc Đồng Phú mở rộng vào năm 2030 so với 12 ha thuê như dự kiến vào năm 2022.

2) Bên cạnh dòng thu nhập hàng năm từ bàn giao đất cho tỉnh Bình Phước, chúng tôi dự kiến DPR sẽ ghi nhận một khoản thu nhập bất thường khác từ việc bàn giao đất cho nhà phát triển KCN Bắc Đồng Phú, chủ sở hữu gồm DPR (51%), NTC (40%) và các bên khác ( 9%) để thực hiện dự án mở rộng.

**Hình 3: Tóm tắt định giá**

| Tóm tắt định giá từng phần (tỷ đồng) | NPV | Sở hữu | NPV hiệu quả |
|---|---|---|---|
| CAO SU | 566 | 100% | 566 |
| THANH LÝ CÂY CAO SU | 462 | 100% | 462 |
| KCN | 512 | 51% | 261 |
| CHUYỂN ĐỔI ĐẤT | 1,007 | 100% | 1.007 |
| TIỀN MẶT | 593 | 100% | 593 |
| ĐẦU TƯ NGẮN HẠN VÀ DÀI HẠN | 839 | 100% | 839 |
| Less: NỢ | -54 | 100% | -54 |
| Less: LỢI ÍCH THIỂU SỐ | -551 | 100% | -551 |
| **Tổng giá trị vốn cổ phần** | | | **3.123** |
| Số lượng CP lưu hành (triệu CP) | | | 43 |
| **Giá trị hợp lý mỗi CP (VND)** | | | **72.600** |

*Nguồn: CTCK Rồng Việt*

Dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi ước tính giá mục tiêu là 72.600 đồng/cổ phiếu, tương đương với tổng lợi nhuận kỳ vọng là -1,4% (dựa trên giá đóng cửa vào ngày 10/8/2022).

Về dài hạn, việc ghi nhận 200 tỷ mỗi năm nhờ hoạt động bàn giao đất vẫn sẽ là điểm tích cực cho dòng tiền của công ty từ năm 2021 đến năm 2030. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng từ năm 2023 trở đi, các khu công nghiệp Bắc Đồng Phú (317ha) và Nam Đồng Phú (480ha) mở rộng hỗ trợ duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho cao su Đồng Phú.

Tuy nhiên, rủi ro chậm trễ hơn kì vọng trong quá trình pháp lý chuyển nhượng đất và đầu tư của các khu công nghiệp kể trên sẽ là yếu tố chỉnh đến định giá doanh nghiệp.