

Tổng Công ty IDICO - IDC

KHẢ QUAN

Động lực tăng trưởng từ quỹ đất KCN lớn thứ ba cả nước

Giá mục tiêu (12M)

Bất động sản | BÁO CÁO LẦN ĐẦU

VND42.600

Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

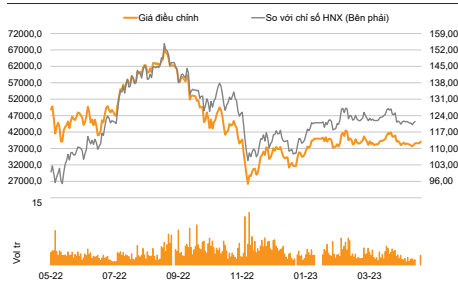
Giá mục tiêu / Consensus: na

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Giá thị trường	VND38.100
Cao nhất 52 tuần (VND)	67.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	99.510
Thị giá vốn (tỷ VND)	12.737
Free float	76%
Tỷ suất cổ tức	10,6%
P/E trượt (x)	7,0
P/B hiện tại (x)	2,5

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Công ty Cổ phần Tập đoàn SSG	22,5%
Sản xuất và Thương Mại Bách Việt	11,9%
Đặng Thế Đo	11,9%
Khác	53,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

- > IDC sở hữu diện tích cho thuê còn lại lớn thứ ba (751ha) và là một trong ít doanh nghiệp KCN được phép phân phối điện trực tiếp đến khách hàng.
- > Dự phóng LN ròng 2023-24 giảm 11,1%/17,9% svck do thiếu các khoản hoàn nhập từ KCN đã lấp đầy và nhu cầu BĐS KCN đang gặp thách thức.
- > Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 42.600 đ/cp.

Quỹ đất KCN với quy mô lớn thứ ba cả nước trải dài khắp Việt Nam

IDC sở hữu quỹ đất khu công nghiệp (KCN) cho thuê còn lại lớn thứ ba (751ha) so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, nằm tại các vị trí chiến lược của Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức hơn đối với DN phát triển BĐS KCN trong hai năm tới do quá trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể là cơ hội cho các DN có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn như IDC. Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN 2023-24 sẽ lần lượt giảm 14,8%/13,4% svck do mức nền cao năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính doanh thu KCN 2025 sẽ tăng trở lại 36,2% svck nhờ triển khai thêm dự án KCN Tân Phước 1 (470ha).

Mở rộng quy mô mảng năng lượng để tăng tốc

IDC là một trong số ít DN phát triển BĐS KCN tại Việt nam được phép phân phối điện trực tiếp đến khách thuê tại các KCN Nhơn Trạch. Ngoài ra, IDC dự kiến sẽ vận hành các trạm biến áp 189MVA tại KCN Hựu Thạnh trước 2026, giúp thúc đẩy sản lượng phân phối điện của IDC đạt tăng trưởng kép hàng năm 7,2% giai đoạn 2023-2030. Bên cạnh đó, công ty đã khởi công xây dựng dự án điện mặt trời áp mái đầu tiên với công suất lắp đặt 1,1MWp vào Q3/22 và kì vọng sẽ nâng cao công suất lên 120MW đến 2026. Cùng với sự phục hồi của sản lượng thủy điện lên mức 440 triệu kWh (+19% svck) trong 2023 khi dự án Đắc Mi 3 hoạt động trở lại, chúng tôi dự phóng doanh thu từ năng lượng sẽ đạt tăng trưởng kép 12,6% giai đoạn 2023-2025.

LN ròng giảm trong 2023-24 nhưng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025

Chúng tôi dự phóng LN ròng 2023-24 giảm lần lượt 11,1%/17,9% svck còn 1.571 tỷ đồng/1.290 tỷ đồng do thiếu các khoản hoàn nhập từ KCN đã lấp đầy. IDC có thể sẽ đưa vào khai thác KCN mới Tân Phước 1 (470ha) tại Tiền Giang, giúp diện tích cho thuê của IDC tăng lên 30-40% svck và thúc đẩy doanh thu 2025. Chúng tôi ước tính LN ròng 2025 của IDC sẽ phục hồi mạnh mẽ 37,9% svck lên 1.867 tỷ đồng.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 42.600 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan bởi (1) sức khỏe tài chính lành mạnh với dòng tiền ổn định, giảm thiểu rủi ro do thắt chặt tín dụng; (2) định giá hấp dẫn với mức tăng 18%. Các yếu tố thúc đẩy tăng giá: 1) diện tích và giá cho thuê cao hơn dự kiến; 2) dự án mới khai thác sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh thu cho thuê đất KCN thấp hơn dự kiến, 2) việc cấp phép cho dự án mở bán mới chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.301	7.485	7.245	7.085
Tăng trưởng DT thuần	(19,7%)	74,0%	(3,2%)	(2,2%)
Biên lợi nhuận gộp	17,1%	40,9%	34,0%	29,8%
Biên EBITDA	12,6%	23,5%	18,3%	13,5%
LN ròng (tỷ)	454	1.768	1.571	1.290
Tăng trưởng LN ròng	(48,0%)	289,1%	(11,1%)	(17,9%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	(49,0%)	298,9%	(11,2%)	(18,1%)
EPS cơ bản	1.514	5.356	4.762	3.908
EPS điều chỉnh	1.464	5.311	4.717	3.862
BVPS	12.999	14.988	15.595	15.457
ROAE	11,2%	40,0%	31,1%	25,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng trưởng từ quỹ đất KCN cho thuê lớn thứ ba cả nước

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với IDC bởi:

- 1) Một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với 10 KCN đang hoạt động có tổng diện tích trên 3.400ha, là DN phát triển KCN niêm yết lớn thứ ba về quỹ đất còn lại có thể cho thuê (~751ha). Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức hơn đối với các nhà phát triển BĐS KCN trong hai năm tới do quy trình phê duyệt dự án chậm hơn dự kiến và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể là cơ hội cho các DN sở hữu quỹ đất có sẵn cho thuê, như IDC.
- 2) Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng và BOT (3.000-3.500 tỷ đồng/năm) giảm thiểu trước rủi ro siết tín dụng vào thị trường BĐS.
- 3) LN ròng giảm trong 2023-2024 nhưng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025. Chúng tôi dự báo LN ròng 2023-24 của IDC sẽ giảm 11,1%/17,9% svck còn 1.571 tỷ đồng/1.290 tỷ đồng do các KCN đã lấp đầy còn lại chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu một lần. Năm 2025, chúng tôi ước tính LN ròng của IDC sẽ phục hồi mạnh mẽ 37,9% svck lên 1.867 tỷ đồng nhờ có thêm sự đóng góp của KCN mới Tân Phước 1.
- 4) Tỷ suất cổ tức hấp dẫn là một lợi thế. IDC đặt mục tiêu trả cổ tức tiền năm 2023 là 4.000 đồng/cp, tương đương tỷ suất cổ tức 10,6%.

Các yếu tố thúc đẩy tăng giá, bao gồm: 1) diện tích và giá cho thuê cao hơn dự kiến; 2) dự án mới khai thác sớm hơn dự kiến. **Rủi ro giảm giá**: 1) doanh thu cho thuê đất KCN thấp hơn dự kiến, 2) việc cấp phép cho dự án mở bán mới chậm hơn dự kiến.

Giá mục tiêu dựa trên cơ sở định giá từng phần (SOTP) là 42.600 đồng/cp

Chúng tôi định giá dựa trên phương pháp định giá SOTP cho BĐS KCN, BĐS dân cư, năng lượng và BOT. Đối với các dự án KCN và khu dân cư đang trong quá trình phát triển/vận hành, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với tỷ lệ chiết khấu dựa trên giả định WACC là 14-16% cho mỗi dự án. Đối với mảng năng lượng và BOT, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF 10-20 năm để định giá các mảng này. Để phản ánh rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được hết do điều kiện thị trường không chắc chắn so với dự phóng của chúng tôi, chúng tôi áp dụng chiết khấu 10% cho ước tính RNAV của mình. Giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá từng phần là 42.600 đồng/cp, với mức tăng 17,7%, bao gồm cả tỷ suất cổ tức.

Hình 1: Giả định WACC

Giả định	
Phần bù thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,5
Chi phí sử dụng nợ	9,0%
Tỷ lệ nợ	33,8%
Tỷ lệ vốn	66,2%
Chi phí sử dụng vốn	20,5%
WACC	16,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Lưu ý
KCN	9.941		
KCN Hựu Thạnh	4.143	DCF	
KCN Phú Mỹ 2 mở rộng	2.044	DCF	
KCN Phú Mỹ 2	1.896	DCF	
KCN Quế Võ 2	967	DCF	
KCN Cầu Ngân	418	DCF	
KCN Tân Phước 1	472	DCF	
BĐS dân dụng	3.443	DCF, BV	
Điện & BOT	3.587	DCF	
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	1.470		
Tài sản khác	1.573		
Trừ:			
Vay nợ	3.468		
RNAV	15.607		
Chiết khấu	10%		Để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi.
SLCP đang lưu hành	330.000.000		
Giá mục tiêu (VND/cp)	42.600		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

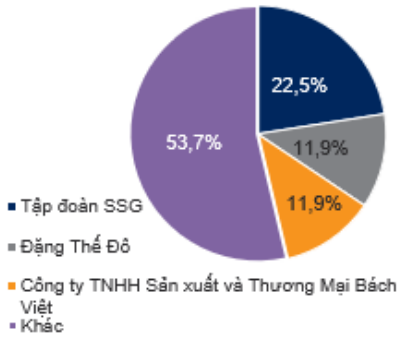
Hình 3: So sánh các DN cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3 năm		P/B (x)		ROE (%)		Nợ ròng/VCSH 2022 (x)
		Nội tệ	Tr.USD			2023	2024	Tăng trưởng kép (%)	2023	2024	2023	2024		
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	78.500	3.461	Khả quan	3.461	28,1	28,2	30,8	4,3	3,9	15,1	15,0	0,8	
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	33.050	631	KKN	631	13,2	10,2	28,4	2,0	1,7	15,6	14,4	0,2	
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	24.900	814	Khả quan	814	9,8	11,1	73,9	1,1	0,8	12,0	10,1	0,3	
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	38.100	536	Khả quan	536	8,0	9,7	19,5	2,4	2,5	31,1	25,2	0,2	
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	40.850	236	Khả quan	236	7,9	6,8	(0,2)	1,7	1,6	21,3	24,1	(0,6)	
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	32.250	137	Khả quan	137	6,3	3,9	117,5	1,7	1,3	29,5	37,3	1,5	
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	112.300	115	KKN	115	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38,1	51,1	(1,5)	
CTCP Long Hậu	LHG VN	24.000	51	KKN	51	5,8	4,8	21,7	N/A	N/A	13,6	14,5	(0,7)	
Trung bình VN						8,5	7,7	41,7	1,8	1,6	21,0	25,2	0,6	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Lịch sử hình thành và phát triển

Cơ cấu sở hữu của IDC cuối năm 2022

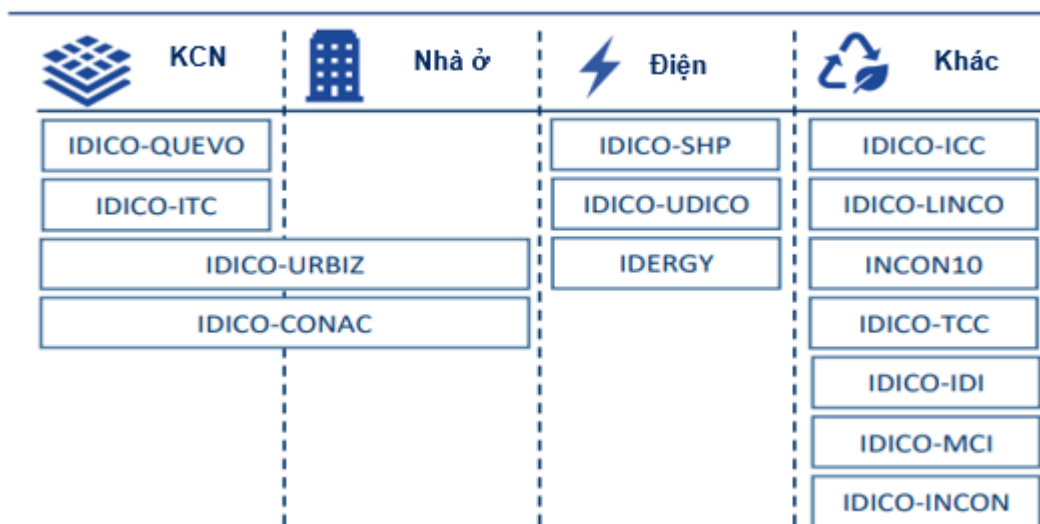


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng công ty IDICO (IDC) – CTCP được thành lập năm 2000, là doanh nghiệp nhà nước thuộc Bộ Xây dựng. Sau khi Bộ Xây dựng thoái toàn bộ vốn Nhà nước tại IDC từ năm 2020, hội đồng quản trị đã tái cơ cấu công ty và các công ty con, tập trung vào 4 mảng cốt lõi là: BĐS KCN, BĐS thương mại & dân cư, năng lượng và KCN dịch vụ (kho bãi, nhà xưởng xây sẵn, BOT, v.v.)

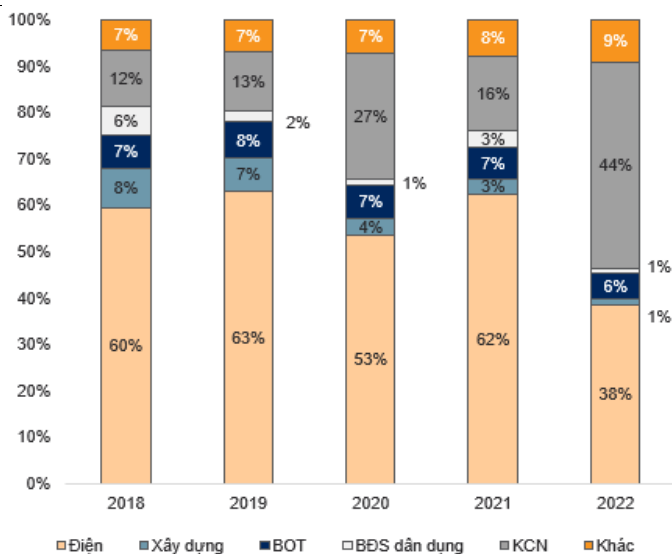
IDC là một trong những đơn vị vận hành BĐS KCN tiên phong tại Việt nam với KCN Nhơn Trạch 1 đầu tiên được thành lập vào năm 1995. Trong hơn 20 năm qua, IDC đã phát triển trở thành một trong những đơn vị phát triển BĐS KCN hàng đầu với 10 dự án trên khắp miền Nam và miền Bắc Việt Nam. Công ty đang quản lý 7 KCN ở phía Nam và 3 KCN ở phía Bắc, với tổng diện tích 3.323ha, và tổng vốn đầu tư khoảng 15.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 3% thị phần tại Việt Nam tính đến cuối năm 2022.

Hình 4: Cơ cấu tổ chức của IDC



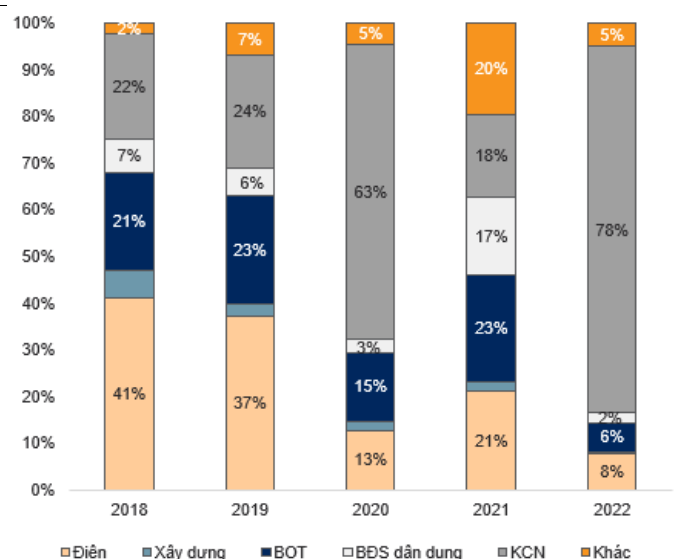
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Cơ cấu doanh thu của IDC có sự thay đổi do chuyển phương thức ghi nhận BĐS KCN từ phân bổ sang ghi nhận một lần, từ 2020



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Mảng BĐS KCN đóng góp trọng yếu vào lợi nhuận gộp của IDC từ năm 2022



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

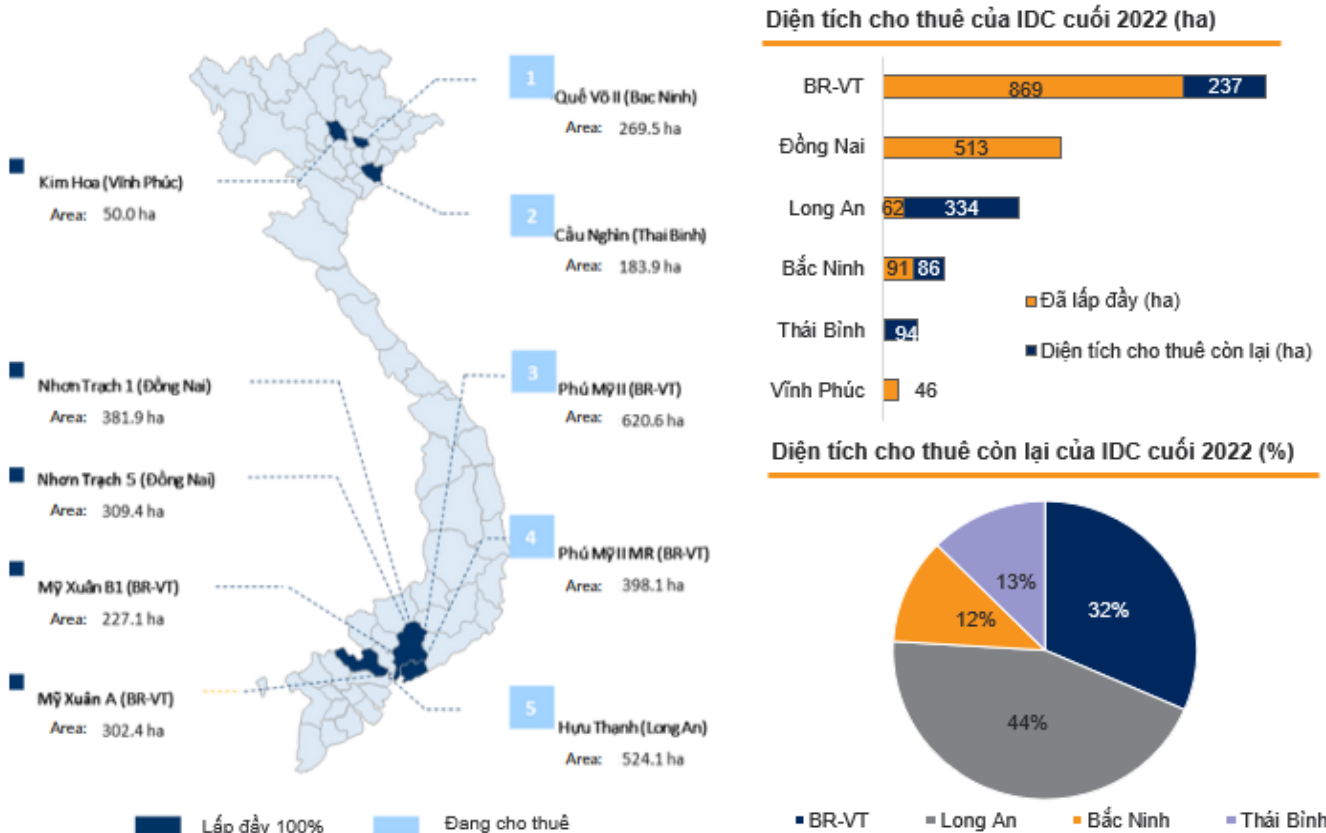
BDS KCN: Một trong những DN phát triển BDS KCN hàng đầu cả nước

DN phát triển BDS KCN lớn thứ ba về diện tích cho thuê còn lại trải dài khắp các khu vực trọng điểm của Việt Nam

Tính đến cuối 2022, IDC có 751ha diện tích còn lại để cho thuê, là DN phát triển BDS KCN lớn thứ ba so với các DN niêm yết tại Việt Nam. Hầu hết các dự án đều có vị trí trọng điểm và tăng trưởng giá thuê tốt như Long An (334ha), BR-VT (237ha), Bắc Ninh (86ha). Ngoài ra, IDC hiện đang phát triển thêm hơn 2.000-2.500ha và đang trong quá trình chờ được chính phủ phê duyệt. Công ty dự kiến mở rộng quỹ đất 1.000-1.200ha tại một số vị trí chiến lược phía Bắc như Hải Phòng, Hưng Yên, Ninh Bình, Hà Nam và 1.100-1.500ha tại phía Nam như BR-VT, Tiền Giang, Đồng Nai, Long An.

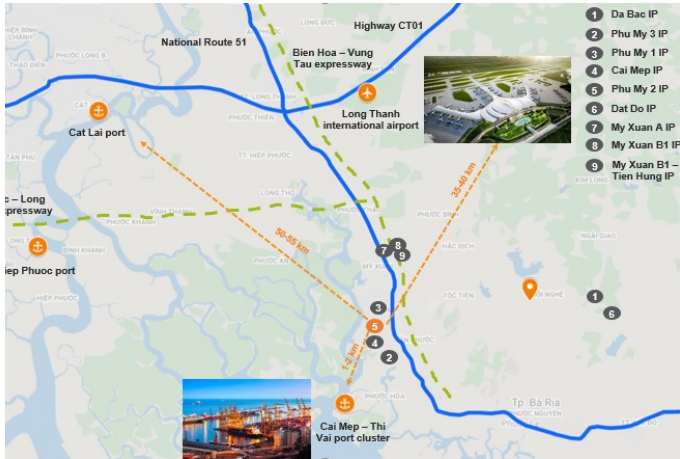
Đặc biệt, công ty đã trình Thủ tướng Chính phủ chấp thuận đầu tư KCN Tân Phước 1 (470ha), khả năng sẽ được phê duyệt trong nửa cuối 2023. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng trong năm 2024 để có thể khai thác KCN này từ năm 2025. Dự án được phát triển tại Tiền Giang, cửa ngõ kết nối Đồng bằng Sông Cửu Long với TP.HCM và khu vực Đông Nam Bộ, giao thông thuận tiện qua cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận và các dự án phát triển hạ tầng sắp tới như cao tốc An Hữu – Cao Lãnh, cầu Rạch Miễu 2, v.v. Nếu thành công, KCN Tân Phước 1 sẽ tăng diện tích đất công nghiệp cho thuê của IDC lên 30-40% svck và sẽ thúc đẩy doanh thu bán đất năm 2025.

Hình 7: Quỹ đất khu công nghiệp của IDC tính đến cuối 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

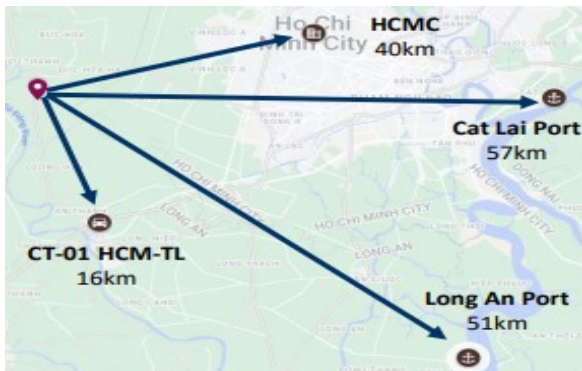
Hình 8: KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng kết nối thuận lợi với cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, các KCN khác của BR-VT và sân bay quốc tế Long Thành đang xây dựng



- Dự án: KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng.
- Vị trí: Phú Mỹ, Bà Rịa – Vũng Tàu
Gần TP.HCM, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, sân bay Quốc tế Long Thành đang xây dựng và các công trình hạ tầng giao thông trọng điểm (đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu). BR-VT là điểm đến lý tưởng cho mọi lĩnh vực sản xuất từ công nghiệp nặng đến hóa chất, ô tô đến công nghiệp phụ trợ.
- Tổng diện tích: 1.017ha.
- Tổng chi phí phát triển: 3.780 tỷ đồng.
- Giá cho thuê: 125-130 USD/m2/kỳ hạn thuê.
- Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2022: 60-70%.
- Kỳ hạn thuê: 2005-2055 (KCN Phú Mỹ II) / 2008-2058 (KCN Phú Mỹ II mở rộng)
- Khách thuê nổi bật: Hòa Phát, Thép Nippon, Posco

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: KCN Hựu Thạnh, động lực thúc đẩy doanh số cho thuê KCN của IDC trong giai đoạn 2023-25



- Dự án: KCN Hựu Thạnh.
- Vị trí: Đức Hòa, Long An
Long An được chú ý nhờ cải thiện phát triển cơ sở hạ tầng, hưởng lợi từ thương mại điện tử bùng nổ và quỹ đất hạn chế tại TP.HCM.
- Tổng diện tích: 524ha.
- Tổng chi phí phát triển: 7.300 tỷ đồng.
- Giá cho thuê: 140-160 USD/m2/kỳ hạn thuê.
- Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2022: 16%.
- Kỳ hạn thuê: 2017-2067
- Khách thuê nổi bật: Pepsi, DCL, FPT retail

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

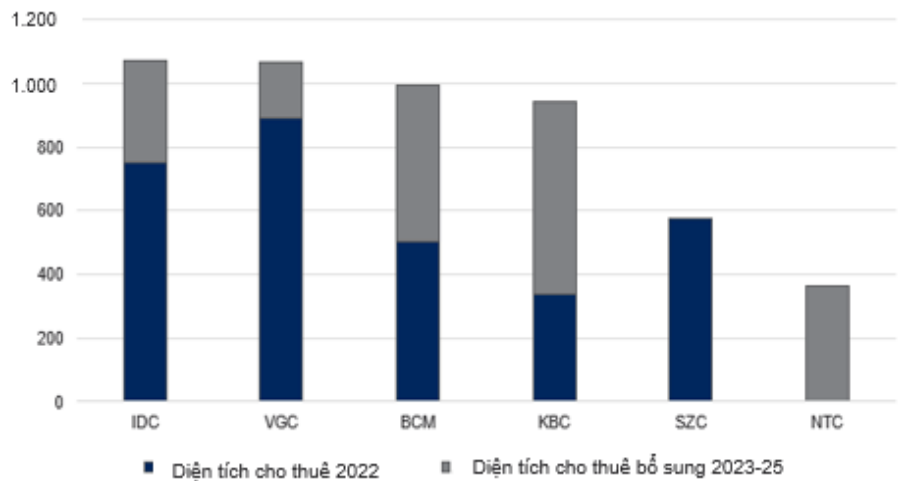
Hình 10: KCN Tân Phước 1, hưởng lợi từ việc thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng



- Dự án: Tân Phước 1
- Vị trí: Tân Phước, Tiền Giang
Tọa lạc tại cửa ngõ kết nối Đồng bằng Sông Cửu Long với TP.HCM và khu vực Đông Nam Bộ, kết nối thuận tiện qua cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, sắp tới sẽ phát triển các dự án hạ tầng như cao tốc An Hữu – Cao Lãnh, cầu Rạch Miễu 2...
- Tổng diện tích: 470ha.
- Tình trạng pháp lý: đã trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đầu tư và dự kiến sẽ được phê duyệt trong nửa cuối năm 2023, kỳ vọng bắt đầu khai thác từ năm 2025.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh diện tích cho thuê của các DN phát triển BĐS KCN niêm yết tại Việt Nam (ha)



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 12: Danh sách các khu công nghiệp đang phát triển của IDC cuối 2022

KCN	Vị trí	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời hạn thuê	Tỷ lệ lấp đầy cuối 2022	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Giá cho thuê (USD/m ² /kỳ thuê)
Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	382	284	458	1998 - 2048	100%	-	N/A
Nhơn Trạch V	Đồng Nai	309	229	329	2003 - 2053	100%	-	N/A
Mỹ Xuân B1	BR-VT	227	160	544	1998 - 2062	100%	-	N/A
Mỹ Xuân A	BR-VT	302	229	342	2002 - 2052	100%	-	N/A
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	106	46	252	2003 - 2053	100%	-	N/A
Phú Mỹ 2	BR-VT	621	443	1.900	2005 - 2055	73%	119	125-130
Phú Mỹ 2 mở rộng	BR-VT	398	273	1.880	2008 - 2058	57%	118	125-130
Quê Vồ II (gđ 1)	Bắc Ninh	270	177	1.489	2007 - 2057	51%	86	115-120
Hựu Thạnh	Long An	524	395	7.300	2017 - 2067	16%	334	140-160
Cầu Nginh	Thái Bình	184	103	1.160	2012 - 2062	8%	94	65-70

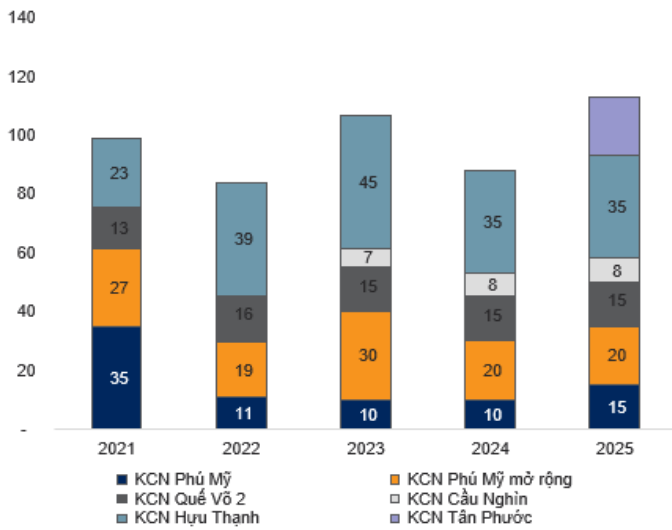
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng giai đoạn 2023-25: LN ròng giảm trong 2023-24 nhưng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025

IDC đã sử dụng phương pháp phân bổ doanh thu hàng năm đối với mảng KCN, với tỷ trọng doanh thu khiêm tốn chỉ 12-13% trong năm 2018-19. Công ty đã điều chỉnh phương pháp kế toán cho mảng này thành ghi nhận một lần kể từ năm 2020 và dần ghi nhận doanh thu chưa thực hiện của các KCN đã lấp đầy như KCN Mỹ Xuân A ghi nhận hồi tố trong năm 2020 (800 tỷ đồng), KCN Nhơn Trạch 5 & Mỹ Xuân B1 giai đoạn 1 (khoảng 1.800-2.000 tỷ đồng) trong năm 2022, nâng tỷ trọng đóng góp của mảng BĐS KCN trong doanh thu/lợi nhuận gộp lên 44%/78% trong năm 2022.

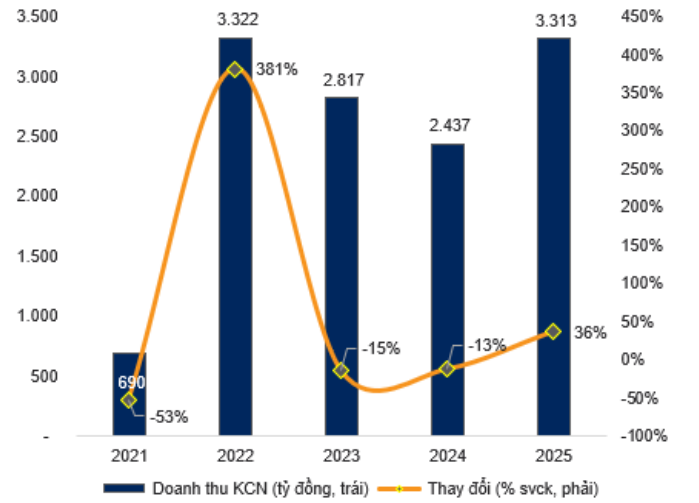
Công ty chia sẻ phần doanh thu chưa thực hiện còn lại (khoảng 3.500-3.600 tỷ đồng) hiện chưa đủ điều kiện để ghi nhận một lần. Cùng với những khó khăn nổi lên thách thức triển vọng nhu cầu KCN, chúng tôi dự báo doanh thu KCN trong năm 2023-24 sẽ giảm 14,8%/13,4% svck xuống 2.831 tỷ đồng/2.453 tỷ đồng, chủ yếu từ cho thuê 107ha/88ha (+27%/-17% svck). Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ cho thuê 110-120ha trong năm 2025 nhờ sự đóng góp của KCN mới Tân Phước 1, giúp doanh thu KCN năm 2025 đạt 3.339 tỷ đồng (+36,2% svck). Nhìn chung, chúng tôi ước tính mảng BĐS KCN chiếm 30-40% doanh thu của IDC, tương đương 60-70% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2023-25.

Hình 13: Kỳ vọng diện tích cho thuê bàn giao trong năm 2023 sẽ tăng 30% svck nhờ backlog mạnh mẽ từ 2022 (Đơn vị: ha)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tuy nhiên, doanh thu từ BĐS KCN năm 2023 có khả năng giảm 14,8% svck do mức nền cao trong năm 2022



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Mảng năng lượng: Mở rộng công suất để tăng tốc

Mảng năng lượng của IDC chiếm 38%/8% trên tổng doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022 khi vận hành hai nhà máy thủy điện (114MW) và trạm biến áp 110/22 kV (418 MVA).

Một trong số ít DN phát triển BĐS KCN tại Việt Nam được phép phân phối điện trực tiếp đến khách thuê trong KCN

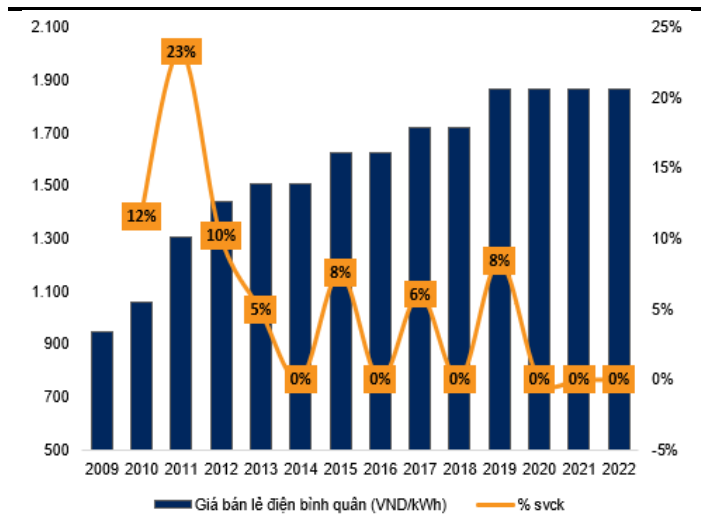
IDC là một trong số ít DN phát triển BĐS KCN tại Việt nam được phép xây dựng trạm biến áp 110/22kV (418 MVA) và phân phối điện cho các khách hàng thuê tại KCN của IDC (bao gồm KCN Nhơn Trạch 1,2 và 5), với sản lượng năm 2022 đạt 1.499 triệu kWh, đóng góp khoảng 2.500 tỷ đồng/năm doanh thu (chiếm 34%/2% doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022 của IDC).

Đáng chú ý, Bộ Công Thương đã chấp nhận bổ sung dự án trạm biến áp 110kV KCN Hựu Thạnh của IDC (công suất thiết kế 3x63MVA, tổng mức đầu tư 199 tỷ đồng) vào quy hoạch phát triển điện của tỉnh Long An trong 2021. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng máy biến áp T1 với công suất thiết kế 63MVA và lưới điện đang được xây dựng và có thể phân phối điện cho khách hàng thuê tại KCN Hựu Thành từ tháng 12/2023. Chúng tôi kỳ vọng IDC có thể đưa vào vận hành 189MVA trước năm 2026, giúp cho sản lượng phân phối điện của IDC đạt tăng trưởng kép bình quân hàng năm là 7,2% trong giai đoạn 2023-2030.

Ngoài ra, để tận dụng lợi thế được phép phân phối điện trực tiếp cho các nhà đầu tư, IDC đã khởi động dự án điện mặt trời áp mái đầu tiên với công suất lắp đặt 1,1MWp kể từ Q3/22 và dự kiến sẽ nâng tổng công suất điện mặt trời áp mái lên 120MW cho đến năm 2026.

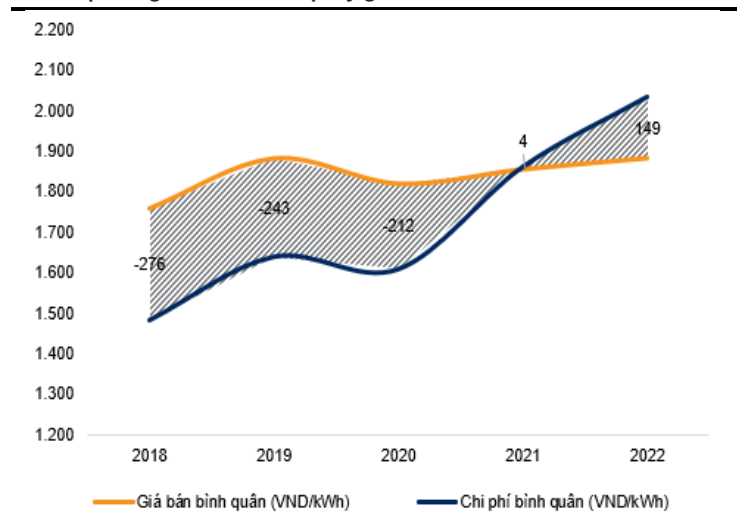
Chúng tôi tin rằng doanh thu từ phân phối điện có thể duy trì ổn định trong năm 2023 nhờ giá điện bán lẻ trung bình tăng bù đắp cho sản lượng phân phối sụt giảm, sau đó tăng 24,2% svck lên 3.100 tỷ đồng nhờ vận hành trạm biến áp KCN Hựu Thạnh trong năm 2024.

Hình 15: Giá bán lẻ điện bình quân giữ nguyên từ năm 2019



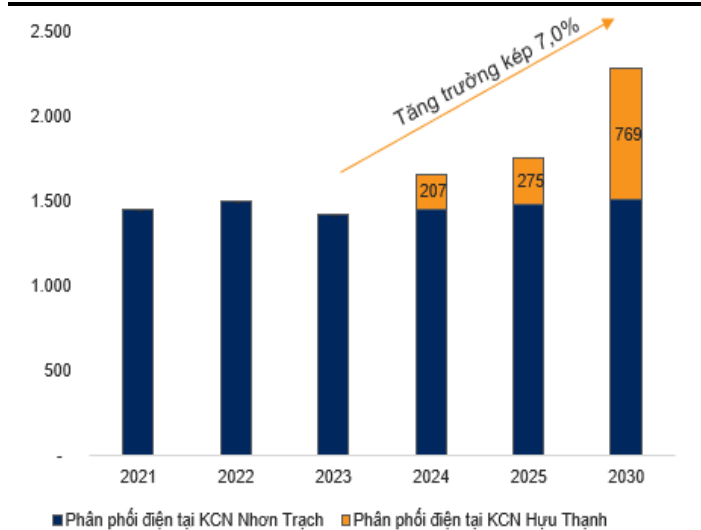
Nguồn: VNDIRECT Research, EVN

Hình 16: EVN đề xuất tăng giá điện trong năm 2023 để bù đắp chi phí nhiên liệu tăng cao và biến động tỷ giá hối đoái



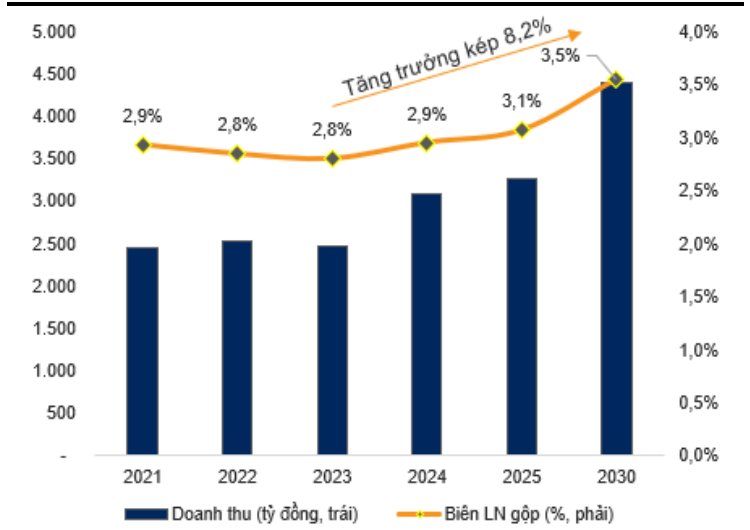
Nguồn: VNDIRECT Research, Dự thảo Quy Hoạch Điện 8

Hình 17: Phân phối điện có thể ghi nhận mức tăng trưởng ổn định kể từ 2024 nhờ trạm biến áp KCN Hựu Thạnh (Đơn vị: triệu kWh)



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 18: ... từ đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2024-25



Nguồn: VNDIRECT Research

Phục hồi sản lượng thủy điện dù đã qua giai đoạn điều kiện thời tiết thuận lợi trong năm 2023

IDC hiện sở hữu hai nhà máy thủy điện với tổng công suất 114MW là Srok Phu Miêng (51MW, sở hữu 51%) và Đăk Mi 3 (63MW, sở hữu 100%), với sản lượng đạt 370-470 triệu kWh trong năm 2018-2019. Nhà máy thủy điện Đăk Mi 3 chịu thiệt hại nặng nề bởi trận lũ lịch sử năm 2020 và mới được phát điện trở lại từ tháng 10/2022. Trong năm 2022, sản lượng thủy điện của IDC đạt 369 triệu kWh (+43% svck) nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, nhờ đó doanh thu thủy điện năm 2022 tăng 39,5% svck lên 364 tỷ đồng, chiếm 5%/5% trên tổng doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022 của IDC.

Mặc dù không còn điều kiện thời tiết thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của IDC sẽ đạt 440 tỷ kWh (+19% svck) trong năm 2023 nhờ hoạt động trở

lại hoàn toàn tại thủy điện Đăk Mi3. Chúng tôi ước tính doanh thu thủy điện năm 2023 sẽ tăng 18% svck lên 430 tỷ đồng.

Hình 19: Thủy điện Srok Phu Miêng



ROE của Srok Phu Miêng luôn ở mức cao trên 15% với sản lượng trung bình hàng năm đạt 228 triệu kWh mang lại doanh thu ổn định 200-220 tỷ đồng mỗi năm.

- Vị trí: Bình Phước
- Công suất thiết kế (MW): 51, với 2 tổ máy
- Sản lượng điện trung bình hàng năm (triệu kWh): 228
- Tổng đầu tư: 1.149 tỷ đồng.
- Xây dựng: 2003.
- Vận hành: 2006.
- Sở hữu: 51%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Thủy điện Đăk Mi 3

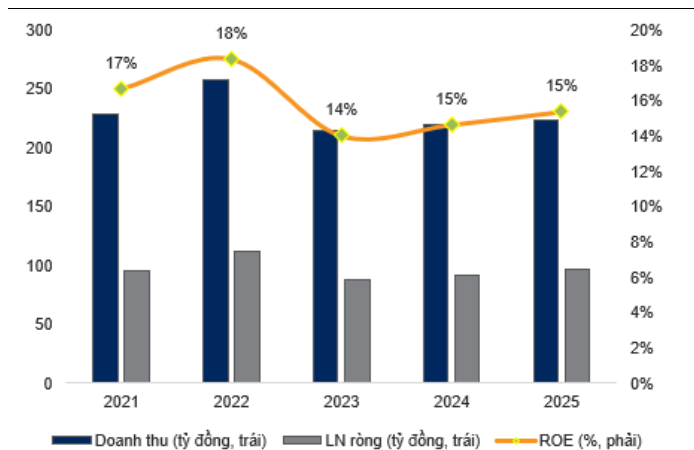


Trận lũ lịch sử năm 2020 gây thiệt hại nặng nề cho nhà máy thủy điện Đăk Mi 3, công ty đã phát điện trở lại từ tháng 10/2022.

- Vị trí: Quảng Nam
- Công suất thiết kế (MW): 63, với 2 tổ máy
- Sản lượng điện trung bình hàng năm (triệu kWh): 212
- Tổng đầu tư: 1.626 tỷ đồng.
- Xây dựng: 2013.
- Vận hành: 2017.
- Sở hữu: 100%

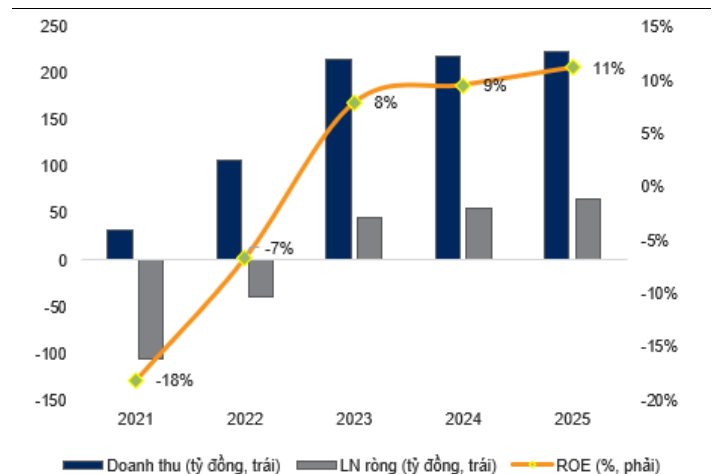
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Srok Phu Miêng có mức hiệu quả cao với ROE trên 15%



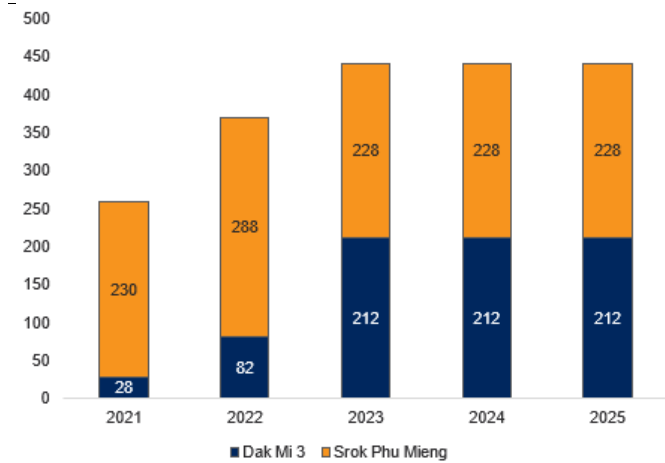
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Doanh thu của Đăk Mi 3 phục hồi khi hoạt động trở lại hoàn toàn kể từ năm 2023



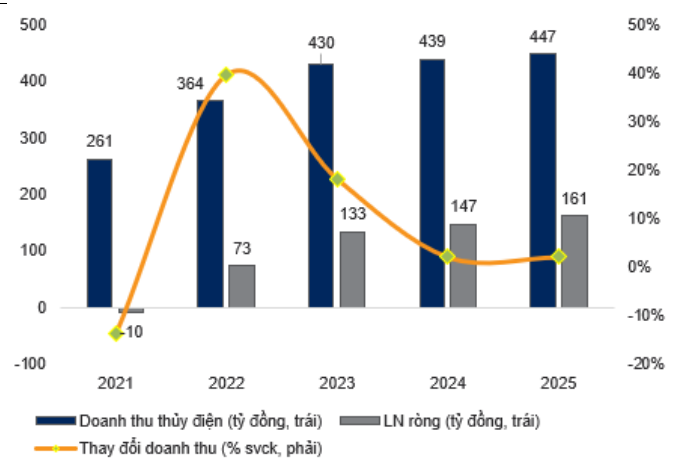
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Phục hồi sản lượng thủy điện lên 440 triệu kWh (+19% svck) trong năm 2023 khi Đăk Mi 3 hoạt động trở lại...



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: ...thúc đẩy doanh thu từ thủy điện năm 2023 tiếp tục tăng trưởng hai con số

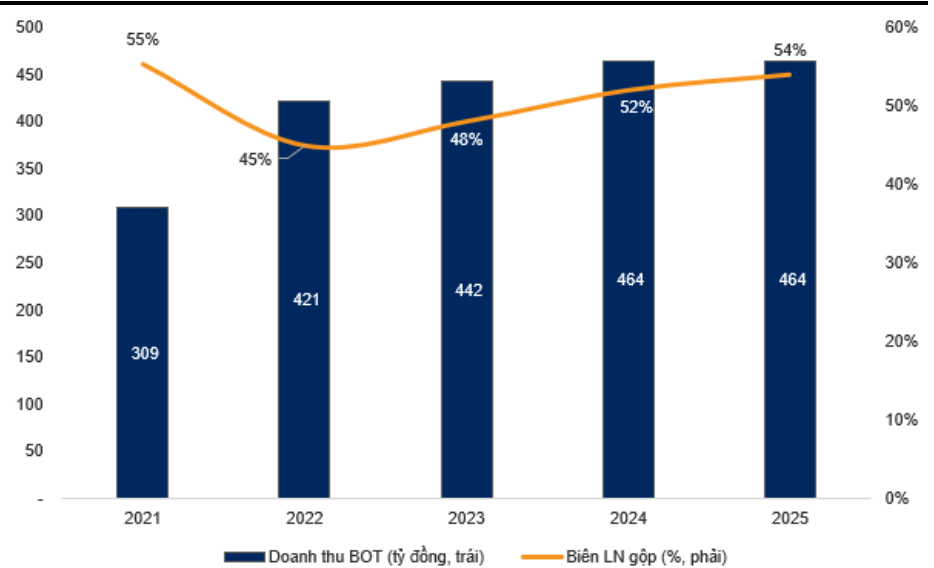


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Mảng BOT: đóng góp thu nhập ổn định khoảng 400 tỷ đồng/năm

IDC hiện đang vận hành 2 dự án BOT là BOT Quốc lộ 1A đoạn An Sương – An Lạc (Tp. HCM) và BOT Quốc lộ 51 – Dự án mở rộng (Đồng Nai, BR-BT), có thể đóng góp doanh thu ổn định 380-420 tỷ đồng/năm trong 10 năm còn lại (giai đoạn 2005-2033, tỷ lệ sở hữu 51%) chiếm 6-7% doanh thu và 8-10% lợi nhuận gộp của IDC.

Hình 25: Dòng tiền ổn định từ BOT trong giai đoạn 2023-25



Hình: VNDIRECT Research

Dự án khu dân cư và thương mại: không có dự án dân cư mới nào đáng chú ý có thể đóng góp doanh thu trong giai đoạn 2023-25

Tính đến cuối năm 2022, công ty sở hữu 83ha phát triển dự án nhà ở xã hội và cho người lao động và 22ha cho dự án thương mại, với tổng vốn đầu tư đã phát sinh là 2.000 – 2.200 tỷ đồng, chiếm khoản 12% tổng tài sản của IDC. Chúng tôi dự phóng công ty có thể ghi nhận doanh thu 400-500 tỷ đồng trong năm 2023 từ cho thuê 2ha đất thương mại tại dự án Khu dân cư trung tâm được mở rộng tại Long An.

Tuy nhiên, hầu hết các dự án khu dân cư vẫn chưa mang lại hiệu quả do điều kiện thị trường không thuận lợi, với doanh thu khu dân cư chỉ đạt 100-150 tỷ đồng, đóng góp 1-3% doanh thu giai đoạn 2019-22, điều này cho thấy việc sử dụng vốn chưa tối ưu. Chúng tôi tin rằng sẽ không có bất kỳ đột phá nào về doanh thu từ các dự án nhà ở trong giai đoạn 2023-24, đặc biệt trong bối cảnh còn nhiều khó khăn cản trở triển vọng ngành BĐS, trừ khi công ty thực hiện chiến lược chuyển nhượng dự án thành phần.

Hình 26: Danh sách dự án khu dân cư trong kế hoạch của IDC cuối năm 2022

STT	Tên dự án	Vị trí	IDC sở hữu	TMĐT (tỷ đồng)	TMĐT đã chi (tỷ đồng)	Kế hoạch	Diện tích đất (m2)
Nhà ở xã hội và công nhân							833.299
1	Khu nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch (1)	Đồng Nai	100%	820	360	2.028	100.284
2	Khu nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch (2)	Đồng Nai	100%	1.138	9	2.026	100.000
3	Khu dân cư, nhà ở công nhân KCN Hựu Thạnh	Long An	100%	1.729	638	2.025	470.939
4	Khu tái định cư KCN Nhơn Trạch 1 và chung cư cao tầng Hiệp Phước	Đồng Nai	100%	191	25	2.025	48.676
5	Nhà ở xã hội Mỹ Xuân B1	BR-VT	51%	270	25	TBA	34.000
6	Nhà ở xã hội Vĩnh Cửu	Đồng Nai	100%	TBA	TBA	TBA	79.400
Dự án thương mại							216.104
7	Chung cư cao tầng Quốc lộ 1K Hòa An	Đồng Nai	67%	216	187	2.028	70.350
8	Dự án khu dân cư trung tâm mở rộng	Long An	51%	423	418	2.023	30.500
9	Dự án nhà ở An Hòa	Đồng Nai	100%	272	198	2.025	38.886
10	Tòa nhà văn phòng IDICO - INCO10	Cần Thơ	98%	76	3	TBA	4.627
11	Khu phức hợp Condotel - Khách sạn Thùy Dương	BR-VT	51%	TBA	TBA	TBA	7.077
12	Khu phức hợp căn hộ và văn phòng Conac Plaza	BR-VT	51%	TBA	TBA	TBA	8.137
13	Khu dân cư Bắc Châu Giang	Hà Nam	51%	672	257	TBA	56.527

*TBA: chưa công bố
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

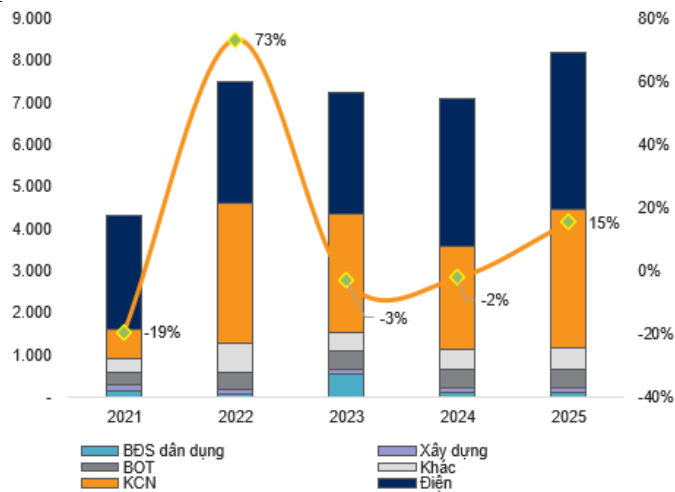
Triển vọng lợi nhuận 2023-25

Hình 27: Dự phóng lợi nhuận 2023-25, dựa trên ước tính VNDIRECT RESEARCH

tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	4.301	7.485	7.245	7.085	8.176
% svck	-19,7%	74,0%	-3,2%	-2,2%	15,4%
Điện	2.698	2.878	2.905	3.520	3.709
% svck	-5,7%	6,7%	0,9%	21,2%	5,4%
Xây dựng	130	87	109	98	103
% svck	-37,1%	-32,6%	24,1%	-9,7%	5,4%
BOT	309	421	442	464	464
% svck	-17,7%	36,5%	5,0%	5,0%	0,0%
KCN	690	3.322	2.817	2.437	3.313
% svck	-52,6%	381,4%	-15,2%	-13,5%	36,0%
BDS dân dụng	149	86	530	100	100
% svck	117,6%	-42,6%	518,0%	-81,1%	0,0%
Khác	326	691	442	466	486
% svck	-16,3%	112,1%	-36,1%	5,5%	4,2%
LN gộp	737	3.060	2.460	2.114	2.735
Biên LN gộp	17,1%	40,9%	34,0%	29,8%	33,4%
Chi phí bán hàng & quản lý	-260	-334	-313	-341	-367
Doanh thu tài chính	605	144	128	133	133
Chi phí tài chính	-294	-186	-192	-183	-185
LN trước thuế	756	2.618	2.123	1.771	2.362
LN ròng	454	1.768	1.571	1.290	1.762
% svck	-54,5%	289,1%	-11,1%	-17,9%	36,7%

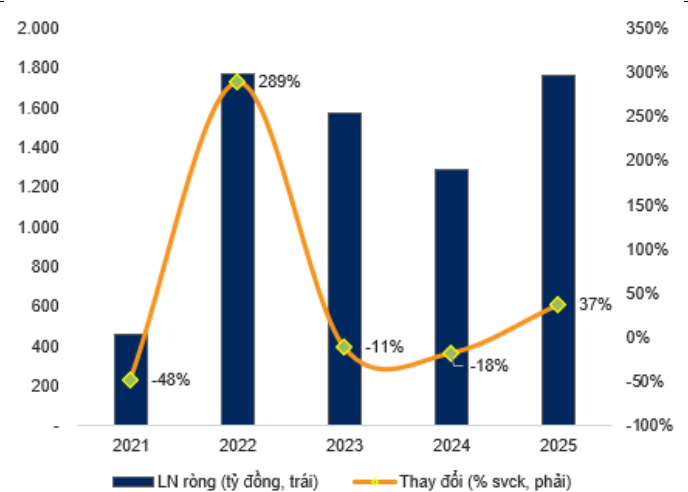
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 của IDC sẽ giảm 3,2% svck xuống 7.245 tỷ đồng...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: ...và dự phóng lợi nhuận ròng 2023 giảm 11,1% svck xuống 1.571 tỷ đồng do mức nền cao của năm 2022



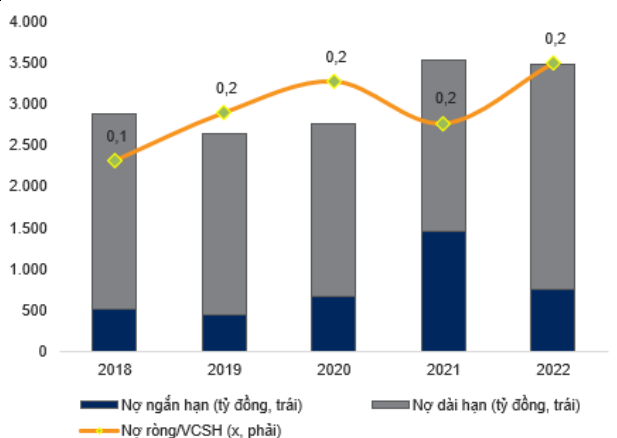
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chỉ số tài chính

IDC đã duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ ròng/VCSH khá thấp chỉ 0,2x cùng tỷ trọng tiền và tương đương tiền cao (2.130 tỷ đồng), chiếm 12,5% tổng tài sản cuối 2022. Bên cạnh đó, khả năng thanh toán lãi vay được cải thiện đáng kể ở mức 15,3x cuối 2022 (so với 2,8x của năm 2021).

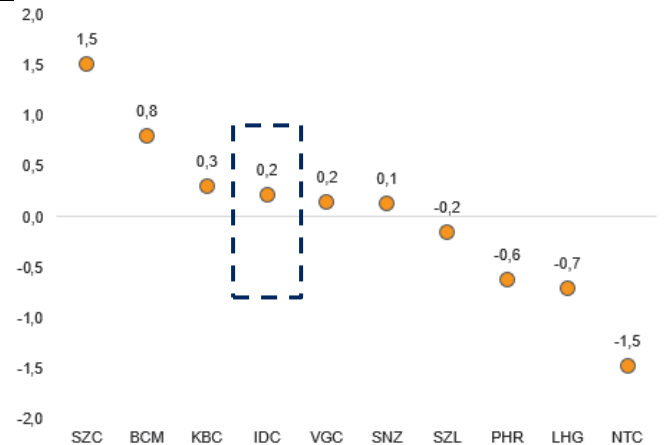
Hiện tại IDC có 2-4 dự án BĐS KCN (quy mô 1.000 – 1.400ha), 120MW năng lượng điện mặt trời áp mái, trạm biến áp 189 MVA và 5-6 dự án khu dân cư & thương mại đang được triển khai trong 3-5 năm tới, với tổng chi phí phát triển ước khoảng 15.000-20.000 tỷ đồng. IDC dự kiến chi đầu tư 3.068 tỷ đồng (+83% svck) trong năm 2023, chúng tôi cho rằng dòng tiền từ các hoạt động cốt lõi của IDC trong năm 2023 có thể hỗ trợ cho khoản đầu tư này.

Hình 30: Tỷ lệ nợ ròng/VCSH của IDC duy trì lành mạnh



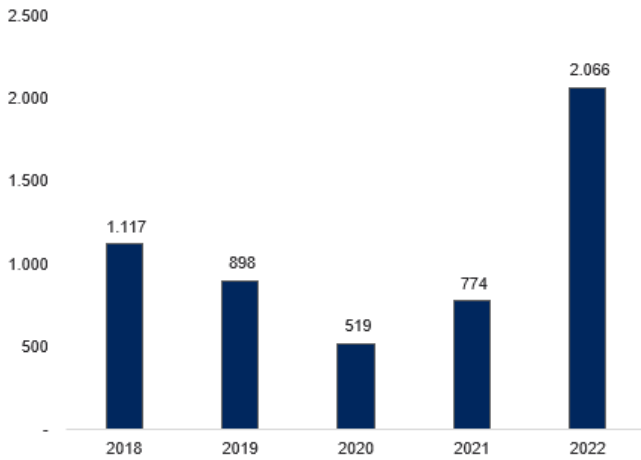
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: IDC có tỷ lệ nợ ròng/VCSH lành mạnh so với các DN cùng ngành cuối năm 2022



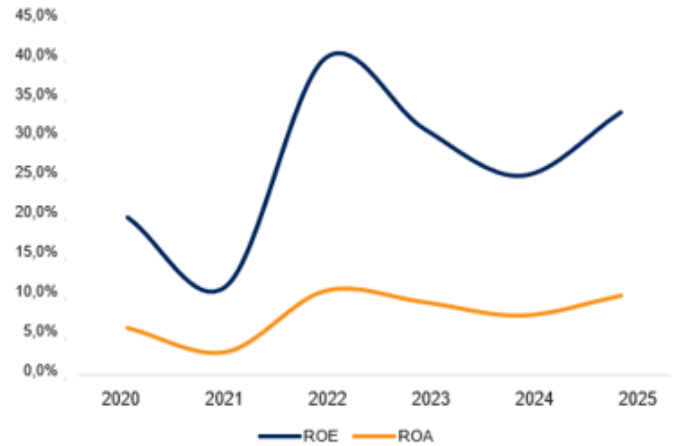
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Dòng tiền tự hoạt động kinh doanh (CFO) trong giai đoạn 2018-2022



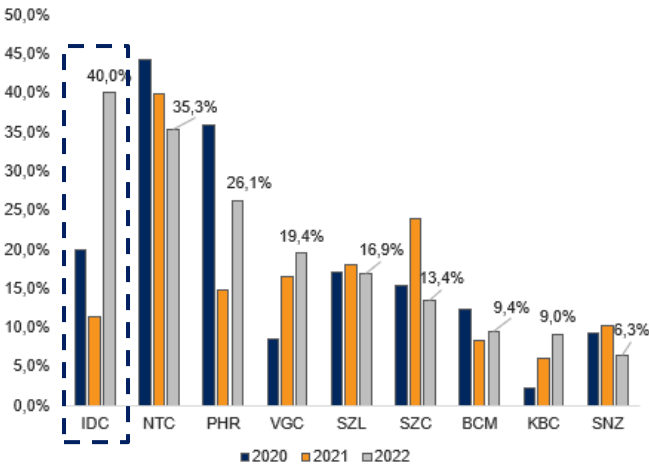
Sources: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 33: Khả năng sinh lời giảm trong năm 2023 trên cơ sở cao của năm 2022



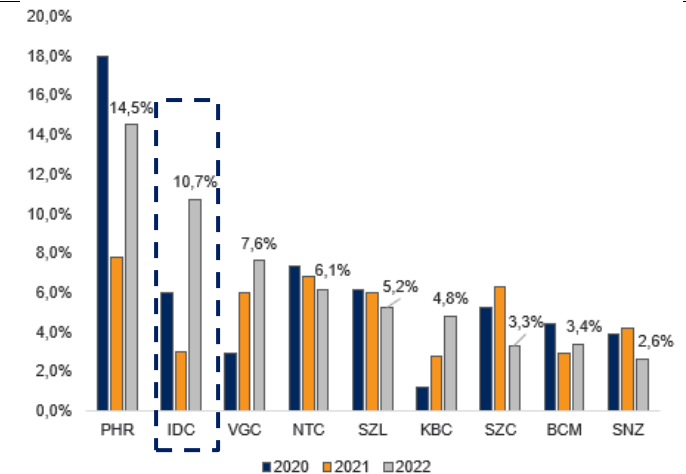
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 34: ROE của IDC giữa các DN cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: ROA của IDC giữa các DN cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

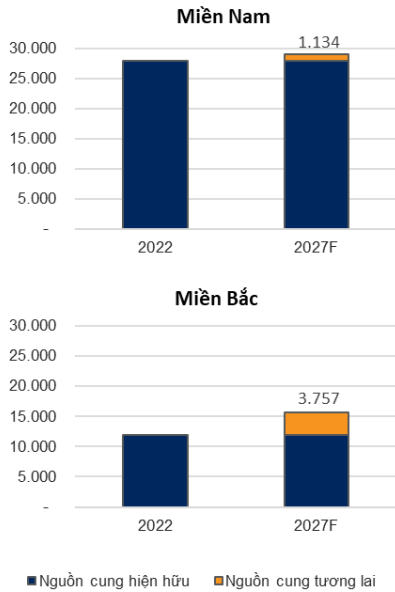
Ngành KCN: Vẫn còn đó những khó khăn

Nguồn cung mới giảm do quá trình phê duyệt bị hoãn vì các thủ tục pháp lý

Kể từ Q1/22, không có thêm bất kỳ đề xuất mới thành lập khu công nghiệp nào ở cả miền Nam và miền Bắc. Ngoài ra, có rất ít KCN mới được đưa vào quy hoạch tổng thể phát triển KCN quốc gia.

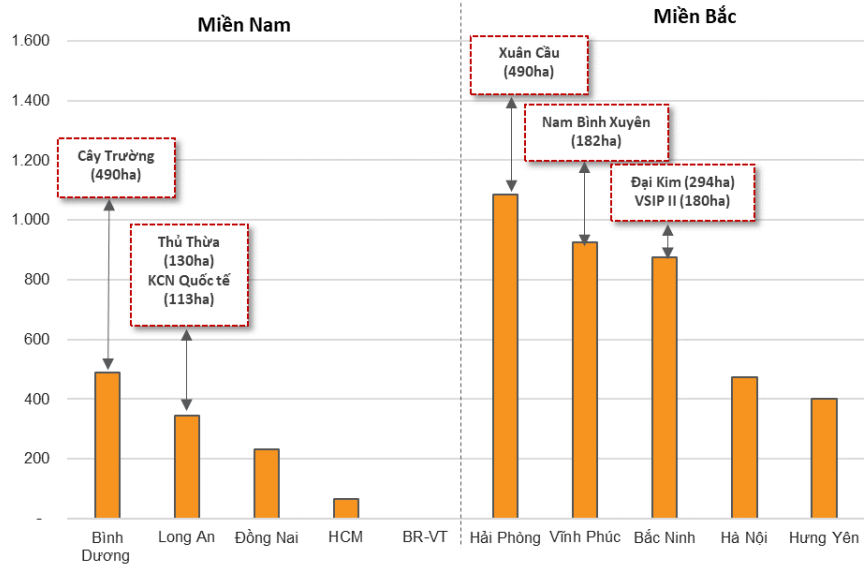
Điều này xuất phát từ thực trạng việc quy hoạch phát triển KCN còn dàn trải, chủ yếu do địa phương quyết định. Vậy nên, việc thay đổi lãnh đạo cấp cao của nhiều địa phương trong năm qua đã làm chậm quy trình phê duyệt của nhiều dự án. Điều này gây ra tình trạng giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến và chông chéo về quy hoạch hoặc hạ tầng bên ngoài KCN.

Hình 36: Chúng tôi cho rằng 2 trung tâm KCN sẽ khan hiếm nguồn cung mới...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 37: ... tuy nhiên, đây lại là cơ hội cho các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn (Đơn vị: ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS KCN sẽ đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung mới từ nay cho đến cuối năm 2023.

- Với thị trường miền Nam, sau khi bùng nổ nguồn cung trong nửa đầu năm 2022 đã không có nguồn cung mới nào được đưa vào hoạt động trong nửa sau năm 2022. Chúng tôi cho rằng thị trường miền Nam sẽ trải qua giai đoạn khó khăn để triển khai dự án mới trong năm 2023. Sau đó, nguồn cung mới cho giai đoạn 2024-27 cũng khá hạn chế (khoảng 1.134ha, cao hơn 76% so với [báo cáo trước](#)). Nhờ nỗ lực của BCM trong việc thúc đẩy triển khai và tháo gỡ những vướng mắc pháp lý, KCN Cây Trường (490ha) đã được bổ sung vào nguồn cung mới trong giai đoạn 2024-27. Kết hợp với KCN VSIP III (sẵn sàng cho thuê từ Q1/22), chúng tôi cho rằng BCM sẽ sở hữu những lợi thế với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn lên tới 1.644ha.
- Với thị trường miền Bắc, chúng tôi nhận thấy các tỉnh miền Bắc bắt đầu phát triển KCN muộn hơn miền Nam nên quỹ đất hiện hữu tại một số tỉnh vẫn còn khá dồi dào với mức giá cho thuê hợp lý. Mặc dù có nhiều dự án đang chờ được phê duyệt, chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu nguồn cung mới tại thị trường miền Bắc sẽ kéo dài ít nhất cho tới hết năm 2023, sau đó khoảng 3.757ha đất KCN được kỳ vọng sẽ đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2024-26, với nguồn cung lớn nhất đến từ Hải Phòng, Vĩnh Phúc và Bắc Ninh.

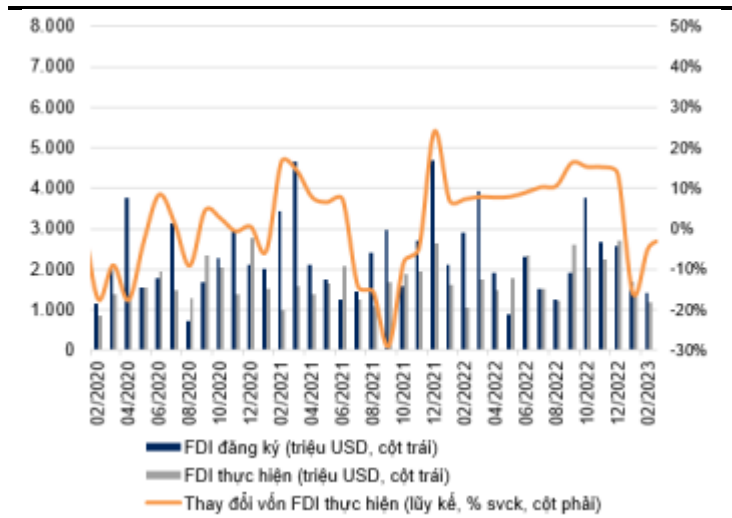
Gia tăng áp lực cạnh tranh thu hút FDI tới từ các quốc gia trong khu vực

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT), vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) giảm 1,1% svck trong Q1/23, giảm mạnh so với mức tăng 7,9% trong Q1/22.

Dòng vốn FDI vào Việt Nam suy yếu trong Q1/23 do các kế hoạch đầu tư mới và mở rộng sản xuất bị ảnh hưởng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu gặp nhiều bất ổn, bao gồm (1) tăng trưởng toàn cầu chậm lại, (2) lạm phát cao đè nặng

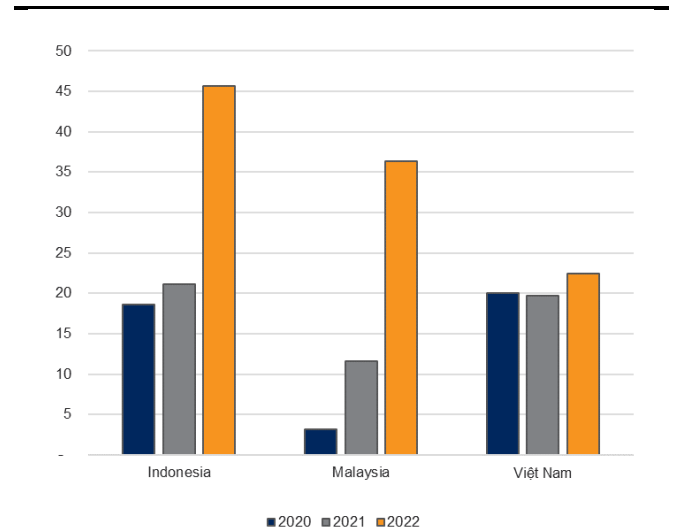
lên chi tiêu của người tiêu dùng và (3) thanh khoản thị trường tài chính thắt chặt do FED tăng lãi suất.

Hình 38: FDI thực hiện vẫn thấp trong Q1/23



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Indonesia và Malaysia có dòng vốn FDI tăng mạnh trong năm 2022 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, BKHMĐT

Việc Indonesia ban hành Luật Omnibus trong năm 2020 đã mang đến nhiều cơ hội đầu tư và hoạt động cho các công ty nước ngoài vào quốc gia này. Kể từ đó, dòng vốn FDI vào Indonesia tăng trưởng tích cực 10% svck trong năm 2021 và 44% svck trong năm 2022, tăng lên đến 45,6 tỷ USD. Việt Nam và Indonesia là hai quốc gia nhận được nhiều vốn FDI nhất. Nếu như Việt Nam đang chuyển mình thành trung tâm sản xuất thiết bị điện tử thì Indonesia lại hướng đến phát triển chuỗi cung ứng xe điện.

Chúng tôi nhận thấy sự phát triển của ngành xe điện và bán dẫn sẽ định hình bối cảnh đầu tư tại ASEAN. Những sự thay đổi lớn trong hai ngành này bao gồm thu hút nhiều loại hình nhà đầu tư mới, gia tăng thêm các phân khúc mới trong chuỗi giá trị, mở rộng công suất và tham gia nhiều hơn vào mạng lưới sản xuất khu vực. Do tiềm năng về thu hút vốn đầu tư FDI của hai ngành này trong các năm tới tiếp tục tăng cao, các nước trong khu vực đã tích cực đẩy mạnh hút vốn FDI cho sản xuất xe điện, bao gồm cả sản xuất pin, đồng thời khuyến khích người tiêu dùng sử dụng xe điện. Tuy nhiên, Việt Nam đang chậm hơn so với các nước khác trong xu hướng này, khiến cho Việt Nam có thể bị giảm sức hấp dẫn trong việc thu hút dòng vốn FDI.

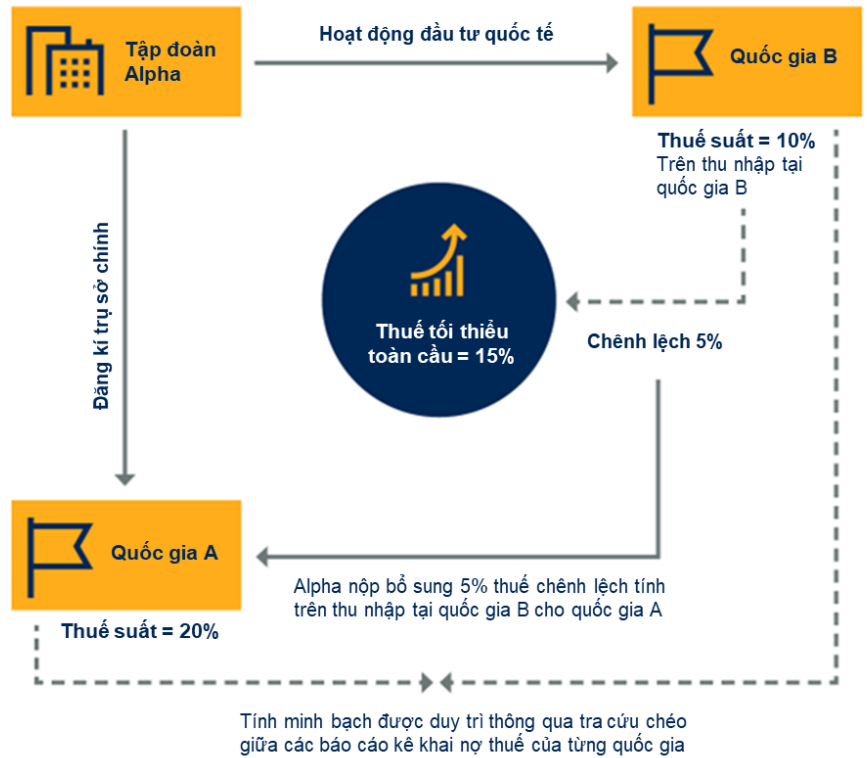
Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất, các nhà phát triển KCN ở Việt Nam nên có động thái gì?

“Thuế tối thiểu toàn cầu” do Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) khởi xướng, nhằm giải quyết các rủi ro tiềm ẩn về thuế phát sinh từ quá trình số hóa nền kinh tế, là một phần của chương trình Chống xói mòn cơ sở tính thuế và chuyển dịch lợi nhuận (BEPS).

Chính sách này xuất phát từ các nước phát triển - nơi xuất xứ của nguồn vốn đầu tư lớn và đã được 141 quốc gia, vùng lãnh thổ, bao gồm Việt Nam thông qua. Bắt đầu từ năm 2024, một số quốc gia sẽ áp dụng mức thuế suất tối thiểu toàn cầu 15% với các công ty lớn có doanh thu từ 750 tr EUR trở lên.

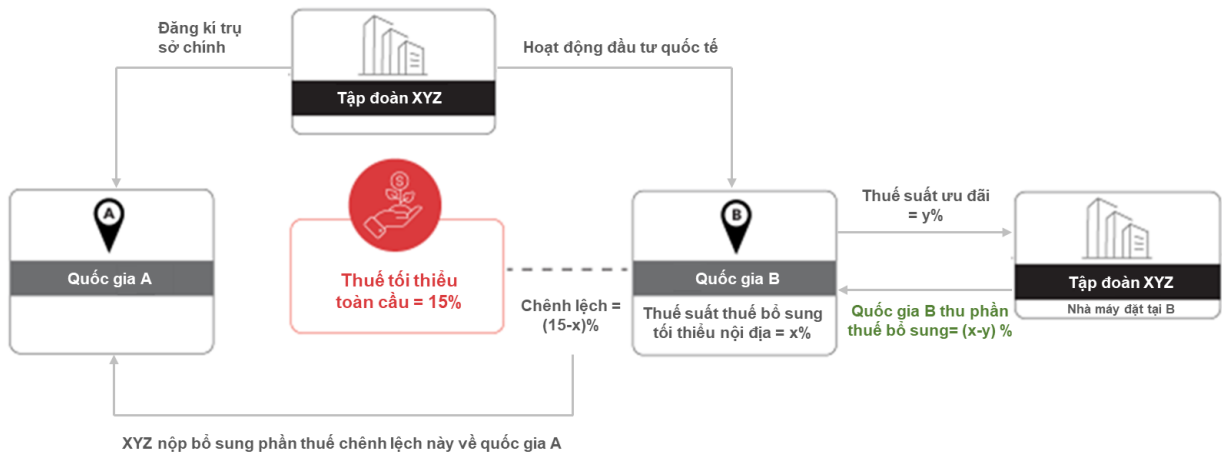
Hiện nay, Việt Nam đang sử dụng ưu đãi thuế quan như một công cụ đòn bẩy tài chính để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Việt Nam hiện đang đưa ra ưu đãi thuế quan ở mức 10%, 15% và 17% tùy theo lĩnh vực, ngành, quy mô và địa điểm đầu tư. Trong một số trường hợp đặc biệt, mức thuế ưu đãi có thể ở mức 5%, 7% và 9%.

Hình 40: Minh họa cách hệ thống Thuế tối thiểu toàn cầu hoạt động



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Gartner

Hình 41: Cách thuế bổ sung tối thiểu nội địa hoạt động song song với thuế tối thiểu toàn cầu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu sẽ tạo ra một số thách thức đối với việc thu hút FDI:

- Nếu áp dụng chính sách này quá sớm, Việt Nam sẽ mất lợi thế về ưu đãi thuế quan. Khi áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu, các doanh nghiệp FDI sẽ phải nộp phần thuế chênh lệch cho quốc gia đặt trụ sở chính, khiến ưu đãi thuế quan không còn tác dụng.
- Nếu Việt Nam áp dụng chính sách này muộn hơn so với quốc gia mà doanh nghiệp FDI đặt trụ sở chính thì sẽ dẫn tới: (1) Việt Nam sẽ không thu được phần thuế chênh lệch. Với hơn 100 doanh nghiệp FDI, mỗi năm ngân sách quốc gia sẽ thất thu vài tỷ USD, (2) môi trường đầu tư bị ảnh hưởng, do các nhà đầu tư sẽ chuyển hướng đầu tư sang các quốc gia khác có cơ chế chia sẻ lợi ích liên quan đến quy định thuế mới này. Bất kỳ quốc gia nào áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu đều phải đàm phán với các doanh nghiệp FDI để thực hiện cơ chế chia sẻ lợi ích.

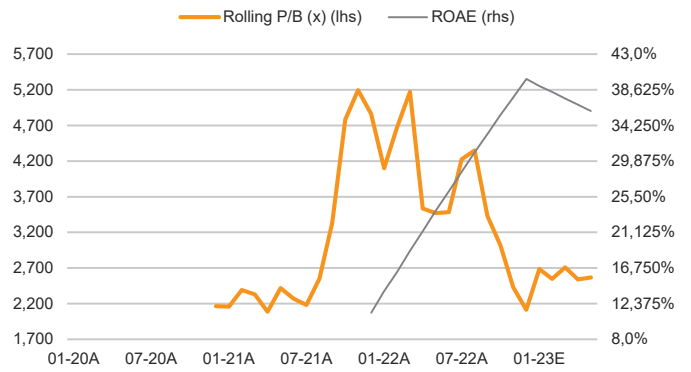
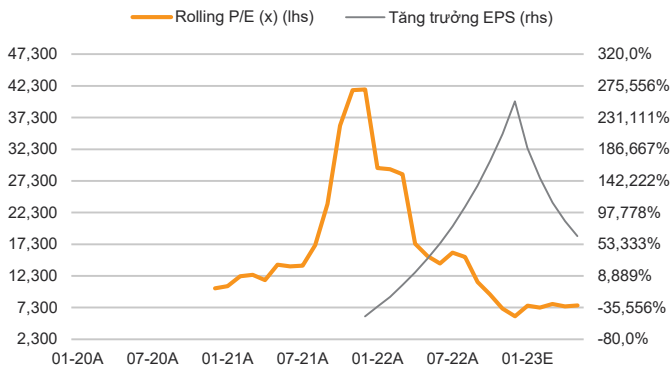
Để thích ứng với chính sách thuế mới này, một số quốc gia đang nghiên cứu về việc sử dụng Thuế bổ sung tối thiểu nội địa. Khi áp dụng thuế bổ sung tối thiểu nội địa, Chính phủ có thể bảo vệ quyền đánh thuế của mình bằng cách thu thêm một khoản thuế chênh lệch giữa thuế tối thiểu nội địa và thuế ưu đãi dành cho doanh nghiệp FDI trước khi khoản thuế đó được truy thu về nước đặt trụ sở chính.

Một lần nữa, chúng tôi nhận thấy Việt Nam lại đang chậm hơn các nước cạnh tranh trong khu vực.

- Gần đây, Malaysia đã ban hành thuế bổ sung tối thiểu nội địa, song song với việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu.
- Indonesia đã ban hành một nghị định mới cho phép thực hiện thuế tối thiểu toàn cầu dựa trên hệ thống quy định về các biện pháp chống thất thu thuế và thỏa thuận thuế đối với đầu tư nước ngoài, chúng tôi nhận thấy tác dụng cũng tương tự như thuế bổ sung tối thiểu nội địa.
- Thái Lan cũng đang chủ động ưu tiên nghiên cứu và triển khai thuế bổ sung tối thiểu nội địa.

Trong bối cảnh thời điểm áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu ngày càng cận kề, chúng tôi cho rằng các dự án KCN sở hữu vị trí chiến lược, gần khu vực giao thông trọng điểm, có hạ tầng chất lượng cao theo hướng đồng bộ, hiện đại và mang lại nhiều tiện ích nhất cho nhà đầu tư sẽ càng trở nên hấp dẫn hơn

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	7.485	7.245	7.085
Giá vốn hàng bán	(4.426)	(4.785)	(4.971)
Chi phí quản lý DN	(248)	(233)	(254)
Chi phí bán hàng	(86)	(80)	(87)
LN hoạt động thuần	2.726	2.147	1.774
EBITDA thuần	1.688	1.181	804
Chi phí khấu hao	1.038	965	970
LN HD trước thuế & lãi vay	2.726	2.147	1.774
Thu nhập lãi	144	128	133
Chi phí tài chính	(186)	(192)	(183)
Thu nhập ròng khác	57	41	48
TN từ các Cty LK & LD	(123)	0	0
LN trước thuế	2.618	2.123	1.771
Thuế	(563)	(425)	(354)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(287)	(127)	(127)
LN ròng	1.768	1.571	1.290
Thu nhập trên vốn	1.768	1.571	1.290
Cổ tức phổ thông	(1.138)	(1.320)	(1.320)
LN giữ lại	630	251	(30)

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.087	662	768
Đầu tư ngắn hạn	1.043	1.043	1.043
Các khoản phải thu ngắn hạn	878	916	885
Hàng tồn kho	1.095	1.204	1.325
Các tài sản ngắn hạn khác	66	70	74
Tổng tài sản ngắn hạn	4.168	3.895	4.095
Tài sản cố định	10.629	10.565	10.782
Tổng đầu tư	240	481	340
Tài sản dài hạn khác	1.976	1.956	1.969
Tổng tài sản	17.013	16.897	17.186
Vay & nợ ngắn hạn	748	544	537
Phải trả người bán	343	370	385
Nợ ngắn hạn khác	1.231	1.212	1.736
Tổng nợ ngắn hạn	2.322	2.126	2.657
Vay & nợ dài hạn	2.720	2.684	2.570
Các khoản phải trả khác	5.844	5.631	5.422
Vốn điều lệ và	3.300	3.300	3.300
LN giữ lại	1.402	1.638	1.593
Vốn chủ sở hữu	4.946	5.146	5.101
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.182	1.309	1.436
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	17.013	16.897	17.186

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.618	2.123	1.771
Khấu hao	1.038	965	970
Thuế đã nộp	(207)	(435)	(351)
Các khoản điều chỉnh khác	227	(143)	(148)
Thay đổi VLD	(1.610)	(333)	209
LC tiền thuần HKKD	2.066	2.177	2.452
Đầu tư TSCĐ	(1.497)	(893)	(1.179)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	54	0	0
Các khoản khác	1.020	(149)	274
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(423)	(1.043)	(904)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.027	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(3.091)	(240)	(121)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(986)	(1.320)	(1.320)
LC tiền thuần HĐTC	(1.050)	(1.560)	(1.441)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	495	1.087	662
LC tiền thuần trong năm	592	(425)	106
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.087	662	768

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	23,6%	21,7%	18,2%
Vòng quay TS	0,45	0,43	0,42
ROAA	10,7%	9,3%	7,6%
Đòn bẩy tài chính	3,74	3,36	3,33
ROAE	40,0%	31,1%	25,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	28,6	28,6	28,7
Số ngày nắm giữ HTK	90,3	91,9	97,6
Số ngày phải trả tiền bán	28,2	28,2	28,3
Vòng quay TSCĐ	0,71	0,68	0,66
ROIC	18,4%	16,2%	13,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,8	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	0,8	0,7
Vòng quay tiền	90,7	92,3	98,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	74,0%	(3,2%)	(2,2%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	471,3%	(21,2%)	(17,4%)
Tăng trưởng LN ròng	289,1%	(11,1%)	(17,9%)
Tăng trưởng EPS	253,7%	(11,1%)	(17,9%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Trưởng phòng

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>