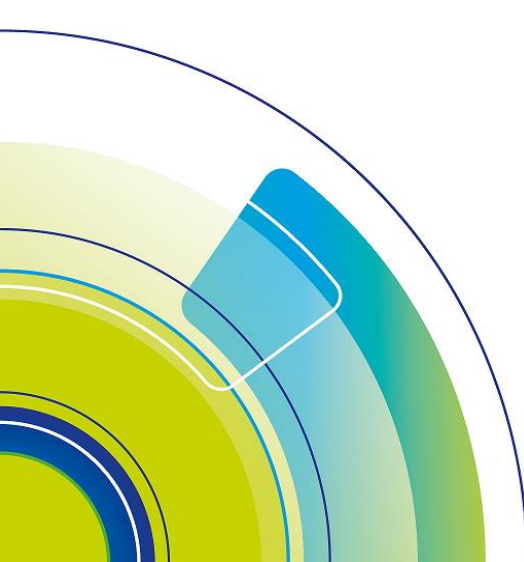




Báo cáo lần đầu IDC – MUA

Ngày 12/04/2023



Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

MUA

HOSE: IDC

Bất động sản

Giá hiện tại (VND) 39.100

Giá mục tiêu (VND) 47.044

Tỷ lệ tăng giá 20,3%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 10,2%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 30,5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	30,6	3,3	12,9	-27,1
Tương đối	24,1	1,6	11,3	-0,5

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

SSG	22,5%
Cty TNHH Sản xuất và Thương mại Bách Việt	11,9%

Thống kê

11/04/23

Mã Bloomberg

IDC VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 23.600 - 68.100

SL lưu hành (triệu cp) 330

Vốn hóa (tỷ đồng) 13.002

Vốn hóa (triệu USD) 550

Room khối ngoại còn lại (%) 3,8

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 63,2

KLGD TB 3 tháng (cp) 3.165.546

VND/USD 23.630

Index: VNIndex / HNX 1069,46/212,59

CTCP IDICO (IDC VN)

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 47.044 đ/cp cho một công ty bất động sản khu công nghiệp có thu nhập từ phân phối điện, tình hình tài chính tốt và cổ tức tiền mặt cao.

Khởi đầu là công ty nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng (BXD), IDICO phát triển thành công ty BĐS công nghiệp đứng thứ 4 về vốn hóa với 10 khu công nghiệp (KCN) đang hoạt động trên tổng diện tích 3.267ha ở phía bắc và phía nam, chiếm 2,6% thị phần cả nước. 5 KCN đã được lấp đầy và 5 KCN có thể tiếp tục cho thuê mới với diện tích thương phẩm còn lại hơn 751ha tính đến cuối 2022.

Ngoài 2 nhà máy thủy điện Dak Mi 3 và Shrok Phu Miêng với tổng công suất 114MW, IDC hiện có 100km đường dây phân phối điện, 2 trạm biến áp 110/22kV Tuy Hạ và Nhơn Trạch 5 với tổng công suất 418 MVA, mang lại doanh thu bình quân khoảng 2.500 tỷ đồng/năm. IDICO có thể là 1 trong 2 doanh nghiệp niêm yết duy nhất phía Nam ngoài VRG Sài Gòn (UpCOM: SIP) được Bộ Công thương cấp phép xây dựng trạm biến áp 110kV để phân phối điện trực tiếp đến khách thuê trong KCN. Do đó, biên lợi nhuận của IDC cao hơn so với các chủ đầu tư KCN chỉ đơn thuần là trung gian mua bán điện giữa EVN và khách thuê.

Hơn nữa, IDC có nguồn thu nhập ổn định từ dự án BOT An Sương – An Lạc với doanh thu hằng năm 300-400 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp quanh mức 50%.

Trong giai đoạn 2018-2022, doanh thu thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm khiêm tốn là 9% do 60-70% tổng doanh thu giai đoạn 2018-2021 đến từ các mảng kinh doanh ổn định là điện và BOT. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm ấn tượng 39% chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp cao 41% vào năm 2022 (do mảng BĐS công nghiệp đóng góp nhiều hơn khi diện tích đất công nghiệp được bàn giao nhiều hơn và ghi nhận doanh thu chưa thực hiện khi thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu từ hàng năm sang một lần) so với mức 17-28% trong giai đoạn 2018-2021.

Chúng tôi ước tính KQKD 2023 có thể đi ngang với doanh thu thuần gần 8.200 tỷ đồng (+9% n/n) và lợi nhuận trước thuế 2.677 tỷ đồng (+2% n/n) do dự phóng không ghi nhận doanh thu chưa thực hiện khi thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu từ hàng năm sang một lần. Sử dụng phương pháp NAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 47.044 đ/cp và khuyến nghị MUA dựa trên triển vọng dài hạn tích cực của mảng BĐS công nghiệp, thu nhập ổn định từ mảng điện và BOT, tình hình tài chính tốt và mức cổ tức tiền mặt cao 40%/năm dự kiến sẽ duy trì đến 2026. Rủi ro đối với IDC có thể đến từ vốn FDI đăng ký có xu hướng giảm, pháp lý dự án mới kéo dài và khó khăn trong đền bù giải phóng mặt bằng.

	2019	2020	2021	2022	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	4.929	5.356	4.301	7.486	8.172
Tăng trưởng (%)	-3,7%	8,7%	-19,7%	74,0%	9,2%
EBITDA (tỷ đồng)	1.059	1.770	794	3.641	3.828
Tăng trưởng (%)	-0,4%	67,1%	-55,1%	358,3%	5,1%
LN ròng (tỷ đồng)	345	874	454	1.768	1.784
Tăng trưởng LN (%)	-1,2%	153,4%	-48,0%	289,1%	0,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.045	2.630	1.356	5.605	5.357
Tăng trưởng (%)	-1,2%	151,8%	-48,4%	313,2%	-4,4%
ROE (%)	10,0%	22,9%	11,2%	40,0%	34,8%
ROIC (%)	2,9%	6,6%	3,3%	11,0%	10,5%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,7	0,6	1,1	0,4	0,5
EV/EBITDA (x)	13,4	8,0	17,9	3,9	3,7
P/E (lần)	37,4	14,9	28,8	7,0	7,3
P/B (lần)	3,4	2,8	3,0	2,6	2,4
Cổ tức (đồng)	800	3.000	2.000	4.000	4.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,0%	7,7%	5,1%	10,2%	10,2%

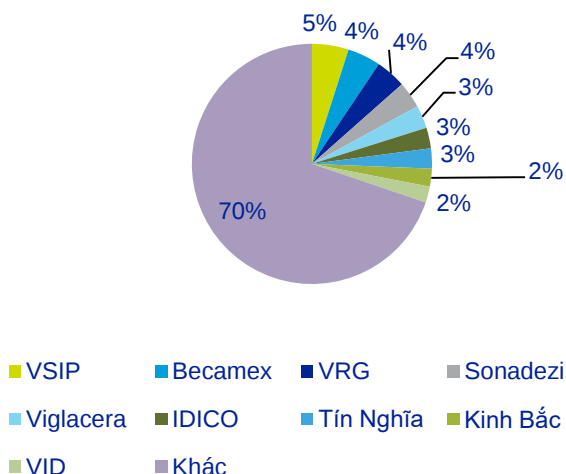
Tổng quan ngành bất động sản khu công nghiệp

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (BKHDĐT), tính đến cuối năm 2022, Việt Nam có 410 KCN, trong đó, gần 300 KCN đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy trung bình ổn định là 71,1% (+10 điểm % n/n) và hơn 100 KCN đang trong quá trình giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng. Lũy kế, các KCN này đã thu hút khoảng 11.000 dự án FDI với tổng vốn đăng ký khoảng 250 tỷ USD và gần 11.000 dự án DDI với tổng vốn đăng ký gần 3 triệu tỷ đồng.

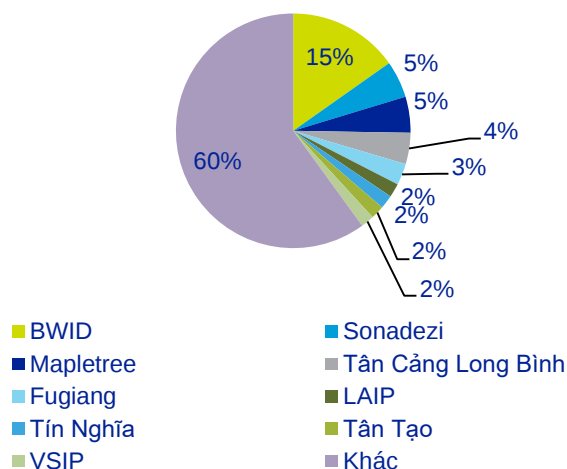
Theo tổng hợp của ACBS, thị trường đất công nghiệp khá phân mảnh với VSIP dẫn đầu nguồn cung đất công nghiệp với 4,9% thị phần, theo sau là Becamex IDC (Mã CK: BCM) với 4,5%. VSIP được thành lập năm 1996 với vốn điều lệ 946 tỷ đồng trên cơ sở hợp tác giữa hai chính phủ: Singapore do SembCorp (Mã CK: U96) đứng đầu với 51% và Việt Nam do Becamex IDC đứng đầu với 49%.

Trong khi đó, thị trường nhà kho xây sẵn (NKXS) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS) có BWID dẫn đầu với hơn 1,5 triệu m² diện tích thương phẩm, tương đương 15,2% thị phần, cao gấp ba lần so với công ty đứng thứ hai là Sonadezi. BWID là liên doanh giữa Becamex IDC (30%) và Warburg Pincus, một quỹ đầu tư tư nhân toàn cầu. Hiện tại, BWID có 37 dự án tại 28 địa điểm trên khắp Việt Nam.

Thị phần đất công nghiệp 2022



Thị phần NXXS và NKXS 2022



Nguồn: ACBS, Savills.

Các vùng kinh tế trọng điểm

Việt Nam có bốn vùng kinh tế trọng điểm: phía bắc, miền trung, phía nam và đồng bằng sông Cửu Long, trong đó vùng phía nam và phía bắc là lớn nhất.

Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (VKTĐDPN): đứng đầu cả nước; khách hàng chủ yếu các ngành công nghiệp truyền thống

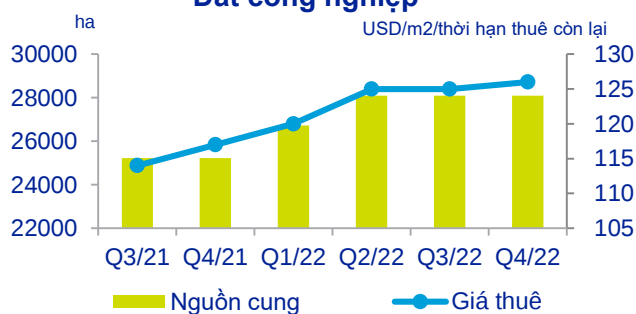
VKTĐDPN bao gồm 8 thành phố/tỉnh: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An, Tiền Giang, Bình Phước và Tây Ninh, trong đó TP.HCM là thành phố lớn nhất của Việt Nam. Khu vực có cảng lớn nhất – Cát Lái và sân bay quốc tế lớn nhất – Tân Sơn Nhất. Chiếm 9% tổng diện tích và 22% tổng dân số, đây là vùng kinh tế trọng hàng đầu Việt Nam và là nơi tập trung các ngành công nghiệp truyền thống như nhựa, may

mặc và dệt may, vốn là xương sống của xuất khẩu của Việt Nam trong khi phía Bắc là nơi đang thu hút các ngành công nghiệp mới.

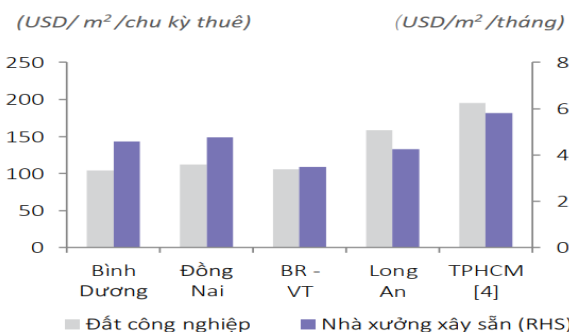
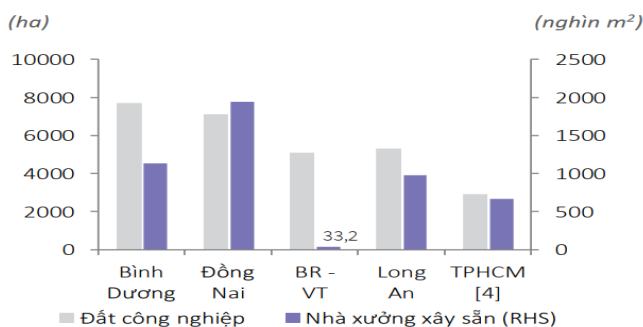
VKTTĐPN có 127 KCN được thành lập với tổng diện tích đất gần 51.000ha, chiếm gần 40% thị phần. Tỉnh Đồng Nai có số lượng KCN cao nhất Việt Nam (32) trong khi Bình Dương có diện tích đất công nghiệp cao nhất với gần 12.700ha, chiếm gần 10% thị phần. TP.HCM có giá thuê đất cao nhất ~180-300 USD/m²/thời hạn thuê còn lại, cao hơn nhiều so với mức trung bình của vùng là 126 USD/m²/thời hạn thuê còn lại (+8,2% n/n và +0,9% q/q). Tỷ lệ lấp đầy trung bình tại VKTTĐPN là 85,6% (-4,4 điểm % theo năm và +0,4 điểm % theo quý). Trong năm 2022, khu vực này chào đón 3 KCN mới là VSIP 3 ở Bình Dương, Việt Phát và Nam Thuận ở Long An.

Về thị trường NXXS, khu vực này có 4,8 triệu m² diện tích thương phẩm (+30,8% n/n) với giá cho thuê trung bình là 4,75 USD/m²/tháng (+0,3% n/n và -1,3% q/q). Tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 83,6% (-2,4 điểm % n/n). Tốc độ tăng trưởng giá thuê khu công nghiệp và NXXS đã chậm lại vào năm 2022 do có thêm nguồn cung mới và suy thoái kinh tế toàn cầu chậm lại khiến các chủ đầu tư giữ ổn định giá chào thuê để thu hút khách hàng.

Đất công nghiệp



Nhà xưởng xây sẵn



Nguồn: JLL.

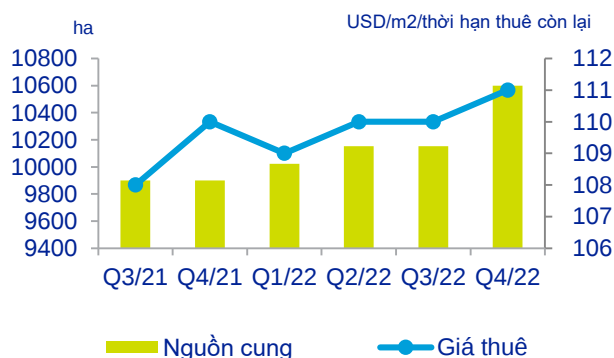
Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc (VKTTĐPB): đứng thứ hai cả nước; khách hàng chủ yếu là các ngành công nghiệp mới

VKTTĐPB bao gồm 7 tỉnh/thành phố: Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Vĩnh Phúc và Quảng Ninh. Đây là vùng kinh tế lớn thứ hai ở Việt Nam và chiếm 5% tổng diện tích và 18% tổng dân số. VKTTĐPB có 86 KCN đã thành lập với tổng diện tích đất gần 26.600ha với Bắc Ninh và Hải Phòng là hai tỉnh có nguồn cung cao nhất thị trường phía Bắc nhờ những lợi thế như khả năng tiếp cận thị trường lao động lớn, cơ sở hạ tầng được cải thiện và sự hỗ trợ tốt từ chính phủ. VKTTĐPB đã thu hút nhiều công ty sản xuất điện tử nổi tiếng như Samsung, LG, Foxconn kéo theo dẫn làn sóng di cư của các công ty vệ tinh và chuỗi cung ứng. Tỷ lệ lấp đầy trung bình vào năm 2022 giảm nhẹ xuống 79,1% (-0,9 điểm % n/n và -1,2 điểm % q/q) trong khi giá thuê đất trung bình

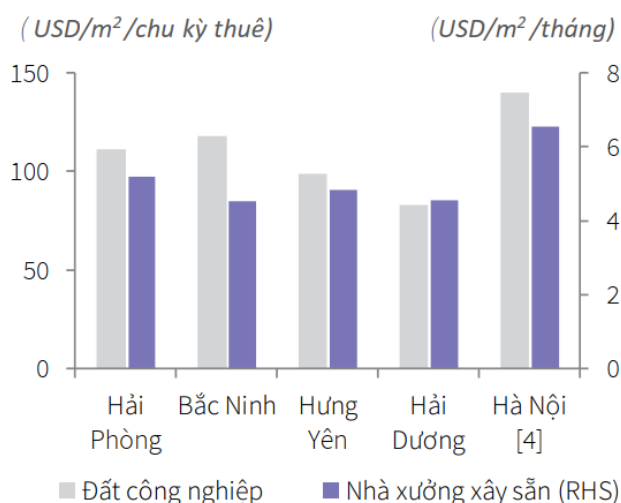
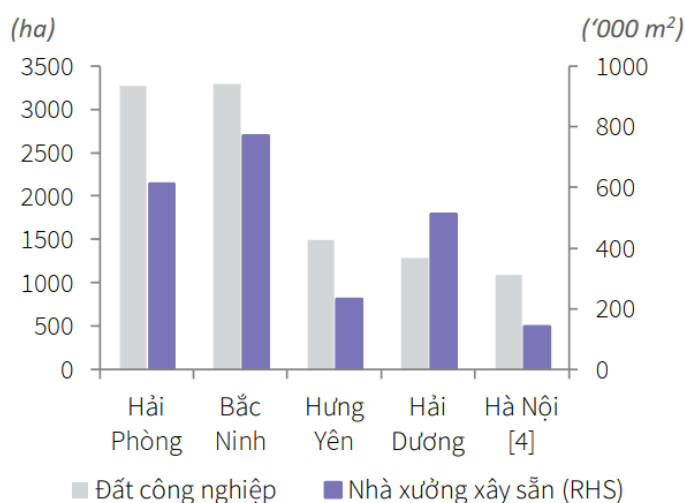
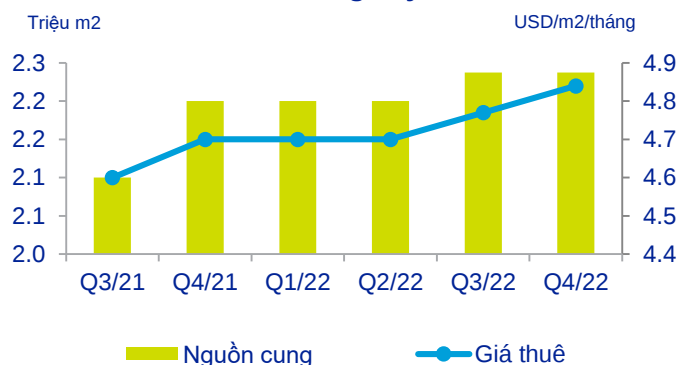
tăng chậm hơn, đạt 111 USD/m²/thời hạn thuê còn lại (+0,9% n/n và +0,9% q/q), theo JLL.

Về thị trường NXXS, tổng nguồn cung đạt 2,2 triệu m² diện tích thương phẩm (+1,7% n/n) với giá thuê trung bình là 4,84 USD/m²/tháng (+3% n/n và +1,5% q/q). Bắc Ninh và Hải Phòng vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng nguồn cung phía bắc với các dự án từ các chủ đầu tư lớn như BWID và KTG.

Đất công nghiệp



Nhà xưởng xây sẵn



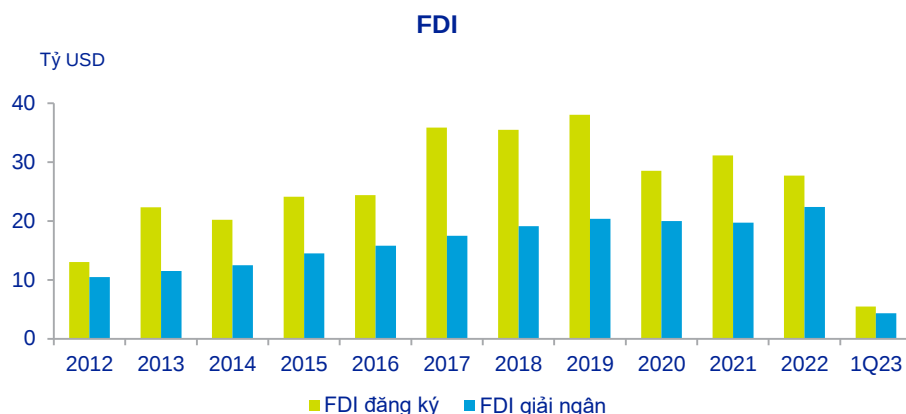
Nguồn: JLL.

FDI – Động lực tăng trưởng chính

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, các KCN và khu kinh tế chiếm 35-40% tổng vốn FDI đăng ký hàng năm hoặc 70-80% vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực sản xuất. Như vậy, FDI là động lực tăng trưởng chính cho phân khúc BĐS công nghiệp.

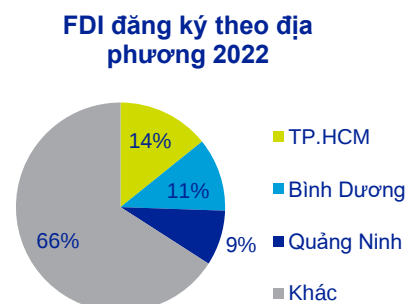
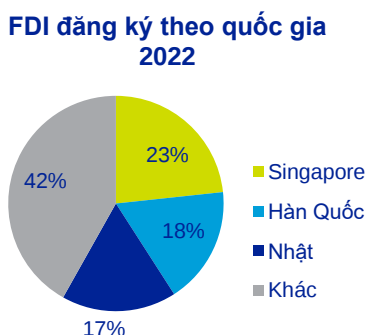
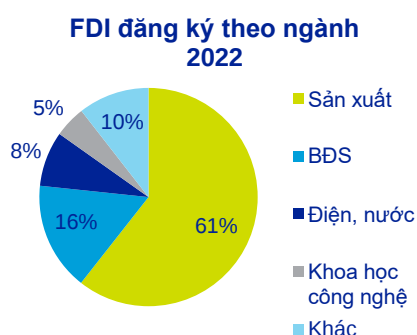
Do sự bùng phát của dịch COVID và suy thoái của kinh tế toàn cầu, vốn FDI đăng ký năm 2022 giảm 11% n/n xuống 27,7 tỷ USD. Ngược lại với sự biến động của vốn FDI đăng ký, vốn FDI giải ngân tăng đều đặn với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 2012-2022 là 7,9%, đạt 22,4 tỷ USD (+14% n/n) vào năm 2022.

Trong Q1/23, vốn FDI đăng ký giảm mạnh xuống 5,45 tỷ USD, giảm 39% n/n do cùng kỳ năm trước ghi nhận dự án LEGO 1,3 tỷ USD. Vốn FDI giải ngân giữ ở mức ổn định trong bối cảnh suy giảm toàn cầu, đạt 4,3 tỷ USD, giảm 2,2% n/n.



Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài.

Sản xuất là lĩnh vực số 1 thu hút vốn FDI với hơn 16,8 tỷ USD, tương đương gần 61% tổng vốn FDI đăng ký. Bất động sản là lĩnh vực hấp dẫn thứ hai, chiếm hơn 16% tổng vốn FDI đăng ký. Singapore là nhà đầu tư số 1 với 6,5 tỷ USD, chiếm hơn 23% tổng vốn FDI đăng ký, tiếp theo là Hàn Quốc và Nhật Bản. TP.HCM là địa điểm thu hút vốn FDI nhiều nhất với 3,9 tỷ USD, chiếm hơn 14% tổng vốn FDI đăng ký, tiếp theo là Bình Dương và Quảng Ninh.



Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài.

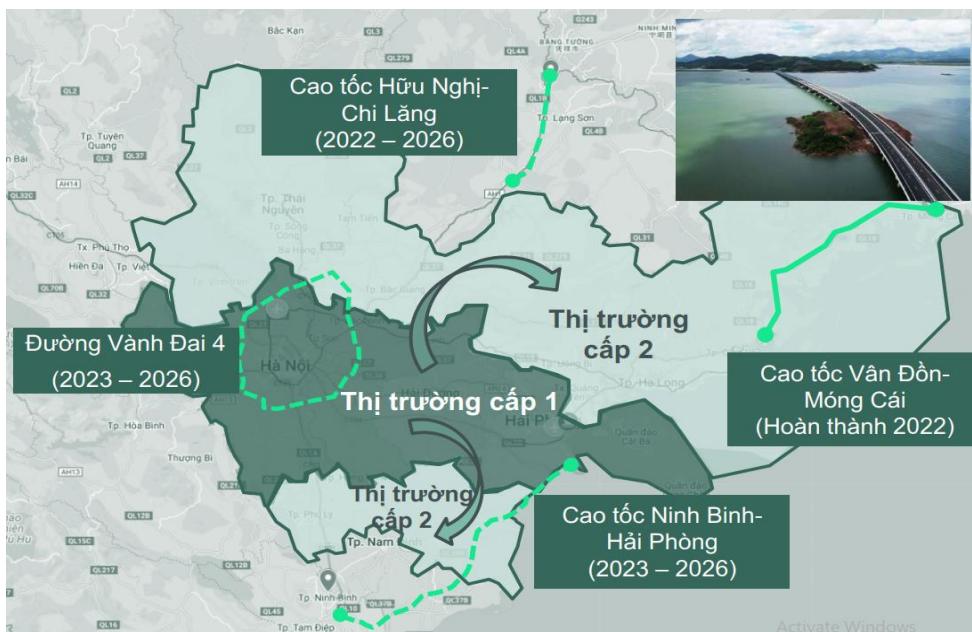
Triển vọng ngành

Chúng tôi đánh giá tích cực về phân khúc này nhờ nhiều yếu tố thuận lợi bao gồm xu hướng Trung Quốc+1, căng thẳng Trung Quốc-Đài Loan, tình hình kinh tế vĩ mô tương đối ổn định, lực lượng lao động dồi dào với chi phí cạnh tranh, giá thuê cạnh tranh, tăng trưởng tầng lớp trung lưu, đầu tư cơ sở hạ tầng và các hiệp định FTA. Mặt khác, sự suy giảm nhu cầu thế giới, thuế tối thiểu toàn cầu, tốc độ tăng trưởng lương sản xuất, giải phóng mặt bằng và cơ sở hạ tầng không tương xứng có thể đặt ra những thách thức đối với sự phát triển của thị trường. Miền bắc được kỳ vọng trở thành cơ sở sản xuất mở rộng từ Trung Quốc và miền nam sẽ vươn lên thành trung tâm logistics khu vực.

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung đất công nghiệp mới ở phía Bắc sẽ nhiều hơn ở phía Nam, đặc biệt là ở Bắc Ninh và Hải Phòng nhờ sự hiện diện của các hãng điện tử lớn như Samsung, LG và chuỗi cung ứng của các Tập đoàn này. Do diện tích đất công nghiệp hạn chế và nhu cầu ổn định từ các công ty nước ngoài nên giá thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng, nhưng với tốc độ chậm hơn đặc biệt là ở phía Nam do nguồn cung mới sẽ dịch chuyển ra ngoài các khu vực truyền thống đến khu vực có giá thuê thấp hơn như Bà Rịa – Vũng Tàu và Tây Ninh ở phía Nam và Quảng Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Hà Nam, Thái

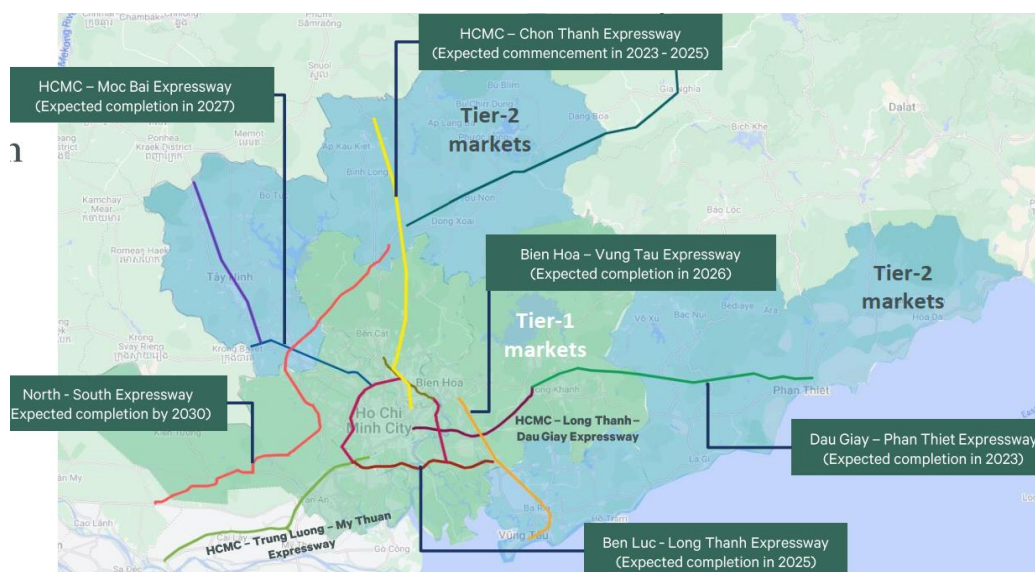
Bình và Nam Định ở phía Bắc. Các tập đoàn đa quốc gia ưa thích các KCN thông minh & sinh thái vì các KCN này sử dụng năng lượng tái tạo, cung cấp dịch vụ logistics hiệu quả hơn cũng như hệ thống xử lý nước & chất thải tốt hơn, v.v.

Xu hướng sắp tới sẽ là các sản phẩm linh hoạt chuyển đổi giữa nhà kho và nhà xưởng để phù hợp với nhu cầu của khách thuê. Nhà kho/nhà xưởng nhiều tầng sẽ trở nên phổ biến hơn ở các thành phố có quỹ đất hạn chế. Giá thuê NXXS có thể tăng nhẹ hoặc duy trì ở mức ổn định khi có nhiều nguồn cung mới được cung cấp ra thị trường.



Nguồn: CBRE.

Ghi chú: Thị trường cấp 1 gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Hải Dương và Hưng Yên. Thị trường cấp 2 gồm tỉnh Quảng Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Hà Nam, Thái Bình và Nam Định.



Nguồn: CBRE.

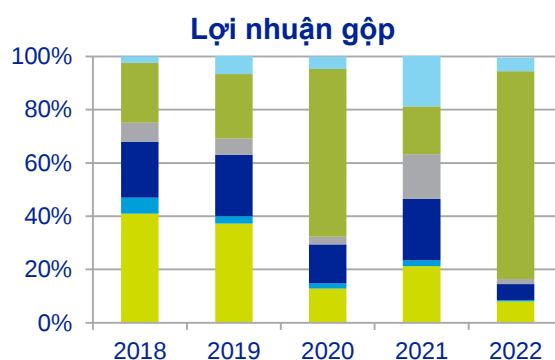
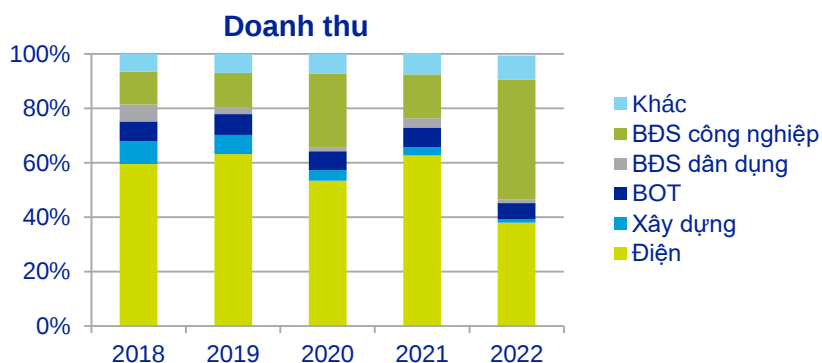
Ghi chú: Thị trường cấp 1 gồm TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An. Thị trường cấp 2 gồm tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Phước, Tây Ninh.

Tổng quan công ty

Khởi đầu là công ty nhà nước và dần chuyển trọng tâm vào mảng bất động sản công nghiệp

IDC là công ty nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng được thành lập năm 2000. Công ty IPO vào năm 2017 với vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng. Trong năm 2020, Bộ Xây dựng đã thoái vốn thành công toàn bộ 108 triệu cổ phần, tương đương 36% vốn nhà nước tại IDC với giá trúng thầu bình quân là 26.936 đ/cp. Năm 2022, công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10% và tăng vốn điều lệ lên 3.300 tỷ đồng. Hiện IDICO đứng thứ 4 về vốn hóa thị trường trong phân khúc BĐS công nghiệp với 4 lĩnh vực kinh doanh chính: BĐS công nghiệp, BĐS dân dụng, điện và dịch vụ.

Trước năm 2022, điện là ngành đóng góp doanh thu lớn nhất, thường chiếm trên 50% tổng doanh thu và trên 10% lợi nhuận gộp trong khi BĐS công nghiệp đứng thứ hai, thường đóng góp trên 10% tổng doanh thu và hơn 18% lợi nhuận gộp. Năm 2022, BĐS công nghiệp trở thành mảng kinh doanh lớn nhất với tỷ trọng doanh thu 44% và tỷ trọng lợi nhuận gộp 78% khi công ty dần thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê KCN từ hàng năm sang một lần bắt đầu từ năm 2020.



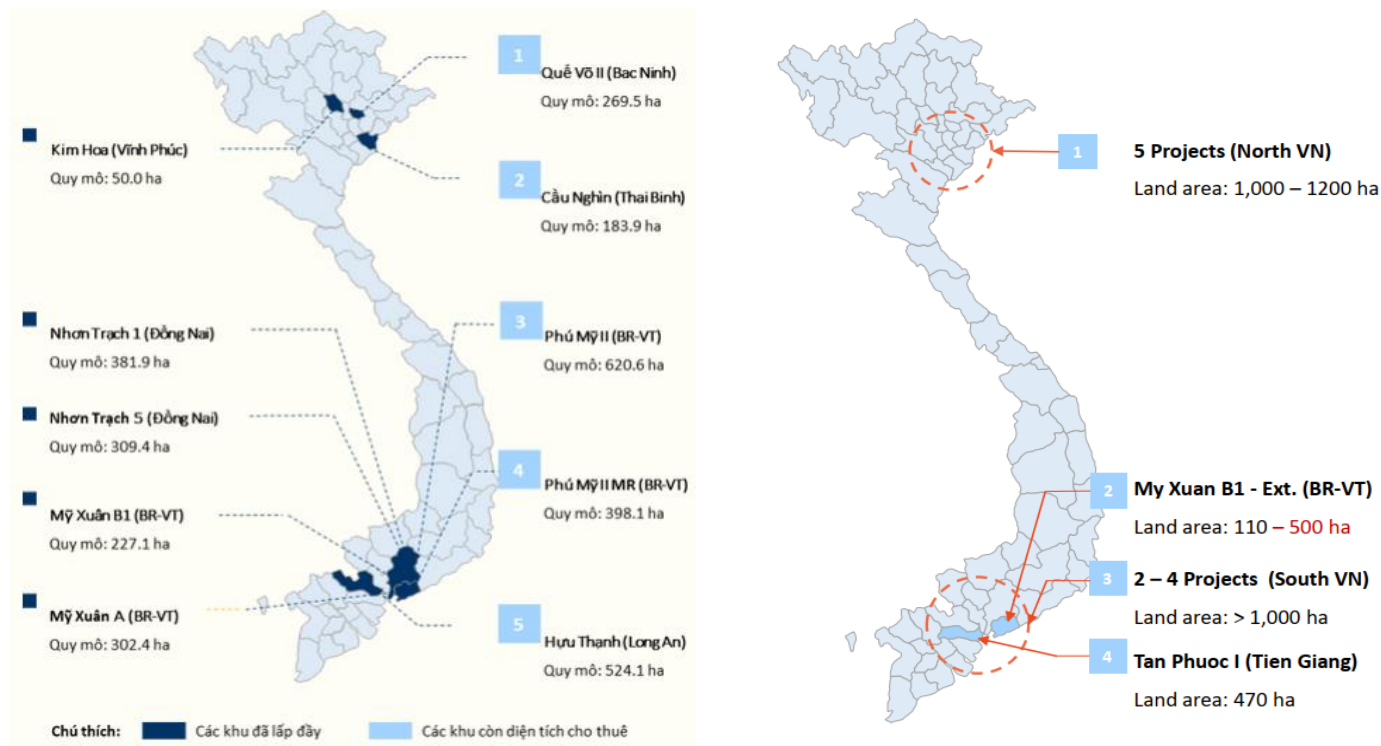
Nguồn: IDC, ACBS.

Bất động sản công nghiệp: động lực tăng trưởng dài hạn

IDICO hiện có 10 KCN đang hoạt động với tổng diện tích đất 3.267ha, chiếm 2,6% thị phần cả nước. 5 KCN đã được lấp đầy và 5 KCN sẵn sàng cho thuê với diện tích thương phẩm còn lại hơn 751ha tính đến cuối năm 2022 như được trình bày chi tiết trong Hình 1 và Bảng 1 bên dưới. Các KCN này đã thu hút hơn 280 khách thuê với tổng vốn đầu tư đăng ký trên 8 tỷ USD. Một số khách thuê quốc tế đáng chú ý là Honda, Posco và Heineken.

Bất chấp nhu cầu toàn cầu chậm lại và suy thoái kinh tế, triển vọng dài hạn của phân khúc bất động sản công nghiệp vẫn tích cực. Do đó, IDC tiếp tục mở rộng quỹ đất với kế hoạch phát triển thêm khoảng 10 KCN với tổng diện tích hơn 2.600ha, trong đó có 5 dự án ở phía Bắc với tổng diện tích 1.000-1.200ha, 2-4 dự án phía Nam với tổng diện tích hơn 1.000ha, dự án Mỹ Xuân B1 mở rộng tại Bà Rịa – Vũng Tàu diện tích 110-500ha và Tân Phước 1 tại Tiền Giang với diện tích 470ha.

Hình 1: Các KCN đang vận hành và các KCN mới trong kế hoạch



Bảng 1: Tổng hợp các KCN đang hoạt động

Dự án	Vị trí	TLSH	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tổng diện tích (ha)	DT thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lắp đầy	Giá thuê (USD/m2)	Ghi chú
KCN đã lắp đầy			1.925	1.271	949	100%	n/a	
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	100%	252	50	46	100%	n/a	Honda là khách thuê duy nhất
Mỹ Xuân B1	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	544	227	160	100%	n/a	n/a
Mỹ Xuân A	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	342	302	229	100%	n/a	Heineken thuê 43ha với tổng vốn đầu tư 308 triệu USD.
Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	100%	458	382	284	100%	n/a	KCN đầu tiên IDC phát triển.
Nhơn Trạch 5	Đồng Nai	100%	329	309	229	100%	n/a	Hyosung là khách thuê lớn với tổng vốn đầu tư 2 tỷ USD.
KCN đang triển khai			13.740	1.996	1.392	46%	123	
Cầu Ngần	Thái Bình	100%	1.160	184	103	8,3%	>65	Kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc+1
Hựu Thạnh	Long An	100%	6.922	524	395	15,6%	>140	Khách thuê lớn: Kizuna, Nature Foods
Phú Mỹ 2	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	1.900	621	443	73,2%	>125	Khách thuê lớn: POSCO, Linde, Behn Meyer
Phú Mỹ 2 mở rộng	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	1.880	398	273	56,8%	>125	
Quế Võ 2	Bắc Ninh	51%	1.500	270	177	51,3%	>115	Nằm gần nhà máy Samsung và Foxconn, phù hợp với ngành công nghiệp phụ trợ. Khách thuê lớn: Amtek, Lixco

Nguồn: IDC, ACBS

IDC sẽ dẫn thay đổi phương pháp hạch toán doanh thu và lợi nhuận cho thuê KCN từ hàng năm sang một lần, do đó, doanh thu chưa thực hiện 4.600 tỷ đồng vào cuối năm 2022 sẽ dẫn được ghi nhận trong giai đoạn 2023-2026 với lợi nhuận gộp dự kiến là ~2.300 tỷ đồng. Thay đổi này sẽ khiến kết quả kinh doanh của IDC biến động mạnh hơn theo dòng vốn FDI trong tương lai.

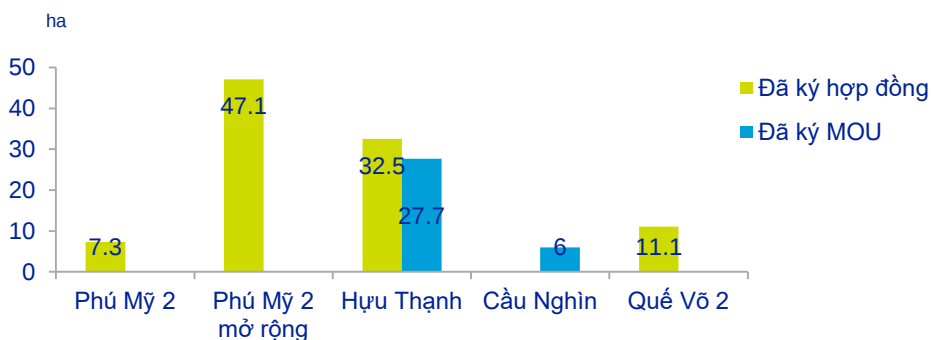
Công ty đã cho thuê 131,8ha trong năm 2022 (+29% n/n), trong đó KCN Hữu Thạnh là điểm sáng với 60,2ha, tiếp theo là Phú Mỹ 2 mở rộng với 47,1ha. Hầu hết các khách hàng trong năm 2022 hoạt động trong lĩnh vực logistics, sản phẩm xây dựng, container và bao bì. Năm 2022, doanh thu BĐS công nghiệp tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ, lên hơn 4.200 tỷ đồng nhờ bàn giao 91,5ha, trong đó KCN Hữu Thạnh có 32ha được ghi nhận với giá cho thuê khoảng 130 USD/m²/thời hạn cho thuê còn lại. Biên lợi nhuận gộp ở mức cao 70% (+51 điểm % n/n) nhờ ghi nhận gần 1.500 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện của KCN Nhơn Trạch 5 khi thay đổi phương pháp hạch toán từ hàng năm sang một lần và giá thuê trung bình tăng 7-13% n/n tại các KCN Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 mở rộng và Hữu Thạnh.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê ký mới là gần 93ha (-30% n/n) do lo ngại về sự sụt giảm vốn FDI đăng ký trong năm 2022 (27,7 tỷ USD, -11% n/n) và trong Q1/23 (5,45 tỷ USD, -39% n/n) do nhu cầu thế giới giảm và kinh tế toàn cầu khó khăn. Nếu những trở ngại này kéo dài thì dòng vốn đầu tư vào Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn do các nhà đầu tư có thể sẽ tiếp tục giảm thiểu rủi ro và duy trì tiền mặt để phòng thủ hơn là mở rộng/di dời nhà máy. Doanh thu mảng BĐS công nghiệp của IDC ước đạt gần 3.500 tỷ đồng (+5% n/n) với khoảng 118ha được bàn giao (+29% n/n) nhưng không ghi nhận doanh thu chưa thực hiện từ việc thay đổi phương pháp hạch toán từ hàng năm sang một lần.

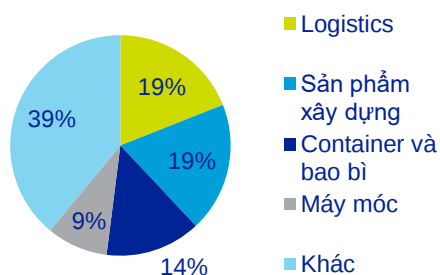
Diện tích ký mới



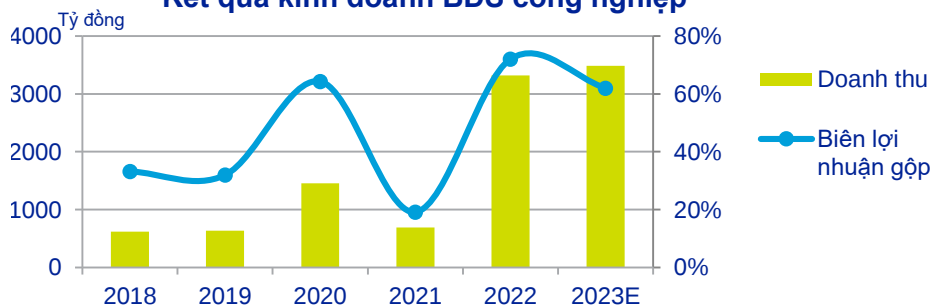
Diện tích ký mới 2022 chia theo KCN



Ngành của khách thuê 2022



Kết quả kinh doanh BĐS công nghiệp



Nguồn: IDC, ACBS, Cục đầu tư nước ngoài.

KCN Hựu Thạnh là động lực tăng trưởng chính của phân khúc BĐS công nghiệp

KCN Hựu Thạnh tọa lạc tại huyện Đức Hòa, tỉnh Long An với tổng diện tích 524ha, chiếm 5% thị phần tỉnh, cách TP.HCM 40km, cảng Cát Lái 57km, cảng Long An 51km và đường cao tốc TP.HCM-Long Thành 16km. Long An là cửa ngõ kết nối TP.HCM với đồng bằng sông Cửu Long - vùng sản xuất nông nghiệp và thủy sản lớn nhất Việt Nam nên các KCN tại tỉnh này thu hút nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ trong lĩnh vực hàng tiêu dùng và logistics. KCN có tổng vốn đầu tư 6.922 tỷ đồng, tổng doanh thu dự kiến 12.500 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp ~50%.

KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng nằm ở một trong những vị trí đẹp nhất của Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam

IDICO có 4 KCN tại Bà Rịa – Vũng Tàu với tổng diện tích 1.548ha, chiếm 18% thị phần tỉnh. Trong đó, các KCN Mỹ Xuân B1 và Mỹ Xuân A đã được lấp đầy và các KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng có thể tiếp tục cho thuê mới với tổng diện tích thương phẩm còn lại là 237ha tính đến cuối năm 2022. Hai KCN này cách TP.HCM 67km, cảng Cát Lái 53km và sân bay quốc tế Long Thành 40km. Đặc biệt, 2 KCN này nằm sát bên cạnh cảng Cái Mép – Thị Vải được World Bank và S&P Global Market Intelligence xếp thứ 11 trong 370 cảng/cụm cảng hiệu quả nhất toàn cầu năm 2021 và có thể tiếp nhận tàu trọng tải lên đến 200.000 DWT. Do đó, hai KCN này phù hợp với các khách hàng sản xuất công nghiệp nặng, cần diện tích thuê đất lớn và có nhu cầu xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu cao. Công ty thép Hàn Quốc POSCO thuê 142ha và Hòa Phát (HSX: HPG) thuê 42ha để sản xuất container, điện tử lạnh... tại 2 KCN này. Các KCN này ước tính có biên lợi nhuận gộp rất cao, khoảng 70-80% do chi phí giải phóng mặt bằng thấp đã được chi từ 16 năm trước.

KCN Cầu Ngân được kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc+1

KCN Cầu Ngân nằm trên Quốc lộ 10 nối Hà Nội với các tỉnh phía Bắc như Hải Phòng và Hải Dương, cách Hà Nội 107km, cảng Đình Vũ 55km và đường cao tốc Hà Nội-Hải Phòng 30km. Do đó, dự kiến sẽ được hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc+1. KCN này còn khoảng 105ha trong tổng số 184ha chưa giải phóng mặt bằng và đã được phê duyệt chuyển từ đất trồng lúa sang đất công nghiệp vào tháng 7/2022. Biên lợi nhuận gộp được dự phóng ở mức thấp do giá thuê hiện chỉ hơn USD65/m2/thời hạn thuê còn lại, thấp hơn nhiều so với các KCN khác của IDC.

KCN Quế Võ 2 phù hợp với ngành công nghiệp phụ trợ

KCN Quế Võ 2 thuộc tỉnh Bắc Ninh, gần các nhà máy của Samsung và Foxconn và phù hợp với ngành công nghiệp phụ trợ. KCN này còn hơn 100ha trong tổng số 270ha chưa giải phóng mặt bằng và đang chờ Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chuyển từ đất trồng lúa sang đất công nghiệp. Cũng giống như KCN Cầu Ngân, quá trình giải phóng mặt bằng có thể không gặp nhiều khó khăn do IDC có dư tiền mặt cao và người dân sống ở khu vực này sẵn sàng bán đất để làm công nhân trong các nhà máy của Samsung, Canon, Foxconn, v.v. hơn là làm nông dân.

KCN Tân Phước 1 hưởng lợi từ nguồn cung đất công nghiệp hạn chế tại Tiền Giang

KCN Tân Phước 1 nằm ở Tiền Giang, một tỉnh thuộc đồng bằng sông Cửu Long - vùng sản xuất nông nghiệp và thủy sản lớn nhất Việt Nam và gần cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận. IDC có thể hưởng lợi từ nguồn cung đất công nghiệp hạn chế ở Tiền Giang do tỉnh này chỉ có 4 KCN được thành lập với tổng diện tích đất hơn 1.100ha, trong đó có 2 KCN đã lấp đầy. IDC đang nắm giữ 65% cổ phần KCN Tân Phước 1. Đề xuất đầu tư dự án

này đã được trình Thủ tướng vào tháng 1/2023 và dự kiến sẽ được phê duyệt trong năm nay. Khoảng 170ha trong tổng số 470ha của KCN này chưa được giải phóng mặt bằng và là đất trồng cây ngắn ngày.

Các dịch vụ liên quan đến KCN

Để thu hút thêm nhiều khách thuê tiềm năng vào các KCN của mình và cung cấp các dịch vụ hỗ trợ tốt hơn cho các khách thuê hiện tại, IDC phát triển các nhà xưởng xây sẵn (NXXS) và nhà kho xây sẵn (NKXS) để cho thuê, xây dựng các cơ sở xử lý nước và chất thải, cung cấp nước và đầu tư vào các dự án giao thông BOT.

IDC sẽ phát triển hơn 110ha NXXS/NKXS tại 6 KCN với giá cho thuê dự kiến là 4,5-5 USD/m²/tháng như trong bảng dưới đây. Tại KCN Nhơn Trạch 1, IDC đã được cấp giấy phép xây dựng 1,4 ha GFA đầu tiên trên tổng 5,2 ha cho NXXS. Tại KCN Hựu Thạnh, công ty bắt đầu triển khai 9,3 ha với GFA là 5,7 ha cho NXXS và NKXS.

Dự án	Tổng diện tích (ha)	Thời gian triển khai
Hựu Thạnh	30	Từ 2023
Nhơn Trạch 1	20	Từ 2023
Phú Mỹ 2 mở rộng	10	n/a
Phú Mỹ 2	10	n/a
Quế Võ	20	n/a
Cầu Ngìn	20	n/a

Nguồn: IDC

Bất động sản nhà ở dự kiến hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ nhà ở xã hội và nhà ở công nhân

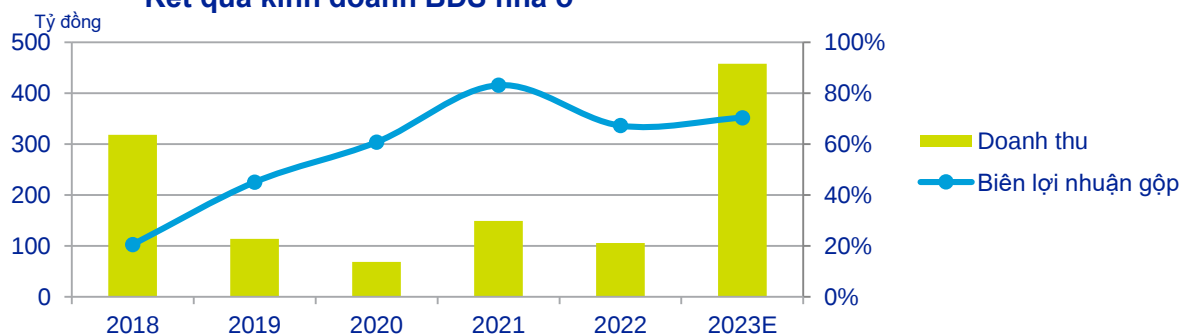
IDICO có 13 dự án nhà ở với tổng diện tích đất gần 105ha tại Đồng Nai, Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu, Cần Thơ và Hà Nam như được liệt kê chi tiết trong Bảng 2. Sáu dự án nhà ở xã hội và công nhân với tổng diện tích đất trên 83ha dự kiến sẽ được hưởng gói hỗ trợ 120.000 tỷ đồng cho chủ đầu tư và người mua nhà tại các dự án nhà ở xã hội, nhà ở công nhân với lãi suất thấp hơn 1,5-2% so với lãi suất cho vay trung và dài hạn của 4 ngân hàng thương mại nhà nước (BIDV, Vietcombank, Vietinbank, Agribank), theo Nghị quyết số 33/NQ-CP ban hành ngày 11/3/2023.

Năm 2023, IDC dự kiến ghi nhận giao dịch chuyển nhượng 2,1ha đất thương mại dịch vụ tại Khu dân cư phường 6, Tân An, Long An cho AEON với doanh thu dự kiến 15 triệu USD. Do đó, doanh thu từ bất động sản nhà ở trong 2023 ước tính tăng gấp 4 lần so với năm ngoái lên 458 tỷ đồng.

Bảng 2: Tóm tắt các dự án bất động sản nhà ở

Dự án	Vị trí	TLSH	Vốn đầu tư dự kiến (tỷ đồng)	Vốn đầu tư lũy kế (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	DT còn lại	Tiến độ
Dự án nhà ở xã hội (NOXH) và nhà ở công nhân (NOCN)							
NOCN ở KCN Nhơn Trạch (1)	Đồng Nai	100%	820	360	10,0	Tổng GFA = 177.088 m ² . Còn lại 17 block để bán	Điều chỉnh QH 1/500 tăng từ 9 tầng lên 25 tầng. Dự kiến triển khai từ 2028.
NOCN ở KCN Nhơn Trạch (2)	Đồng Nai	100%	1.138	10	10,0	34.775 m ² đất ở, 6.434 m ² xây dựng nhà liên kế và 28.341 m ² xây dựng chung cư.	Đã nhận bàn giao đất. Dự kiến triển khai từ 2026.
KDC và nhà ở công nhân KCN Hựu Thạnh	Long An	100%	1.729	638	47,1	Đã đền bù GPMB 40,4ha, 2,2ha còn phải GPMB và 4,5ha không phải GPMB	Đã có quyết định giao đất GĐ1 là 33,4ha. Dự kiến triển khai từ 2025.
Khu tái định cư KCN Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước	Đồng Nai	100%	191	25	4,9	Diện tích nhà ở là 2,9ha	GĐ1: đang làm thủ tục pháp lý
NOCN ở KCN Mỹ Xuân B1	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	270	25	3,4	n/a	n/a
NOXH Vĩnh Cửu	Đồng Nai	100%	n/a	n/a	7,9	n/a	n/a
Các dự án nhà ở khác							
Chung cư đường quốc lộ 1K Hóa An	Đồng Nai	67%	216	187	7,0	Diện tích đất ở còn lại là 2,3ha	Đang GPMB và dự kiến triển khai từ 2028
KDC TT mở rộng	Long An	51%	423	418	3,1	2,9ha còn lại dành cho TMDV, giáo dục, y tế	Chuyển nhượng 2,1ha cho Aeon
An Hòa	Đồng Nai	100%	272	198	3,9	Lô A biệt thự 2.507 m ² và Lô G cho chung cư 5.913m ² chưa triển khai	Đang xem xét các phương án điều chỉnh quy hoạch. Dự kiến triển khai từ 2025.
Trụ sở IDICO-INCO 10	Cần Thơ	98%	76	3	0,5	n/a	n/a
Khách sạn – condotel Thùy Dương	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	n/a	n/a	0,7	n/a	n/a
Conac Plaza	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	n/a	n/a	0,8	GFA = 78.884 m ² . 31 block và 543 căn	n/a
Bắc Châu Giang	Hà Nam	51%	672	257	5,7	n/a	n/a

Kết quả kinh doanh BĐS nhà ở



Nguồn: IDC, ACBS.

Điện: tăng trưởng theo mảng BĐS công nghiệp

IDICO hiện có 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất 114MW với chi tiết như được trình bày trong Bảng 3. Theo ENSO, giai đoạn La Nina được dự báo sẽ kết thúc sớm và thay thế bằng El Nino trong giai đoạn 2023-2024, do đó chúng tôi cho rằng lượng mưa giai đoạn này sẽ thấp hơn mức trung bình nhiều năm và tăng trưởng sản lượng cũng như lợi nhuận của 2 nhà máy thủy điện sẽ bị ảnh hưởng.

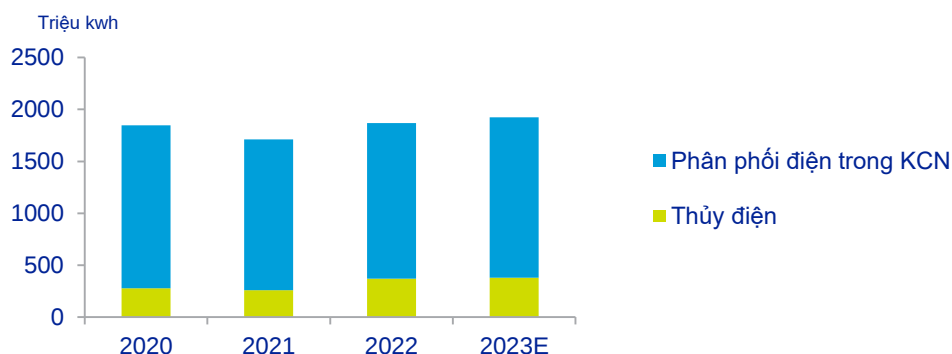
Bảng 3: Tổng hợp các dự án thủy điện

Dự án	Vị trí	TLSH	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng trung bình (triệu kwh)	Doanh thu trung bình (tỷ đồng)	Năm khởi công	Năm bắt đầu vận hành	Ghi chú
Dak Mi 3	Quảng Nam	100%	1.626	63	200	180	2013	2017	Hoạt động trở lại từ 20/10/2022 sau thời gian bảo trì kéo dài
Shrok Phu Mieng	Bình Phước	51%	1.048	51	270	293	2003	2006	

Nguồn: IDC, ACBS.

IDC dự kiến sẽ khai thác 1.000ha mặt nước tại 2 nhà máy thủy điện để tạo ra ~1.000MW điện mặt trời và đầu tư 120MW điện mặt trời áp mái trước năm 2026. Công ty đã triển khai dự án điện mặt trời áp mái đầu tiên với công suất 1,1MWp và dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 4/2023.

Đối với mảng phân phối điện, IDC hiện có 100km đường dây phân phối, 2 trạm biến áp 110/22kV Tuy Hạ (229MVA) và Nhơn Trạch 5 (189MVA) với tổng công suất 418MVA, doanh thu bình quân khoảng 2.500 tỷ đồng. IDICO có thể là một trong hai công ty niêm yết duy nhất tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam ngoài Sài Gòn VRG (UpCOM: SIP) được Bộ Công Thương cấp phép xây dựng trạm biến áp 110kV phân phối điện cho khách thuê tại các KCN. Đây là một lợi thế của IDC vì giấy phép này rất hiếm khi được cấp cho đơn vị ngoài EVN và biên lợi nhuận từ phân phối trực tiếp cao hơn các chủ đầu tư BĐS công nghiệp khác khi chỉ đơn thuần là trung gian mua sỉ từ EVN và bán lẻ lại cho khách thuê.

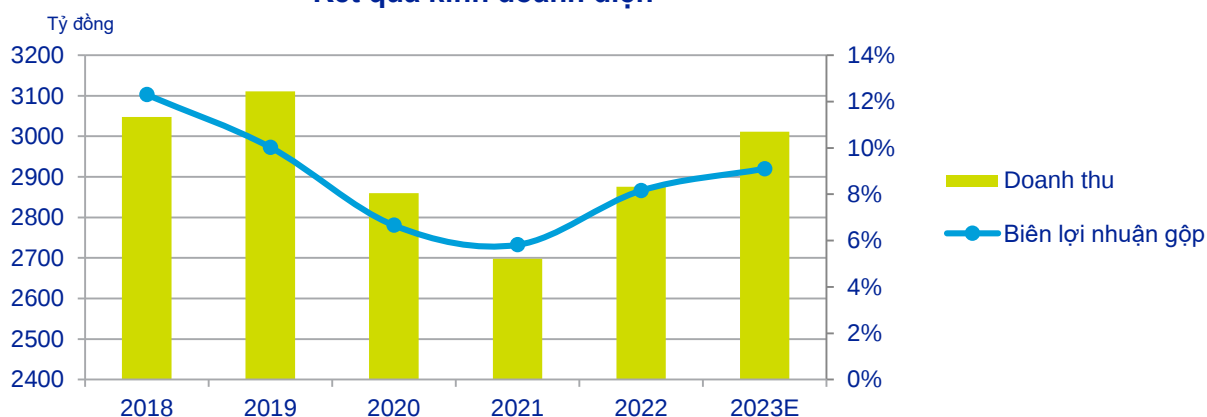
Sản lượng điện

Nguồn: IDC, ACBS.

Công ty đang xây dựng trạm biến áp 110/22kV tại KCN Hựu Thạnh với tổng công suất 189 MW, tổng vốn đầu tư 284 tỷ đồng, sản lượng trung bình dự kiến 680-760 triệu kwh và doanh thu hằng năm dự kiến là 1.400-1.500 tỷ đồng. Giai đoạn 1 là 63 MVA dự kiến bắt đầu cấp điện vào tháng 12/2023.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng điện sẽ tăng 5% n/n vào năm 2023, đạt ~3.000 tỷ đồng với giả định giá điện tăng 8% n/n và sản lượng điện tăng 3% n/n, do có thêm khách thuê ở các KCN và nhà máy Đak Mi 3 hoạt động trở lại từ ngày 20/10/2022 sau một thời gian dài bảo trì, bảo dưỡng.

Kết quả kinh doanh điện



Nguồn: IDC, ACBS.

BOT: nguồn thu ổn định

Công ty hiện có 2 dự án BOT: Quốc lộ 1A An Sương – An Lạc tại TP.HCM và mở rộng Quốc lộ 51 tại Đồng Nai và Bà Rịa – Vũng Tàu với chi tiết được trình bày trong Bảng 4. Dự án Quốc lộ 1A An Sương – An Lạc tạo ra doanh thu ổn định 300-400 tỷ đồng/năm và biên lợi nhuận gộp khoảng 50% trong khi dự án mở rộng QL51 dừng thu phí từ 13/1/2023 và được ghi nhận vào lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết.

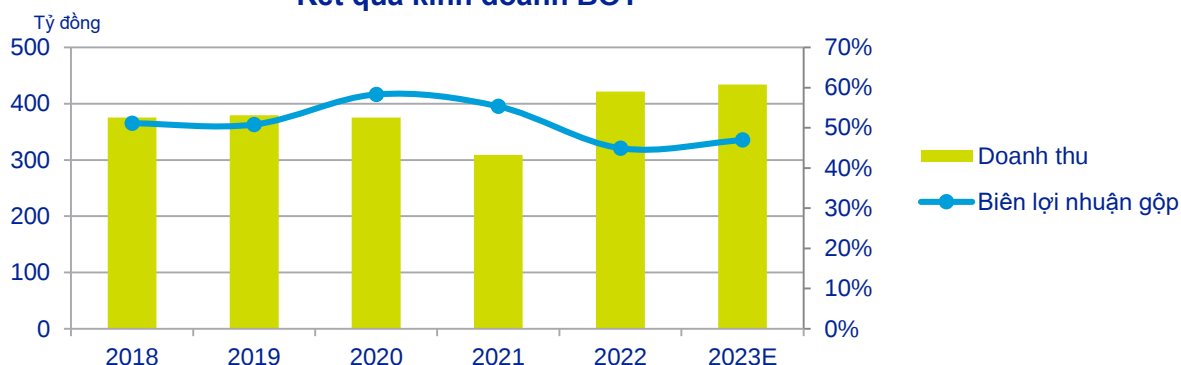
Bảng 4: Các dự án BOT

Dự án	Vị trí	TLSH	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Chiều dài (km)	Năm khởi công	Thời gian thu phí	Ghi chú
Quốc lộ 1A An Sương – An Lạc	HCMC	57,5%	832	14	2001	2005-2033	
Quốc lộ 51 mở rộng	Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu	49,0%	3.700	72,7	2009	2012-2023	Dừng thu phí từ 13/1/2023

Nguồn: IDC, ACBS.

Với giả định giá thu phí không thay đổi và lượt xe tăng trưởng 3% n/n, chúng tôi kỳ vọng doanh thu BOT sẽ tăng 3% n/n, đạt 434 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 47% trong 2023.

Kết quả kinh doanh BOT



Nguồn: IDC, ACBS.

Kết quả kinh doanh tăng mạnh trong năm 2022 và có thể đi ngang trong năm 2023

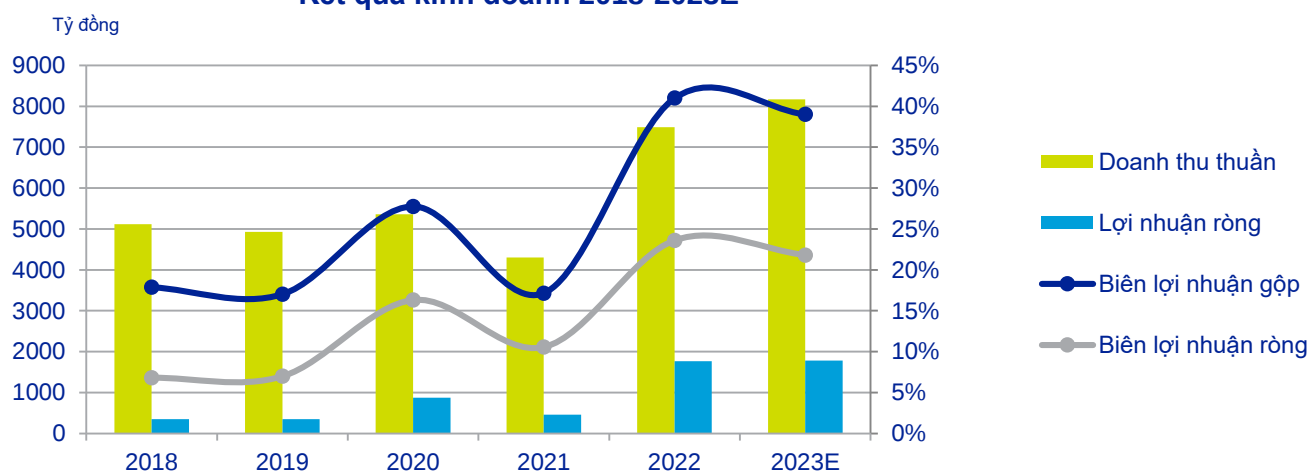
Trong giai đoạn 2018-2022, doanh thu thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm khiêm tốn là 11% với 60-70% tổng doanh thu trong giai đoạn 2018-2021 đến từ các mảng kinh doanh ổn định là điện và BOT. Năm 2022, doanh thu thuần tăng 74% n/n, đạt 7.486 tỷ đồng chủ yếu nhờ mảng BĐS công nghiệp tăng gấp 5 lần, đạt 3.322 tỷ đồng với 91,5ha được bàn giao và ghi nhận tại các KCN Hựu Thạnh, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng cũng như ghi nhận ~1.500 tỷ đồng từ doanh thu chưa thực hiện tại KCN Nhơn Trạch 5 khi thay đổi phương pháp hạch toán từ hàng năm sang một lần.

Mặt khác, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2018-2022 ấn tượng là 47% chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp cao 41% năm 2022 (do đóng góp doanh thu từ mảng kinh doanh BĐS công nghiệp cao hơn) so với mức 17-28% trong giai đoạn 2018-2021.

Đối với năm 2023, kết quả kinh doanh dự kiến đi ngang với ước tính doanh thu thuần gần 8.200 tỷ đồng (+9% n/n) và lợi nhuận trước thuế 2.677 tỷ đồng (+2% n/n) với các giả định sau:

- (1) Khoảng 118ha đất công nghiệp được bàn giao và ghi nhận (+29% n/n) và không ghi nhận doanh thu chưa thực hiện từ việc thay đổi phương pháp hạch toán từ hàng năm sang một lần,
- (2) Chuyển nhượng 2,1ha đất thương mại dịch vụ tại khu dân cư phường 6, Tân An, Long An cho AEON với doanh thu dự kiến 15 triệu USD,
- (3) Giá điện tăng 8% và sản lượng điện tăng 3% n/n do có thêm khách thuê tại các KCN và nhà máy Đak Mi 3 hoạt động trở lại từ 20/10/2022,
- (4) không thay đổi giá thu phí BOT và lượt xe tăng trưởng 3% n/n,
- (5) Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu duy trì ở mức ổn định 4,5%,
- (6) Chi phí lãi vay thuần tăng 21% n/n, đạt 69 tỷ đồng,
- (7) Thuế suất TNDN dự phóng ở mức 22,5%.

Kết quả kinh doanh 2018-2023E

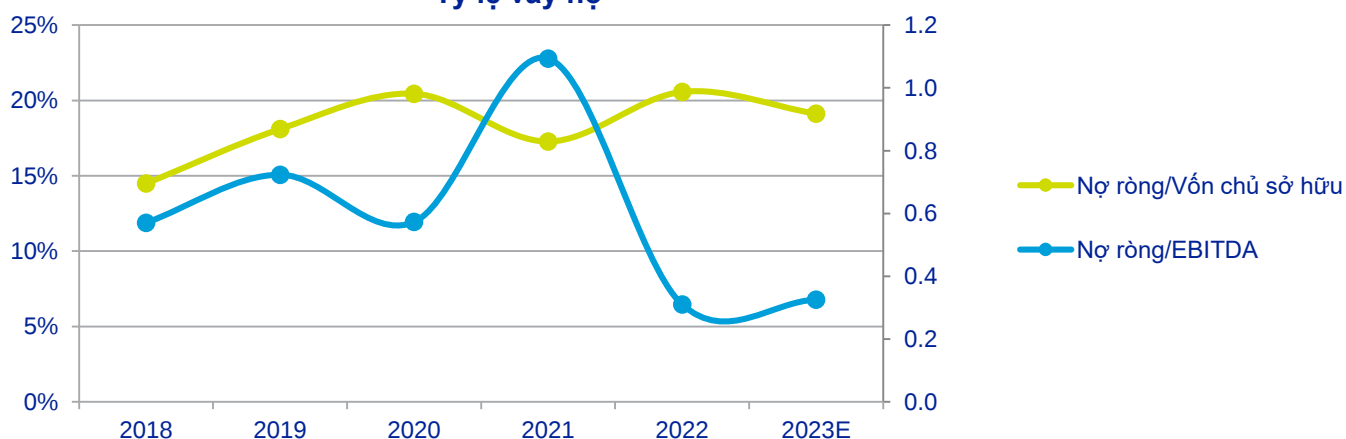


Nguồn: IDC, ACBS.

Tình hình tài chính tốt

IDICO duy trì sức khỏe tài chính tốt trong giai đoạn 2018-2022 với tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu trong khoảng 15-20% và tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA dưới 1x (ngoại trừ năm 2021). Vào cuối năm 2022, công ty có dư nợ vay gần 3.500 tỷ đồng, tất cả đều là đồng Việt Nam và có tài sản đảm bảo. Nợ dài hạn chiếm 78% tổng nợ, trong đó gồm 400 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn năm 2025 với lãi suất cố định 8%/năm, còn lại là vay ngân hàng với lãi suất thả nổi. Với số dư tiền và tương đương tiền là 2.130 tỷ đồng, gấp 2,8 lần dư nợ ngắn hạn, chúng tôi cho rằng IDC sẽ không gặp khó khăn trong việc hoàn thành nghĩa vụ tài chính của mình trong năm nay.

Tỷ lệ vay nợ



Nguồn: IDC, ACBS.

So sánh với các công ty cùng ngành

So sánh với các công ty BĐS công nghiệp khác thì IDC có hệ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh tương đối thấp, biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ nợ vay ở mức trung bình, ROE cao nhất, P/E thấp và P/B cao.

Bảng 5: Các công ty BĐS công nghiệp niêm yết

Mã cp	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	Thanh toán hiện hành	Thanh toán nhanh	BLNG 2022	2022 Nợ ròng/ VCSH	2022 Nợ ròng/ EBITDA	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)
BCM	Becamex IDC	82.697	1,5	0,2	42,4	80,1	8,8	10,2	58,9	4,9
KBC	Kinh Bắc	20.035	2,6	0,7	10,4	19,7	4,4	10,1	13,1	1,2
VGC	Viglacera	16.365	1,0	0,5	29,0	16,2	0,3	23,5	9,4	2,0
IDC	IDICO	13.101	1,8	1,2	43,4	20,6	0,3	50,1	7,7	2,6
ITA	Tân Tạo	3.960	3,6	0,1	15,0	0,1	0,0	(2,6)	N/A	0,4
SZC	Sonadezi Châu Đức	3.350	1,1	0,2	44,0	151,8	3,3	13,1	19,1	2,2
NTC	Nam Tân Uyên	2.695	3,7	3,5	36,1	(147,4)	(5,0)	38,1	10,5	3,8
TIP	KCN Tín Nghĩa	1.300	14,9	2,6	70,6	(13,1)	(2,2)	8,8	7,2	0,8
LHG	Long Hậu	1.200	2,4	1,3	55,8	(70,5)	(4,3)	13,6	5,9	0,8
SZL	Sonadezi Long Thành	951	2,9	2,1	40,8	(15,4)	(0,6)	13,4	12,0	1,6
MH3	Minh Hưng 3	876	11,7	11,4	32,7	(217,6)	(13,5)	20,5	9,0	1,7
IDV	Vĩnh Phúc	847	2,5	2,2	67,9	(32,9)	(2,6)	18,7	7,3	1,3
D2D	CTCP PTĐTCN Số 2	813	6,5	3,7	43,9	(29,5)	(9,8)	1,6	47,4	0,8
VRG	PTĐTKCN Cao su VN	546	10,3	8,3	49,6	(62,6)	(19,2)	1,2	11,1	2,0
Average		9.456	4,7	2,7	41,5	(21,5)	(3,7)	15,7	16,8	1,9

Nguồn: Bloomberg, 12/4/2023.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với các dự án đang triển khai, giá trị sổ sách đối với các dự án chưa hoàn thiện hồ sơ pháp lý, chưa giải phóng mặt bằng hoặc chưa có kế hoạch triển khai và giá trị thị trường đối với các cổ phiếu niêm yết. Chi tiết định giá được tóm tắt trong bảng dưới đây.

Sử dụng phương pháp NAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 47.044 đ/cp vào cuối 2023 và đưa ra khuyến nghị MUA dựa trên triển vọng dài hạn tích cực của mảng BĐS công nghiệp, nguồn thu nhập ổn định từ mảng kinh doanh điện và BOT, tình hình tài chính tốt và mức cổ tức tiền mặt cao 40%/năm dự kiến sẽ duy trì đến năm 2026. Rủi ro đầu tư cổ phiếu là vốn FDI đăng ký có xu hướng giảm, pháp lý dự án mới kéo dài và khó khăn trong đền bù giải phóng mặt bằng.

Bảng 6: Định giá

	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Ghi chú
Dự án BĐS công nghiệp			
Phú Mỹ 2	100%	2.594	Chiết khấu dòng tiền
Phú Mỹ 2 mở rộng	100%	4.206	Chiết khấu dòng tiền
Cầu Nghìn	100%	1.974	Chiết khấu dòng tiền
Hựu Thạnh	100%	3.707	Chiết khấu dòng tiền
Nhơn Trạch 1	100%	950	Chiết khấu dòng tiền
Quế Võ 2	51%	635	Chiết khấu dòng tiền
Dự án BĐS nhà ở			
Khu dân cư và nhà ở công nhân KCN Hựu Thạnh	100%	350	Giá trị sổ sách
Khác	100%	158	Giá trị sổ sách
Dự án thủy điện			
Dak Mi 3	100%	1.529	Chiết khấu dòng tiền
Shrok Phu Mieng	51%	561	Chiết khấu dòng tiền
Dự án BOT			
An Sương – An Lạc	58%	1.077	Chiết khấu dòng tiền
Đầu tư liên danh, liên kết			
CTCP phát triển đường cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu	49%	151	Giá trị sổ sách
CTCP Đầu tư Xây dựng Lắp máy IDICO	20%	26	Giá trị sổ sách
Đầu tư vào các đơn vị khác			
CTCP ĐTVT KCN dầu khí Long Sơn (PXL)		35	Giá thị trường = 5.000 đ/cp Số lượng cổ phiếu = 7,1 triệu
Cường Thuận IDICO (CTI)		9	Giá thị trường = 12.000 đ/cp Số lượng cổ phiếu = 770.000
Khác		83	
Tổng tài sản		18.045	
Nợ ròng		1.338	
Lợi ích cổ đông thiểu số		1.182	
NAV		15.525	
Số lượng cổ phiếu (triệu)		330	
NAV trên mỗi cổ phiếu (đồng)		47.044	

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ IDC	Giá hiện tại (VNĐ):	39.100	Giá mục tiêu (VNĐ):	47.044	Vốn hóa (Tỷ đồng):	13.002
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)		2019	2020	2021	2022	2023E
Doanh thu thuần		4.929	5.356	4.301	7.486	8.172
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		-3,7%	8,7%	-19,7%	74,0%	9,2%
GVHB trừ khấu hao		3.670	3.360	3.175	3.387	3.856
Lợi nhuận gộp		838	1.486	737	3.060	3.173
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		17,0%	27,7%	17,1%	40,9%	38,8%
Chi phí bán hàng và QLDN		279	250	260	334	364
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>		5,7%	4,7%	6,1%	4,5%	4,5%
EBITDA		1.059	1.770	794	3.641	3.828
<i>Tỷ suất EBITDA</i>		21,5%	33,0%	18,5%	48,6%	46,8%
Khấu hao		420	510	389	1038	1142
Lợi nhuận từ HĐKD		639	1.260	406	2.603	2.685
<i>Biên LN HĐKD</i>		13,0%	23,5%	9,4%	34,8%	32,9%
Lợi nhuận từ các công ty LDLK		80	24	(71)	(123)	(123)
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi)		3	21	499	22	4
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)		4	-2	121	7	1
Chi phí lãi vay ròng		76	103	67	57	69
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>		11,1%	11,6%	7,1%	5,1%	4,4%
Lợi nhuận khác		13	54	40	57	57
Thuế		97	234	178	563	603
<i>Thuế suất thực tế</i>		17,0%	19,0%	23,6%	21,5%	22,5%
Lợi nhuận sau thuế		477	999	578	2.055	2.074
Lợi ích cổ đông thiểu số		132	125	124	287	290
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ		345	874	454	1.768	1.784
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>		7,0%	16,3%	10,6%	23,6%	21,8%
Tiền mặt đạt được		765	1383	843	2806	2926
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		300	300	300	330	330
EPS (VNĐ)		1.149	2.893	1.492	5.605	5.357
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)		0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VNĐ)		1.045	2.630	1.356	5.605	5.357
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>		-1,2%	151,8%	-48,4%	313,2%	-4,4%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021	2022	2023E
Thay đổi vốn lưu động	197	-134	85	89	152
Capex	814	955	862	1.059	1.059
Các khoản mục dòng tiền khác	398	-606	973	-1.142	-874
Dòng tiền tự do	153	-43	869	516	841
Phát hành cp	0	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	313	204	724	986	1.320
Thay đổi nợ ròng	160	247	-145	470	479
Nợ ròng cuối năm	766	1.014	869	1.338	1.817
Vốn CSH	4.233	4.958	5.028	6.128	6.592
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11.500	13.927	12.999	14.988	16.123
Nợ ròng / VCSH	18,1%	20,4%	17,3%	21,8%	27,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,7	0,6	1,1	0,4	0,5
Tổng tài sản	14.316	14.529	16.076	17.013	17.957

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021	2022	2023E
ROE	10,0%	22,9%	11,2%	40,0%	34,8%
ROA	2,4%	6,1%	3,0%	10,7%	10,2%
ROIC	2,9%	6,6%	3,3%	11,0%	10,5%
WACC	15,0%	15,0%	12,8%	12,2%	11,7%
EVA	-12,1%	-8,4%	-9,5%	-1,3%	-1,2%
P/E (x)	37,4	14,9	28,8	7,0	7,3
EV/EBITDA (x)	13,4	8,0	17,9	3,9	3,7
EV/FCF (x)	93,2	-328,5	16,4	27,6	16,9
P/B (x)	3,4	2,8	3,0	2,6	2,4
P/S (x)	2,6	2,4	3,0	1,7	1,6
EV/sales (x)	2,9	2,7	3,3	1,9	1,7
Suất sinh lợi cổ tức	2,0%	7,7%	5,1%	10,2%	10,2%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 1000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 7300 7000 (x1041)
giaonbt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính
Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 7300 7000 (x1044)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
huyha@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng
Phạm Đức Toàn
(+84 28) 7300 7000 (x1051)
toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô
Nguyễn Thị Hòa
(+84 28) 7300 7000 (x1050)
hoant@acbs.com.vn

CVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 7300 7000 (x1046)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 7300 7000 (x1047)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)
huvvp@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huonggtk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 7300 7000 (x1089)
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 7000 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 7300 7000 (x1085)
thanhtht@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thảo
(+84 28) 7300 7000 (x1087)
thaont@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 7300 7000 (x1084)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 7300 7000 (x1086)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2023). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.