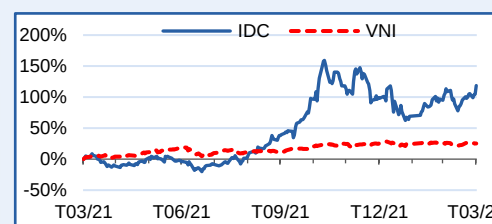


Tổng CT IDICO (IDC) [MUA +31,3%]

BC lần đầu

Ngành	KCN & Điện		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	05/04/2022	Tăng trưởng DT	-19,3%	66,9%	17,4%	22,7%
Giá hiện tại	81.100VND	Tăng trưởng EPS	-48,4%	320,3%	19,0%	20,1%
Giá mục tiêu	102.500VND	Biên LN gộp	17,1%	39,7%	39,0%	39,6%
TL tăng	+26,4%	Biên LN ròng	10,5%	26,4%	26,7%	26,1%
Lợi suất cổ tức	4,9%	EV/EBITDA	28,2x	8,2x	7,1x	5,7x
Tổng mức sinh lời	+31,3%	P/E	54,3x	12,9x	10,9x	9,0x
		P/B*	3,4x	2,9x	2,5x	1,9x
GT vốn hóa	1,1 tỷ USD		IDC	Peers	VNI	
Room KN	494,3tr USD	P/E (trượt)	54,3x	28,7x	17,7x	
GTGD/ngày (30n)	11,4tr USD	P/B (hiện tại)*	3,4x	3,0x	2,7x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ ròng/CSH	15,3%	13,8%	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành	300,0 tr	ROE	11,1%	12,2%	15,3%	
Pha loãng	300,0 tr	ROA	2,9%	3,6%	2,5%	

* P/B điều chỉnh của IDC và các công ty cùng ngành



Tổng quan công ty:

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại là 3.268 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

Thái Nhựt Đăng, CFA
Chuyên viên cao cấp

Phan Hà Gia Huy
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực, kế hoạch mở rộng đầy tham vọng

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho Tổng CT IDICO (HNX: IDC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 102.500 đồng/cổ phiếu.
- IDC là một trong những chủ đầu tư KCN hàng đầu tại Việt Nam và đã chuyển đổi thành công từ công ty Nhà nước sang công ty tư nhân.
- Ngoài mảng KCN, IDC còn đầu tư vào các nhà máy thủy điện, kinh doanh điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản dân dụng/thương mại. Công ty đang tái cấu trúc sau khi trở thành một công ty hoàn toàn thuộc sở hữu của tư nhân, tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là phát triển KCN và các lĩnh vực liên quan.
- Ngoài quỹ đất hiện tại bao gồm các dự án tại các cụm KCN phía Bắc và phía Nam với tổng diện tích có thể cho thuê còn lại là 868 ha, IDC có kế hoạch mở rộng KCN ở cả hai cụm công nghiệp này. Chúng tôi ước tính rằng tổng diện tích KCN của IDC sẽ tăng thêm 2.000 ha vào giai đoạn 2022-2030 - tương đương với khoảng 1.500 ha diện tích cho thuê (tăng 175% so với cuối năm 2021).
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2022 sẽ tăng 67% YoY lên 7,2 nghìn tỷ đồng trong khi LNST sau lợi ích CĐTS tăng 320% YoY đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, chủ yếu là nhờ quyết toán kinh doanh KCN Nhơn Trạch 5 cũng như sự phục hồi của mảng năng lượng và thu phí sau đại dịch.
- Trong giai đoạn 2022-2026, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu là 19% và LNST sau lợi ích CĐTS 18% và chúng tôi kỳ vọng chủ yếu nhờ vào việc bán đất KCN tích cực, tăng tốc ghi nhận doanh thu nhờ số dư doanh thu chưa thực hiện lớn của IDC và đóng góp tăng lên từ dự án khu đô thị - đặc biệt là dự án khu đô thị Hữu Thạnh, bắt đầu từ năm 2024.
- Yếu tố hỗ trợ: Trì hoãn phê duyệt KCN trong tương lai; sự phát triển chậm hơn dự kiến của các dự án KCN trong tương lai; quá trình tái cơ cấu kéo dài.

Ghi nhận doanh số bán đất KCN tăng tốc và khả quan, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận. IDC chuyển đổi phương thức ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN, theo đó, số dư doanh thu chưa thực hiện đối với các KCN đã lấp đầy sẽ được ghi nhận toàn bộ vào doanh thu trong năm hoàn thành quyết toán dự án. Chúng tôi tin rằng phương thức này sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của IDC trong tương lai. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán đất khả quan sẽ thúc đẩy tăng tốc ghi nhận doanh thu chủ yếu từ các KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 Mở rộng. Các KCN này đã hoàn thành phần lớn việc giải phóng mặt bằng và nộp tiền thuê đất và sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu cao về đất KCN và phát triển cơ sở hạ tầng tại các khu vực tương ứng.

Mở rộng kế hoạch phát triển KCN mạnh mẽ sẽ đảm bảo triển vọng trung và dài hạn. Tính đến cuối năm 2021, IDC còn tổng cộng 868 ha diện tích đất KCN có thể cho thuê. Trong giai đoạn 2022-

2030, IDC có kế hoạch mở rộng mảng KCN ở cả các tỉnh công nghiệp miền Bắc và miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng diện tích KCN có thể cho thuê của IDC sẽ tăng khoảng 600 ha ở miền Bắc và 900 ha ở miền Nam, nâng tổng diện tích cho thuê ròng của IDC thêm 175% so với cuối năm 2021. Ngoài kế hoạch mở rộng 2022-2030 này, IDC cũng đang trong quá trình nghiên cứu các kế hoạch cho dự án mở rộng trong tương lai.

Mục lục

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực, kế hoạch mở rộng đầy tham vọng	1
Tổng quan Doanh nghiệp	4
IDC là một trong những chủ đầu tư KCN kinh nghiệm nhất tại Việt Nam	4
Tham gia phát triển dự án khu đô thị (KĐT) để tận dụng xu hướng đô thị hóa gia tăng.....	4
Hoạt động trong lĩnh vực năng lượng và cơ sở hạ tầng đường bộ, chủ yếu thông qua các công ty con.....	5
Chuyển đổi từ doanh nghiệp Nhà nước thành công ty tư nhân 100%	6
Tập trung vào phân khúc KCN với giá trị đất đáng kể sẽ được ghi nhận	9
Quý đất lớn, đã giải phóng mặt bằng tại KCN Hữu Thạnh là động lực dẫn dắt trong ngắn hạn	9
Hưởng lợi từ việc nâng cấp cơ sở hạ tầng ở tỉnh BR-VT ven biển.....	11
Đất dân cư chi phí thấp mang lại lợi nhuận cao	12
Dự án KĐT Hữu Thạnh thúc đẩy tăng trưởng phân khúc nhà ở của IDC.....	12
Hướng đến kế hoạch gia tăng tiếp cận với các dự án KĐT nằm gần các KCN trong tương lai	13
Kế hoạch mở rộng KCN tham vọng sau tái cấu trúc	13
Phân tích tài chính.....	15
Nguồn doanh thu ổn định từ mảng cho thuê KCN, năng lượng và thu phí	15
KCN và BĐS nhà sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sau tái cơ cấu	16
Biên LN gộp tăng nhờ đóng góp ngày càng lớn từ mảng KCN	17
Chi phí phát triển KCN chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của IDC	19
Tình hình tài chính ổn định cho thấy dư địa lớn cho kế hoạch mở rộng	20
Nhìn lại KQKD năm 2021: Thu nhập từ thoái vốn thúc đẩy lợi nhuận	21
Các giả định và dự báo chính	22
Định giá.....	23
So sánh với các công ty cùng ngành.....	29
Phụ lục.....	31
Báo cáo Tài chính	33

Tổng quan Doanh nghiệp

IDC là một trong những chủ đầu tư KCN kinh nghiệm nhất tại Việt Nam

IDC là công ty tiên phong trong lĩnh vực phát triển KCN tại Việt Nam. Dự án đầu tiên của công ty - KCN Nhơn Trạch 1 - được khởi công vào năm 1995. Trong suốt 26 năm hoạt động trong lĩnh vực phát triển KCN, IDC đã tạo dựng được bề dày thành tích, thể hiện qua 5 dự án đã lấp đầy với tổng diện tích đã cho thuê là 946 ha. Với đội ngũ xây dựng hàng đầu do chính công ty sở hữu, IDC đã phát triển các KCN với cơ sở hạ tầng và tiện ích được xây dựng hoàn thiện, đáp ứng nhu cầu của khách thuê (chủ yếu là các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài - FDI).

IDC là một trong số ít các chủ đầu tư KCN tại Việt Nam tiếp cận với các khu kinh tế phía Bắc và phía Nam của đất nước. Trong danh mục đầu tư KCN hiện tại bao gồm 10 dự án, IDC có 3 dự án tại khu kinh tế phía Bắc trong khi các dự án còn lại ở khu kinh tế phía Nam. Các dự án trong danh mục đầu tư hiện tại của IDC đều có vị trí chiến lược tại các khu vực có tiềm năng tăng trưởng cao như các tỉnh Bắc Ninh, Vĩnh Phúc, Thái Bình ở miền Bắc và các tỉnh Đồng Nai, Long An, Bà Rịa - Vũng Tàu (BR-VT) ở miền Nam. Sự hiện diện của IDC tại 2 khu vực KCN phát triển nhanh nhất Việt Nam thể hiện (1) khả năng của công ty trong việc thực hiện các quy trình phê duyệt phức tạp và (2) mối quan hệ được thiết lập tốt với các chính quyền địa phương.

Hình 1: Tổng hợp danh mục KCN hiện tại của IDC

KCN	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu của IDC	Năm triển khai	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích đã cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
Các KCN đã được lấp đầy hoàn toàn								
Nhơn Trạch I	Đồng Nai	100%	1995	382	285	285	0	100,0%
Mỹ Xuân A	BR-VT	100%	1996	302	229	229	0	100,0%
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	100%	1998	50	45	45	0	100,0%
Mỹ Xuân B1	BR-VT	51%	1998	227	158	158	0	100,0%
Nhơn Trạch V	Đồng Nai	100%	2003	309	229	229	0	100,0%
Tổng diện tích				1.271	946	946	0	
Các KCN vẫn còn đất để cho thuê								
Phú Mỹ 2	BR-VT	100%	2004	621	443	323	121	72,8%
Quế Võ 2	Bắc Ninh	51%	2007	270	188.2	78	109	42,4%
Phú Mỹ 2 mở rộng	BR-VT	100%	2008	398	273.2	136	137	49,9%
Cầu Ngàn	Thái Bình	100%	2012	184	131.8	3	129	1,9%
Hựu Thạnh	Long An	100%	2016	524	395.4	23	373	5,7%
Tổng diện tích				1.997	1.432	564	868	
TỔNG CỘNG				3.268	2.378	1,510	868	

Nguồn: IDC, VCSC

Phần đất có thể cho thuê còn lại được đầu tư với chi phí thấp. Tính đến cuối năm 2021, IDC còn lại 868 ha quỹ đất cho thuê tại 5 dự án KCN nằm ở các tỉnh công nghiệp phát triển nhanh (Thái Bình, Bắc Ninh, Long An và BR-VT). Do 5 dự án này được thành lập trước năm 2016 nên việc bồi thường và tiền thuê đất cho các dự án đã được đầu tư bắt đầu cách đây ít nhất 6 năm. Do đó, chúng tôi cho rằng IDC đã chốt được một quỹ đất lớn với chi phí tương đối thấp do giá đất tại Việt Nam đang trong xu hướng tăng dài hạn.

Tham gia phát triển dự án khu đô thị để tận dụng xu hướng đô thị hóa gia tăng

Tham gia phát triển dự án khu đô thị (KĐT) để thúc đẩy quá trình đô thị hóa đang gia tăng xung quanh các KCN của IDC. Công ty có thành tích đã được chứng minh trong việc phát triển các dự án KĐT khi đã hoàn thành khoảng 35 ha dự án phát triển KĐT, bao gồm An Hòa Residence và Căn hộ 21 tầng (tỉnh Đồng Nai), KĐT trung tâm mở rộng ở Phường 6 (tỉnh Long An), Chung cư IDICO Tân Phú (TP.HCM) và nhà ở xã hội 334/Conac Tower (tỉnh BR-VT). IDC đã mở rộng sang

lĩnh vực phát triển dự án KĐT khi tận dụng (1) tốc độ đô thị hóa đang gia tăng ở các tỉnh công nghiệp và (2) khả năng xây dựng của công ty.

IDC đặt mục tiêu mở rộng quy mô dự án khu dân cư lên đến 90 ha vào năm 2022-2026. Các dự án nổi bật trong tương lai bao gồm (1) khu nhà ở công nhân và dân cư Hựu Thạnh (tỉnh Long An), (2) khu nhà ở Mỹ Xuân B1 (tỉnh BR-VT) và (3) dự án khu nhà ở công nhân Nhơn Trạch (tỉnh Đồng Nai). Ngoài ra, ban lãnh đạo cũng chia sẻ rằng công ty sẽ tiếp tục phát triển các dự án KĐT nằm cạnh các dự án KCN trong lộ trình sắp tới; tổng diện tích của mỗi dự án KĐT trong tương lai sẽ tương đương 10% - 30% tổng diện tích của dự án KCN lân cận. Ngoài ra, công ty đặt mục tiêu phát triển các dự án thương mại như CONAC Plaza (tỉnh BR-VT) và khu phức hợp văn phòng - thương mại - căn hộ IDICO (Cần Thơ).

Hình 2: Tổng quan các dự án khu dân cư/thương mại đã hoàn thành, đang triển khai và trong tương lai của IDC

KCN	Tỉnh/thành	Chủ đầu tư ⁽²⁾	Tỷ lệ sở hữu của IDC	Tổng diện tích (m2)
Các dự án KĐT đã hoàn thành của IDC				
KĐT trung tâm Phường 6 mở rộng	Long An	IDICO-LINCO (UPCoM: LAI)	51,0%	300.893
An Hòa Residence và chung cư 21 tầng	Đồng Nai	URBIZ	100,0%	38.886
KĐT trung tâm Phường 6	Long An	LAI	51,0%	N/A
Căn hộ Tân Phú IDICO	TP. HCM	IDC	100,0%	11.980
Nhà ở xã hội 334/Conac Tower	BR-VT	IDICO-CONAC (UPCoM: ICN)	51,0%	409
Các dự án khu dân cư và thương mại đang triển khai và trong tương lai của IDC				
Khu nhà ở công nhân Hựu Thạnh	Long An	LAI	51,0%	470.939
Khu nhà ở công nhân Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	URBIZ	100,0%	100.284
Khu nhà ở công nhân Nhơn Trạch 2	Đồng Nai	URBIZ	100,0%	100.000
KĐT Quốc lộ 1K	Đồng Nai	IDICO-UDICO (HOSE: UIC)	51,0%	70.350
KĐT Bắc Châu Giang	Ha Nam	ICN*	33,2%	56.527
KĐT Hiệp Phước	Đồng Nai	UIC	51,0%	48.676
KĐT trung tâm Phường 6 mở rộng - đất thương mại (1)	Long An	LAI	51,0%	~40.000
Chung cư Mỹ Xuân B1	BR-VT	ICN	51,0%	34.700
CONAC Plaza	BR-VT	ICN	51,0%	8.137
Tổ hợp văn phòng - thương mại - căn hộ IDICO	Cần Thơ	IDICO-INCO10	96,8%	4.582

Nguồn: IDC, VCSC. Ghi chú: (1) Khu vực này nằm trong 30 ha của dự án KĐT trung tâm Phường 6 mở rộng; (2) vui lòng xem trang 29 để biết tên đầy đủ của các công ty con của IDC; (*) ICN sở hữu 65% cổ phần trong dự án này.

Hoạt động trong lĩnh vực năng lượng và cơ sở hạ tầng đường bộ, chủ yếu thông qua các công ty con

Mảng năng lượng của IDC bao gồm các nhà máy thủy điện quy mô nhỏ và một doanh nghiệp kinh doanh mua bán điện. Mảng năng lượng của IDC là mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu hợp nhất, chiếm trung bình 58% tổng doanh thu hợp nhất trong giai đoạn 2017-2021. Tuy nhiên, khả năng sinh lời từ mảng năng lượng của IDC khá khiêm tốn khi chúng tôi cho rằng do mảng kinh doanh mua bán điện mang lại biên lợi nhuận tương đối thấp, từ 2,9% đến 3,2% trong giai đoạn 2017-2021 nhưng chiếm 81% -90% doanh thu năng lượng của IDC so với cùng kỳ.

IDC phân phối điện cho khách thuê KCN (mảng kinh doanh mua bán điện). IDC đã phát triển các trạm biến áp 110/22 KV và lưới điện 22 KV để phân phối điện cho khách hàng thuê tại các KCN Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 5. Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh mua bán điện là một hoạt

động bổ sung cho hoạt động kinh doanh phát triển KCN của IDC khi nguồn cung cấp điện ổn định có thể là yếu tố chính trong việc thu hút khách thuê.

IDC có kinh nghiệm phát triển các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ, tận dụng năng lực xây dựng của tập đoàn. IDC là nhà thầu xây dựng các nhà máy Dak Mi 4 AB và Dak Mi 4C có công suất lần lượt là 190 MW và 18 MW. Trước đó, IDC đã sở hữu 26% cổ phần tại CTCP Thủy điện Đắk Mi, là chủ sở hữu của 2 nhà máy này. Tuy nhiên, đến giữa năm 2021, IDC đã hoàn tất thoái vốn khỏi CTCP Thủy điện Đắk Mi và giảm tỷ lệ sở hữu về 0%.

Danh mục thủy điện hiện tại của IDC bao gồm 2 nhà máy nhỏ - nhà máy Srok Phu Miêng và Đắk Mi 3 với công suất lần lượt là 51 MW và 63 MW. Srok Phu Miêng thuộc tỉnh Bình Phước trong khi nhà máy Dak Mi 3 thuộc tỉnh Quảng Nam; IDC lần lượt nắm giữ 51% và 100% cổ phần tại 2 nhà máy này.

IDC có kế hoạch tham gia vào lĩnh vực kinh doanh điện mặt trời trên mái nhà. IDC sẽ thuê các mái nhà tại các nhà máy của mình để phát triển hệ thống điện mặt trời. Điện được tạo ra sau đó sẽ được bán cho các khách thuê của IDC trong các KCN của công ty

Hình 2: Tổng hợp các nhà máy thủy điện của IDC

Nhà máy thủy điện	% sở hữu	Địa điểm	Công suất (MW)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Năm xây dựng	Năm vận hành
Srok Phu Miêng	51%	Bình Phước	51	1.048	2003	2006
Dak Mi 4AB (*)	0%	Quảng Nam	190	4.457	2007	2012
Dak Mi 4C (*)	0%	Quảng Nam	18	419	2008	2012
Dak Mi 3	100%	Quảng Nam	63	1.626	2013	2016
Tổng cộng			322	7.640		

Nguồn: IDC, VCSC. (*)Thoái vốn hoàn toàn vào giữa năm 2021 - IDC trước đó đã sở hữu 26% cổ phần tại 2 nhà máy này.

Hình 3: Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng của IDC



Nguồn: IDC

Hình 4: Nhà máy thủy điện Dak Mi 3 của IDC



Nguồn: IDC

IDC vận hành dự án BOT (xây dựng-vận hành-chuyển giao) An Sương An Lạc, nằm trên Quốc lộ 1A. Dự án này được phát triển và vận hành bởi IDICO-IDI (HOSE: HTI), do IDC sở hữu 57,5%. Dự án bắt đầu thu phí vào năm 2005 và thời gian thu phí được kéo dài đến cuối năm 2033 sau khi HTI tiến hành nâng cấp đường. IDC có kinh nghiệm trong việc phát triển các dự án BOT khác, bao gồm Quốc lộ 2 (tỉnh Vĩnh Phúc) và Quốc lộ 51 (tỉnh Đồng Nai và BR-VT).

Chuyển đổi từ doanh nghiệp Nhà nước thành công ty tư nhân 100%

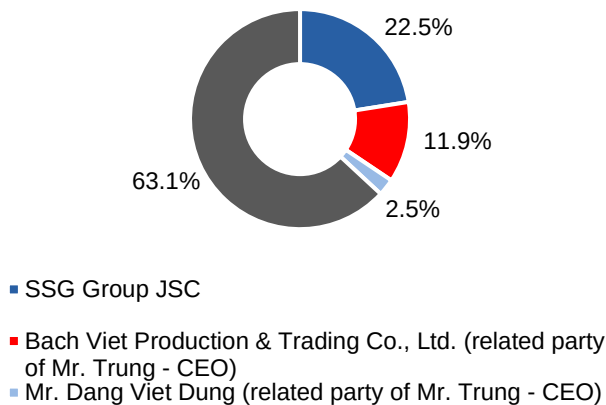
IDC được thành lập vào năm 2000 với tư cách là một doanh nghiệp Nhà nước thông qua việc hợp nhất các công ty con của Bộ Xây dựng (MoC) và UBND ở các tỉnh phía Nam hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và phát triển các dự án KĐT & KCN.

MoC đã thực hiện đợt thoái vốn đầu tiên khỏi IDC trong năm 2018. Vào ngày 01/03/2018, IDC được cổ phần hóa với vốn điều lệ 3 nghìn tỷ đồng do MoC giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty từ 100% xuống 36%. 2 nhà đầu tư chiến lược - SSG Group (“SSG”) và Tập đoàn Bitexco (“Bitexco”) - sau đó đã trở thành cổ đông lớn của IDC với mỗi bên nắm giữ 22,5% cổ phần.

MoC đã hoàn tất việc thoái vốn khỏi IDC vào năm 2020. Vào cuối tháng 11/2020, MoC đã bán số cổ phần còn lại tại IDC. 8 cá nhân và 1 tổ chức đăng ký mua số cổ phần thoái vốn này. NGT tổ chức là Covestcon - công ty con có 100% vốn thuộc sở hữu của Cotecons (HOSE: CTD), một trong những nhà thầu lớn nhất tại Việt Nam - do CTD bày tỏ mong muốn tham gia vào lĩnh vực phát triển KCN. Tính đến cuối năm 2020, Covestcon nắm giữ 8% cổ phần của IDC, trở thành cổ đông lớn của công ty. Tuy nhiên, đơn vị này đã nhanh chóng thoái vốn đầu tư ở IDC vào tháng 1/2021.

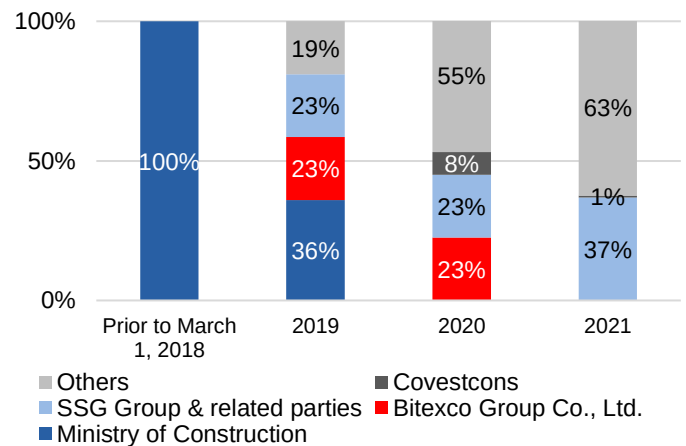
Bitexco trở thành cổ đông lớn tiếp theo thoái vốn khỏi IDC, khiến SSG trở thành bên có ảnh hưởng rõ nét nhất. Theo điều lệ công ty trước năm 2021 của IDC, các cổ đông chiến lược của IDC sẽ có thời gian hạn chế giao dịch là 10 năm (tức là SSG và Bitexco không được giao dịch cổ phần tại IDC cho đến ngày 01/03/2028). Tuy nhiên, các cổ đông tại ĐHCĐ năm 2021 của IDC đã thông qua việc sửa đổi điều lệ công ty để cho phép cổ đông chiến lược giao dịch cổ phần mà không bị hạn chế giao dịch. Do vậy, Bitexco đã thoái toàn bộ cổ phần IDC vào tháng 6/2021. Trong khi đó, SSG - thông qua các bên liên quan là Công ty TNHH Sản xuất & Thương mại Bách Việt, ông Đặng Chính Trung (Thành viên HĐQT 1 công ty con SSG) và các người thân của ông - tăng tỷ lệ nắm giữ của tổ chức tại IDC lên 37% vào cuối năm 2021.

Hình 5: Cơ cấu cổ đông của IDC tính đến tháng 12/2012



Nguồn: IDC, VCSC

Hình 6: Thay đổi cơ cấu sở hữu của IDC giai đoạn 2018-2021



Nguồn: IDC, VCSC

2/4 thành viên HĐQT của IDC là đại diện của SSG Group. Sau khi Bitexco thoái vốn khỏi IDC, Tổng Giám đốc Tập đoàn Bitexco, ông Vũ Quang Bảo đã từ chức và rời vị trí HĐQT. Hiện tại, HĐQT của IDC gồm 4 thành viên, trong đó 2 thành viên có liên quan đến SSG Group.

Hình 7: HĐQT & ban lãnh đạo của IDC

Vị trí	Họ và Tên	Các vị trí khác đang nắm giữ
Board of Directors		
Chủ tịch HĐQT	Ông Lê Bá Thọ	- Chủ tịch HĐQT CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn (UPCoM: PXL) - Thành viên HĐQT Tổng CTCP Vận tải Đường thủy Miền Nam (SOWATCO) (UPCoM: SWC)
Thành viên HĐQT kiêm TGD	Ông Đặng Chính Trung	- Thành viên HĐQT CTCP Bách Việt - Chủ tịch HĐQT SSG Land - công ty con của SSG Group
Thành viên HĐQT	Ông Nguyễn Cao Nguyên	- TGD công ty có liên quan của Bách Việt - Nguyên thành viên Ban kiểm soát của IDC
Thành viên HĐQT độc lập	Ông Tôn Thất Anh Tuấn	N/A
Ban lãnh đạo		
TGD	Ông Đặng Chính Trung	<i>(Như trên)</i>
Phó TGD	Ông Phan Văn Chung	- Nguyên thành viên HĐQT Công ty TNHH IDC.
Phó TGD	Ông Nguyễn Văn Minh	<i>Không có</i>
Phó TGD	Ông Nguyễn Hồng Hải	- Nguyên kế toán trưởng IDC
Phó TGD	Ông Phan Văn Chính	- Cựu thành viên HĐQT công ty con của IDC
Kế toán trưởng	Bà Trần Thị Ngọc	<i>Không có</i>

Nguồn: IDC, VCSC

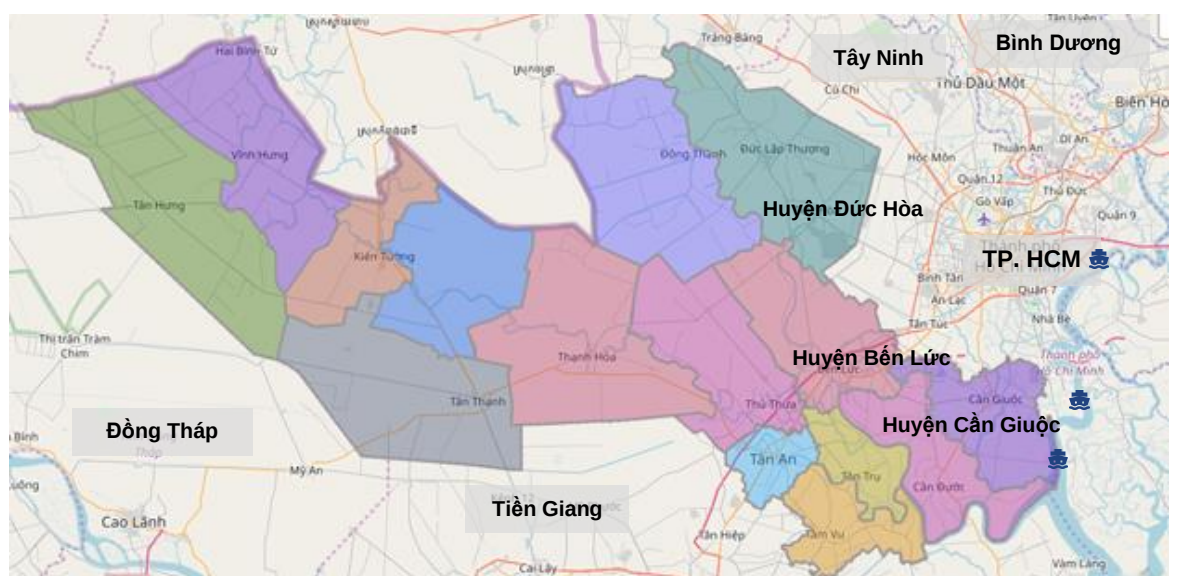
Tập trung vào phân khúc KCN với giá trị đất đáng kể sẽ được ghi nhận

Quỹ đất lớn, đã giải phóng mặt bằng tại KCN Hựu Thạnh là động lực dẫn dắt trong ngắn hạn

KCN Hựu Thạnh sẽ là động lực ngắn hạn cho hoạt động cho thuê đất KCN của IDC, nhờ vào cơ sở hạ tầng đang được cải thiện ở tỉnh Long An và nguồn cung đất KCN hạn chế ở TP. HCM. KCN Hựu Thạnh thuộc huyện Đức Hòa, tỉnh Long An, có tổng diện tích 524 ha - bao gồm 395 ha diện tích cho thuê - và nằm cách TP. HCM khoảng 40 km và cách cảng Cát Lái 50 km. IDC cho biết tính đến cuối năm 2021 đã hoàn thành giải phóng mặt bằng hơn 90% tổng diện tích KCN Hựu Thạnh. Hiện tại, công ty đang hoàn thiện việc xây dựng cơ sở hạ tầng cho dự án sau khi bắt đầu kinh doanh vào năm 2021. Chúng tôi tin rằng việc cho thuê đất KCN từ KCN Hựu Thạnh sẽ là động lực cho dòng tiền ngắn hạn của IDC.

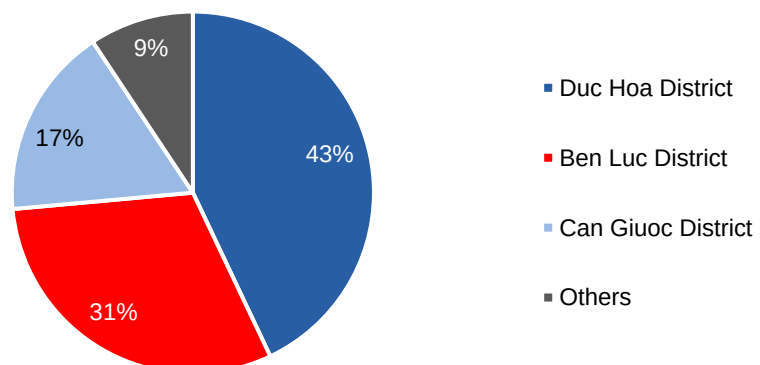
Huyện Đức Hòa là khu vực công nghiệp lớn nhất của tỉnh Long An và cách trung tâm TP.HCM khoảng 35-40 km về phía Tây. Hai khu vực công nghiệp chính khác của tỉnh Long An là huyện Bến Lức và huyện Cần Giuộc (Hình 9 - 10), đều nằm gần với TP. HCM. So với các khu vực công nghiệp chính khác, huyện Đức Hòa nằm gần tỉnh Bình Dương hơn, đây cũng là tỉnh có tốc độ phát triển công nghiệp nhanh. Trong khi đó, huyện Cần Giuộc nằm gần Cảng Quốc tế Long An và các cảng biển của TP. HCM và tỉnh BR-VT. Dựa trên số liệu thu thập được của chúng tôi, diện tích đất KCN tại huyện Đức Hòa chiếm khoảng 43% tổng diện tích toàn tỉnh.

Hình 8: Sơ đồ các KCN của tỉnh Long An theo huyện



Nguồn: Google, Galaxylands, VCSC tổng hợp

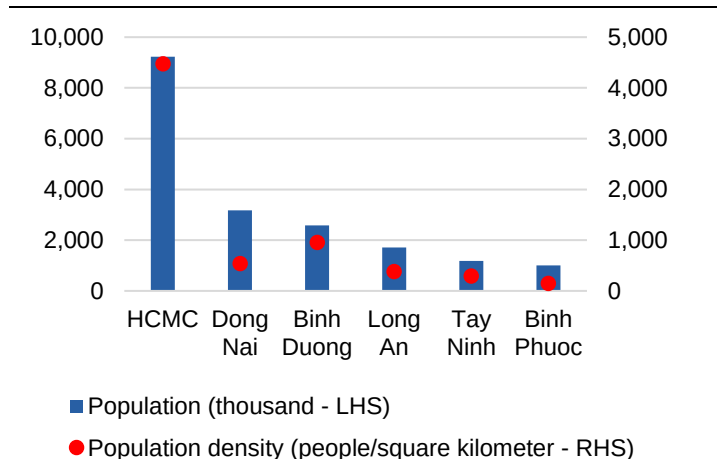
Hình 9: Tổng diện tích của tất cả các chủ đầu tư KCN tính theo huyện ở tỉnh Long An



Nguồn: VCSC tổng hợp

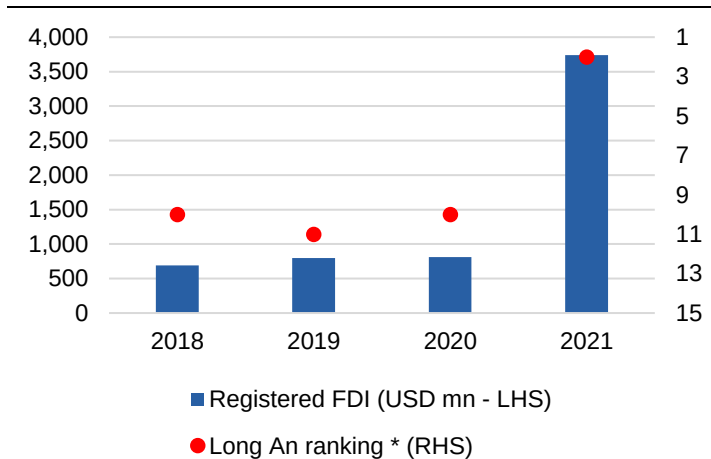
Tỉnh Long An là một trung tâm công nghiệp mới nổi nhờ cải thiện kết nối cơ sở hạ tầng và quỹ đất hạn chế ở TP. HCM. Tỉnh có vị trí thuận lợi do nằm gần TP. HCM. So với các tỉnh Bình Dương và Đồng Nai, tỉnh Long An có mật độ dân số ít hơn (Hình 11). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kết nối cơ sở hạ tầng đường bộ giữa tỉnh Long An và TP. HCM cũng như trong nội bộ tỉnh đã được cải thiện nhờ các dự án đường bộ lớn trong quy hoạch/đang phát triển như đường cao tốc Bến Lức - Long Thành và tỉnh lộ 823D & 827E (Hình 13). Ngoài ra, tỉnh Long An được xếp hạng trong top 11 tỉnh thành hàng đầu Việt Nam về thu hút vốn FDI đăng ký cao nhất trong giai đoạn 2018-2020 và đứng thứ hai vào năm 2021 (Hình 12). Sự cải thiện đáng kể trong thứ hạng của tỉnh Long An vào năm 2021 chủ yếu nhờ vào vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký trị giá 3,1 tỷ USD cho Nhà máy điện LNG Long An I và II.

Hình 10: Dân số và mật độ dân số các tỉnh công nghiệp ở Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), VCSC

Hình 11: Tỉnh Long An lọt vào top 11 tỉnh/thành phố dẫn đầu Việt Nam về thu hút vốn FDI đăng ký kể từ năm 2018 (triệu USD - cột trái)



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MoPI), VCSC. Ghi chú: (*) Xếp hạng các tỉnh/thành phố thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tại Việt Nam.

Hình 12: Kế hoạch hạ tầng đường bộ cho các dự án liên tỉnh và nội đô

Dự án (kết nối với các tỉnh thành khác nếu có)	Chủ đầu tư	Hiện trạng	Thời gian hoàn thành dự kiến	Chiều dài (km)	Chi phí đầu tư ước tính (tỷ đồng)
Các dự án liên tỉnh thành phố					
Cao tốc Bến Lức - Long Thành (TP. HCM và Đồng Nai)	VEC*	Đang xây dựng	2023	57,1	26.525
Lương Hòa (huyện Bình Chánh, TP.HCM)	Chính quyền địa phương	Chuẩn bị khởi công	2024-2025	6,2	2.270
Quốc lộ 50 mở rộng - đoạn TP. HCM (huyện Bình Chánh, TP.HCM)	Chính quyền địa phương	Giải phóng mặt bằng	2021-2024	6,9	1.500
Lê Văn Lương - Mở rộng đường ĐT826C (Nhà Bè, TP. HCM)	IPC**	Đang xây dựng	2024	10	1.030
Các dự án nội tỉnh/thành					
Tỉnh 823D	Chính quyền địa phương	Đang xây dựng	2023	14,2	2.500
Tỉnh 827E	Chính quyền địa phương	Chuẩn bị khởi công	2024-2025	16,0	2.153
Tỉnh 826E	Chính quyền địa phương	Đang xây dựng	Giai đoạn 1 – Q3 2022	3	533
Nguyễn Văn Bứa - Nâng cấp & mở rộng ĐT824	Chính quyền địa phương	Chuẩn bị khởi công	2021-2025	3,5	2.800

Nguồn: VCSC tổng hợp. Ghi chú: (*) Tổng CT Đường cao tốc Việt Nam (VEC) là doanh nghiệp Nhà nước; (**) Công ty TNHH MTV Phát triển Công nghiệp Tân Thuận

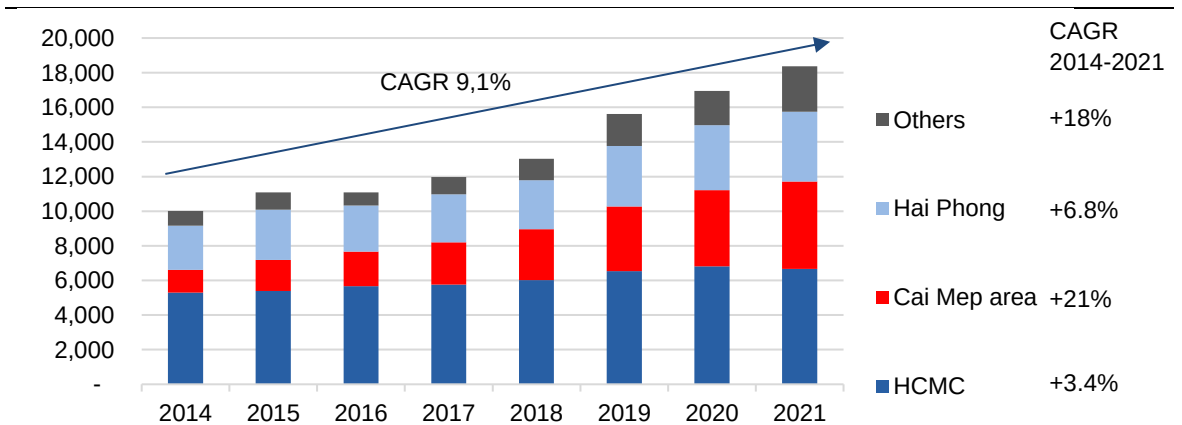
Hưởng lợi từ việc nâng cấp cơ sở hạ tầng ở tỉnh BR-VT ven biển

IDC là đối tượng hưởng lợi chính từ việc nâng cấp cơ sở hạ tầng và nhu cầu hậu cần ngày càng tăng tại tỉnh BR-VT. Tính đến cuối năm 2021, IDC có diện tích 257 ha có thể thuê lại trong các KCN tại tỉnh BR-VT, bao gồm các KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 Mở rộng. Dự án KCN này đã hoàn thành giải phóng mặt bằng vào cuối năm 2021 và hiện đang hoàn thiện xây dựng cơ sở hạ tầng, theo công ty. Ngoài ra, các dự án KCN này còn gần các cụm cảng và khu vực logistics đang phát triển nhanh và chỉ cách Cảng nước sâu Quốc tế Tân Cảng - Cái Mép (TCIT) 3-4 km. Chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ hoàn thành việc bán đất KCN cho các KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng lần lượt vào năm 2023 và 2024.

Tỉnh BR-VT đang nổi lên như một tỉnh công nghiệp và logistics ở miền Nam nhờ vị trí gần TP. HCM (cách trung tâm TP. HCM khoảng 60-85 km) và các dự án hạ tầng logistics được nâng cấp lớn, bao gồm cụm cảng nước sâu Cái Mép và logistics cải thiện như đường cao tốc và các dự án trung tâm logistics. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự phát triển BĐS công nghiệp tại tỉnh BR-VT sẽ được hưởng lợi từ Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) mới tại tỉnh Đồng Nai (cách trung tâm TP. HCM khoảng 42 km và cách các KCN của tỉnh BR-VT khoảng 44 km). So với các tỉnh công nghiệp phía Nam như Bình Dương và Đồng Nai, BR-VT là tỉnh xếp sau về hoạt động sản xuất do BR-VT trước đây tập trung phát triển ngành dầu khí nhờ vị trí chiến lược ven biển.

Cụm cảng Cái Mép đang phát triển nhanh sẽ là trung tâm trung chuyển hàng hóa của Việt Nam. Cụm cảng phía Nam của Việt Nam bao gồm cảng TP. HCM và cảng Cái Mép (tỉnh BR-VT), cụm cảng này cách TP. HCM khoảng 75 km. Theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA), các cảng của TP. HCM giữ vị trí hàng đầu về lượng container thông quan ở khu vực phía Nam và chiếm 36% tổng lượng container thông qua của Việt Nam vào năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng cụm cảng Cái Mép sẽ chiếm thị phần từ các cảng của TP. HCM nhờ (1) các hãng tàu toàn cầu sử dụng tàu lớn hơn và (2) lợi thế địa lý cho phép tiếp nhận tàu mẹ. Trong giai đoạn 2014-2021, cụm cảng Cái Mép đạt tốc độ CAGR là 21% trong khi các cảng tại TP. HCM đạt CAGR khoảng 3,4%, dựa theo dữ liệu từ VPA.

Hình 13: Khối lượng container (000 'TEU) và tốc độ tăng trưởng tại các khu vực ở Việt Nam cho giai đoạn 2014-2021

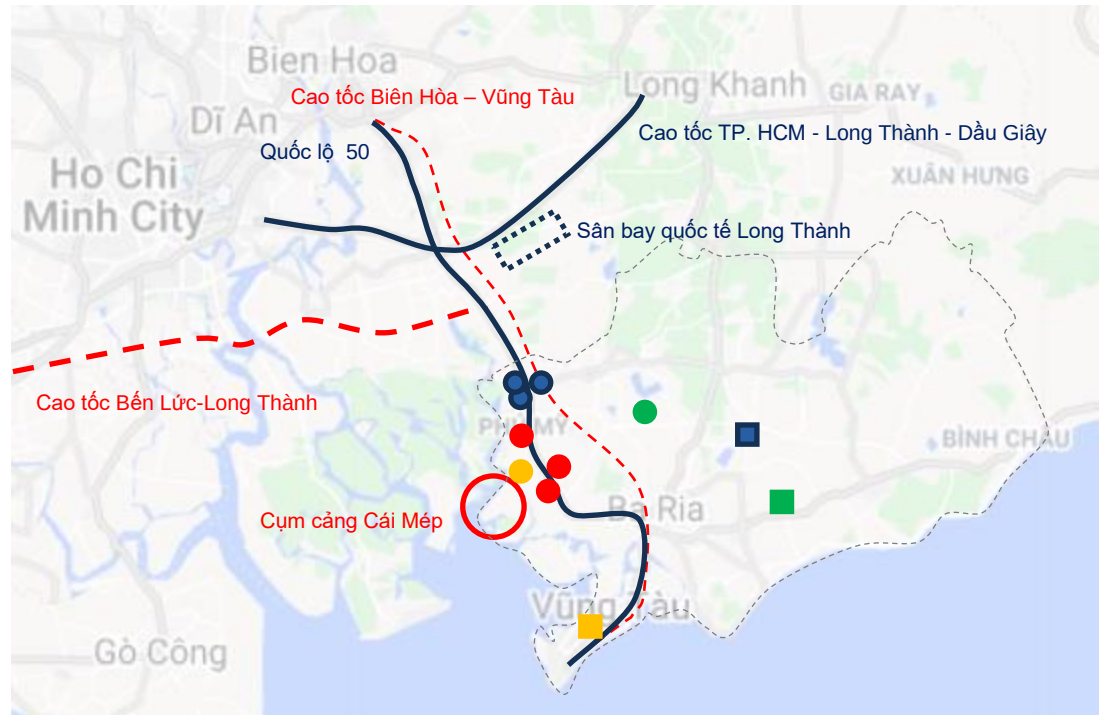


Nguồn: VPA, VCSC

BĐS công nghiệp tại tỉnh BR-VT sẽ được hưởng lợi từ Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) mới, cách các khu công nghiệp và logistics của tỉnh BR-VT khoảng 44 km. Thông thường, vận tải hàng hóa đường biển và đường hàng không không được xem là tích hợp vì mỗi phương thức vận tải phục vụ các loại hàng hóa khác nhau. Tuy nhiên, các dòng chảy hàng hóa toàn cầu dần đòi hỏi phải tích hợp vận tải hàng không và đường biển để nâng cao tính linh hoạt của chuỗi logistics và kết hợp lợi thế của từng phương thức vận chuyển. Do đó, chúng tôi tin rằng sự tích hợp tiềm năng của LTA và cụm cảng Cái Mép sẽ mang lại lợi ích cho các khu công nghiệp và logistics nằm gần cụm cảng Cái Mép ở tỉnh BR-VT. Cụ thể, các nhà sản xuất trong lĩnh vực này có thể nhập khẩu vật liệu có độ nhạy với thời gian bằng đường hàng không và vật liệu nặng bằng đường biển. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sự phát triển của LTA sẽ thúc đẩy nhu cầu về nhà kho và cơ sở logistics ở các khu vực lân cận.

Khả năng kết nối đường bộ của tỉnh BR-VT sẽ được cải thiện. Trong tháng 9/2021, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đầu tư dự án đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu theo hình thức BOT. Tuyến cao tốc này có tổng chiều dài 53,7 km và tổng kinh phí đầu tư dự kiến là 20 nghìn tỷ đồng, bao gồm vốn ngân sách Nhà nước tài trợ theo kế hoạch là 6,6 nghìn tỷ đồng. Tuyến cao tốc sẽ nối Biên Hòa (thành phố lớn nhất của tỉnh Đồng Nai) với Vũng Tàu và được kỳ vọng sẽ giải tỏa ách tắc giao thông trên Quốc lộ 51.

Hình 14: Kế nối hạ tầng đường bộ xung quanh tỉnh BR-VT



Nguồn: VCSC tổng hợp. Các vòng tròn màu xanh dương, đỏ, vàng và xanh lá cây lần lượt là các KCN Đồng Xuân, KCN Phú Mỹ, KCN Cái Mép và KCN Châu Đức; các ô màu xanh dương, xanh lá cây và vàng lần lượt là KCN Đá Bạc, KCN Đất Đỏ và KCN Đồng Xuyên.

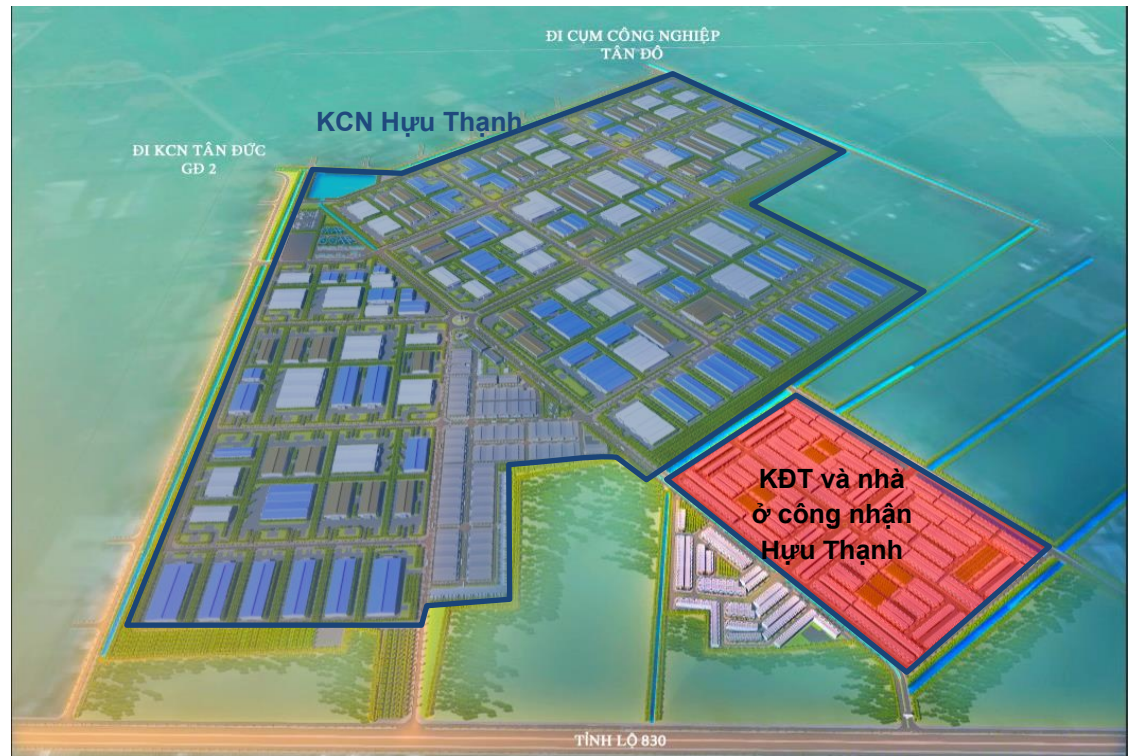
Đất dân cư chi phí thấp mang lại lợi nhuận cao

Dự án KĐT Hựu Thạnh thúc đẩy tăng trưởng phân khúc nhà ở của IDC

Đất được giải phóng mặt bằng với chi phí thấp sẽ mang lại khả năng sinh lời cao. Dự án Khu đô thị và nhà ở công nhân Hựu Thạnh, tỉnh Long An có tổng diện tích 47 ha, nằm gần KCN Hựu Thạnh. Tính đến cuối năm 2021, IDC đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 38 ha (tương đương 81% tổng diện tích dự án) với tổng mức bồi thường là 346 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính chi phí phát triển (bao gồm chi phí đất và chi phí xây dựng) trên mỗi m2 của dự án này là khoảng 8 triệu đồng/m2 (350 USD/m2) trong khi giá thị trường hiện tại của các lô đất trong khu vực này dao động từ 25 triệu đồng/m2 đến 30 triệu đồng/m2. Chúng tôi lưu ý rằng khu đô thị chiếm khoảng 80% tổng diện tích có thể bán của dự án này, trong khi phần còn lại dành cho nhà ở công nhân có thể tạo ra khả năng sinh lời tương đối thấp hơn cho chủ đầu tư.

Dự án KĐT Hựu Thạnh hưởng lợi từ mức tăng giá đất trong khu vực. Huyện Đức Hòa là một trong những huyện công nghiệp phát triển nhất tỉnh Long An nên tốc độ đô thị hóa của huyện ngày càng tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng xu hướng gia tăng đô thị hóa sẽ tiếp tục trong trung và dài hạn, điều này sẽ thúc đẩy giá đất trong khu vực. Hiện tại, chúng tôi giả định rằng dự án KĐT Hựu Thạnh sẽ bắt đầu được ghi nhận bán đất vào năm 2023 với giá bán trung bình khoảng 33 triệu đồng/m2.

Hình 15: Vị trí các dự án khu dân cư và KCN Hựu Thạnh



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hướng đến kế hoạch gia tăng các dự án KĐT nằm gần các KCN trong tương lai

Phát triển BĐS nhà ở để tận dụng xu hướng tăng giá của giá đất trong bối cảnh quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa đang tăng nhanh. Ban lãnh đạo IDC cho biết rằng công ty đặt mục tiêu phát triển các dự án KĐT nằm cạnh các dự án KCN trong tương lai trong lộ trình phát triển của công ty; tổng diện tích của mỗi dự án KĐT tương đương 10%-30% của mỗi dự án KCN. Chúng tôi tin rằng các dự án BĐS nhà ở sẽ cung cấp đủ chỗ ở cho công nhân/chuyên gia và cải thiện điều kiện làm việc cho các doanh nghiệp sản xuất, đồng thời tận dụng xu hướng tăng giá đất khi quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa tại các KCN này sẽ gia tăng sau khi các cơ sở sản xuất hình thành. Chúng tôi chưa đưa các dự án KĐT tiềm năng trong các KCN tương lai của IDC vào định giá và dự báo của chúng tôi; do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có một số yếu tố hỗ trợ nếu công ty có thể đảm bảo quỹ đất để phát triển KĐT.

Kế hoạch mở rộng KCN tham vọng sau tái cấu trúc

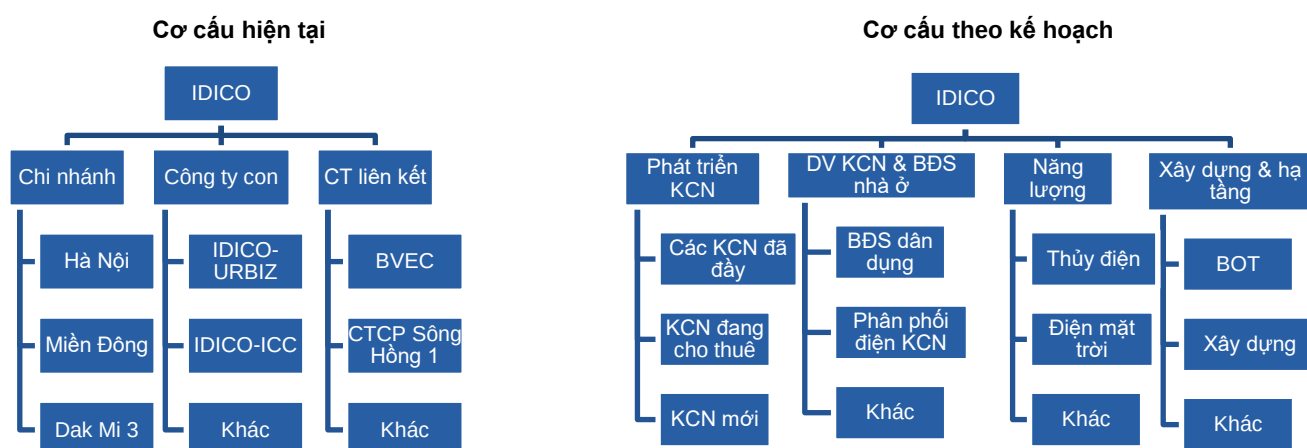
IDC có kế hoạch mở rộng sự hiện diện của công ty tại tỉnh Hải Phòng và Thái Bình ở miền Bắc. Theo tài liệu ĐHCĐ năm 2021 của IDC, công ty đang tiến hành nghiên cứu đầu tư các dự án KCN tại Hải Phòng và Thái Bình với tổng diện tích mặt bằng dự kiến 1.000 ha hoặc khoảng 600 ha diện tích cho thuê trong giai đoạn 2021-2030 - tương đương 2,5 lần diện tích cho thuê còn lại hiện tại ở miền Bắc tính đến cuối năm 2021. Chúng tôi tin rằng những dự án này sẽ là động lực tăng trưởng trung hạn cho công ty. Tại miền Bắc, IDC hiện đang vận hành các KCN Quế Võ II (Bắc Ninh), Kim Hoa (Vĩnh Phúc) và Cầu Ngàn (Thái Bình), với tổng diện tích là 503 ha. Do đó, chúng tôi tin rằng IDC có lợi thế từ việc thiết lập mối quan hệ với khách thuê hiện tại và chính quyền địa phương, điều này sẽ giúp ích cho kế hoạch mở rộng của công ty tại miền Bắc.

Công ty cũng có kế hoạch đầu tư vào các dự án KCN ở Đồng bằng sông Cửu Long, mà chúng tôi tin rằng sẽ giúp tận dụng sự phát triển kết nối cơ sở hạ tầng gần đây giữa TP. HCM và khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Năm 2021, IDC thành lập CTCP IDICO Tiền Giang (IDICO-ITC), với vốn đầu tư 855 tỷ đồng và IDC sở hữu 65% cổ phần của công ty con này. Theo IDC, công ty dự kiến sẽ mở rộng khoảng 400 ha diện tích cho thuê ở miền Nam trong năm 2021-2030 - tương đương khoảng 65% diện tích cho thuê còn lại của IDC vào cuối năm 2021.

IDC đã có thành tích được chứng minh trong việc thu hút các khách thuê lớn nhờ vào uy tín và chuyên môn trong lĩnh vực phát triển KCN. Một số khách thuê nước ngoài lớn tại các KCN của IDC bao gồm Honda (nhà sản xuất ô tô/xe máy), Texhong (nhà sản xuất dệt may), Lock & Lock (nhà sản xuất sản phẩm gia dụng), Nippon Steel (nhà sản xuất thép), Heineken (nhà sản xuất đồ uống) và Hyosung (nhà sản xuất công nghiệp). Ngoài ra, IDC là nhà phát triển KCN tiên phong tại Việt Nam và do đó có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển KCN, bằng chứng là KCN Nhơn Trạch I - một trong những dự án phát triển KCN đầu tiên tại Việt Nam.

Sau khi trở thành công ty tư nhân 100%, IDC bắt đầu tái cấu trúc. Tại ĐHCĐ bất thường năm 2021 của IDC diễn ra trong tháng 10/2021, các cổ đông đã thông qua nghị quyết tái cơ cấu tổ chức doanh nghiệp của IDC. Hiện tại, IDC có một số công ty con hoạt động trong một số mảng trùng lặp với các công ty con khác. Theo kế hoạch tái cơ cấu, IDC sẽ theo mô hình công ty holding (công ty mẹ-công ty con) bao gồm 4 mảng kinh doanh chính: (1) Phát triển KCN, (2) Dịch vụ KCN & Bất động sản dân dụng, (3) Năng lượng và (4) Xây dựng & Cơ sở hạ tầng. Công ty mẹ của IDC sẽ tập trung vào phát triển KCN, trong khi các mảng kinh doanh chính còn lại sẽ do các công ty con của IDC thực hiện.

Hình 16: Cơ cấu doanh nghiệp của IDC hiện tại & trong tương lai sau điều chỉnh



Nguồn: IDC, VCSC

Tăng tốc thoái vốn nhằm giữ lại vốn cho các mảng kinh doanh chính. Cuối năm 2021, IDC đã công bố kế hoạch thoái vốn toàn bộ khỏi công ty liên kết và các khoản đầu tư dài hạn khác (Hình 20). Ngoài ra, IDC đã hoàn tất chuyển nhượng (1) 26% cổ phần của công ty liên kết là công ty phát triển thủy điện (CTCP Thủy điện Đắk Mi) cho Tập đoàn Bitexco và (2) 30% cổ phần của công ty liên kết mảng sản xuất kính (Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ) cho Tập đoàn Viglacera (HOSE: VGC) và nhà đầu tư Trung Quốc trong năm 2021.

Hình 17: Tổng hợp kế hoạch thoái vốn của IDC

Công ty con	Mảng kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu hiện tại	Thời gian thoái vốn
CTCP Đầu tư Xây dựng đô thị Việt Nam	Xây dựng Thương mại & Công nghiệp	8,2%	2022
CTCP Đầu tư Đồng Thuận	Xây dựng Thương mại & Công nghiệp, Vận hành BOT	4,5%	2022
Đại Học Công Nghiệp Vinh	Giáo dục	7,2%	2022
CTCP Đầu tư Xây dựng Lắp máy IDICO (LAMA – IDICO)	Xây dựng Thương mại & Công nghiệp	20,1%	2022

Nguồn: IDC, VCSC

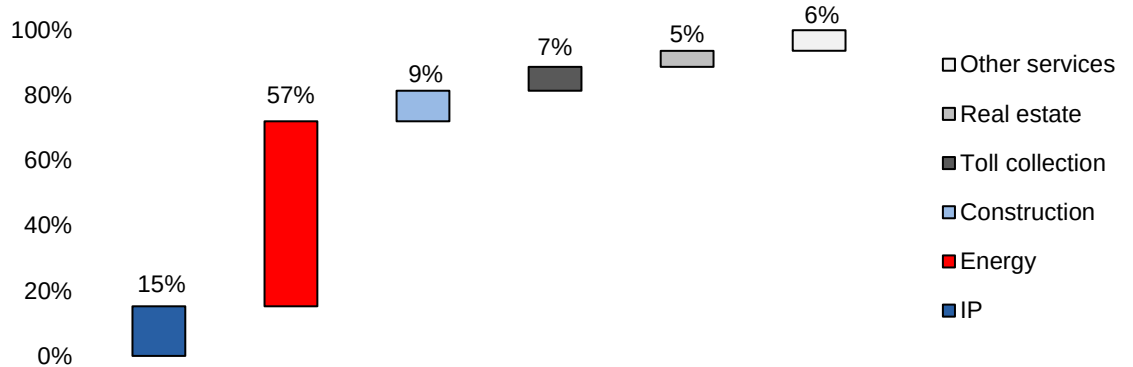
Chúng tôi tin rằng một kế hoạch tái cơ cấu thành công sẽ thúc đẩy đà phát triển KCN của IDC, tận dụng thương hiệu và chuyên môn của IDC. Dựa trên cơ cấu doanh nghiệp đã theo kế hoạch của công ty và kế hoạch thoái vốn chủ động, chúng tôi tin rằng IDC sẽ có thể giữ lại vốn để đẩy nhanh quá trình phát triển KCN, nhờ vào thương hiệu và chuyên môn của IDC.

Phân tích tài chính

Nguồn doanh thu ổn định từ mảng cho thuê KCN, năng lượng và thu phí

Mảng cho thuê KCN và năng lượng chiếm phần lớn doanh thu trong lịch sử phát triển IDC. Tính trung bình, mảng KCN chiếm 15% doanh thu của IDC trong giai đoạn 2016-2021. Trong khi đó, mảng năng lượng - chủ yếu bao gồm các nguồn doanh thu từ các nhà máy thủy điện và kinh doanh mua bán điện - chiếm trung bình 57% doanh thu của công ty trong giai đoạn 2016-2021. Cuối cùng, mảng xây dựng - lĩnh vực kinh doanh truyền thống của IDC do là doanh nghiệp trực thuộc Bộ Xây dựng trước đây - và thu phí lần lượt chiếm 9% và 7% tổng doanh thu của IDC trong cùng kỳ.

Hình 18: Cơ cấu doanh thu trung bình 2016-21 của IDC theo từng mảng kinh doanh



Nguồn: IDC, VCSC

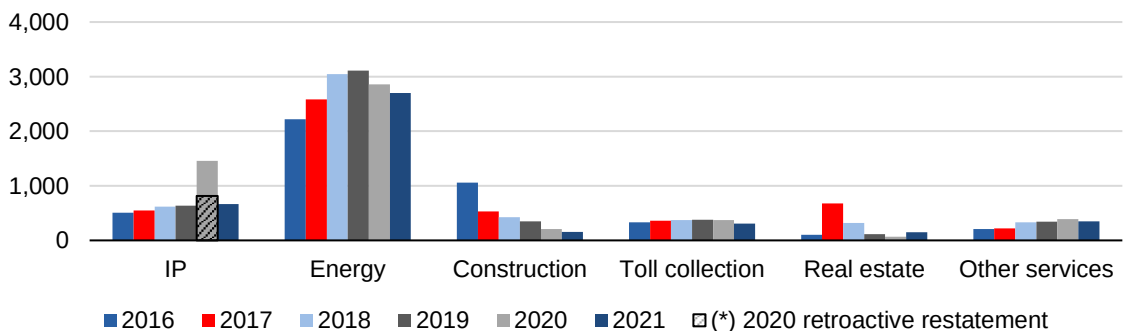
Mảng năng lượng và thu phí đã mang lại nguồn doanh thu ổn định cho IDC

Mảng KCN có tốc độ CAGR 5,7% giai đoạn 2016-2021 do IDC cho thuê thêm đất KCN cho người thuê. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu KCN của IDC duy trì ổn định trong giai đoạn 2016-2021 khi khác với các chủ đầu tư KCN khác (ví dụ: KBC và LHG) thường ghi nhận doanh thu KCN tương ứng với dòng tiền, IDC phân bổ doanh thu KCN của công ty dựa theo thời hạn thuê thực tế (ví dụ: 50 năm) trong giai đoạn này (ngoại trừ việc điều chỉnh hồi tố trong năm 2020).

Mảng năng lượng và thu phí có lượng khách hàng tương đối trung thành (cụ thể, tiêu thụ năng lượng chủ yếu được hưởng lợi từ số lượng người thuê KCN tăng lên trong khi mảng thu phí phụ thuộc vào tăng trưởng giao thông); do đó, các phân khúc này đạt CAGR lần lượt là 4,0% và -1,4% giai đoạn 2016-2021. Chúng tôi cho rằng CAGR doanh thu thu phí giai đoạn 2016-2021 âm là do IDC ngừng thực hiện dự án BOT An Sương An Lạc do ngừng các hoạt động sản xuất kinh doanh tại Việt Nam trong năm 2021 trong bối cảnh dịch COVID-19.

Mảng xây dựng ghi nhận đà giảm mạnh với CAGR -32% giai đoạn 2016-2021 do IDC dần chuyển hướng khỏi hoạt động kinh doanh truyền thống này và tập trung vào mảng cho thuê KCN và BĐS sau tái cấu trúc.

Hình 19: Doanh thu của IDC theo từng mảng kinh doanh giai đoạn 2016-2021 (đơn vị: tỷ đồng)

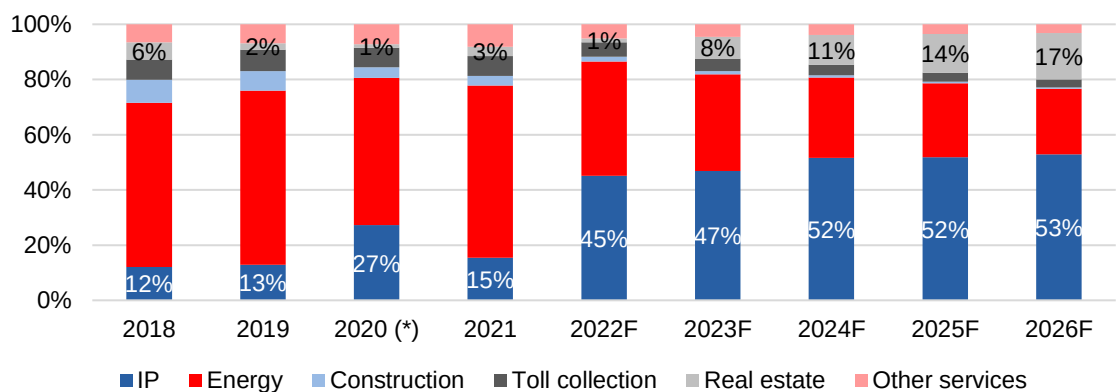


Nguồn: IDC, VCSC

KCN và BĐS nhà sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sau tái cơ cấu

Đóng góp doanh thu từ KCN tăng mạnh nhờ thay đổi phương thức tiếp cận của IDC trong việc bán đất KCN. Trong giai đoạn 2016-2019, IDC có mức đóng góp doanh thu khiêm tốn từ mảng KCN do phương thức phân bổ đất KCN của công ty. IDC phân bổ doanh thu KCN trong giai đoạn 2016-2019 dựa theo thời hạn thuê thực tế, **phân bổ doanh thu trong thời gian thuê** (đây là phương pháp phân bổ doanh thu; để biết thêm chi tiết về phương pháp ghi nhận này, vui lòng xem trang 29-30). Như vậy, mặc dù IDC đã nhận được dòng tiền từ việc bán đất KCN, nhưng khoản thu tiền mặt được ghi vào tài khoản “doanh thu chưa thực hiện” trên bảng cân đối kế toán, chỉ chiếm một tỷ trọng khiêm tốn trong doanh thu của công ty hàng năm. IDC đã thay đổi phương pháp ghi nhận đối với đất KCN cho thuê sang **phương pháp ghi nhận một lần** đối với các KCN đã lấp đầy vào năm 2021, dẫn đến việc điều chỉnh lại số liệu hồi tố vào năm 2020 khi công ty hoàn tất các khoản đầu tư vào KCN Mỹ Xuân A. Như vậy, đóng góp của mảng KCN vào doanh thu của IDC năm 2020 đã tăng lên 27% sau điều chỉnh. Chúng tôi lưu ý rằng IDC đã thay đổi phương thức tiếp cận để ghi nhận đất KCN cho thuê bắt đầu từ năm 2021, nhưng công ty vẫn chỉ sử dụng phương pháp phân bổ trong năm 2021 khi IDC hoàn tất ghi nhận chi phí phát triển cho KCN Mỹ Xuân A vào năm 2020 và không hoàn tất thêm KCN nào khác vào năm 2021.

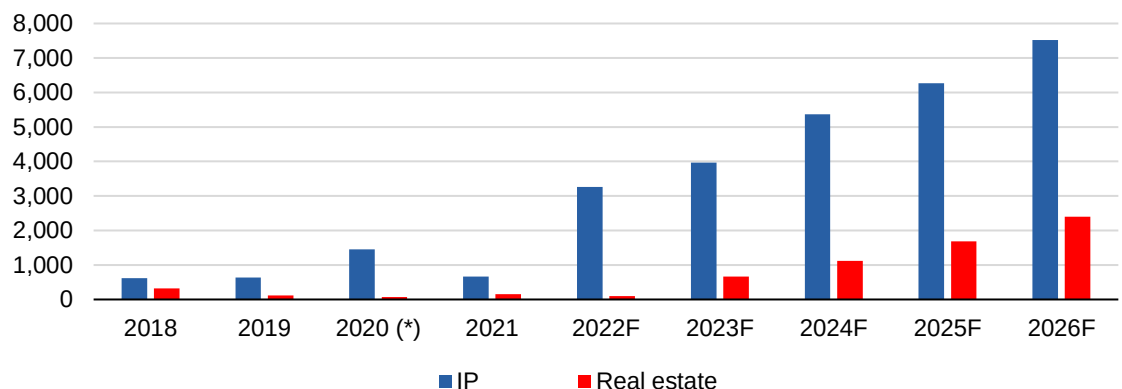
Hình 20: Thay đổi trong đóng góp doanh thu từ KCN của IDC trong giai đoạn 2016-2026



Nguồn: IDC, VCSC. (*) Số liệu năm 2020 sau khi điều chỉnh lại hiệu lực hồi tố.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê KCN và BĐS giúp IDC tăng trưởng doanh thu sau tái cơ cấu. Do IDC đã thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu từ bán đất KCN, chúng tôi dự báo doanh thu KCN của IDC sẽ đạt CAGR trong giai đoạn 2021-2026 ấn tượng là 62% do doanh thu chưa thực hiện sẽ được ghi nhận vào báo cáo KQKD trong giai đoạn IDC hoàn tất ghi nhận chi phí phát triển cho các KCN đã lấp đầy (như KCN Nhơn Trạch 5, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng). Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bất động sản của IDC sẽ tăng gấp 5 lần YoY trong năm 2023, nhờ bàn giao đất thương mại trong dự án mở rộng KĐT phường 6. Từ năm 2024 trở đi, chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao dự án KĐT Hữu Thạnh sẽ trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu BĐS của IDC.

Hình 21: Doanh thu từ KCN và BĐS của IDC (Đơn vị: tỷ đồng)



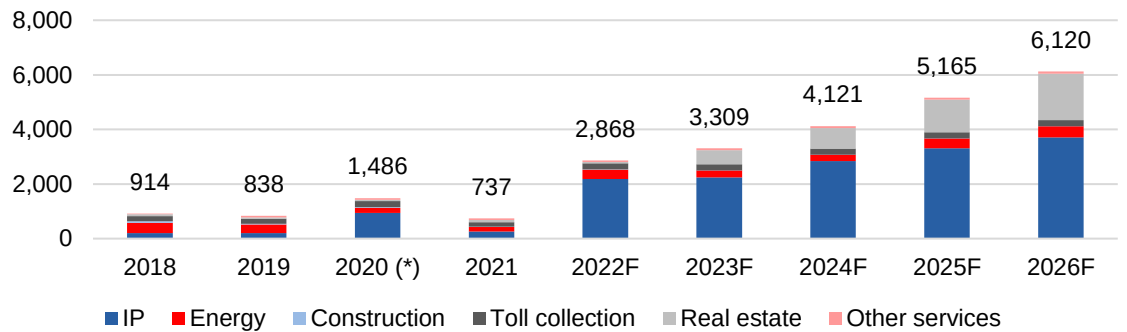
Nguồn: IDC, VCSC. (*) Số liệu năm 2020 sau khi điều chỉnh lại hiệu lực hồi tố.

Biên LN gộp tăng nhờ đóng góp ngày càng lớn từ mảng KCN

Mảng cho thuê KCN liên tục là động lực thu nhập chính của IDC và chiếm 36% tổng lợi nhuận gộp của IDC vào năm 2021 (so với 63% vào năm 2020; chúng tôi lưu ý rằng IDC đã thay đổi phương pháp ghi nhận đối với đất KCN cho thuê bắt đầu từ báo cáo tài chính năm 2021). Với những thay đổi trong cách tiếp cận ghi nhận việc bán đất KCN, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của KCN sẽ đạt tốc độ CAGR giai đoạn 2021-2026F là 70% so với mức thấp vào năm 2021.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất năng lượng từ các nhà máy thủy điện của IDC sẽ ảnh hưởng từ các điều kiện thời tiết bất ổn trong một số năm nhất định, nhưng phần nào được hỗ trợ bởi sự ổn định của mảng kinh doanh điện. Phần khúc này đóng góp 80% -90% doanh thu mảng Năng lượng trong giai đoạn 2016-2021. Mảng năng lượng mặc dù chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu của IDC nhưng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của IDC lại thấp do biên LN gộp của mảng kinh doanh điện hiện chỉ khoảng 2,5% -3%.

Hình 22: Lợi nhuận gộp của IDC theo mảng kinh doanh giai đoạn 2016-2026F (tỷ đồng)

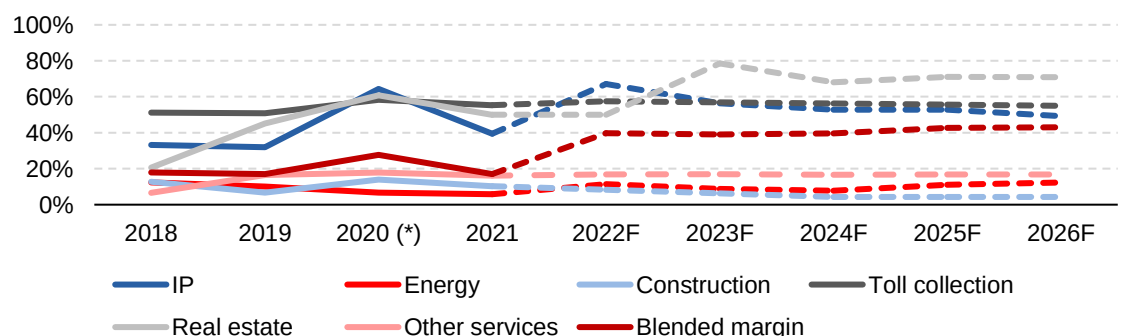


Nguồn: IDC, VCSC. (*) Số liệu năm 2020 sau khi điều chỉnh lại hiệu lực hồi tố.

Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS nhà ở sẽ trở thành một động lực chính dẫn dắt lợi nhuận gộp ngoài mảng KCN. Chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ bàn giao đất thương mại trong khu đô thị mở rộng trung tâm Phường 6 và đất ở dự án KĐT Bắc Châu Giang bắt đầu từ năm 2023, điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận gộp mảng BĐS năm 2023 của IDC tăng 178% so với mức thấp vào năm 2022. Trong khi đó, chúng tôi dự báo việc bàn giao dự án KĐT Hựu Thạnh sẽ bắt đầu từ năm 2024, dự kiến sẽ đóng góp khoản 50% -80% lợi nhuận gộp mảng BĐS của IDC trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận gộp tích cực của dự án KĐT Hựu Thạnh là do (1) giá bán cao do vị trí gần trung tâm TP. HCM và KCN Hựu Thạnh và (2) chi phí phát triển thấp do IDC tích lũy đất từ khá lâu trước ngày mở bán dự án.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của mảng KCN của IDC sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2022-2026. Chúng tôi hiện dự báo biên LN gộp mảng KCN sẽ tăng mạnh trong năm 2022 lên 67% do IDC ghi nhận doanh thu từ các dự án KCN đã được lấp đầy, trong đó chi phí phát triển được ước tính trên cơ sở kế toán thận trọng. Từ năm 2022 trở đi, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng KCN sẽ hạ nhiệt từ mức cao nhưng vẫn duy trì trên 49% do tác động tích cực từ việc đánh giá cao chi phí tại các KCN đã lấp đầy không còn.

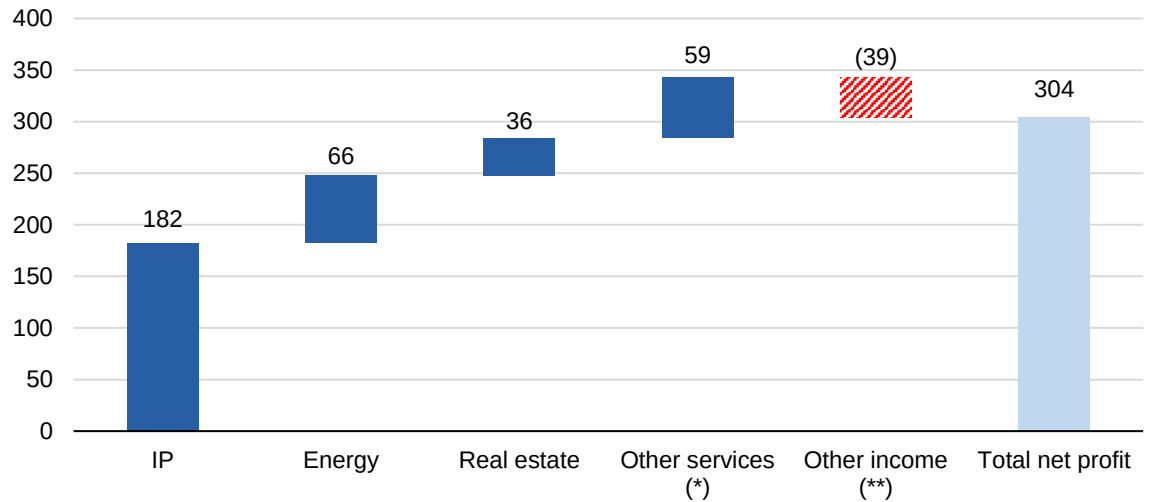
Hình 23: Biên LN gộp của IDC theo từ mảng trong giai đoạn 2016-2026



Nguồn: IDC, VCSC. (*) 2020 Hình ảnh after retroactive restatement.

Lợi nhuận ròng chủ yếu đến từ mảng KCN - kể cả trước khi điều chỉnh hồi tố vào năm 2020. Mặc dù mảng KCN chỉ chiếm 29% tổng LN gộp của IDC vào năm 2020 (trước khi có điều chỉnh hồi tố đối với KCN Mỹ Xuân A như đã đề cập ở trên), mảng này đã tạo ra 60% lợi nhuận ròng của IDC trong năm; do đó, mảng KCN là động lực chính dẫn dắt lợi nhuận của công ty. Chúng tôi cho rằng mảng KCN đóng góp tương đối cao vào lợi nhuận ròng là do (1) chi phí bán hàng & quản lý tương đối thấp hơn so với các mảng kinh doanh khác và (2) tỷ lệ đòn bẩy thấp so với mảng Năng lượng.

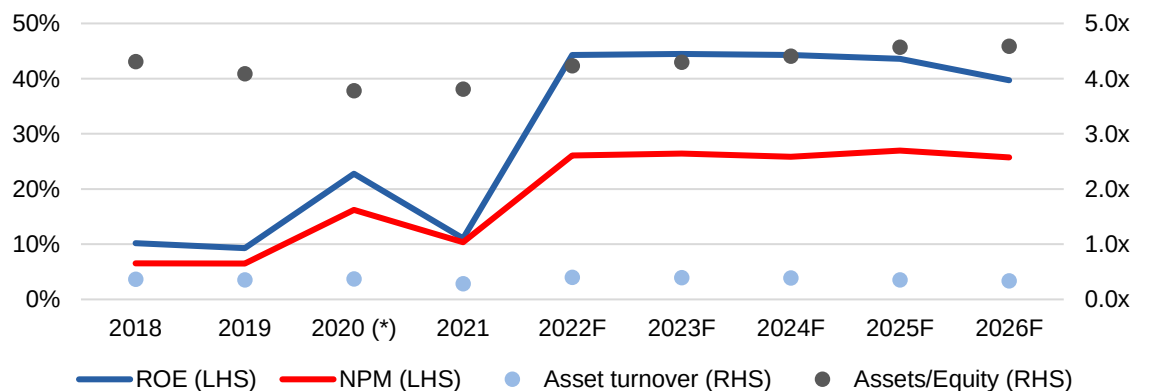
Hình 24: Cơ cấu lợi nhuận ròng năm 2020 (^) của IDC (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: IDC, VCSC. (*) Các dịch vụ khác bao gồm lợi nhuận ròng từ hoạt động thu phí, xây dựng và các hoạt động kinh doanh khác của IDC. (**) Thu nhập khác bao gồm thu nhập tài chính ròng, thu nhập ròng khác và thu nhập ròng từ các công ty liên kết. (^) Không có cơ cấu chi tiết năm 2021 và cơ cấu năm 2020 không bao gồm điều chỉnh hồi tố.

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của IDC tăng nhờ biên lợi nhuận mảng KCN cải thiện đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng mảng KCN của IDC sẽ tăng mạnh trong năm 2022 và duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2023-2026, chủ yếu là do việc điều chỉnh lại các số liệu KCN cũ khi IDC ghi nhận chi phí phát triển KCN đã được ước tính trước đây trên cơ sở hạch toán thận trọng. Do đó, mặc dù chúng tôi giả định về việc IDC sẽ giảm nhẹ tỷ lệ đòn bẩy, chúng tôi tin rằng ROE của công ty sẽ vẫn ở mức cao (40%-44%) so với mức trước đây là 9% -23%, được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận ròng gia tăng

Hình 25: Cơ cấu ROE của IDC giai đoạn 2016-2026

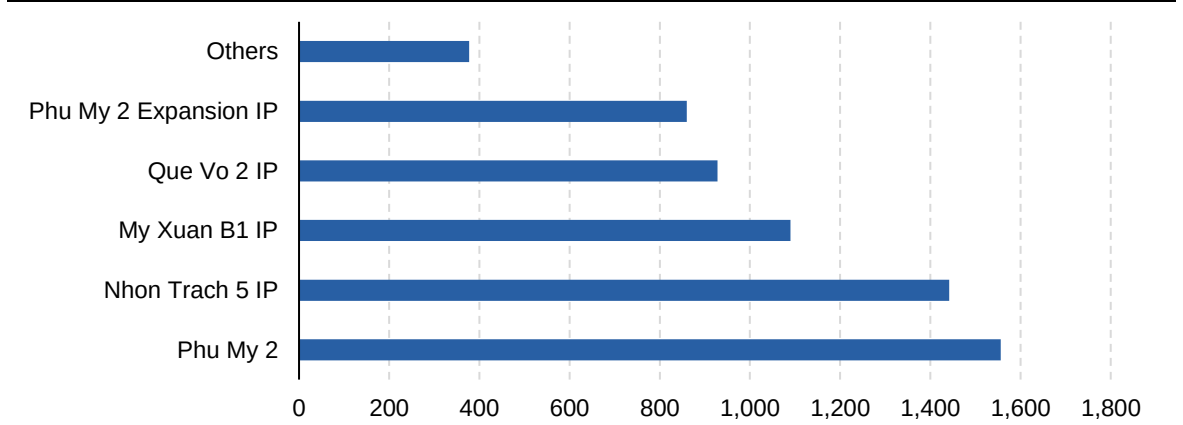


Nguồn: IDC, VCSC. (*) Số liệu năm 2020 sau khi điều chỉnh hồi tố.

Việc ghi nhận doanh thu chưa thực hiện sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong trung hạn. Theo Ban lãnh đạo, IDC sẽ hoàn tất chi phí phát triển của các KCN đã lấp đầy và ghi nhận toàn bộ số dư doanh thu chưa thực hiện vào báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của năm quyết toán. Vào cuối năm 2021, tổng số dư doanh thu chưa thực hiện của IDC là 6,3 nghìn tỷ đồng, trong

đó tổng cộng 5,9 nghìn tỷ đồng đến từ các KCN đã lấp đầy. Chúng tôi tin rằng việc ghi nhận này sẽ thúc đẩy mạnh mẽ lợi nhuận của IDC trong trung hạn nhờ biên lợi nhuận cao.

Hình 26: Cơ cấu số dư doanh thu chưa thực hiện của IDC theo dự án KCN tính đến cuối năm 2021



Nguồn: IDC, VCSC

Chi phí phát triển KCN chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của IDC

Chi phí phát triển KCN của IDC chủ yếu được ghi nhận vào tài sản cố định, chi phí xây dựng cơ bản dở dang (CIP) và chi phí trả trước

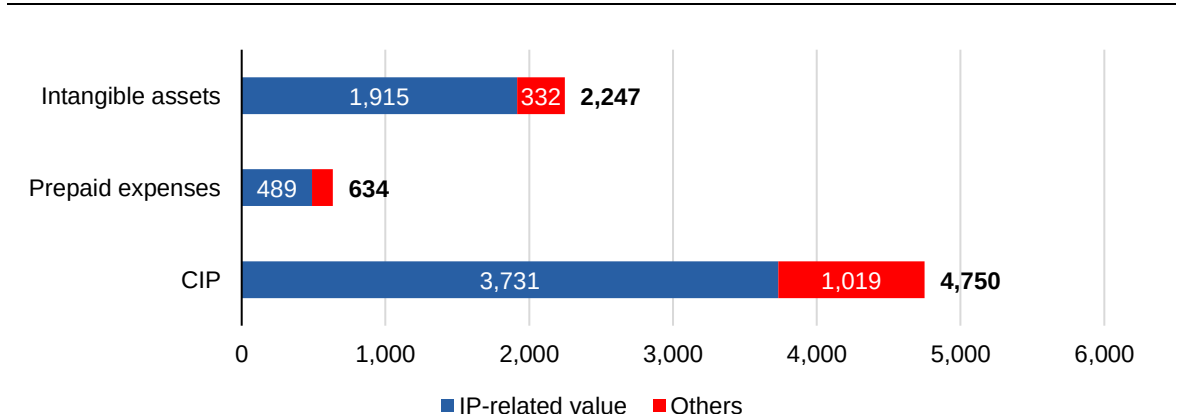
Tài sản vô hình chủ yếu phản ánh giá trị quyền sử dụng đất và chi phí đền bù của (1) đất KCN cho thuê (giá trị gộp 1,9 nghìn tỷ đồng; 85% giá trị tài sản vô hình của IDC) và (2) nhà máy thủy điện và cao ốc văn phòng của IDC (giá trị gộp 332 tỷ đồng; 12%).

Mặc dù không có thêm thông tin cơ cấu chi tiết về tài sản hữu hình để xác định chi phí liên quan đến mảng KCN, chúng tôi tin rằng tài sản cố định hữu hình của IDC chủ yếu phản ánh giá trị đầu tư của (1) khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng KCN, (2) cao ốc văn phòng và tài sản BĐS của IDC, (3) cơ sở hạ tầng của các dự án BOT và (4) 2 nhà máy thủy điện ở tỉnh Quảng Nam và Bình Phước. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ trọng của các tài sản này chưa được công bố rộng rãi.

Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (CIP) chủ yếu ghi nhận chi phí phát triển liên quan đến diện tích đất KCN còn lại. Năm 2021, CIP ghi nhận thêm 568 tỷ đồng từ các dự án KCN đang phát triển và chưa được lấp đầy (ví dụ như Quế Võ II, Cầu Ngàn, Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 mở rộng, Mỹ Xuân B1 mở rộng và Dự án Hữu Thành). Tính đến cuối năm 2021, CIP của IDC lên tới 3,7 nghìn tỷ đồng.

Ngoài ra, chi phí trả trước phản ánh các khoản tiền thuê đất của Chính phủ mà IDC đã trả nhưng chưa phân bổ vào chi phí. Tính đến cuối năm 2021, chi phí trả trước liên quan đến tiền thuê đất cho dự án KCN hiện tại là 485 tỷ đồng.

Hình 27: Giá trị liên quan đến KCN của IDC trong các khoản mục tài sản chính tính đến cuối năm 2021 (Đơn vị: tỷ đồng)



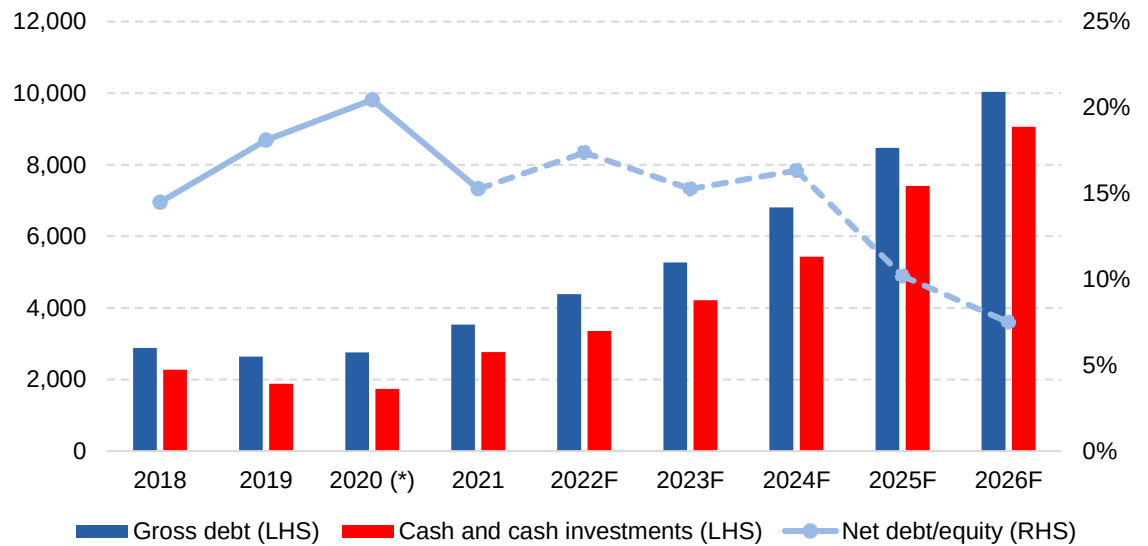
Nguồn: IDC, VCSC

Tình hình tài chính ổn định cho thấy dư địa lớn cho kế hoạch mở rộng

IDC có bảng cân đối kế toán lành mạnh với số dư nợ ròng thấp. Tính đến cuối năm 2021, IDC có vị thế tiền mặt ròng (bao gồm tiền, các khoản tương đương tiền và các khoản đầu tư tiền gửi có kỳ hạn) là 768 tỷ đồng. Mặc dù IDC đã chi một khoản vốn lớn để tài trợ cho việc đền bù quỹ đất tại các dự án KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ mở rộng trong giai đoạn 2018-2021, công ty vẫn duy trì tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu dao động từ 14% đến 20% trong giai đoạn này.

Chúng tôi tin rằng IDC vẫn còn nhiều dư địa để hỗ trợ các dự án mở rộng trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền của IDC sẽ tăng lên bắt đầu từ năm 2022 nhờ dự án KCN Hữu Thạnh trước khi có dòng tiền từ việc bàn giao dự án KĐT Hữu Thạnh dự kiến trong năm 2024. Do đó, dù IDC có kế hoạch gia tăng nợ để tài trợ cho các dự án KCN & KĐT dài hạn, chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu thấp từ 7% đến 17% cho IDC trong giai đoạn 2022-2026, tương ứng sẽ có dư địa đáng kể về tài chính cho việc phát triển các dự án đường ống khu công nghiệp và KĐT.

Hình 28: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính của IDC giai đoạn 2016-2026F (ĐVT: tỷ đồng)



Nguồn: IDC, VCSC

Nhìn lại KQKD năm 2021: Thu nhập từ thoái vốn thúc đẩy lợi nhuận

Chúng tôi lưu ý rằng IDC đã thay đổi phương pháp ghi nhận đối với đất KCN cho thuê trong báo cáo tài chính năm 2021. Trong báo cáo tài chính năm 2021 của IDC, công ty cũng trình bày lại số liệu năm 2020 khi công ty hoàn thành việc quyết toán ghi nhận KCN Mỹ Xuân A đã lấp đầy 100%. Theo đó, IDC ghi nhận toàn bộ doanh thu chưa thực hiện của KCN này là doanh thu trong báo cáo KQKD năm 2020. Chúng tôi ước tính doanh thu bổ sung từ KCN này là 814 tỷ đồng vào năm 2020 với biên lợi nhuận gộp là 87%, đóng góp lần lượt 15% và 48% vào tổng doanh thu và lợi nhuận gộp (sau điều chỉnh) của IDC trong năm.

Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp cao đối với doanh thu ghi nhận từ KCN này sau khi quyết toán chủ yếu là do IDC ước tính thận trọng về chi phí đầu tư phát triển trong quá khứ.

Hình 29: KQKD 2021 của IDC

Tỷ đồng	2020	2021 [^]	YoY	VCSC nhận định
Doanh thu thuần	5.356	4.325	-19,3%	* Doanh thu của IDC 2021 giảm 19% YoY còn 4,3 nghìn tỷ đồng chủ yếu do (1) doanh thu bán đất KCN giảm theo năm do IDC ghi nhận quyết toán KCN Mỹ Xuân A vào năm 2020 so với không có doanh thu tương tự vào năm 2021 và (2) doanh thu xây dựng và thu phí giảm. Chúng tôi cho rằng các biện pháp giãn cách xã hội trong quý 3/2021 đã ảnh hưởng tiêu cực đến mảng xây dựng và thu phí.
KCN	1.457	666	-54,3%	
Công nghiệp	2.859	2.698	-5,7%	
Xây dựng	206	153	-26,0%	
Thu phí	375	309	-17,7%	
BDS	69	149	117,6%	
Dịch vụ khác	389	351	-9,9%	
LN gộp	1.486	737	-50,4%	
Chi phí SG&A	-250	-261	4,5%	
LN từ HĐKD	1.236	476	-61,5%	
Thu nhập tài chính	150	593	295,6%	* Trong năm 2021, IDC ghi nhận 360 tỷ đồng lãi tài chính từ thoái vốn, chiếm 61% doanh thu hoạt động tài chính của IDC trong năm. * Việc thoái vốn đến từ (1) bán 26% cổ phần tại CTCP Đắk Mi (CTCP) - đơn vị phát triển các nhà máy thủy điện Đắk Mi 4AB và C tại tỉnh Quảng Nam - và (2) bán 30% cổ phần tại Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ.
Chi phí tài chính	-230	-296	28,4%	
Thu nhập ròng từ LD/LK	24	-59	-347,2%	
Lãi/(lỗ) khác	54	39	-27,0%	
LNTT	1.233	754	-38,8%	
Thuế TNDN	-234	-178	-24,1%	
LNST	998	576	-42,3%	
Lợi ích CĐTS	125	124	-1,2%	
LNST sau lợi ích CĐTS	873	453	-48,2%	
LNST sau lợi ích CĐTS *	304	453	48,7%	* Không bao gồm các khoản điều chỉnh hồi tố cho KCN Mỹ Xuân A vào năm 2020, LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 của IDC tăng 49% so với cùng kỳ do việc điều chỉnh lại vào năm 2020 làm tăng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020 tăng 569 tỷ đồng.
Biên LN gộp	27,7%	17,1%		
Biên LN từ HĐKD	23,1%	11,0%		
Biên LN ròng	16,3%	10,5%		

Nguồn: IDC, VCSC; (*) không tính số hồi tố cho KCN Mỹ Xuân A năm 2020 (^) số liệu chưa kiểm toán.

Các giả định và dự báo chính

Hình 30: Dự báo của VCSC về KQKD của IDC đến năm 2026

Tỷ đồng	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	CAGR 2021-2026F	CAGR 2022-2026F
Doanh số bán đất KCN (ha)	N/A	130,0	140,0	185,0	212,4	219,3	N/A	14,0%
Doanh số bán đất nhà ở (ha)	N/A	0,0	3,2	3,6	5,2	5,8	N/A	N/A
Doanh số bán nhà cao tầng (m2)	N/A	0	0	8.380	18.044	18.044	N/A	N/A
Doanh thu	4.325	7.217	8.475	10.397	12.096	14.224	26,9%	18,5%
Doanh số bán đất KCN	666	3.260	3.971	5.369	6.266	7.523	62,4%	23,3%
Doanh số bán đất nhà ở	149	102	663	1.116	1.688	2.396	74,2%	120,0%
Năng lượng	2.698	2.989	2.967	3.026	3.241	3.386	4,7%	3,2%
Thu phí	309	376	384	392	400	408	5,7%	2,0%
Xây dựng	153	122	104	88	75	64	-16,0%	-15,0%
Khác	351	368	386	406	426	447	5,0%	5,0%
LN gộp	737	2.868	3.309	4.121	5.165	6.120	52,7%	20,9%
Chi phí SG&A	-261	-267	-271	-260	-363	-427	10,3%	12,4%
LN từ HĐKD	476	2.600	3.038	3.861	4.802	5.694	64,2%	21,6%
Thu nhập/chi phí tài chính ròng	297	-56	-77	-113	-158	-178	N,M,	N,M,
LNTT	754	2.584	3.009	3.774	4.680	5.564	49,1%	21,1%
LNST sau lợi ích CĐTS	453	1.902	2.263	2.717	3.295	3.695	52,2%	18,1%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>17,1%</i>	<i>39,7%</i>	<i>39,0%</i>	<i>39,6%</i>	<i>42,7%</i>	<i>43,0%</i>		
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>11,0%</i>	<i>36,0%</i>	<i>35,8%</i>	<i>37,1%</i>	<i>39,7%</i>	<i>40,0%</i>		
<i>Biên LN ròng</i>	<i>10,5%</i>	<i>26,4%</i>	<i>26,7%</i>	<i>26,1%</i>	<i>27,2%</i>	<i>26,0%</i>		

Nguồn: IDC, VCSC

Hình 31: Kế hoạch mở bán đất của các dự án KCN và KĐT trọng điểm

Dự án	DT có thể cho thuê/ có thể bán (ha)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F*
Hựu Thạnh	373													
Mở rộng PM2 (^) và PM2	258													
Cầu Nghìn	129													
Quế Võ 2	109													
Mỹ Xuân B1 Mở rộng	77													
Các KCN phía Nam trong tương lai	819													
Các KCN phía Bắc trong tương lai	615													
KĐT Hựu Thạnh	23													

Nguồn: IDC, VCSC. Lưu ý: * Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù biểu đồ của chúng tôi kết thúc vào năm 2030, nhưng điều này không có nghĩa là tất cả các giai đoạn bán đất sẽ kết thúc vào năm 2030; (^) PM2 là viết tắt của KCN Phú Mỹ 2.

Định giá

Chúng tôi định giá IDC bằng cách sử dụng phương pháp tổng của từng phần (SoTP) để đánh giá đúng giá trị BĐS của công ty cũng như những đóng góp từ mảng Năng lượng và Thu phí.

Chúng tôi định giá mảng KCN và KĐT của IDC bằng cách sử dụng phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV), mà chúng tôi tin rằng đây là phương pháp phù hợp nhất và được sử dụng rộng rãi cho mảng KCN và KĐT. Chúng tôi định giá các dự án KCN và KĐT sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF).

Ngoài các dự án KCN và KĐT hiện có của IDC, chúng tôi cũng ghi nhận việc mở rộng kế hoạch KCN trong tương lai của IDC với quy mô khoảng 900 ha ở miền Bắc và 1.170 ha ở miền Nam từ giai đoạn 2022-2030 trong định giá và dự báo lợi nhuận của chúng tôi. IDC bày tỏ sự tin tưởng sẽ phát triển thành công các dự án này trong tương lai khi công ty đang nỗ lực để xin phê duyệt quy hoạch tổng thể và/hoặc chấp thuận đầu tư cho các dự án KCN này.

Chúng tôi lưu ý rằng IDC cũng có một kế hoạch mở rộng tham vọng vào năm 2030 và xa hơn; tuy nhiên, chúng tôi chưa ghi nhận các dự án dài hạn này vào định giá của chúng tôi.

Ngoài ra, ban lãnh đạo cũng nhận định rằng IDC sẽ tiếp tục phát triển các dự án KĐT nằm cạnh các dự án KCN trong lộ trình phát triển của công ty trong thời gian tới; tổng diện tích của mỗi dự án KĐT tương đương 10% -30% của mỗi dự án KCN. Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chưa đưa các dự án KĐT tiềm năng này vào định giá của chúng tôi.

Chúng tôi định giá dự án BOT An Sương-An Lạc của IDC sử dụng phương pháp DCF do dòng tiền ổn định. **Trong khi đó, chúng tôi định giá mảng năng lượng bằng cách sử dụng phương pháp so sánh P/E** vì chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ có lợi nhuận tương đối ổn định.

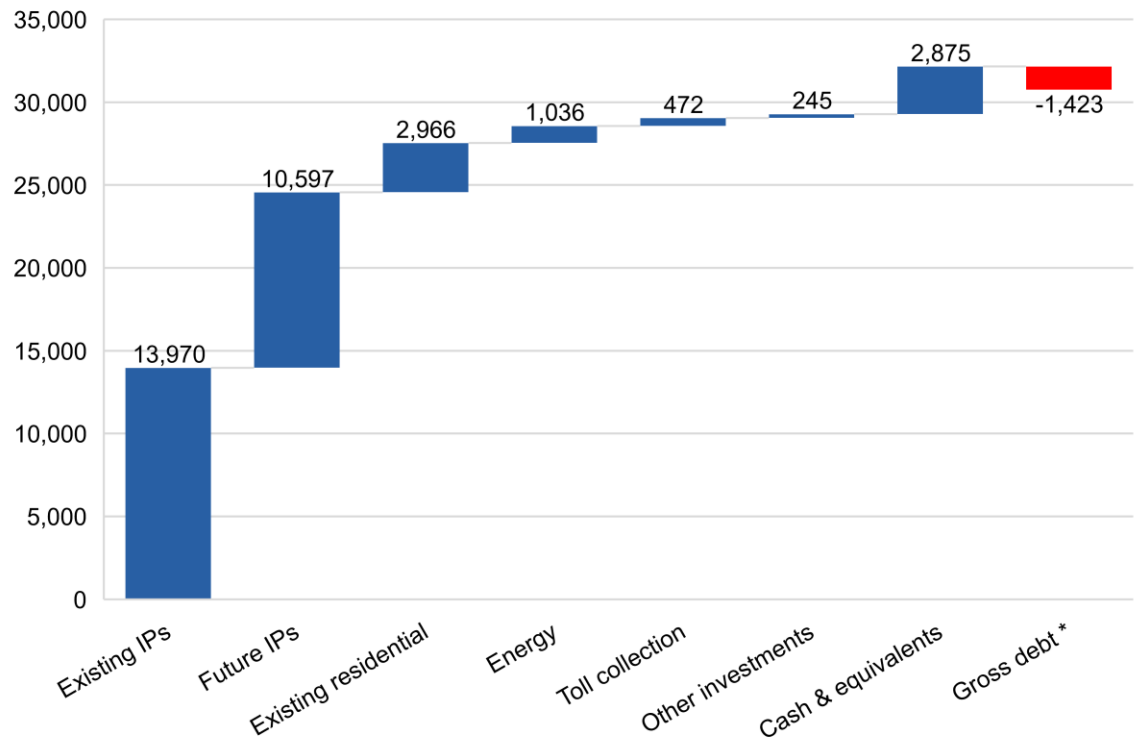
Hình 32: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương thức định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Sở hữu thực tế	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
Mảng KCN				24.567
Hựu Thạnh	DCF	7.024	100%	7.024
Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng	DCF	4.751	100%	4.751
Các KCN* hiện hữu khác	DCF	2.988	51%-100%	2.194
Các KCN tương lai trong miền Bắc	DCF	4.846	100%	4.846
Các KCN tương lai trong miền Nam	DCF	6.766	85%	5.751
Mảng Nhà ở				2.966
KĐT và nhà ở công nhân Hựu Thạnh	DCF	4.214	51%	2.149
KĐT Phường 6 mở rộng	DCF	459	51%	234
Nhà ở công nhân Nhơn Trạch	DCF	420	100%	420
Các dự án nhà ở khác	DCF	415	33%-51%	163
GT phát triển ròng hiện tại				27.533
Các mảng khác				1.754
Năng lượng	P/E	1.853	51%-100%	1.036
Thu phí	DCF	822	58%	472
Khác**	GTSS			245
GT vốn CSH				29.287
Tiền và tương đương tiền				2.875
Nợ ròng ***				-1.423
Giá trị tài sản ròng				30.739
Cổ phiếu lưu hành (triệu)				300
Giá mục tiêu (VND/CP)				102.500
<i>P/B 2022F theo giá mục tiêu</i>				3,9x
<i>P/E 2022F theo giá mục tiêu</i>				16,3x

Nguồn: IDC, VCSC. (*) Gồm các KCN Quế Võ 2, Cầu Ngàn, Mỹ Xuân B1 mở rộng; (**) chủ yếu bao gồm các khoản đầu tư dài hạn khác; (***) không bao gồm dư nợ của các dự án Năng lượng và trạm thu phí; chúng tôi đã quan sát thấy số dư tiền mặt tối thiểu trong các công ty vận hành các dự án này; (^) quyền sở hữu thực tế dự kiến.

Trong định giá của chúng tôi, chúng tôi định giá quỹ đất còn lại trong các dự án KCN hiện hữu (như Hợp Thành, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng), dựa trên ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của chúng tôi cho IDC là 14 nghìn tỷ đồng (chiếm 45% ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của chúng tôi cho IDC). Đóng góp lớn thứ hai vào ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của chúng tôi cho IDC là các dự án KCN trong tương lai của công ty, là 11 nghìn tỷ đồng (chiếm 35% ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của chúng tôi cho IDC). Các dự án này đang trong quá trình xin phê duyệt đầu tư và/hoặc phê duyệt để đưa vào quy hoạch tổng thể của tỉnh.

Hình 33: Tóm tắt cơ cấu định giá - Giá trị vốn chủ sở hữu phân bổ của IDC theo dự án và phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: IDC, VCSC. (*) không bao gồm dư nợ của các dự án Năng lượng và trạm thu phí; chúng tôi đã quan sát thấy số dư tiền mặt tối thiểu trong các công ty vận hành các dự án này

Chúng tôi sử dụng WACC là 11,2% cho phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) cho các dự án KCN, KĐT và thu phí của IDC.

Hình 34: Tóm tắt WACC

Chi phí vốn	Hiện tại
Beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	7,0%
LS phi rủi ro %	5,5%
Chi phí Vốn CSH	12,5%
Chi phí nợ	10,0%
Nợ %	30,0%
Vốn %	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%
WACC	11,2%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 35: Các giả định chính của chúng tôi đối với các KCN hiện có của IDC

Giả định chính	Hựu Thạnh	Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 Mở rộng	Quế Võ 2	Cầu Ngàn	Mỹ Xuân B1 mở rộng
Tổng diện tích (ha)	524	1.019	269	184	110
Tổng diện tích cho thuê (ha)	395	717	188	132	77
Tổng chi phí đầu tư chính (tỷ đồng) *	6.922	3.477	1.489	1.164	1.352
Giả định dòng tiền đầu tư (tỷ đồng)	5.310	2.471	1.462	1.411	1.632
Tổng dòng tiền từ năm 2022 ^ *	3.870	1.195	1.042	1.057	1.352
Chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN từ năm 2022	1.440	1.276	420	354	280
Giả định dòng tiền ghi nhận (tỷ đồng)					
Diện tích cho thuê còn lại đến cuối năm 2021 (ha)	373	258	109	129	77
Tổng dòng tiền ghi nhận trong thời gian bán đất ^	15.105	8.551	3.325	3.080	2.708
<i>Thời gian bán đất trong tương lai</i>	<i>2022-2027F</i>	<i>2022-2025F</i>	<i>2024-2029F</i>	<i>2022-2026F</i>	<i>2024-2026F</i>
NPV (tỷ đồng)	7.024	4.751	1.042	1.283	663

Nguồn: VCSC. (*) Không bao gồm chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN; (^) tổng dòng tiền dự kiến trước khi chiết khấu.

Hình 36: Các giả định chính của chúng tôi đối với các KCN tương lai của IDC

Giả định chính	Future northern IPs	Future southern IPs
Tổng diện tích (ha)	876	1.170
Tổng diện tích cho thuê (ha)	615	819
Tổng chi phí đầu tư chính (tỷ đồng) *	10.488	13.646
Giả định dòng tiền đầu tư (tỷ đồng)	14.285	20.150
Tổng dòng tiền từ năm 2022 ^ *	10.488	13.646
Chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN từ năm 2022	3.797	6.504
Giả định dòng tiền ghi nhận (tỷ đồng)		
Diện tích cho thuê còn lại đến cuối năm 2021 (ha)	615	819
Tổng dòng tiền ghi nhận trong thời gian bán đất ^	24.477	36.489
<i>Thời gian bán đất trong tương lai</i>	<i>2026-2033F</i>	<i>2025-2035F</i>
NPV (tỷ đồng)	4.846	6.766

Nguồn: VCSC. (*) Không bao gồm chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN; (^) tổng dòng tiền dự kiến trước khi chiết khấu.

Hình 37: Các giả định chính của chúng tôi đối với dự án KĐT và nhà ở công nhân Hựu Thạnh

Giả định chính	
Tổng diện tích (ha)	470.940
Tổng diện tích cho thuê (ha)	228.793
Tổng chi phí đầu tư chính (tỷ đồng) *	1.729
Giả định dòng tiền đầu tư (tỷ đồng)	2.801
Tổng dòng tiền từ năm 2022 ^ *	700
Chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN từ năm 2022	2.101
Giả định dòng tiền ghi nhận (tỷ đồng)	
Diện tích cho thuê còn lại đến cuối năm 2021 (m2)	228.793
Tổng dòng tiền ghi nhận trong thời gian bán đất ^	10.548
<i>Thời gian bán đất trong tương lai</i>	2024-2029F
NPV (tỷ đồng)	4.214

Nguồn: VCSC. (*) Không bao gồm chi phí bán hàng & quản lý và chi phí thuế TNDN; (^) tổng dòng tiền dự kiến trước khi chiết khấu.

Chúng tôi định giá mảng năng lượng của IDC bằng cách sử dụng tỷ lệ P/E tương đối. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu lần lượt là 11,6 lần và 12,6 lần cho các mảng Thủy điện và Kinh doanh điện, tương đương với P/E trung bình một năm của các công ty cùng ngành được chọn. Chúng tôi định giá các nhà máy thủy điện của IDC so với các công ty phát triển thủy điện khác đã niêm yết tại Việt Nam. Trong khi đó, chúng tôi chọn các công ty kinh doanh điện tại Việt Nam và Châu Á để so sánh với phân khúc điện của IDC.

Hình 38: Mảng Năng lượng

Tỷ đồng	Phương thức định giá	P/E mục tiêu	LNST sau lợi ích CĐTS trung bình 2022-2023	Giá trị (tỷ đồng)	Sở hữu thực tế	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
Đak Mi 3	P/E	11,6x	16	186	100%	186
Srok Phu Miêng	P/E	11,6x	81	939	51%	479
Mua bán điện	P/E	12,6x	58	728	51%	371
TỔNG CỘNG				1.853		1.036

Nguồn: VCSC

Hình 39: Các công ty cùng ngành so sánh cho mảng Thủy điện

Công ty	Mã cổ phiếu	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt	YoY %	LNST trượt tr USD	YoY %	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E trượt	P/B quý gần nhất
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	146	34	-5%	11	-13%	62%	13%	13,8x	1,8x
CTCP Thủy điện - Điện số 3	DRL	28	4	-1%	2	-5%	-63%	42%	12,0x	5,3x
CTCP Thủy điện Nậm Mu	HJS	31	7	-12%	2	-9%	-12%	17%	14,0x	2,3x
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH	296	70	373%	17	106%	124%	11%	17,4x	1,7x
CT Phát triển Điện lực Việt Nam	VPD	83	25	25%	7	105%	36%	12%	11,6x	1,4x
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	88	22	-7%	7	-7%	5%	17%	11,9x	2,1x
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	58	19	28%	7	58%	21%	18%	8,2x	1,4x
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	118	29	53%	12	318%	20%	21%	10,3x	2,0x
Trung bình		66	12	22%	6	64%	48%	25%	10,8x	2,6x
Trung vị		83	22	22%	7	58%	21%	17%	11,9x	2,0x

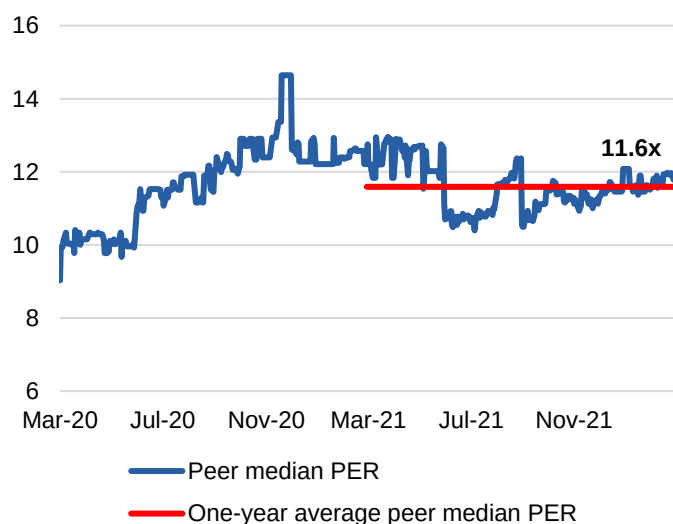
Nguồn: Bloomberg, VCSC (số liệu đến 25/03/2022)

Hình 40: Các công ty cùng ngành so sánh cho mảng Kinh doanh điện

Công ty	Mã cổ phiếu	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt	YoY %	LNST trượt tr USD	YoY %	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E trượt
CTCP Điện Khánh Hòa	44	190	-5%	2	6%	66%	7%	21.3x	1.5x
Hunan Chendian Intl Dev Sh-A	459	505	8%	2	-63%	153%	0%	242.5x	0.8x
Kazakhstan Electricity Grid	979	887	N/A	123	N/A	16%	10%	9.2x	0.9x
Power Grid Co Of Bangladesh	499	266	14%	38	75%	268%	4%	13.4x	0.5x
Trung bình	479	385	8%	20	6%	110%	5%	17.3x	0.9x
Trung vị	495	462	6%	41	6%	126%	5%	71.6x	0.9x

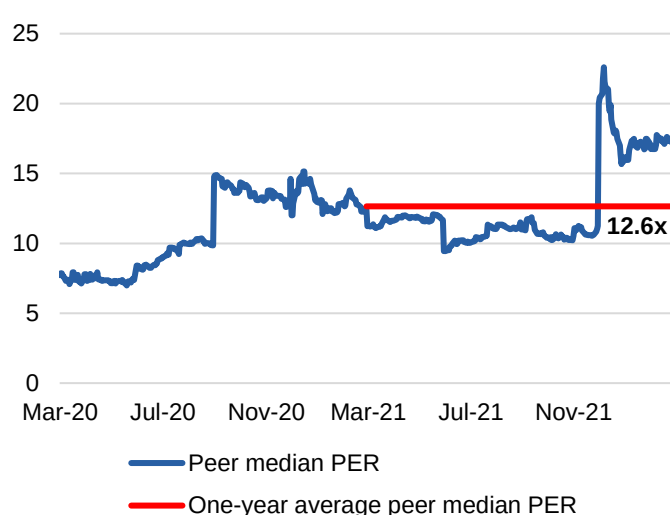
Nguồn: Bloomberg, VCSC (số liệu đến 25/03/2022)

Hình 41: P/E trung vị của các công ty thủy điện (x)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 42: P/E trung vị các công ty mua bán điện (x)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Chúng tôi định giá mảng thu phí sử dụng phương pháp DCF, chỉ bao gồm dự án BOT An Sương - An Lạc có thời gian khai thác quyền đến năm 2033. Giả định dòng tiền của chúng tôi chủ yếu là chi phí đầu tư để hoàn thành xây dựng cầu Tân Kỳ Tân Quý, trị giá 65 tỷ đồng, trong khi phần còn lại là chi phí bảo trì hàng năm trong thời gian khai thác quyền. Giả định về tăng trưởng giao thông của chúng tôi chủ yếu dựa trên các số liệu lịch sử, cho thấy tốc độ tăng trưởng giao thông hàng năm ổn định ở mức thấp trong dự án BOT An Sương - An Lạc. Trong khi đó, chúng tôi thận trọng giả định rằng sẽ không có việc tăng thuế quan trong thời gian nhượng quyền còn lại.

Hình 43: Tóm tắt định giá của chúng tôi cho mảng thu phí

Các giả định chính (Đơn vị: tỷ đồng)	
Thời gian thực hiện quyền còn lại	2022-2033F
Giả định tăng trưởng lưu lượng giao thông trung bình	2,0%
Giả định tăng trưởng phí trung bình	0,0%
Tổng dòng tiền ghi nhận trong thời gian thực hiện quyền ^	3.144
<i>Dòng tiền ghi nhận trung bình hàng năm</i>	<i>262</i>
Tổng dòng tiền trong suốt thời gian thực hiện quyền ^	110
NPV	1.698
Nợ gộp	876
Giá trị vốn cổ phần	822

Nguồn: VCSC. (^) Tổng dòng tiền dự kiến trước khi chiết khấu.

Hình 44: Phân tích độ nhạy của WACC đối với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)

	10,2%	10,7%	WACC 11,2%	11,7%	12,2%
Giá mục tiêu	107.200	104.800	102.500 (base case)	100.200	98.000

Nguồn: VCSC

So sánh với các công ty cùng ngành

Chúng tôi chọn các chủ đầu tư KCN có quy mô tương tự và đang phát triển các dự án ở cả miền Bắc và miền Nam để so sánh với IDC.

Để so sánh IDC với các công ty cùng ngành, chúng tôi cho rằng phương pháp phù hợp nhất để đánh giá một công ty KCN là đánh giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV); tuy nhiên, chúng tôi không có đủ thông tin để thực hiện RNAV cho tất cả các công ty cùng ngành của IDC. Do các chủ đầu tư KCN áp dụng các phương pháp tính toán khác nhau để ghi nhận doanh số bán đất KCN, chúng tôi sử dụng ước tính P/B điều chỉnh làm thước đo chính xác hơn cho P/B được báo cáo để so sánh các chủ đầu tư KCN niêm yết.

Hiện tại, IDC đang giao dịch ở mức P/B điều chỉnh là 3,4 lần, gần như phù hợp với mức P/B điều chỉnh trung vị của các công ty cùng ngành là 3,0 lần. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức cao hơn của IDC là phù hợp khi IDC có ROE cao hơn và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn (được hỗ trợ bởi những thay đổi trong phương pháp ghi nhận đối với đất KCN cho thuê) so với số liệu trung vị của các công ty cùng ngành. Ngoài ra, IDC có kế hoạch mở rộng KCN mạnh mẽ cũng như tiềm năng tăng lợi nhuận từ mảng bất động sản của mình. Do đó, chúng tôi cho rằng IDC có thể có mức định giá cao hơn so với mức trung vị của các công ty cùng ngành

Hình 45: So sánh với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	GTVN	DT ròng trượt	Y-o-Y %	LNST trượt	Y-o-Y %	Nợ ròng/vốn CSH	ROE (%)	P/E trượt	P/B quý gần nhất	P/B điều chỉnh
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR	5.923	1.149	25%	186	13%	-13%	9%	31,8x	2,8x	2,7x
Becamex	BCM	3.260	304	7%	55	-36%	80%	8%	63,2x	4,8x	4,7x
Kinh Bắc	KBC	1.327	185	97%	34	249%	15%	7%	33,1x	2,2x	2,2x
Tổng CT Sonadezi	SNZ	868	214	0%	32	12%	4%	14%	27,2x	3,7x	2,9x
Cao su Phước Hòa	PHR	471	85	19%	21	-56%	-52%	15%	22,6x	3,6x	3,1x
Sonadezi Châu Đức	SZC	330	31	65%	14	74%	132%	24%	25,1x	5,2x	5,0x
Trung bình		1.098	200	22%	33	12%	10%	12%	29,5x	3,7x	3,0x
Trung vị		2.030	328	36%	57	43%	28%	13%	33,8x	3,7x	3,4x
IDICO		1.052	189	-5%	20	49%	17%	11%	54,3x	6,2x	3,4x

Nguồn: Bloomberg, VCSC

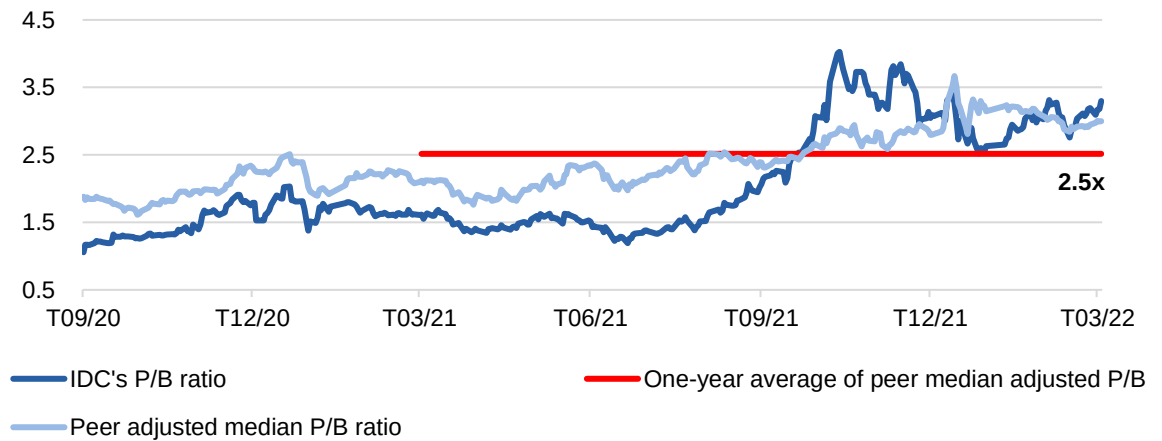
Tỷ lệ P/B được điều chỉnh cho các chủ đầu tư KCN

Để so sánh tỷ lệ P/B của các chủ đầu tư KCN tốt hơn, chúng tôi ước tính giá trị sổ sách đã điều chỉnh dựa trên giả định rằng tất cả các công ty được chọn áp dụng cùng một phương pháp ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN.

Đối với các công ty áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu, tỷ lệ P/B tương đối cao hơn do các công ty ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN là doanh thu chưa thực hiện so với các công ty áp dụng phương pháp một lần ghi nhận 100% doanh thu cho thuê đất KCN thông qua báo cáo KQKD dựa theo hợp đồng thanh toán và cho thuê đất.

Trong trường hợp này, chúng tôi giả định rằng tất cả các chủ đầu tư KCN được chọn sẽ ghi nhận việc cho thuê đất KCN bằng phương pháp một lần. Chúng tôi giả định doanh thu chưa thực hiện của những doanh nghiệp áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu sẽ được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu. Chỉ có một giả định duy nhất cho những điều chỉnh này, đó là giả định biên lợi nhuận ròng của chúng tôi (sau trích quỹ khen thưởng và phúc lợi) cho mảng KCN dao động từ 20% đến 40% và chủ yếu dựa trên biên lợi nhuận trung bình trong 3 năm qua.

Hình 46: Tỷ lệ P/B điều chỉnh của IDC và các công ty cùng ngành



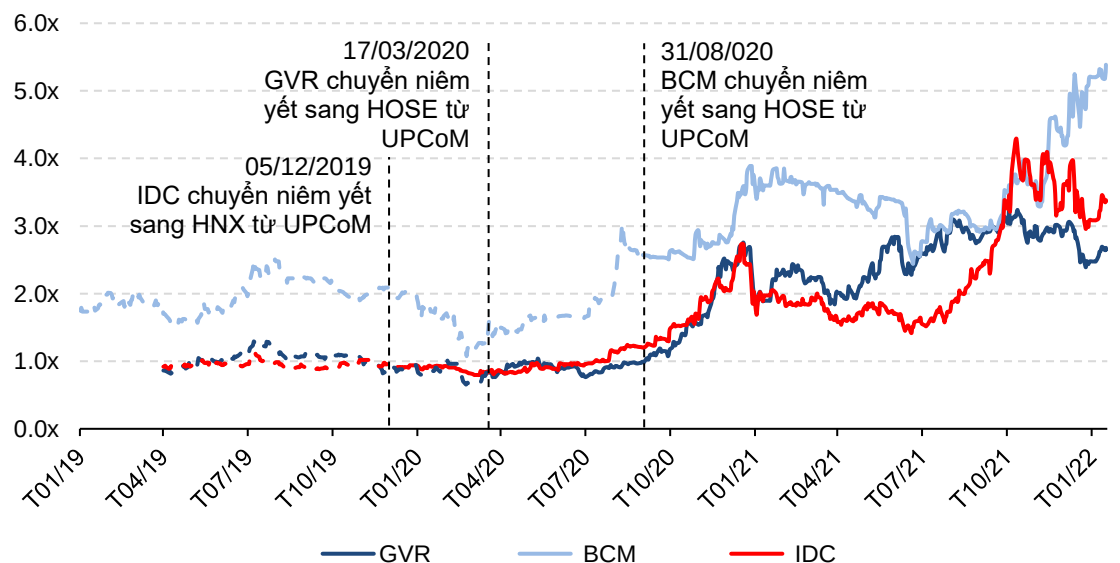
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Việc chuyển niêm yết sang sàn HOSE thành công có thể tác động tích cực đến diễn biến đánh giá lại đối với giá cổ phiếu IDC

Chúng tôi nhận thấy việc đánh giá lại (re-rating) cho Becamex IDC (HOSE: BCM) - chủ đầu tư KCN lớn nhất tại Bình Dương - và Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) - một tập đoàn cao su đang có chiến lược chuyển đổi thành chủ đầu tư KCN - sau khi chuyển niêm yết từ UPCoM sang HOSE lần lượt vào tháng 3/2020 và tháng 8/2021. Chúng tôi tin rằng việc niêm yết trên HOSE sẽ mang lại tính thanh khoản tốt hơn, yêu cầu niêm yết chặt chẽ hơn và tính minh bạch cao hơn cho một cổ phiếu. Những đặc điểm này khiến cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE trở nên hấp dẫn hơn đối với dòng vốn nước ngoài và trong nước.

Tại ĐHCĐ bất thường của IDC năm 2021, HĐQT đã thông qua nghị quyết (1) nâng giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 49% và (2) bắt đầu thực hiện thủ tục chuyển niêm yết từ HNX sang HOSE. Như vậy, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IDC sẽ phải trải qua diễn biến đánh giá lại trong định giá - tương tự như những gì đã xảy ra với BCM và GVR - do giá trị vốn hóa thị trường của IDC vẫn chưa phản ánh đầy đủ giá trị thực tế của quỹ đất KCN lớn.

Hình 47: P/B điều chỉnh của GVR, BCM & IDC trước và sau khi chuyển sàn niêm yết



Nguồn: Bloomberg, VCSC. Các đường gạch nối thể hiện P/B đã điều chỉnh của cổ phiếu tương ứng trước khi chuyển sang sàn HOSE/HNX.

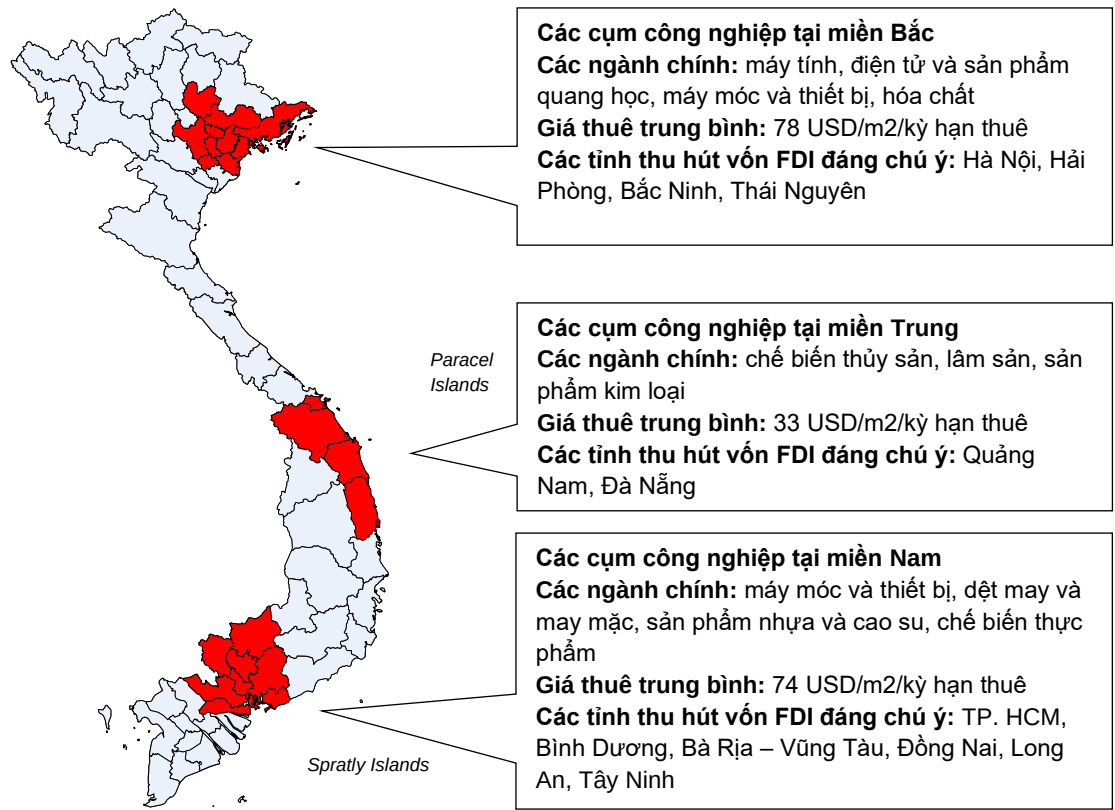
Phụ lục

Tên viết tắt

Công ty con	Tên đầy đủ
IDICO-URBIZ	Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị và KCN IDICO
IDICO-IDI	CTCP Đầu tư Phát triển Hạ tầng IDICO
IDICO-ICC	Công ty TNHH Xây dựng IDICO
IDICO-UDICO	CTCP Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị IDICO
IDICO-LINCO	CTCP Đầu tư Xây dựng IDICO Long An
IDICO-CONAC	CTCP Đầu tư Xây dựng Dầu khí IDICO

Nguồn: Dữ liệu từ công ty, VCSC

Hình 48: Sơ đồ tổng quan các cụm công nghiệp chính tại Việt Nam



Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư (MoPI), JLL, VCSC

Sự hiểu biết của chúng tôi về các phương pháp ghi nhận doanh số bán đất KCN

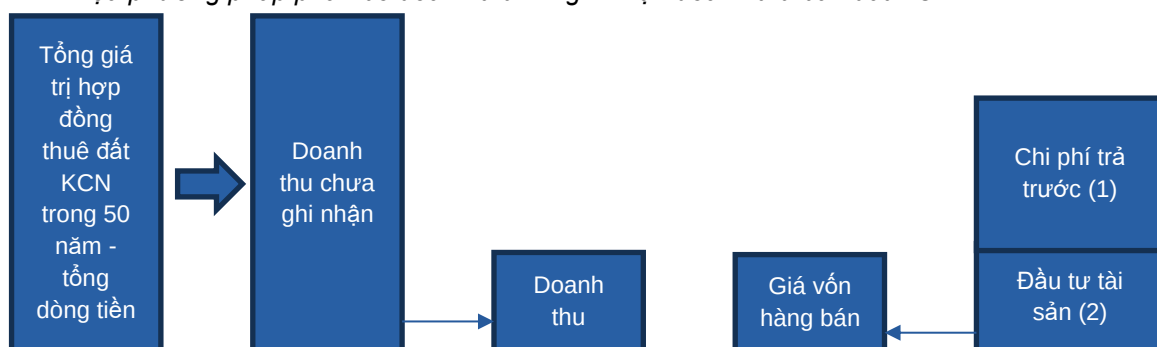
Khi các nhà phát triển KCN áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu cho việc bán đất KCN, các khoản thu bằng tiền mặt từ người thuê sẽ được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện (nợ phải trả). Tổng giá trị hợp đồng hoặc tổng doanh thu từ việc bán đất KCN sẽ được phân bổ theo thời hạn thuê (kể từ ngày hợp đồng đến khi kết thúc dự án). Các chi phí tương ứng của đất thuê (giá vốn hàng bán) cũng được phân bổ từ tổng dòng tiền ước tính trong thời hạn thuê. Tổng dòng tiền chủ yếu bao gồm tiền giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng cơ bản và tiền thuê đất của Chính phủ. Các khoản phí thuê này được ghi nhận là (1) chi phí trả trước (tài sản) nếu các nhà phát triển KCN trả trước cho Chính phủ, sau đó sẽ được phân bổ theo thời hạn thuê. Trong khi các chi phí chính khác (giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng) sẽ được ghi nhận là (2) đầu tư BĐS (đối với diện tích cho thuê) hoặc xây dựng cơ bản dở dang (CIP) (đối với diện tích cho thuê còn lại).

Khi các nhà phát triển KCN áp dụng phương thức ghi nhận doanh số bán đất KCN một lần, các hợp đồng cho thuê bắt buộc phải đáp ứng phương thức thanh toán như đã đề cập ở trên. Ngoài ra, các nhà phát triển KCN phải trả trước tiền thuê đất cho Chính phủ. Tổng giá trị hợp đồng hoặc tổng doanh thu có thể được ghi nhận trả trước (một lần) khi người thuê thanh toán đủ tiền thuê theo yêu

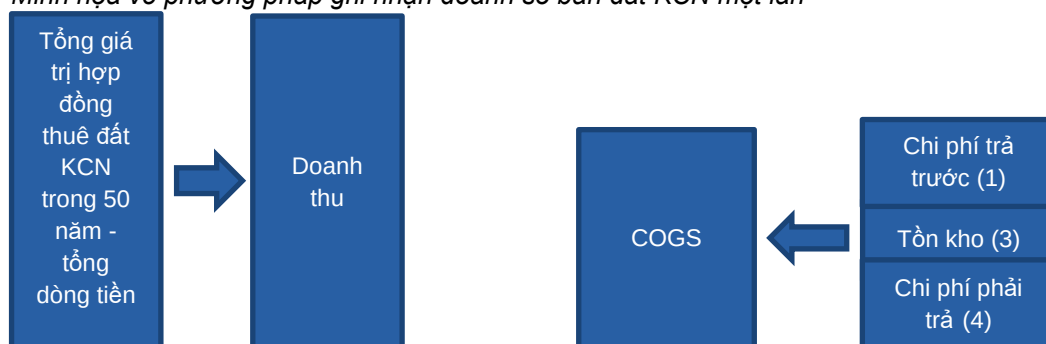
cầu. Ngược lại với phương pháp phân bổ, chi phí phát triển chính (giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng) sẽ được ghi nhận là (3) hàng tồn kho. Ngoài ra, giá vốn hàng bán bao gồm chi phí phải trả, là khoản phải trả ước tính cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng chưa hoàn thành cho diện tích thuê. Khi các nhà phát triển KCN giải ngân tiền mặt để phát triển cơ sở hạ tầng, các khoản chi phí phải trả này sẽ được giảm tương ứng.

Hình 49: Minh họa hiệu biết của chúng tôi về phương pháp ghi nhận doanh số bán đất KCN

Minh họa phương pháp phân bổ doanh thu khi ghi nhận doanh thu bán đất KCN



Minh họa về phương pháp ghi nhận doanh số bán đất KCN một lần



Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4.325	7.217	8.475	10.397	Tiền và tương đương	495	1.191	544	764
Giá vốn hàng bán	-3.587	-4.350	-5.166	-6.276	Đầu tư TC ngắn hạn	2.169	2.169	3.669	4.669
Lợi nhuận gộp	737	2.868	3.309	4.121	Các khoản phải thu	1.096	1.448	1.803	2.149
Chi phí bán hàng	-71	-73	-74	-71	Hàng tồn kho	549	1.023	1.244	1.500
Chi phí quản lí DN	-190	-194	-197	-189	TS ngắn hạn khác	59	59	59	59
LN thuần HĐKD	476	2.600	3.038	3.861	Tổng TS ngắn hạn	4.368	5.890	7.319	9.141
Doanh thu tài chính	593	177	234	297	TS dài hạn (gộp)	15.077	16.222	17.568	19.901
Chi phí tài chính	-296	-233	-311	-410	- Khấu hao lũy kế	-4.392	-4.777	-5.172	-5.583
Trong đó: chi phí lãi vay	-173	-231	-307	-407	TS dài hạn (ròng)	10.685	11.445	12.396	14.319
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-59	-29	-27	-26	Đầu tư TC dài hạn	288	288	288	288
Lợi nhuận/(chi phí) khác	39	69	76	52	TS dài hạn khác	910	2.116	3.548	6.216
LNTT	754	2.584	3.009	3.774	Tổng TS dài hạn	11.884	13.850	16.233	20.823
Thuế TNDN	-178	-517	-602	-755	Tổng Tài sản	16.252	19.740	23.551	29.963
LNST trước CĐTS	576	2.068	2.407	3.019					
Lợi ích CĐ thiểu số	124	165	144	302	Phải trả ngắn hạn	298	906	1.271	1.426
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	453	1.902	2.263	2.717	Nợ ngắn hạn	1.448	1.694	1.864	2.069
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh (1)	448	1.883	2.240	2.690	Nợ ngắn hạn khác	881	881	1.107	1.298
					Tổng nợ ngắn hạn	2.627	3.481	4.243	4.793
EBITDA	865	2.986	3.432	4.272	Nợ dài hạn	2.085	2.688	3.404	4.737
EPS báo cáo, VND	1.493	6.277	7.468	8.966	Nợ dài hạn khác	6.503	7.685	8.984	12.021
EPS pha loãng, VND	1.493	6.277	7.468	8.966	Tổng nợ	8.588	10.372	12.388	16.758
DPS, VND	3.000	4.000	4.500	5.000					
DPS/EPS (%)	200,9%	63,7%	60,3%	55,8%	Vốn cổ phần	3.000	3.000	3.000	3.000
(1) điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi					Thặng dư vốn cổ phần				
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Lợi nhuận giữ lại	706	1.389	2.279	3.469
Tăng trưởng					Vốn khác	161	161	161	161
Tăng trưởng doanh thu	-19,3%	66,9%	17,4%	22,7%	Lợi ích CĐTS	1.128	1.294	1.438	1.740
Tăng trưởng LN HĐKD	-61,5%	445,8%	16,8%	27,1%	Vốn chủ sở hữu	5.038	5.886	6.921	8.413
TT LNST sau lợi ích CĐTS	-48,2%	320,3%	19,0%	20,1%	Tổng cộng nguồn vốn	16.252	19.740	23.551	29.963
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	-48,4%	320,3%	19,0%	20,1%					
					SL cổ phiếu lưu hành	300,0	300,0	300,0	300,0
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	17,1%	39,7%	39,0%	39,6%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN từ HĐ %	11,0%	36,0%	35,8%	37,1%	Tiền đầu năm	727	495	1.191	544
Biên EBITDA	20,0%	41,4%	40,5%	41,1%	Lợi nhuận sau thuế	453	1.902	2.263	2.717
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,5%	26,4%	26,7%	26,1%	Khấu hao	389	385	395	411
ROE %	11,1%	44,3%	44,5%	44,3%	Thay đổi vốn lưu động	-261	-218	-211	-447
ROA %	2,9%	10,5%	10,4%	10,1%	Điều chỉnh khác (*)	-180	121	216	835
					Tiền từ hoạt động KD	400	2.191	2.662	3.516
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	55	52	54	53	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.201	-1.145	-1.346	-2.334
Số ngày phải thu	82	73	78	75	Đầu tư, ròng	500	0	-1.500	-1.000
Số ngày phải trả	104	76	90	83	Tiền từ HĐ đầu tư	-702	-1.145	-2.846	-3.334
TG luân chuyển tiền	34	49	41	45					
					Cổ tức đã trả	-725	-1.200	-1.350	-1.500
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,7	1,7	1,9	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	860	247	170	205
CS thanh toán nhanh	1,5	1,4	1,4	1,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-82	603	716	1.334
CS thanh toán tiền mặt	1,0	1,0	1,0	1,1	Tiền từ các hoạt động khác	17	0	0	0
Nợ/Tài sản	21,7%	22,2%	22,4%	22,7%	Tiền từ hoạt động TC	70	-350	-464	39
Nợ/Vốn sử dụng	41,2%	42,7%	43,2%	44,7%					
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,2	0,2	0,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-231	696	-647	220
Khả năng thanh toán lãi vay	2,7	11,3	9,9	9,5	Tiền cuối năm	495	1.191	544	764

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC. Ghi chú: (*) Chúng tôi tin rằng những điều chỉnh khác chủ yếu bao gồm dòng tiền từ việc bán đất KCN của IDC.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Thái Nhựt Đăng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.