

Cập nhật ngành BĐS Khu công nghiệp:

## Điểm sáng mới từ chuyển đổi đất trồng cây cao su sang khu công nghiệp

**Nguồn cung các khu công nghiệp miền Nam giai đoạn 2021-2030 phần lớn đến từ đất cao su.** Theo Quy hoạch các khu công nghiệp Đồng Nai, diện tích khu công nghiệp được Thủ tướng chính phủ phê duyệt sử dụng đất cao su chuyển đổi đạt 6.760 ha (chiếm 91% tổng diện tích) đến 2025 và 2.000 ha giai đoạn 2025- 2030 (chiếm 48% tổng diện tích). Đồng thời, diện tích đất cao su chuyển sang khu công nghiệp trong giai đoạn đến 2025 của Bình Dương và Bình Phước, Bà Rịa Vũng Tàu ước đạt 3.084 ha và 2.994 ha, 3.933 ha. Chúng tôi cho rằng, chuyển đổi đất cao su sang làm khu công nghiệp có các lợi thế như: (1) Diện tích đất liền thửa lớn, đền bù giải phóng mặt bằng nhanh khi hành lan pháp lý về định giá đất được hướng dẫn rõ ràng (Theo **Nghị định 12/2024/NĐ-CP** sửa đổi, bổ sung một số điều của **Nghị định** số 44/2014/NĐ-CP ngày 15/5/2014 của Chính phủ **quy định về giá đất**) làm cơ sở cho việc xác định giá chuyển nhượng và; (2) Chi phí san lấp mặt bằng thấp do vùng đất có độ cứng cao.

Việc chuyển đổi đất cao su sang làm khu công nghiệp sẽ giúp cung cấp nguồn cung mới trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy tại các KCN phía Nam như Đồng Nai, Bình Dương đạt trên 93%. Trong đó, những công ty có diện tích chuyển đổi lớn như Cao su Đồng Nai (Tập đoàn cao su GVR nắm giữ 100%), Cao su Đồng Phú (DPR - GVR nắm giữ 55,81%), Cao su Phước Hòa (PHR- GVR nắm giữ 66,62%), Cao su Tân Biên (GVR nắm giữ 98,46%), Cao su Bà Rịa (GVR nắm giữ 97,47%), Cao su Phú Riềng (GVR nắm giữ 100%), Cao su Dầu Tiếng (GVR nắm giữ 100%).

**Bảng 1. Quy hoạch các khu công nghiệp tại các tỉnh miền Nam chuyển đổi từ đất trồng cây Cao su**

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích 2021-2030 (ha)	Chủ đầu tư
<b>Đồng Nai</b>			
<b>KCN đã được TTCP phê duyệt</b>			
Phước Bình 2	294		CTCP đầu tư PT Cường Thuận Idico (HOSE: CTI)
Long Đức 3	244		CTCP Khu công nghiệp Long Đức 3
Xuân Quê - Sông Nhạn	3.595		CTCP KCN Xuân Quê
Bàu Cạn – Tân Hiệp	2.627		CTCP KCN Tân Hiệp
<b>GD 2021-2030 - chưa được phê duyệt</b>			
Phước Bình 2B	260		
Phước Bình 3	250		
Long Khánh - Xuân Thiện	500		CTCP Khu công nghiệp Long Khánh
Bàu Xéo 2	380		CTCP Thống Nhất (HNX: BAX)
<b>Bình Dương</b>			
<b>KCN đã được TTCP phê duyệt</b>			
Rạch Bắp MR	639	360	CTCP Công Nghiệp An Điền
Tân Lập 1	200	200	CTCP Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR)
VSIP 3	1.000	804	CT Liên Doanh TNHH KCN Việt Nam - Singapore
<b>GD 2021-2030 - bổ sung mới</b>			
Tân Uyên 3	556	556	
Dầu Tiếng 1A	800	400	
Dầu Tiếng 4	732	500	
Dầu Tiếng 5	500	320	
Phú Giáo 4	1.034	500	
<b>Bình Phước</b>			
Minh Hưng III MR GD2	578		CTCP KCN Cao su Bình Long
Bắc Đồng Phú MR	317		CTCP KCN Bắc Đồng Phú
Nam Đồng Phú MR	480		CTCP KCN Bắc Đồng Phú
Đông Nam Đồng Phú	1.619		

KCN	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích 2021-2030 (ha)	Chủ đầu tư
<b>GD 2021-2030 - bổ sung mới</b>			
Đông Nam Đồng Phú	2.581		
Long Tân	283		
Minh Lập và Minh Hưng	800		
Nam Đồng Phú- Giai đoạn II	900		CTCP KCN Bắc Đồng Phú
Phú Riêng	493		
Long Hà	524		
Bắc Đồng Phú - Giai đoạn III	400		CTCP KCN Bắc Đồng Phú
<b>Bà Rịa - Vũng Tàu</b>			
Xuyên Mộc	1.143		CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn
Cù Bị	500		
Xà Bang	2.290		

Nguồn: SSI RS tổng hợp

**Giá đền bù đất trồng cây cao su dự kiến tăng kể từ 2025.** Chi phí đền bù đất trồng cây cao su bao gồm 2 thành tố: (i) Giá bồi thường cây cao su thực hiện theo mức giá quy định của UBND tỉnh; (ii) Hỗ trợ các loại (bao gồm hỗ trợ tài sản trên đất, hỗ trợ chi phí đầu tư vào đất còn lại, hỗ trợ chế độ trợ cấp ngừng việc và hỗ trợ đảm bảo có chỗ ở, ổn định đời sống, sản xuất và công bằng với người có đất bị thu hồi). Trong đó, chi phí hỗ trợ chiếm 70-80% tổng chi phí đền bù đất trên cây cao su.

Theo Luật đất đai sửa đổi sẽ được áp dụng 2025, định giá đất trồng cây lâu năm sẽ được định giá dựa trên 4 phương pháp gắn với giá giao dịch thị trường. Trong đó, chúng tôi cho rằng phương pháp thu nhập phù hợp nhất với xác định giá đền bù trồng cây cao su bao gồm các yếu tố như: (i) doanh thu từ khai thác vườn cây trong 3 năm gần nhất; (ii) Chi phí khai thác vườn cây trong 3 năm gần nhất; (iii) Tỷ lệ chiết khấu theo lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng nhà nước nắm giữ trên 50%.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng thực hiện so sánh các giao dịch đền bù đất trên cây cao su trong quá khứ tại các dự án như VSIP 3 – Bình Dương (đơn giá đền bù 2,5 tỷ đồng/ha), Nam Tân Uyên 3- Bình Dương (đơn giá đền bù 2,5 tỷ đồng), Minh Hưng 3 – Bình Phước (đơn giá đền bù 1,5 tỷ đồng/ha), Khu công nghiệp Hiệp Thành – Tây Ninh (đơn giá đền bù 1,3 tỷ đồng/ha) làm cơ sở cho xác định tiền đền bù đất trên cây cao su cho các giao dịch sau.

Dựa vào các giao dịch hiện tại và trao đổi với các doanh nghiệp trong ngành, chi phí đền bù đất trồng cây cao su dự kiến có thể tăng 30-50% so với chi phí các giao dịch trong quá khứ và áp dụng theo các phương pháp định giá từ Luật đất đai sửa đổi. Với việc chi phí đền bù giải phóng mặt bằng tăng, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp các khu công nghiệp mới có thể giảm về mức 25-30% so với mức hơn 42% các dự án hiện đang hoạt động.

Cơ sở định giá trên sẽ là căn cứ tính tiền đất phải nộp cho nhà nước tại các dự án KCN, giúp cho quá trình chuyển giao mặt bằng từ các doanh nghiệp cao su sang các nhà phát triển khu công nghiệp nhanh chóng hơn so với trước đây (thông thường kéo dài 3-5 năm).

**Bảng 2. Giá trị đền bù đất trên cây cao su dự kiến cho giai đoạn 2023-2030**

	Diện tích đất cao su chuyển đổi (ha)		Giá trị đền bù (tỷ đồng)	
	2025	2030	2025	2030
Đồng Nai	6.760	1.641	27.040	6.562
Bình Dương	1.749	2.893	6.998	11.572
Bình Phước	3.144	8.931	6.288	17.862
Bà Rịa Vũng Tàu	1.643	2.290	1.643	2.290

Nguồn: SSI RS dự báo

\*Giá định: Giá đền bù dự tính dựa trên các giao dịch gần đây và kế hoạch của tập đoàn Cao su Việt Nam

## Khuyến nghị đầu tư: GVR, DPR

### 1. Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 8/3/2024: 29.000 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 30.600 đồng/cp**
  - **Điểm nhấn đầu tư**
    - ✓ **Kỳ vọng giá bán cao su phục hồi trong năm 2024.** Tổng sản lượng sản xuất của GVR dự báo trong năm 2024 đạt 331.300 tấn mù cao su thiên nhiên (+7,9% svck). Tổng sản lượng bán ra đạt 441.200 tấn cao su (+2% svck) với giá bán trung bình 34,5 triệu đồng/tấn (+6% svck) - Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC) giá bán cao su trong năm 2024 tăng trở lại nhờ nhu cầu từ thị trường Trung Quốc. Doanh thu thuần đạt 18,3 nghìn tỷ đồng (+8,5% svck), chiếm 70% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận gộp đạt 25% (+3% svck).
    - ✓ **Lợi nhuận tích cực từ đền bù đất cao su sang làm khu công nghiệp.** Chúng tôi ước tính, diện tích đất chuyển đổi từ trồng cây cao su sang phát triển khu công nghiệp của GVR trong giai đoạn 2025-2030 dự kiến đạt 15.000 ha (theo thông tin đã đề cập ở trên), trong đó tập trung chủ yếu ở các công ty như Cao su Đồng Nai, Cao su Dầu Tiếng, Cao su Đồng Phú, Phước Hòa, Bà Rịa, Tân Biên. Chúng tôi ước đạt lợi nhuận từ đền bù đất cao su của GVR có thể đạt 28.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2030.
    - ✓ **Phát triển các KCN ở các công ty con, công ty liên kết dự kiến tích cực kể từ 2024.** Các dự án khu công nghiệp tại các công ty con, đơn vị liên kết bao gồm: (i) Dự án Khu công nghiệp NTC3 - Bình Dương (tổng diện tích 344 ha; trong đó GVR sở hữu 20,42%) sẽ đi vào hoạt động nửa cuối năm 2024. Trong đó diện tích ký MOUs đạt mức 90 ha với giá thuê 130 USD/m<sup>2</sup>; (ii) Các dự án đã được Bộ Kế hoạch và Đầu tư thẩm định và đang trình thẩm định bao gồm: (a) Dự án Khu công nghiệp Bắc Đông Phú (tổng diện tích 317ha, trong đó GVR sở hữu 28,17%); (b) Dự án Khu công nghiệp Rạch Bắp (tổng diện tích 360 ha, trong đó GVR sở hữu 92,67%); và (c) Dự án Khu công nghiệp Minh Long 3 (tổng diện tích 577,33 ha; trong đó GVR sở hữu 39,8%). Doanh thu phát triển khu công nghiệp đạt 802 tỷ đồng (+2% svck) và lợi nhuận gộp đạt 425 tỷ đồng (+1% svck) trong năm 2024. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết ước tính đạt 569 tỷ đồng (+23,7% svck) năm 2024.
- Sử dụng phương pháp RNAV và P/B, chúng tôi cho rằng giá mục tiêu của GVR đạt mức 30.600 đồng/CP.
- **Rủi ro:** (i) Việc chuyển đổi đất từ đất trồng cao su sang đất KCN có thể gặp khó khăn và chậm trễ; và (ii) Nhu cầu cao su nói chung có thể giảm do nền kinh tế toàn cầu gặp nhiều khó khăn.

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	26.226	25.483	22.079	26.040	28.687
Tăng trưởng doanh thu	24,20%	-2,83%	-13,36%	17,94%	10,17%
LN gộp	7.575	6.342	4.749	5.560	6.527
Biên lợi nhuận gộp	28,88%	24,89%	21,51%	21,35%	22,75%
Doanh thu tài chính	831	885	1186	1.222	1.258
Chi phí tài chính	-716	-696	-530	-504	-478
SG&A	-2189	-2354	-2459	-2411	-2656
LNTT	6.212	5.701	4.123	4.526	8.169
LNST	4158	3838	3370	3.774	5.761
Tăng trưởng LNST	10,29%	-7,70%	-12,19%	11,98%	52%
Biên lợi nhuận ròng	15,85%	15,06%	15,26%	14,49%	20%
EPS (VND)	1.040	807	646	943	1.440

Nguồn: GVR, SSI Research

## 2. Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (DPR: HOSE)

- **Giá cổ phiếu ngày 8/3/2024: 34.100 đồng/cp; Giá mục tiêu 1 năm: 45.800 đồng/cp**
- **Điểm nhân đầu tư**
  - ✓ **Giá cao su phục hồi trong đầu năm 2024.** Giá cao su tự nhiên tăng 8% YTD trong tháng 2/2024. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình của DPR tăng 8% svck trong năm 2024. Đồng thời, sản lượng tiêu thụ tăng 2% svck nhờ sự phục hồi thị trường tiêu thụ chính là Trung Quốc. Doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng cao su dự kiến lần lượt đạt 844 tỷ đồng (+9,8% svck) và 193 tỷ đồng (+12% svck) trong năm 2024.
  - ✓ **Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú giai đoạn 2 là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2026 của DPR.** Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú GD2 có diện tích đất 317 ha (DPR sở hữu 51%) dự kiến được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2024. Chúng tôi đánh giá, khu công nghiệp Bắc Đồng Phú đem lại lợi nhuận trước thuế là 1.087 tỷ đồng với giá thuê đạt 75 USD/m2/chu kỳ thuê, bắt đầu cho thuê vào năm 2026, giúp đem lại lợi tăng trưởng mạnh mẽ cho DPR từ năm 2026.
  - ✓ **Thu nhập từ chuyển nhượng đất trồng cây cao su sang đất KCN.** DPR dự kiến chuyển nhượng 1.619 ha trong giai đoạn 2025-2030 đất cao su sang làm KCN. Chúng tôi đánh giá, doanh thu từ đền bù đất trên cây cao su đạt 2.429 tỷ đồng (chúng tôi chưa đưa vào ước tính lợi nhuận 2024). Trong năm 2024, DPR có thể sẽ chuyển giao cho UBND tỉnh Bình Phước 100 ha để phát triển Cụm công nghiệp Tiên Hưng 1, với giá trị đạt 118,6 tỷ đồng. Chúng tôi chưa bao gồm khoản lợi nhuận này trong ước tính LNST của DPR năm 2024.
  - ✓ **Tài chính lành mạnh.** DPR hiện có 1.610 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền (chiếm 37,7% tổng tài sản). Đồng thời, công ty không có nợ vay ngắn hạn và dài hạn. Do đó, chúng tôi cho rằng, công ty sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức tiền mặt 15-30% trong giai đoạn 2024-2025.
- **Rủi ro:** (1) Giá bán mủ cao su sụt giảm; (2) Pháp lý việc chuyển nhượng đất trồng cây cao su sang làm khu công nghiệp chậm trễ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động các dự án trong tương lai.

(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1.217	1.211	1.019	1.100	1.120
Tăng trưởng doanh thu	7,0%	-0,5%	-15,9%	8,0%	1,8%
LN gộp	430	368	274	333	337
Biên lợi nhuận gộp	35,4%	30,4%	26,9%	30,2%	30,1%
Doanh thu tài chính	47	68	120	120	166
Chi phí tài chính	-7	-2	-6	-3	-3
SG&A	-119	-122	-114	-117	-122
LNTT	577	350	302	360	542
LNST	473	291	252	283	426
Tăng trưởng LNST	123,2%	-38,4%	-13,3%	12,0%	50,2%
Biên lợi nhuận ròng	38,8%	24,1%	24,8%	25,7%	38%
EPS (VND)	7.519	4.325	1.779	2.075	3.127

Nguồn: DPR, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô  
trinhhtt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu  
tranglh1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu  
chaunbm@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành BDS KCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Dữ liệu

#### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ  
vietlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ  
thunta2@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
baong1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư  
hieuhht1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043