



# Báo cáo lần đầu BCM – KHẢ QUAN

Ngày 04/10/2023

---

## Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

## Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

**KHẢ QUAN**

HOSE: BCM

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND) **78.813**

Giá hiện tại (VND) **68.500**

Tỷ lệ tăng giá 15,1%

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 1,3%

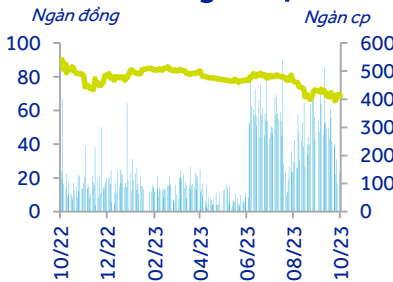
Tổng tỷ suất lợi nhuận **16,4%**

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-15,0	-3,9	-12,4	-22,8
Tương đối	-27,5	1,6	-16,1	-26,6

Nguồn: Bloomberg

### Biểu đồ giao dịch



### Cơ cấu sở hữu

UBND tỉnh Bình Dương 95,4%

### Thông kê

Mã Bloomberg	3/10/23
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	BCM VN 64.000 - 91.500
SL lưu hành (triệu cp)	1.035
Vốn hóa (tỷ đồng)	70.898
Vốn hóa (triệu USD)	2.888
Room khối ngoại còn lại (%)	46,7
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	3,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	273.447
VND/USD	24.550
Index: VNIndex / HNX	1118,10/226,68

## TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN CÔNG NGHIỆP - CTCP (BCM VN)

### Công ty phát triển bất động sản lớn nhất tại Bình Dương

Becamex IDC là chủ đầu tư sở hữu 942ha đất thương phẩm khu công nghiệp (KCN) và 1.000ha bất động sản dân cư tập trung tại tỉnh Bình Dương. Quỹ đất công nghiệp của BCM đứng đầu Bình Dương (30% thị phần cấp tỉnh) và lớn thứ ba tại Việt Nam với 3,6% thị phần toàn quốc. Nếu cộng thêm các công ty liên kết sở hữu 18 KCN với tổng diện tích hơn 11.400ha thì BCM là chủ đầu tư bất động sản (BDS) công nghiệp lớn nhất Việt Nam với 12,4% thị phần.

### Tăng trưởng FDI cấp mới của tỉnh Bình Dương có dấu hiệu chững lại trong các năm qua, nhưng triển vọng trong tương lai vẫn ổn định.

Tổng vốn FDI cấp mới vào tỉnh Bình Dương đang có dấu hiệu suy giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2015. Nhưng trong dài hạn, chúng tôi cho rằng phân khúc BDS công nghiệp vẫn có thể đạt được sự tăng trưởng ổn định và bền vững nhờ triển vọng Trung Quốc +1 và các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam tích cực ký kết với các đối tác chiến lược trong giai đoạn vừa qua. Do quỹ đất công nghiệp hạn chế, nhu cầu thuê vẫn tăng trưởng, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy sẽ ổn định và giá thuê trung bình sẽ tăng nhẹ trong những năm tới.

### Giao dịch chuyển nhượng 18,9ha cho CapitaLand hỗ trợ kết quả kinh doanh 2023

Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2023 kém khả quan do thị trường BĐS dân dụng gặp nhiều khó khăn nhưng chúng tôi kỳ vọng cả năm vẫn đạt tăng trưởng doanh thu 39% svck (9.068 tỷ đồng) và LNST là 28% svck (2.187 tỷ đồng). Hỗ trợ cho dự phóng này là giao dịch chuyển nhượng 18,9ha với giá trị hợp đồng là 242 triệu USD tại Thành phố mới Bình Dương (TPMBD) cho CapitaLand, ghi nhận lợi nhuận gộp khoảng 2.400 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục bán các lô đất tại TPMBD cho các chủ đầu tư thứ cấp trong những năm tới, từ đó, lợi nhuận ròng sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng kép là 8%/năm trong giai đoạn 2023-2025.

### Định giá và khuyến nghị

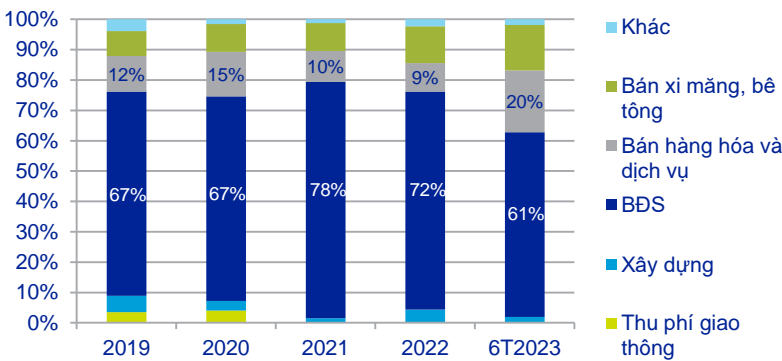
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho BCM với định giá hợp lý là 78.813 đ/cp, sử dụng phương pháp RNAV. Mức giá này cao hơn giá thị trường 15,1% và tương đương với P/E 2023 là 40,3x và P/B là 4,3x.

	2020	2021	2022	2023E	2024E
DT Thuần (tỷ đồng)	6.505	6.982	6.506	9.068	7.590
Tăng trưởng (%)	-20,8%	7,3%	-6,8%	39,4%	-16,3%
EBITDA (tỷ đồng)	3.274	3.209	2.769	3.610	3.616
Tăng trưởng (%)	0,7%	-2,0%	-13,7%	30,4%	0,2%
LN ròng (tỷ đồng)	1.986	1.451	1.686	2.157	2.277
Tăng trưởng LN (%)	-20,2%	-26,9%	16,2%	28,0%	5,5%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.854	1.270	1.502	1.954	2.069
Tăng trưởng (%)	-19,6%	-31,5%	18,2%	30,1%	5,9%
ROE (%)	13,0%	9,0%	10,2%	12,3%	12,2%
ROIC (%)	8,9%	8,3%	7,4%	9,0%	8,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	4,0	4,2	5,2	4,1	4,4
EV/EBITDA (x)	26,3	26,8	31,1	23,9	23,8
P/E (lần)	36,9	53,9	45,6	35,0	33,1
P/B (lần)	4,1	4,1	4,0	3,7	3,5
Cổ tức (đồng)	800	700	800	900	900
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,2%	1,0%	1,2%	1,3%	1,3%

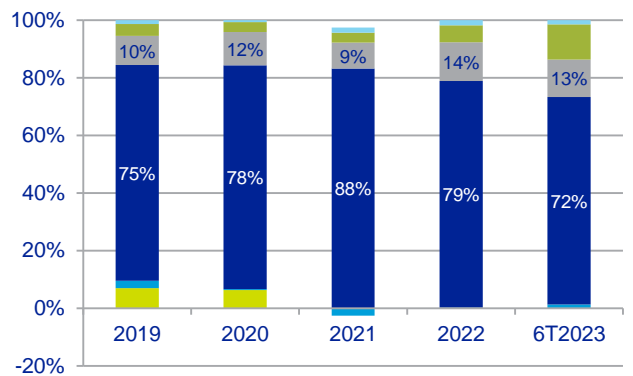
## Tổng quan công ty

Becamex IDC được thành lập năm 1976 tại Bình Dương. Sau nhiều lần sáp nhập và tái cấu trúc, công ty trở thành một trong những tập đoàn kinh tế lớn ở miền Nam Việt Nam với vốn điều lệ 10.350 tỷ đồng và 27 công ty thành viên. Hoạt động kinh doanh cốt lõi là BĐS, bao gồm phát triển KCN và khu dân cư (KDC). Từ năm 2019 đến 6T2023, BĐS đóng góp hơn 60% tổng doanh thu và hơn 70% lợi nhuận gộp. Bán hàng hóa và dịch vụ (chủ yếu là bán vật liệu xây dựng và cung cấp dịch vụ giáo dục, y tế) là mảng kinh doanh lớn thứ hai, đóng góp 9-20% vào tổng doanh thu và 9-14% vào lợi nhuận gộp.

Tỷ trọng doanh thu

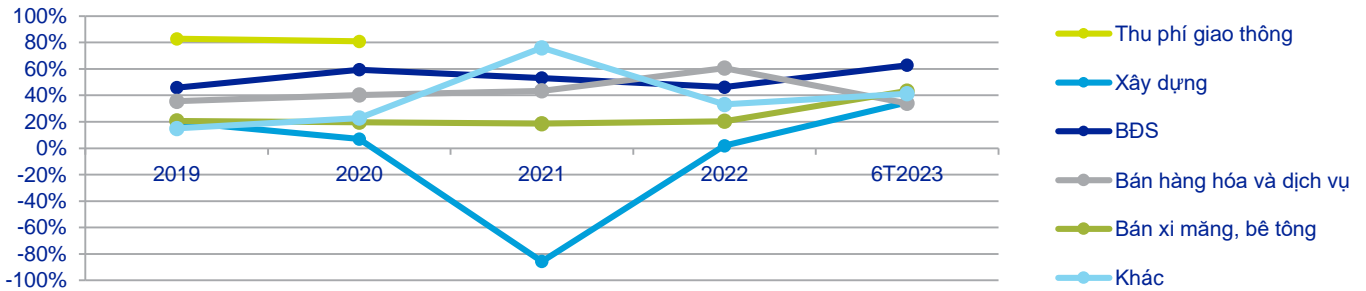


Tỷ trọng lợi nhuận gộp

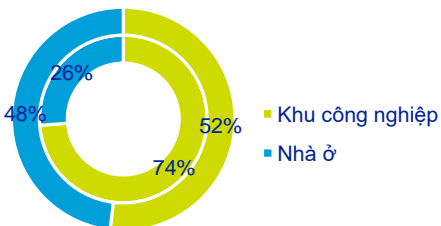


Ghi chú: Từ 2021, BCM không còn doanh thu hợp nhất từ thu phí giao thông do giảm tỷ lệ sở hữu tại Becamex IJC (HSX: IJC) từ 78,8% xuống 49,8%.

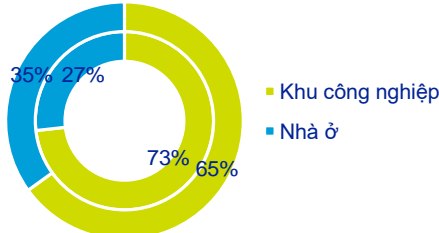
Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng kinh doanh



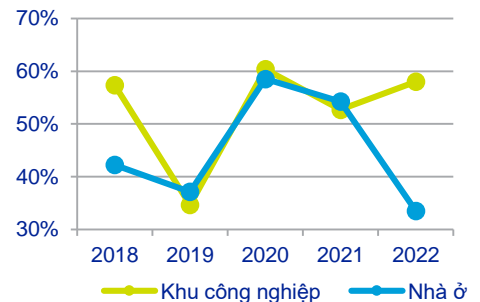
Tỷ trọng doanh thu BĐS (2021: vòng trong, 2022: vòng ngoài)



Tỷ trọng lợi nhuận gộp BĐS (2021: vòng trong, 2022: vòng ngoài)

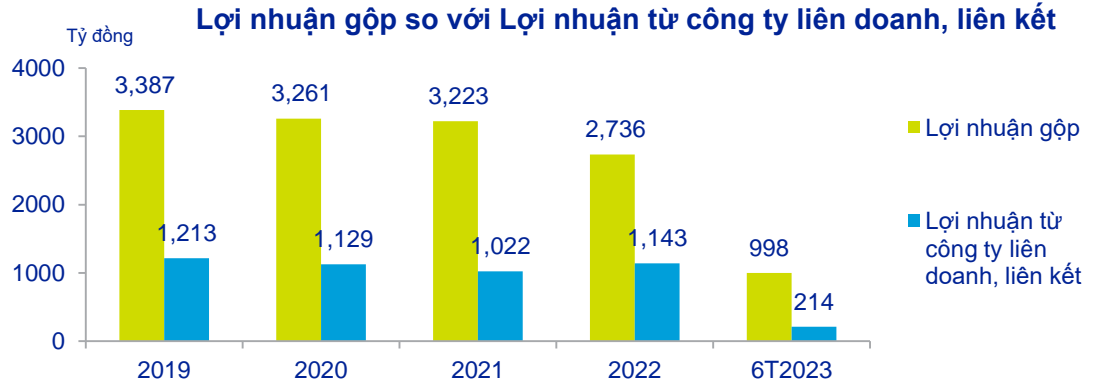


Biên lợi nhuận gộp BĐS

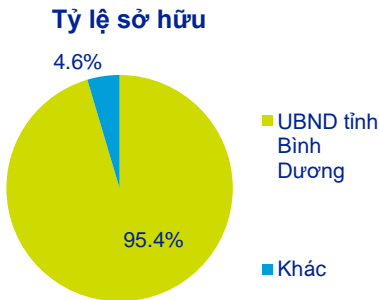


Nguồn: BCM, ACBS.

Ngoài lợi nhuận từ các mảng kinh doanh chính, BCM còn có lợi nhuận tương đối lớn (20%-40% lợi nhuận gộp), đến từ các công ty liên doanh, liên kết trong đó VSIP đóng góp tỷ trọng đáng kể. VSIP cũng là nhà phát triển BĐS công nghiệp và nhà ở hàng đầu, trong đó BCM nắm giữ 49% và SembCorp (Singapore) nắm giữ 51%.



Nguồn: BCM, ACBS.

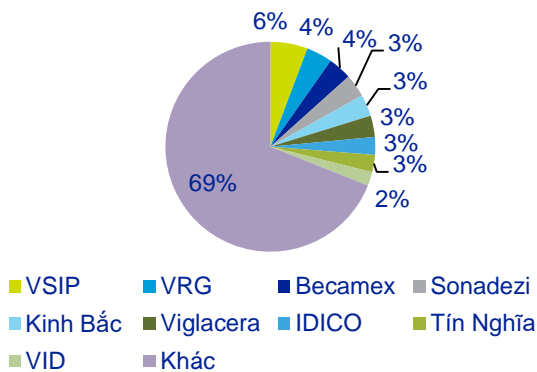


Hiện tại UBND tỉnh Bình Dương nắm giữ 95,4% BCM và một số quỹ đầu tư nắm giữ trên 1%. Do đó, BCM có tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do và khối lượng giao dịch trung bình hàng ngày khá thấp.

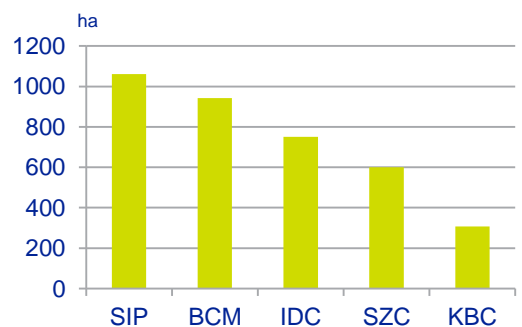
### BĐS công nghiệp: Top 3 thị phần BĐS KCN, quỹ đất thương phẩm còn lại 942ha

Với 7 KCN có tổng diện tích hơn 4.700ha, Becamex là chủ đầu tư lớn nhất Bình Dương với hơn 30% thị phần cấp tỉnh và lớn thứ ba tại Việt Nam với 3,6% thị phần toàn quốc. Các KCN này nằm ở phía Bắc Bình Dương, dọc Quốc lộ 13 và đường Mỹ Phước – Tân Vạn, cách sân bay Tân Sơn Nhất 40-64km, cách cảng Cát Lái 50-74km và cách cảng Cái Mép 89-110km. Tính đến cuối năm 2022, công ty có 942ha diện tích thương phẩm còn lại có thể cho thuê, khá lớn so với các chủ đầu tư KCN đang niêm yết trên thị trường.

#### Thị phần đất công nghiệp



#### Diện tích thương phẩm còn lại



Nguồn: ACBS.

**Bảng: Các khu công nghiệp**

STT	Tên dự án	Vị trí	TLSH của BCM	Tổng diện tích (ha)	DT thương phẩm (ha)	DT thương phẩm còn lại (ha)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê ước tính (USD/m2/ thời hạn thuê còn lại)	Thời gian cho thuê
<b>KCN BCM làm chủ đầu tư</b>				<b>4.729</b>	<b>3.421</b>	<b>942</b>	<b>19.282</b>			
1	Mỹ Phước 1	Bình Dương	100%	377	274	33	451	88%	100	2002-2052
2	Mỹ Phước 2	Bình Dương	100%	477	344	14	746	96%	120	2005-2055
3	Mỹ Phước 3	Bình Dương	100%	978	671	67	2.864	90%	120	2006-2056
4	Thới Hòa	Bình Dương	100%	199	153	23	666	85%	120	2006-2056
5	Bàu Bàng	Bình Dương	100%	998	735	73	3.334	90%	120	2007-2057
6	<b>Bàu Bàng mở rộng</b>	<b>Bình Dương</b>	<b>100%</b>	<b>1.000</b>	<b>755</b>	<b>241</b>	<b>5.762</b>	<b>68%</b>	<b>120</b>	<b>2016-2066</b>
7	<b>Cây Trường</b>	<b>Bình Dương</b>	<b>100%</b>	<b>700</b>	<b>490</b>	<b>490</b>	<b>5.459</b>	<b>n/a</b>	<b>120</b>	<b>2016-2066</b>

Nguồn: BCM, ACBS.

### Dự án trọng điểm: KCN Cây Trường

KCN Cây Trường là dự án mới, dự kiến bắt đầu cho thuê từ năm 2023 và sẽ là dự án trọng điểm trong những năm tới. KCN này nằm cạnh các KCN Bàu Bàng và Bàu Bàng mở rộng, có diện tích thương phẩm là 490ha và tổng vốn đầu tư gần 5.500 tỷ đồng và nhắm đến khách thuê từ nhiều ngành khác nhau.

Do nền kinh tế toàn cầu không ổn định và nhu cầu tiêu dùng còn yếu, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê KCN của BCM sẽ giảm xuống 62ha (-26% svck) vào năm 2023. Hợp đồng thuê chủ yếu từ các KCN Bàu Bàng, Bàu Bàng mở rộng và Cây Trường. Tuy nhiên, với giá cho thuê tăng khoảng 9% svck, doanh thu từ KCN ước tính giảm 16% svck xuống ~2.000 tỷ đồng vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi vào năm 2024 và diện tích cho thuê KCN sẽ tăng lên 93ha (+51% svck). Với giá cho thuê ước tính tăng 4% svck, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê KCN sẽ đạt hơn 3.000 tỷ đồng (+50% svck) vào năm 2024.

### Bất động sản nhà ở: tập trung ở phân khúc bình dân và trung cấp

Becamex sở hữu gần 3.100ha đất ở tại Bình Dương, trong đó diện tích thương phẩm còn lại là gần 1.000ha. BCM cung cấp đa dạng sản phẩm từ bình dân đến trung cấp, bao gồm nhà ở xã hội, đất nền, chung cư, shophouse, nhà phố, biệt thự cho các chuyên gia nước ngoài, công nhân và người dân. Các KDC, tái định cư và nhà ở xã hội có tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ giá bán phải chăng và nhu cầu bền vững của công nhân và người dân.

**Bảng: Các dự án BĐS nhà ở**

Dự án	TLSH của BCM	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm ước tính (ha)	DT thương phẩm còn lại (ha)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Ghi chú
Khu tái định cư và khu dân cư Thới Hòa	100%	350	193	86	1.799	Giá thị trường đất nền = 6-10 triệu đồng/m2
Khu tái định cư và khu dân cư Bàu Bàng	100%	668	n/a	465	2.586	Giá thị trường đất nền = 4-8 triệu đồng/m2
Khu tái định cư và khu dân cư Việt - Sing	100%	117	64	0	694	Giá thị trường đất nền = 4.4 triệu đồng/m2
Khu tái định cư và khu dân cư Mỹ Phước	100%	943	519	212	2.235	Giá thị trường đất nền = 8-11 triệu đồng/m2
Thành phố mới Bình Dương	100%	1.000	550	223	32.000	Dự án Sunflower mở rộng: 26 triệu đồng/m2 Dự án Princetown mở rộng: 26 triệu đồng/m2 Dự án Midori Park The Glory: 33 triệu đồng/m2

Becamex Center City	100%	6,1	3,6	n/a	3.000	Hoàn thành tòa văn phòng Becamex Tower, chung cư Horizon và Sunrise, khách sạn Becamex Hotel Thủ Dầu Một.
Nhà ở xã hội	100%	n/a	n/a	n/a	1.200	Hoàn thành 8.168 căn Đang phát triển 3.283 căn Giá bán hiện tại = 7-9 triệu đồng/m <sup>2</sup> Diện tích trung bình = 30 m <sup>2</sup>
<b>Tổng cộng</b>		<b>3.084</b>		<b>986</b>	<b>43.514</b>	

Nguồn: BCM, ACBS

Hiện tại, dự án BĐS nhà ở tiềm năng nhất của BCM là TPMBD với tổng diện tích 1.000ha. BCM thường bán các lô đất bên trong TPMBD cho các chủ đầu tư thứ cấp như Becamex IJC, Becamex Tokyu và CapitaLand để phát triển các dự án thành phần. Chúng tôi kỳ vọng TPMBD sẽ tiếp tục thu hút thêm nhiều nhà đầu tư thứ cấp có thương hiệu và tài chính mạnh để phát triển TPMBD thành một khu đô thị chất lượng và sôi động hơn.

### Bảng: Các dự án thành phần tại TPMBD

Nhà đầu tư thứ cấp	Diện tích (ha)	Tổng vốn đầu tư	Dự án
Becamex IJC	40,8	11.187 tỷ đồng	Khu đô thị IJC, Princetown, Prince Town mở rộng, Sunflower, Sunflower mở rộng, chung cư Aroma
Becamex Tokyu	110	1,2 tỷ USD	Tokyu Garden City, trong đó đã hoàn thành chung cư Sora Garden, nhà phố Midori Park Haruka, chung cư Midori Park The View và đang xây dựng chung cư Midori The Glory.
CapitaLand	18,9	1,1 tỷ SGD	Dự kiến triển khai trong giai đoạn 2023-2027

Nguồn: ACBS

Với tầm nhìn dài hạn về phát triển bền vững, Becamex IDC cũng đầu tư vào giáo dục và y tế như một phần của hệ sinh thái bên cạnh phát triển cơ sở hạ tầng, BĐS công nghiệp và nhà ở. Hiện tại, công ty đang vận hành hai bệnh viện và một trường đại học với thông tin được tóm tắt trong bảng dưới đây.

### Bảng: Dự án y tế và giáo dục

	TLSH của BCM	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Số phòng	Ghi chú
Bệnh viện quốc tế Becamex	85%	2.000	1.200	Hoạt động từ 2016
Bệnh viện Mỹ Phước	65,5%	300	300	Hoạt động từ 2011
Trường đại học quốc tế Miền Đông	51%	751	n/a	Hoạt động từ 2011

Nguồn: BCM, ACBS

Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS nhà ở đạt ~5.400 tỷ đồng (+140% svck) vào năm 2023 nhờ giao dịch chuyển nhượng 18,9 ha tại TPMBD cho CapitaLand với giá trị hợp đồng là 242 triệu USD (5.100 tỷ đồng) và 5,2 ha tại các khu dân cư Mỹ Phước, Thới Hòa và Bàu Bàng. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán đất tại TPMBD sẽ quay lại mức bình thường và doanh thu năm 2024 dự kiến đạt ~2.800 tỷ đồng (-48% svck).

## Liên doanh VSIP: đóng góp lớn vào lợi nhuận của BCM

VSIP được thành lập năm 1996 với vốn điều lệ 946 tỷ đồng trên cơ sở hợp tác giữa hai chính phủ là Singapore do SembCorp (Mã: U96) sở hữu 51% và Việt Nam do Becamex IDC sở hữu 49%. VSIP thường đóng góp 28-58% vào tổng LNTT của BCM. VSIP có tổng quỹ đất KCN, đô thị và dịch vụ hơn 10.000ha trên cả nước, trong đó diện tích các KCN là hơn 7.500ha.

Về KCN, VSIP dẫn đầu thị trường với 15 KCN được thành lập với tổng diện tích hơn 7.500ha và thu hút ~880 khách thuê từ 30 quốc gia với tổng vốn đăng ký ~18,7 tỷ USD. Năm 2022, công ty bắt đầu phát triển KCN mới là VSIP 3 Bình Dương có tổng diện tích 1.000ha, thu hút dự án FDI lớn nhất năm 2022 là LEGO với vốn đăng ký 1,3 tỷ USD. Trong tháng 8/2023, VSIP tổ chức lễ động thổ 3 KCN (VSIP Bắc Ninh 2, VSIP Nghệ An 2 và VSIP Cần Thơ – GĐ1) và nhận giấy phép đầu tư cho 2 KCN (VSIP Thái Bình và VSIP Hà Tĩnh).

STT	Tên dự án	Vị trí	TLSH của BCM	Tổng DT (ha)	DT KCN (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê ước tính (USD/m2/thời hạn thuê còn lại)	Thời gian thuê
<b>Dự án VSIP làm chủ đầu tư</b>				<b>10.155</b>	<b>7.525</b>			
1	VSIP 1 Bình Dương	Bình Dương	49%	500	473	100%	n/a	1996-2046
2	VSIP 2 Bình Dương - GĐ1	Bình Dương	49%	345	338	100%	n/a	2006-2056
	VSIP 2 Bình Dương - GĐ2	Bình Dương	49%	1.700	1.000	100%	n/a	2008-2058
3	VSIP 3 Bình Dương	Bình Dương	49%	1.000	1.000	n/a	>100	2018-2068
4	VSIP Bắc Ninh 1	Bắc Ninh	49%	700	500	100%	n/a	2007-2057
5	VSIP Bắc Ninh 2	Bắc Ninh	49%	273	273	n/a	123	2018-2068
<b>6</b>	<b>VSIP Hải Phòng</b>	<b>Hải Phòng</b>	<b>49%</b>	<b>1.600</b>	<b>507</b>	<b>90%</b>	<b>116</b>	<b>2008-2058</b>
<b>7</b>	<b>VSIP Quảng Ngãi - GĐ1</b>	<b>Quảng Ngãi</b>	<b>49%</b>	<b>1.180</b>	<b>660</b>	<b>65%</b>	<b>63</b>	<b>2012-2062</b>
8	VSIP Hải Dương - GĐ1	Hải Dương	49%	150	150	100%	n/a	2015-2065
<b>9</b>	<b>VSIP Nghệ An 1</b>	<b>Nghệ An</b>	<b>49%</b>	<b>309</b>	<b>226</b>	<b>86%</b>	<b>61</b>	<b>2015-2065</b>
10	VSIP Nghệ An 2	Nghệ An	49%	441	441	n/a	65	2023-2073
11	VSIP Cần Thơ – GĐ1	Cần Thơ	49%	294	294	n/a	n/a	2022-2072
12	VSIP Lạng Sơn	Lạng Sơn	49%	600	600	n/a	n/a	2023-2073
13	VSIP Thái Bình	Thái Bình	49%	333	333	n/a	n/a	2023-2073
14	VSIP Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	49%	190	190	n/a	n/a	2023-2073
15	VSIP Quảng Trị	Quảng Trị	n/a	481	481	n/a	n/a	2021-2071
<b>Các dự án do các công ty liên kết khác làm chủ đầu tư</b>				<b>6.526</b>	<b>3.916</b>			
16	Becamex Bình Phước	Bình Phước	40%	4.633	2.448	12%	85	2008-2058
17	Becamex VSIP Bình Định – GĐ1	Bình Định	40%	1.425	1.000	n/a	70	2020-2070
18	Sơn Mỹ 2	Bình Thuận	38%	468	468	n/a	n/a	2023-2073

Nguồn: ACBS

VSIP cũng phát triển các dự án nhà ở bên cạnh các KCN để cung cấp chỗ ở thuận tiện và chất lượng cho chuyên gia nước ngoài và công nhân với giá bán phù hợp. Một số dự án nhà ở của VSIP được tóm tắt trong bảng dưới đây:

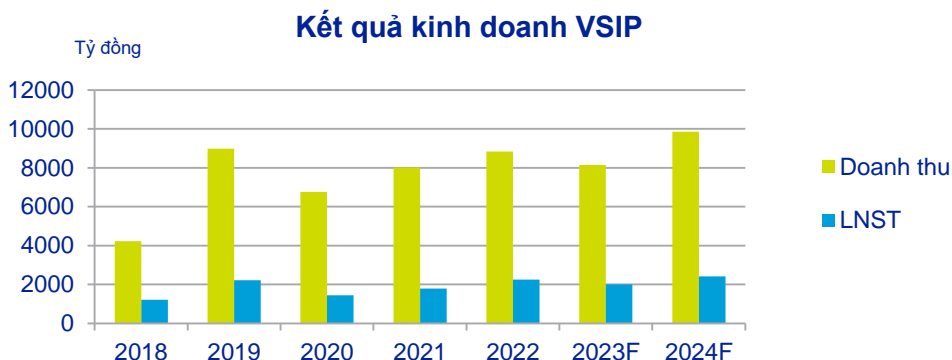
Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Sản phẩm	Tổng số căn
Belhomes	Bắc Ninh	5,7	Nhà liền kề, nhà phố thương mại	365
Thiên Mỹ Lộc	Quảng Ngãi	254	Nhà liền kề, nhà phố thương mại	6.500
Sun Casa	Bình Dương	6	Nhà liền kề, nhà phố thương mại	383
Sun Casa Central	Bình Dương	30	Nhà liền kề, nhà phố thương mại	879
The Habitat	Bình Dương	4,1	Chung cư	1.500

Nguồn: ACBS

Trong giai đoạn 2018-2022, doanh thu của VSIP tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 20,2%, đạt hơn 8.800 tỷ đồng vào năm 2022 và LNST tăng trưởng với CAGR là 16,7% đạt 2.258 tỷ đồng vào năm 2022. Biên lợi nhuận sau thuế được duy trì ở mức 21-29% trong giai đoạn này.

Trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi dự phóng VSIP sẽ cho thuê 119-164 ha đất công nghiệp mỗi năm với giá thuê trung bình tăng 5-7%/năm. Dự kiến VSIP sẽ bàn giao các căn thấp tầng còn lại tại dự án Sun Casa Central Bình Dương vào năm 2023 và căn hộ tại dự án The Habitat – Giai đoạn 3 từ năm 2024. Ước tính LNST của VSIP đạt gần 2.000 tỷ

đồng (-11% svck) vào năm 2023 và hơn 2.400 tỷ đồng (+21% svck) vào năm 2024. Phần lợi nhuận VSIP chia cho BCM dự kiến chiếm 45-51% LNST của BCM.



Nguồn: BCM, ACBS

Mặt khác, nếu hành lang pháp lý hỗ trợ việc niêm yết các công ty FDI, VSIP có thể lên kế hoạch IPO trong những năm tới.

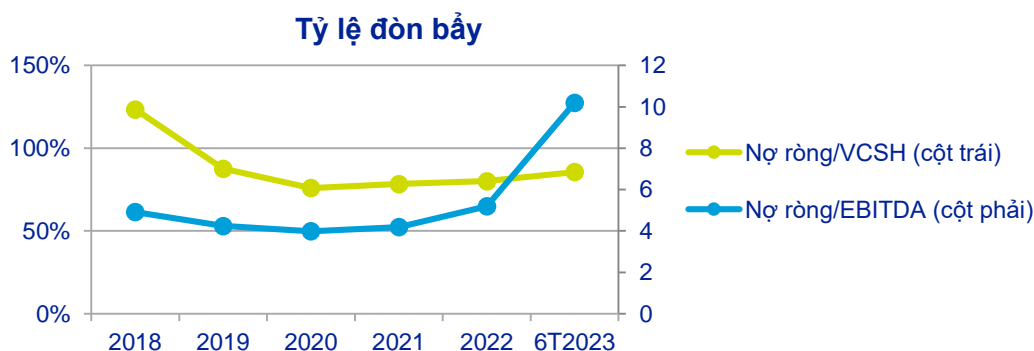
### Tình hình tài chính

#### Tỷ lệ đòn bẩy tăng trong 6T2023 nhưng có thể quay lại mức bình thường vào cuối năm 2023

Trong khi hầu hết các chủ đầu tư BĐS KCN duy trì trạng thái tiền mặt rỗng thì BCM có nợ rỗng với tỷ lệ đòn bẩy tương đối cao. (Xem Phụ lục 1 để biết thêm chi tiết). Lý do chủ yếu liên quan tới cơ cấu cổ đông của BCM, trong đó UBND Tỉnh Bình Dương sở hữu 95,4% cổ phần. Vì vậy, việc tăng vốn cần phải có sự phê duyệt của Chính phủ. Và trong nhiều năm vừa qua, BCM vẫn chưa được phê duyệt tăng vốn.

Do đó, hoạt động kinh doanh của BCM phụ thuộc vào nợ vay. Từ mức đỉnh 123,4% vào năm 2018, tỷ lệ Nợ rỗng/Vốn chủ sở hữu được giữ ở mức ổn định ở mức 75,9%-87,6% trong giai đoạn 2019-2022. Trong khi đó, tỷ lệ Nợ rỗng/EBITDA có xu hướng tăng từ mức đáy 4,0 lần năm 2020 lên 5,2 lần vào năm 2022.

Trong 6T2023, nợ rỗng tăng 861 tỷ đồng lên 15.241 tỷ đồng trong khi EBITDA lũy kế 12 tháng giảm 1.274 tỷ đồng xuống 1.495 tỷ đồng, dẫn đến Nợ rỗng/Vốn chủ sở hữu tăng từ 80,1% lên 85,6% và Nợ rỗng/EBITDA từ 5,2x đến 10,2x. Với giả định giao dịch chuyển nhượng 18,9ha giữa BCM và CapitaLand hoàn tất trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đòn bẩy sẽ trở lại mức bình thường với Nợ rỗng/Vốn chủ sở hữu là 78,0% và Nợ rỗng/EBITDA là 4,1 lần.



Nguồn: BCM, ACBS

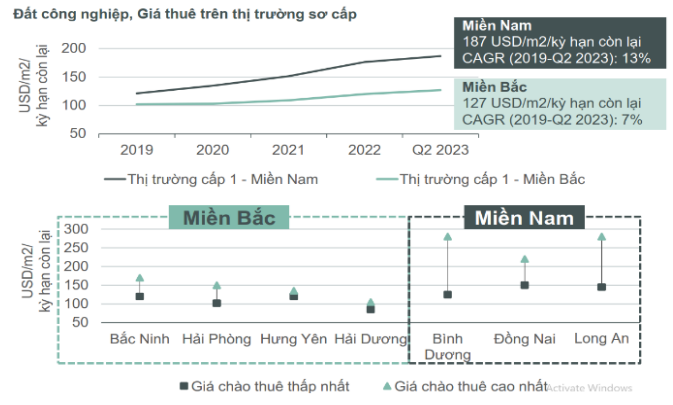
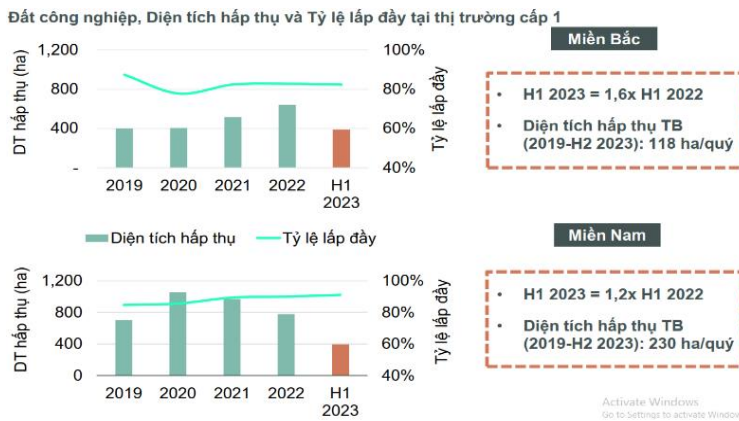


## Triển vọng tương lai

### Triển vọng trung - dài hạn tích cực đối với phân khúc bất động sản khu công nghiệp

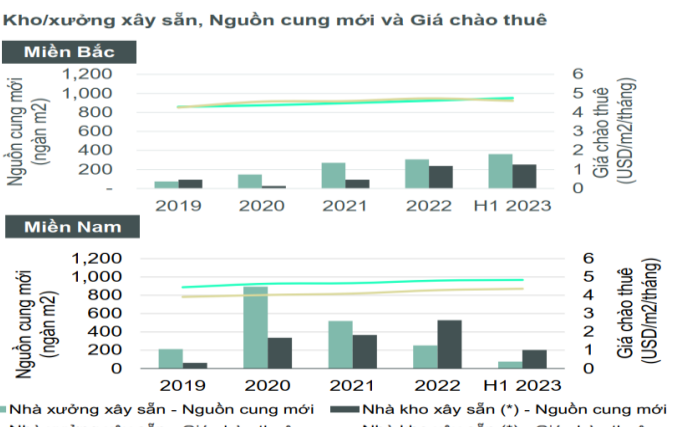
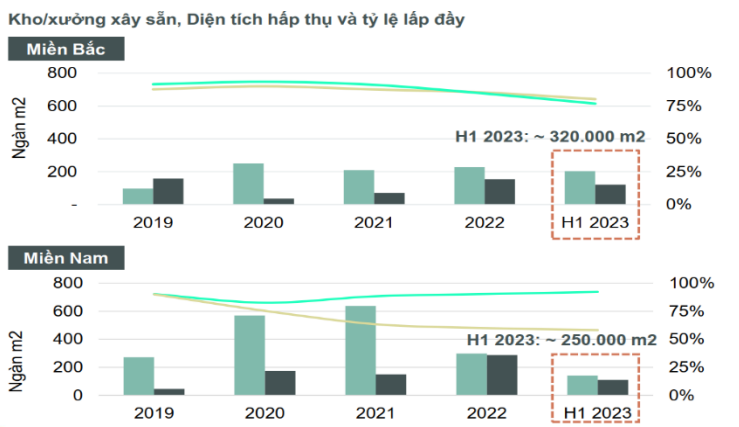
Mặc dù nền kinh tế toàn cầu đang không ổn định và dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2024 giảm so với 2023, Việt Nam vẫn được đánh giá là điểm thu hút đầu tư nước ngoài ổn định. Trong 9T2023, vốn FDI đăng ký là 20,2 tỷ USD (+7,7% svck) và vốn FDI giải ngân là 15,9 tỷ USD (+2,2% svck).

Phân khúc BĐS công nghiệp cũng có kết quả hoạt động khá tốt trong 6T2023 với giá cho thuê trung bình tiếp tục tăng và tỷ lệ lấp đầy ổn định. Theo CBRE, lượng hấp thụ ròng đất công nghiệp trong 6T2023 là gần 400ha ở miền Bắc (+60% svck) và khoảng 400ha ở miền Nam (+20% svck). Tỷ lệ lấp đầy ổn định ở mức khoảng 81% ở miền Bắc và trên 85% ở miền Nam. Giá thuê đất tăng với CAGR giai đoạn 2019-Q2/2023 là 7% lên 127 USD/m<sup>2</sup>/thời gian thuê còn lại ở miền Bắc và 13% lên 187 USD/m<sup>2</sup>/thời hạn thuê còn lại ở miền Nam.



Nguồn: CBRE

Trong 6T2023, thị trường Nhà xưởng xây sẵn và Nhà kho xây sẵn ghi nhận mức hấp thụ ròng ~320.000 m<sup>2</sup> ở miền Bắc và ~250.000 m<sup>2</sup> ở miền Nam nhờ sự mở rộng của các nhà sản xuất Trung Quốc, đặc biệt là ở miền Bắc. Tăng trưởng giá thuê chậm lại và ghi nhận ở mức khoảng 4,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng ở miền Bắc và 4,7 USD/m<sup>2</sup>/tháng ở miền Nam với CAGR giai đoạn 2019-Q2/2023 là 2,3-3,1%. Trước sự cạnh tranh mạnh mẽ từ nguồn cung mới, tỷ lệ lấp đầy ở miền Bắc giảm xuống khoảng 78% trong khi tỷ lệ lấp đầy ở miền Nam ổn định ở mức khoảng 75%.



Nguồn: CBRE.

Về dài hạn, phân khúc BĐS công nghiệp cũng phải đối mặt với một số khó khăn như: (1) thuế tối thiểu toàn cầu dự kiến áp dụng tại EU và Hàn Quốc từ năm 2024, (2) tốc độ tăng lương công nhân sản xuất ở Việt Nam cao hơn mức trung bình châu Á, (3) quá trình giải phóng mặt bằng kéo dài và (4) cơ sở hạ tầng phát triển chưa tương xứng.

Tuy nhiên, phân khúc này cũng được hưởng lợi từ các yếu tố sau: (1) xu hướng Trung Quốc+1, căng thẳng Trung Quốc-Đài Loan khiến nhiều hãng chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam và các nước lân cận, (2) tăng trưởng kinh tế vĩ mô vẫn ổn định, kỳ vọng tăng trưởng GDP trong dài hạn > 6%, (3) lực lượng lao động lớn và lương công nhân cạnh tranh, (4) giá cho thuê đất, nhà xưởng và nhà kho cạnh tranh, (5) phát triển cơ sở hạ tầng và (6) các Hiệp định thương mại.

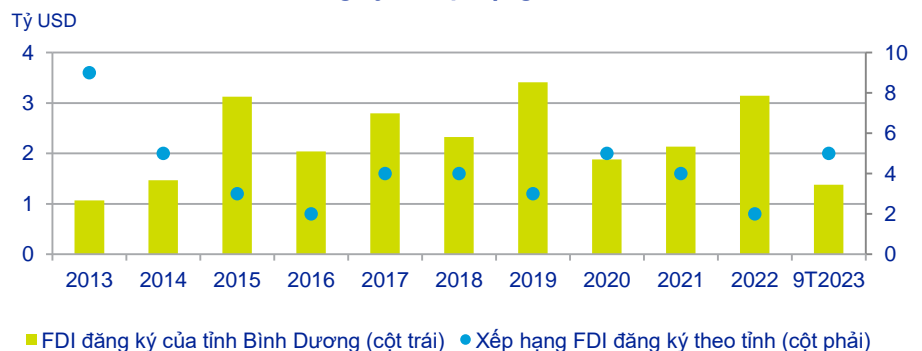
Do vậy chúng tôi vẫn duy trì triển vọng tích cực cho phân khúc BĐS công nghiệp trong trung và dài hạn. Do diện tích đất hạn chế và nhu cầu ổn định từ các công ty nước ngoài, giá thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng với tốc độ chậm hơn và tỷ lệ lấp đầy có thể duy trì ở mức ổn định. Nhu cầu sẽ ngày càng tăng đối với các KCN sinh thái và thông minh, các nhà kho/nhà xưởng nhiều tầng ở những địa điểm đông đúc và các sản phẩm có thể linh hoạt chuyển đổi giữa nhà kho và nhà xưởng.

### Tăng trưởng của BCM gắn liền với sự phát triển của tỉnh Bình Dương

Phần lớn quỹ đất của BCM nằm ở tỉnh Bình Dương - trung tâm của Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam - do đó tăng trưởng của công ty gắn liền với sự phát triển của tỉnh. Với 29 KCN được thành lập trên tổng diện tích ~12.700ha, Bình Dương có diện tích đất công nghiệp lớn nhất Việt Nam và chiếm 10% thị phần cả nước. Bình Dương luôn nằm trong Top 10 tỉnh thu hút FDI trong 10 năm qua. Năm 2022, Bình Dương đứng thứ 2 về vốn FDI đăng ký với 3,1 tỷ USD nhờ thu hút dự án LEGO lớn nhất 2022 trị giá 1,3 tỷ USD tại VSIP 3 Bình Dương.

Trong 9T2023, mặc dù vốn FDI đăng ký vào Việt Nam tăng 7,7% svck nhưng vốn FDI đăng ký vào Bình Dương giảm 48,8% svck, đạt 1,4 tỷ USD, xếp thứ 5 toàn quốc. Chúng tôi cho rằng cạnh tranh giữa các tỉnh thành về thu hút FDI sẽ ngày càng gay gắt hơn và có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI vào Bình Dương trong những năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng Bình Dương tiếp tục nằm trong Top 10 về thu hút FDI nhờ hạ tầng giao thông không ngừng được đầu tư và nâng cấp, quy hoạch phát triển đồng bộ và luôn thúc đẩy quá trình cải cách hành chính tạo môi trường đầu tư thuận lợi cho nhà đầu tư.

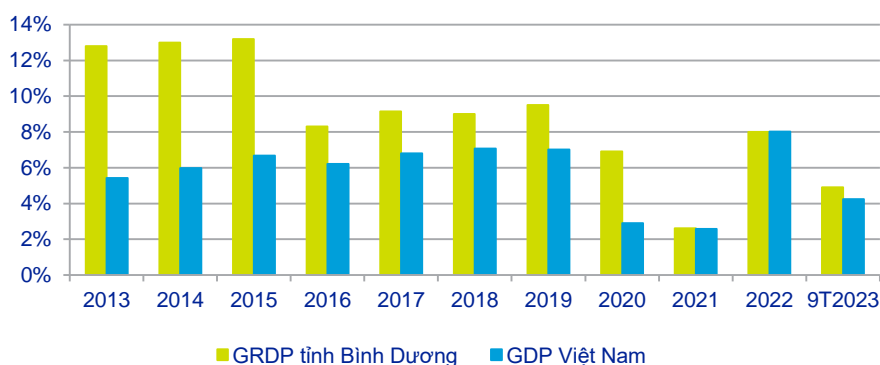
FDI đăng ký & xếp hạng theo tỉnh



Nguồn: ACBS

GRDP tỉnh Bình Dương đạt 8,01% năm 2022 và 4,9% trong 9T2023, tương đương với GDP Việt Nam. Trước đây, Bình Dương có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao hơn cả nước nhưng từ năm 2021 tốc độ tăng trưởng chậm lại. Nguyên nhân chính là do những ngành sản xuất và xuất khẩu chủ lực của Bình Dương như gỗ, nhựa, da giày và dệt may chịu ảnh hưởng mạnh từ COVID, suy thoái kinh tế toàn cầu và nhu cầu tiêu dùng thấp. Tuy vẫn còn nhiều khó khăn và thách thức nhưng đã xuất hiện một số tín hiệu phục hồi như chỉ số sản xuất công nghiệp và kim ngạch xuất khẩu tháng 8 tăng so với tháng trước. Chúng tôi kỳ vọng kinh tế tỉnh Bình Dương tiếp tục phục hồi trong thời gian tới, tuy nhiên khả năng đạt tốc độ tăng trưởng cao trên 8% như những năm trước đây là thách thức tương đối lớn.

**Tăng trưởng kinh tế tỉnh Bình Dương so với Việt Nam**



Nguồn: ACBS

Bình Dương có GRDP bình quân đầu người đạt 166 triệu đồng, đứng thứ 5 cả nước. Dân số năm 2021 đạt 2,7 triệu người (+4,1% svck), đứng thứ 6 cả nước. Thị trường BĐS nhà ở trên địa bàn tỉnh được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố: (1) kế hoạch phát triển khoảng 10.000ha đất công nghiệp trong giai đoạn 2022-2030 kéo theo nhu cầu phát triển dự án nhà ở cho các chuyên gia nước ngoài và công nhân, (2) dân số Bình Dương dự kiến tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng cao nhờ thu hút nhiều người nhập cư đến lao động và sinh sống (CAGR giai đoạn 2011-2021 là 4,7%/năm), (3) vị trí nằm sát TP.HCM, (4) giá bán bất động sản còn thấp so với TP.HCM và (5) các dự án hạ tầng giao thông đang và sẽ triển khai như Đường vành đai 3 và 4, Cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, mở rộng Quốc lộ 13, v.v. Do đó, chúng tôi cho rằng tiềm năng phát triển các dự án BĐS nhà ở vẫn còn lớn, đặc biệt là phân khúc chung cư và nhà phố vừa túi tiền nằm gần TP.HCM, nhà ở xã hội và nhà ở công nhân.

### Triển vọng kinh doanh 2023-2024

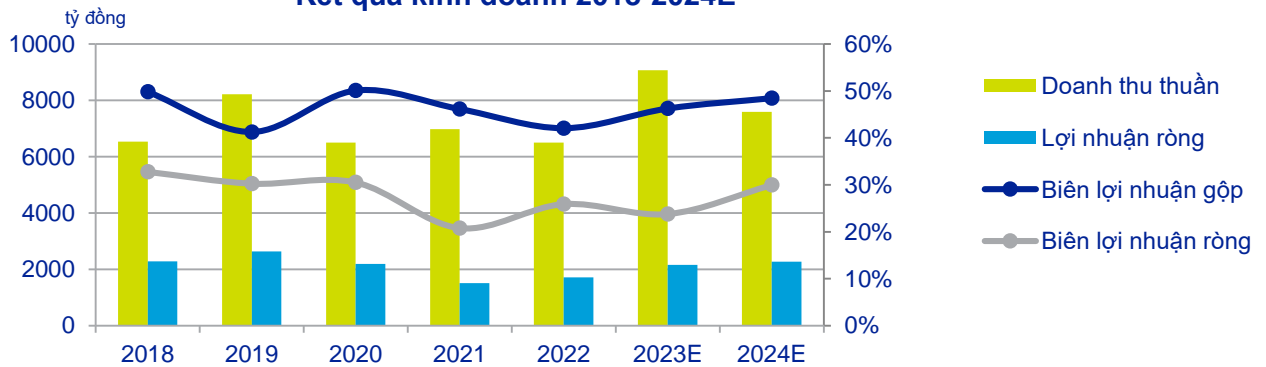
Kết quả kinh doanh của BCM không biến động lớn trong giai đoạn 2018-2022, ngoại trừ hai năm 2021-2022 bị suy giảm do chịu ảnh hưởng của dịch COVID. Doanh thu hàng năm dao động trong khoảng từ 6.000 đến 8.000 tỷ đồng và lợi nhuận ròng quanh mức 2.000 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt dao động trong khoảng 41-50% và 21-33%.

BCM ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan trong 6T2023 với doanh thu thuần đạt 1.885 tỷ đồng (-44% svck) và LNST đạt 49 tỷ đồng (-97% svck) do thị trường BĐS dân cư diễn biến không thuận lợi, lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết giảm 63% svck xuống 214 tỷ đồng và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 30% svck. Công ty mới hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 2% kế hoạch lợi nhuận trong 6T2023.

Theo công ty, việc chuyển nhượng 18,9ha tại TPMBD cho CapitaLand với giá trị 242 triệu USD sẽ được hoàn tất và ghi nhận vào nửa cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh trong nửa cuối 2023 ước đạt 7.183 tỷ đồng (+129% svck) và lợi nhuận ròng ước tính là 1.985 tỷ đồng (+665% svck). Cho cả năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 9.068 tỷ đồng (+39% svck) và lợi nhuận ròng đạt 2.157 tỷ đồng (+28% svck).

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần giảm 16% svck, đạt 7.590 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu từ bất động sản nhà ở giảm khi hoạt động chuyển nhượng đất ở TPMBD trở lại mức bình thường. Mặt khác, lợi nhuận ròng ước tăng 6% svck, đạt 2.277 tỷ đồng nhờ doanh thu BĐS công nghiệp cao hơn (3.000 tỷ đồng, +50% svck) giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp thêm 2,2 điểm % và lợi nhuận cao hơn từ các công ty liên doanh, liên kết (1.222 tỷ đồng, +20% svck).

### Kết quả kinh doanh 2018-2024E



Nguồn: BCM, ACBS

### Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho BCM với định giá hợp lý là 78.813 đ/cp, sử dụng phương pháp RNAV. Mức giá này cao hơn giá thị trường 15,1% và tương đương với P/E 2023 là 40,3x và P/B là 4,3x. Chi tiết định giá được trình bày trong bảng dưới đây.

	TLSH của BCM	Định giá (tỷ đồng)	Ghi chú
<b>Bất động sản đầu tư</b>		<b>1.755</b>	
Becamex Tower	100%	411	Chiết khấu dòng tiền (CKDT)
WTC Tower	100%	483	CKDT
Becamex Hotel	100%	225	CKDT
Becamex Hotel New City	100%	507	CKDT
Khác	100%	130	Giá trị sổ sách (GTSS)
<b>Khu công nghiệp</b>		<b>14.155</b>	
Mỹ Phước 1	100%	590	CKDT
Mỹ Phước 2	100%	507	CKDT
Mỹ Phước 3	100%	1.577	CKDT
Thới Hòa	100%	1.220	CKDT
Bàu Bàng	100%	1.416	CKDT
Bàu Bàng mở rộng	100%	2.880	CKDT
Cây Trường	100%	5.966	CKDT
<b>Dự án nhà ở</b>		<b>56.290</b>	
Khu dân cư Mỹ Phước	100%	8.798	Đất thương phẩm còn lại ước tính = 212ha Giá tham chiếu = 4,6 triệu đồng/m <sup>2</sup> Tỷ lệ chiết khấu = 10%
Khu dân cư Thới Hòa	100%	3.582	Đất thương phẩm còn lại ước tính = 86ha Giá tham chiếu = 4,6 triệu đồng/m <sup>2</sup> Tỷ lệ chiết khấu = 10%
Khu dân cư Bàu Bàng	100%	6.695	Đất thương phẩm còn lại ước tính = 465ha Giá tham chiếu = 1,8 triệu đồng/m <sup>2</sup> Tỷ lệ chiết khấu = 20%
Thủ Dầu Một	100%	33.331	Đất thương phẩm còn lại ước tính = 445ha Giá tham chiếu = 10,7 triệu đồng/m <sup>2</sup> Tỷ lệ chiết khấu = 30%
Thuận An	100%	1.742	Đất thương phẩm còn lại ước tính = 12,1ha Giá tham chiếu = 14,4 triệu đồng/m <sup>2</sup>
Khác	100%	2.142	GTSS
<b>Đầu tư vào công ty con</b>		<b>1.254</b>	
CTCP Phát triển đô thị (UDJ)	51%	93	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 8,4 triệu Giá thị trường = 11.000 đ/cp
CTCP Kinh Doanh và Phát triển Bình Dương (TDC)	61%	728	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 60,7 triệu Giá thị trường = 12.000 đ/cp
CTCP Xây dựng và giao thông Bình Dương (BCE)	44%	109	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 15,5 triệu Giá thị trường = 7.000 đ/cp
Khác		324	GTSS
<b>Đầu tư liên danh, liên kết và các khoản đầu tư dài hạn khác</b>		<b>24.239</b>	
VSIP	49%	10.113	CKDT
CTCP Nước Môi trường Bình Dương (BWE)	25%	1.894	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 15,5 triệu Định giá của ACBS = 50.500 đ/cp
CTCP Công nghệ và truyền thông Việt Nam (TTN)	49%	95	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 12 triệu Giá thị trường = 8.000 đ/cp
CTCP PT Hạ tầng kỹ thuật Becamex Bình Phước	40%	1.484	CKDT
CTCP Becamex Bình Định	40%	441	CKDT
CTCP Phát triển hạ tầng kỹ thuật (IJC)	50%	2.256	Số lượng cổ phiếu nắm giữ = 125,3 triệu Định giá của ACBS = 18.000 đ/cp
Khác		7.956	GTSS
<b>Tổng tài sản</b>		<b>97.692</b>	
Nợ ròng		15.241	
Lợi ích cổ đông thiểu số		880	
RNAV		81.571	
Số lượng cổ phiếu		1.035.000.000	
<b>RNAV trên mỗi cổ phiếu (đồng)</b>		<b>78.813</b>	

## Phụ lục 1: So sánh các công ty BĐS khu công nghiệp

Mã cp	Vốn hóa (tr USD)	BLNG (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròn/VCSH	Nợ ròn/EBITDA	Thanh toán hiện hành	Thanh toán nhanh	Suất sinh lợi cổ tức (%)	Trailing P/E	P/E 2023F	Trailing P/B	Giá trị giao dịch trung bình 1 ngày (tỷ đồng)
<b>BCM</b>	<b>2.906</b>	<b>42,1</b>	<b>8,8</b>	<b>3,3</b>	<b>85,6</b>	<b>10,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>155,6</b>	<b>35,0</b>	<b>4,2</b>	<b>20</b>
KBC	952	28,0	10,1	4,6	1,1	0,1	3,6	1,0	n/a	7,0	9,0	1,3	306
VGC	843	29,0	23,5	7,7	17,9	0,4	1,1	0,4	4,4	17,6	16,9	2,6	56
IDC	607	40,9	37,7	10,1	23,0	0,5	2,4	1,4	8,9	18,3	8,5	3,0	157
SIP	443	14,9	30,2	5,1	(89,6)	(2,9)	3,7	2,0	2,9	6,0	6,6	1,7	10
ITA	216	n/a	(2,6)	(2,2)	0,2	n/a	2,7	0,1	n/a	n/a	n/a	0,5	31
NTC	182	70,6	38,0	6,2	(147,4)	(5,0)	3,7	3,5	4,3	17,3	16,0	6,2	2
SZC	168	36,1	11,7	3,3	136,6	4,4	1,0	0,1	n/a	20,4	16,6	2,1	45
LHG	64	40,8	12,3	7,0	(67,3)	(4,5)	2,2	1,2	6,1	8,2	6,5	1,0	7
TIP	62	55,8	8,7	6,8	(6,5)	(1,2)	16,6	2,7	0,9	8,9	n/a	0,9	5
IDV	44	67,9	15,7	6,9	(45,3)	(3,3)	2,8	2,6	1,2	8,5	n/a	1,5	1
SZL	38	32,7	13,3	5,4	(2,4)	(0,1)	1,9	1,2	7,8	11,0	n/a	1,6	0
MH3	37	43,9	20,6	5,0	(217,6)	(13,5)	11,7	11,4	10,2	8,1	n/a	1,5	0
D2D	33	28,7	1,3	1,0	(27,9)	(7,6)	3,1	1,6	11,3	46,4	n/a	0,9	2
VRG	26	65,9	16,7	7,6	(28,6)	(1,3)	7,8	5,5	7,4	12,8	n/a	2,0	0
<b>Trung bình</b>	<b>441</b>	<b>42,7</b>	<b>16,4</b>	<b>5,2</b>	<b>(24,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,5</b>	<b>30,0</b>	<b>11,4</b>	<b>2,1</b>	<b>43</b>

Nguồn: Bloomberg, ACBS

<b>DỰ PHÓNG KQKD</b>	<b>Giá hiện tại (VNĐ):</b>	<b>68.500</b>	<b>Giá mục tiêu (VNĐ):</b>	<b>78.813</b>	<b>Vốn hóa (Tỷ đồng):</b>	<b>70.898</b>
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6.505</b>	<b>6.982</b>	<b>6.506</b>	<b>9.068</b>	<b>7.590</b>	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>-20,8%</i>	<i>7,3%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>39,4%</i>	<i>-16,3%</i>	
GVHB trừ khấu hao	3.006	3.573	3.581	4.663	3.680	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.261</b>	<b>3.223</b>	<b>2.736</b>	<b>4.196</b>	<b>3.681</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>50,1%</i>	<i>46,2%</i>	<i>42,1%</i>	<i>46,3%</i>	<i>48,5%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	1.353	1.221	1.299	1.811	1.516	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>20,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	
<b>Lợi nhuận từ các công ty LDLK</b>	<b>1.129</b>	<b>1.022</b>	<b>1.143</b>	<b>1.016</b>	<b>1.222</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>3.274</b>	<b>3.209</b>	<b>2.769</b>	<b>3.610</b>	<b>3.616</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>50,3%</i>	<i>46,0%</i>	<i>42,6%</i>	<i>39,8%</i>	<i>47,6%</i>	
Khấu hao	238	186	190	209	230	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>3.036</b>	<b>3.023</b>	<b>2.579</b>	<b>3.401</b>	<b>3.387</b>	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>46,7%</i>	<i>43,3%</i>	<i>39,6%</i>	<i>37,5%</i>	<i>44,6%</i>	
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi)	6	64	5	1	1	
Chi phí tài chính (trừ chi phí lãi vay)	9	106	0	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	563	719	810	807	757	
<i>Chi phí lãi vay ròng/Lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>18,5%</i>	<i>23,8%</i>	<i>31,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>22,4%</i>	
Lợi nhuận khác	17	(472)	121	(100)	-	
Thuế	301	287	180	308	325	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>12,1%</i>	<i>16,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,3%</i>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	200	53	29	29	29	
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.986</b>	<b>1.451</b>	<b>1.686</b>	<b>2.157</b>	<b>2.277</b>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>30,5%</i>	<i>20,8%</i>	<i>25,9%</i>	<i>23,8%</i>	<i>30,0%</i>	
Tiền mặt đạt được	2.224	1.637	1.876	2.366	2.506	
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	1.035	1.035	1.035	1.035	1.035	
<b>EPS (VNĐ)</b>	<b>1.854</b>	<b>1.270</b>	<b>1.502</b>	<b>1.954</b>	<b>2.069</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
<b>EPS hiệu chỉnh (VNĐ)</b>	<b>1.854</b>	<b>1.270</b>	<b>1.502</b>	<b>1.954</b>	<b>2.069</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-31,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>30,1%</i>	<i>5,9%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2020	2021	2022	2023E	2024E
Thay đổi vốn lưu động	-1.987	-1.004	835	-85	375
Capex	332	18	109	153	153
Các khoản mục dòng tiền khác	-2.715	-2.179	-1.151	-2.015	-2.015
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1.164</b>	<b>445</b>	<b>-219</b>	<b>282</b>	<b>-37</b>
Phát hành cp	0	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	411	828	725	828	932
Thay đổi nợ ròng	-752	383	944	546	969
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>13.052</b>	<b>13.436</b>	<b>14.379</b>	<b>14.925</b>	<b>15.894</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>17.187</b>	<b>17.145</b>	<b>17.945</b>	<b>19.140</b>	<b>20.350</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.606	16.565	17.338	18.493	19.662
Nợ ròng / VCSH	75,9%	78,4%	80,1%	78,0%	78,1%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4,0	4,2	5,2	4,1	4,4
<b>Tổng tài sản</b>	<b>48.485</b>	<b>48.952</b>	<b>48.290</b>	<b>51.151</b>	<b>54.053</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2020	2021	2022	2023E	2024E
ROE	13,0%	9,0%	10,2%	12,3%	12,2%
ROA	4,4%	3,0%	3,5%	4,4%	4,4%
ROIC	8,9%	8,3%	7,4%	9,0%	8,4%
WACC	12,3%	12,3%	12,5%	12,3%	12,2%
EVA	-3,4%	-4,0%	-5,0%	-3,4%	-3,8%
P/E (x)	36,9	53,9	45,6	35,0	33,1
EV/EBITDA (x)	26,3	26,8	31,1	23,9	23,8
EV/FCF (x)	74,0	193,8	-393,2	305,0	-2298,6
P/B (x)	4,1	4,1	4,0	3,7	3,5
P/S (x)	10,9	10,2	10,9	7,8	9,3
EV/sales (x)	13,2	12,3	13,2	9,5	11,3
Suất sinh lợi cổ tức	1,2%	1,0%	1,2%	1,3%	1,3%



### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

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

#### Quyển Giám đốc Phòng Phân Tích Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)  
[trangdm@acbs.com.vn](mailto:trangdm@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 7300 7000 (x1043)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Tài chính ngân hàng

**Cao Việt Hùng**  
(+84 28) 7300 7000 (x1049)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ

**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 7300 7000 (x1042)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí

**Phan Việt Hưng**  
(+84 28) 7300 7000 (x1044)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng

**Trần Nhật Trung**  
(+84 28) 7300 7000 (x1045)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

**Võ Phú Hữu**  
(+84 28) 7300 7000 (x1052)  
[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

#### CVPT ngành Tiện Ích

**Phạm Đức Toàn**  
(+84 28) 7300 7000 (x1051)  
[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vĩ mô

**Nguyễn Thị Hòa**  
(+84 28) 7300 7000 (x1050)  
[hoant@acbs.com.vn](mailto:hoant@acbs.com.vn)

### KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc khối khách hàng định chế

**Chu Thị Kim Hương**  
(+84 28) 7300 6879 (x1083)  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Lý Ngọc Dung**  
(+84 28) 7300 6879 (x1084)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Nguyễn Trần Như Huỳnh**  
(+84 28) 7300 6879 (x1088)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Lê Nguyễn Anh Thư**  
(+84 28) 7300 6879 (x1095)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Hoàng Trọng Khôi**  
(+84 28) 7300 6879 (x1098)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

**Nguyễn Thục Dung**  
(+84 28) 7300 6879 (x1101)  
[dungnt@acbs.com.vn](mailto:dungnt@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

## Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi từ cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn,  $20\% < E(R)$ .

**KHẢ QUAN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn 20%, và cao hơn 10%,  $10\% < E(R) < 20\%$ .

**TRUNG LẬP:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -10% và thấp hơn 10%,  $-10\% < E(R) < 10\%$ .

**KÉM KHẢ QUAN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (bao gồm cổ tức) cao hơn -20% và thấp hơn -10%,  $-20\% < E(R) < -10\%$ .

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi cổ phiếu (bao gồm cổ tức) thấp hơn -20%,  $-20\% < E(R)$ .

## 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 ở đó.

## 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.