

BĐS khu công nghiệp: Mua vào nhờ định giá rẻ

Bùi Mạnh Khang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

- HSC đánh giá tích cực đối với triển vọng của ngành BĐS KCN với các động lực tăng trưởng chính bao gồm dòng vốn FDI mạnh mẽ, Chính phủ đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng, và môi trường pháp lý cải thiện thông qua Nghị định 35 của Chính phủ.
- Mặc dù triển vọng tích cực, các cổ phiếu lớn trong ngành có độ trễ nhất định so với thị trường và đã giảm 21% giá trị kể từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng đây là phản ứng thái quá của NĐT sau khi xuất hiện nhiều thông tin tiêu cực vừa qua.
- HSC cho rằng đây là thời điểm thích hợp để Mua vào cổ phiếu trong ngành này. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm KBC (Mua vào, giá mục tiêu 72.200đ), VGC (Mua vào, giá mục tiêu 66.000đ) và PHR (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 80.400đ). Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp này sẽ hưởng lợi từ những động lực tăng trưởng trên.

3 động lực tăng trưởng quan trọng đối với ngành BĐS KCN

HSC cho rằng triển vọng của ngành BĐS KCN chủ yếu được thúc đẩy nhờ dòng vốn FDI mạnh mẽ, xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và môi trường pháp lý cải thiện. Những động lực này sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê KCN, đồng thời hỗ trợ hoạt động của các nhà phát triển KCN. Tất cả những động lực này hiện đang cho thấy những tín hiệu tích cực.

Dòng vốn FDI bắt đầu gia tăng trở lại, ngay cả khi chịu tác động nghiêm trọng từ các biện pháp phong tỏa trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng dòng vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 3 năm tới với niềm tin vững chắc của NĐT vào tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam và việc mở cửa nền kinh tế trở lại theo cách tiếp cận "sống chung với COVID-19". Theo đó, những yếu tố này sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê KCN.

Đầu tư vào cơ sở hạ tầng dự kiến sẽ được Chính phủ đẩy mạnh với tổng giá trị đầu tư 92 tỷ USD, bao gồm gói kích thích tài khóa trị giá 5 tỷ USD và kế hoạch đầu tư công trong 5 năm tới là 87 tỷ USD. Phát triển cơ sở hạ tầng không chỉ làm tăng sức hấp dẫn mà còn hỗ trợ giá thuê của các KCN.

Ngoài ra, Chính phủ cũng vừa ban hành Nghị định 35, có hiệu lực từ ngày 15/7/2022, thay thế Nghị định 82 hiện hành về KCN và khu kinh tế. Nghị định này được kỳ vọng sẽ giúp cải thiện môi trường pháp lý và rút ngắn thời gian phê duyệt thành lập và điều chỉnh quy hoạch tổng thể đối với KCN.

Định giá hấp dẫn

Mặc dù nền tảng cơ bản của các cổ phiếu BĐS KCN là rất tốt cùng với triển vọng tích cực, nhưng những cổ phiếu này đang có hiệu suất kém hơn so với thị trường, có thể do phản ứng thái quá của NĐT đối với các tin tức điều tra tiêu cực gần đây trên thị trường và tín dụng trong lĩnh vực BĐS bị siết chặt. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tốt để Mua vào các cổ phiếu của ngành này.

Những lựa chọn hàng đầu

Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm KBC, VGC và PHR. Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp này sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI mạnh mẽ và xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng của Chính phủ nhờ quỹ đất tại các vị trí đắc địa - trong các khu kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam, đồng thời những doanh nghiệp này có thể nhanh chóng phát triển quỹ đất của mình sau khi nghị định mới có hiệu lực.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
KBC	43,750	Mua vào	-	72,200	-	65.0	27.6	6.86	1.79	1.41	-	-
PHR	69,000	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	80,400	(0.37)	16.5	19.6	9.74	3.13	2.76	6.52	5.80
VGC	41,450	Mua vào	Nắm giữ	66,000	33.9	59.2	15.2	9.63	2.62	2.22	2.65	3.62

Giá cổ phiếu tại ngày 6/6/2022.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Triển vọng tích cực nhưng giá cổ phiếu biến động xấu gần đây

Triển vọng trung và dài hạn của ngành BĐS KCN là rất tích cực, với các động lực quan trọng bao gồm dòng vốn FDI tăng, xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và môi trường pháp lý cải thiện. Những động lực này sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê KCN và hỗ trợ hoạt động phát triển KCN của các doanh nghiệp trong ngành. Mặc dù triển vọng là rất tích cực, các cổ phiếu trong ngành BĐS KCN có hiệu suất kém hơn so với thị trường trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, HSC cho rằng đây là cơ hội tốt để đầu tư các cổ phiếu này. Trong đó, những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm KBC, VGC và PHR.

3 xu hướng chính định hướng triển vọng của ngành

Trong trung và dài hạn, triển vọng của ngành BĐS KCN sẽ được thúc đẩy nhờ dòng vốn FDI mạnh mẽ, xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và môi trường pháp lý cải thiện.

Dòng vốn FDI gia tăng

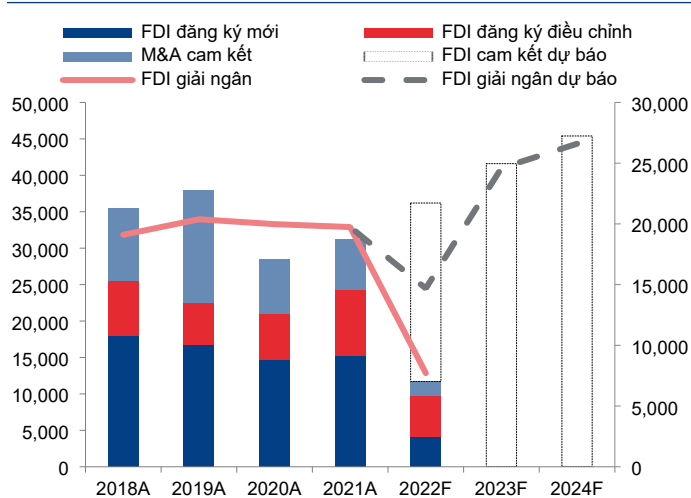
Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam bắt đầu tăng ngay cả trong năm 2021 khi Việt Nam phải áp dụng các biện pháp phong tỏa trên toàn quốc, tăng 9,2% so với cùng kỳ đạt 31,2 tỷ USD. Điều này cho thấy niềm tin vững chắc của NĐT vào tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong dài hạn. Trong 5 tháng đầu năm 2022, mặc dù tổng vốn FDI đăng ký giảm 16,3% so với cùng kỳ xuống 11,7 tỷ USD, vốn FDI giải ngân tăng 7,8% so với cùng kỳ đạt 7,7 tỷ USD.

Đáng chú ý, 45-65% vốn FDI trong 5 năm qua được đầu tư vào ngành công nghiệp chế biến & chế tạo, điều này có ý nghĩa tích cực đối với nhu cầu thuê KCN. Nhìn chung, các công ty trong ngành này rất có thể sẽ xây dựng các cơ sở sản xuất tại các KCN. Trên thực tế, Chính phủ khuyến khích các doanh nghiệp FDI xây dựng nhà máy bên trong các KCN thay vì bên ngoài các KCN. Ngoài ra, nhà máy đặt tại các KCN cũng dễ dàng hơn đối với các công ty FDI do những doanh nghiệp này sẽ được hỗ trợ từ các thủ tục pháp lý đến các ưu đãi thuế.

Ví dụ, các khoản FDI đăng ký chính trong ngành này trong 5 tháng đầu năm 2022 bao gồm cam kết từ LEGO và Pandora, với tổng giá trị đầu tư hơn 1,1 tỷ USD vào KCN VSIP3 tại Bình Dương và Goertek với 306 triệu USD vào KCN Quế Võ tại Bắc Ninh.

Biểu đồ 1: Vốn FDI cam kết và giải ngân (cột phải)

Dòng vốn FDI được dự báo sẽ tăng lên

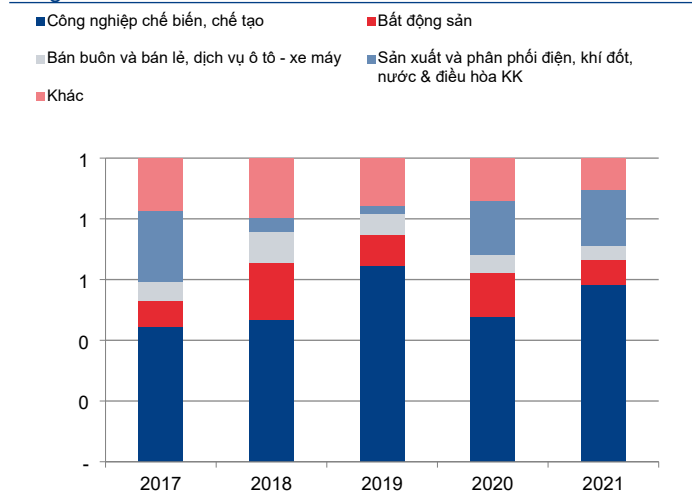


Lưu ý: (1) Đơn vị (triệu USD); (2) dữ liệu năm 2022 bao gồm số liệu thực tế 5T/2022.

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, HSC

Biểu đồ 2: Dòng vốn FDI tương ứng theo ngành (%)

Công nghiệp chế biến, chế tạo là ngành dẫn đầu về thu hút dòng vốn FDI



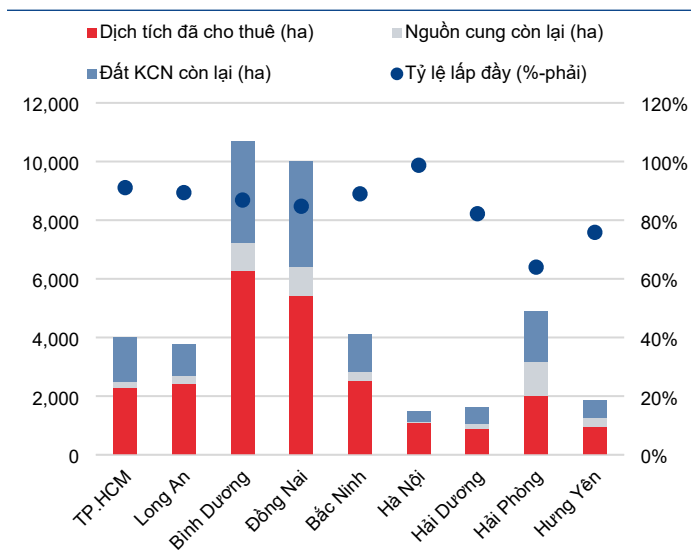
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Thời gian tới, HSC dự báo FDI đăng ký sẽ phục hồi trong trung hạn. Điều này phản ánh niềm tin mạnh mẽ của các doanh nghiệp nước ngoài vào tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam, cũng như sự ổn định của nền kinh tế sau khi mở cửa trở lại với cách tiếp cận “sống chung với COVID-19”.

Dòng vốn FDI gia tăng dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê các KCN, đặc biệt là khi ngành công nghiệp chế biến & chế tạo được kỳ vọng sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn. Trong khi đó, diện tích các KCN còn lại khá hạn chế. Tỷ lệ lấp đầy đất công nghiệp tại hầu hết các tỉnh trọng điểm hiện đều đang ở mức cao, vào khoảng 80-90%, trong khi phần lớn vốn FDI của Việt Nam đang tập trung vào các tỉnh này.

Biểu đồ 3: Nguồn cung đất KCN và tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh thành chủ lực tính đến cuối năm 2021

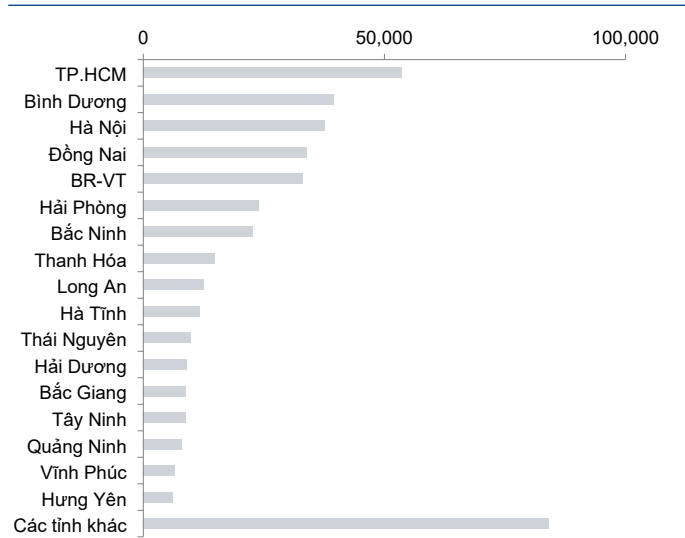
Tỷ lệ lấp đầy tại các tỉnh thành chủ lực là trên 80%



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 4: Vốn FDI cam kết (triệu USD) theo tỉnh, lũy kế 4 tháng đầu năm 2022

Các tỉnh có diện tích đất KCN hạn chế đang thu hút được dòng vốn FDI lớn nhất



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

HSC cho rằng các công ty có quỹ đất tại các tỉnh trọng điểm này sẽ có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI này. Những doanh nghiệp này bao gồm KBC, VGC và PHR với quỹ đất tại Bắc Ninh, Long An, TP.HCM,...

Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng

Vào đầu năm nay, Quốc hội đã thông qua chương trình phục hồi kinh tế trong 3 năm tới với tổng giá trị 347 nghìn tỷ đồng (15 tỷ USD), trong đó 114 nghìn tỷ đồng (5 tỷ USD) sẽ được triển khai đầu tư đầu tư cơ sở hạ tầng. Phần lớn trong số 5 tỷ USD này dự kiến sẽ được giải ngân trong năm 2022 và 2023 để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sau đại dịch. Đây là gói tài khóa bổ sung cho kế hoạch đầu tư 5 năm giai đoạn 2021-2025 của Chính phủ, trong đó 2.870 tỷ đồng (124 tỷ USD) được dành cho đầu tư công, cao hơn 43% so với giai đoạn 2016-2020 và khoảng 70% trong đó dự kiến sẽ dùng để đầu tư cơ sở hạ tầng.

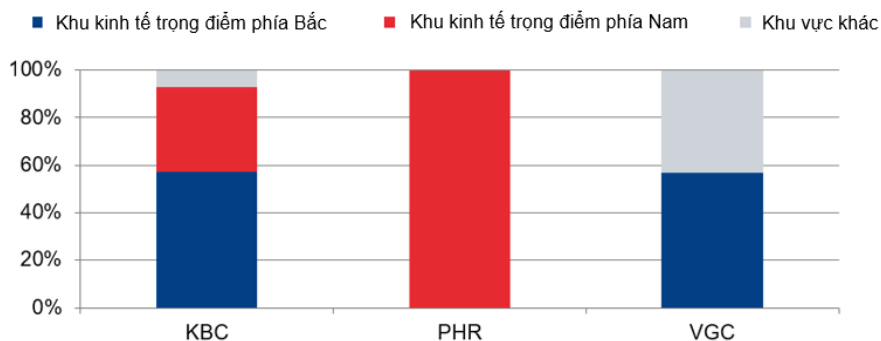
Một số dự án lớn đáng chú ý được xem xét giải ngân trong kế hoạch đầu tư công của Chính phủ bao gồm đường vành đai 4 khu vực Hà Nội, đường vành đai 3 khu vực TP.HCM, đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột, và một số đường cao tốc phía Đông Đại lộ Bắc Nam. Ngoài ra, sân bay quốc tế Long Thành cũng đang được xây dựng - nằm trên địa bàn tỉnh Đồng Nai - sẽ góp phần cải thiện đáng kể cơ sở hạ tầng hàng không của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam; giai đoạn đầu của dự án dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong năm 2026.

Những khoản đầu tư này dự kiến sẽ hỗ trợ hệ thống cơ sở hạ tầng trên cả nước. Hệ thống cơ sở hạ tầng tiên tiến không chỉ làm tăng sức hấp dẫn của các KCN trong khu vực đối với các NĐT mà còn hỗ trợ giá cho thuê, giúp nâng cao lợi nhuận của nhà phát triển. HSC cho rằng các dự án hạ tầng trọng điểm được phát triển trong thời gian tới sẽ tập trung xung quanh các khu kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam, vì sức

ảnh hưởng kinh tế lớn, từ đó sẽ có lợi cho các tỉnh thành như Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên, Bắc Ninh, TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu. Lưu ý, các chủ đầu tư có quỹ đất tại các khu vực này sẽ hưởng lợi từ xu hướng này – trong đó, KBC, PHR và VGC là những doanh nghiệp thực sự sẽ được hưởng lợi (Bảng 5).

Biểu đồ 5: Quỹ đất sẵn có cho thuê trung hạn tại các khu vực chủ lực, của các công ty chúng tôi khuyến nghị

Lưu ý: KBC vừa mua lại quỹ đất hơn 1.000 ha tại Long An (thuộc khu kinh tế trọng điểm phía Nam) chưa được phản ánh trong biểu đồ dưới đây



Nguồn: HSC

Môi trường pháp lý cải thiện

Chính phủ vừa ban hành Nghị định 35, thay thế Nghị định 82 ban hành năm 2018, về việc quản lý & giám sát quy hoạch tổng thể, thành lập, hoạt động và chính sách của các KCN và khu kinh tế. Nghị định mới sẽ có hiệu lực từ ngày 15/7/2022.

Nghị định này được kỳ vọng sẽ có tác động tích cực đến ngành BĐS KCN do không chỉ rút ngắn thời gian phê duyệt thành lập KCN và điều chỉnh quy hoạch mà còn hỗ trợ tăng trưởng bền vững thông qua mô hình KCN chuyên ngành.

HSC đã đề cập một số điểm chính được giải quyết trong dự thảo lần đầu của nghị định mới ban hành vào tháng 6/2021 trong Báo cáo: Khu công nghiệp: Hấp dẫn giữa dịch COVID-19, ngày 14/10/2021, HSC. Chúng tôi tóm tắt những sự khác biệt đáng kể giữa Nghị định chính thức và bản dự thảo.

- 1. Khuyến khích phát triển bền vững với các KCN chuyên ngành**
- 2. Đưa ra hướng dẫn xây dựng quy hoạch phát triển hệ thống KCN**
- 3. Phân quyền trong quá trình phê duyệt.** Mức độ phân cấp lớn hơn trong quá trình phê duyệt theo nghị định mới. Ví dụ, trong một số trường hợp, UBND cấp tỉnh có thể phê duyệt quy hoạch chi tiết KCN, chấp thuận thay đổi vị trí, quy mô, tên KCN và ủy quyền cho BQL KCN quyết định việc điều chỉnh quy hoạch KCN. Theo đó, cấp độ phân quyền của chính quyền cấp tỉnh đã lớn hơn đối với những quyết định trước đây phải được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.
Tuy nhiên, so với bản dự thảo, chủ trương đầu tư và những thay đổi vẫn cần được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, thay vì ủy quyền cho Bộ Kế hoạch và Đầu tư và chính quyền cấp tỉnh như đề xuất ban đầu.
Tuy nhiên, mức độ phân quyền cao hơn được kỳ vọng sẽ giúp rút ngắn thời gian phê duyệt và mang lại lợi ích cho tất cả các nhà phát triển.
- 4. Đơn giản hóa các yêu cầu thành lập KCN mới.** Theo hướng dẫn của nghị định mới, KCN được thành lập khi có chủ trương đầu tư với NĐT được chỉ định, chấp thuận NĐT hoặc được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư. Trước đây, quy trình liên quan đến việc thành lập KCN rất phức tạp. Theo đó, Nghị định này được kỳ vọng sẽ giúp các nhà phát triển dễ dàng làm việc với các cơ quan chức năng và rút ngắn thời gian phê duyệt.
- 5. Hướng dẫn về nguồn vốn:** Một đề xuất trong dự thảo cho phép các nhà phát triển huy động tối đa 20% giá trị hợp đồng dưới hình thức khách hàng ứng trước để xây dựng cơ sở hạ tầng đã bị loại bỏ trong Nghị định chính thức. Chúng tôi

cho rằng điều này là để tránh việc các chủ đầu tư lạm dụng tiền ứng trước của khách hàng trước khi thực sự tiến hành phát triển dự án và sử dụng nguồn tiền này để tích lũy thêm quỹ đất, theo đó có thể dẫn đến đầu cơ. Tuy nhiên, thông lệ hiện nay của nhiều chủ đầu tư là xây dựng cơ sở hạ tầng KCN trước khi thu tiền ứng trước của khách hàng, do đó, việc loại bỏ đề xuất này khỏi nghị định chính thức sẽ không có nhiều tác động tiêu cực.

Hướng dẫn về các nguồn vốn khác như ngân sách Chính phủ, nguồn vốn ODA, PPP,... được giữ nguyên và cho phép chính quyền cấp tỉnh linh hoạt trong việc triển khai nguồn vốn hỗ trợ phát triển KCN.

- 6. Phát triển các KDC kết hợp với các KCN.** Như đã đề cập, các nhà phát triển KCN tại một khu vực nhất định sẽ được ưu tiên phát triển các dự án KDC tại khu vực đó. Những doanh nghiệp này chỉ cần vượt qua bài kiểm tra đánh giá năng lực theo quy định của pháp luật và có đầy đủ các giấy tờ cần thiết liên quan đến các dự án KCN hiện đang phát triển trên địa bàn. So với dự thảo, bản chính thức không yêu cầu chủ đầu tư phải dành ít nhất 30% diện tích đất ở để phát triển các dự án phục vụ công nhân trong các KCN. Điều này dự kiến sẽ mang lại nhiều lợi ích hơn cho các nhà phát triển để có thể nâng cao lợi nhuận.

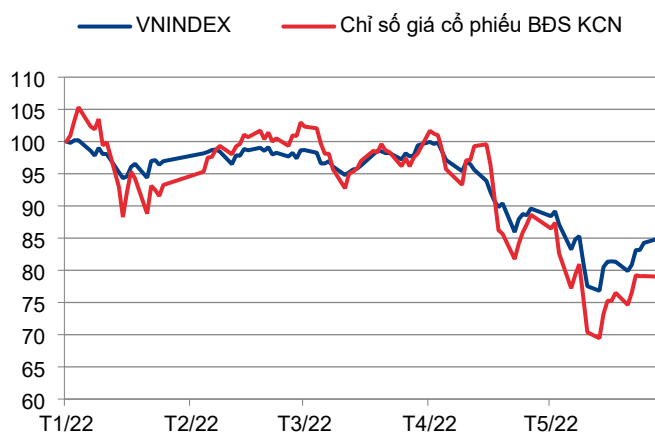
Các cổ phiếu ngành BĐS KCN bị trĩ so với thị trường dù có nền tảng tốt

Chỉ số BĐS KCN phản ánh giá của các cổ phiếu chính trong ngành gần đây đã giảm 21% và có hiệu suất kém hơn so với thị trường (chỉ số VN Index) (Bảng 6).

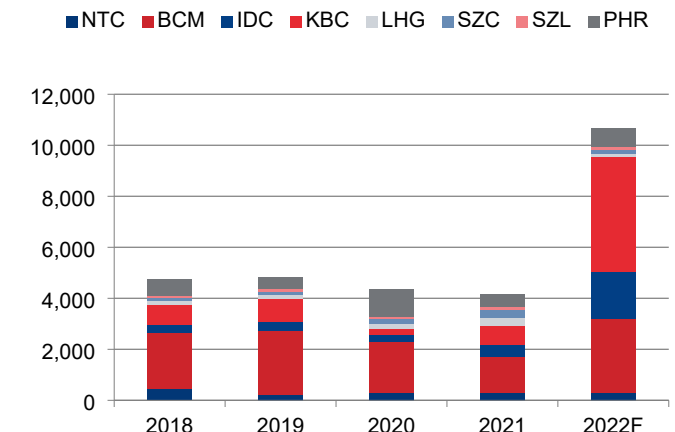
Điều này có thể do NĐT đã phản ứng thái quá trước những thông tin tiêu cực trên thị trường và tình trạng siết chặt tín dụng đối với ngành BĐS. Chúng tôi cho rằng mục tiêu của việc siết tín dụng là hạn chế tình trạng đầu cơ, vốn chủ yếu diễn ra nhiều hơn trong ngành BĐS nhà ở so với ngành BĐS KCN; Chính phủ vẫn đang rất khuyến khích lĩnh vực sản xuất, do đó, nhu cầu đối với ngành BĐS KCN sẽ vẫn ở mức tích cực.

Nền tảng của ngành vẫn rất tốt với triển vọng rất tích cực. Thị trường kỳ vọng lợi nhuận của ngành BĐS KCN sẽ tăng trưởng 58% trong năm 2022 (Bảng 7). Do đó, HSC cho rằng đây là cơ hội tốt để Mua vào cổ phiếu trong ngành này.

Biểu đồ 6: Diễn biến cổ phiếu ngành BĐS KCN từ đầu năm đến nay
Cổ phiếu ngành BĐS KCN đang không khả quan bằng chỉ số VNINDEX



Biểu đồ 7: Dự báo của thị trường về lợi nhuận ngành BĐS KCN năm 2022
Thị trường dự báo lợi nhuận ngành sẽ tăng trưởng 58% so với cùng kỳ

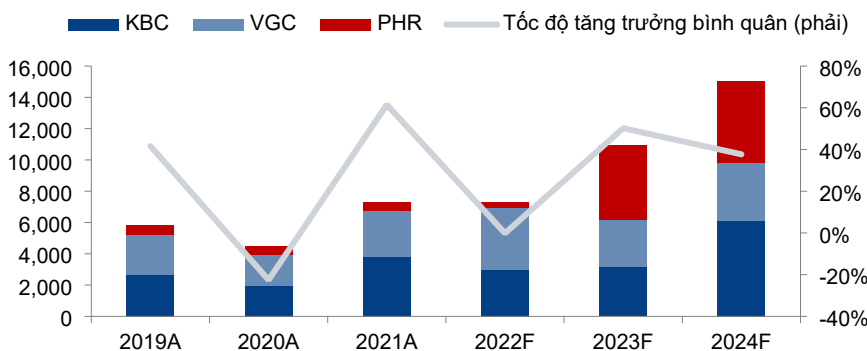


Lưu ý: Chỉ số giá cổ phiếu KCN được tính toán dựa trên giá đóng cửa của các công ty thuộc ngành BĐS KCN bao gồm: NTC, BCM, IDC, IDV, ITA, KBC, LHG, SZC, SZL, TIP, GVR, PHR, tỷ trọng tính theo vốn hóa.
Nguồn: HSC

Nguồn: Fiiipro, HSC

Biểu đồ 8: Tổng doanh thu của các công ty BĐS KCN do HSC khuyến nghị (tỷ đồng)

Tổng doanh thu của các công ty BĐS KCN được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 27% CAGR trong vòng 3 năm tới



Lưu ý: Tổng doanh thu không bao gồm thu nhập bồi thường đất tại PHR
Nguồn: HSC

Đối với các cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị (KBC, VGC, PHR), tổng doanh thu hợp cộng mảng KCN – tức doanh thu đến từ tất cả các KCN mà chủ đầu tư sở hữu từ 20% cổ phần trở lên - cũng được dự báo sẽ tăng trưởng đáng kể trong trung hạn, với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2021-2024 đạt 27%.

Tốc độ tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy nhờ khả năng hấp thụ tốt của các KCN của KBC và VGC, cùng với các dự án mới đi vào hoạt động, bao gồm dự án KCN Trảng Duệ giai đoạn 3, KCN Quang Châu mở rộng, Cụm công nghiệp Long An và Nam Tân Tập (KBC), KCN Yên Mỹ và Thuận Thành (VGC), KCN VSIP3, Nam Tân Uyên giai đoạn 3 và Tân Lập 1 (PHR).

Những lựa chọn hàng đầu

Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi đối với ngành BĐS KCN bao gồm VGC (Mua vào; giá mục tiêu 66.000đ), KBC (Mua vào; giá mục tiêu 72.200đ) và PHR (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 80.400đ). Những doanh nghiệp này dự kiến sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI mạnh mẽ và xu hướng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng nhờ quỹ đất tại các vị trí đắc địa - trong các khu kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam, cùng với khả năng phát triển quỹ đất nhanh chóng sau khi nghị định mới có hiệu lực.

KBC (Mua vào, giá mục tiêu 72.200đ) là một trong những nhà phát triển KCN lớn nhất cả nước. KBC đang tích cực mở rộng quỹ đất tại các vị trí đắc địa như Long An (hơn 1.000ha), Bà Rịa - Vũng Tàu, Hưng Yên và Hải Dương. Trong trung hạn, KBC hiện có 1.089ha đất KCN cần cho thuê tại Bắc Ninh, TP.HCM, Hải Phòng, Bắc Giang và Long An. Chúng tôi tin rằng triển vọng tích cực của toàn ngành sẽ thúc đẩy tỷ lệ lấp đầy tại các KCN của KBC cũng như đẩy nhanh quá trình phát triển quỹ đất mới khác của công ty trong dài hạn.

Ngoài ra, KBC đang mở rộng hoạt động kinh doanh sang ngành BĐS dân cư. Công ty hiện đang phát triển dự án KDC lớn đầu tiên, Trảng Cát, với tổng diện tích 582ha tại Hải Phòng, dự án này được kỳ vọng sẽ thực hiện các giao dịch bán sỉ trong năm nay.

HSC hiện dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2024 đạt 91%, nhờ bàn giao tại dự án Trảng Cát và khởi động của một số KCN mới ở Hải Phòng, Bắc Giang và Long An.

KBC đang giao dịch chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 23%. Cổ phiếu hiện đang có định giá rẻ.

VGC (Mua vào, giá mục tiêu 66.000đ) là một trong những nhà phát triển KCN lớn nhất miền Bắc với 1.132ha đất công nghiệp có thể cho thuê, tại Bắc Ninh, Hưng Yên, Phú Thọ, Hà Nam, Thái Bình, Quảng Ninh và Huế. Quỹ đất tại các vị trí đắc địa như Bắc Ninh và Hưng Yên sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ dòng vốn FDI gia tăng trong khi quỹ đất tại các tỉnh khác cũng được kỳ vọng sẽ hấp thụ tốt nhờ cơ sở hạ tầng phía

Bắc đang phát triển nhanh, tạo điều kiện thuận lợi để di chuyển các cơ sở sản xuất tới các tỉnh cấp 2 này.

VGC cũng là một trong những nhà sản xuất vật liệu xây dựng lớn nhất của Việt Nam. Gần đây, công ty đã mở rộng năng lực sản xuất sau khi mua lại nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (600 tấn/ngày) và nhà máy Eurotile (9 triệu m²/năm) đồng thời nhập khẩu công nghệ sản xuất gạch porcelain tấm lớn có năng suất cao nhất trên thế giới.

HSC hiện dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2024 đạt 19% nhờ năng lực cho thuê KCN tốt và công suất sản xuất vật liệu xây dựng ngày càng tăng.

VGC đang giao dịch chiết khấu 37% so với RNAV lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 1%; định giá cổ phiếu hiện khá hấp dẫn.

PHR (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 80.400đ) sở hữu hơn 10.000ha đất cao su tại tỉnh Bình Dương và sẽ dần được chuyển đổi thành đất KCN trong dài hạn. Với quỹ đất rộng lớn tại vị trí đắc địa (hiện là khu vực thu hút dòng vốn FDI lớn thứ 2 của Việt Nam), chúng tôi tin rằng PHR sẽ là hưởng lợi nhờ triển vọng ngành tích cực, đặc biệt sau khi Nghị định 35 có hiệu lực sẽ thúc đẩy hoạt động phát triển KCN.

Trong trung hạn, PHR đang tập trung thành lập các KCN Tân Lập 1 (tổng diện tích 200ha) và Tân Bình Mở rộng (1.056ha). Chúng tôi dự báo những KCN này sẽ đem lại doanh thu lần đầu lần lượt trong năm 2024 và 2025.

HSC hiện dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2021-2024 đạt 29%, nhờ khoản thu nhập từ bồi thường chuyển nhượng đất cho VSIP để phát triển KCN VSIP3 (PHR sở hữu 20% cổ phần), vừa được khởi công xây dựng và doanh thu từ KCN Tân Lập 1 trong năm 2024.

PHR đang giao dịch chiết khấu 14,2% so với RNAV, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 9%.

Mua vào (giữ nguyên)

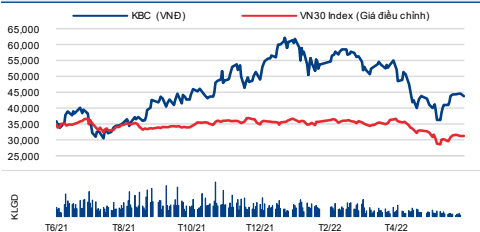
Giá mục tiêu: VNĐ72,200 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 65.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/6/2022) 43,750

Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,500-62,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,187
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,086
Slg CP lưu hành (tr.đv)	576
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	282
Slg CP NN được mua (tr.đv)	108
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.7%
Tỷ lệ freefloat	70.7%
Cổ đông lớn	Đặng Thành Tâm (14.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.45	(22.3)	23.2
So với chỉ số	10.2	(10.7)	40.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	6,307	6,273	0.5
2023F	6,916	7,128	(3.0)
2024F	9,115	8,471	7.6

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích
Bùi Mạnh Khang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

khang.bm@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tốc độ CAGR lợi nhuận 3 năm tới đạt 91%

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu (tiềm năng tăng giá 65%). KBC hiện đang giao dịch chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 23%.
- HSC nâng 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 trong khi giữ nguyên dự báo năm 2023 và 2024. Lợi nhuận năm 2022 được điều chỉnh tăng do khoản thu nhập bất thường được hạch toán trong Q1/2022; dự báo lợi nhuận cốt lõi được giữ nguyên.
- Dự báo của HSC cao hơn một chút so với thị trường và được thúc đẩy nhờ bàn giao dự án các BĐS dân cư và KCN, tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong 3 năm tới được dự báo đạt 91%.

Sự kiện: Cập nhật dự báo ngành

Trong báo cáo này, HSC xem xét lại khuyến nghị đối với KBC sau khi cập nhật tình hình và đánh giá triển vọng ngành BĐS KCN sau KQKD gần đây.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận cốt lõi

HSC nâng 13% dự báo lợi nhuận năm 2022 lên 3.663 tỷ đồng (tăng trưởng 367%) nhờ khoản thu nhập bất thường 499 tỷ đồng ghi nhận trong Q1/2022 do đánh giá lại 35% cổ phần tại công ty liên kết Sài Gòn - Nhơn Hội. Chúng tôi duy trì giả định lợi nhuận cốt lõi. Lợi nhuận thuần năm 2023 và 2024 được dự báo đạt lần lượt 4.013 tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%) và 5.458 tỷ đồng (tăng trưởng 36%).

EPS dự phóng của HSC sát với thị trường trong năm 2022, thấp hơn 3% trong năm 2023 và cao hơn 7,6% trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Giá mục tiêu theo phương pháp SoTP của KBC được giữ nguyên ở mức 72.200đ (tiềm năng tăng giá 65%), sau khi chúng tôi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023 và nâng giả định chi phí vốn. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KBC.

Giá cổ phiếu KBC đã giảm 22,3% trong 3 tháng qua, giảm mạnh hơn 10,7% so với thị trường. KBC hiện đang giao dịch chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 23%.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	452	1,908	4,816	5,633	7,005
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	224	784	3,663 ▲	4,013	5,458
EPS ĐC (đồng)	471	1,558	6,307 ▲	6,916	9,115
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	20,650	24,383	31,127	38,098	47,579
EV/EBITDA ĐC (lần)	55.9	15.4	5.95	4.67	3.17
P/E ĐC (lần)	92.8	28.1	6.94	6.33	4.80
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	2.12	1.79	1.41	1.15	0.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(75.9)	231	305	9.65	31.8
ROAE (%)	2.34	6.64	23.0	20.1	22.1

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

Lợi nhuận lớn tiềm năng

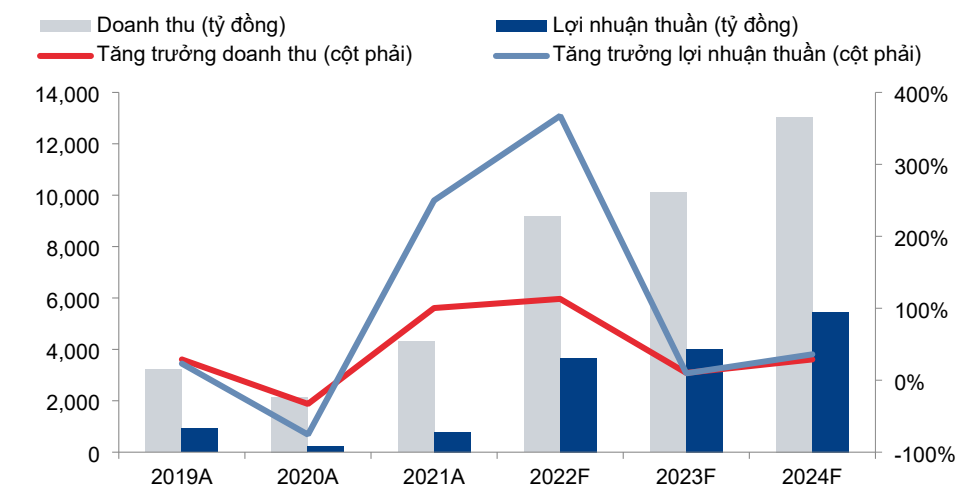
KBC là doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành BĐS KCN và đang mở rộng hoạt động kinh doanh sang ngành BĐS dân cư. Trong 3 năm tới, một vài động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận bao gồm đại dự án KDC Tràng Cát (582ha) và một số KCN mới. Do cổ phiếu đang giao dịch chiết khấu lớn hơn so với mức bình quân, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu không đổi là 72.200đ.

BĐS dân cư & KCN là những động lực tăng trưởng trong trung hạn

HSC dự báo lợi nhuận năm 2022 của KBC sẽ tăng trưởng gần 4 lần đạt 3.663 tỷ đồng, sau đó sẽ tăng trưởng lần lượt 9,6% và 36% trong năm 2023 và 2024 đạt lần lượt 4.013 tỷ đồng và 5.458 tỷ đồng. Lợi nhuận của KBC sẽ được thúc đẩy nhờ bàn giao đại dự án KDC Tràng Cát tại Hải Phòng (tổng diện tích 582ha) khởi công vào năm 2022 và bàn giao một số KDC mới như Tràng Duệ 3, Quang Châu mở rộng, Nam Tân Tập và các cụm công nghiệp tại tỉnh Long An (tổng diện tích 1.192ha) được khởi công trong năm 2023 và 2024.

Biểu đồ 9: Triển vọng doanh thu và lợi nhuận, KBC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 91% trong giai đoạn 2021-2024



Nguồn: HSC

Bảng 10: Các dự án trung hạn đang triển khai và dự kiến triển khai, KBC

Bên cạnh đó, KBC cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất để cho kế hoạch phát triển dài hạn

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Thời gian mở bán dự kiến
KCN		2,462	1,603	
Quang Châu	Bắc Giang	426	276	
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	200	
Tân Phú Trung	TP. HCM	543	314	
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	2023
Nam Tân Tập	Long An	245	171	2024
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	90	77	2023
Phước Vĩnh Đông 2	Long An	50	32	2023
Phước Vĩnh Đông 4	Long An	49	31	2023
Tân Tập	Long An	72	46	2023
Khu dân cư		760	317	
Phúc Ninh	Bắc Ninh	136	45	
Tràng Duệ	Hải Phòng	42	22	
Tràng Cát	Hải Phòng	582	250	2022

Nguồn: HSC

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024, KBC

Chúng tôi nâng dự báo năm 2022 để phản ánh khoản lợi nhuận bất thường ghi nhận trong Q1/2022

Tỷ đồng	Dự báo mới 2022F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2023F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	9,178	0.0%	113.0%	10,114	0.0%	10.2%	13,036	0.0%	28.9%
Lợi nhuận thuần	3,663	13.3%	367.4%	4,013	1.2%	9.6%	5,458	1.0%	36.0%

Nguồn: HSC

Ngoài ra, KBC cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất để phát triển trong dài hạn. Các dự án đáng chú ý gần đây đã được phê duyệt bao gồm Tân Tập (654ha) và Lộc Giang (466ha) ở Long An. Tuy nhiên, chúng tôi chưa bao gồm những dự án này trong mô hình dự báo và định giá do chưa có thông tin cụ thể.

Duy trì dự báo lợi nhuận cốt lõi

HSC nâng 13% dự báo lợi nhuận năm 2022 lên 3.663 tỷ đồng (tăng trưởng 367%) do khoản thu nhập bất thường 499 tỷ đồng ghi nhận trong Q1/2022 sau khi đánh giá lại 35% cổ phần tại công ty liên kết Sài Gòn - Nhơn Hội (Tư nhân). Chúng tôi vẫn duy trì dự báo lợi nhuận cốt lõi năm 2023 và 2024 đạt lần lượt 4.013 tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%) và 5.458 tỷ đồng (tăng trưởng 36%). Chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2021-2024 đạt 91%.

Rủi ro pha loãng đối với RNAV từ các đợt phát hành riêng lẻ tiềm năng là không đáng kể

Công ty lên kế hoạch tăng vốn CSH thông qua phát hành riêng lẻ 150 triệu cổ phiếu mới (tương đương 26,3% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) trong năm 2022 với giá phát hành do HĐQT quyết định với mức chiết khấu tối đa 20% so với giá đóng cửa bình quân trong 30 phiên giao dịch trước khi UBCKNN phê duyệt. Đợt phát hành riêng lẻ này sẽ được thực hiện sau đợt phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 3:1, ngày giao dịch không hưởng quyền là 23/6/2022; thời điểm cụ thể của đợt phát hành riêng lẻ vẫn chưa rõ ràng.

Từ đó, tỷ lệ pha loãng dự kiến sẽ là 19,5%. Vốn điều lệ dự kiến sẽ tăng trong khoảng 5 nghìn tỷ đồng đến 7,7 nghìn tỷ đồng (Bảng 3).

Mục đích của đợt tăng vốn CSH này là để mua thêm các dự án mới, tuy nhiên, HSC vẫn chưa nắm được thông tin chi tiết về các thương vụ mua lại được đề xuất. Việc sử dụng hiệu quả khoản vốn thu được sẽ là chìa khóa tăng trưởng của KBC trong tương lai.

HSC thực hiện phân tích độ nhạy đối với RNAV/cp đối với giá phát hành (Bảng 3). Chúng tôi cũng đưa vào ước tính sơ bộ về việc mua thêm quỹ đất trong tương lai.

Đối với những quỹ đất mới được mua thêm, HSC giả định chi phí để phát triển 1ha thương mại sẽ là 14 tỷ đồng và giá cho thuê sẽ là 80 USD/m². Đây là giả định tương đối thận trọng khi so sánh với giá thuê hiện tại là hơn 100 USD/m² tại các KCN của KBC. Tỷ suất lợi nhuận thuần được giả định là 30%.

Từ đó, HSC sẽ ước tính diện tích KCN thương mại có thể phát triển và giá trị gia tăng (lợi nhuận thuần) trước khi tính đến tác động ròng của đợt phát hành riêng lẻ này.

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của RNAV với giá phát hành dự kiến, KBC

Việc sử dụng hợp lý nguồn vốn từ đợt phát hành sẽ mang lại lợi nhuận tích cực cho KBC trong thời gian tới

Chiết khấu so với thị giá	Giá phát hành (đồng)	Giá trị tăng thêm (Tỷ đồng)	Diện tích thương phẩm tăng thêm (ha)	Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	RNAV/cp sau phát hành	Tác động của pha loãng đối với RNAV	RNAV/cp sau tăng quỹ đất	Tác động ròng (sau phát hành và sau tăng quỹ đất)
-35%	28,860	4,329	761	4,109	70,787	-8.2%	76,758	-0.4%
-25%	33,300	4,995	878	4,741	71,755	-6.9%	78,644	2.0%
-15%	37,740	5,661	995	5,374	72,722	-5.7%	80,530	4.4%
-5%	42,180	6,327	1,112	6,006	73,690	-4.4%	82,417	6.9%
5%	46,620	6,993	1,229	6,638	74,658	-3.2%	84,303	9.3%
15%	51,060	7,659	1,346	7,270	75,626	-1.9%	86,189	11.8%

Nguồn: HSC

Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ pha loãng đối với RNAV sẽ không đáng kể và số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ sẽ đem lại lợi nhuận tích cực cho cổ đông theo thời gian. Tuy nhiên, rủi ro triển khai vẫn hiện hữu.

HSC không bao gồm đợt phát hành riêng lẻ vào mô hình dự báo và định giá do không chắc chắn về việc triển khai. KBC vẫn chưa cập nhật thông tin về kế hoạch phát hành riêng lẻ, do đó, kế hoạch này có khả năng sẽ bị hủy bỏ, đặc biệt là khi giá cổ phiếu giảm mạnh như vừa qua. Nếu trường hợp này xảy ra, cũng sẽ không có rủi ro KQKD thấp hơn so với giá mục tiêu và dự báo của chúng tôi.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu

Giá mục tiêu theo phương pháp SoTP của HSC được giữ nguyên ở mức 72.200đ, sau khi chúng tôi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023, nhưng điều này được bù trừ bằng việc nâng giá định chi phí vốn.

Cụ thể như sau:

- HSC ước tính RNAV của KBC vào thời điểm cuối năm 2022 và 2023 trước khi trung bình theo thời gian để xác định RNAV vào thời điểm giữa năm 2023.
- Chúng tôi sử dụng mô hình DCF để định giá tất cả các KCN và KDC. Chúng tôi chiết khấu FCFF để định giá phần lớn các dự án này. Tuy nhiên, chúng tôi chiết khấu FCFE đối với dự án KCN Nam Tân Tập và KDC Trảng Cát.
- Chúng tôi giả định WACC là 12,6% (tăng từ 11,4% trước đó) với chi phí vốn CSH là 13,5%, chi phí nợ là 11% và lãi suất phi rủi ro là 3,5%. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy đối với RNAV với thay đổi giả định lãi suất phi rủi ro (Bảng 6).
- Mức chiết khấu 10% (không đổi) được áp dụng đối với RNAV để xác định giá mục tiêu là 72.200đ phản ánh rủi ro quản trị doanh nghiệp.

Bảng 13: Định giá, KBC

RNAV bình quân gia quyền theo thời gian là 80.236 đồng

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	2022 NPV	2023 NPV
KCN	DCF	38% to 100%	13,356	15,005
Khu đô thị	DCF	87% to 100%	24,434	23,975
Tổng giá trị đánh giá lại			37,790	38,980
(+) tiền thuần			1,260	3,788
(+) điều chỉnh các tài sản ròng khác			6,649	6,681
(-) lợi ích cổ đông thiểu số			(1,312)	(1,450)
Giá trị vốn CSH			44,387	47,998
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			575,711,167	575,711,167
Giá trị/mỗi CP			77,100	83,372

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro giả định, KBC

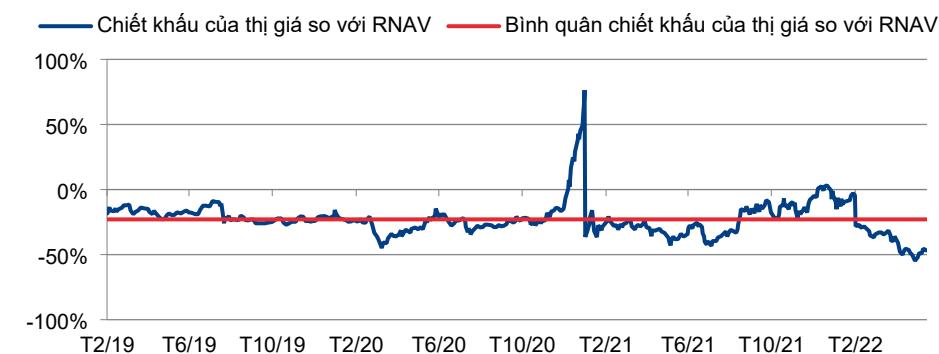
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5%

Lãi suất phi rủi ro	Giá mục tiêu
2.5%	74,400
3.0%	73,300
3.5%	72,200
4.0%	71,200
4.5%	70,200

Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KBC

KBC hiện giao dịch ở mức chiết khấu RNAV là 45%, cao hơn giá trị bình quân quá khứ là 23%



Nguồn: HSC

Giá cổ phiếu KBC đã giảm 22,3% trong 3 tháng qua, giảm mạnh hơn 10,7% so với thị trường. KBC hiện đang giao dịch chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 23%.

Mặc dù mức chiết khấu bình quân trong quá khứ là 23%, 2/3 giai đoạn này bị ảnh hưởng do dịch COVID-19. Hiện tại, khi ngành BĐS KCN đang phục hồi, chúng tôi tin rằng mức chiết khấu so với RNAV để xác định giá mục tiêu sẽ thu hẹp theo thời gian xuống 10%.

Rủi ro

Rủi ro KQKD vượt kỳ vọng tới từ quỹ đất mới: KBC vừa mở rộng đáng kể quỹ đất, bao gồm hơn 1.000ha tại Long An, nhưng chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo và định giá. Nếu KBC bắt đầu triển khai dự án sớm, rủi ro KQKD vượt dự báo của chúng tôi sẽ rất lớn.

Rủi ro KQKD thấp hơn dự báo đến từ việc triển khai dự án Trảng Cát: Do đây là dự án KDC quy mô lớn đầu tiên mà KBC tham gia, Công ty sẽ đối mặt với rủi ro triển khai. Trong khi đó, dự án này chiếm 48% định giá của chúng tôi. Nếu dự án bị chậm trễ trong quá trình phát triển, KQKD có thể sẽ thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	2,151	4,309	9,178	10,114	13,036
Lợi nhuận gộp	689	2,466	5,796	6,659	8,715
Chi phí BH&QL	(323)	(620)	(987)	(1,055)	(1,566)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	366	1,845	4,809	5,603	7,149
Lãi vay thuần	(13.4)	(32.0)	(54.4)	(35.0)	(11.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.67	12.6	38.5	31.6	210
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	97.8	(461)	(20.7)	(345)	(134)
LNTT	453	1,365	4,772	5,255	7,214
Chi phí thuế TNDN	(133)	(410)	(954)	(1,051)	(1,443)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(95.8)	(171)	(155)	(191)	(313)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	224	784	3,663	4,013	5,458
Lợi nhuận thuần ĐC	221	771	3,625	3,982	5,248
EBITDA ĐC	452	1,908	4,816	5,633	7,005
EPS (đồng)	477	1,584	6,374	6,971	9,480
EPS ĐC (đồng)	471	1,558	6,307	6,916	9,115
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	470	495	575	576	576
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	470	570	576	576	576
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	470	570	576	576	576

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	1,050	2,562	3,105	2,661	5,380
Đầu tư ngắn hạn	1,940	2,016	2,016	2,016	2,016
Phải thu khách hàng	6,638	10,150	13,330	13,731	15,610
Hàng tồn kho	11,534	11,461	11,898	13,166	12,698
Các tài sản ngắn hạn khác	242	246	246	246	246
Tổng tài sản ngắn hạn	21,403	26,435	30,596	31,819	35,951
TSCĐ hữu hình	256	248	251	250	245
TSCĐ vô hình	0.15	0.06	0.06	0.06	0.06
Bất động sản đầu tư	394	191	218	353	357
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	235	1,483	2,021	2,052	2,263
Tài sản dài hạn khác	1,497	2,247	2,247	2,247	2,247
Tổng tài sản dài hạn	2,383	4,170	4,737	4,902	5,111
Tổng cộng tài sản	23,786	30,605	35,333	36,721	41,062
Nợ ngắn hạn	1,547	1,435	3,094	1,614	534
Phả trả người bán	155	152	279	285	357
Nợ ngắn hạn khác	3,911	4,401	4,401	4,401	4,401
Tổng nợ ngắn hạn	6,962	6,652	9,328	7,752	6,575
Nợ dài hạn	4,218	5,642	3,457	2,160	1,847
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	777	934	934	934	934
Nợ dài hạn khác	1,176	1,204	1,258	1,315	1,375
Tổng nợ dài hạn	6,171	7,781	5,650	4,410	4,156
Tổng nợ phải trả	13,133	14,432	14,978	12,162	10,731
Vốn chủ sở hữu	9,700	13,892	17,920	21,934	27,391
Lợi ích cổ đông thiểu số	953	2,280	2,435	2,626	2,939
Tổng vốn chủ sở hữu	10,653	16,173	20,355	24,559	30,330
Tổng nợ phải trả và VCSH	23,786	30,605	35,333	36,721	41,062
BVPS (đ)	20,650	24,383	31,127	38,098	47,579
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,715	4,515	3,446	1,114	(2,999)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	366	1,845	4,809	5,603	7,149
Khấu hao	(89.0)	(75.7)	(45.0)	(61.3)	(66.7)
Lãi vay thuần	(13.4)	(32.0)	(54.4)	(35.0)	(11.5)
Thuế TNDN đã nộp	(133)	(410)	(954)	(1,051)	(1,443)
Thay đổi vốn lưu động	(2,988)	(1,923)	(2,546)	(1,706)	(1,450)
Khác	(234)	(486)	(520)	(345)	(134)
LCT thuần từ HKKD	(2,913)	(929)	780	2,528	4,177
Đầu tư TS dài hạn	(213)	(211)	(75.0)	(195)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(880)	(4,105)	0	0	0
Thanh lý	578	1,488	0	0	0
Khác	35.2	(720)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(480)	(3,549)	(75.0)	(195)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	(62.1)	(18.8)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	4,583	364	0	0
Tăng/giảm nợ	3,853	1,426	(526)	(2,777)	(1,393)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	3,791	5,991	(162)	(2,777)	(1,393)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	652	1,050	2,562	3,105	2,661
LCT thuần trong kỳ	398	1,512	543	(445)	2,719
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,050	2,562	3,105	2,661	5,380
Dòng tiền tự do	(3,126)	(1,141)	705	2,333	4,112

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	32.0	57.2	63.2	65.8	66.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	21.0	44.3	52.5	55.7	53.7
Tỷ suất LNT (%)	10.4	18.2	39.9	39.7	41.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.4	30.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(33.0)	100	113	10.2	28.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(71.5)	322	152	17.0	24.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.9)	248	370	9.84	31.8
Tăng trưởng EPS (%)	(75.6)	232	302	9.36	36.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(75.9)	231	305	9.65	31.8
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.34	6.64	23.0	20.1	22.1
ROACE (%)	2.51	9.05	19.3	20.4	22.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.16	0.28	0.28	0.34
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(7.96)	(0.50)	0.16	0.45	0.58
Số ngày tồn kho	2,880	2,270	1,284	1,391	1,073
Số ngày phải thu	1,657	2,010	1,439	1,450	1,319
Số ngày phải trả	38.8	30.1	30.1	30.1	30.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	57.8	36.2	27.1	11.0	(6.81)
Nợ/tài sản (%)	28.0	24.8	22.5	13.8	8.56
EBIT/lãi vay (lần)	27.4	57.6	88.4	160	619
Nợ/EBITDA (lần)	14.6	3.95	1.64	0.90	0.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.07	3.97	3.28	4.10	5.47
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.7	6.83	3.12	2.60	1.70
EV/EBITDA ĐC (lần)	55.9	15.4	5.95	4.67	3.17
P/E (lần)	91.7	27.6	6.86	6.28	4.61
P/E ĐC (lần)	92.8	28.1	6.94	6.33	4.80
P/B (lần)	2.12	1.79	1.41	1.15	0.92
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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

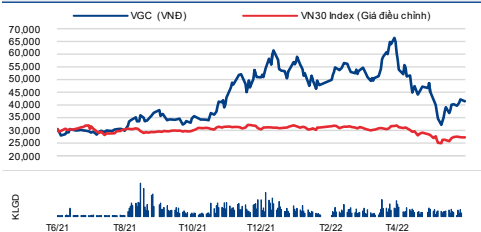
Mua vào (từ *Nắm giữ*)

Giá mục tiêu: VNĐ66,000 (từ VNĐ49,300)
 Tiềm năng tăng/giảm: 59.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/6/2022)	41,450
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,000-66,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,584
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	802
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	21.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.68%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.30)	(22.5)	33.9
So với chỉ số	(5.11)	(10.9)	52.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	4,303	2,784	54.6
2023F	3,656	3,318	10.2
2024F	4,618	3,960	16.6

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Bùi Mạnh Khang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Định giá hấp dẫn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- Giá cổ phiếu của VGC đã giảm mạnh 22,5% trong 3 tháng gần đây. Hiện cổ phiếu của VGC đang giao dịch chiết khấu 37% so với RNAV, so với mức bình quân trong quá khứ là 1% cao hơn so với RNAV; cổ phiếu hiện đang rất hấp dẫn. HSC nâng khuyến nghị đối với VGC từ *Nắm giữ* lên *Mua vào*.
- HSC lần lượt nâng 52%, 10% và 16% dự báo lợi nhuận năm 2022, 2023 và 2024 chủ yếu do chúng tôi nâng dự báo sản phẩm BĐS được bàn giao và công suất gạch ốp lát được mở rộng.
- Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023, HSC nâng 34% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 66.000đ (tiềm năng tăng giá: 59%).

Sự kiện: Đánh giá lại khuyến nghị sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh

HSC nâng dự báo, giá mục tiêu và khuyến nghị sau khi giá cổ phiếu của VGC giảm mạnh gần đây và KQKD trong Q1/2022 của Công ty vượt 21% so với dự báo.

Tác động: Nâng đáng kể dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2024

Chúng tôi lần lượt nâng 52,1%, 10,2% và 16,1% dự báo lợi nhuận năm 2022, 2023 và 2024 lên lần lượt 1.928 tỷ đồng (tăng trưởng 57,6%), 1.639 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ) và 2.062 tỷ đồng (tăng trưởng 25,8%), sau khi nâng dự báo doanh thu cho thuê KCN, doanh thu BĐS nhà ở và bao gồm Eurotile giúp mở rộng công suất và tăng doanh thu của mảng vật liệu xây dựng – nhà máy sản xuất gạch ốp lát với công suất 9 triệu m2/năm - vào mô hình dự báo,.

EPS dự phóng 2022, 2023 và 2024 của HSC cao hơn lần lượt 54,6%, 10,2% và 16,6% so với dự báo của thị trường, chủ yếu do chênh lệch về dự báo doanh thu cho thuê KCN.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng 34% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 66.000đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận (do chúng tôi bao gồm nhà máy Eurotile mới vào mô hình dự báo) và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 59% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VGC từ *Nắm giữ* lên *Mua vào*.

Giá cổ phiếu của VGC đã giảm 22,5% trong vòng 3 tháng qua và có hiệu suất thấp hơn 10,9% so với thị trường. Hiện cổ phiếu của VGC đang giao dịch chiết khấu 37% so với RNAV, so với mức bình quân trong 3 năm gần đây là 1% cao hơn so với RNAV; cổ phiếu hiện đang rất hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,214	3,559	5,054 ▲	4,957	5,617 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	601	1,224	1,929 ▲	1,639 ▲	2,070 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,340	2,729	4,303 ▲	3,656 ▲	4,618 ▲
DPS (đồng)	1,100	1,100	1,500 ▲	1,500 ▲	1,500 ▲
BVPS (đồng)	14,351	15,828	18,631 ▲	20,787 ▲	23,905 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.37	5.36	3.93	3.30	2.84
P/E ĐC (lần)	30.9	15.2	9.63	11.3	8.98
Lợi suất cổ tức (%)	2.65	2.65	3.62	3.62	3.62
P/B (lần)	2.89	2.62	2.22	1.99	1.73
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.79)	104	57.7	(15.0)	26.3
ROAE (%)	9.37	18.1	25.0	18.6	20.7

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

Triển vọng cải thiện, định giá hấp dẫn

Theo HSC, VGC có thể đẩy nhanh tốc độ bàn giao diện tích KCN tại Bắc Ninh với giá cho thuê cao trong năm 2022. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng mảng vật liệu xây dựng sẽ được cải thiện sau khi nhà máy Eurotile mới đi vào hoạt động. Nhìn chung, chúng tôi lần lượt nâng 52%, 10% và 16% dự báo lợi nhuận năm 2022, 2023 và 2024 và nâng 34% giá mục tiêu lên 66.000đ. Do mức chiết khấu của cổ phiếu VGC so với RNAV thấp hơn nhiều so với mức bình quân, HSC nâng khuyến nghị đối với VGC từ Nắm giữ lên Mua vào.

Doanh thu cho thuê KCN ổn định & công suất sản xuất được mở rộng là động lực thúc đẩy tăng trưởng

KQKD mảng BĐS được kỳ vọng tích cực

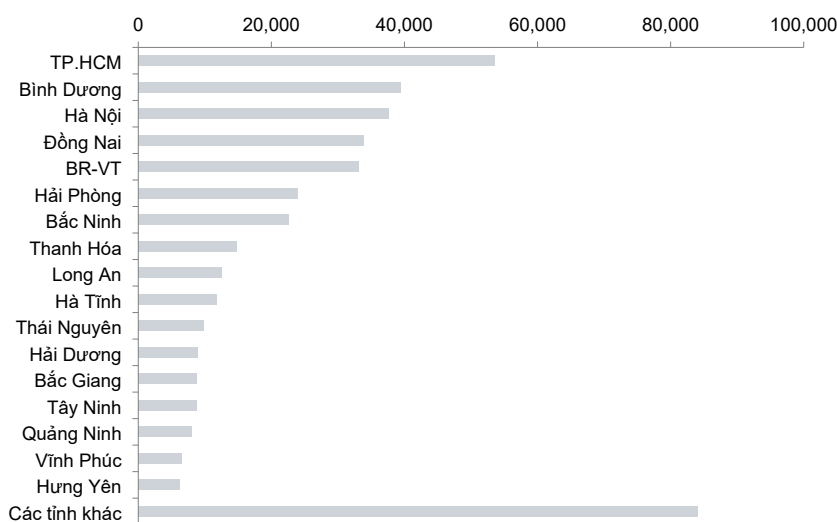
Chúng tôi hiện dự báo doanh thu mảng BĐS, bao gồm doanh thu cho thuê & dịch vụ KCN và doanh thu BĐS nhà ở, sẽ tăng trưởng 28% (so với giảm 14% so với cùng kỳ theo dự báo trước đó) đạt 4.911 tỷ đồng trong năm 2022. HSC dự báo doanh thu sẽ giảm 22% so với cùng kỳ xuống 3.825 tỷ đồng trong năm 2023 trước khi tăng trưởng trở lại 16% đạt 4.436 tỷ đồng trong năm 2024.

HSC dự báo VGC có thể bàn giao 183ha đất công nghiệp trong năm 2022 (tăng 10ha so với dự báo trước đó). Đáng chú ý, chúng tôi dự báo 65ha (tăng 20ha) sẽ được bàn giao tại KCN Yên Phong 2 và Yên Phong 2C (Bắc Ninh) trong khi giảm 10ha dự báo diện tích bàn giao tại các KCN khác. Đây là 2 KCN có giá cho thuê cao nhất trong danh mục dự án của VGC, ước tính khoảng 120 USD/m² trong khi giá cho thuê tại các KCN khác chỉ ở mức dưới 100 USD/m². Do đó, sự điều chỉnh này sẽ thúc đẩy doanh thu mảng BĐS KCN tăng trưởng 28% trong năm 2022.

HSC nâng dự báo diện tích KCN cho thuê tại Bắc Ninh nhằm phản ánh nhu cầu mạnh mẽ đối với đất công nghiệp trong tỉnh, thể hiện qua dòng vốn FDI trong vài năm gần đây. Bắc Ninh hiện xếp thứ 7 trong số các tỉnh thu hút nhiều FDI nhất của Việt Nam, với 22,6 tỷ USD FDI đăng ký lũy kế dự kiến được giải ngân trong tương lai – chiếm 5,3% FDI đăng ký của Việt Nam.

Biểu đồ 16: Vốn FDI cam kết (triệu USD) theo tỉnh, lũy kế 4 tháng đầu năm 2022

Bắc Ninh đứng thứ 7 về vốn FDI cam kết



Nguồn: Bộ Tài nguyên và Môi trường

Chúng tôi dự báo diện tích KCN cho thuê sẽ không tiếp tục giữ mức cao như hiện nay trong 2 năm tới do VGC được kỳ vọng sẽ không còn diện tích cho thuê tại KCN Đồng Văn 4 (Hà Nam) và KCN Đông Mai (Quảng Ninh) và còn lại ít diện tích cho thuê hơn tại KCN Yên Phong 2 (Bắc Ninh); chúng tôi dự báo diện tích KCN cho thuê trong năm 2023 và 2024 lần lượt chỉ là 130ha và 159ha. Do đó, HSC dự báo doanh thu cho thuê

KCN trong năm 2023 giảm 24% so với cùng kỳ xuống 2.969 tỷ đồng trước khi tăng trưởng 26% đạt 3.751 tỷ đồng trong năm 2024, không chênh lệch nhiều so với dự báo doanh thu trước đó (dưới 10%). Điều này cũng phản ánh giá cho thuê được kỳ vọng sẽ tăng bình quân 7-10% mỗi năm trong trung hạn cũng như doanh thu từ KCN mới Thuận Thành (Bắc Ninh) được khởi công từ năm 2023.

Bảng 17: KCN cho thuê, VGC

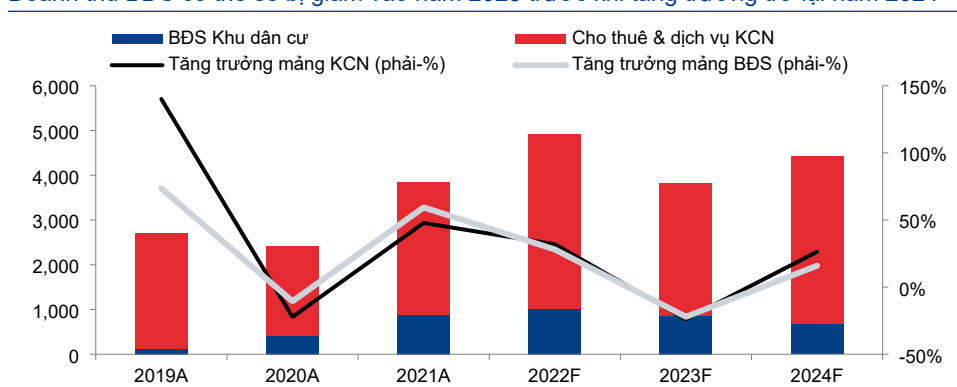
Yên Phong 2 và Yên Phong 2C có giá cho thuê ~ USD120/m², trong khi những địa phương khác giá cho thuê dưới 100 USD/m²

KCN	Vị trí	Diện tích thương phẩm (ha)
Yên Phong 2	Bắc Ninh	213
Phú Hà	Phú Thọ	258
Đồng Văn 4	Hà Nam	228
Tiền Hải	Thái Bình	170
Đông Mai	Quảng Ninh	112
Hải Yên	Quảng Ninh	120
Phong Điền	Thừa Thiên Huế	208
Yên Mỹ	Hưng Yên	204
Yên Phong 2C	Bắc Ninh	141
Thuận Thành	Bắc Ninh	177

Nguồn: HSC

Biểu đồ 18: Cơ cấu doanh thu BĐS, VGC (tỷ đồng)

Doanh thu BĐS có thể sẽ bị giảm vào năm 2023 trước khi tăng trưởng trở lại năm 2024



Nguồn: HSC

Ngoài ra, chúng tôi dự báo doanh thu BĐS nhà ở sẽ tăng trưởng 15% đạt 1.007 tỷ đồng trong năm 2022 do chúng tôi kỳ vọng VGC sẽ đẩy mạnh bán giao BĐS nhà ở trong năm nay, đặc biệt là căn hộ tại KDC Đặng Xá 2 và Đồng Tiến. Tuy nhiên, doanh thu mảng này có thể sẽ giảm trong các năm tới, cụ thể giảm 15% so với cùng kỳ xuống 856 tỷ đồng trong năm 2023 và giảm 20% so với cùng kỳ xuống 685 tỷ đồng trong năm 2024, do các sản phẩm BĐS nhà ở còn lại trong các năm sau chủ yếu là nhà ở xã hội với giá bán thấp.

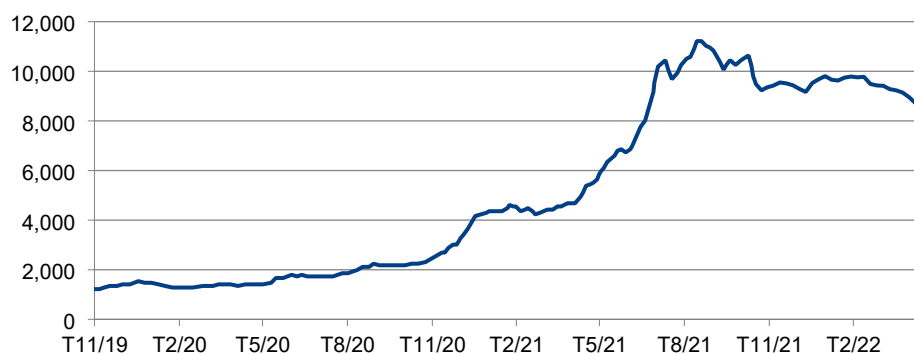
Mở rộng công suất sản xuất mảng vật liệu xây dựng

HSC dự báo doanh thu mảng vật liệu xây dựng sẽ tăng trưởng lần lượt 36,6%, 14,6% và 7,5% đạt lần lượt 9.531 tỷ đồng, 10.919 tỷ đồng và 11.734 tỷ đồng trong năm 2022, 2023 và 2024.

Tăng trưởng được thúc đẩy một phần nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS hậu COVID-19, mặc dù tốc độ hồi phục còn hạn chế do dòng tín dụng vào ngành BĐS gần đây bị siết (được dự báo sẽ hạ nhiệt hoạt động thi công trong một thời gian). Một yếu tố bên ngoài thúc đẩy tăng trưởng khác là chi phí vận chuyển cao do tình trạng thiếu hụt container trên thế giới đã gây cản trở lên hoạt động nhập khẩu kính xây dựng giá rẻ từ Malaysia - điều này có khả năng sẽ tiếp tục duy trì trong cả năm 2022.

Biểu đồ 19: Chỉ số chi phí vận tải container (USD)

Chi phí vận chuyển duy trì ở mức cao, dẫn tới một số biện pháp bảo vệ quyền lợi cho các nhà sản xuất kính xây dựng trong nước so với các nhà nhập khẩu giá rẻ



Nguồn: Freightos Baltic Index

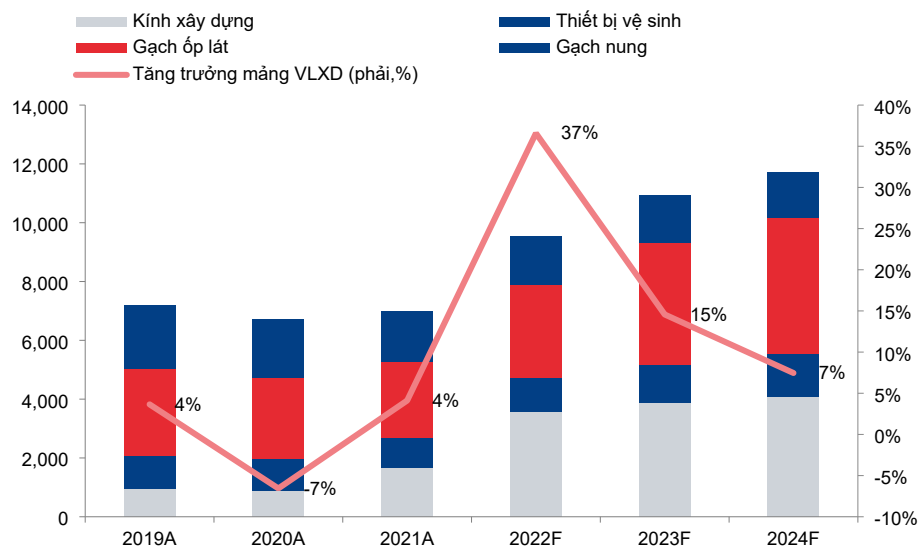
Động lực thúc đẩy tăng trưởng từ bên trong bao gồm công suất sản xuất kính xây dựng và gạch ốp lát được mở rộng. VGC đã mua Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG; Tư nhân) trong Q4/2021 sau khi tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần từ 35% lên 65%. PFG sở hữu Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (tổng công suất là 600 tấn/ngày) ở tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, là nhà máy đầu tiên sản xuất sản phẩm này tại Việt Nam và bắt đầu hoạt động từ nửa sau năm 2021. Hoạt động trong cả năm và hợp nhất nhà máy này trong năm 2022 sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận năm nay.

VGC đang chuẩn bị cho giai đoạn 2 của nhà máy với công suất 900 tấn/ngày. Công ty dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ của PFG lên 1.886 tỷ đồng cho giai đoạn này. Do nguồn vốn dự kiến được huy động từ tập đoàn China Triumph International Engineering (CTIEC) – doanh nghiệp nắm giữ 35% cổ phần còn lại của PFG, tỷ lệ sở hữu của VGC tại PFG sẽ giảm 10% xuống 55% sau sự kiện này. HSC cần thêm thông tin và thời gian triển khai cụ thể trước khi bao gồm nhà máy mới này vào mô hình dự báo và định giá.

Công suất sản xuất gạch ốp lát cũng được mở rộng sau khi VGC mua lại nhà máy Eurotile (công suất 9 triệu m²/năm). VGC đang nhập khẩu dây chuyền công nghệ CONTINUA+ sản xuất gạch porcelain cho nhà máy này – đây là công nghệ sản xuất gạch ốp lát hiệu quả nhất, năng suất cao nhất trên thế giới. HSC kỳ vọng sản phẩm sứ mới sẽ được triển khai trong nửa sau năm 2022 và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của mảng gạch ốp lát và vật liệu xây dựng trong tương lai.

Biểu đồ 20: Cơ cấu doanh thu nguyên vật liệu xây dựng (tỷ đồng), VGC

Kính xây dựng và gạch ốp lát được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng



Nguồn: HSC

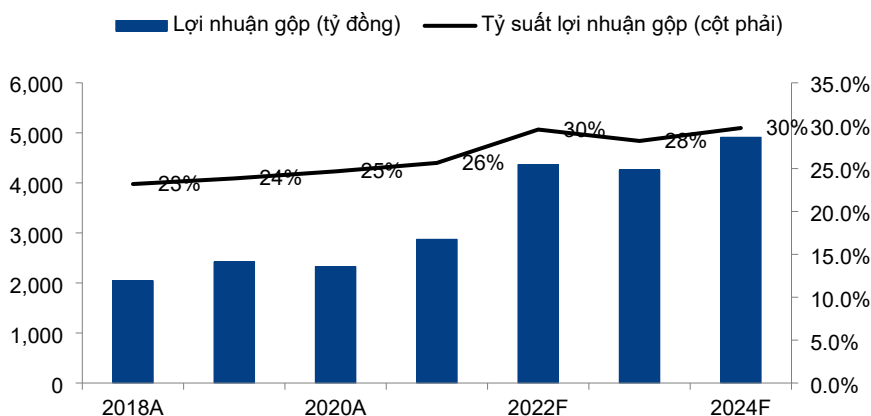
Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện, nhưng vẫn chịu áp lực trong dài hạn

Tỷ suất lợi nhuận gộp của VGC được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể lên 29,5% trong năm 2022 (từ 25,7% trong năm 2021) nhờ (1) giá cho thuê tại KCN tăng, (2) sản phẩm kính xây dựng có giá trị cao hơn được sản xuất ở nhà máy Phú Mỹ, và (3) doanh thu từ BĐS nhà ở có giá trị cao hơn (biệt thự, căn hộ,...) bên cạnh nhà ở xã hội.

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận trong các năm tiếp theo sẽ chịu áp lực do (1) cạnh tranh gia tăng trong mảng sản phẩm kính xây dựng do chi phí vận chuyển giảm, (2) chi phí sản xuất và thi công tăng do lạm phát, và (3) thiếu hụt doanh thu từ BĐS nhà ở có giá trị cao hơn trong các năm sau. Đối với 2 khó khăn đầu tiên, HSC cho rằng VGC có thể chuyển chi phí sang cho khách hàng, nhờ đó dần hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp không bị thu hẹp. Tuy nhiên, theo HSC, tỷ suất lợi nhuận sẽ đi ngang so với năm 2022 trong trung hạn thay vì tiếp tục tăng.

Biểu đồ 21: Tỷ suất lợi nhuận gộp, VGC

Tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ tăng trong giai đoạn 2022-2024



Nguồn: HSC

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024, VGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2024 sẽ tăng trưởng với hệ số CAGR là 19%

Tỷ đồng	2022F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2023F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	14,772	21.9%	32.0%	15,090	18.3%	2.2%	16,522	22.2%	9.5%
Mảng BĐS	4,911	49.2%	28.1%	3,825	12.7%	-22.1%	4,436	15.7%	16.0%
Mảng vật liệu xây dựng	9,531	12.2%	36.6%	10,919	21.1%	14.6%	11,734	25.7%	7.5%
Khác	330	0.0%	-13.6%	346	0.0%	4.8%	353	0.0%	2.0%
Lợi nhuận gộp	4,365	25.8%	52.0%	4,259	10.0%	-2.4%	4,912	14.4%	15.3%
Lợi nhuận thuần	1,928	52.1%	57.6%	1,639	10.2%	-15.0%	2,062	16.1%	25.8%

Nguồn: HSC

Nâng đáng kế dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2024

Chúng tôi lần lượt nâng 21,9%, 18,3% và 22,2% dự báo doanh thu năm 2022, 2023 và 2024 lên lần lượt 14.772 tỷ đồng (tăng trưởng 32%), 15.090 tỷ đồng (tăng trưởng 2,2%) và 16.522 tỷ đồng (tăng trưởng 9,5%), sau khi nâng dự báo doanh thu cho thuê KCN, doanh thu BĐS nhà ở và bao gồm nhà máy Eurotile mới vào mô hình dự báo, như đã thảo luận phía trên.

Theo đó, HSC cũng lần lượt nâng 25,8%, 10% và 14,4% dự báo lợi nhuận gộp năm 2022, 2023 và 2024 lên lần lượt 4.365 tỷ đồng (tăng trưởng 52%), 4.259 tỷ đồng (giảm 2,4% so với cùng kỳ) và 4.912 tỷ đồng (tăng trưởng 15,3%). Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp năm nay sẽ tăng trưởng mạnh nhờ doanh thu mảng cho thuê KCN ổn định và công suất sản xuất vật liệu xây dựng được mở rộng, trong khi lợi nhuận gộp năm 2023 được dự báo sẽ giảm do mức nền cao, trước khi tăng trưởng trở lại 15,3% trong năm 2024.

Đối với lợi nhuận thuần, chúng tôi lần lượt nâng 52,1%, 10,2% và 16,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022, 2023 và 2024 lên lần lượt 1.928 tỷ đồng (tăng trưởng 57,6%), 1.639 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ) và 2.062 tỷ đồng (tăng trưởng 25,8%). Chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2024 đạt 19%.

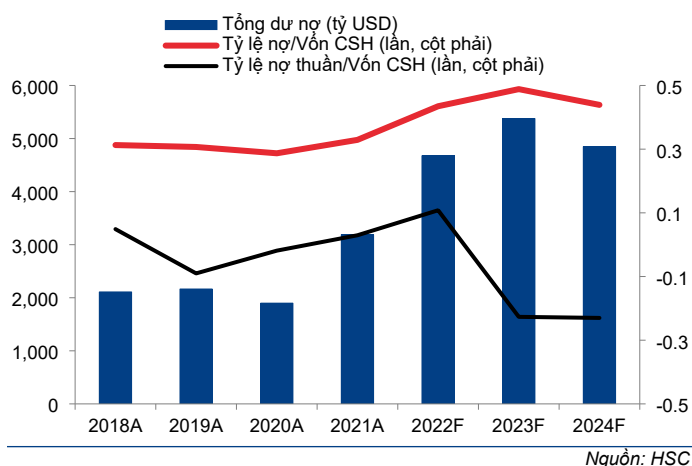
Bảng CĐKT và dòng tiền

Mặc dù tổng dư nợ của VGC được dự báo sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2022-2024, với tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức trên 0,4 lần, HSC dự báo Công ty sẽ có vị thế tiền mặt thuần kể từ năm 2023 nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng – triển vọng dòng tiền rất tích cực.

Do đó, HSC kỳ vọng VGC có thể chi trả cổ tức 1.500đ/cp mỗi năm trong 3 năm tới, tương đương với lợi suất cổ tức là 3,6% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 35% trong năm 2022.

Biểu đồ 23: Dự báo tình hình tài chính, VGC

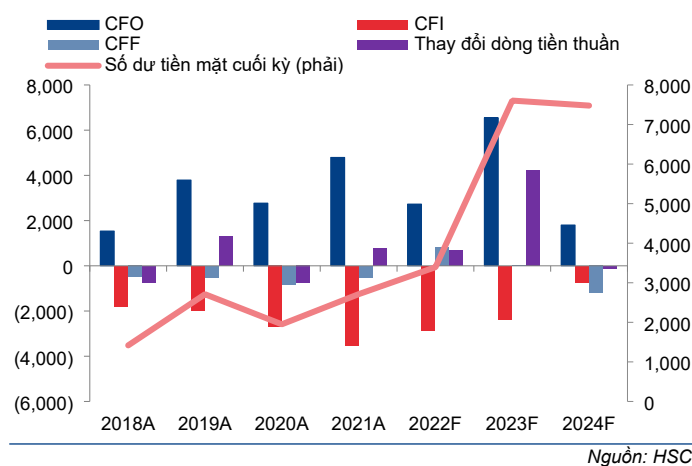
Tỷ lệ đòn bẩy lành mạnh



Nguồn: HSC

Biểu đồ 24: Dự báo dòng tiền, VGC

Dòng tiền có triển vọng tích cực



Nguồn: HSC

Nâng giá mục tiêu lên 66.000đ; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC áp dụng phương pháp SoTP để định giá VGC. Chúng tôi nâng 34% giá mục tiêu lên 66.000đ (tiềm năng tăng giá: 59%) sau khi nâng đáng kể dự báo lợi nhuận (bao gồm nhà máy Eurotile mới vào mô hình dự báo) và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VGC từ Nắm giữ lên Mua vào.

Thông tin chi tiết và các giả định định giá của HSC như sau:

- Chúng tôi xác định RNAV của VGC vào thời điểm cuối năm 2022 và 2023 và trung bình theo thời gian để tính toán RNAV giữa năm 2023.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ KCN ViMariel (tại Cuba) được áp dụng giá trị sổ sách.
- HSC cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng vật liệu xây dựng. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% (không đổi) cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu là BĐS nhà ở và đầu tư dài hạn, được áp dụng giá trị sổ sách.
- Giả định chi phí vốn bình quân WACC là 10,9% với lãi suất phi rủi ro là 3,5%; chi phí nợ là 9,5% và chi phí vốn CSH là 12,5%. HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với thay đổi trong giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng này (Bảng 12)..

Bảng 25: Định giá, VGC

The time weighted average RNAV is VND66,000

(tỷ đồng)	Phương pháp	Lợi ích của VGC	2022 NPV	2023 NPV
KCN	DCF	60% to 100%	14,071	15,117
Vật liệu xây dựng	DCF	50% to 100%	12,410	12,529
(+) Tài sản khác	BV		2,120	2,311
(-) Nợ thuần / (+) Tiền thuần			(379)	3,131
(-) lợi ích cổ đông thiểu số			(999)	(1,167)
Giá trị vốn CSH			27,222	31,921
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			448,350,000	448,350,000
Giá trị/mỗi CP	Đồng/cp		60,700	71,200

Nguồn: HSC

Bảng 26: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

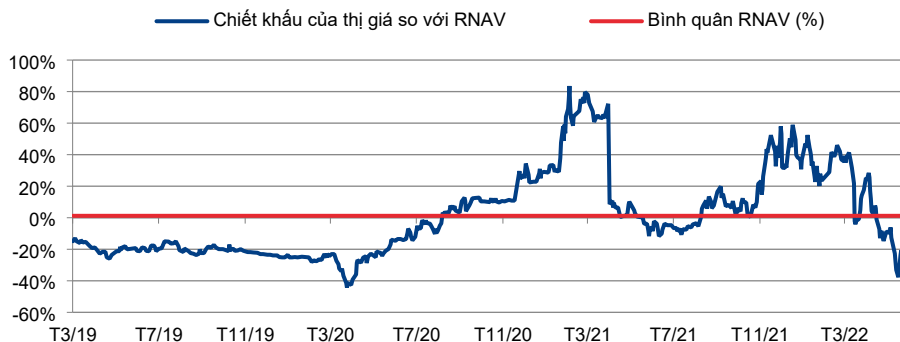
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn đối với mảng VLXD					
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
Lãi suất phi rủi ro	2.5%	67,100	68,400	69,900	71,600	73,500
	3.0%	65,100	66,300	67,600	69,100	70,800
	3.5%	63,700	64,800	66,000	67,300	68,900
	4.0%	62,400	63,400	64,500	65,700	67,200
	4.5%	60,700	61,600	62,600	63,700	65,000

Nguồn: HSC

Biểu đồ 27: Chiết khấu giá trị lịch sử của RNAV, VGC

VGC hiện giao dịch ở mức chiết khấu RNAV là 37%, cao hơn giá trị bình quân quá khứ là 1%



Nguồn: HSC

Giá cổ phiếu của VGC đã giảm 22,5% trong 3 tháng qua và có hiệu suất thấp hơn 10,9% so với thị trường. Theo HSC, nguyên nhân là do thị trường phản ứng quá đà trước các thông tin điều tra tiêu cực và dòng tín dụng vào ngành BĐS bị thu hẹp. Cổ phiếu của VGC hiện đang giao dịch chiết khấu 37% so với RNAV, so với mức bình quân trong 3 năm gần đây là 1% cao hơn so với RNAV; cổ phiếu của VGC có định giá hấp dẫn.

Rủi ro không đạt dự báo/tiềm năng vượt dự báo

Rủi ro vượt dự báo khi nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 đi vào hoạt động: Phát triển nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 sẽ giúp mở rộng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Do đó, việc nhà máy đi vào hoạt động sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi.

Rủi ro không đạt dự báo do giá container: Giá container vẫn ở mức cao mặc dù đã giảm trong thời gian gần đây. Điều này sẽ hỗ trợ mảng vật liệu xây dựng và được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong cả năm 2022. Tuy nhiên, nếu giá container giảm đột ngột, đây sẽ là rủi ro khiến KQKD thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	9,433	11,194	14,772	15,090	16,522
Lợi nhuận gộp	2,328	2,873	4,360	4,250	4,897
Chi phí BH&QL	(1,362)	(1,420)	(1,669)	(1,804)	(1,939)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	966	1,452	2,691	2,445	2,959
Lãi vay thuần	(112)	(136)	(295)	(402)	(336)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	4.27	123	174	191	211
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(17.6)	102	(52.4)	(52.4)	(52.4)
LNTT	841	1,541	2,518	2,183	2,781
Chi phí thuế TNDN	(173)	(262)	(469)	(398)	(514)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(66.6)	(55.4)	(120)	(145)	(197)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	601	1,224	1,929	1,639	2,070
Lợi nhuận thuần ĐC	601	1,224	1,929	1,639	2,070
EBITDA ĐC	2,214	3,559	5,054	4,957	5,617
EPS (đồng)	1,340	2,729	4,303	3,656	4,618
EPS ĐC (đồng)	1,340	2,729	4,303	3,656	4,618
DPS (đồng)	1,100	1,100	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	1,950	2,711	3,394	7,605	7,478
Đầu tư ngắn hạn	80.9	231	231	231	231
Phải thu khách hàng	1,012	886	1,854	864	2,179
Hàng tồn kho	3,415	3,657	5,685	3,798	6,522
Các tài sản ngắn hạn khác	358	456	456	456	456
Tổng tài sản ngắn hạn	6,816	7,941	11,619	12,952	16,866
TSCĐ hữu hình	3,627	5,125	5,573	6,376	6,865
TSCĐ vô hình	172	164	166	168	169
Bất động sản đầu tư	2,148	1,961	2,266	1,951	1,933
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	812	610	784	975	1,186
Tài sản dài hạn khác	4,394	6,187	5,932	5,298	2,896
Tổng tài sản dài hạn	11,161	14,056	14,730	14,776	13,058
Tổng cộng tài sản	17,977	21,997	26,349	27,729	29,924
Nợ ngắn hạn	1,496	1,447	1,836	1,965	1,899
Phả trả người bán	1,090	1,304	1,855	1,347	2,133
Nợ ngắn hạn khác	1,684	2,159	2,159	2,159	2,159
Tổng nợ ngắn hạn	7,269	8,551	10,489	10,245	11,369
Nợ dài hạn	402	1,742	2,840	3,412	2,949
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	61.1	118	118	118	118
Nợ dài hạn khác	2,961	3,002	2,942	2,881	2,821
Tổng nợ dài hạn	3,424	4,863	5,900	6,412	5,888
Tổng nợ phải trả	10,879	13,640	16,615	16,883	17,484
Vốn chủ sở hữu	6,434	7,096	8,353	9,320	10,718
Lợi ích cổ đông thiểu số	664	1,260	1,381	1,526	1,723
Tổng vốn chủ sở hữu	7,098	8,357	9,734	10,846	12,440
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,977	21,997	26,349	27,729	29,924
BVPS (đ)	14,351	15,828	18,631	20,787	23,905
Nợ thuần/(tiền mặt)	(52.4)	478	1,282	(2,228)	(2,631)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	966	1,452	2,691	2,445	2,959
Khấu hao	(1,249)	(2,107)	(2,363)	(2,512)	(2,658)
Lãi vay thuần	(112)	(136)	(295)	(402)	(336)
Thuế TNDN đã nộp	(173)	(262)	(469)	(398)	(514)
Thay đổi vốn lưu động	868	1,573	(1,508)	2,445	(2,910)
Khác	(24.4)	61.6	(52.4)	(52.4)	(52.4)
LCT thuần từ HKKD	2,773	4,795	2,731	6,549	1,805
Đầu tư TS dài hạn	(2,778)	(3,386)	(2,863)	(2,366)	(729)
Góp vốn & đầu tư	(47.2)	(254)	0	0	0
Thanh lý	60.3	96.7	0	0	0
Khác	54.9	20.6	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,710)	(3,523)	(2,863)	(2,366)	(729)
Cổ tức trả cho CSH	(559)	(548)	(673)	(673)	(673)
Thu từ phát hành CP	2.05	149	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(192)	(51.7)	1,487	701	(530)
Khác	(71.2)	(58.9)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(820)	(509)	815	28.3	(1,202)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2,710	1,950	2,711	3,394	7,605
LCT thuần trong kỳ	(756)	762	682	4,211	(127)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(3.58)	(1.35)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,950	2,711	3,394	7,605	7,478
Dòng tiền tự do	(4.57)	1,409	(132)	4,183	1,076

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	24.7	25.7	29.5	28.2	29.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.5	31.8	34.2	32.8	34.0
Tỷ suất LNT (%)	6.37	10.9	13.1	10.9	12.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	17.0	18.6	18.2	18.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(7.02)	18.7	32.0	2.16	9.49
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	36.1	60.7	42.0	(1.92)	13.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.79)	104	57.7	(15.0)	26.3
Tăng trưởng EPS (%)	(7.79)	104	57.7	(15.0)	26.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.79)	104	57.7	(15.0)	26.3
Tăng trưởng DPS (%)	10.0	0	36.4	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	82.1	40.3	34.9	41.0	32.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.37	18.1	25.0	18.6	20.7
ROACE (%)	7.95	12.0	18.4	14.7	16.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.50	0.56	0.61	0.56	0.57
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.87	3.30	1.01	2.68	0.61
Số ngày tồn kho	175	160	199	128	205
Số ngày phải thu	52.0	38.9	65.0	29.1	68.4
Số ngày phải trả	56.0	57.2	65.0	45.4	67.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	41.8	54.3	67.7	24.4	21.3
Nợ/tài sản (%)	25.8	29.8	34.3	35.6	32.6
EBIT/lãi vay (lần)	8.65	10.7	9.14	6.09	8.82
Nợ/EBITDA (lần)	2.09	1.84	1.79	1.99	1.74
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.94	0.93	1.11	1.26	1.48
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.96	1.70	1.34	1.08	0.97
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.37	5.36	3.93	3.30	2.84
P/E (lần)	30.9	15.2	9.63	11.3	8.98
P/E ĐC (lần)	30.9	15.2	9.63	11.3	8.98
P/B (lần)	2.89	2.62	2.22	1.99	1.73
Lợi suất cổ tức (%)	2.65	2.65	3.62	3.62	3.62

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

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

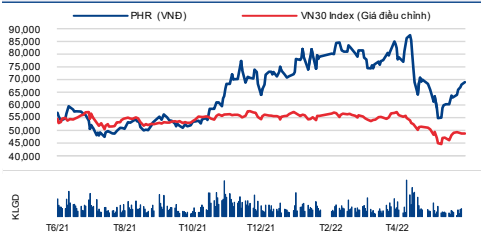
Giá mục tiêu: VNĐ80,400 (từ VNĐ80,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/6/2022)	69,000
Mã Bloomberg	PHR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,450-87,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	68,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,349
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	403
Slg CP lưu hành (tr.đv)	135
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.0%
Tỷ lệ freefloat	20.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Cao su VN (66.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.55	(15.3)	24.5
So với chỉ số	8.18	(2.69)	41.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	6,941	7,170	(3.2)
2023F	6,623	6,125	8.1
2024F	7,340	7,932	(7.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Bùi Mạnh Khang

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

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Lợi thế quỹ đất tại vị trí đắc địa, nâng khuyến nghị lên Mua vào

- Sau khi hạ dự báo và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023, HSC giảm nhẹ 0,4% giá mục tiêu theo phương pháp SOTP xuống 80.400đ. Tuy nhiên, triển vọng ngành vẫn tích cực nên HSC nâng khuyến nghị đối với PHR lên Tăng tỷ trọng.
- HSC hạ hơn 20% dự báo lợi nhuận trong năm 2022 và 2024, đồng thời duy trì dự báo trong năm 2023, chủ yếu do chúng tôi lùi thời điểm hạch toán 25% khoản tiền đền bù tiền đền bù VSIP3 từ năm 2022 sang năm 2023 và lùi thời điểm hoạt động của 2 KCN.
- Sau khi giảm 15,3% trong vòng 3 tháng qua, giá cổ phiếu PHR đang chiết khấu 14,2% so với RNAV; cao hơn so với mức chiết khấu bình quân quá khứ là 9%.

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2022 và 2024

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 20% và 24% dự báo lợi nhuận năm 2022 và 2024, xuống lần lượt 960 tỷ đồng (tăng trưởng 101%) và 1.015 tỷ đồng (tăng trưởng 10,8%). Đồng thời, chúng tôi tăng nhẹ 1,8% dự báo lợi nhuận năm 2023 lên 916 tỷ đồng (giảm 4,6% so với cùng kỳ). Các thay đổi chính trong giả định của chúng tôi bao gồm 25% khoản tiền đền bù dự án VSIP 3 trong năm 2022 sẽ lùi sang năm 2023, và trì hoãn doanh thu từ dự án Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng trong năm 2023-2024 sang năm 2024-2025.

EPS dự phóng 2022 và 2024 của chúng tôi lần lượt thấp hơn 3,2% và 7,5% so với mức bình quân của thị trường, trong khi EPS dự phóng 2023 cao hơn 8,1% so với bình quân dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC áp dụng phương pháp SoTP để định giá PHR. Sau khi hạ dự báo và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023, chúng tôi giảm nhẹ 0,4% giá mục tiêu xuống 80.400đ. Tuy nhiên, nhờ triển vọng ngành vẫn tích cực và PHR sẽ được hưởng lợi, HSC nâng khuyến nghị đối với PHR từ Năm giữ lên Mua vào. Đặc biệt, thị giá PHR đang chiết khấu 14,2% so với RNAV, cao hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 9%.

Giá cổ phiếu PHR giảm 15,3% trong vòng 3 tháng qua, giảm mạnh hơn chỉ số 2,7%, do trì hoãn triển khai KCN Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng, các vụ bất giữ gần đây liên quan đến thao túng thị trường và siết chặt tín dụng trong lĩnh vực BĐS.

Triển vọng của thị trường vẫn rất tích cực, Công ty đang trong giai đoạn chuyển đổi gần 1.300ha đất trồng cao su sang đất KCN. Vị trí của quỹ đất này nằm tại Bình Dương – là tỉnh thu hút đầu tư FDI cao thứ 2 trên cả nước.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	378	482	259 ▼	336 ▼	682 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,082	478	960 ▼	916	1,015 ▼
EPS ĐC (đồng)	8,141	3,423	6,941 ▼	6,623	7,340 ▼
DPS (đồng)	2,500	4,500	4,000	4,000	-
BVPS (đồng)	23,620	22,057	24,998 ▼	27,621 ▼	34,961 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	20.0	37.8	28.7	14.0
P/E ĐC (lần)	8.48	20.2	9.94	10.4	9.40
Lợi suất cổ tức (%)	3.62	6.52	5.80	5.80	-
P/B (lần)	2.92	3.13	2.76	2.50	1.97
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	111	(58.0)	103	(4.59)	10.8
ROAE (%)	37.8	15.4	30.1	25.7	23.9

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

Hưởng lợi từ triển vọng ngành tích cực

PHR kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ triển vọng tích cực trong dài hạn của ngành BĐS KCN. Công ty sở hữu quỹ đất cao su lớn tại Bình Dương và hiện đang chuyển đổi sang đất KCN. Bình Dương có vị trí đắc địa để phát triển các KCN, cùng với dòng vốn FDI dồi dào và cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện. Ngoài ra, Nghị định 35 được kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh quá trình chuyển đổi này. Theo đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào chủ yếu dựa trên định giá rẻ, lưu ý, tiến độ chuyển đổi còn phụ thuộc vào các vấn đề về pháp lý.

Vị thế xứng tầm nhằm khai thác quỹ đất trong dài hạn

PHR đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ triển vọng ngành BĐS KCN trong dài hạn. Công ty sở hữu hơn 10.000 ha đất trồng cao su tại Bình Dương và hiện đang dần chuyển đổi sang đất công nghiệp. PHR hiện đang tập trung đưa dự án KCN Tân Bình mở rộng (tổng diện tích 1.056ha) và KCN Tân Lập 1 (200ha) vào Quy hoạch sử dụng đất tại tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2025.

Một khi hai dự án này được đưa vào Quy hoạch, HSC tin rằng quá trình thành lập chính thức các KCN này sẽ được đẩy nhanh, đặc biệt sau khi Nghị định 35 được ban hành. Bình Dương cũng là điểm đến thu hút đầu tư FDI hấp dẫn thứ 2 trên cả nước, sau TP.HCM. Tỷ trọng FDI đăng ký tích lũy tại Bình Dương tính đến tháng 4/2022 là 9,3%, trong khi tỷ lệ lấp đầy của nguồn cung đất công nghiệp của tỉnh tính đến cuối năm 2021 đạt 87%. Theo đó, cần phải tăng tốc phát triển các KCN trên địa bàn tỉnh và PHR cũng được hưởng lợi từ sự phát triển này.

HSC dự báo KCN Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng sẽ ghi nhận doanh thu lần đầu lần lượt vào năm 2024 và 2025, chậm hơn 1 năm so với dự báo trước đây của chúng tôi.

Bảng 28: Các dự án trung hạn dự kiến đi vào hoạt động, PHR

Các dự án của PHR đều ở Bình Dương

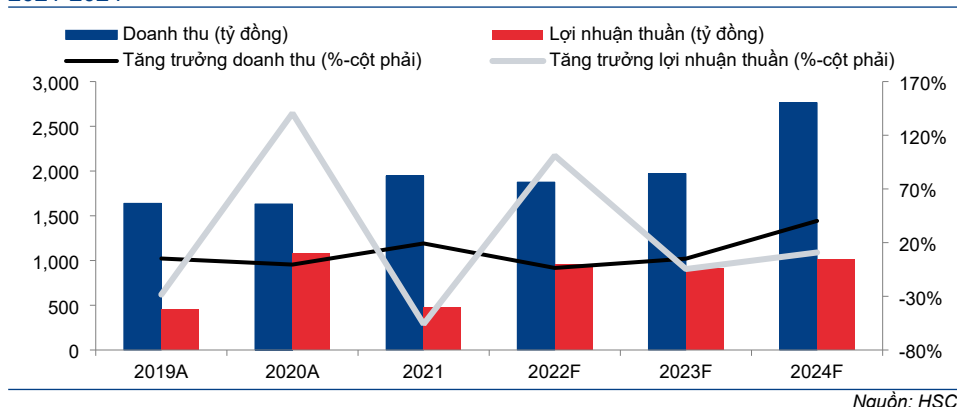
Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cổ thể cho thuê (ha)	Năm dự kiến mở bán	Tiến độ
Công ty con		1,256	879		
Tân Lập 1	100%	200	140	2024	Đang chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương và Văn phòng Thủ tướng Chính phủ
Tân Bình 2	80%	1,056	739	2025	Đang chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương và Văn phòng Thủ tướng Chính phủ
Công ty liên kết		1,346	905		
Nam Tân Uyên 3	33%	346	255	2023	Quy trình pháp lý cần thiết đã được PHR hoàn thành. Đang chờ chính quyền Bình Dương bàn giao đất cho NTC để xây dựng cơ sở hạ tầng
VSIP 3	20%	1,000	650	2023	Hiện đang trong giai đoạn xây dựng

Nguồn: HSC

Trong 3 năm tới, lợi nhuận của PHR được kỳ vọng chủ yếu đến từ tiền đền bù & lợi nhuận nhận được từ KCN VSIP3 (sở hữu 20% - bắt đầu khởi công từ đầu năm nay với nhà thầu là liên doanh VSIP (Tư nhân)) và lợi nhuận ghi nhận từ KCN Tân lập 1 vào năm 2024. Theo đó, HSC dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần của PHR trong giai đoạn 2021-2024 sẽ đạt 29%.

Biểu đồ 29: Triển vọng doanh thu và lợi nhuận, PHR

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 29% trong giai đoạn 2021-2024


Hạ dự báo chủ yếu do thời điểm hạch toán

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 19% và 40% dự báo doanh thu trong năm 2023 và 2024, xuống lần lượt 1.971 tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%) và 2.764 tỷ đồng (tăng trưởng 40,2%), do dời thời gian dự kiến khai thác KCN Tân Bình mở rộng và Tân Lập 1 lại 1 năm. Tuy nhiên, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo doanh thu năm 2022 là 1.876 tỷ đồng (giảm 3,6% so với cùng kỳ).

Dự báo doanh thu năm 2022 giảm so với cùng kỳ do không có nhiều diện tích đất KCN được bàn giao khi KCN Tân Bình gần như đã được lấp đầy.

Do đó, chúng tôi hạ lần lượt 20% và 24% dự báo lợi nhuận trong năm 2022 và 2024, xuống lần lượt 960 tỷ đồng (tăng trưởng 101%) và 1.015 tỷ đồng (tăng trưởng 10,8%), đồng thời tăng nhẹ 1,8% dự báo lợi nhuận trong năm 2023 lên 916 tỷ đồng (giảm 4,6% so với cùng kỳ).

HSC dự báo 691 tỷ đồng trong tổng số 898 tỷ đồng tiền đền bù KCN VSIP 3 sẽ được ghi nhận trong năm nay (trước đó chúng tôi dự báo toàn bộ 898 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm nay), do PHR ghi nhận dựa trên tiến độ bàn giao, cụ thể chúng tôi dự báo 75% quỹ đất sẽ được chuyển đổi trong năm 2022. Phần 207 tỷ đồng còn lại dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2023.

Theo đó, HSC hạ dự báo lợi nhuận và giữ nguyên dự báo doanh thu trong năm 2022. Đồng thời, HSC nâng nhẹ dự báo lợi nhuận trong năm 2023 nhờ khoản tiền đền bù được chuyển sang năm 2023, tuy nhiên chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trong năm 2023 giảm 4,6% so với cùng kỳ do mức nền cao trong năm 2022 nhờ khoản tiền đền bù.

HSC dự báo PHR sẽ chi trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2022 là 4.00đ/cp (so với 4.500đ/cp năm ngoái); tương đương với lợi suất cổ tức là 6,1% và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 56%.

Bảng 30: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024, PHR

Chúng tôi hạ đáng kể dự báo lợi nhuận năm 2022 và 2024

(Tỷ đồng)	Dự báo mới 2022F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2023F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,876	0.4%	-3.6%	1,971	-19.0%	5.1%	2,764	-39.8%	40.2%
Cao su & gỗ	1,817	0.6%	23.2%	1,909	-0.5%	5.1%	2,010	-0.3%	5.3%
Cho thuê KCN	59	-3.2%	-77.1%	61	-88.0%	4.1%	754	-70.7%	1127.1%
Lợi nhuận gộp	349	-13.8%	-32.4%	372	-40.0%	6.5%	716	-53.1%	92.5%
Lợi nhuận thuần	960	-19.7%	101.0%	916	1.8%	-4.6%	1,015	-24.0%	10.8%

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Mua vào dựa trên định giá

HSC sử dụng phương pháp tổng hợp định giá từng phần để định giá PHR. Sau khi hạ dự báo lợi nhuận do hoãn tiến độ 1 năm vận hành KCN Tân Bình mở rộng và Tân Lập 1, và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023, chúng tôi hạ 0,4% giá mục tiêu xuống 80.400đ. HSC nâng khuyến nghị đối với PHR lên Mua vào (từ Nắm giữ).

Cụ thể như sau:

- Chúng tôi xác định RNAV của PHR vào thời điểm cuối năm 2022 và 2023 và trung bình theo thời gian để tính toán RNAV giữa năm 2023
- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá tất cả các KCN. Bên cạnh Tân Bình 1, Tân Bình 2, Tân Lập 1, và VSIP 3, chúng tôi đưa giai đoạn 2 KCN Nam Tân Uyên mở rộng vào khoản đầu tư vào Công ty Nam Tân Uyên (UPCOM: NTC). PHR sở hữu 33% cổ phần NTC, được định giá dựa trên RNAV.
- Định giá thu nhập từ chuyển giao đất bao gồm tiền đền bù từ KCN VSIP3, và phần lợi nhuận từ liên doanh VSIP theo thỏa thuận trước đó – (Mời xem: Chậm triển khai dự án KCN dẫn đến định giá rẻ, HSC, 24/8/2021).
- Tổng giá trị tài sản hoạt động của mảng KCN (bao gồm giá trị của các KCN, khoản đầu tư vào NTC, và thu nhập từ chuyển nhượng đất) chiếm bình quân 78% tổng giá trị tài sản gộp của PHR.
- HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng kinh doanh cao su, bao gồm sản xuất và tiêu thụ cao su và gỗ. Mảng này chiếm bình quân 18% tổng giá trị tài sản hoạt động của PHR.
- Giả định WACC của chúng tôi là 12,4%, với lãi suất phi rủi ro là 3,5%; chi phí vốn CSH là 13% và chi phí nợ là 10%. HSC cũng đã thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với thay đổi trong giả định lãi suất phi rủi ro trong Bảng 5.

Bảng 31: Định giá, PHR

RNAV bình quân gia quyền theo thời gian là 80.400 đồng

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của PHR	2022 NPV	2023 NPV
KCN	DCF	20% to 100%	4,022	4,585
Cao su & gỗ	DCF	100%	1,667	1,556
Chuyển giao BĐS	DCF	100%	1,026	807
Đầu tư khác	BV	100%	387	411
Đầu tư vào NTC	RNAV	33%	1,824	2,090
Tổng giá trị đánh giá lại			8,928	9,449
(+) tiền thuần			1,974	2,155
(-) lợi ích cổ đông thiểu số			(338)	(379)
Giá trị vốn CSH			10,564	11,224
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			135,499,198	135,499,198
Giá trị/mỗi CP	Đồng/cp		78,000	82,800

Nguồn: HSC

Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro giả định, PHR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5%

Risk-free rate	Target price
2.5%	84,100
3.0%	82,000
3.5%	80,400
4.0%	78,800
4.5%	76,900

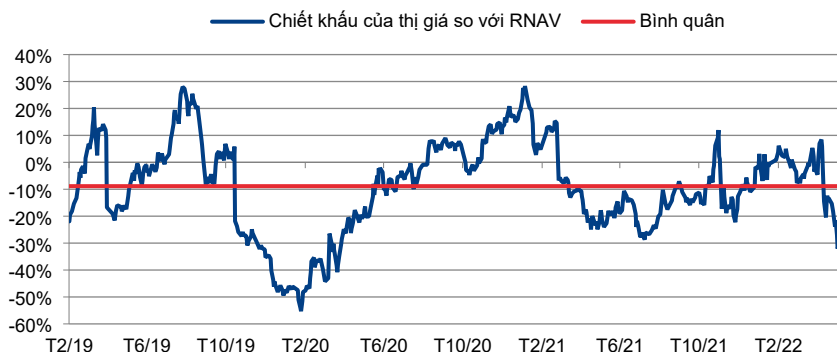
Nguồn: HSC

Thị giá PHR đang chiết khấu 14,2% so với RNAV, cao hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 9%. Ngoài ra, với quỹ đất lớn được kỳ vọng sẽ phát

triển trong trung hạn, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu sẽ tiến sát tới RNAV theo thời gian.

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

PHR hiện giao dịch tại mức chiết khấu RNAV là 14%, so với giá trị chiết khấu bình quân quá khứ là 9%



Nguồn: HSC

Rủi ro

Rủi ro pháp lý: Thời gian phê duyệt KCN Tân Bình mở rộng và Tân Lập 1 có thể kéo dài hơn dự kiến, dẫn đến rủi ro lợi nhuận thấp hơn dự báo của chúng tôi.

Mặt khác, nếu Nghị định 35 tác động mạnh hơn tới thời gian phê duyệt, quỹ đất của PHR sẽ được phát triển mạnh hơn dự báo, bao gồm Hội Nghĩa và Bình Mỹ, dẫn tới rủi ro lợi nhuận vượt dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	1,632	1,945	1,876	1,971	2,764
Lợi nhuận gộp	389	517	349	372	716
Chi phí BH&QL	(113)	(147)	(136)	(91.3)	(97.1)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	275	370	214	281	619
Lãi vay thuần	71.1	96.4	84.9	81.8	67.8
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	37.7	(13.5)	(36.2)	232	246
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	998	145	859	524	337
LNTT	1,382	597	1,121	1,119	1,270
Chi phí thuế TNDN	(257)	(84.1)	(160)	(202)	(254)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(43.1)	(35.9)	(0.83)	(0.84)	(0.84)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,082	478	960	916	1,015
Lợi nhuận thuần ĐC	1,103	464	941	897	994
EBITDA ĐC	378	482	259	336	682
EPS (đồng)	7,985	3,524	7,083	6,758	7,489
EPS ĐC (đồng)	8,141	3,423	6,941	6,623	7,340
DPS (đồng)	2,500	4,500	4,000	4,000	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	428	139	41.4	224	935
Đầu tư ngắn hạn	2,071	1,898	1,898	1,898	1,898
Phải thu khách hàng	241	273	285	296	327
Hàng tồn kho	294	336	442	374	485
Các tài sản ngắn hạn khác	77.3	91.8	91.8	91.8	91.8
Tổng tài sản ngắn hạn	3,111	2,738	2,758	2,884	3,738
TSCĐ hữu hình	1,781	1,743	1,760	1,762	1,752
TSCĐ vô hình	0.29	0.81	0.73	0.64	0.55
Bất động sản đầu tư	175	202	226	249	272
Đầu tư dài hạn	182	161	161	161	161
Đầu tư vào Cty LD,LK	232	215	695	927	1,174
Tài sản dài hạn khác	1,058	967	921	883	1,369
Tổng tài sản dài hạn	3,428	3,289	3,764	3,983	4,728
Tổng cộng tài sản	6,539	6,027	6,523	6,867	8,466
Nợ ngắn hạn	116	176	288	312	312
Phả trả người bán	52.4	50.0	78.3	82.0	86.3
Nợ ngắn hạn khác	848	903	922	941	961
Tổng nợ ngắn hạn	1,137	1,192	1,349	1,398	1,441
Nợ dài hạn	528	242	219	198	798
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	1.65	1.65	1.65	1.65
Nợ dài hạn khác	1,563	1,483	1,444	1,405	1,366
Tổng nợ dài hạn	2,091	1,726	1,665	1,604	2,165
Tổng nợ phải trả	3,228	2,918	3,014	3,002	3,606
Vốn chủ sở hữu	3,201	2,989	3,387	3,743	4,737
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	120	121	122	123
Tổng vốn chủ sở hữu	3,311	3,109	3,509	3,865	4,860
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,539	6,027	6,523	6,867	8,466
BVPS (đ)	23,620	22,057	24,998	27,621	34,961
Nợ thuần*/(tiền mặt)	216	279	466	285	174

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	275	370	214	281	619
Khấu hao	(103)	(113)	(45.9)	(55.4)	(63.7)
Lãi vay thuần	71.1	96.4	84.9	81.8	67.8
Thuế TNDN đã nộp	(257)	(84.1)	(160)	(202)	(254)
Thay đổi vốn lưu động	(172)	(36.1)	(90.8)	63.2	(120)
Khác	763	(204)	565	232	(490)
LCT thuần từ HKKD	784	255	658	510	(114)
Đầu tư TS dài hạn	(89.5)	(115)	(66.0)	(65.6)	(65.2)
Góp vốn & đầu tư	(2,448)	(1,759)	(517)	0	0
Thanh lý	1,644	1,984	103	106	109
Khác	142	204	177	172	181
LCT thuần từ HĐĐT	(751)	315	(303)	212	225
Cổ tức trả cho CSH	(418)	(636)	(542)	(542)	0
Thu từ phát hành CP	16.5	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	127	(222)	89.1	2.56	600
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(275)	(858)	(453)	(539)	600
Tiền & tương đương tiền đầu kì	670	428	139	41.4	224
LCT thuần trong kỳ	(243)	(289)	(97.9)	183	711
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.87	(0.20)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	428	139	41.4	224	935
Dòng tiền tự do	694	140	592	445	(179)

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.8	26.6	18.6	18.9	25.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.2	24.8	13.8	17.0	24.7
Tỷ suất LNT (%)	66.3	24.5	51.2	46.5	36.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.6	14.1	14.3	18.1	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(0.44)	19.2	(3.57)	5.07	40.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	18.1	27.5	(46.2)	29.5	103
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	111	(58.0)	103	(4.59)	10.8
Tăng trưởng EPS (%)	140	(55.9)	101	(4.59)	10.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	111	(58.0)	103	(4.59)	10.8
Tăng trưởng DPS (%)	(16.7)	80.0	(11.1)	0	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.3	128	56.5	59.2	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	37.8	15.4	30.1	25.7	23.9
ROACE (%)	5.50	7.22	4.27	5.27	9.90
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.31	0.30	0.29	0.36
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.85	0.69	3.08	1.82	(0.18)
Số ngày tồn kho	86.3	85.9	106	85.3	86.4
Số ngày phải thu	70.8	69.8	68.1	67.5	58.3
Số ngày phải trả	15.4	12.8	18.7	18.7	15.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	7.50	10.8	15.0	8.81	5.01
Nợ/tài sản (%)	10.2	7.67	8.43	8.07	13.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.77	0.96	2.12	1.65	1.72
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.74	2.30	2.04	2.06	2.59
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.86	4.95	5.23	4.89	3.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	25.3	20.0	37.8	28.7	14.0
P/E (lần)	8.64	19.6	9.74	10.2	9.21
P/E ĐC (lần)	8.48	20.2	9.94	10.4	9.40
P/B (lần)	2.92	3.13	2.76	2.50	1.97
Lợi suất cổ tức (%)	3.62	6.52	5.80	5.80	-

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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