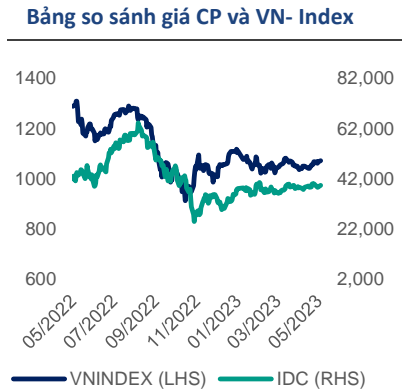


KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI TỔNG CÔNG TY IDICO - CTCP (HNX: IDC) TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỪ QUỸ ĐẤT KCN LỚN

| | | | | | |
|---------------------------|---------------|----------------------------------|------------|-----------------------|-------|
| Giá hiện tại: | 41,300 | Ngày viết báo cáo: | 29/05/2023 | CƠ CẤU CỔ ĐÔNG | |
| Giá mục tiêu: | 45,900 | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | 330 | CTCP Tập đoàn SSG | 22.5% |
| Tỷ suất cổ tức | 9.7% | Vốn hóa (tỷ VND) | 12,804 | CT TNHH Bách Việt | 11.9% |
| Tiềm năng tăng giá | 11% | Thanh khoản bình quân (triệu CP) | 3.068 | Đăng Việt dũng | 2.5% |
| | | Sở hữu nước ngoài | 11% | | |

Bộ phận Research:
Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu IDC với giá trị hợp lý năm 2023 là **45,900 VNĐ/CP (Upside 11%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu cho mảng điện = 9.0 tương đương với P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành điện và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 13%. Đối với mảng BĐS KCN, BSC sử dụng phương pháp RNAV để định giá quỹ đất KCN 751 ha sẵn sàng cho thuê của IDC cùng với 470 ha dự án KCN Tân Phước 1 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025.

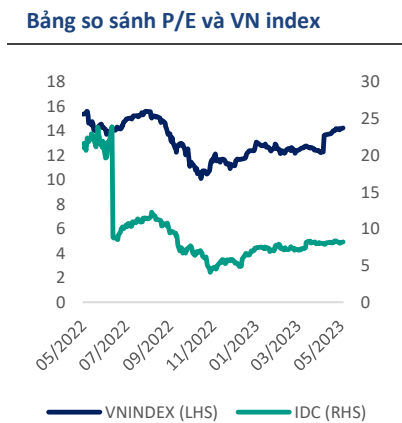


CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

- Kết thúc Q1.2023, IDC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,147 tỷ VNĐ (-31% yoy), LNST -CĐTS đạt 148 tỷ VNĐ (-42% yoy).** Trong đó, doanh thu -31% yoy do (1) mức nền cao trong Q1.2022 nhờ ghi nhận doanh thu hồi tố của KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng và (2) doanh thu từ các hợp đồng cho thuê đất mới chưa đủ điều kiện để ghi nhận một lần trong Quý 1.
- LNST-CĐTS -38% yoy** chủ yếu do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao và doanh thu tài chính sụt giảm

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

- Hạ tầng Khu công nghiệp:** Hợp đồng ký mới đạt 110 ha (-16% yoy) do dòng vốn FDI chậm lại và mức nền cao trong năm 2022. Việc ghi nhận doanh thu sẽ chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký trong năm 2022. Trong năm 2023, BSC dự báo **doanh thu mảng KCN đạt 3,609 tỷ VNĐ (+8.6% yoy)**.
- Bất động sản: Ghi nhận doanh thu đột biến 547 tỷ VNĐ (+536% yoy)** từ bán dự án cho Aeon.



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Trong năm 2023, BSC dự báo IDC ghi nhận DTT = **8,121 tỷ VNĐ (+8.5% yoy)**, NPATMI = **1,750 tỷ VNĐ (-0.9% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 5,303 VNĐ/CP (-5.3% yoy), P/E FWD 2023 = 8.7x, P/B FWD 2023 = 4.4x.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với 751 ha diện tích đất còn lại để cho thuê và kế hoạch phát triển quỹ đất KCN 2,000 ha.
- Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng và thu phí BOT với doanh thu hàng năm đạt 3,000 – 3,200 tỷ VNĐ là điểm tựa tài chính vững chắc của IDC.
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 9.7%.

RỦI RO

- Rủi ro không thể ghi nhận doanh số một lần tại các KCN đang vận hành cho thuê
- Quá trình phê duyệt đầu tư dự án KCN có thể bị kéo dài do các vướng mắc về thủ tục pháp lý
- Nhu cầu thuê đất giảm trong bối cảnh dòng vốn FDI suy giảm do suy thoái kinh tế toàn cầu và áp lực cạnh tranh thu hút FDI của các quốc gia trong khu vực.

| Chỉ số | 2021 | 2022 | 2023F | Peer | KQKD | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------|--------|--------|--------|--------|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| PE (x) | 43.2 | 5.7 | 8.7 | 17.5 | Doanh thu thuần | 5,356 | 4,301 | 7,485 | 8,121 |
| PB (x) | 5.0 | 2.5 | 4.4 | 4.2 | Lợi nhuận gộp | 1,486 | 737 | 3,059 | 3,176 |
| PS (x) | 5.1 | 1.4 | 1.9 | 2.0 | NPATMI | 873 | 454 | 1,766 | 1,750 |
| ROE (%) | 11.58% | 45.01% | 26.41% | 27.33% | EPS | 2,893 | 1,514 | 5,605 | 5,303 |
| ROA (%) | 3.78% | 15.83% | 10.96% | 12.60% | Tăng trưởng EPS | 152% | -48% | 270% | -5.3% |

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2023

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 1.2023

| KQKD (tỷ VND) | Q1.2023 | Q1.2022 | % yoy | Cập nhật Quý 1.2023 |
|----------------------------|--------------|--------------|-------------|---|
| Doanh thu thuần | 1,147 | 1,673 | -31% | <p>Kết thúc Q1.2023, IDC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,147 tỷ VND (-31% yoy), LNTT đạt 214 tỷ VND (-40% yoy), hoàn thành lần lượt 14% và 8% kế hoạch năm. Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu hạ tầng KCN = 207 tỷ VND chủ yếu đến từ KCN Hựu Thạnh, giảm mạnh -73% yoy do (1) mức nền cao trong Q1.2022 nhờ ghi nhận doanh thu hồi tố của KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng và (2) doanh thu từ các hợp đồng cho thuê đất mới chưa đủ điều kiện để ghi nhận một lần trong Q1.2023. BLĐ chia sẻ rằng điều kiện ghi nhận doanh số cho thuê KCN bị ảnh hưởng bởi tiến độ thu tiền chậm, khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng đã ký kết) trong thời gian 12 tháng. Doanh thu điện = 642 tỷ VND (-4% yoy) và doanh thu BOT = 105 tỷ VND (+4% yoy) duy trì ổn định svck. <p>LNST = 175 tỷ VND, giảm -38% yoy chủ yếu do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao và doanh thu tài chính sụt giảm. Cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> Chi phí bán hàng = 23 tỷ VND (+57% yoy) do chi phí hoa hồng và dịch vụ mua ngoài tăng cao. Chi phí QLDN = 44 tỷ VND (+12% yoy) chủ yếu do chi phí nhân viên tăng. DT tài chính = 27 tỷ VND (-63% yoy), do cùng kỳ ghi nhận DT từ hoạt động kinh doanh chứng khoán đạt 50 tỷ VND Chi phí tài chính = 54 tỷ VND (-39% yoy) do không còn chi phí cho hoạt động đầu tư chứng khoán trong khi chi phí lãi vay vẫn tăng 30% svck, đạt 54 tỷ VND. <p>Biên LNG mảng KCN = 59%, tăng 21 điểm % svck do các hợp đồng ghi nhận cùng kỳ có giá vốn cao hơn.</p> <p>Biên LNG mảng điện = 12%, tăng 7 điểm % svck do cùng kỳ ghi nhận tỷ trọng doanh thu cao hơn của các trạm biến áp với biên LNG thấp.</p> <p>Đánh giá chung: Biên LNG và LNR duy trì ổn định do IDC có tỷ lệ nợ vay thấp và không tham gia quá nhiều vào mảng đầu tư tài chính. BSC cho rằng doanh thu và lợi nhuận của mảng KCN sẽ cải thiện trong các quý tới nhờ (1) Ghi nhận thêm doanh thu từ 81 ha hợp đồng đã ký kết trong 2022 và (2) Kỳ vọng ghi nhận một phần diện tích cho thuê ký mới ước tính khoảng 90 ha.</p> |
| KCN | 207 | 769 | -73% | |
| Điện | 642 | 668 | -4% | |
| Xây dựng | 19 | 36 | -47% | |
| BOT | 105 | 101 | 4% | |
| BĐS | 30 | 39 | -23% | |
| Khác | 143 | 61 | 134% | |
| Giá vốn hàng bán | 843 | 1,258 | -33% | |
| Lợi nhuận gộp | 304 | 416 | -27% | |
| Chi phí bán hàng | 23 | 15 | 57% | |
| Chi phí QLDN | 44 | 39 | 12% | |
| LN từ CTLDLK | - | - | - | |
| Doanh thu tài chính | 27 | 72 | -63% | |
| Chi phí tài chính | 54 | 88 | -39% | |
| Chi phí lãi vay | 54 | 42 | 30% | |
| Lãi/Lỗ HĐKD | 209 | 345 | -39% | |
| Thu nhập khác | 6 | 13 | -55% | |
| Chi phí khác | 1 | 3 | -50% | |
| LNTT | 214 | 356 | -40% | |
| Thuế thu nhập DN | 38 | 72 | -47% | |
| LNST | 175 | 284 | -38% | |
| CĐTS | 27 | 28 | -4% | |
| NPATMI | 148 | 255 | -42% | |
| Biên lợi nhuận gộp | 27% | 25% | | |
| KCN | 59% | 38% | | |
| Điện | 12% | 5% | | |
| Xây dựng | 14% | 17% | | |
| BOT | 47% | 48% | | |
| BĐS | 57% | 51% | | |
| Khác | 25% | 12% | | |
| Biên lợi nhuận ròng | 15% | 17% | | |
| EPS | 448 | 851 | -47% | |

Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với 751 ha diện tích đất còn lại để cho thuê và kế hoạch phát triển quỹ đất KCN 2,000 ha.

Tính đến cuối năm 2022, quỹ đất thương phẩm của IDC đạt 2,279 ha, xếp thứ ba trong các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp lớn tại Việt Nam. Hầu hết các dự án của công ty đều có (1) vị trí khá thuận lợi khi gần cảng biển và đường cao tốc và giá thuê tốt như Long An (334ha), Bà Rịa - Vũng Tàu (237ha) và Bắc Ninh (86ha). Ngoài ra, các dự án KCN còn có (2) chi phí giải phóng mặt bằng thấp giúp cho IDC duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trên mức 50% cũng như (3) diện tích liền thửa lớn giúp cho IDC có nhiều lợi thế hơn trong việc thu hút nhà đầu tư.

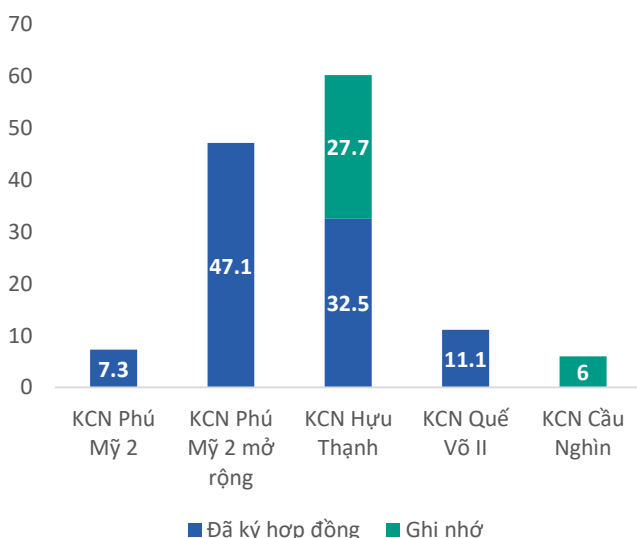
Về kế hoạch phát triển quỹ đất KCN cho các năm tiếp theo, công ty đang trong quá trình nghiên cứu và đầu tư thêm hơn 2,000 ha và đang chờ được chính phủ phê duyệt. Công ty dự kiến mở rộng quỹ đất tại một số vị trí chiến lược phía Bắc với diện tích dự kiến từ 1.000 đến 1.200 ha và triển khai 4-6 dự án tại phía Nam với diện tích dự kiến từ 1.100 đến 1.500 ha. Đáng chú ý, trong Q1/2023 dự án Khu công nghiệp Tân Phước 1 của IDC tại Tiền Giang với diện tích là 470 ha đã được trình Thủ tướng chính phủ và khả năng sẽ được phê duyệt trong nửa cuối năm 2023. Dự án này nằm tại vị trí cửa ngõ kết nối Đồng bằng Sông Cửu Long với TP.HCM và khu vực Đông Nam Bộ, cũng như kết nối giao thông thuận tiện qua cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, hứa hẹn sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư trong tương lai. BSC cho rằng công ty sẽ có thể hoàn tất thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng trong năm 2024 để có thể khai thác KCN này từ năm 2025, từ đó giúp gia tăng doanh thu mảng hạ tầng KCN của IDC.

Hình 2: Danh mục các Dự án KCN đang triển khai

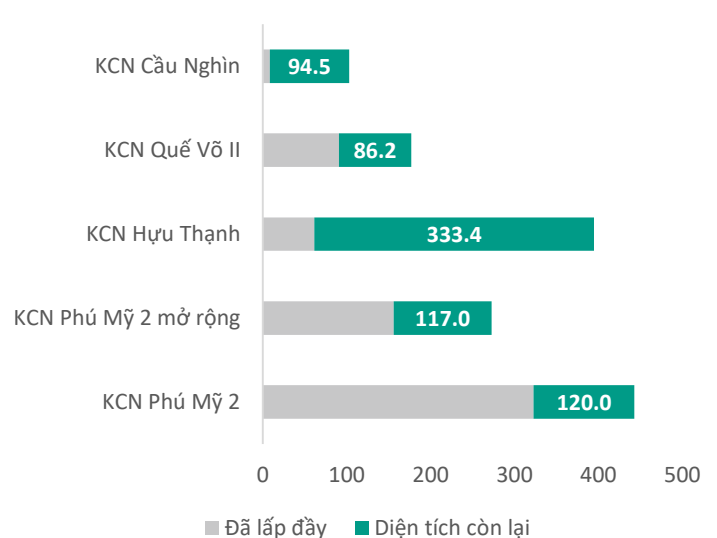
| TT | Dự án | Vị trí | Tổng diện tích (ha) | Diện tích cho thuê (ha) | Tỷ lệ lấp đầy | Thời gian vận hành | Tình trạng |
|----|------------------|------------|---------------------|-------------------------|---------------|--------------------|--|
| 1 | Phú Mỹ 2 | BR-VT | 621 | 443 | 73% | Đến 2055 | Đã san lấp 90% diện tích |
| 2 | Phú Mỹ 2 mở rộng | BR-VT | 398 | 273 | 57% | Đến 2058 | |
| 3 | Cầu Nghìn | Thái Bình | 184 | 103 | 8.3% | Đến 2062 | Đã được chấp thuận chuyển đổi 105ha đất lúa sang đất phi nông nghiệp. Đã GPMB 40% diện tích. |
| 4 | Hựu Thạnh | Long An | 524 | 395 | 15.6% | Đến 2067 | Đã GPMB 97% diện tích |
| 5 | Quế Võ II | Bắc Ninh | 269 | 177 | 51.3% | Đến 2057 | Đã đền bù và được cấp sổ đỏ 169.5 ha, còn 100 ha đang tiến hành GPMB. |
| 6 | Tân Phước 1 | Tiền Giang | 470 | N/A | 0% | N/A | Dự kiến được cấp giấy chứng nhận đầu tư vào nửa cuối 2023 |

Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Hình 3. Hoạt động cho thuê đất KCN trong năm 2022

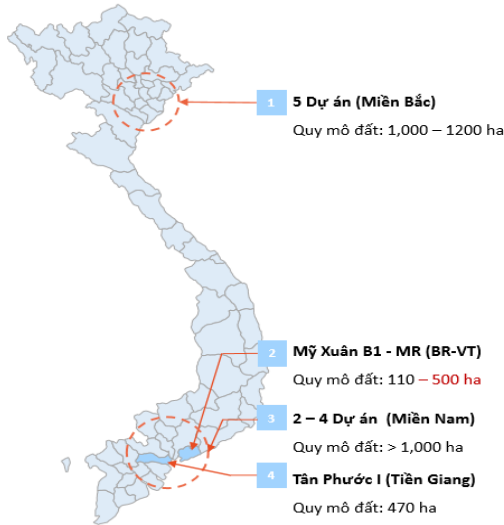


Hình 4. Quỹ đất thương phẩm còn lại tính đến cuối 2022

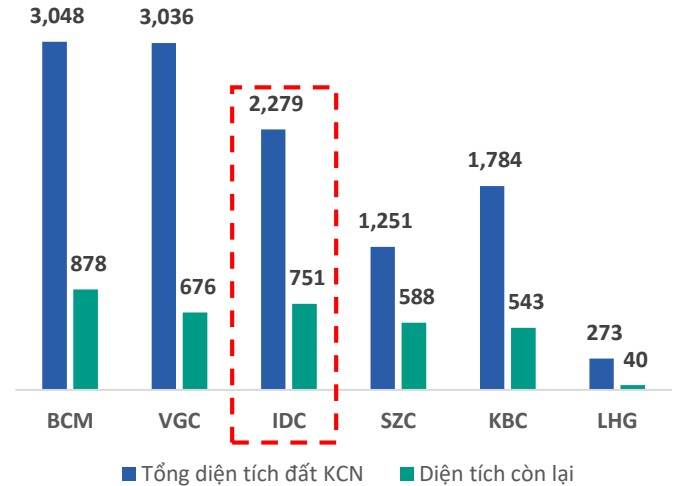


Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Hình 5. Kế hoạch phát triển quỹ đất KCN của IDC



Hình 6: Quỹ đất KCN của IDC so với các DN cùng ngành



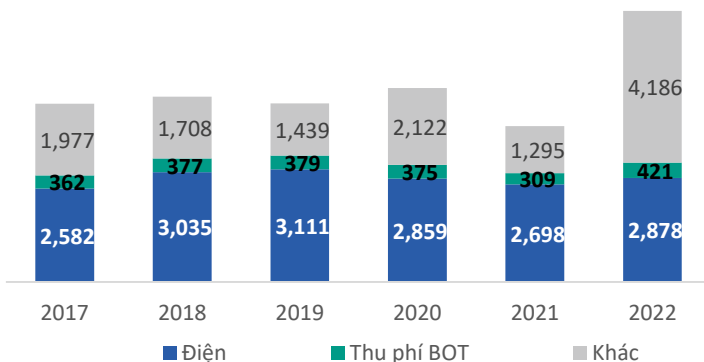
Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

2. Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng và thu phí BOT với tổng doanh thu hàng năm 3,000-3,200 tỷ VNĐ là điểm tựa tài chính vững chắc của IDC.

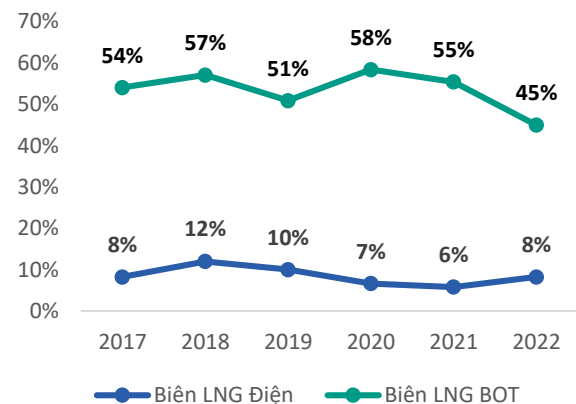
IDC là một trong số ít những doanh nghiệp KCN được phép cung cấp điện trực tiếp đến khách thuê với 2 trạm biến áp có tổng công suất là 418 MVA, đóng góp khoảng 2,500 tỷ VNĐ doanh thu mỗi năm. Tính đến hết năm 2022, IDC đang quản lý và phân phối điện cho tổng diện tích khoảng 1,500 ha bao gồm các KCN Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2, Nhơn Trạch 3, Nhơn Trạch 5 và diện tích này sẽ tăng lên trong thời gian tới khi IDC đã được Bộ Công Thương chấp thuận cho đầu tư dự án trạm biến áp 110 kV tại KCN Hữu Thạnh. Ngoài ra, IDC còn đang sở hữu 2 nhà máy thủy điện tại Bình Phước và Quảng Nam với tổng công suất 114 MW, mang lại doanh thu trung bình khoảng 400 tỷ VNĐ/năm. BSC cho rằng doanh thu và sản lượng từ mảng điện có thể tăng trưởng đều đặn trong giai đoạn 2023-2026 nhờ (1) Xu hướng tăng giá điện bán lẻ, (2) Kế hoạch phát triển 120 MWp điện mặt trời áp mái tại các nhà máy thủy điện và mái nhà kho, nhà xưởng tại các KCN và (3) Doanh thu đóng góp từ trạm biến áp tại KCN Hữu Thạnh có thể đi vào vận hành từ đầu năm 2024.

Về mảng thu phí đường bộ BOT, IDC hiện đang sở hữu 2 dự án BOT là BOT Quốc lộ 1A đoạn An Sương – An Lạc và BOT đầu tư xây dựng quốc lộ 51 đóng góp khoảng 400 tỷ VNĐ doanh thu mỗi năm. BSC kỳ vọng, từ giờ cho đến thời hạn ngừng thu phí năm 2033, doanh thu phí BOT sẽ tiếp tục duy trì > 400 tỷ VNĐ hoặc có sự tăng trưởng nhẹ nhờ sự tăng trưởng của lượt phương tiện giao thông.

Hình 7. DT Điện và BOT chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu DT của IDC



Hình 8. Biên LNG Điện và BOT giai đoạn 2017-2022



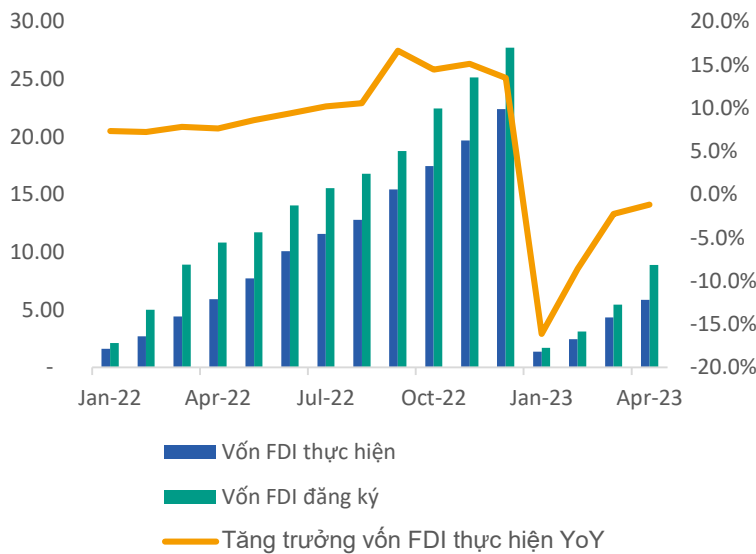
Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

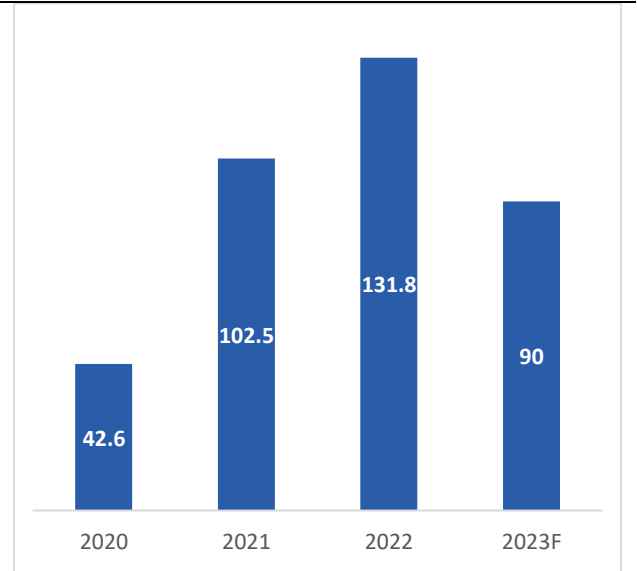
KHU CÔNG NGHIỆP – HỢP ĐỒNG KÝ MỚI ĐẠT 110 HA (-16% YOY) DO DÒNG VỐN FDI CHẬM LẠI VÀ MỨC NỀN CAO TRONG NĂM 2022. VIỆC GHI NHẬN DOANH THU SẼ CHỦ YẾU ĐẾN TỪ CÁC HỢP ĐỒNG ĐÃ KÝ NĂM 2022.

Các hợp đồng ký mới sẽ suy giảm trong bối cảnh FDI chậm lại. Tính đến hết tháng 4/2023, vốn FDI đăng ký và vốn FDI thực hiện lần lượt đạt 8.88 tỷ USD và 5.85 tỷ USD, giảm lần lượt -17.9% và -1.2% svck do kinh tế toàn cầu suy thoái. Với việc các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU dự báo tiếp tục giảm tốc, BSC cho rằng xu hướng FDI chậm lại sẽ tiếp diễn trong 2H.2023, và ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động ký mới của IDC do các KCN của IDC chủ yếu phục vụ các khách hàng FDI. Theo quan điểm thận trọng, BSC kỳ vọng IDC sẽ ghi nhận diện tích KCN ký mới khoảng 90 ha (-32% yoy), trong đó đã bao gồm 33.7 ha hợp đồng ghi nhớ (MOU) trong năm 2022.

Hình 12. Dòng vốn FDI suy giảm từ cuối năm 2022



Hình 13. Diện tích cho thuê ký mới



Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Ghi nhận doanh thu sẽ chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký trong năm 2022. Tính đến hết năm 2022, tổng diện tích đã ký hợp đồng nhưng chưa ghi nhận đạt 84.6 ha. Trên cơ sở này, BSC kỳ vọng các hợp đồng này đều được ghi nhận trong năm nay. Theo đó, BSC dự báo trong năm 2023, IDC ghi nhận 110 ha diện tích cho thuê KCN nhờ 80 ha các hợp đồng đã ký trước đó và 30 ha hợp đồng kí mới trong năm.

BẤT ĐỘNG DÂN CƯ – GHI NHẬN DOANH THU ĐỘT BIẾN TỪ CHUYỂN NHƯỢNG DỰ ÁN CHO AEON.

BSC kỳ vọng IDC sẽ ghi nhận doanh thu đột biến 547 tỷ VNĐ từ chuyển nhượng dự án Khu dân cư phường 6, Tân An cho AEON. Tính đến hết Q1/2023, dự án đã được chấp thuận chủ trương chuyển nhượng 21,870 m2 và dự kiến sẽ được hoàn thành trong Q2.2023. BSC kỳ vọng hợp đồng này sẽ mang lại doanh thu 547 tỷ VNĐ với giả định giá bán bình quân khoảng 25 triệu VNĐ/m2.

ĐIỆN – TIẾP TỤC HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH

Doanh thu mảng điện sẽ tiếp tục duy trì ổn định. Trong tháng 10/2022, nhà máy thủy điện Đakmi đã hoạt động trở lại sau thời gian bảo trì, sửa chữa. Do đó, doanh thu từ thủy điện dự kiến sẽ tăng trưởng +5% trong năm 2023 nhờ nhà máy sẽ hoạt động trong cả năm. Ngoài ra, diện tích cho thuê ngày càng mở rộng sẽ giúp doanh thu mảng kinh doanh điện tại các KCN tăng trưởng ổn định.

IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Trong năm 2023, BSC dự báo IDC ghi nhận DTT = 8,121 tỷ VND (+8.5% yoy), NPATMI = 1,750 tỷ VND (-0.9% yoy), tương đương EPS fw = 5,303 VNĐ/CP (-5.3% yoy), P/E fw = 8.7x, P/B fw = 4.4x dựa trên các giả định sau:

1. Mảng hạ tầng Khu công nghiệp:

- **Doanh thu mảng hạ tầng KCN đạt 3,609 tỷ VND (+6.9% yoy)**, nhờ ghi nhận 30 ha từ các hợp đồng ký mới trong năm 2023 và 80 ha từ các hợp đồng đã ký từ 2022. BSC dự báo diện tích ghi nhận tại mỗi KCN như sau: 48 ha từ KCN Hựu Thạnh; 6 ha từ KCN Cầu Nghìn; 10 ha từ KCN Quế Võ II; 40 ha từ KCN Phú Mỹ II mở rộng và 6 ha từ KCN Phú Mỹ II.
- **Biên lợi nhuận gộp đạt 64%, giảm 8 điểm % so với cùng kỳ**, do IDC không ghi nhận hồi tố doanh thu một lần đối với các KCN đã lấp đầy như trong năm 2022.

2. Mảng điện và BOT:

- **Doanh thu mảng điện đạt 3,006 tỷ VND (+4.5% yoy)**, nhờ (1) Nhà máy thủy điện Đăk Mi 3 sẽ hoạt động đầy đủ trong cả năm 2023, (2) Doanh thu của các trạm biến áp tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng diện tích cho thuê tại các KCN và (3) Giá bán lẻ điện bình quân ước tính tăng khoảng 3% trong năm. **Biên lợi nhuận gộp đạt 9.4%, tăng 1.2 điểm % so với cùng kỳ**, nhờ hoạt động đầu tư tối ưu chi phí và bảo toàn năng lượng của IDC trong thời gian vừa qua.
- **Doanh thu mảng phí đường bộ BOT đạt 436 tỷ VND (+3.6% yoy)**, nhờ lưu lượng xe +2% và giá vé tăng nhẹ +1.5% yoy.

3. Mảng Bất động sản:

- **Doanh thu BĐS đạt 547 tỷ (+ 536% yoy)**, nhờ ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng dự án Khu dân cư phường 6, Tân An cho AEON.

Ban lãnh đạo IDC đưa ra kế hoạch cho năm 2023: **Doanh thu = 8,277 tỷ VND (+11% yoy), LNTT = 2,525 tỷ VND (-4% yoy), diện tích cho thuê KCN mới đạt 127.9 ha (-3% yoy)**. Chúng tôi lưu ý rằng số kế hoạch kể trên của IDC đã bao gồm doanh thu tài chính. Nếu tính cả doanh thu tài chính thì Dự báo của BSC là Doanh thu = 8,276 tỷ VND, LNTT = 2,648 tỷ VND, tương đương với số kế hoạch mà IDC đề ra. Về diện tích KCN cho thuê mới, BSC ước tính đạt 90 ha, thận trọng hơn số kế hoạch của IDC do lo ngại về sự suy giảm của dòng vốn FDI và mức nền cao trong năm 2022.

Hình 9: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

| KQKD (tỷ VND) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 5,356 | 4,301 | 7,485 | 8,121 |
| KCN | 1,457 | 690 | 3,322 | 3,609 |
| Điện | 2,859 | 2,698 | 2,878 | 3,006 |
| Xây lắp | 206 | 130 | 87 | 87 |
| BOT | 375 | 309 | 421 | 436 |
| BĐS dân dụng | 69 | 149 | 86 | 547 |
| Khác | 389 | 326 | 691 | 436 |
| Lãi gộp | 1,486 | 737 | 3,059 | 3,176 |
| KCN | 937 | 132 | 2,398 | 2,307 |
| Điện | 190 | 157 | 237 | 282 |
| Xây lắp | 29 | 15 | 15 | 12 |
| BOT | 219 | 171 | 189 | 224 |
| BĐS dân dụng | 42 | 124 | 65 | 246 |
| Khác | 69 | 138 | 154 | 104 |
| Thu nhập tài chính | 150 | 605 | 144 | 155 |
| Chi phí tài chính | (230) | (294) | (186) | (299) |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (232) | (173) | (179) | (299) |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh | 24 | (71) | (124) | - |

| | | | | |
|------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| Chi phí BH | (65) | (71) | (86) | (109) |
| Chi phí QLDN | (184) | (189) | (248) | (325) |
| Lãi từ HĐKD | 1,179 | 717 | 2,561 | 2,598 |
| Thu nhập khác, ròng | 54 | 40 | 57 | 50 |
| LNTT | 1,233 | 756 | 2,615 | 2,648 |
| Thuế TNDN | (234) | (167) | (564) | (566) |
| LNST | 998 | 578 | 2,052 | 2,083 |
| Lợi ích CĐKKS | (125) | (124) | (286) | (332) |
| LNST Công ty mẹ | 873 | 454 | 1,766 | 1,750 |

Nguồn: BSC Research dự báo

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **IDC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **45,900 VNĐ/CP (Upside 11%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu cho mảng điện = 9.0 tương đương với P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành điện và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 13%. Đối với mảng BĐS KCN, BSC sử dụng phương pháp RNAV để định giá quỹ đất KCN 751 ha sẵn sàng cho thuê của IDC cùng với 470 ha dự án KCN Tân Phước 1 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025. IDC hiện đang được giao dịch ở mức P/E trượt = 7.36 và P/B trượt = 2.17, thấp hơn so với P/E và P/B trung bình ngành BĐS KCN lần lượt là 17.51 và 4.16, và cũng thấp hơn so với P/E và P/B trung bình 5 năm của IDC lần lượt là 17.30 và 2.55.

Hình 10: Giả định WACC

| Giả định | Giá trị hợp lý |
|---------------------------|----------------|
| Phần bù rủi ro thị trường | 11.13% |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.37% |
| Beta điều chỉnh | 1.04 |
| Chi phí sử dụng nợ | 8.0% |
| Tỷ lệ nợ | 30% |
| Chi phí sử dụng vốn | 15.9% |
| Tỷ lệ vốn | 70% |
| WACC | 13.0% |

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 11: Định giá cổ phiếu

| Mảng kinh doanh | Phương pháp | Giá trị hợp lý |
|-----------------------------|------------------|----------------|
| KCN | RNAV | 10,976 |
| Điện | P/E | 766 |
| BOT | DCF | 715 |
| BĐS dân dụng | P/B và BV | 2,076 |
| Khác | P/E | 1,937 |
| (+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn | | 2,130 |
| (-) Nợ vay | | (3,468) |
| Giá trị doanh nghiệp | | 15,132 |
| SLCP đang lưu hành | | 330,000,000 |
| Giá mục tiêu | | 45,900 |
| Tiềm năng tăng giá | | 11.1% |

Nguồn: BSC Research dự báo

VI. RỦI RO

1. Rủi ro không thể ghi nhận doanh thu theo hình thức một lần tại các KCN đang vận hành cho thuê do khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng) trong thời gian 12 tháng do tình hình kinh tế chung gặp nhiều khó khăn.

2. Quá trình phê duyệt đầu tư dự án KCN có thể bị kéo dài do các vướng mắc về thủ tục pháp lý. Quá trình đầu tư một dự án KCN thường kéo dài từ 4-5 năm và trải qua rất nhiều giai đoạn như (1) Đăng ký đầu tư vào KCN, (2) Thẩm định và cấp Giấy phép đầu tư, (3) Ký hợp đồng thuê đất và giải phóng mặt bằng, (4) Xây dựng hạ tầng và hoàn thiện các thủ tục hành chính. Bất kỳ vướng mắc nào trong các khâu có thể ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện dự án của doanh nghiệp và gián tiếp làm ảnh hưởng đến dòng tiền phân bổ cho hoạt động đầu tư của IDC.

3. Nhu cầu thuê đất giảm trong bối cảnh dòng vốn FDI suy giảm và áp lực cạnh tranh thu hút FDI của các quốc gia trong khu vực. Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất do áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu 15% có thể ảnh hưởng đến việc thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam vì hiện nay, các doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam đang được hưởng các ưu đãi về thuế ở các mức từ 5%-10% trong trường hợp đáp ứng được các điều kiện trong địa bàn ưu tiên, lĩnh vực ưu tiên hoặc quy mô đầu tư lớn. Ngoài ra, Việt Nam đang chậm hơn các quốc gia khác trong việc ban hành các đạo luật hỗ trợ việc thu hút đầu tư FDI và chi phí nhân công đã không còn cạnh tranh so với giai đoạn trước đây cũng làm sức hút của Việt Nam đối với các doanh nghiệp FDI.

PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ VND) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 5,356 | 4,301 | 7,485 | 8,121 |
| Giá vốn hàng bán | (3,870) | (3,564) | (4,426) | (4,945) |
| Lợi nhuận gộp | 1,486 | 737 | 3,059 | 3,176 |
| Chi phí bán hàng | (65) | (71) | (86) | (109) |
| Chi phí QLDN | (184) | (189) | (248) | (325) |
| Lãi/Lỗ HĐKD | 1,236 | 477 | 2,725 | 2,743 |
| Doanh thu tài chính | 150 | 605 | 144 | 155 |
| Chi phí tài chính | (230) | (294) | (186) | (299) |
| Chi phí lãi vay | (232) | (173) | (179) | (299) |
| Lợi nhuận từ CTLĐ/LK | 24 | (71) | (124) | - |
| Lãi/lỗ khác | 54 | 39 | 56 | 50 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,233 | 756 | 2,615 | 2,648 |
| Thuế thu nhập DN | (234) | (178) | (563) | (566) |
| LN sau thuế | 998 | 578 | 2,052 | 2,083 |
| CĐTS | (125) | (124) | (286) | (332) |
| LNST-CĐTS | 873 | 454 | 1,766 | 1,750 |
| EPS | 2,893 | 1,514 | 5,605 | 5,303 |

| CĐKT (tỷ VND) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và ĐT tiền | 727 | 496 | 1,087 | 1,072 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1,014 | 2,168 | 1,043 | 2,254 |
| Phải thu ngắn hạn | 849 | 763 | 878 | 1,331 |
| Tồn kho | 540 | 550 | 1,095 | 456 |
| TS ngắn hạn khác | 82 | 59 | 66 | 102 |
| TS ngắn hạn | 3,212 | 4,036 | 4,169 | 5,215 |
| TS cố định | 6,045 | 5,821 | 8,581 | 8,078 |
| TS dở dang dài hạn | 3,703 | 4,608 | 2,049 | 2,971 |
| ĐT dài hạn | 837 | 278 | 240 | 240 |
| TS dài hạn khác | 556 | 656 | 553 | 1,527 |
| TS dài hạn | 11,319 | 12,040 | 12,846 | 13,783 |
| Tổng TS | 14,530 | 16,076 | 17,015 | 18,998 |
| Phải trả người bán | 303 | 300 | 343 | 403 |
| Vay ngắn hạn | 666 | 1,448 | 748 | 794 |
| Nợ ngắn hạn khác | 861 | 702 | 1,231 | 1,203 |
| Tổng Nợ ngắn hạn | 1,830 | 2,450 | 2,322 | 2,400 |
| Vay dài hạn | 2,089 | 2,085 | 2,720 | 3,078 |
| Nợ dài hạn khác | 5,653 | 6,513 | 5,844 | 5,636 |
| Tổng Nợ dài hạn | 7,742 | 8,598 | 8,564 | 8,714 |
| Tổng Nợ | 9,572 | 11,048 | 10,886 | 11,114 |
| Vốn góp | 3,000 | 3,000 | 3,300 | 3,300 |
| Thặng dư vốn CP | 42 | 42 | 44 | 44 |
| LN để lại | 977 | 686 | 1,402 | 3,170 |
| Vốn chủ khác | 940 | 1,300 | 1,382 | 1,370 |
| CĐTS | 780 | 1,128 | 1,181 | 1,181 |
| Tổng Vốn CSH | 4,958 | 5,028 | 6,128 | 7,884 |
| Tổng nguồn vốn | 14,530 | 16,076 | 17,014 | 18,998 |
| Số lượng CP lưu hành (tr) | 330 | 330 | 330 | 330 |

| LCTT (tỷ VND) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| LỖ/LNNT | 1,233 | 756 | 2,615 | 2,648 |
| Khấu hao và phân bổ | 510 | 389 | 1,038 | 1,074 |
| Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động | 1,813 | 715 | 3,965 | 2,838 |
| LCTT từ HĐKD | 519 | 774 | 2,065 | 2,285 |
| Tiền chi mua TSCĐ | (907) | (1,066) | (1,497) | (571) |
| LCTT từ HĐ Đầu tư | (367) | (1,059) | (423) | (2,704) |
| Tiền chi trả cổ tức | (204) | (724) | (986) | - |
| Tiền từ vay ròng | 110 | 778 | (64) | 404 |
| LCTT từ HĐTC | (94) | 54 | (1,050) | 404 |
| Dòng tiền đầu kỳ | 668 | 727 | 495 | 1,087 |
| Tiền trong kỳ | 59 | (231) | 592 | (15) |
| Dòng tiền cuối kỳ | 727 | 495 | 1,087 | 1,072 |

| Chỉ số (%) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số TT ngắn hạn | 1.75 | 1.65 | 1.80 | 2.17 |
| Hệ số TT nhanh | 1.46 | 1.42 | 1.32 | 1.98 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Hệ số Nợ/TTS | 0.66 | 0.69 | 0.64 | 0.58 |
| Hệ số Nợ/VCSH | 1.93 | 2.20 | 1.78 | 1.41 |
| Năng lực hoạt động | | | | |
| Số ngày HTK | 48 | 56 | 68 | 57 |
| Số ngày phải thu | 33 | 37 | 25 | 32 |
| Số ngày phải trả | 25 | 31 | 27 | 28 |
| CCC | 56 | 62 | 66 | 61 |
| Tỉ suất lợi nhuận | | | | |
| LN gộp | 27.74% | 17.14% | 40.87% | 39.11% |
| LNST | 18.64% | 13.44% | 27.41% | 25.64% |
| ROE | 20.14% | 11.50% | 33.48% | 26.41% |
| ROA | 6.87% | 3.60% | 12.06% | 10.96% |
| Định giá | | | | |
| P/E | 37.6 | 43.2 | 5.7 | 8.7 |
| P/B | 3.2 | 5.0 | 2.5 | 4.4 |
| P/S | 2.3 | 5.1 | 1.4 | 1.9 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng DTT | 9% | -20% | 74% | 8% |
| Tăng trưởng LNNT | 115% | -39% | 246% | 1% |
| Tăng trưởng EPS | 152% | -48% | 270% | -5% |

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

