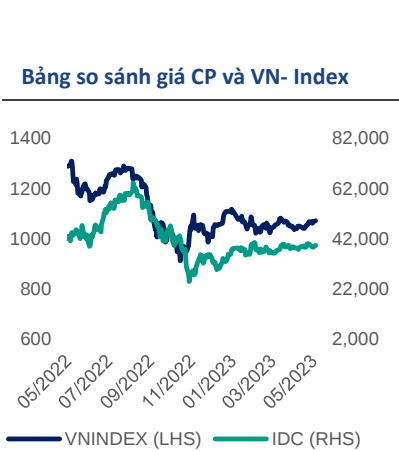


Ngành: **BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP** | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI		TỔNG CÔNG TY IDICO - CTCP (HNX: IDC)			
		TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỪ QUỸ ĐẤT KCN LỚN			
Giá hiện tại:	41,300	Ngày viết báo cáo:	29/05/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu:	45,900	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	330	CTCP Tập đoàn SSG	22.5%
Tỷ suất cổ tức	9.7%	Vốn hóa (tỷ VND)	12,804	CT TNHH Bách Việt	11.9%
<u>Tiềm năng tăng giá</u>	<u>11%</u>	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	3.068	Đăng Việt dũng	2.5%
		Sở hữu nước ngoài	11%		

Bộ phận Research:
Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu IDC với giá trị hợp lý năm 2023 là **45,900 VNĐ/CP (Upside 11%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu cho mảng điện = 9.0 tương đương với P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành điện và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 13%. Đối với mảng BĐS KCN, BSC sử dụng phương pháp RNAV để định giá quỹ đất KCN 751 ha sẵn sàng cho thuê của IDC cùng với 470 ha dự án KCN Tân Phước 1 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025.

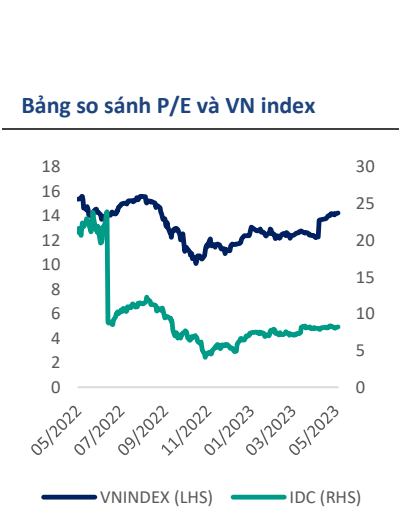


CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

- Kết thúc Q1.2023, IDC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,147 tỷ VNĐ (-31% yoy), LNST -CĐTS đạt 148 tỷ VNĐ (-42% yoy).** Trong đó, doanh thu -31% yoy do (1) mức nền cao trong Q1.2022 nhờ ghi nhận doanh thu hồi tố của KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng và (2) doanh thu từ các hợp đồng cho thuê đất mới chưa đủ điều kiện để ghi nhận một lần trong Quý 1.
- LNST-CĐTS -38% yoy** chủ yếu do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao và doanh thu tài chính sụt giảm

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

- Hạ tầng Khu công nghiệp:** Hợp đồng ký mới đạt 110 ha (-16% yoy) do dòng vốn FDI chậm lại và mức nền cao trong năm 2022. Việc ghi nhận doanh thu sẽ chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký trong năm 2022. Trong năm 2023, BSC dự báo **doanh thu mảng KCN đạt 3,609 tỷ VNĐ (+8.6% yoy).**
- Bất động sản:** Ghi nhận doanh thu đột biến **547 tỷ VNĐ (+536% yoy)** từ bán dự án cho Aeon.



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Trong năm 2023, BSC dự báo IDC ghi nhận DTT = 8,121 tỷ VNĐ (+8.5% yoy), NPATMI = 1,750 tỷ VNĐ (-0.9% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 5,303 VNĐ/CP (-5.3% yoy), P/E FWD 2023 = 8.7x, P/B FWD 2023 = 4.4x.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với 751 ha diện tích đất còn lại để cho thuê và kế hoạch phát triển quỹ đất KCN 2,000 ha.
- Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng và thu phí BOT với doanh thu hàng năm đạt 3,000 – 3,200 tỷ VNĐ là điểm tựa tài chính vững chắc của IDC.
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn 9.7%.

RỦI RO

- Rủi ro không thể ghi nhận doanh số một lần tại các KCN đang vận hành cho thuê
- Quá trình phê duyệt đầu tư dự án KCN có thể bị kéo dài do các vướng mắc về thủ tục pháp lý
- Nhu cầu thuê đất giảm trong bối cảnh dòng vốn FDI suy giảm do suy thoái kinh tế toàn cầu và áp lực cạnh tranh thu hút FDI của các quốc gia trong khu vực.

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2020	2021	2022	2023F
PE (x)	43.2	5.7	8.7	17.5	Doanh thu thuần	5,356	4,301	7,485	8,121
PB (x)	5.0	2.5	4.4	4.2	Lợi nhuận gộp	1,486	737	3,059	3,176
PS (x)	5.1	1.4	1.9	2.0	NPATMI	873	454	1,766	1,750
ROE (%)	11.58%	45.01%	26.41%	27.33%	EPS	2,893	1,514	5,605	5,303
ROA (%)	3.78%	15.83%	10.96%	12.60%	Tăng trưởng EPS	152%	-48%	270%	-5.3%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2023

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 1.2023

KQKD (tỷ VND)	Q1.2023	Q1.2022	% yoy	Cập nhật Quý 1.2023
Doanh thu thuần	1,147	1,673	-31%	Kết thúc Q1.2023, IDC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,147 tỷ VND (-31% yoy), LNTT đạt 214 tỷ VND (-40% yoy), hoàn thành lần lượt 14% và 8% kế hoạch năm. Trong đó: Doanh thu hạ tầng KCN = 207 tỷ VND chủ yếu đến từ KCN Hựu Thạnh, giảm mạnh -73% yoy do (1) mức nền cao trong Q1.2022 nhờ ghi nhận doanh thu hồi tố của KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng và (2) doanh thu từ các hợp đồng cho thuê đất mới chưa đủ điều kiện để ghi nhận một lần trong Q1.2023. BLĐ chia sẻ rằng điều kiện ghi nhận doanh số cho thuê KCN bị ảnh hưởng bởi tiến độ thu tiền chậm, khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng đã ký kết) trong thời gian 12 tháng. Doanh thu điện = 642 tỷ VND (-4% yoy) và doanh thu BOT = 105 tỷ VND (+4% yoy) duy trì ổn định svck.
KCN	207	769	-73%	
Điện	642	668	-4%	
Xây dựng	19	36	-47%	
BOT	105	101	4%	
BDS	30	39	-23%	
Khác	143	61	134%	
Giá vốn hàng bán	843	1,258	-33%	LNST = 175 tỷ VND, giảm -38% yoy chủ yếu do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao và doanh thu tài chính sụt giảm. Cụ thể: Chi phí bán hàng = 23 tỷ VND (+57% yoy) do chi phí hoa hồng và dịch vụ mua ngoài tăng cao. Chi phí QLDN = 44 tỷ VND (+12% yoy) chủ yếu do chi phí nhân viên tăng. DT tài chính = 27 tỷ VND (-63% yoy), do cùng kỳ ghi nhận DT từ hoạt động kinh doanh chứng khoán đạt 50 tỷ VND Chi phí tài chính = 54 tỷ VND (-39% yoy) do không còn chi phí cho hoạt động đầu tư chứng khoán trong khi chi phí lãi vay vẫn tăng 30% svck, đạt 54 tỷ VND. Biên LNG mảng KCN = 59%, tăng 21 điểm % svck do các hợp đồng ghi nhận cùng kỳ có giá vốn cao hơn. Biên LNG mảng điện = 12%, tăng 7 điểm % svck do cùng kỳ ghi nhận tỷ trọng doanh thu cao hơn của các trạm biến áp với biên LNG thấp. Đánh giá chung: Biên LNG và LNR duy trì ổn định do IDC có tỷ lệ nợ vay thấp và không tham gia quá nhiều vào mảng đầu tư tài chính. BSC cho rằng doanh thu và lợi nhuận của mảng KCN sẽ cải thiện trong các quý tới nhờ (1) Ghi nhận thêm doanh thu từ 81 ha hợp đồng đã ký kết trong 2022 và (2) Kỳ vọng ghi nhận một phần diện tích cho thuê ký mới ước tính khoảng 90 ha.
Lợi nhuận gộp	304	416	-27%	
Chi phí bán hàng	23	15	57%	
Chi phí QLDN	44	39	12%	
LN từ CTLDLK	-	-	-	
Doanh thu tài chính	27	72	-63%	
Chi phí tài chính	54	88	-39%	
Chi phí lãi vay	54	42	30%	
Lãi/Lỗ HĐKD	209	345	-39%	
Thu nhập khác	6	13	-55%	
Chi phí khác	1	3	-50%	
LNTT	214	356	-40%	
Thuế thu nhập DN	38	72	-47%	
LNST	175	284	-38%	
CĐTS	27	28	-4%	
NPATMI	148	255	-42%	
Biên lợi nhuận gộp	27%	25%		
KCN	59%	38%		
Điện	12%	5%		
Xây dựng	14%	17%		
BOT	47%	48%		
BDS	57%	51%		
Khác	25%	12%		
Biên lợi nhuận ròng	15%	17%		
EPS	448	851	-47%	

Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu cả nước với 751 ha diện tích đất còn lại để cho thuê và kế hoạch phát triển quỹ đất KCN 2,000 ha.

Tính đến cuối năm 2022, quỹ đất thương phẩm của IDC đạt 2,279 ha, xếp thứ ba trong các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp lớn tại Việt Nam. Hầu hết các dự án của công ty đều có (1) vị trí khá thuận lợi khi gần cảng biển và đường cao tốc và giá thuê tốt như Long An (334ha), Bà Rịa - Vũng Tàu (237ha) và Bắc Ninh (86ha). Ngoài ra, các dự án KCN còn có (2) chi phí giải phóng mặt bằng thấp giúp cho IDC duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trên mức 50% cũng như (3) diện tích liền thửa lớn giúp cho IDC có nhiều lợi thế hơn trong việc thu hút nhà đầu tư.

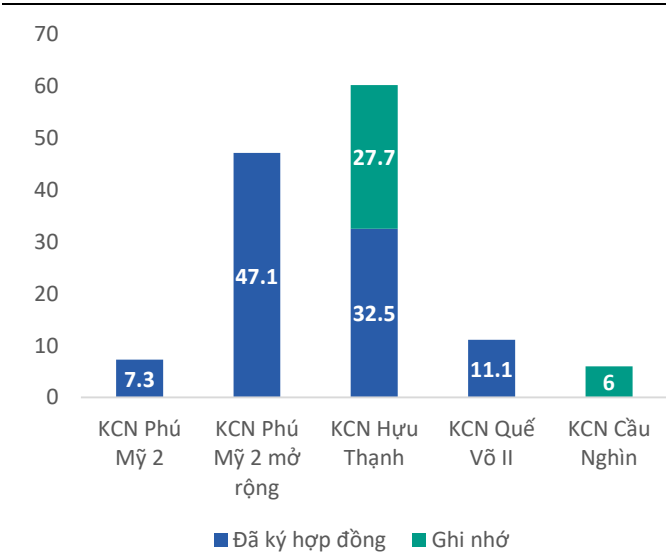
Về kế hoạch phát triển quỹ đất KCN cho các năm tiếp theo, công ty đang trong quá trình nghiên cứu và đầu tư thêm hơn 2,000 ha và đang chờ được chính phủ phê duyệt. Công ty dự kiến mở rộng quỹ đất tại một số vị trí chiến lược phía Bắc với diện tích dự kiến từ 1.000 đến 1.200 ha và triển khai 4-6 dự án tại phía Nam với diện tích dự kiến từ 1.100 đến 1.500 ha. Đáng chú ý, trong Q1/2023 dự án Khu công nghiệp Tân Phước 1 của IDC tại Tiền Giang với diện tích là 470 ha đã được trình Thủ tướng chính phủ và khả năng sẽ được phê duyệt trong nửa cuối năm 2023. Dự án này nằm tại vị trí cửa ngõ kết nối Đồng bằng Sông Cửu Long với TP.HCM và khu vực Đông Nam Bộ, cũng như kết nối giao thông thuận tiện qua cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận, hứa hẹn sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư trong tương lai. BSC cho rằng công ty sẽ có thể hoàn tất thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng trong năm 2024 để có thể khai thác KCN này từ năm 2025, từ đó giúp gia tăng doanh thu mảng hạ tầng KCN của IDC.

Hình 2: Danh mục các Dự án KCN đang triển khai

TT	Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Thời gian vận hành	Tình trạng
1	Phú Mỹ 2	BR-VT	621	443	73%	Đến 2055	Đã san lấp 90% diện tích
2	Phú Mỹ 2 mở rộng	BR-VT	398	273	57%	Đến 2058	
3	Cầu Nghìn	Thái Bình	184	103	8.3%	Đến 2062	Đã được chấp thuận chuyển đổi 105ha đất lúa sang đất phi nông nghiệp. Đã GPMB 40% diện tích.
4	Hựu Thạnh	Long An	524	395	15.6%	Đến 2067	Đã GPMB 97% diện tích
5	Quế Võ II	Bắc Ninh	269	177	51.3%	Đến 2057	Đã đền bù và được cấp sổ đỏ 169.5 ha, còn 100 ha đang tiến hành GPMB.
6	Tân Phước 1	Tiền Giang	470	N/A	0%	N/A	Dự kiến được cấp giấy chứng nhận đầu tư vào nửa cuối 2023

Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Hình 3. Hoạt động cho thuê đất KCN trong năm 2022

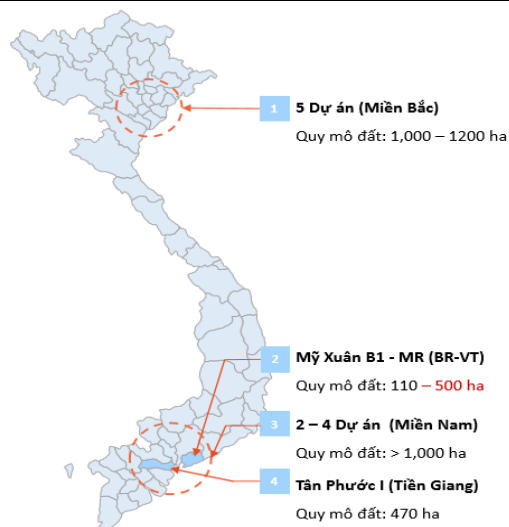


Hình 4. Quỹ đất thương phẩm còn lại tính đến cuối 2022

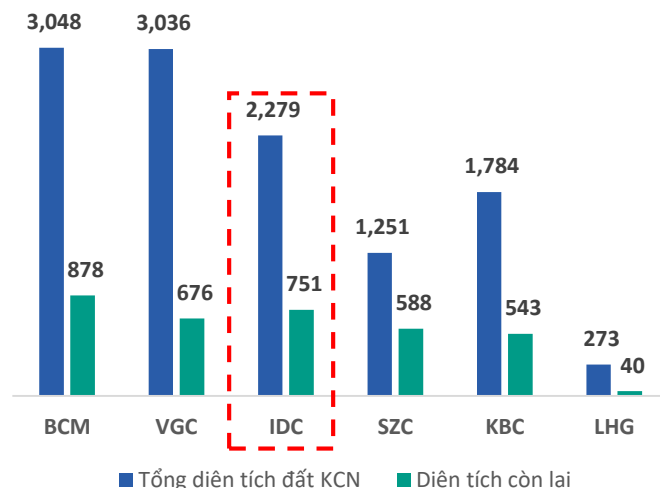


Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Hình 5. Kế hoạch phát triển quỹ đất KCN của IDC



Hình 6: Quỹ đất KCN của IDC so với các DN cùng ngành



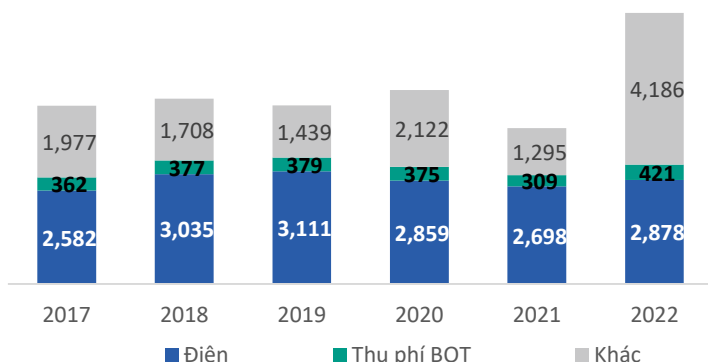
Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

2. Dòng tiền ổn định từ mảng năng lượng và thu phí BOT với tổng doanh thu hàng năm 3,000-3,200 tỷ VNĐ là điểm tựa tài chính vững chắc của IDC.

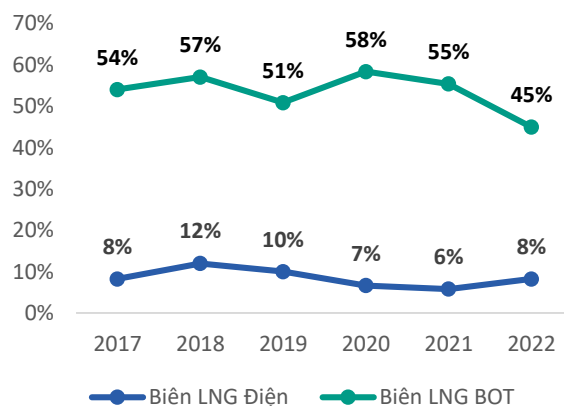
IDC là một trong số ít những doanh nghiệp KCN được phép cung cấp điện trực tiếp đến khách thuê với 2 trạm biến áp có tổng công suất là 418 MVA, đóng góp khoảng 2,500 tỷ VNĐ doanh thu mỗi năm. Tính đến hết năm 2022, IDC đang quản lý và phân phối điện cho tổng diện tích khoảng 1,500 ha bao gồm các KCN Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2, Nhơn Trạch 3, Nhơn Trạch 5 và diện tích này sẽ tăng lên trong thời gian tới khi IDC đã được Bộ Công Thương chấp thuận cho đầu tư dự án trạm biến áp 110 kV tại KCN Hữu Thạnh. Ngoài ra, IDC còn đang sở hữu 2 nhà máy thủy điện tại Bình Phước và Quảng Nam với tổng công suất 114 MW, mang lại doanh thu trung bình khoảng 400 tỷ VNĐ/năm. BSC cho rằng doanh thu và sản lượng từ mảng điện có thể tăng trưởng đều đặn trong giai đoạn 2023-2026 nhờ (1) Xu hướng tăng giá điện bán lẻ, (2) Kế hoạch phát triển 120 MWp điện mặt trời áp mái tại các nhà máy thủy điện và mái nhà kho, nhà xưởng tại các KCN và (3) Doanh thu đóng góp từ trạm biến áp tại KCN Hữu Thạnh có thể đi vào vận hành từ đầu năm 2024.

Về mảng thu phí đường bộ BOT, IDC hiện đang sở hữu 2 dự án BOT là BOT Quốc lộ 1A đoạn An Sương – An Lạc và BOT đầu tư xây dựng quốc lộ 51 đóng góp khoảng 400 tỷ VNĐ doanh thu mỗi năm. BSC kỳ vọng, từ giờ cho đến thời hạn ngừng thu phí năm 2033, doanh thu phí BOT sẽ tiếp tục duy trì > 400 tỷ VNĐ hoặc có sự tăng trưởng nhẹ nhờ sự tăng trưởng của lượt phương tiện giao thông.

Hình 7. DT Điện và BOT chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu DT của IDC



Hình 8. Biên LNG Điện và BOT giai đoạn 2017-2022



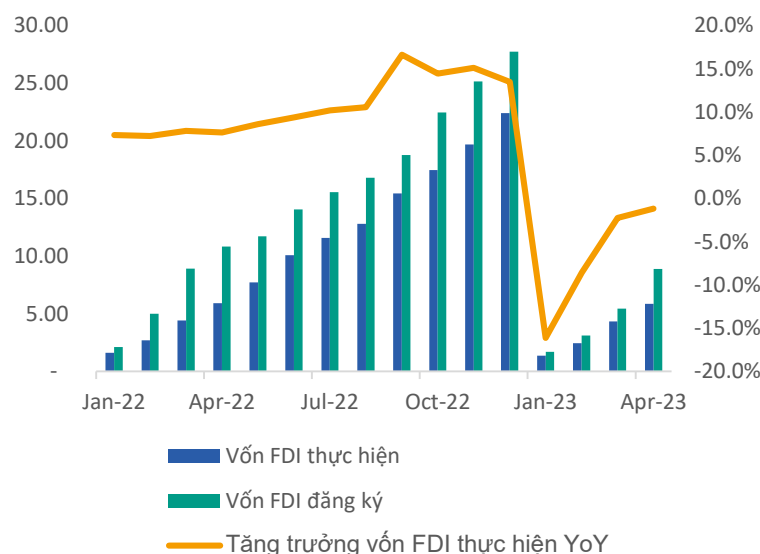
Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

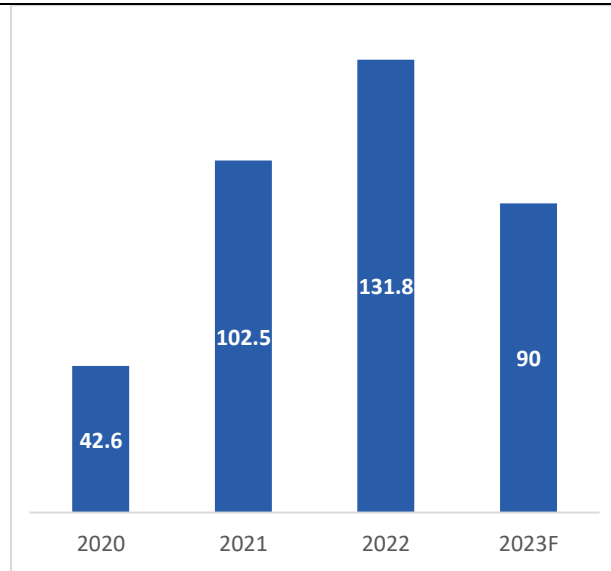
KHU CÔNG NGHIỆP – HỢP ĐỒNG KÝ MỚI ĐẠT 110 HA (-16% YOY) DO DÒNG VỐN FDI CHẬM LẠI VÀ MỨC NỀN CAO TRONG NĂM 2022. VIỆC GHI NHẬN DOANH THU SẼ CHỦ YẾU ĐẾN TỪ CÁC HỢP ĐỒNG ĐÃ KÝ NĂM 2022.

Các hợp đồng ký mới sẽ suy giảm trong bối cảnh FDI chậm lại. Tính đến hết tháng 4/2023, vốn FDI đăng ký và vốn FDI thực hiện lần lượt đạt 8.88 tỷ USD và 5.85 tỷ USD, giảm lần lượt -17.9% và -1.2% svck do kinh tế toàn cầu suy thoái. Với việc các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU dự báo tiếp tục giảm tốc, BSC cho rằng xu hướng FDI chậm lại sẽ tiếp diễn trong 2H.2023, và ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động ký mới của IDC do các KCN của IDC chủ yếu phục vụ các khách hàng FDI. Theo quan điểm thận trọng, BSC kỳ vọng IDC sẽ ghi nhận diện tích KCN ký mới khoảng 90 ha (-32% yoy), trong đó đã bao gồm 33.7 ha hợp đồng ghi nhớ (MOU) trong năm 2022.

Hình 12. Dòng vốn FDI suy giảm từ cuối năm 2022



Hình 13. Diện tích cho thuê ký mới



Nguồn: IDC, BSC Research tổng hợp

Ghi nhận doanh thu sẽ chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký trong năm 2022. Tính đến hết năm 2022, tổng diện tích đã ký hợp đồng nhưng chưa ghi nhận đạt 84.6 ha. Trên cơ sở này, BSC kỳ vọng các hợp đồng này đều được ghi nhận trong năm nay. Theo đó, BSC dự báo trong năm 2023, IDC ghi nhận 110 ha diện tích cho thuê KCN nhờ 80 ha các hợp đồng đã ký trước đó và 30 ha hợp đồng ký mới trong năm.

BẤT ĐỘNG DÂN CƯ – GHI NHẬN DOANH THU ĐỘT BIẾN TỪ CHUYỂN NHƯỢNG DỰ ÁN CHO AEON.

BSC kỳ vọng IDC sẽ ghi nhận doanh thu đột biến 547 tỷ VNĐ từ chuyển nhượng dự án Khu dân cư phường 6, Tân An cho AEON. Tính đến hết Q1/2023, dự án đã được chấp thuận chủ trương chuyển nhượng 21,870 m2 và dự kiến sẽ được hoàn thành trong Q2.2023. BSC kỳ vọng hợp đồng này sẽ mang lại doanh thu 547 tỷ VNĐ với giả định giá bán bình quân khoảng 25 triệu VNĐ/m2.

ĐIỆN – TIẾP TỤC HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH

Doanh thu mảng điện sẽ tiếp tục duy trì ổn định. Trong tháng 10/2022, nhà máy thủy điện Đakmi đã hoạt động trở lại sau thời gian bảo trì, sửa chữa. Do đó, doanh thu từ thủy điện dự kiến sẽ tăng trưởng +5% trong năm 2023 nhờ nhà máy sẽ hoạt động trong cả năm. Ngoài ra, diện tích cho thuê ngày càng mở rộng sẽ giúp doanh thu mảng kinh doanh điện tại các KCN tăng trưởng ổn định.

IV. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Trong năm 2023, BSC dự báo IDC ghi nhận DTT = 8,121 tỷ VNĐ (+8.5% yoy), NPATMI = 1,750 tỷ VNĐ (-0.9% yoy), tương đương EPS fw = 5,303 VNĐ/CP (-5.3% yoy), P/E fw = 8.7x, P/B fw = 4.4x dựa trên các giả định sau:

1. Mảng hạ tầng Khu công nghiệp:

- Doanh thu mảng hạ tầng KCN đạt 3,609 tỷ VNĐ (+6.9% yoy), nhờ ghi nhận 30 ha từ các hợp đồng ký mới trong năm 2023 và 80 ha từ các hợp đồng đã ký từ 2022. BSC dự báo diện tích ghi nhận tại mỗi KCN như sau: 48 ha từ KCN Hựu Thạnh; 6 ha từ KCN Cầu Ngàn; 10 ha từ KCN Quế Võ II; 40 ha từ KCN Phú Mỹ II mở rộng và 6 ha từ KCN Phú Mỹ II.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 64%, giảm 8 điểm % so với cùng kỳ, do IDC không ghi nhận hồi tố doanh thu một lần đối với các KCN đã lấp đầy như trong năm 2022.

2. Mảng điện và BOT:

- Doanh thu mảng điện đạt 3,006 tỷ VNĐ (+4.5% yoy), nhờ (1) Nhà máy thủy điện Đắk Mi 3 sẽ hoạt động đầy đủ trong cả năm 2023, (2) Doanh thu của các trạm biến áp tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng diện tích cho thuê tại các KCN và (3) Giá bán lẻ điện bình quân ước tính tăng khoảng 3% trong năm. Biên lợi nhuận gộp đạt 9.4%, tăng 1.2 điểm % so với cùng kỳ, nhờ hoạt động đầu tư tối ưu chi phí và bảo toàn năng lượng của IDC trong thời gian vừa qua.
- Doanh thu mảng phí đường bộ BOT đạt 436 tỷ VNĐ (+3.6% yoy), nhờ lưu lượng xe +2% và giá vé tăng nhẹ +1.5% yoy.

3. Mảng Bất động sản:

- Doanh thu BĐS đạt 547 tỷ (+ 536% yoy), nhờ ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng dự án Khu dân cư phường 6, Tân An cho AEON.

Ban lãnh đạo IDC đưa ra kế hoạch cho năm 2023: Doanh thu = 8,277 tỷ VNĐ (+11% yoy), LNTT = 2,525 tỷ VNĐ (-4% yoy), diện tích cho thuê KCN mới đạt 127.9 ha (-3% yoy). Chúng tôi lưu ý rằng số kế hoạch kể trên của IDC đã bao gồm doanh thu tài chính. Nếu tính cả doanh thu tài chính thì Dự báo của BSC là Doanh thu = 8,276 tỷ VNĐ, LNTT = 2,648 tỷ VNĐ, tương đương với số kế hoạch mà IDC đề ra. Về diện tích KCN cho thuê mới, BSC ước tính đạt 90 ha, thận trọng hơn số kế hoạch của IDC do lo ngại về sự suy giảm của dòng vốn FDI và mức nền cao trong năm 2022.

Hình 9: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

KQKD (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5,356	4,301	7,485	8,121
KCN	1,457	690	3,322	3,609
Điện	2,859	2,698	2,878	3,006
Xây lắp	206	130	87	87
BOT	375	309	421	436
BĐS dân dụng	69	149	86	547
Khác	389	326	691	436
Lãi gộp	1,486	737	3,059	3,176
KCN	937	132	2,398	2,307
Điện	190	157	237	282
Xây lắp	29	15	15	12
BOT	219	171	189	224
BĐS dân dụng	42	124	65	246
Khác	69	138	154	104
Thu nhập tài chính	150	605	144	155
Chi phí tài chính	(230)	(294)	(186)	(299)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(232)	(173)	(179)	(299)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	24	(71)	(124)	-

Chi phí BH	(65)	(71)	(86)	(109)
Chi phí QLDN	(184)	(189)	(248)	(325)
Lãi từ HĐKD	1,179	717	2,561	2,598
Thu nhập khác, ròng	54	40	57	50
LNTT	1,233	756	2,615	2,648
Thuế TNDN	(234)	(167)	(564)	(566)
LNST	998	578	2,052	2,083
Lợi ích CĐKKS	(125)	(124)	(286)	(332)
LNST Công ty mẹ	873	454	1,766	1,750

Nguồn: BSC Research dự báo

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **IDC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **45,900 VNĐ/CP (Upside 11%** so với giá đóng cửa ngày 26/05/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với P/E mục tiêu cho mảng điện = 9.0 tương đương với P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành điện và DCF cho mảng thu phí BOT với tỷ lệ chiết khấu WACC = 13%. Đối với mảng BĐS KCN, BSC sử dụng phương pháp RNAV để định giá quỹ đất KCN 751 ha sẵn sàng cho thuê của IDC cùng với 470 ha dự án KCN Tân Phước 1 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025. IDC hiện đang được giao dịch ở mức P/E trượt = 7.36 và P/B trượt = 2.17, thấp hơn so với P/E và P/B trung bình ngành BĐS KCN lần lượt là 17.51 và 4.16, và cũng thấp hơn so với P/E và P/B trung bình 5 năm của IDC lần lượt là 17.30 và 2.55.

Hình 10: Giả định WACC

Giả định	Giá trị hợp lý
Phần bù rủi ro thị trường	11.13%
Lãi suất phi rủi ro	4.37%
Beta điều chỉnh	1.04
Chi phí sử dụng nợ	8.0%
Tỷ lệ nợ	30%
Chi phí sử dụng vốn	15.9%
Tỷ lệ vốn	70%
WACC	13.0%

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 11: Định giá cổ phiếu

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị hợp lý
KCN	RNAV	10,976
Điện	P/E	766
BOT	DCF	715
BĐS dân dụng	P/B và BV	2,076
Khác	P/E	1,937
(+) Tiền và Đầu tư ngắn hạn		2,130
(-) Nợ vay		(3,468)
Giá trị doanh nghiệp		15,132
SLCP đang lưu hành		330,000,000
Giá mục tiêu		45,900
Tiềm năng tăng giá		11.1%

Nguồn: BSC Research dự báo

VI. RỦI RO

1. Rủi ro không thể ghi nhận doanh thu theo hình thức một lần tại các KCN đang vận hành cho thuê do khách hàng không hoàn thành nghĩa vụ tài chính (90% giá trị hợp đồng) trong thời gian 12 tháng do tình hình kinh tế chung gặp nhiều khó khăn.

2. Quá trình phê duyệt đầu tư dự án KCN có thể bị kéo dài do các vướng mắc về thủ tục pháp lý. Quá trình đầu tư một dự án KCN thường kéo dài từ 4-5 năm và trải qua rất nhiều giai đoạn như (1) Đăng ký đầu tư vào KCN, (2) Thẩm định và cấp Giấy phép đầu tư, (3) Ký hợp đồng thuê đất và giải phóng mặt bằng, (4) Xây dựng hạ tầng và hoàn thiện các thủ tục hành chính. Bất kỳ vướng mắc nào trong các khâu có thể ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện dự án của doanh nghiệp và gián tiếp làm ảnh hưởng đến dòng tiền phân bổ cho hoạt động đầu tư của IDC.

3. Nhu cầu thuê đất giảm trong bối cảnh dòng vốn FDI suy giảm và áp lực cạnh tranh thu hút FDI của các quốc gia trong khu vực. Lợi thế về ưu đãi thuế dần biến mất do áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu 15% có thể ảnh hưởng đến việc thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam vì hiện nay, các doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam đang được hưởng các ưu đãi về thuế ở các mức từ 5%-10% trong trường hợp đáp ứng được các điều kiện trong địa bàn ưu tiên, lĩnh vực ưu tiên hoặc quy mô đầu tư lớn. Ngoài ra, Việt Nam đang chậm hơn các quốc gia khác trong việc ban hành các đạo luật hỗ trợ việc thu hút đầu tư FDI và chi phí nhân công đã không còn cạnh tranh so với giai đoạn trước đây cũng làm sức hút của Việt Nam đối với các doanh nghiệp FDI.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5,356	4,301	7,485	8,121
Giá vốn hàng bán	(3,870)	(3,564)	(4,426)	(4,945)
Lợi nhuận gộp	1,486	737	3,059	3,176
Chi phí bán hàng	(65)	(71)	(86)	(109)
Chi phí QLDN	(184)	(189)	(248)	(325)
Lãi/Lỗ HĐKD	1,236	477	2,725	2,743
Doanh thu tài chính	150	605	144	155
Chi phí tài chính	(230)	(294)	(186)	(299)
Chi phí lãi vay	(232)	(173)	(179)	(299)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	24	(71)	(124)	-
Lãi/lỗ khác	54	39	56	50
Lợi nhuận trước thuế	1,233	756	2,615	2,648
Thuế thu nhập DN	(234)	(178)	(563)	(566)
LN sau thuế	998	578	2,052	2,083
CĐTS	(125)	(124)	(286)	(332)
LNST-CĐTS	873	454	1,766	1,750
EPS	2,893	1,514	5,605	5,303

CĐKT (tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
Tiền và ĐT tiền	727	496	1,087	1,072
Đầu tư ngắn hạn	1,014	2,168	1,043	2,254
Phải thu ngắn hạn	849	763	878	1,331
Tồn kho	540	550	1,095	456
TS ngắn hạn khác	82	59	66	102
TS ngắn hạn	3,212	4,036	4,169	5,215
TS cố định	6,045	5,821	8,581	8,078
TS dở dang dài hạn	3,703	4,608	2,049	2,971
ĐT dài hạn	837	278	240	240
TS dài hạn khác	556	656	553	1,527
TS dài hạn	11,319	12,040	12,846	13,783
Tổng TS	14,530	16,076	17,015	18,998
Phải trả người bán	303	300	343	403
Vay ngắn hạn	666	1,448	748	794
Nợ ngắn hạn khác	861	702	1,231	1,203
Tổng Nợ ngắn hạn	1,830	2,450	2,322	2,400
Vay dài hạn	2,089	2,085	2,720	3,078
Nợ dài hạn khác	5,653	6,513	5,844	5,636
Tổng Nợ dài hạn	7,742	8,598	8,564	8,714
Tổng Nợ	9,572	11,048	10,886	11,114
Vốn góp	3,000	3,000	3,300	3,300
Thặng dư vốn CP	42	42	44	44
LN để lại	977	686	1,402	3,170
Vốn chủ khác	940	1,300	1,382	1,370
CĐTS	780	1,128	1,181	1,181
Tổng Vốn CSH	4,958	5,028	6,128	7,884
Tổng nguồn vốn	14,530	16,076	17,014	18,998
Số lượng CP lưu hành (tr)	330	330	330	330

LCTT (tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
LỖ/LNTT	1,233	756	2,615	2,648
Khấu hao và phân bổ	510	389	1,038	1,074
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	1,813	715	3,965	2,838
LCTT từ HĐKD	519	774	2,065	2,285
Tiền chi mua TSCĐ	(907)	(1,066)	(1,497)	(571)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(367)	(1,059)	(423)	(2,704)
Tiền chi trả cổ tức	(204)	(724)	(986)	-
Tiền từ vay ròng	110	778	(64)	404
LCTT từ HĐTC	(94)	54	(1,050)	404
Dòng tiền đầu kỳ	668	727	495	1,087
Tiền trong kỳ	59	(231)	592	(15)
Dòng tiền cuối kỳ	727	495	1,087	1,072

Chỉ số (%)	2020	2021	2022	2023F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.75	1.65	1.80	2.17
Hệ số TT nhanh	1.46	1.42	1.32	1.98
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.66	0.69	0.64	0.58
Hệ số Nợ/VCSH	1.93	2.20	1.78	1.41
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	48	56	68	57
Số ngày phải thu	33	37	25	32
Số ngày phải trả	25	31	27	28
CCC	56	62	66	61
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	27.74%	17.14%	40.87%	39.11%
LNST	18.64%	13.44%	27.41%	25.64%
ROE	20.14%	11.50%	33.48%	26.41%
ROA	6.87%	3.60%	12.06%	10.96%
Định giá				
P/E	37.6	43.2	5.7	8.7
P/B	3.2	5.0	2.5	4.4
P/S	2.3	5.1	1.4	1.9
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	9%	-20%	74%	8%
Tăng trưởng LNTT	115%	-39%	246%	1%
Tăng trưởng EPS	152%	-48%	270%	-5%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

