

# Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp

- BCM ghi nhận doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt 33% và 97% trong Q2/23;
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm nay tăng trưởng lần lượt +27% và +29% svck.
- Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu 78,000 đồng/cổ phiếu.

## Doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt 33% và 97% trong Q2/23

Doanh thu BCM đạt 1,286 tỷ đồng, giảm 33% svck, trong đó doanh thu mảng kinh doanh BĐS đạt 888 tỷ đồng (-41% svck). Lợi nhuận sau thuế đạt 32 tỷ đồng, giảm 97% svck. Nguyên nhân giảm mạnh là do (1) dự án KCN mới chậm triển khai, nhu cầu thuê đất KCN giảm và một số dự án phải tạm dừng, (2) Lãi ghi nhận từ công ty liên doanh liên kết giảm 75% svck.

## KCN Cây Trường đưa vào khai thác tạo động lực tăng trưởng cho BCM

KCN Cây Trường vừa được tỉnh Bình Dương bổ sung vào quy hoạch với diện tích đất thương phẩm là 490 ha. KCN mới giúp tăng diện tích đất thương phẩm BCM có thể cho thuê trong thời gian tới lên 940 ha. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê trung bình đạt 20-30 ha/năm, doanh thu trong năm đạt 1,000 tỷ đồng.

## Chúng tôi dự báo BCM sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng 29% năm 2023

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023 ghi nhận doanh thu đạt 8,270 tỷ đồng (+27% svck) và lợi nhuận ròng đạt 2,168 tỷ đồng (+29% svck) với giả định (1) Diện tích cho thuê tăng trưởng tốt nhờ KCN Cây Trường được đưa vào khai thác (2) Giá cho thuê đất tăng trưởng từ 7-10%/năm nhờ nằm ở vị trí thuận lợi tại tỉnh Bình Dương (3) VSIP tiếp tục đóng góp lợi nhuận ổn định cho BCM.

## Khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu của BCM là 78,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi định giá cổ phiếu BCM dựa trên phương pháp tổng hợp thành phần (SOTP). Luận điểm đầu tư: (1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định (2) Quỹ đất lớn đảm bảo tăng trưởng dài hạn (3) BCM có thể ghi nhận doanh thu 5,000 tỷ đồng từ bán một phần dự án thành phố mới Bình Dương cho Capital Land trong năm nay.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	6,982	6,506	8,270	8,784
Lợi nhuận ròng	1,451	1,685	2,168	2,305
Tăng trưởng doanh thu thuần	7.3%	-6.8%	27.1%	6.2%
Tăng trưởng LN ròng	-26.9%	16.1%	28.7%	6.3%
Biên LN gộp	46.2%	42.1%	43.4%	43.8%
Biên EBITDA	40.8%	45.6%	41.7%	41.3%
ROAE	9.0%	10.2%	12.4%	12.3%
ROAA	3.0%	3.5%	4.4%	4.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,402	1,628	2,095	2,227
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,585	16,360	17,429	18,722

(Nguồn: BCM, MBS Research)

**NĂM GIỮ**

**Giá mục tiêu**

**VND 78,000**

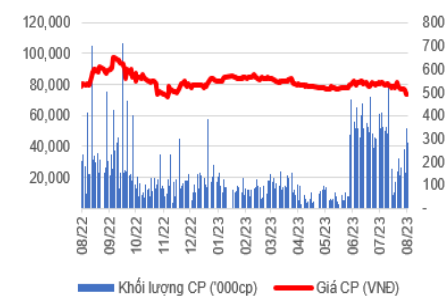
Tiềm năng tăng giá

7.1%

## Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- N/A

## Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	72,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	97,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	72,400
Vốn hóa (tỷ VND)	75,450
P/E (TTM)	64.3
P/B	4.9
Thị suất cổ tức (%)	1.2
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.7

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

## Cơ cấu sở hữu

UBND tỉnh Bình Dương	95.4
Nguyễn Văn Hùng	0.58
Nguyễn Phú Thịnh	0.12

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

## Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Minh Đức**

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp

## Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 2/2023

### Doanh thu và lợi nhuận ròng Q2/23 giảm lần lượt 33% và 85% svck

Hình 1: So sánh các kết quả Q2/2023 (Đơn vị: tỷ đồng)

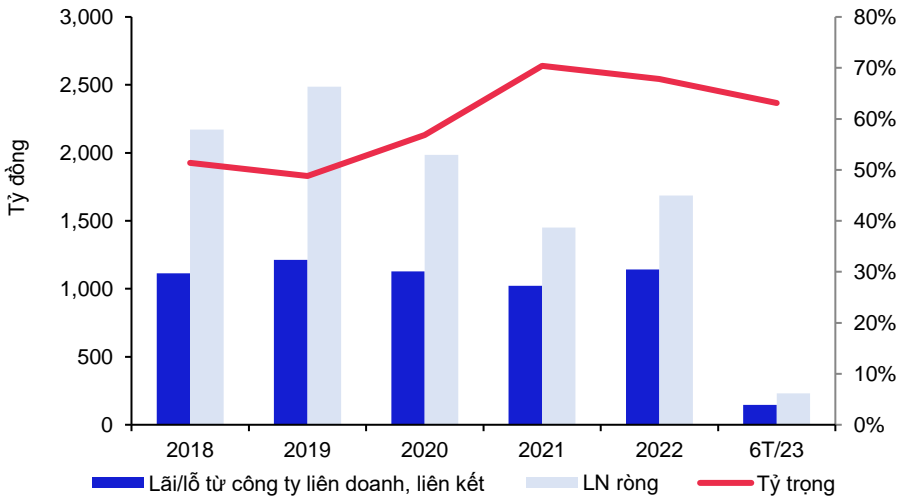
Các tiêu chí KQKD	Q2/2023	Tăng trường yoy (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trường yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	1,286	-33%	2,077	-38%	
- BĐS	888	-41%	1,334	-48%	Doanh thu giảm mạnh do dự án KCN mới chậm triển khai, nhu cầu thuê giảm và một số dự án BĐS phải tạm dừng để giảm áp lực nhu cầu vốn
- Hàng hoá và dịch vụ	284	+19%	539	+15%	Doanh thu tăng chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ VLXD tăng
<b>Biên LNG</b>					
- BĐS	67%		65%		
- Hàng hoá và dịch vụ	37%		42%		
Chi phí quản trị & bán hành	377	+97%	618	+31%	Do trong kỳ BCM không còn ghi nhận hoàn nhập quỹ lương
% chi phí quản trị bán hành/Doanh thu	29%		30%		
Chi phí tài chính	269	+22%	460	-6%	Chúng tôi cho rằng chi phí vay sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới do Công ty có kế hoạch huy động thêm 2,000 tỷ đồng trái phiếu.
LNTT	86	-92%	165	-90%	
Thuế TNDN	54		59		
LNST	32	-97%	106	-92%	Kết quả kinh doanh kém còn do phần lãi ghi nhận từ công ty liên doanh, liên kết chỉ đạt 145 tỷ đồng (-75% yoy) trong 6T/23.

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Mảng kinh doanh BĐS cho thuê và nhà ở chiếm 70-80% tổng doanh thu của công ty. Doanh thu 6T/23 đạt 1,334 tỷ đồng giảm 48% svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do dự án KCN mới chậm triển khai, nhu cầu thuê đất KCN giảm và thị trường BĐS “đóng băng” buộc công ty phải tạm dừng triển khai một số dự án khiến doanh thu bán BĐS sụt giảm.

Trong 6T/23, lợi nhuận của BCM sụt giảm rất mạnh, chỉ đạt 106 tỷ đồng giảm tới 92% svck. Nguyên nhân một phần là do nguồn lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết đóng góp khoảng 50–70% lợi nhuận của công ty cũng giảm mạnh trong kỳ, chỉ đạt 145 tỷ đồng giảm 75% svck.

Hình 2: Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết



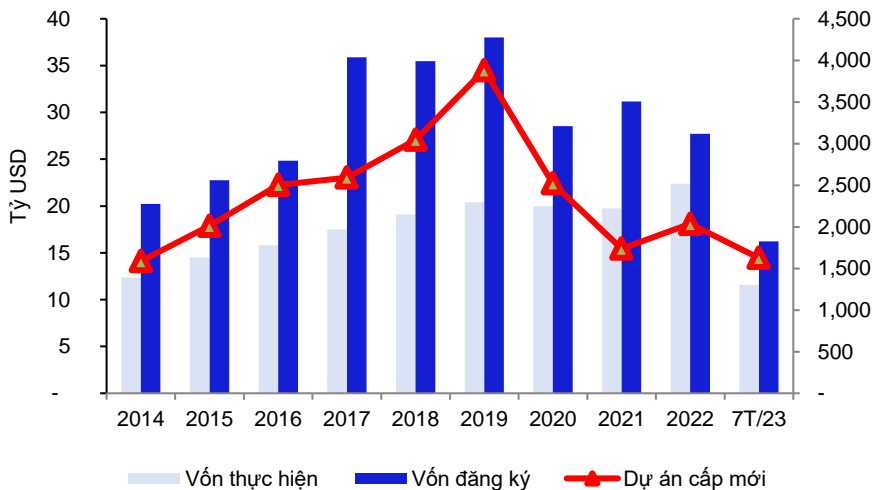
(Nguồn: BCM, MBS Research)

### Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2023 - 24

#### Dòng vốn FDI có dấu hiệu tăng trở lại

Sau khi giảm trong nửa đầu năm 2023, dòng vốn FDI có dấu hiệu tăng trở lại. Vốn đăng ký mới tính đến cuối T7/23 đạt 16.2 tỷ USD, tăng 4.5% svck và tăng 8.8 điểm phần trăm so với 6 tháng đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2023 nhờ các tập đoàn lớn như Foxconn, P&G, Intel hay nhiều công ty từ Hàn Quốc, Đài Loan đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất tại Việt Nam.

Hình 3: Dòng vốn FDI vào Việt Nam giai đoạn 2014 – 7T/2023



(Nguồn: Bộ KH&ĐT)

## Thị trường BĐS KCN loại 2 đầy hứa hẹn trong thời gian tới nhờ đầu tư hệ thống giao thông kết nối trung tâm với các tỉnh lân cận

Thị trường loại 1 ở phía Bắc gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng và phía Nam gồm TPHCM, Bình Dương, Long An, Đồng Nai. Thị trường loại 2 gồm các tỉnh, thành phố còn lại.

Trong năm 2022, có 21 dự án giao thông quan trọng ở cả ba tuyến đường bộ, đường sắt và hàng không đã được hoàn thành như dự án Cao tốc Bắc - Nam đoạn Cam Lộ - La Sơn; nâng cấp hạ tầng của hai sân bay quốc tế Nội Bài và Tân Sơn Nhất; cải tạo, nâng cấp 17 dự án đường quốc lộ trải dài trên các tỉnh thành. Chúng tôi nhận thấy đầu tư hạ tầng giao thông sẽ kết nối vùng kinh tế trọng điểm đến các khu vực lân cận, như vậy dòng vốn sẽ dần hướng đến các KCN ở thị trường loại 2 – nơi nguồn cung đất KCN còn nhiều, chi phí thuê thấp hơn.

Hình 4: Một số dự án FDI lớn tại thị trường BĐS KCN loại 2

Tên dự án	Quốc gia	Giá trị	Vị trí KCN
Mở rộng nhà máy Samsung Electro-Mechanics	Hàn Quốc	920 triệu USD	KCN Yên Bình, Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek	Trung Quốc	500 triệu USD	KCN WHA Industrial Zone 1, Nghệ An
Nhà máy Foxconn	Đài Loan	300 triệu USD	KCN Quang Châu mở rộng, Bắc Giang
Nhà máy sản xuất thanh silic và tấm silic đơn tinh thể Trina Solar Wafer	Trung Quốc	275 triệu USD	KCN Yên Bình, Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất vải cao cấp LOUVRE	Singapore	210 triệu USD	KCN Thành Thành Công, Tây Ninh

(Nguồn: MBS tổng hợp)

## Mảng KCN tăng trưởng nhờ đưa KCN Cây Trường vào khai thác, kinh doanh BĐS nhà ở kém khả quan

Hình 5: Thông tin dự án KCN hiện hữu của BCM

KCN	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )
Mỹ Phước 1	100%	2002 - 2052	377	274	88%	100-120
Mỹ Phước 2	100%	2005 - 2055	472	343	96%	130-150
Mỹ Phước 3	100%	2006 - 2056	984	670	90%	150-170
Thới Hoà	100%	2006 - 2056	202	153	85%	120-130
Bàu Bàng	100%	2007 - 2057	1,001	735	90%	130-150
Bàu Bàng mở rộng	100%	2016 - 2066	1,000	754	68%	140-160
Cây Trường	100%	2022 - 2072	700	490	0%	140-160

(Nguồn: BCM, MBS tổng hợp)

Cùng với VSIP 3, dự án KCN Cây Trường vừa được tỉnh Bình Dương bổ sung vào quy hoạch với diện tích là 700 ha, diện tích đất thương phẩm là 490 ha, vốn đầu tư 5,459 tỷ đồng (vốn tự có chiếm 15% và vốn vay là 85%). Dự án có vị trí thuận lợi khi nằm giáp KCN Bàu Bàng mở rộng nên được kỳ vọng sẽ nhanh

chóng thu hút nhà đầu tư bởi nguồn cung đất KCN mới của Bình Dương không còn nhiều. Ngoài dự án Cây Trường và Bàu Bàng, Bình Dương hiện chỉ còn KCN Lai Hưng (600 ha) và KCN Tân Bình (352 ha). Giá cho thuê ở khu vực này khá cao đạt 140-160 USD/m<sup>2</sup>, giá tăng trung bình đạt 7-10%/năm.

Diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê của BCM trong thời gian tới tăng lên 940 ha. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê trung bình đạt 20-30 ha/năm, doanh thu năm sau đạt 1,000 tỷ đồng.

Hình 6: Vị trí KCN Cây Trường



(Nguồn: UBND huyện Bàu Bàng, tỉnh Bình Dương)

Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành BĐS, một số dự án phải dừng triển khai để giảm áp lực về nhu cầu vốn cho công ty. TDC – công ty con của BCM – là chủ đầu tư các dự án TDC Hoà Lợi, TDC Plaza và Unitown – giai đoạn 2 đang gặp khó khăn về tài chính, chậm thanh toán lãi trái phiếu đến hạn. UDJ – BCM đang sở hữu 51% cổ phần – cũng phải dừng triển khai dự án Lake View. Tổng giá trị tồn kho các dự án này đến cuối Q2/23 là hơn 1,800 tỷ đồng.

### VSIP – “con gà đẻ trứng vàng” cho BCM

VSIP là công ty đi đầu trong phát triển KCN xanh, hiện đại tại Việt Nam. VSIP hiện đang sở hữu 11 KCN với diện tích đất 10,000 ha, diện tích đất thương phẩm là 6,600 ha, trải dài trên khắp các khu vực kinh tế trọng điểm tại Việt Nam.

Hình 7: Thông tin dự án KCN của VSIP

KCN	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )
VSIP I Bình Dương	1996 – 2046	465	465	100%	
VSIP II Bình Dương	2006 – 2055	2,045	1,345	100%	
VSIP Bắc Ninh	2007 – 2056	700	500	100%	
VSIP Hải Dương	2015 – 2065	150	150	100%	
VSIP Hải Phòng	2008 – 2057	1,566	507	76%	150-160
VSIP Nghệ An 1	2015 – 2064	750	263	86%	80
VSIP Quảng Ngãi	2013 – 2062	915	660	50%	65-70
VSIP III Bình Dương	Khởi công từ 2022	1,000	1,000	0%	130-140
Becamex VSIP Bình Định	Khởi công từ 2021	1,374	1,000	5-10%	55-70
VSIP Bắc Ninh II	Dự kiến từ 2024	273	232	0%	
VSIP Nghệ An 2	Dự kiến từ 2024	500	500	0%	

(Nguồn: VSIP, MBS tổng hợp)

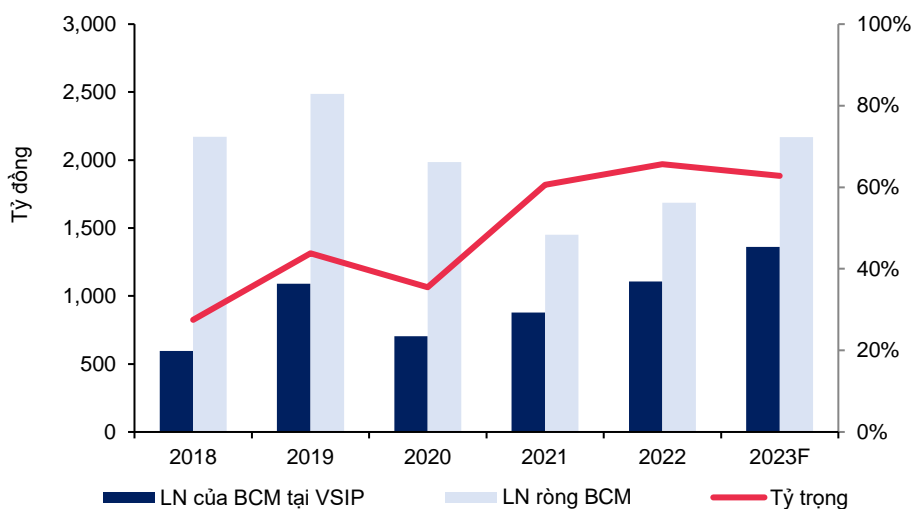


VSIP III Bình Dương xây dựng trên quỹ đất rộng 1,000 ha với vốn đầu tư hơn 6,400 tỷ đồng. Dự án có vị trí đắc địa được kỳ vọng thu hút đầu tư vào dự án “xanh”, điển hình là dự án nhà máy LEGO (Đan Mạch) khởi công từ cuối năm 2022 có tổng diện tích 44 ha với vốn đầu tư 1.3 tỷ USD.

Ngoài ra, VSIP đang nghiên cứu phát triển thêm một số dự án tại Bắc Ninh, Nghệ An, Cần Thơ, Quảng Trị. Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ cho thuê được 200 – 250 ha/năm, giá thuê tăng 8-12%/năm giúp doanh thu năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 7,720 tỷ đồng (-13% svck) và 7,994 tỷ đồng (+4% svck).

VSIP ngày càng đóng góp lớn vào lợi nhuận của BCM. Tỷ trọng lợi nhuận VSIP mang lại cho BCM năm 2018 là 27%, đến năm 2022 đã tăng lên 66%. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận của VSIP đạt 2,780 tỷ đồng (+23% svck) chiếm 63% lợi nhuận ròng của BCM trong năm 2023.

Hình 8: Lợi nhuận ròng VSIP đem lại cho BCM



(Nguồn: BCM, MBS Research)

### Mở rộng sang thị trường BĐS KCN loại 2

Chúng tôi quan sát thấy BCM và VSIP có xu hướng mở KCN mới tại thị trường loại 2. Điển hình là các dự án đang triển khai như KCN Becamex Bình Phước, Becamex VSIP Bình Định và VSIP Cần Thơ.

Hình 9: Xu thế dịch chuyển đầu tư vào thị trường loại 2

KCN	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Thời gian vận hành	Diện tích KCN (ha)	Luận điểm
Becamex Bình Phước	40%	Khởi công từ 2015	2,448	Năm 2023, BCM và IJC – công ty liên kết BCM sở hữu 49.76% – thông qua chủ trương tăng mạnh vốn góp tại dự án này. BCM tăng vốn góp thêm 550 tỷ đồng nắm giữ 40% và IJC góp 666 tỷ đồng nắm giữ 31.7%. Đưa vốn điều lệ ban đầu từ 400 tỷ đồng lên 2,100 tỷ đồng. Với việc tập trung đầu tư mạnh mẽ cho dự án này, chúng tôi kỳ vọng dự án tạo động lực tăng trưởng cho cả BCM và IJC trong thời gian tới. IJC có thêm nguồn thu mới từ BĐS KCN. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mỗi năm đạt 104 ha, giá cho thuê đạt 80-100 USD/m <sup>2</sup> tăng trưởng 8-12%/năm.

KCN	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Thời gian vận hành	Diện tích KCN (ha)	Luận điểm
Becamex VSIP Bình Định	40%	Khởi công từ 2022	1,000	Dự án này nằm sát quốc lộ 19C, có quốc lộ 1A chạy ngang qua, tạo thuận lợi cho lưu thông hàng hoá. Đặc biệt, dự án nằm gần cảng biển quốc tế Quy Nhơn và sân bay quốc tế Phù Cát. Dự án có vốn ban đầu là 100 tỷ đồng, trong đó BCM góp 40% vốn. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đạt 40-60 ha/năm, đem lại doanh thu 850 - 950 tỷ đồng trong năm 2023 và 2024.
VSIP Cần Thơ		Dự kiến khởi công từ 2023	200	Đây là dự án đầu tiên của VSIP tại thị trường loại 2 ở khu vực phía Nam. Dự án có diện tích kinh doanh không lớn nhưng tiềm năng cho thuê lớn do nằm gần trung tâm vùng nguyên liệu nông, thủy hải sản (gần An Giang, Đồng Tháp và Kiên Giang) và kết nối giao thông thuận tiện với TPHCM và cảng biển.

(Nguồn: MBS tổng hợp)

### Chuyển nhượng dự án để tăng hiệu quả đầu tư

BCM chuyển nhượng 18.9 ha đất trong khu đô thị mới tại khu liên hợp Công nghiệp – Dịch vụ – Đô thị Bình Dương gồm các Lô B8, B9, B10, B12, B13, B14 và B15 cho CapitaLand. Tổng giá trị hợp đồng là hơn 242 triệu USD ~5,691 tỷ đồng, có thể được ghi nhận doanh thu trong năm nay.

BCM vừa ký hợp đồng bán 2.2 ha đất thuộc dự án khu dân cư Mỹ Phước 3 cho SetiaBecamex với giá trị chuyển nhượng là 222 tỷ đồng. Đây là công ty liên doanh giữa Becamex và Setia – tập đoàn BĐS lớn tại Malaysia. Hiện hai bên đang hợp tác phát triển dự án Ecolakes Mỹ Phước có diện tích 224 ha, vốn đầu tư 800 triệu USD, vị trí gần khu dân cư Mỹ Phước 3.

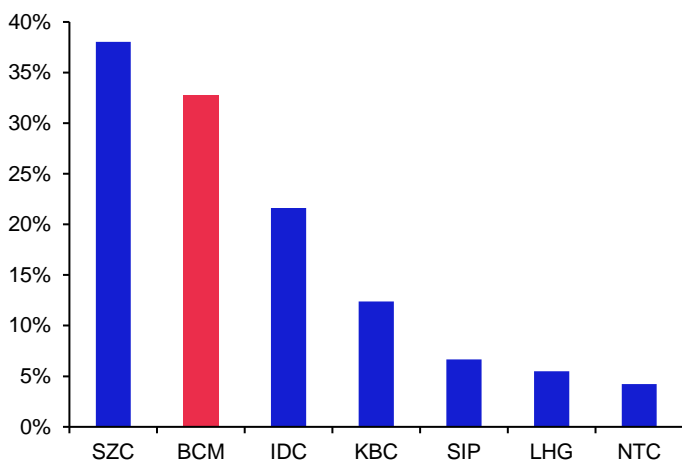
Chúng tôi đánh giá điều này sẽ giúp: (1) dự án được triển khai nhanh hơn, (2) nâng cao chất lượng dự án, (3) tạo tiền đề để thu hút đối tác mới tham gia đầu tư, (4) đem lại dòng tiền cho công ty thực hiện các dự án mới trong điều kiện khó huy động vốn như hiện nay.

### Tỷ lệ nợ vay cao, áp lực trả nợ trái phiếu giảm

Do đặc thù phát triển nhiều dự án cùng lúc nên trong thời gian qua BCM đã huy động vốn lớn. Tính đến cuối Q2/23, tổng dư nợ vay của BCM đạt 15,982 tỷ đồng (vay ngắn hạn: 6,264 tỷ đồng, vay dài hạn: 4,951 tỷ đồng). Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của BCM đạt 33%, cao hơn so với trung bình ngành.

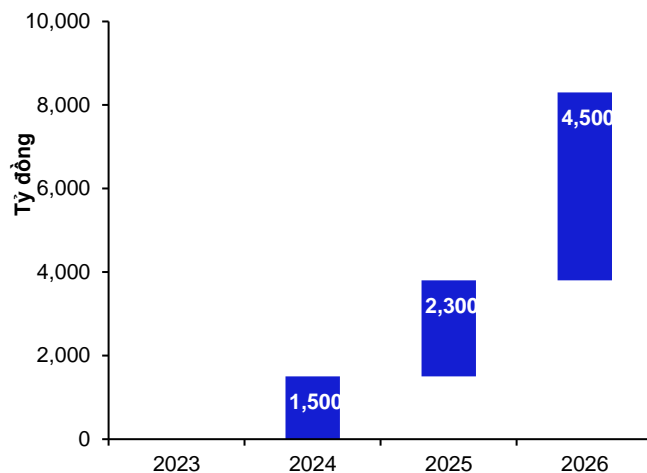
Giá trị trái phiếu phát hành của BCM cuối quý 2/23 đạt 8,300 tỷ đồng, giảm 800 tỷ đồng so với đầu năm. BCM đã thanh toán 500 tỷ đồng trái phiếu đến hạn năm 2023 và 300 tỷ đồng trái phiếu đến hạn năm 2024, qua đó giúp giảm áp lực trả nợ trái phiếu. Nhưng áp lực vẫn còn đó nếu thị trường BĐS ảm đạm kéo dài, mặt bằng lãi suất vẫn duy trì ở mức cao.

Hình 10: Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản các doanh nghiệp BĐS KCN cuối Q2/23



(Nguồn: Fiinpro)

Hình 11: Lượng trái phiếu đến hạn trong giai đoạn 2023-2026



(Nguồn: BCM, MBS Research)

## Dự báo KQKD giai đoạn 2023 - 24

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023 ghi nhận doanh thu đạt 8,270 tỷ đồng (+27% svck) và LN ròng đạt 2,168 tỷ đồng (+29% svck) với giả định (1) Diện tích cho thuê tăng trưởng tốt nhờ KCN Cây Trường được đưa vào khai thác (2) Giá cho thuê đất tăng trưởng từ 7-10%/năm nhờ nằm ở vị trí thuận lợi tại tỉnh Bình Dương (3) VSIP tiếp tục đóng góp lợi nhuận ổn định cho BCM.

Chúng tôi dự báo diện tích đất KCN cho thuê được trong năm 2023 là 124 ha, KCN Bàu Bàng sẽ bàn giao 22ha và phần còn lại sẽ được phân bổ trong 3-4 năm tới, KCN Bàu Bàng mở rộng cho thuê được 40 ha/năm đem lại nguồn thu lớn nhất cho công ty, KCN Cây Trường bắt đầu ghi nhận trong năm nay. VSIP ghi nhận lợi nhuận sau thuế năm 2023 đạt 2,780 tỷ đồng (+23% svck) và năm 2024 đạt 2,878 tỷ đồng (+4% svck).

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ công ty con năm 2023 đạt 3,049 tỷ đồng giảm 17% svck do một số dự án phải tạm dừng triển khai trong bối cảnh ngành BĐS đang gặp nhiều khó khăn.

Nhờ tăng vốn đầu tư, chúng tôi kỳ vọng dự án Becamex Bình Phước tạo động lực tăng trưởng cho BCM và IJC trong thời gian tới.

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- (1) Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm nay tăng trưởng lần lượt +27% và +29% svck;
- (2) Quỹ đất đang triển khai đảm bảo hoạt động cho thuê trong dài hạn;
- (3) BCM có thể ghi nhận doanh thu 5,000 tỷ đồng từ bán một phần dự án thành phố mới Bình Dương cho Capital Land trong năm nay, nhưng chúng tôi không đưa vào định giá do vướng mắc pháp lý có thể kéo dài hơn so với dự kiến.



## Định giá

Chúng tôi định giá BCM ở mức **78,000 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp tổng hợp thành phần (SOTP):

- (1) Đối với dự án KCN có doanh thu ổn định, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 10.8%;

Hình 12: Định giá KCN của BCM

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp
Mỹ Phước 1	100%	301	DCF
Mỹ Phước 2	100%	161	DCF
Mỹ Phước 3	100%	896	DCF
Thới Hoà	100%	238	DCF
Bàu Bàng	100%	860	DCF
Bàu Bàng mở rộng	100%	4,004	DCF
Cây Trùng	100%	5,875	DCF
<b>Tổng cộng</b>		<b>12,335</b>	

(Nguồn: MBS Research)

- (2) Đối với dự án BĐS nhà ở đang triển khai, chúng tôi áp dụng tỷ lệ 1.2xBV. Dự án BĐS phải tạm dừng triển khai, áp dụng bằng giá trị BV của dự án.

Hình 13: Định giá BĐS nhà ở của BCM

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp
<b>BĐS đang triển khai</b>		<b>1,035</b>	
Becamex Tower (văn phòng)	100%	222	1.2xBV
Khách sạn Becamex	100%	177	1.2xBV
TDC Plaza	61%	636	1.2xBV
<b>BĐS tạm dừng triển khai</b>		<b>1,296</b>	
Lake View	51%	41	BV
TDC Hoà Lợi	61%	1,064	BV
Sông Cẩm	61%	-	BV
Unitown - GD2	61%	191	BV
<b>Tổng cộng</b>		<b>2,330</b>	

(Nguồn: MBS Research)

- (3) Đối với dự án chưa triển khai, chúng tôi áp dụng định giá theo phương pháp RNAV tính theo giá đất thấp nhất trên thị trường, đồng thời áp dụng tỷ lệ chiết khấu 50% do thị trường BĐS khó khăn, dự án triển khai kéo dài nhiều năm.

Hình 14: Định giá dự án chưa triển khai của BCM

Dự án	TLSH	Diện tích đất kinh doanh còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá đất tham chiếu (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	Giá trị (tỷ đồng)
Thủ Dầu Một	100%	445	58%	10	22,255
Bến Cát	100%	306	76%	8	12,240
Bàu Bàng	100%	469	29%	5	11,723
Thuận An	100%	12	95%	20	1,210
<b>Tổng cộng</b>					<b>47,428</b>

(Nguồn: MBS Research)

- (4) Đối với các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với VSIP và Becamex Bình Phước; phương pháp P/E với IJC, Setia, Savi và giá trị BV cho các công ty còn lại.

Hình 15: Định giá công ty liên doanh, liên kết

Công ty	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp
VSIP	49%	30,650	DCF
Becamex Bình Phước	40%	14,620	DCF
IJC	50%	8,066	PE
Setia – Becamex	40%	1,078	PE
Becamex Tokyu	35%	8,682	BV
BW	26%	15,250	BV
Khác		1,281	
<b>Tổng cộng</b>		<b>33,524</b>	

(Nguồn: MBS Research)

Kết quả theo phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu BCM là 78.000 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 8.2% (bao gồm tỷ suất cổ tức).

Hình 16: Định giá cổ phiếu BCM

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp
Khu công nghiệp		12,335	DCF
BDS nhà ở		2,330	BV
BDS chưa triển khai		47,428	RNAV
<b>Tổng giá trị tài sản</b>		<b>62,092</b>	
Tiền & tương đương tiền		1,071	
Đầu tư ngắn hạn		436	
Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết		33,524	
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác		592	BV
Nợ vay		15,886	
Lợi ích cổ đông thiểu số		1,013	
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>80,817</b>	
Số lượng cổ phiếu		1,035,000,000	
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)		<b>78,084</b>	

(Nguồn: MBS Research)

Hình 17: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
				TTM	2023	hiện tại	2023	TTM	2023	TTM	2023
Becamex IDC	BCM	72,900	75,450	64.3	34.8	4.9	4.2	2.6	4.4	7.1	12.4
IDICO	IDC	49,300	16,269	6.4	7.9	2.8	2.0	13.2	10.2	34.3	25.0
Kinh Bắc	KBC	32,350	24,832	10.6	12.6	1.3	1.5	6.0	5.7	11.2	11.7
Sonadezi Châu Đức	SZC	37,400	4,488	26.6	11.9	2.3	1.6	2.2	4.7	8.9	16.0
Long Hậu	LHG	28,500	1,427	6.6	7.5	0.9	0.9	6.8	7.0	13.5	13.6
<b>Trung bình</b>				<b>22.9</b>	<b>14.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>	<b>15.0</b>	<b>15.7</b>

(Nguồn: Fiinpro, MBS Research)

### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro vướng mắc trong giải phóng mặt bằng kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ, tăng chi phí, giảm hiệu quả của dự án;
- (3) Thị trường BĐS ảm đạm kéo dài ảnh hưởng đến dòng tiền của dự án;
- (4) Rủi ro lãi suất tăng gây áp lực tài chính cho công ty.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>					<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>				
	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24		Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Doanh thu thuần	6,982	6,506	8,270	8,784	LN trước thuế	1,744	1,895	2,546	2,716
Giá vốn hàng bán	(3,759)	(3,770)	(4,684)	(4,940)	Khấu hao	186	190	158	158
Lợi nhuận gộp	3,223	2,736	3,586	3,844	Thuế đã nộp	(424)	(242)	(284)	(318)
Chi phí quản lý DN	(597)	(536)	(728)	(773)	Các khoản điều chỉnh khác	(257)	(466)	(379)	(4)
Chi phí bán hàng	(624)	(764)	(860)	(914)	Thay đổi VLD	(906)	(873)	(2,164)	795
LN từ HĐKD	2,002	1,437	1,998	2,158	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>343</b>	<b>504</b>	<b>(122)</b>	<b>3,347</b>
EBITDA thuần	2,188	1,626	2,157	2,316	Đầu tư TSCĐ	(26)	(212)	(12)	5
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2,002</b>	<b>1,437</b>	<b>1,998</b>	<b>2,158</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	103	-	-
Thu nhập lãi	114	74	168	182	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1,078)</b>	<b>(880)</b>	<b>276</b>	<b>(1,086)</b>
Chi phí tài chính	(875)	(880)	(745)	(749)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(472)	121	-	-	Tiền vay ròng nhận được	2,773	(813)	2,161	(3,217)
TN từ các Cty LK & LD	1,022	1,143	1,124	1,126	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,791</b>	<b>1,895</b>	<b>2,546</b>	<b>2,716</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(828)	(725)	(932)	(828)
Thuế TNDN	(287)	(180)	(284)	(318)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>1,945</b>	<b>(1,538)</b>	<b>1,230</b>	<b>(4,045)</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,504	1,714	2,262	2,398	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,776	2,985	1,071	2,454
Lợi ích cổ đông thiểu số	(53)	(29)	(93)	(93)	LC tiền thuần trong năm	1,209	(1,914)	1,384	(1,784)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,451</b>	<b>1,685</b>	<b>2,168</b>	<b>2,305</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,985</b>	<b>1,071</b>	<b>2,454</b>	<b>670</b>
Chi trả cổ tức	(828)	(725)	(932)	(828)					
Lợi nhuận giữ lại	623	961	1,237	1,477					
					<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>Dec-21</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Dec-21</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	Tăng trưởng doanh thu thuần	7.3%	-6.8%	27.1%	6.2%
Tiền và tương đương tiền	2,985	1,071	2,454	670	Tăng trưởng EBITDA	2.0%	-25.7%	32.6%	7.4%
Đầu tư ngắn hạn	214	436	292	267	Tăng trưởng LN từ HĐKD	4.9%	-28.2%	39.1%	8.0%
Phải thu khách hàng	4,942	5,315	4,625	4,394	Tăng trưởng LN trước thuế	-28.0%	5.8%	34.4%	6.7%
Hàng tồn kho	20,931	20,861	22,096	22,191	Tăng trưởng LN ròng	-26.9%	16.1%	28.7%	6.3%
Tổng tài sản ngắn hạn	29,147	27,851	29,622	27,676	Tăng trưởng EPS	-26.9%	16.1%	28.7%	6.3%
Tài sản cố định	1,070	1,091	968	845	Biên LN gộp	46.2%	42.1%	43.4%	43.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	40.8%	45.6%	41.7%	41.3%
BĐS đầu tư	456	425	415	405	Biên LN ròng	20.8%	25.9%	26.2%	26.2%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	9.0%	10.2%	12.4%	12.3%
Đầu tư vào công ty LD, LK	14,466	15,291	16,416	17,542	ROAA	3.0%	3.5%	4.4%	4.5%
Khoản đầu tư dài hạn khác	3,664	3,478	3,746	3,676	ROIC	5.9%	5.0%	5.8%	6.5%
Tổng tài sản dài hạn	19,805	20,438	21,672	22,570	Vòng quay tài sản	0.14	0.13	0.17	0.17
<b>Tổng tài sản</b>	<b>48,952</b>	<b>48,290</b>	<b>51,294</b>	<b>50,246</b>	Cổ tức chi trả/LN ròng	57.1%	43.0%	43.0%	35.9%
Vay & nợ ngắn hạn	4,248	4,951	5,112	4,770	Tổng nợ vay/VCSH	97.0%	88.5%	94.3%	72.1%
Phải trả người bán	868	635	861	799	Nợ vay ròng/VCSH	79.6%	82.6%	81.4%	68.8%
Phải trả ngắn hạn khác	1,893	1,550	1,736	2,008	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	27.9%	30.7%	30.4%	28.2%
Tổng nợ ngắn hạn	18,470	18,642	18,462	18,785	Khả năng thanh toán lãi vay	2.29	1.60	2.68	2.88
Vay & nợ dài hạn	12,386	10,936	12,936	10,060	Số ngày phải thu	204	168	158	141
Các khoản phải trả khác	951	767	750	823	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	2,032	2,020	1,722	1,640
Tổng Nợ dài hạn	13,337	11,703	13,686	10,884	Số ngày phải trả tiền bán	84	61	67	59
<b>Tổng nợ</b>	<b>31,808</b>	<b>30,344</b>	<b>32,148</b>	<b>29,668</b>	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.6	1.5	1.6	1.5
Vốn điều lệ	10,350	10,350	10,350	10,350	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.4	0.3
Thặng dư vốn cổ phần	12	12	12	12	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1	0.0
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
LN giữ lại	4,772	5,161	5,618	6,265	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	997	1,409	2,059	2,751	EPS	1,402	1,628	2,095	2,227
Vốn chủ sở hữu	16,130	16,932	18,039	19,378	BVPS	15,585	16,360	17,429	18,722
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,015	1,013	1,106	1,200	P/E	54.3	46.7	36.3	34.2
Tổng vốn chủ sở hữu	17,145	17,945	19,145	20,577	P/B	4.9	4.7	4.4	4.1
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>48,952</b>	<b>48,290</b>	<b>51,294</b>	<b>50,246</b>					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)