

Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG** IPO: IDICO

Phát triển Hạ tầng

Giá IPO (VND)	18,000
Giá mục tiêu (VND)	21,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	17%
Suất sinh lợi cổ tức	2%
Suất sinh lợi bình quân năm	19%

Thống kê **21/09/2017**

SL lưu hành (triệu cp)	300
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,400
Vốn hóa (triệu USD)	318
SL cp tự do (triệu cp)	55
VND/USD	22,446
Index: VNIndex / HNX	803/105

Nguồn: IDICO

Số liệu dự kiến dựa trên giá IPO 18k đ/cp

Cơ cấu sở hữu **21/09/2017**

Vốn nhà nước	36%
Nhà đầu tư chiến lược	45%
Cổ đông khác	18%

Nguồn: IDICO

Số liệu dự kiến dựa trên kế hoạch IPO

Hoàng Thế Trung, CPA

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457
trung.ht@kisvn.vn
www.kisvn.vn

IPO Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam (IDICO)

Quan điểm đầu tư:

- Idico là một trong 5 nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất ở Việt Nam, với 10 dự án KCN và tổng diện tích 3,271 ha. Diện tích đất KCN còn có thể cho thuê là 973 ha đủ cho Idico phát triển trong 5 năm tới.
- Các KCN Mỹ Xuân, Phú Mỹ II và Quế Võ II có vị trí tốt và giá cho thuê cao, đây là động lực chính tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới cho Idico.
- Tình hình thời tiết thuận lợi và nhà máy Đăk Mi 3 hoạt động từ quý 3/2017, sẽ giúp làm tăng hiệu quả hoạt động mảng thủy điện.
- Hoạt động thu phí Idico có sự tăng mạnh trong 2015 và sẽ duy trì mức cao trong các năm tới. Nguyên nhân do trạm An Sương An Lạc được UBND HCM cho phép tăng mức phí thu theo lộ trình 5 năm.
- Tình hình tài chính lành mạnh, với vốn chủ sở hữu và doanh thu chưa thực hiện chiếm 67% tổng cơ cấu nguồn vốn tại 30/06/2017. Ngoài ra Idico có số dư tiền mặt rất lớn, dẫn đến nợ ròng gần như bằng 0.

Rủi ro:

- Khi lập báo cáo hợp nhất, Idico chưa tiến hành hợp nhất báo cáo các công ty liên kết và loại trừ doanh thu nội bộ. Điều này làm cho việc phân tích hiệu quả toàn Idico có thể chưa phù hợp.
- Mảng kinh doanh xây lắp của Idico đang tập trung phục vụ công ty nội bộ, chưa có chiến lược cụ thể phát triển trong thời gian tới.
- Nhà nước có kế hoạch sẽ thoái hết 36% vốn của Idico sau thời điểm 31/12/2018. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sự phát triển tương lai của Idico phụ thuộc rất lớn vào định hướng phát triển của nhà đầu tư chiến lược. Đây là rủi ro về quản lý đối với nhà đầu tư mua IPO khi chưa xác định được cổ đông chiến lược là ai.

Định giá: Chúng tôi định giá cổ phiếu IDICO ở mức 21,300 đồng trên mỗi cổ phần cuối 2018, lợi nhuận kỳ vọng đạt 19% so với giá IPO là 18,000 đồng và bao gồm 2% cổ tức tiền mặt. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	3,972	4,609	4,423	5,472	5,089
Tăng trưởng (%)	3%	16%	-4%	24%	-7%
LN hoạt động (tỷ đồng)	264	272	274	542	616
Biên lợi nhuận (%)	7%	6%	6%	10%	12%
LN khác	48	94	281	107	31
LNST (tỷ đồng)	223	270	449	544	557
Biên lợi nhuận (%)	6%	6%	10%	10%	11%
SLCP lưu hành (triệu cp)	253	253	253	300	300
EPS (hiệu chỉnh, VND)	671	803	1,536	1,541	1,577
Tăng trưởng (%)	-2%	20%	91%	0%	2%
ROE (%)	16%	9%	13%	14%	12%
Nợ ròng/VCSH (%)	177%	134%	-2%	-12%	-10%
PE (x)	26.8	22.4	11.7	11.7	11.4
PB (x)	2.0	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	14.2	17.3	9.0	5.4	5.0
Cổ tức (VND)	200	200	1,120	400	500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1%	1%	6%	2%	3%

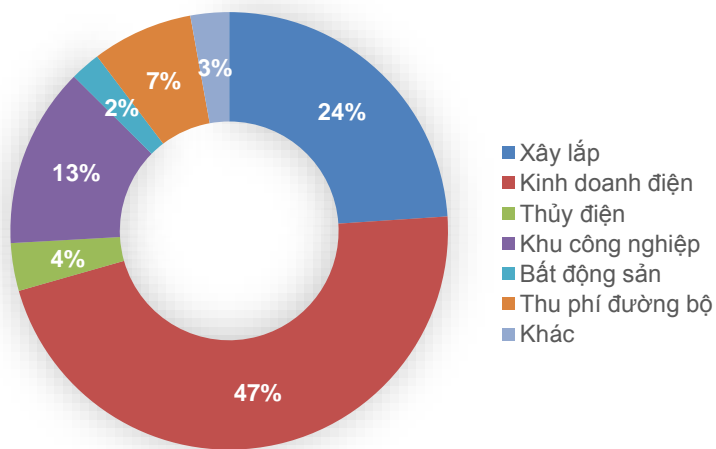
* Chúng tôi giả định giá IPO và bán cổ đông chiến lược là 18.000 đồng/cổ phần.

Tổng quan Tổng Công ty Idico

Tổng công ty Idico là công ty nhà nước trực thuộc Bộ Xây Dựng. Phát triển khu công nghiệp và hạ tầng giao thông đường bộ là 2 lĩnh vực hoạt động chính của Idico, chiếm 21% doanh thu và 76% lợi nhuận gộp 2016 (loại trừ lỗ từ hoạt động khác). Ngoài ra, Idico có hoạt động sản xuất thủy điện và bán lẻ điện chiếm 50% tổng doanh thu nhưng chỉ đóng góp 15% lợi nhuận gộp.

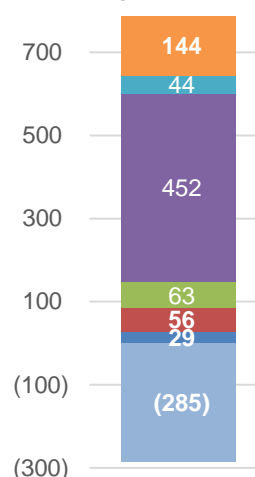
Cơ cấu doanh thu năm 2016 của IDICO

Nguồn: IDICO



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2016 của IDICO

Nguồn: IDICO



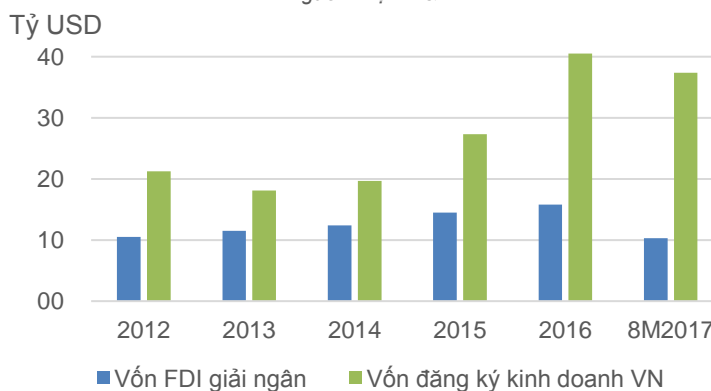
Lĩnh vực hoạt động xây lắp đang chiếm tỷ trọng khá là 24% doanh thu và 4% lợi nhuận. Tuy nhiên hoạt động xây lắp chủ yếu phục vụ các công trình nội bộ Tổng công ty, trong thời gian sắp tới Idico chưa có chiến lược cụ thể đẩy mạnh hoạt động xây lắp ra các khách hàng bên ngoài.

Lĩnh vực phát triển khu công nghiệp

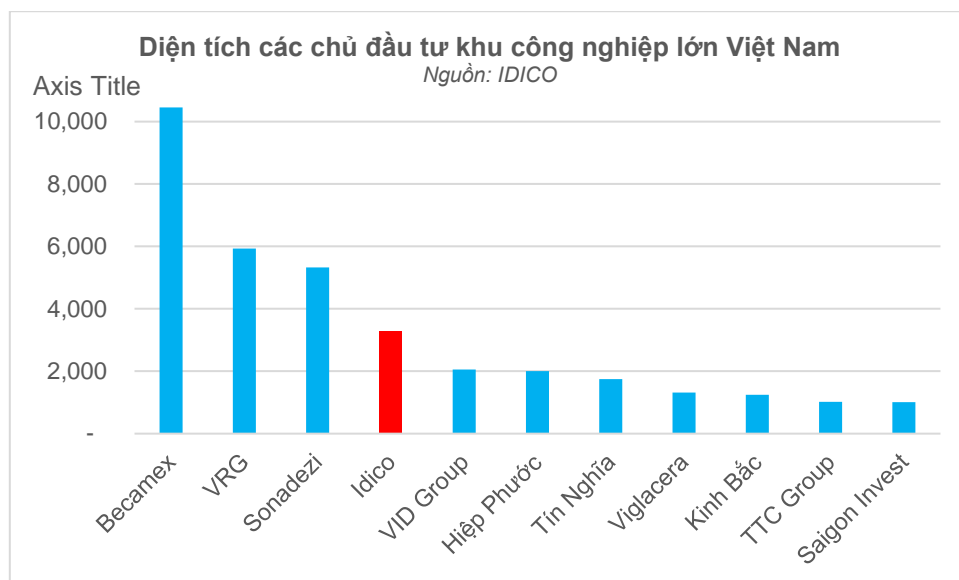
Trong năm 2016, nguồn FDI giải ngân đạt mức cao kỷ lục, ước tính ở mức 15,8 tỷ USD – tăng 9% so với năm 2015. Trong 8 tháng đầu 2017, số lượng doanh nghiệp thành lập mới ở Việt Nam tăng kỷ lục lên mức 85 nghìn doanh nghiệp, tăng 16% cùng kỳ. Tổng vốn đăng ký kinh doanh mới là 822,116 tỷ đồng, tăng 45% cùng kỳ. Điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đầu tư và gia tăng nhu cầu phát triển khu công nghiệp. Mặc dù hiệp định TPP nhiều khả năng thất bại, nhưng hoạt động đầu tư FDI vẫn tăng trưởng mạnh, chính phủ mới Việt Nam cho thấy quyết tâm cải thiện môi trường kinh doanh và khuyến khích nền kinh tế tư nhân.

Vốn FDI giải ngân và vốn đăng ký trong nước

Nguồn: Bộ KH&ĐT



Theo Vụ Quản lý các khu kinh tế - Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam có 328 KCN được thành lập, với tổng diện tích là 96.3 nghìn ha đến tháng 8/2017. Idico đang đầu tư kinh doanh 10 khu công nghiệp với tổng diện tích hơn 3,271 ha, chiếm 3.3% tổng diện tích KCN cả nước.



Idico là một trong 5 nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất ở Việt Nam. Diện tích đất KCN còn có thể cho thuê là 973 ha đủ cho Idico phát triển trong 5 năm tới.

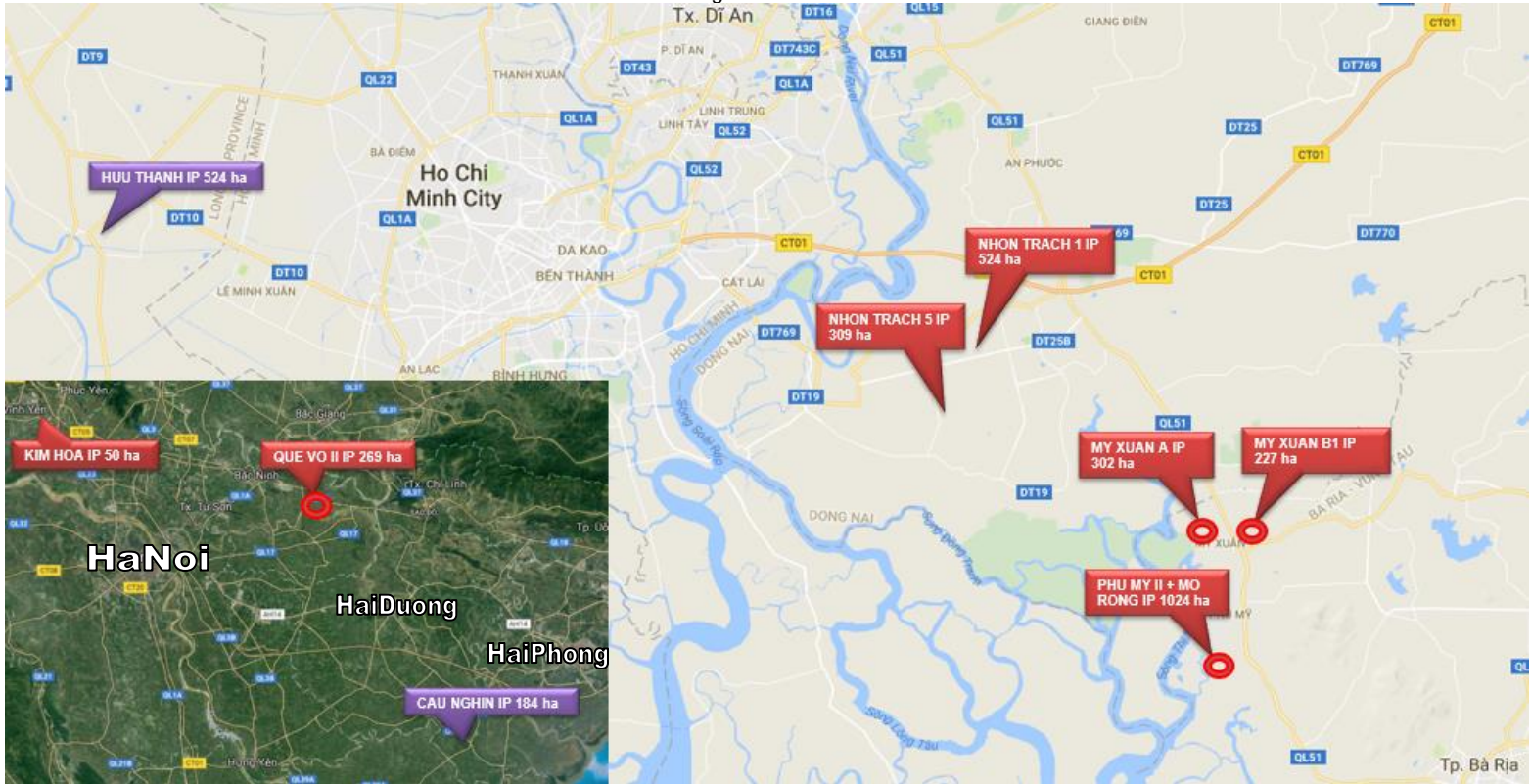
STT	Tên	Địa điểm	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê hiện tại (USD/m ²)
1	KCN Nhơn Trạch I	Đồng Nai	382	229	-	100%	-
2	KCN Nhơn Trạch V	Đồng Nai	309	185	-	100%	-
3	KCN Kim Hoa	Vĩnh Phúc	50	30	-	100%	-
4	KCN Mỹ Xuân B1	Vũng Tàu	227	158	21	87%	45
5	KCN Mỹ Xuân A	Vũng Tàu	302	196	2	99%	60
6	KCN Phú Mỹ II	Vũng Tàu	621	372	97	74%	65
7	KCN Phú Mỹ II mở rộng	Vũng Tàu	403	259	220	15%	65
8	KCN Quế Võ II	Bắc Ninh	269	188	143	24%	60
9	KCN Hậu Thạnh	Long An	524	362	362	0%	N/a
10	KCN Cầu Ngàn	Thái Bình	184	129	129	0%	N/a
			3,271	2,109	973		

Trong 6 dự án khu công nghiệp đang bán hàng, chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho Idico đến từ **KCN Phú Mỹ II + mở rộng và KCN Quế Võ II**. Đây là các KCN có diện tích còn lại có thể cho thuê lớn 460 ha với giá cho thuê khá cao khoảng 60-65USD/m², đồng thời có vị trí thuận lợi cho việc thu hút vốn đầu tư.

Còn lại 2 khu công nghiệp là Cầu Ngàn và Hậu Thạnh với tổng diện tích cho thuê 491 ha đều đang ở giai đoạn chuẩn bị đầu tư, chưa tiến hành giải phóng mặt bằng. Thời gian để giải phóng mặt bằng và triển khai hạ tầng 1 khu công nghiệp mất ít nhất 2-3 năm. Vì vậy chúng tôi chưa đánh giá hiệu quả của 2 khu công nghiệp trên vào hoạt động kinh doanh của Idico trong thời gian tới.

Bản đồ các khu công nghiệp được đầu tư bởi IDICO

Nguồn: KISVN



Các dự án còn quỹ đất đang khai thác

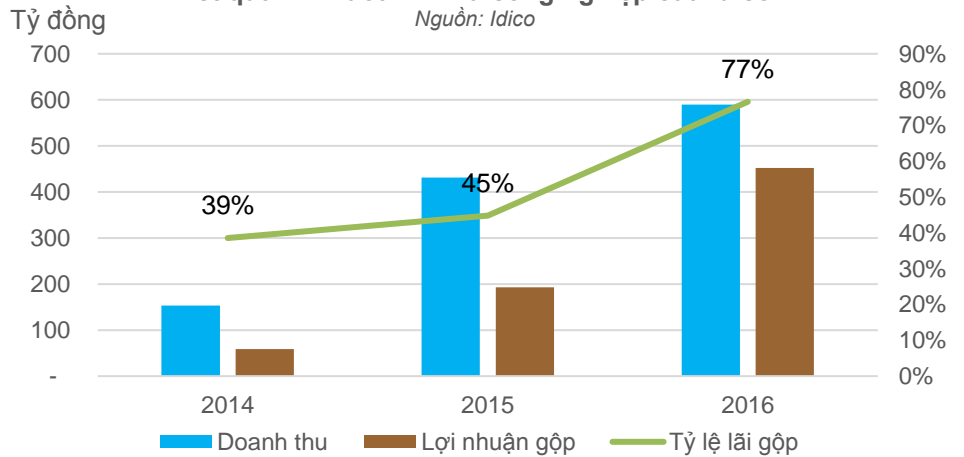
Khu công nghiệp đang khai thác

Khu công nghiệp chưa đầu tư

Trong 3 năm qua, kết quả kinh doanh KCN của Idico có sự tăng rất mạnh. Lợi nhuận gộp tăng trưởng trung bình hơn 200% /năm. Tỷ lệ lãi gộp tăng vọt lên 77% năm 2016 so với 39% năm 2014 (IDICO cho biết có sai sót số liệu dẫn đến tỷ lệ lãi gộp tăng vọt, theo Idico lãi gộp duy trì khoảng 40-45%). Kết quả khả quan trên là do đóng góp của các khu công nghiệp Mỹ Xuân và Phú Mỹ ở Vũng Tàu.

Kết quả kinh doanh Khu công nghiệp của Idico

Nguồn: Idico



Lĩnh vực kinh doanh điện

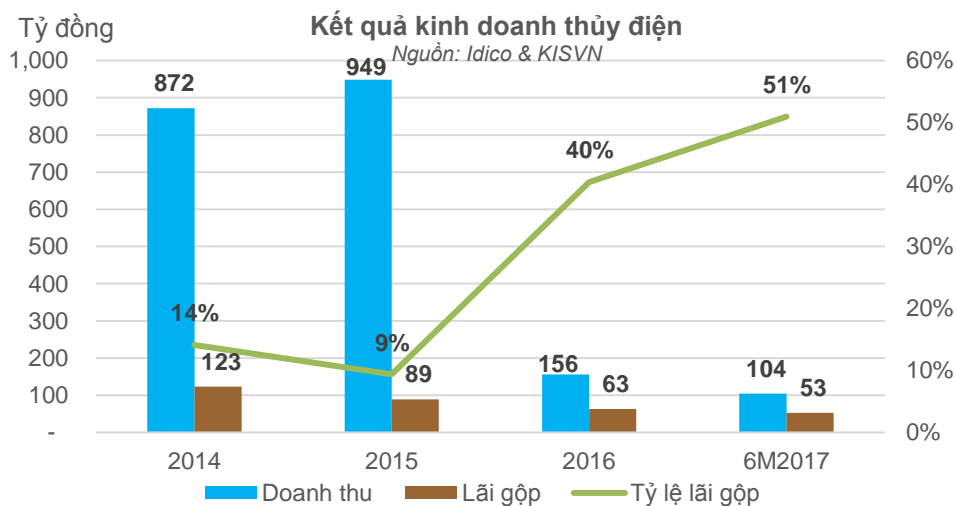
Sản xuất thủy điện và thương mại điện là 2 hoạt động chính của Idico trong kinh doanh điện. Trong sản xuất điện, Idico sở hữu 2 nhà máy với tổng công suất là 114MW. Ngoài ra, Idico còn góp 26% cổ phần công ty CP Thủy điện Đắk Mi, sở hữu nhà máy công suất 208MW.

Các nhà máy thủy điện Idico đầu tư

Nhà máy	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu	Mức đầu tư	Năm phát điện	Suất đầu tư (tỷ/MW)
Thủy điện Đắk Mi 3	63	100%	1,626	2017	26
Thủy điện Srok Phu Miêng	51	51%	1,048	2006	21
Thủy điện Đắk Mi 4 (A, B, C)	208	26%	4,966	2012	24
	322		7,640		

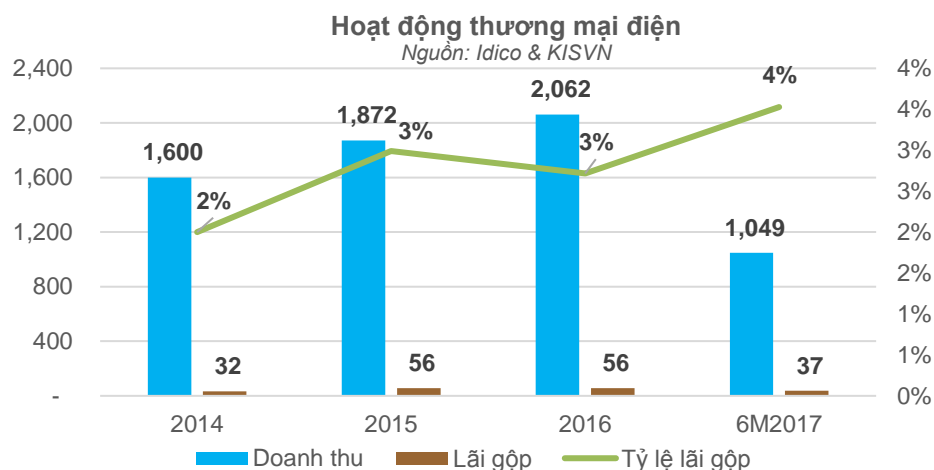
Nguồn: IDICO & KISVN

Biên lãi gộp hoạt động thủy điện có sự cải thiện mạnh từ 9% năm 2015 lên 40-51% trong các năm sau, nguyên nhân chủ yếu là do Idico chuyển nhượng 2 dự án thủy điện Đắk Mi 4 và Đắk Mi 4C vào năm 2016 cho CTCP Thủy điện Đắk Mi (cùng thời gian, IDICO tham gia góp 26% vốn vào CTCP này). Thủy điện Đắk Mi phải thực hiện điều tiết xả nước không chạy điện qua sông Vu Gia nhằm cung cấp nước cho Đà Nẵng, chúng tôi cho rằng công ty Thủy điện Đắk Mi 4 (A, B và C) mặc dù có công suất rất lớn 208 MW nhưng kết quả kinh doanh chưa thật sự ấn tượng.



Trong quý 3/2017, Idico đưa vào hoạt động nhà máy thủy điện Đắk Mi 3 với công suất 63 MW. Với tình hình thời tiết La Nina trong năm 2016-2017 có ảnh hưởng tích cực với thủy điện, chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất thủy điện của Idico sẽ cải thiện mạnh trong 6 tháng cuối 2017.

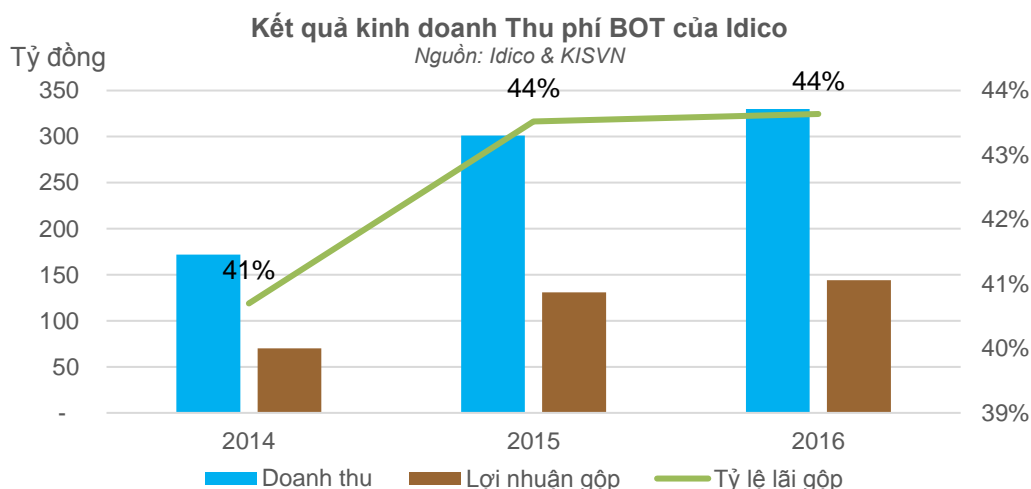
Trong lĩnh vực thương mại điện, công ty con Idico-Udico (Idico có 51% cổ phần) là công ty duy nhất ở Việt Nam đầu tư hệ thống hạ tầng bán lẻ điện trong khu công nghiệp. Idico-Udico mua điện giá sỉ của điện lực Đồng Nai rồi phân phối bán lẻ cho các khách hàng ở khu công nghiệp Nhơn Trạch. Tuy hoạt động thương mại điện có tỷ suất lợi nhuận gộp không cao nhưng mang lại lợi nhuận ổn định cho Idico.



Lĩnh vực thu phí đường bộ BOT

Idico làm chủ đầu tư và tham gia đầu tư xây dựng 7 dự án BOT, tập trung ở địa bàn Hồ Chí Minh và Đồng Nai. Các dự án BOT có nguồn tiền thu về ổn định khoảng 300 tỷ đồng/năm cho Idico. Theo CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO - HTI, công ty con của IDICO, lưu lượng xe hàng năm dự kiến tăng 5%.

Tên dự án	Chủ đầu tư	IDICO sở hữu	Mức đầu tư (Tỷ đồng)	Địa điểm
Cải tạo quốc lộ 1A, An Sương-An Lạc	HTI	51%	812	TP.HCM
Xây dựng nút giao Quốc lộ 1-Hương lộ 2	HTI	51%	740	TP.HCM
Xây dựng nút giao Gò Mây	HTI	51%	535	TP.HCM
Mở rộng Quốc lộ 1 - Long An	HTI	51%	1,989	TP.HCM
Cải tạo & mở rộng Quốc lộ 51	BVEC	49%	3,971	Đồng Nai
BOT Quốc lộ 2	BOT Quốc lộ 2	14.30%	755	Vĩnh Phúc
Xây dựng ven biển Hải Phòng - Thái Bình	Ven biển Hải Phòng	25%	3,460	Thái Bình



Hoạt động thu phí Idico có sự tăng mạnh trong 2015 và sẽ duy trì mức cao trong các năm tới. Nguyên nhân do trạm An Sương An Lạc được UBND HCM cho phép tăng mức phí thu theo lộ trình 5 năm. Chúng tôi cho rằng hoạt động thu phí sẽ tăng mạnh sau năm 2020, thời điểm HTI được tăng phí thu lần 2.

Lĩnh vực khác

Xây dựng

Trong báo cáo kiểm toán hợp nhất của Idico, kiểm toán viên đưa ra ý kiến ngoại trừ: công ty Idico chưa thực hiện loại trừ doanh thu nội bộ và giá vốn các giao dịch bên liên quan của các đơn vị trong nội bộ. Việc ngoại trừ chủ yếu nằm trong lĩnh vực hoạt động xây lắp, phục vụ các công trình nội bộ Tổng công ty. Trong thời gian sắp tới Idico chưa có chiến lược cụ thể đẩy mạnh hoạt động xây lắp ra các khách hàng bên ngoài. Vì vậy, chúng tôi sẽ không đánh giá hoạt động xây lắp trong báo cáo phân tích Idico.

Bất động sản nhà ở

Idico có 1 dự án đang thực hiện là Tân Phú Idico. Tổng số căn hộ là 741 căn, đã bàn giao – ghi nhận doanh thu 593 căn block A - B trong quý 2/2017 với mức lợi nhuận khoảng 52 tỷ đồng. Còn lại 148 căn block C sẽ bàn giao trong 2018, lợi nhuận ước tính đạt khoảng 25 tỷ đồng.

Liên doanh liên kết

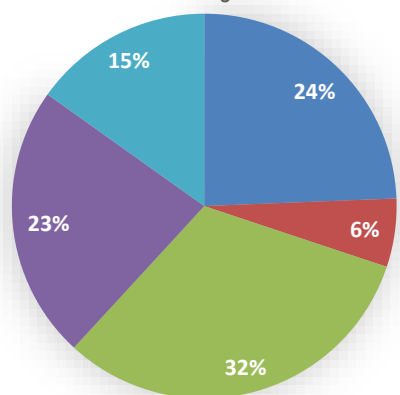
Ngoài ra, Idico chưa hợp nhất kết quả kinh doanh các công ty liên kết nên lợi nhuận chưa được phản ánh đầy đủ. Đáng kể nhất là kết quả hoạt động của BOT quốc lộ 51 và thủy điện Đắk Mi. Chúng tôi cho rằng nếu được hợp nhất đầy đủ, lợi nhuận hàng năm của Idico sẽ cao hơn số báo cáo.

Tình hình tài chính

Tại ngày 30/06/2017, Idico có cơ cấu tài chính lành mạnh với vốn chủ sở hữu và doanh thu chưa thực hiện chiếm 67% tổng cơ cấu nguồn vốn. Bên phía tài sản, tài sản cố định và tiền mặt chiếm tỷ trọng 79%, trong đó các khu công nghiệp và dự án tầng BOT là tài sản chủ yếu của công ty.

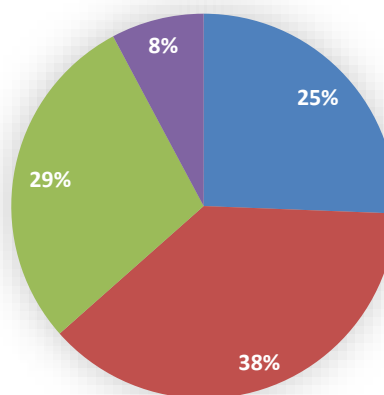
Cơ cấu tài sản 30/06/2017

Nguồn: KISVN



Cơ cấu nguồn vốn 30/06/2017

Nguồn: KISVN



- Tiền
- Tài sản cố định
- Tài sản khác
- Hàng tồn kho
- Tài sản dở dang dài hạn
- Vay
- Doanh thu chưa thực hiện
- Vốn chủ sở hữu
- Nợ khác

Trong 6 tháng 2017, Idico ghi nhận doanh thu 2,760 tỷ đồng, tăng 28% cùng kỳ 2016. Lợi nhuận sau thuế ghi nhận 339 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ. Cổ tức tiền mặt dự kiến ở mức 4% (400 đồng/cp). Sự tăng trưởng về lợi nhuận chủ yếu

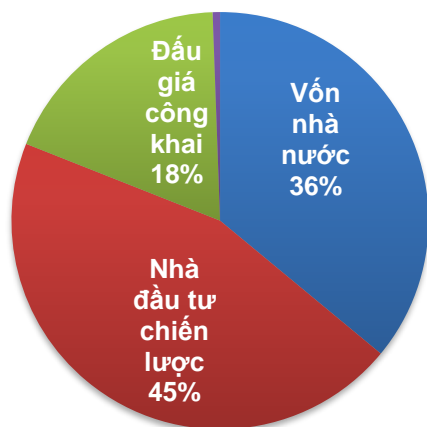
đến từ việc cho thuê khu công nghiệp Phú Mỹ đạt tiến độ tốt, đồng thời tiến hành bàn giao dự án bất động sản Tân Phú Idico. Lợi nhuận khác giảm mạnh 116% là do Idico ghi nhận lợi nhuận từ bán nhà máy thủy điện Đăk Mi trong 2016

Bảng KQKD 1H2017

	1H2017 (Tỷ đồng)	1H2016 (Tỷ đồng)	% n/n
Doanh thu	2,760	2,142	29%
Giá vốn	(2,310)	(1,912)	21%
Lợi nhuận gộp	450	230	96%
Chi phí quản lý & bán hàng	(114)	(93)	23%
Lợi nhuận hoạt động	336	137	145%
Lợi nhuận tài chính	73	11	564%
Lợi nhuận khác	(22)	137	-116%
Thuế	(48)	(9)	433%
Lợi nhuận sau thuế	339	276	23%

Cơ cấu Idico sau IPO

Nguồn: Idico & KISVN



Kế hoạch cổ phần hóa

Tổng giá trị vốn nhà nước ở Idico sau khi định giá lại là 2,563 tỷ đồng, tương đương 256.3 triệu cổ phần mệnh giá 10k/cổ phần. Theo phương án cổ phần hóa, Idico sẽ phát hành thêm 46.7 triệu cổ phần mới, nhằm đưa vốn điều lệ sau cổ phần hóa lên 3.000 tỷ đồng, tương ứng 300 triệu cổ phần.

Theo kế hoạch, Idico dự định IPO 55.3 triệu cổ phần, tương đương 18.44% vốn điều lệ công ty cổ phần, vào ngày 05/10/2017. Mức giá đầu giá khởi điểm là 18,000 đồng/cổ phần. Sau đó nhà nước sẽ bán 45% vốn Idico cho nhà đầu tư chiến lược, tương ứng 135 triệu cổ phần, với mức giá không thấp hơn giá IPO thành công bình quân.

Nếu IPO và bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược thành công tại mức giá 18,000 đồng/cp, Nhà nước sẽ thu về 2,742 tỷ đồng trong khi IDICO sẽ giữ lại được 704 tỷ đồng cho kế hoạch đầu tư và phát triển trong thời gian tới.

Tuy nhiên, Nhà nước có kế hoạch sẽ thoái hết 36% vốn của Idico sau thời điểm 31/12/2018. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sự phát triển tương lai của Idico phụ thuộc rất lớn vào định hướng phát triển của nhà đầu tư chiến lược. Đây là rủi ro về quản lý đối với nhà đầu tư mua IPO khi chưa xác định được cổ đồng chiến lược là ai.

Kế hoạch đầu tư 2017-2019

IDICO dự kiến cần 7,127 tỷ đồng để tiếp tục đầu tư các dự án khu công nghiệp và hạ tầng trong giai đoạn 2017-2019. Trong đó 60% là vốn vay và 40% vốn tự có. Với số dư tiền gần 3,100 tỷ đồng vào 30/06/2017, chúng tôi cho rằng IDICO sẽ không gặp khó khăn trong nguồn vốn đầu tư của mình. Tuy nhiên 2 khu công nghiệp chiến lược sắp tới là Cầu Nghìn và Hựu Thạnh chưa tiến hành giải phóng mặt bằng, chúng tôi cho rằng IDICO khó có thể thực hiện đúng tiến độ giải ngân để đầu tư 2 khu công nghiệp trên.

Tỷ lệ sở hữu của nhà nước tại Idico	
Trước 5/10/2017	100%
Sau 5/10/2017	36%
Sau 31/12/2018	0%

TT	Danh mục dự án	Kế Hoạch			Tổng vốn đầu tư năm 2017-2019	Nguồn vốn	
		2017	2018	2019		Vốn vay	Vốn tự có
	TỔNG CỘNG (Đơn vị: Tỷ đồng)	2,226	2,302	2,599	7,127	4,338	2,789
I	Công ty mẹ	2,105	2,072	2,289	6,466	3,918	2,548
1	Đầu tư các dự án phát triển nhà và khu đô thị	315	157	140	612	299	313
1.1	<i>Khu căn hộ cao tầng Tân Phú IDICO</i>	<i>190</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>190</i>	<i>67</i>	<i>123</i>
1.2	<i>Khu tái định cư KCN Hữu Thạnh</i>	<i>60</i>	<i>30</i>	<i>-</i>	<i>90</i>	<i>-</i>	<i>90</i>
1.3	<i>Khu nhà ở công nhân KCN Hữu Thạnh</i>	<i>65</i>	<i>127</i>	<i>140</i>	<i>332</i>	<i>232</i>	<i>100</i>
2	Đầu tư các dự án hạ tầng KCN, giao thông	1,323	1,365	1,341	4,029	2,293	1,736
2.1	<i>KCN Nhơn Trạch 5</i>	<i>60</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>60</i>	<i>-</i>	<i>60</i>
2.2	<i>KCN Mỹ Xuân A</i>	<i>10</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>10</i>	<i>-</i>	<i>10</i>
2.3	<i>KCN Phú Mỹ II</i>	<i>80</i>	<i>70</i>	<i>45</i>	<i>195</i>	<i>117</i>	<i>78</i>
2.4	<i>KCN Phú Mỹ II mở rộng</i>	<i>220</i>	<i>250</i>	<i>270</i>	<i>740</i>	<i>444</i>	<i>296</i>
2.5	<i>KCN Cầu Nghìn</i>	<i>50</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>250</i>	<i>60</i>	<i>190</i>
2.6	<i>KCN Hữu Thạnh</i>	<i>790</i>	<i>719</i>	<i>700</i>	<i>2,209</i>	<i>1,277</i>	<i>932</i>
2.7	<i>Đầu tư BOT ven biển Hải Phòng - Thái Bình</i>	<i>113</i>	<i>226</i>	<i>226</i>	<i>565</i>	<i>395</i>	<i>170</i>
3	Đầu tư các Thủy điện Đắk Mi 3	417	-	-	417	375	42
4	Cảng KCN Mỹ Xuân A	50	550	808	1,408	951	457
II	Các cty con do tổng cty nắm giữ 100% vốn điều lệ	121	230	310	661	420	241
1	Đầu tư các dự án phát triển nhà và khu đô thị	111	220	300	631	420	211
2	Đầu tư các dự án KCN tập trung	10	10	10	30	-	30

Triển vọng 2018

Dự phóng hoạt động kinh doanh 2017-2018, chúng tôi cho rằng hoạt động phát triển khu công nghiệp và kinh doanh điện sẽ tiếp tục đóng góp chính cho lợi nhuận của IDICO. Mảng phát triển khu công nghiệp được dự phóng sẽ tăng trưởng 12%/năm. Mảng kinh doanh điện được dự phóng tăng 120% trong 2017 và 20% trong năm 2018 nhờ đưa vào hoạt động nhà máy thủy điện Đắk Mi 3.

Chỉ tiêu	2017F				2018F			
	Doanh thu (Tỷ đồng)	LN gộp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ lãi gộp	Tăng trưởng	Doanh thu (Tỷ đồng)	LN gộp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ lãi gộp	Tăng trưởng
Xây lắp	1,271	32	3%	120%	1,271	32	3%	100%
Kinh doanh điện	2,098	57	3%	102%	2,135	58	3%	102%
Thủy điện	308	124	40%	220%	370	149	40%	120%
Khu công nghiệp	661	430	65%	112%	741	481	65%	112%
Bất động sản	771	52	7%	320%	192	19	10%	25%
Thu phí đường bộ	363	158	44%	110%	381	166	44%	105%
	5,472	854			5,089	906		

Định giá

Chúng tôi định giá IPO Idico dựa vào phương pháp so sánh chỉ số Price to Sales (P/S) của từng mảng hoạt động kinh doanh của Idico với trung bình ngành do:

- (1) Báo cáo hợp nhất của IDICO chưa phản ánh hợp lý lợi nhuận của công ty do: (a) chưa loại trừ doanh thu, giá vốn nội bộ làm tăng lợi nhuận, (b) chưa hợp nhất kết quả của công ty liên doanh liên kết.
- (2) Việc chuyển giao sở hữu sang tư nhân nhiều khả năng sẽ giúp IDICO cải thiện hoạt động, tăng biên lợi nhuận trong tương lai.
- (3) HĐKD chính của IDICO chủ yếu bao gồm thủy điện, khu công nghiệp và thu phí đường bộ có doanh thu có thể được ước lượng tương đối chắc chắn.

Vì các hoạt động của Idico khá độc lập với nhau, giá trị Idico là cộng gộp giá từng mảng hoạt động. Tuy nhiên chúng tôi sẽ không xác định giá lĩnh vực bất động sản, nguyên nhân do hiện tại Idico chỉ có 1 dự án chung cư Tân Phú Idico sẽ ghi nhận lợi nhuận trong 2017-2018 mà không có dự án gối đầu.

Ngành IDICO	Chỉ số P/S trung bình ngành(*)	Doanh thu IDICO 2018F (Tỷ đồng)	Giá trị thị trường (Tỷ đồng)	Tỷ lệ lợi ích Idico ước tính	Giá trị thuộc về Idico (Tỷ đồng)
Kinh doanh điện	0.43	2,135	917	51%	468
Thủy điện	4.41	370	1,631	78%	1,274
Khu công nghiệp	5.88	741	4,354	91%	3,958
Thu phí đường bộ	3.18	381	1,213	58%	700
			8,116		6,400
Số lượng cổ phần (triệu cp)					300
Giá (đồng/cp)					21,300

Chúng tôi định giá cổ phiếu IDICO ở mức 21,300 đồng trên mỗi cổ phần cuối 2018, tương ứng với PE 2018 là 11.4x. Tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt 19% so với giá IPO là 18.000 đồng và bao gồm 2% suất sinh lời cổ tức.

Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH IDICO	Giá IPO: 18k VND		Giá MT: 21k VND	
Đvt: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	4,609	4,423	5,472	5,089
Tăng trưởng (%)	16%	-4%	24%	-7%
Xây lắp	812	1,059	1,271	1,271
Kinh doanh điện	1,872	2,062	2,098	2,135
Thủy điện	949	156	308	370
Khu công nghiệp	431	590	661	741
Bất động sản	86	99	771	192
Thu phí đường bộ	301	330	363	381
Khác	155	126	-	-
GVHB	4,115	3,923	4,618	4,183
Biên LN gộp (%)	11%	11%	16%	18%
Chi phí BH & QLDN	223	225	312	290
EBITDA	550	570	871	966
Biên lợi nhuận (%)	12%	13%	16%	19%
Khấu hao	278	296	329	350
Lợi nhuận từ HĐKD	272	274	542	616
Biên LN HĐKD (%)	6%	6%	10%	12%
Chi phí lãi vay ròng	66	25	5	-12
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	8%	12%	9%	9%
Khả năng trả lãi vay(x)	4	11	108	(50)
Lãi/lỗ khác	94	281	107	31
Thuế	30	81	100	102
Thuế suất hiệu dụng (%)	10%	15%	16%	16%
Lợi nhuận ròng	270	449	544	557
Biên lợi nhuận (%)	6%	10%	10%	11%
Lợi ích CĐ thiểu số	67	60	82	84
LN cho công ty mẹ	203	389	462	473
Số lượng CP (triệu)	253	253	300(*)	300
EPS hiệu chỉnh (VND)	803	1,536	1,541	1,577
Tăng EPS (%)	20%	91%	0%	2%
Cổ tức (VND)	200	1,120	400	500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	25%	73%	26%	32%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ
- (*) Chúng tôi giả định giá IPO và bán đầu tư chiến lược là 18k/cp

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	8.04	9.81	9.81	9.81
Vòng quay HTK (x)	5.26	4.61	4.61	4.61
Vòng quay phải trả (x)	3.01	3.71	3.71	3.71
Thay đổi vốn lưu động	5,439	-4,479	105	-38
Capex	180	195	887	864
Dòng tiền khác	-5,799	331	0	0
Dòng tiền tự do	728	4,699	-119	81
Phát hành IPO (*)	0	0	704	0
Cổ tức	45	283	120	150
Thay đổi nợ ròng	-683	-4,416	-465	69
Nợ ròng cuối năm	4,338	-78	-543	-474
Giá trị doanh nghiệp (EV)	9,497	5,108	4,725	4,877
Tổng VCSH	3,247	3,412	4,540	4,947
Lợi ích cổ đông thiểu số	605	632	713	797
VCSH	2,642	2,780	3,827	4,150
Giá trị sổ sách/cp (VND)	10,441	10,989	12,755	13,833
Nợ ròng / VCSH (%)	134%	-2%	-12%	-10%
Nợ ròng / EBITDA (x)	7.9	-0.1	-0.6	-0.5
Tổng tài sản	13,534	9,284	9,947	10,422

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền
- (*) Chúng tôi giả định giá IPO và bán đầu tư chiến lược là 18k/cp

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	8%	14%	14%	12%
ROA (%)	2%	4%	6%	5%
ROIC (%)	2%	4%	6%	5%
WACC (%)	10%	15%	15%	15%
PER (x)	22.4	11.7	11.7	11.4
PBR (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
PSR (x)	1.0	1.0	0.8	0.9
EV/EBITDA (x)	17.3	9.0	5.4	5.0
EV/sales (x)	2.1	1.2	0.9	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1%	6%	2%	3%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy, CFA
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên cao cấp Phân
tích – Bất động sản, F&B
và Bán lẻ**

Hoàng Thế Trung, CPA
(+84 28) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng**

Nguyễn Phong Danh
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Logistics**

Võ Hoàng Bảo
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Dược và Nông nghiệp**

Nguyễn Hoàng Hà
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

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

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.