

Báo cáo ngành



Bất động sản Khu công nghiệp

Vẫn còn đó những thách thức

- Chúng tôi nhận thấy các yếu tố tích cực hỗ trợ với ngành BĐS khu công nghiệp đang mờ nhạt, tới từ các thách thức dần xuất hiện trong giai đoạn 2023 - 2024.
- Chúng tôi vẫn ưa thích BCM và PHR tới từ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất cổ tức tiền mặt cao.

Đất KCN: Hai trung tâm khu công nghiệp cho thấy xu hướng trái ngược về nguồn cung mới

Trong năm 2022, tổng diện tích đất KCN tại thị trường miền Nam tăng 9,2% svck lên 41.950ha, trong đó 66,6% là diện tích cho thuê, khoảng 27.950ha (+8,2% svck). Thị trường miền Bắc chứng kiến nguồn cung mới tăng mạnh trong Q4/22, khoảng 590ha diện tích cho thuê (đa phần đến từ khu vực ngoại ô), giúp cho diện tích cho thuê tăng 7,9% svck lên 11.923 ha. Tổng diện tích năm 2022 tăng 8,1% svck đạt 16.915ha, trong khi tỷ lệ lấp đầy giảm 1,0 điểm % sv quy trước và 0,2 điểm % svck xuống còn 79%. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy miền Nam và miền Bắc đều được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá thuê, với mức tăng lần lượt 10,5% và 7,5% svck.

Nhà kho (NK) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS): Tiếp tục tăng trưởng mạnh

Chúng tôi tin rằng sự bùng nổ của thương mại điện tử đã hỗ trợ nguồn cung NK và NXXS gia tăng mạnh mẽ ở cả miền Nam và miền Bắc. Nhờ chào đón một số dự án trong năm 2022, tổng nguồn cung NK ở miền Nam và miền Bắc lần lượt đạt 3,87 tr m2 và 1,52 tr m2, trong đó phần lớn là nhà kho hiện đại. Đối với thị trường NXXS, tổng nguồn cung tại miền Nam và miền Bắc đã tăng lần lượt 23,3% và 1,6% svck đạt 4,8 tr m2 và 2,3 tr m2.

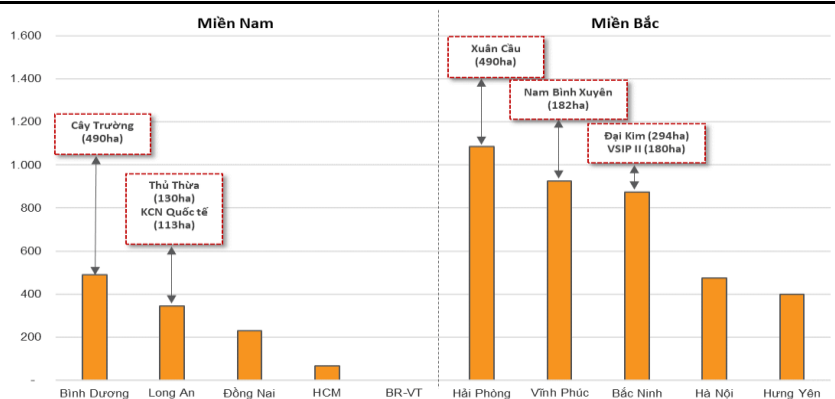
Triển vọng 2023-2024: Những thách thức dần xuất hiện

Chúng tôi nhận thấy các yếu tố tích cực hỗ trợ với ngành BĐS KCN đang mờ nhạt, tới từ các thách thức dần xuất hiện. Đầu tiên, chúng tôi cho rằng thị trường BĐS KCN sẽ chứng kiến sự khan hiếm nguồn cung mới trong năm 2023 khi thủ tục phê duyệt bị trì hoãn tới từ những vướng mắc về thủ tục pháp lý. Thứ hai, chúng tôi nhận thấy khả năng cạnh tranh của Việt Nam trong thu hút vốn FDI đang dần suy yếu so với các quốc gia khác trong khu vực, tới từ: 1) gia tăng cạnh tranh đến từ Indonesia, Malaysia khi các đối thủ này có môi trường kinh doanh, phát triển thuận lợi cho ngành xe điện và ngành công nghiệp bán dẫn, 2) thuế tối thiểu toàn cầu sẽ sớm được áp dụng trong năm 2024 có thể khiến cho lợi thế về ưu đãi thuế biến mất.

Chúng tôi ưa thích BCM, PHR và theo dõi NTC

Chúng tôi tin rằng một số nhà phát triển KCN lớn sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê với vị trí chiến lược có thể xoay chuyển những thách thức trên thành cơ hội. Theo đó, chúng tôi ưa thích PHR và BCM cho đầu tư dài hạn, tới từ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất cổ tức tiền mặt cao. Tiềm năng tăng giá: Dòng vốn FDI mới từ Mỹ mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) chi phí đền bù đất tăng ở nhiều tỉnh, 2) thủ tục pháp lý bị kéo dài.

Hình 1: Các dự án BĐS KCN đáng chú ý sẽ đi vào hoạt động giai đoạn 2023-27



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Chuyên viên phân tích



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

Vẫn còn đó những thách thức

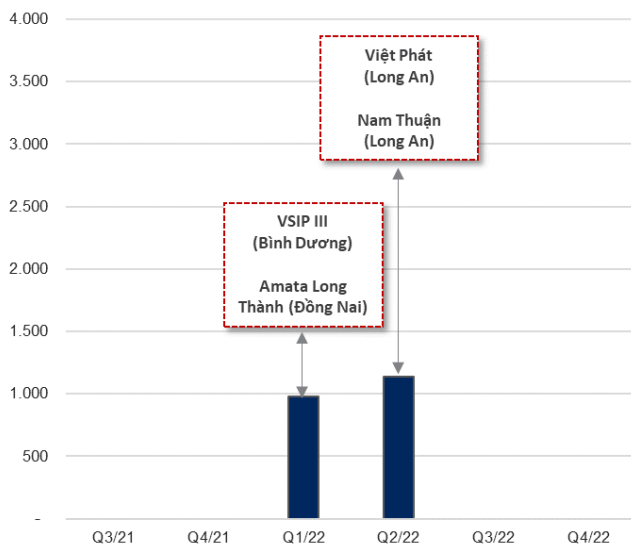
Tóm tắt 2022: Hai trung tâm KCN cho thấy xu hướng trái ngược về nguồn cung mới

Thị trường miền Nam: tăng giá cho thuê mặc dù nguồn cung hạn chế

Sau khi bùng nổ nguồn cung trong nửa đầu năm 2022, thị trường miền Nam đã chứng kiến sự thiếu hụt nguồn cung trong nửa cuối 2022 khi không có KCN mới nào được đưa vào hoạt động. Nhiều dự án KCN được tung ra trong nửa đầu 2022 giúp tỷ lệ hấp thụ cao trong Q3/22 tuy nhiên đã suy giảm trong Q4/22. Chúng tôi nhận thấy rằng mức hấp thụ trong Q4/22 không phản ánh tương ứng nhu cầu cao cho đất KCN do quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến tại một số khu vực. Đồng Nai được xem là điểm đến hấp dẫn trong nửa cuối 2022, với gần 250ha đất KCN được hấp thụ, chiếm 48% trên tổng lượng hấp thụ trong.

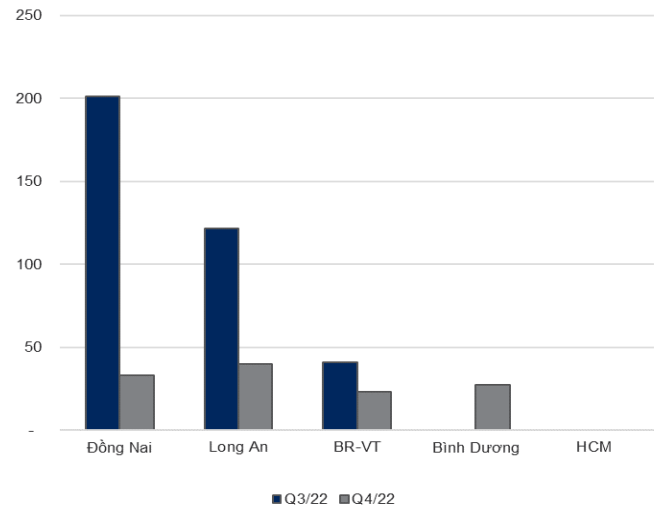
Trong năm 2022, tổng diện tích đất KCN tăng 9,2% svck và không đổi sv quý trước, đạt khoảng 41.950ha, trong đó 66,6% là diện tích cho thuê, khoảng 27.950ha (8,2% svck). Tỷ lệ lấp đầy và giá thuê bình quân tăng 0,2 điểm % svck đạt 85,6% và 10,5% svck đạt mức 160 USD/m2/thời hạn thuê. Nhờ nhu cầu tăng cao, Đồng Nai lần đầu ghi nhận mức tăng giá thuê cao nhất trong 5 tỉnh/thành phố trọng điểm KCN miền Nam, tăng khoảng 18% sv quý trước và 40% svck lên 183 USD/m2/thời hạn thuê.

Hình 2: Sau khi bùng nổ nguồn cung nửa đầu 2022, không có nguồn cung mới nào trong nửa cuối 2022 (diện tích thuê, ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

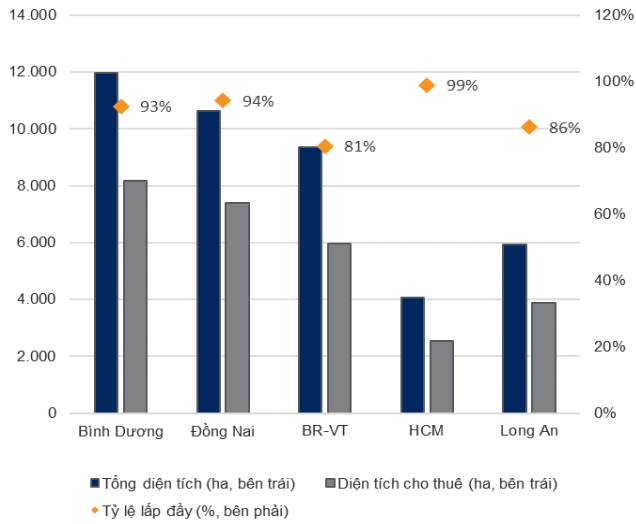
Hình 3: Đồng Nai và Long An dẫn đầu nguồn cầu với mức hấp thụ ròng cao trong nửa cuối 2022 (ha)



*Tỷ lệ hấp thụ ròng = Tổng diện tích thuê thực tế KH chuyển tới - Tổng diện tích thực tế KH chuyển ra/trả lại.

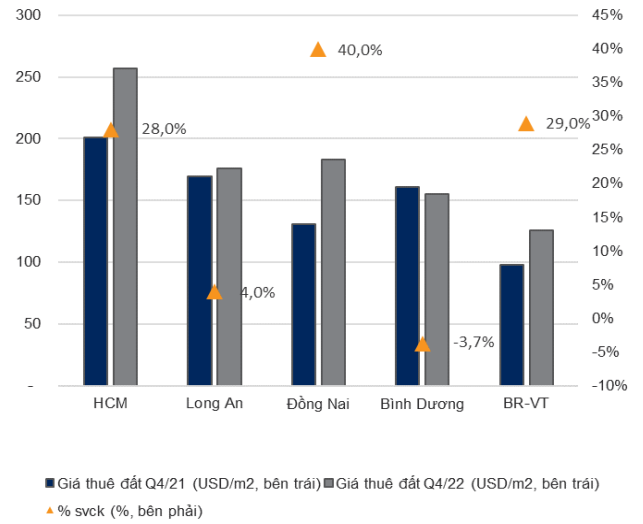
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 4: Tỷ lệ lấp đầy của 5 tỉnh/thành trọng điểm KCN tăng nhẹ cuối năm 2022.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 5: Đồng Nai lần đầu ghi nhận mức tăng giá thuê cao nhất nhờ nhu cầu mạnh mẽ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Nhà kho truyền thống:

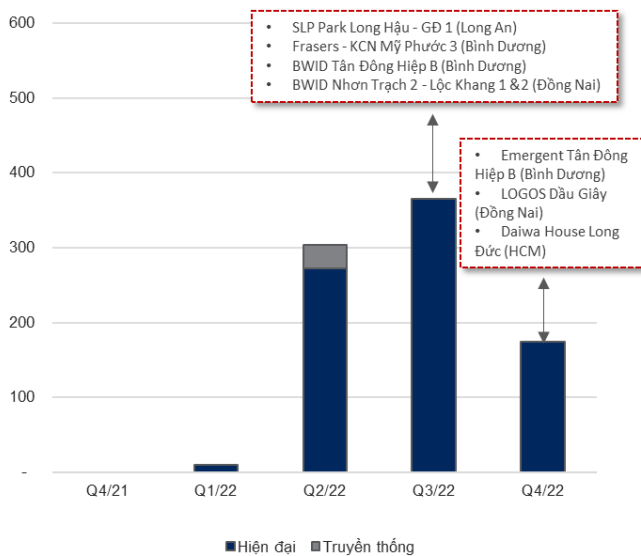
- Cơ sở vật chất cơ bản.
- Phải có khoảng cách lớn xếp hàng.
- Lưu trữ linh hoạt.
- Hàng được dựng trong bao hoặc thùng.

Nhà kho hiện đại:

- Cơ sở vật chất hiện đại, tiết kiệm.
- Hàng hóa được xếp chồng cao và lối đi nhỏ.
- Sử dụng dock leveler trong xếp hàng hóa.
- Khu vực hàng hóa tiêu chuẩn cho các loại xe tải.

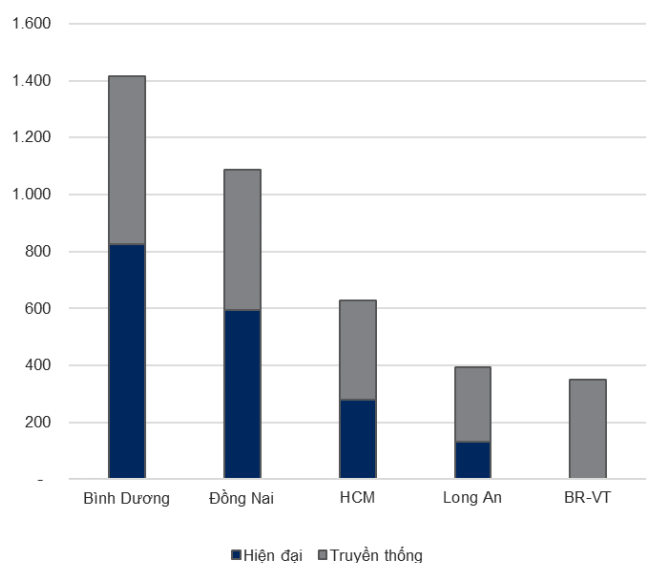
Mảng NK tại thị trường miền Nam tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022 với sự gia tăng của nguồn cung mới chủ yếu là từ nguồn cung hiện đại, chiếm 96% tổng nguồn cung mới. Tổng nguồn cung NK tăng 28,3% svck, đạt 3,87 tr m2. BWID tiếp tục mở rộng thị phần với 4 dự án mới tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai. Với gần 324.000m2, BWID vươn lên trở thành nhà phát triển vượt trội về nguồn cung trên thị trường, chiếm 18% thị phần nguồn cung hiện đại. 3 tỉnh/thành phố dẫn đầu về nguồn cung là Bình Dương, Đồng Nai và TP.HCM với tỷ lệ tương đối cân bằng giữa nguồn cung hiện đại và truyền thống.

Hình 6: Ngày càng nhiều nguồn cung mới hiện đại thay thế cho nguồn cung truyền thống (Đơn vị: 1.000 m2)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

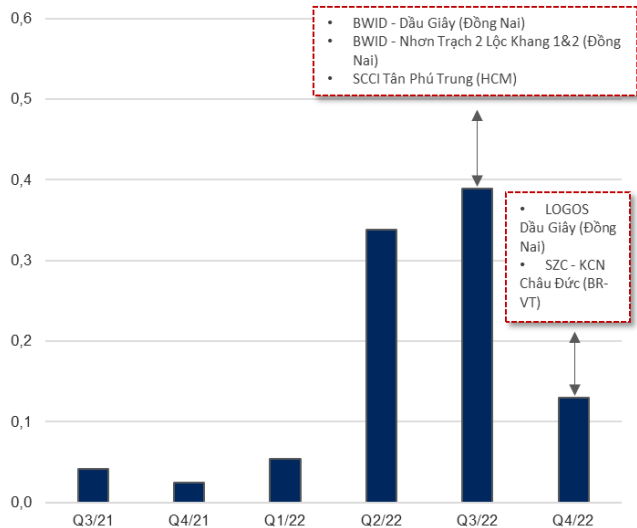
Hình 7: Bình Dương tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu, chiếm 37% tổng nguồn cung NK (Đơn vị: 1.000 m2)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

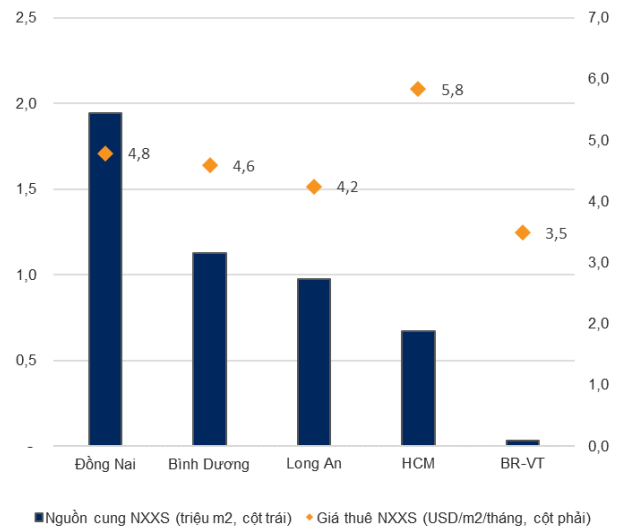
Đối với mảng NXXS, thị trường miền Nam chứng kiến mức tăng trưởng mạnh mẽ với hơn 0,91 tr m2 nguồn cung mới trong năm 2022, đưa tổng nguồn cung toàn thị trường đạt khoảng 4,8 tr m2. Trong 5 tỉnh/thành phố trọng điểm ở miền Nam, Đồng Nai có mức đóng góp cao nhất với tổng diện tích 0,44 triệu m2, chiếm 49% nguồn cung mới trong năm 2022. Với nguồn cung mới chất lượng cao, giá thuê NXXS trung bình tăng 0,3% svck, đạt 4,75 USD/m2/tháng và tỷ lệ lấp đầy giảm 0,6 điểm % svck, xuống còn 83,6%.

Hình 8: Đồng Nai có mức đóng góp cao nhất với tổng diện tích 0,44 triệu m2, chiếm 49% nguồn cung mới trong năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 9: Giá thuê NXXS trung bình tăng 0,3% svck nhờ vào nguồn cung mới chất lượng cao



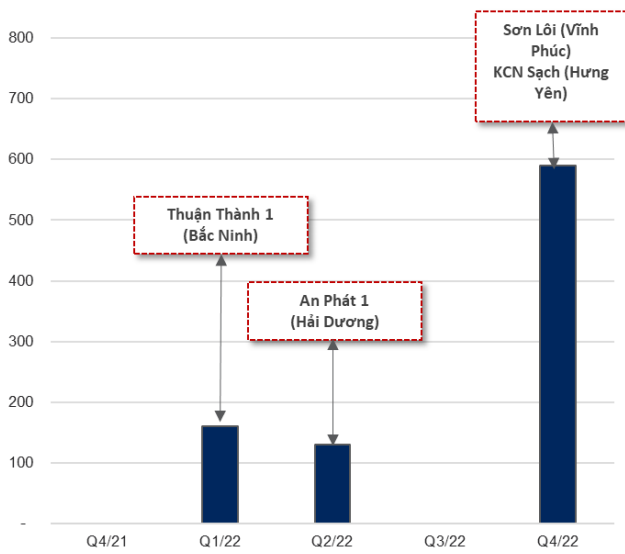
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Thị trường miền Bắc: Nguồn cung mới mạnh mẽ từ khu vực ngoại ô

Thị trường miền Bắc ghi nhận nguồn cung mới mạnh mẽ trong Q4/22 với khoảng 590ha diện tích cho thuê, giúp cho tổng nguồn diện tích cho thuê cả năm 2022 tăng 7,9% svck, đạt 11.923ha. Tổng diện tích đất trong năm 2022 tăng 8,1% svck lên 16.915ha trong khi tỷ lệ hấp thụ giảm 1,0 điểm % sv quý trước và giảm 0,2 điểm % svck xuống còn 79% vào cuối Q4/22. Mặc dù không ghi nhận bất kỳ cung mới nào trong năm 2022, Hải Phòng vẫn duy trì vị thế dẫn đầu ở thị trường miền Bắc, chiếm 29,1% tổng diện tích đất.

Nguồn cung mới Q4/22 đã thúc đẩy giá thuê trung bình tăng khoảng 7,5% svck lên 124 USD/m2/Thời hạn thuê. Vĩnh Phúc có mức tăng cao nhất khoảng 33,5% svck lên 126 USD/m2/Thời hạn thuê, tính trong 5 tỉnh/thành phố trọng điểm KCN miền Bắc nhờ sự ra mắt của các dự án chất lượng như: KCN Bá Thiện 1 và KCN Sơn Lôi.

Hình 10: Nguồn cung mới được bổ sung mạnh mẽ trong Q4/22 sau một quý khan hiếm (diện tích cho thuê, ha)



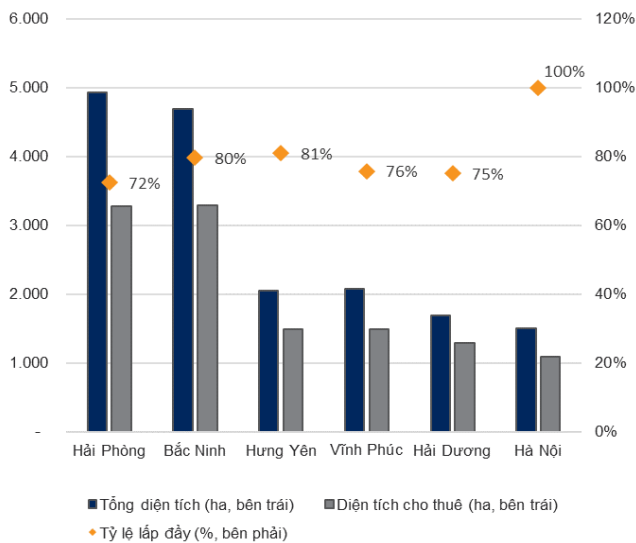
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 11: Những dự án tiêu biểu được đưa vào hoạt động trong Q4/22

| Dự án | Tổng diện tích | Diện tích cho thuê |
|-------------------------|----------------|--------------------|
| KCN Sơn Lôi (Vĩnh Phúc) | 257ha | 181ha |
| KCN Sạch (Hưng Yên) | 143ha | 100ha |

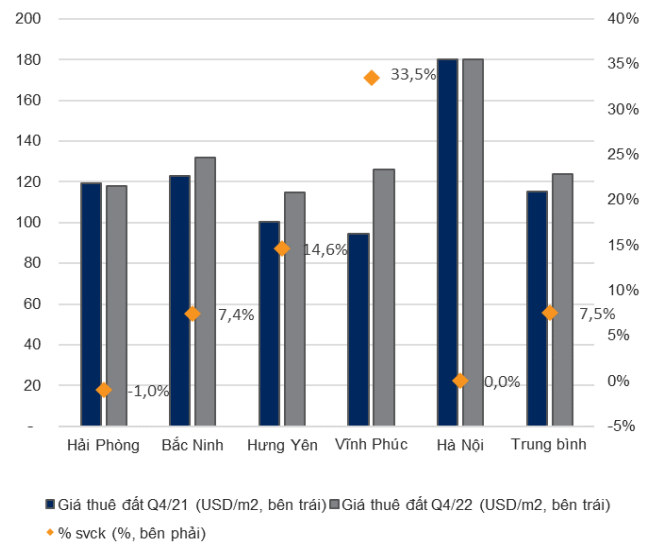
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Tỷ lệ lấp đầy trung bình giảm 1,0 điểm % sv quý trước và 0,2 điểm % svck, đạt 79% vào cuối Q4/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 13: Vĩnh Phúc có mức tăng giá thuê đất cao nhất trong 5 tỉnh/thành phố KCN trọng điểm miền Bắc



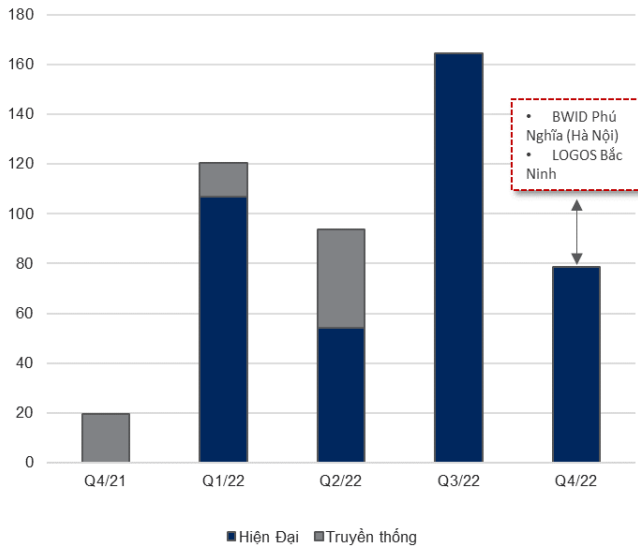
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Với mảng NK, thị trường miền Bắc đón nhận 7 dự án trong nửa cuối 2022, tới từ Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hà Nội. Tương tự như miền Nam, các nhà phát triển ở miền Bắc cũng tập trung vào cung cấp NK hiện đại khi nguồn cung mới trong nửa cuối năm 2022 đều ghi nhận tới từ loại hình này. Tổng nguồn cung năm 2022 đạt 1,52 tr m2, trong đó nguồn cung NK hiện đại chiếm 53,3%. Với vị trí giao thông thuận lợi, tiếp giáp Hà Nội, Bắc Ninh tiếp tục chiếm lĩnh thị phần NK lớn nhất, chiếm đến 40% tổng nguồn cung.

Với mảng NXXS, sau một quý nhu cầu dịu lại nhờ nguồn cung mới, thị trường quay trở lại tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong Q4/22. Tổng nguồn cung không thay đổi sv quý trước và tăng 1,6% svck lên 2,3 tr m2. Giá thuê trung bình tăng nhẹ 1,6% sv quý trước và tăng 3,3% svck, đạt 4,8% USD/m2/tháng. Với

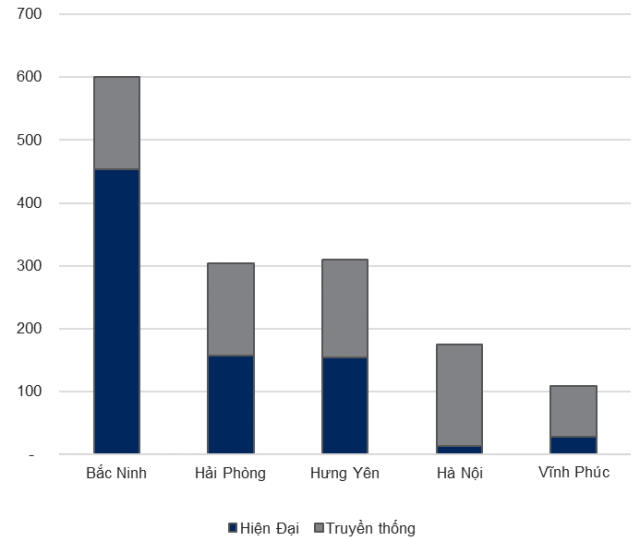
nguồn cung mới hạn chế, tỷ lệ lấp đầy trung bình NXXS duy trì ở mức cao, khoảng 97%.

Hình 14: Tương tự miền Nam, các nhà phát triển NK khu vực miền Bắc cũng tập trung vào nguồn cung hiện đại trong năm 2022 (Đơn vị: 1.000m²)



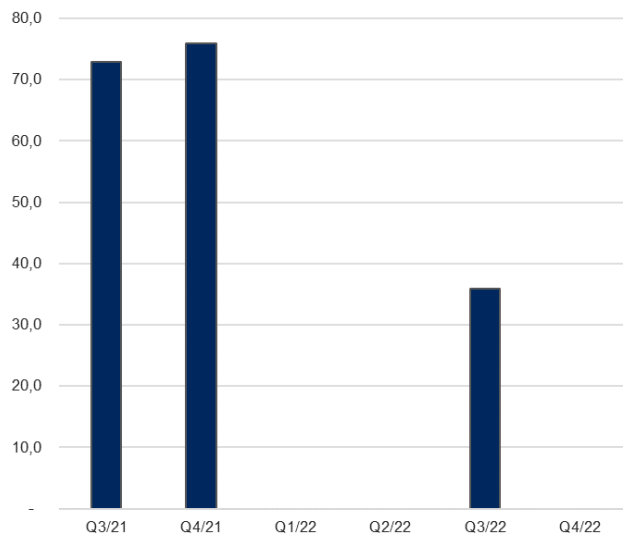
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 15: Bắc Ninh tiếp tục chiếm lĩnh thị phần NK lớn nhất, chiếm đến 40% tổng nguồn cung (Đơn vị: 1.000m²)



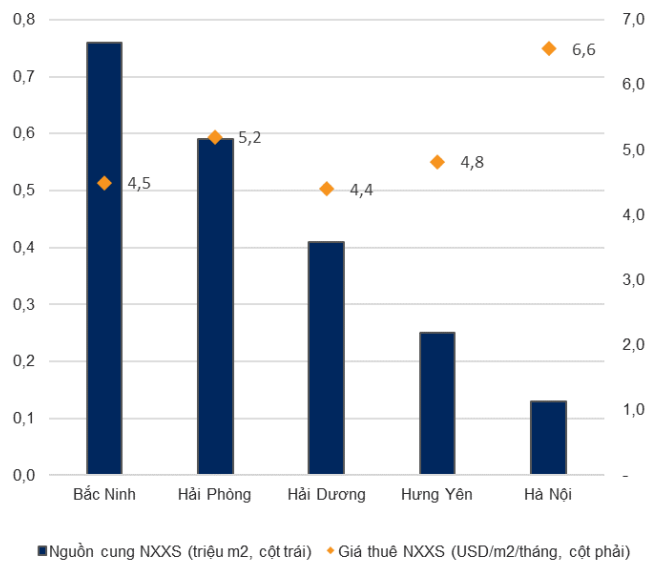
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 16: Quay trở lại tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong Q4/22 (Đơn vị: 1.000m²)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 17: Bắc Ninh giữ vững vị trí dẫn đầu NXXS thị trường miền Bắc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

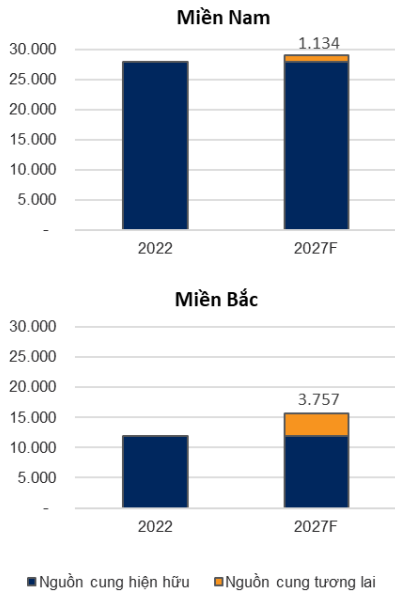
Triển vọng 2023-24: Những thách thức dần xuất hiện

Nguồn cung mới giảm do quá trình phê duyệt bị hoãn vì các thủ tục pháp lý

Kể từ Q1/22, không có thêm bất kỳ đề xuất mới thành lập khu công nghiệp nào ở cả miền Nam và miền Bắc. Ngoài ra, có rất ít KCN mới được đưa vào quy hoạch tổng thể phát triển KCN quốc gia.

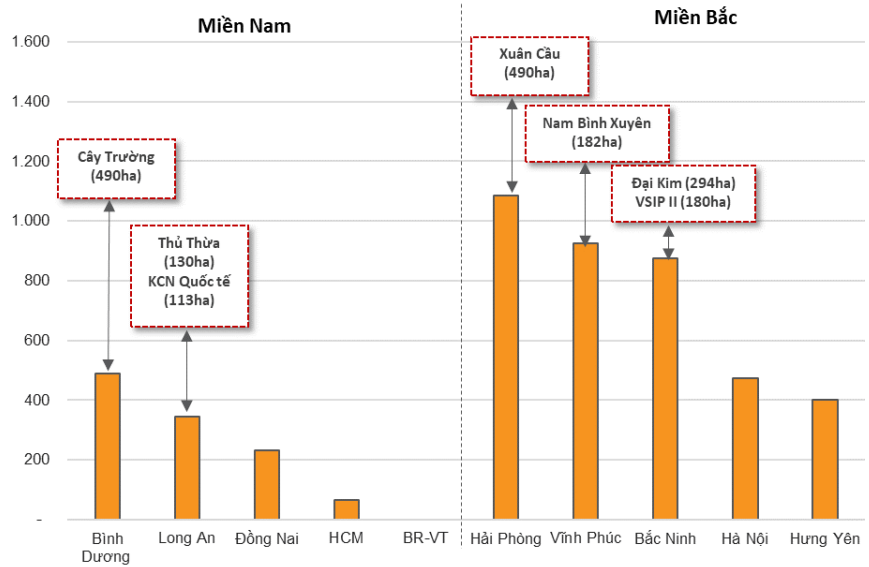
Điều này xuất phát từ thực trạng việc quy hoạch phát triển KCN còn dàn trải, chủ yếu do địa phương quyết định. Vậy nên, việc thay đổi lãnh đạo cấp cao của nhiều địa phương trong năm qua đã làm chậm quy trình phê duyệt của nhiều dự án. Điều này gây ra tình trạng giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến và chông chéo về quy hoạch hoặc hạ tầng bên ngoài KCN.

Hình 18: Chúng tôi cho rằng 2 trung tâm KCN sẽ khan hiếm nguồn cung mới...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 19: ... tuy nhiên, đây lại là cơ hội cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn (Đơn vị: ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS KCN sẽ đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung mới từ nay cho đến cuối năm 2023.

- Với thị trường miền Nam, sau khi bùng nổ nguồn cung trong nửa đầu năm 2022 đã không có nguồn cung mới nào được đưa vào hoạt động trong nửa sau năm 2022. Chúng tôi cho rằng thị trường miền Nam sẽ trải qua giai đoạn khó khăn để triển khai dự án mới trong năm 2023. Sau đó, nguồn cung mới cho giai đoạn 2024-27 cũng khá hạn chế (khoảng 1.134ha, cao hơn 76% so với báo cáo trước). Nhờ nỗ lực của BCM trong việc thúc đẩy triển khai và tháo gỡ những vướng mắc pháp lý, KCN Cây Trường (490ha) đã được bổ sung vào nguồn cung mới trong giai đoạn 2024-27. Kết hợp với KCN VSIP III (sẵn sàng cho thuê từ Q1/22), chúng tôi cho rằng BCM sẽ sở hữu những lợi thế với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn lên tới 1.644ha.
- Với thị trường miền Bắc, chúng tôi nhận thấy các tỉnh miền Bắc bắt đầu phát triển KCN muộn hơn miền Nam nên quỹ đất hiện hữu tại một số tỉnh vẫn còn khá dồi dào với mức giá cho thuê hợp lý. Mặc dù có nhiều dự án đang chờ được phê duyệt, chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu nguồn cung mới tại thị trường miền Bắc sẽ kéo dài ít nhất cho tới hết năm 2023, sau đó khoảng 3.757ha đất KCN được kỳ vọng sẽ đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2024-26, với nguồn cung lớn nhất đến từ Hải Phòng, Vinh Phúc và Bắc Ninh.

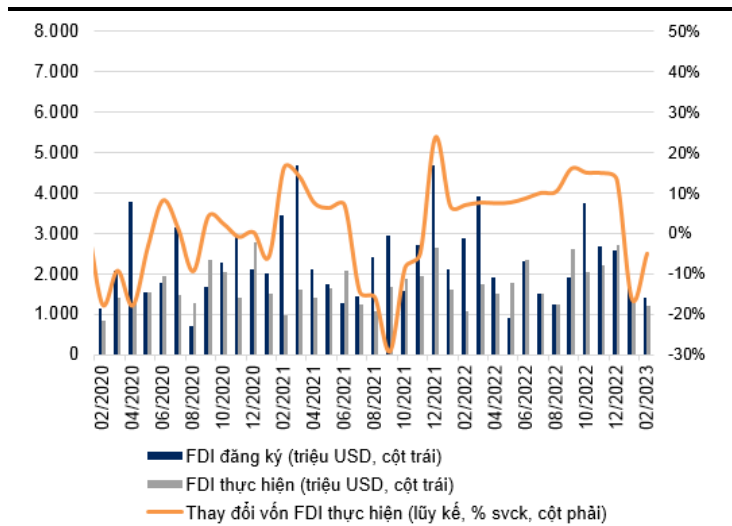
Gia tăng áp lực cạnh tranh thu hút FDI tới từ các quốc gia trong khu vực

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT), vốn FDI thực hiện trong tháng 2/2023 tăng 12,1% svck lên 1,2 tỷ USD. Trong 2 tháng đầu năm 2023, vốn FDI thực hiện giảm 4,9% svck xuống còn 2,6 tỷ USD. Vốn FDI đăng ký giảm 51,4% svck

trong tháng 2, khiến tổng vốn FDI đăng ký kể từ đầu năm chỉ đạt 3,1 tỷ USD (-38,0% svck).

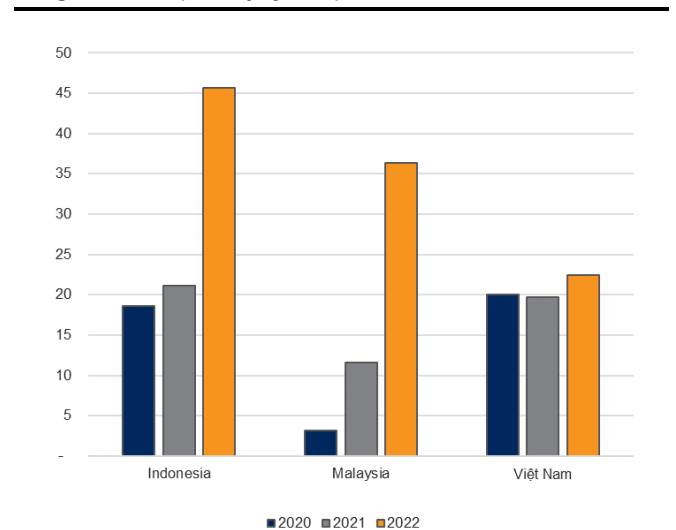
Dòng vốn FDI vào Việt Nam suy yếu trong 2 tháng đầu năm 2023 do các kế hoạch đầu tư mới và mở rộng sản xuất bị ảnh hưởng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu gặp nhiều bất ổn, bao gồm (1) tăng trưởng toàn cầu chậm lại, (2) lạm phát cao đè nặng lên chi tiêu của người tiêu dùng và (3) thanh khoản thị trường tài chính thắt chặt do FED tăng lãi suất.

Hình 20: FDI thực hiện giảm 4,9% svck trong 2 tháng đầu năm 2023



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Indonesia và Malaysia có dòng vốn FDI tăng mạnh trong năm 2022 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, BKHĐT

Việc Indonesia ban hành Luật Omnibus trong năm 2020 đã mang đến nhiều cơ hội đầu tư và hoạt động cho các công ty nước ngoài vào quốc gia này. Kể từ đó, dòng vốn FDI vào Indonesia tăng trưởng tích cực 10% svck trong năm 2021 và 44% svck trong năm 2022, tăng lên đến 45,6 tỷ USD. Việt Nam và Indonesia là hai quốc gia nhận được nhiều vốn FDI nhất. Nếu như Việt Nam đang chuyển mình thành trung tâm sản xuất thiết bị điện tử thì Indonesia lại hướng đến phát triển chuỗi cung ứng xe điện.

Chúng tôi nhận thấy sự phát triển của ngành xe điện và bán dẫn sẽ định hình bối cảnh đầu tư tại ASEAN. Những sự thay đổi lớn trong hai ngành này bao gồm thu hút nhiều loại hình nhà đầu tư mới, gia tăng thêm các phân khúc mới trong chuỗi giá trị, mở rộng công suất và tham gia nhiều hơn vào mạng lưới sản xuất khu vực. Do tiềm năng về thu hút vốn đầu tư FDI của hai ngành này trong các năm tới tiếp tục tăng cao, các nước trong khu vực đã tích cực đẩy mạnh hút vốn FDI cho sản xuất xe điện, bao gồm cả sản xuất pin, đồng thời khuyến khích người tiêu dùng sử dụng xe điện. Tuy nhiên, Việt Nam đang chậm hơn so với các nước khác trong xu hướng này, khiến cho Việt Nam có thể bị giảm sức hấp dẫn trong việc thu hút dòng vốn FDI.

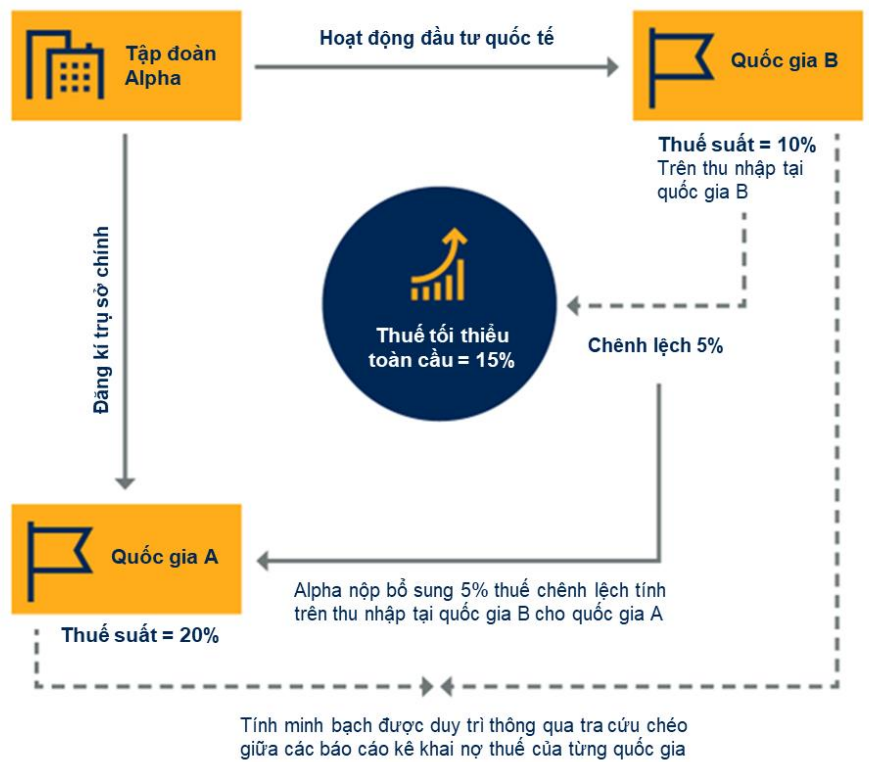
Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất, các nhà phát triển KCN ở Việt Nam nên có động thái gì?

“Thuế tối thiểu toàn cầu” do Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) khởi xướng, nhằm giải quyết các rủi ro tiềm ẩn về thuế phát sinh từ quá trình số hóa nền kinh tế, là một phần của chương trình Chống xói mòn cơ sở tính thuế và chuyển dịch lợi nhuận (BEPS).

Chính sách này xuất phát từ các nước phát triển - nơi xuất xứ của nguồn vốn đầu tư lớn và đã được 141 quốc gia, vùng lãnh thổ, bao gồm Việt Nam thông qua. Bắt đầu từ năm 2024, một số quốc gia sẽ áp dụng mức thuế suất tối thiểu toàn cầu 15% với các công ty lớn có doanh thu từ 750 tr EUR trở lên.

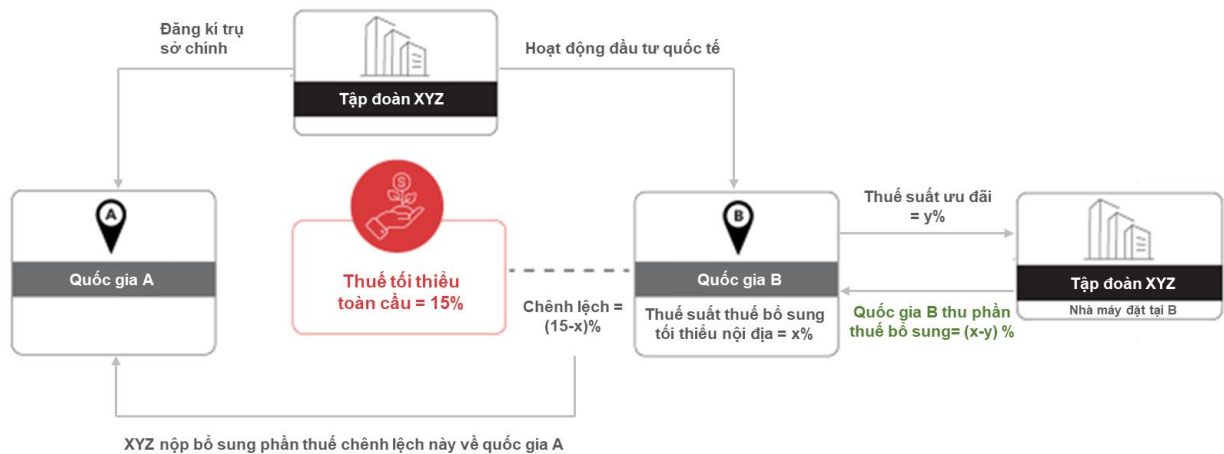
Hiện nay, Việt Nam đang sử dụng ưu đãi thuế quan như một công cụ đòn bẩy tài chính để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Việt Nam hiện đang đưa ra ưu đãi thuế quan ở mức 10%, 15% và 17% tùy theo lĩnh vực, ngành, quy mô và địa điểm đầu tư. Trong một số trường hợp đặc biệt, mức thuế ưu đãi có thể ở mức 5%, 7% và 9%.

Hình 22: Minh họa cách hệ thống Thuế tối thiểu toàn cầu hoạt động



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Gartner

Hình 23: Cách thuế bổ sung tối thiểu nội địa hoạt động song song với thuế tối thiểu toàn cầu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu sẽ tạo ra một số thách thức đối với việc thu hút FDI:

- Nếu áp dụng chính sách này quá sớm, Việt Nam sẽ mất lợi thế về ưu đãi thuế quan. Khi áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu, các doanh nghiệp FDI sẽ phải nộp phần thuế chênh lệch cho quốc gia đặt trụ sở chính, khiến ưu đãi thuế quan không còn tác dụng.
- Nếu Việt Nam áp dụng chính sách này muộn hơn so với quốc gia mà doanh nghiệp FDI đặt trụ sở chính thì sẽ dẫn tới: (1) Việt Nam sẽ không thu được phần thuế chênh lệch. Với hơn 100 doanh nghiệp FDI, mỗi năm ngân sách quốc gia sẽ thất thu vài tỷ USD, (2) môi trường đầu tư bị ảnh hưởng, do các nhà đầu tư sẽ chuyển hướng đầu tư sang các quốc gia khác có cơ chế chia sẻ lợi ích liên quan đến quy định thuế mới này. Bất kỳ quốc gia nào áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu đều phải đàm phán với các doanh nghiệp FDI để thực hiện cơ chế chia sẻ lợi ích.

Để thích ứng với chính sách thuế mới này, một số quốc gia đang nghiên cứu về việc sử dụng Thuế bổ sung tối thiểu nội địa. Khi áp dụng thuế bổ sung tối thiểu nội địa, Chính phủ có thể bảo vệ quyền đánh thuế của mình bằng cách thu thêm một khoản thuế chênh lệch giữa thuế tối thiểu nội địa và thuế ưu đãi dành cho doanh nghiệp FDI trước khi khoản thuế đó được truy thu về nước đặt trụ sở chính.

Một lần nữa, chúng tôi nhận thấy Việt Nam lại đang chậm hơn các nước cạnh tranh trong khu vực.

- Gần đây, Malaysia đã ban hành thuế bổ sung tối thiểu nội địa, song song với việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu.
- Indonesia đã ban hành một nghị định mới cho phép thực hiện thuế tối thiểu toàn cầu dựa trên hệ thống quy định về các biện pháp chống thất thu thuế và thỏa thuận thuế đối với đầu tư nước ngoài, chúng tôi nhận thấy tác dụng cũng tương tự như thuế bổ sung tối thiểu nội địa.
- Thái Lan cũng đang chủ động ưu tiên nghiên cứu và triển khai thuế bổ sung tối thiểu nội địa.

Trong bối cảnh thời điểm áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu ngày càng cận kề, chúng tôi cho rằng các dự án KCN sở hữu vị trí chiến lược, gần khu vực giao thông trọng điểm, có hạ tầng chất lượng cao theo hướng đồng bộ, hiện đại và mang lại nhiều tiện ích nhất cho nhà đầu tư sẽ càng trở nên hấp dẫn hơn.

Cổ phiếu ưa thích: Chúng tôi ưa thích BCM và PHR cho đầu hạn trong khi đó đưa NTC vào danh sách theo dõi

Hình 24: Khuyến nghị đầu tư

| STT | Mã CP | Giá mục tiêu 1 năm (đ/cp) | Khuyến nghị | Luận điểm đầu tư |
|-----|-------|---------------------------|-------------|--|
| 1 | PHR | 57.500 | Khả quan | <p>Doanh thu 2022 của PHR giảm 12,2% svck xuống còn 1.712 tỷ đồng, chủ yếu tới từ doanh thu mảng cao su do hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc phục hồi chậm hơn so với kì vọng. Mặc dù vậy, LN ròng 2022 tăng mạnh 85,7% svck lên 887 tỷ đồng nhờ ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất dự án VSIP III.</p> <p>Mảng cao su sẽ dẫn dắt doanh thu 2023/24 với mức đóng góp bình quân khoảng 72% trong bối cảnh thiếu hụt các khoản một lần từ đền bù đất. Chúng tôi tin rằng PHR có thể hưởng lợi từ: 1) giá cao su tăng và nhu cầu phục hồi sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại; 2) một số nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Malaysia sẽ hạn chế diện tích trồng cao su, dẫn tới nguồn cung cao su toàn cầu thiếu hụt.</p> <p>Chính sách cổ tức luôn duy trì hấp dẫn. PHR đặt mục tiêu trả cổ tức tiền mặt năm 2022 là 3.000 đồng/cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 7,5%.</p> <p>Tiềm năng tăng giá tới từ: thủ tục pháp lý cho KCN Tân Lập 1/KCN Tân Bình được phê duyệt. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá cao su giảm sâu hơn dự kiến; 2) quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến.</p> |
| 2 | BCM | 99.000 | Khả quan | <p>Vị thế một trong những nhà phát triển KCN hàng đầu cả nước với 6 KCN đang hoạt động trải rộng trên 4.000ha, BCM là nhà phát triển KCN niêm yết có quỹ đất lớn nhất (~944ha). Các nhà phát triển KCN sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức hơn trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, đây có thể là cơ hội cho những doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê như BCM.</p> <p>BCM công bố doanh thu 2022 giảm 6,9% svck chỉ đạt 6.507 tỷ đồng, nhưng LN ròng bật tăng 19,9% svck lên mức 1.685 tỷ đồng so với mức nền thấp năm 2021 do các khoản đóng góp từ thiện trong giai đoạn COVID-19.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ BĐS nhà ở sẽ tăng vọt trong năm 2023 nhờ ghi nhận LN một lần khoảng 5.000 tỷ đồng từ chuyển nhượng đất của dự án Thành phố mới Bình Dương từ CapitaLand. Doanh thu từ mảng KCN sẽ tăng trưởng ổn 44% svck trong năm 2023 nhờ sự đóng góp của KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng. Từ đó, chúng tôi kì vọng LN ròng 2023 sẽ tăng 71,4% svck và duy trì ở mức cao trong năm 2024, chỉ giảm nhẹ 0,2% svck.</p> <p>Các yếu tố thúc đẩy tăng giá: 1) doanh số cho thuê KCN hoặc bán BĐS dân cư tốt hơn so với kì vọng, 2) các KCN mới ra mắt sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán đất KCN thấp hơn dự kiến, 2) thủ tục pháp lý các dự án mới chậm và 3) đòn bẩy cao hơn dự kiến có thể làm giảm lợi nhuận.</p> |

| | | | | |
|---|-----|--------|----------|--|
| 3 | SZC | 44.000 | Khả quan | <p>SZC công bố doanh thu 2022 tăng 20,4% svck đạt 859 tỷ đồng nhờ nhu cầu thuê đất KCN tăng cao tại tỉnh BR-VT tuy nhiên gia tăng chi phí đền bù đất tại KCN Châu Đức đã bào mòn LN. LN ròng 2022 đã giảm 39,2% svck xuống chỉ còn 197 tỷ đồng.</p> <p>SZC sở hữu nhiều lợi thế để nắm bắt nhu cầu cho KCN ngày càng tăng ở miền Nam. SZC có quỹ đất lớn (hơn 600ha) và giá thuê cạnh tranh trong số các nhà phát triển KCN niêm yết tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (BRVT), một trung tâm sản xuất lớn của miền Nam. Diện tích cho thuê của KCN Châu Đức vẫn đảm bảo duy trì được ổn định trong các năm tới. Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê của KCN này vào khoảng 581ha. Cùng với việc sở hữu vị trí thuận lợi, chúng tôi tin rằng SZC sẽ cho thuê khoảng 40-60ha mỗi năm trong giai đoạn 2023-32.</p> <p>Mặc dù bàn giao chậm hơn dự kiến, mảng BĐS dân cư của SZC sẽ là động lực tăng trưởng với tỷ lệ đóng góp cho doanh thu trong giai đoạn 2023/24 lần lượt là 31,7%/41,5%. Từ đó, chúng tôi kì vọng LN ròng 2023-24 lần lượt tăng mạnh 114,5%/62,3% svck.</p> <p>Tiềm năng tăng giá: 1) giá thuê và diện tích cho thuê của KCN Châu Đức tăng cao hơn dự kiến, 2) Thời gian triển khai giai đoạn 2 của Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là: 1) chi phí đền bù đất mới cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc cấp phép cho các dự án BĐS dân cư.</p> |
| 4 | KBC | 32.800 | Khả quan | <p>Doanh thu 2022 của KBC giảm 77,5% svck chỉ đạt 957 tỷ đồng, mặc dù vậy LN ròng lại bật tăng tới 97,8% svck lên 1.547 tỷ đồng, tới từ ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ đánh giá lại Sài Gòn Đà Nẵng (SDN).</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý để có thể đưa vào kinh doanh KCN Trảng Duệ 3 (687ha) trong năm 2023, đặc biệt là sau khi Hải Phòng phê duyệt dự án này trong quy hoạch tổng thể. Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức hơn đối với các nhà phát triển bất động sản KCN trong 2 năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có sẵn quỹ đất cho thuê, như KBC.</p> <p>Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh cốt lõi của KBC sẽ phục hồi mạnh mẽ với doanh thu KCN tăng 458,2% svck/10,9% svck lên 4.568 tỷ đồng/5.065 tỷ đồng trong 2023-24, kéo theo lợi nhuận ròng 2023-24 lần lượt -28,3% svck/+14,6% svck</p> <p>Tỷ suất cổ tức hấp dẫn, 9,0% trong năm 2023.</p> <p>Tiềm năng tăng giá: 1) đảo ngược chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường BĐS, 2) KBC có thể tháo gỡ các thủ tục pháp lý mở rộng quỹ đất ở Hưng Yên, Long An, Hải Dương và Bắc Giang, và 3) việc chuyển nhượng tại Trảng Cát hoàn tất sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán hàng thấp hơn dự kiến, 2) triển khai dự án mới chậm hơn dự kiến.</p> |
| 5 | NTC | N/A | N/A | <p>Theo ban lãnh đạo NTC, nút thắt trong phê duyệt pháp lý cho KCN mới là KCN Nam Tân Uyên giai đoạn 2 (NTC3) với tổng diện tích 346ha đã được giải quyết. Công ty có khả năng ghi nhận lợi nhuận từ KCN mới này kể từ đầu năm 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính NTC có thể ghi nhận thu nhập tài chính khoảng 180-200 tỷ đồng, tương đương 18-20% lợi nhuận trước thuế năm 2023. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2023 sẽ tăng 242% svck lên 857 tỷ đồng nhờ đóng góp của KCN mới.</p> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá:

- Dòng vốn FDI tăng mạnh hơn dự kiến: Gần đây, phái đoàn Mỹ bao gồm 52 doanh nghiệp đã tới Việt Nam để trao đổi về cơ hội đầu tư vào Việt Nam. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy một số công ty lớn đang quan tâm tới tiềm năng hợp tác và đầu tư Việt Nam, nổi bật như SpaceX, Amazon, Meta, FedEx, Roblox, UPS, Citi ... Đây có thể là tín hiệu tích cực cho 1 làn sóng vốn FDI mới từ Mỹ đổ vào Việt Nam trong thời gian tới.

Rủi ro giảm giá:

- Tiền đền bù đất tăng có thể làm chậm tiến độ, tăng chi phí đầu tư và giá thuê đất.
- Kéo dài thời gian phê duyệt các thủ tục pháp lý.

Hình 25: Dự phóng KQKD 2023-24 các cổ phiếu trong coverage

| | BCM | | PHR | | SZC | | KBC | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| Doanh thu (tỷ đồng) | 10.096 | 8.467 | 1.833 | 2.211 | 1.365 | 2.081 | 6.044 | 6.293 |
| % tăng trưởng | 55,2% | -16,1% | 7,3% | 20,7% | 58,0% | 52,5% | 531,3% | 4,1% |
| LN gộp | 4.227 | 3.974 | 420 | 639 | 710 | 1.111 | 3.407 | 3.313 |
| Biến LN gộp | 41,9% | 46,9% | 22,9% | 28,9% | 52,0% | 53,4% | 56,4% | 52,6% |
| LN ròng | 2.888 | 2.883 | 701 | 817 | 510 | 828 | 1.948 | 1.725 |
| % tăng trưởng | 71,4% | -0,2% | -20,9% | 16,5% | 114,5% | 62,3% | 25,9% | -11,5% |
| EPS (đ/cp) | 2.790 | 2.786 | 5.176 | 6.030 | 5.103 | 8.281 | 2.538 | 2.247 |
| BVPS (đ/cp) | 18.269 | 20.255 | 24.244 | 25.747 | 19.051 | 25.338 | 21.493 | 23.740 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | N/A | N/A | 10,1% | 7,6% | 3,7% | 3,7% | 9,0% | N/A |
| ROAE (%) | 15,1% | 13,1% | 21,3% | 24,1% | 29,5% | 37,3% | 12,0% | 10,1% |
| ROAA (%) | 5,5% | 5,3% | 10,4% | 11,0% | 5,9% | 8,5% | 5,8% | 4,9% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tính tới ngày 31/03/2023)

| Công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa tr USD | P/E (lần) Trượt 12T | P/B (lần) | | Tăng trưởng EPS 3 năm | ROE (%) | ROA (%) | | | |
|--|--------|--------------|--------------|-------------|----------------|---------------------|-----------|------|-----------------------|---------|---------|------|------|------|
| | | Nội tệ | Nội tệ | Hiện tại | | | 2023 | 2023 | | | 2023 | 2024 | | |
| Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam | BCM VN | 82.900 | 99.000 | Khả quan | 3.656 | 50,6 | 24,1 | 5,1 | 3,8 | 33,1 | 15,1 | 13,1 | 5,5 | 5,3 |
| Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc | GVR VN | 15.500 | N/A | KKN | 2.642 | 15,4 | 13,2 | 1,2 | N/A | 10,4 | 7,9 | 8,8 | 4,9 | 5,1 |
| Tổng Công ty Viglacera | KBC VN | 24.250 | 32.800 | Khả quan | 793 | 11,4 | 5,1 | 1,1 | 0,5 | 30,3 | 12,0 | 10,1 | 5,8 | 4,9 |
| Tổng Công ty IDICO | VGK VN | 33.300 | N/A | KKN | 636 | 8,3 | 8,2 | 1,9 | 1,5 | 3,6 | 23,5 | 18,6 | 7,7 | 14,7 |
| Tổng Công ty IDICO | IDC VN | 41.000 | N/A | KKN | 576 | 5,8 | 4,9 | 2,5 | 1,5 | 19,5 | 50,1 | 29,1 | 14,1 | 11,9 |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG | SIP VN | 89.000 | N/A | KKN | 345 | 8,4 | N/A | 2,5 | N/A | N/A | 31,4 | N/A | 5,3 | N/A |
| Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp | SNZ VN | 21.200 | N/A | KKN | 340 | 13,7 | N/A | 1,3 | N/A | 22,5 | 16,1 | N/A | 4,2 | N/A |
| CTCP Cao su Phước Hòa | PHR VN | 40.150 | 57.500 | Khả quan | 232 | 6,0 | 6,3 | 1,6 | 1,3 | 8,4 | 21,3 | 24,1 | 10,4 | 11,0 |
| CTCP Sonadezi Châu Đức | SZC VN | 29.500 | 44.000 | Khả quan | 126 | 14,3 | 7,9 | 1,8 | 1,3 | 66,7 | 29,5 | 37,3 | 5,9 | 8,5 |
| CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên | NTC VN | 114.000 | N/A | KKN | 117 | 10,5 | 3,3 | 3,8 | N/A | N/A | 38,1 | 70,3 | 6,2 | N/A |
| CTCP Long Hậu | LHG VN | 22.300 | N/A | KKN | 48 | 5,3 | 3,3 | 0,7 | 0,5 | 23,7 | 13,6 | 21,0 | 7,0 | 10,9 |
| CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam | VRG VN | 26.500 | N/A | KKN | 29 | 11,6 | N/A | 2,2 | N/A | N/A | 1,2 | N/A | 0,7 | N/A |
| Trung bình | | | | | | 13,5 | 8,5 | 2,1 | 1,5 | 24,2 | 21,6 | 25,8 | 6,5 | 9,0 |
| Trung vị | | | | | | 11,0 | 6,3 | 1,8 | 1,3 | 22,5 | 18,7 | 21,0 | 5,9 | 9,7 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

| | |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

| | |
|------------|--|
| TÍCH CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: son.leanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>