

TỔNG CÔNG TY IDICO (IDC– HOSE)

“BĐS KCN tiếp tục là động lực tăng trưởng”

TRUNG LẬP

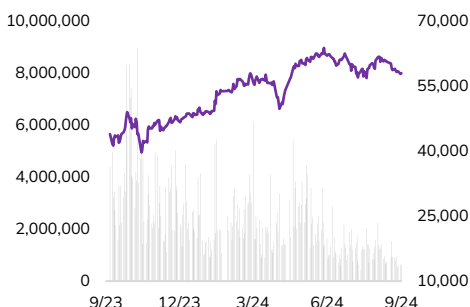
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bất động sản
Ngày báo cáo	: 17/09/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 58.200
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 62.600
Tỷ lệ tăng (%)	: 7,6%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 19.206
SLCPLH (CP)	: 329.999.929

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q2023	2Q2024
Tăng trưởng DTT (%)	-27,2%	-10,8%
Tăng trưởng LNST (%)	-62,6%	-19,0%
Biên LNG (%)	37,1%	37,7%
Biên LNST (%)	22,2%	20,1%
ROA (%)	7,8%	10,6%
ROE (%)	25,6%	38,1%
Nợ vay/VCSH (lần)	59,0%	49,7%
EPS (VND/CP)	1.617	1.311
BVPS (VND/CP)	14.912	14.417

Nguồn: IDC, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- **KQKD Q2/2024 sụt giảm so với cùng kỳ.** Trong Q2/2024, doanh thu thuần của IDC đạt 2.148 tỷ đồng (-10,8% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 432 tỷ đồng (-19% svck).
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, KQKD khởi sắc nhờ mảng bất động sản** khi IDC đạt mức tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần đạt 4.616 tỷ đồng (+29,9% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 1.128 tỷ đồng (+65,5% svck). IDC đã hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 69% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2024. Kết quả ấn tượng này nhờ vào mảng BĐS KCN, đặc biệt trong Q1/2024 với mức tăng 5 lần svck.
- **Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của IDC vẫn sẽ tích cực dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ **Mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng** với dòng vốn FDI chảy vào thị trường Việt Nam tiếp tục tích cực, IDC nắm giữ vị thế nhà phát triển KCN hàng đầu với quy mô đất sẵn sàng cho thuê lớn tại vị trí chiến lược như Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An, ... Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất với việc triển khai hàng loạt dự án mới như KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang), KCN Vinh Quang (Hải Phòng) và 6 KCN khác trên cả nước. Giá cho thuê KCN của IDC dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ những điều kiện thuận lợi của doanh nghiệp.
 - ✓ **Mảng điện phục hồi trở lại** khi mảng sản xuất điện được hỗ trợ khi pha thời tiết La Nina đã sớm quay lại từ Q3/2024, còn mảng điện phân phối tăng trưởng nhờ vào lượng khách hàng thuê đất KCN gia tăng.
 - ✓ **Tình hình tài chính lành mạnh và tỷ lệ trả cổ tức cao.** Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, nợ vay ở mức an toàn, IDC dự kiến tiếp tục duy trì tỷ lệ trả cổ tức năm 2024 ở mức 40% bằng tiền mặt.
 - ✓ **Triển vọng ngắn hạn trong nửa cuối năm 2024 có thể kém khả quan hơn** do việc doanh số cho thuê đất KCN đã chững lại trong Q2/2024, có thể không đạt được kế hoạch cả năm 2024 của doanh nghiệp do cạnh tranh từ thị trường Ấn Độ hay Indonesia, một số khách hàng lớn đang tạm hoãn quyết định đầu tư để chờ động thái hạ lãi suất của FED, quỹ đất cho thuê sẽ được bổ sung lượng lớn từ cuối 2025.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của IDC năm 2024F lần lượt ở mức **8.350 tỷ (+15,4% svck)** và **1.819 tỷ (+30,5% svck)**. EPS 2024F đạt 5.512 đ/cp và BVPS 2024F đạt 17.500 đ/cp tương đương với P/E và P/B 2024F đạt 10,6x & 3,3x tại giá hiện tại.
- Với triển vọng của IDC, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **62.600 đ/cp** và triển vọng tăng giá 7,6%.

- **Rủi ro**
 - ✓ Tiến độ triển khai các dự án bất động sản khu công nghiệp chậm hơn kỳ vọng.
 - ✓ Chi phí đền bù GPMB tăng mạnh.
 - ✓ Mạng thủy điện phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết và sẽ gặp rủi ro nếu như lượng nước mưa sụt giảm.
- **Cơ hội**
 - ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
 - ✓ Thủy văn thuận lợi sẽ hỗ trợ mạng thủy điện.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của IDC

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.485	7.237	8.350	8.877
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	74,0%	-3,3%	15,4%	6,3%
Lợi nhuận gộp	3.060	2.423	3.070	3.234
Biên lợi nhuận gộp (%)	40,9%	33,5%	36,8%	36,4%
Doanh thu tài chính	144	221	147	161
Chi phí tài chính	-186	-189	-168	-190
Chi phí bán hàng	-86	-115	-125	-133
Chi phí QLDN	-248	-247	-267	-294
Lợi nhuận từ HĐKD	2.561	2.095	2.655	2.778
Lãi/Lỗ khác	57	-38	17	18
Lợi nhuận trước thuế	2.618	2.057	2.672	2.796
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.768	1.394	1.819	1.903
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	27,4%	22,9%	25,6%	25,2%
EPS (đồng/cp)	5.605	4.223	5.512	5.767
BPVS (đồng/cp)	14.988	15.069	17.500	19.267

Nguồn: IDC, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

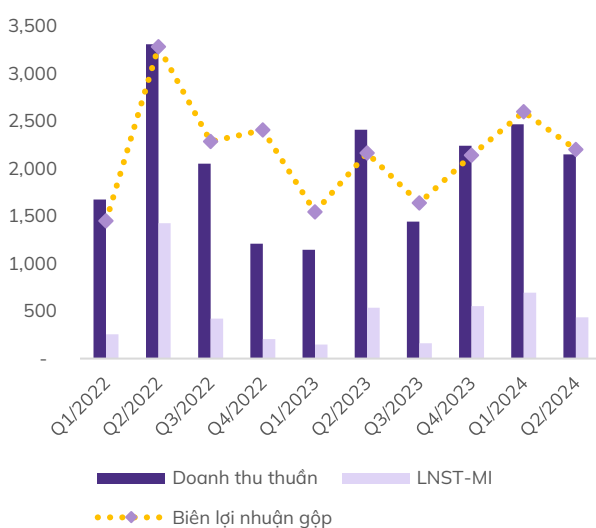
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2024 VÀ 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Chỉ tiêu	2Q2023	2Q2024	%YoY	1H2023	1H2024	%YoY
Doanh thu thuần	2.408	2.148	-10,8%	3.554	4.616	29,9%
Lợi nhuận gộp	892	810	-9,2%	1.196	1.908	59,6%
Biên LN gộp (%)	37,1%	37,7%		33,6%	41,3%	
Chi phí BH & QLDN	(95)	(91)	-4,3%	(162)	(184)	13,4%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT (%)	-3,9%	-4,2%		-4,6%	-4,0%	
Doanh thu tài chính	76	39	-48,3%	103	70	-31,6%
Chi phí tài chính	(51)	(35)	-30,7%	(105)	(70)	-33,2%
Chi phí lãi vay	(48)	(34)	-29,2%	(101)	(68)	-32,7%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	824	724	-12,0%	1.033	1.726	67,1%
Lợi nhuận trước thuế	827	737	-10,8%	1.040	1.737	66,9%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	534	432	-19,0%	681	1.128	65,5%
Biên LN ròng (%)	22,2%	20,1%		19,2%	24,4%	

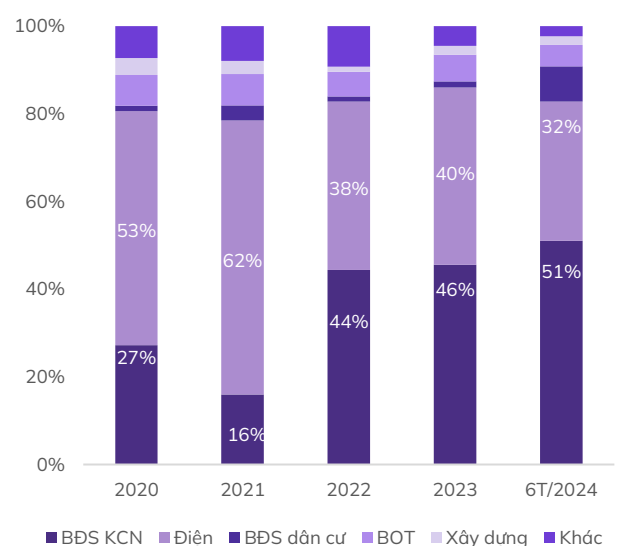
Nguồn: IDC, ABS Research

- KQKD nửa đầu năm 2024 khởi sắc nhờ mảng bất động sản.** Trong Q2/2024, doanh thu thuần của IDC đạt 2.148 tỷ đồng (-10,8% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 432 tỷ đồng (-19% svck). Sự sụt giảm này chủ yếu do mảng BĐS KCN ghi nhận doanh thu thấp hơn so với cùng kỳ. **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, KQKD duy trì mức tăng ấn tượng** khi doanh thu thuần 6T/2024 của IDC đạt 4.616 tỷ đồng (+29,9% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 1.128 tỷ đồng (+65,5% svck). IDC đã hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 69% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2024. Kết quả ấn tượng này phần lớn nhờ vào mảng BĐS KCN, đặc biệt trong Q1/2024 đạt mức tăng doanh thu hơn 5 lần svck, đến từ bàn giao đất tại các KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 MR, Quế Võ 2, Cầu Ngàn. Biên lợi nhuận gộp 6T/2024 của IDC tăng mạnh 7,7 dpt lên mức 41,3% do giá cho thuê đất KCN của IDC tăng. Bên cạnh đó, trong 6T/2024, KQKD tăng trưởng còn đến từ việc IDC đã ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 1,45 ha (trong tổng số 2,2 ha) đất thương mại tại dự án KDC trung tâm tại Phường 6 (Tân An, Long An) cho AEON, doanh thu 268 tỷ đồng.

KQKD của IDC giai đoạn 2022 – Q2/2024 (tỷ VND)



Cơ cấu doanh thu của IDC giai đoạn 2020 – 1H/2024



Nguồn: IDC, ABS Research

- BDS KCN tiếp tục là mảng chủ đạo, BDS dân cư ghi nhận doanh thu bàn giao cho AEON.** Trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của IDC, mảng BĐS KCN tiếp tục giữ vai trò đóng góp nhiều nhất từ năm 2022, trong nửa đầu năm 2024 hoạt động

này chiếm 51% tổng doanh thu của doanh nghiệp. Mảng BĐS dân cư có sự cải thiện rõ rệt (chiếm khoảng 8%) trong cơ cấu doanh thu.

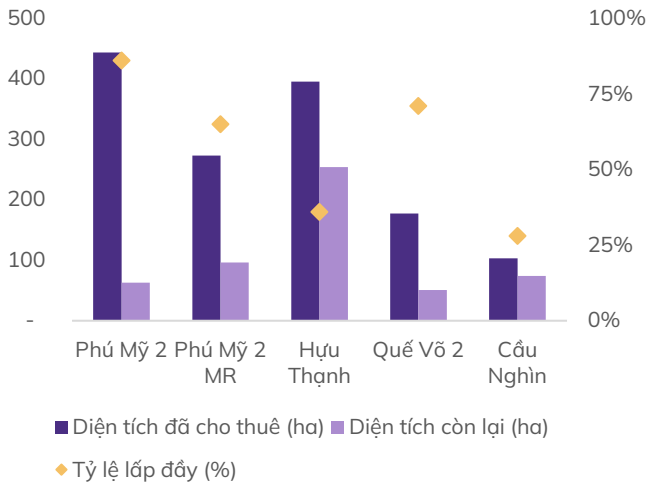
- **Mảng BĐS KCN:** doanh thu 6T/2024 là 2.354 tỷ đồng (+36% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 61,9% (tăng 10,2 đpt so với 6T/2023). Doanh số cho thuê đất KCN đạt 43,3 ha (-58% svck), cụ thể tại các KCN lần lượt là Hữu Thạnh (16,1 ha), Quế Võ 2 (13,6ha), Phú Mỹ 2 MR (9,1 ha), Cầu Nghìn (2,5 ha) và Phú Mỹ 2 (2 ha). Trong nửa đầu năm 2024, IDC cũng đã bàn giao hơn 65 ha đất KCN bao gồm 46 ha từ các hợp đồng đã ký và 19 ha từ hợp đồng ký mới (trên tổng diện tích MOU mới khoảng gần 70 ha). Doanh số cho thuê nửa đầu năm 2024 của IDC thấp hơn so với kỳ vọng của doanh nghiệp khi gặp phải cạnh tranh từ các thị trường Ấn Độ hay Indonesia (về giá cho thuê, chi phí nhân công, ...) cũng như việc doanh nghiệp vẫn đang đàm phán với một số khách hàng lớn để ký hợp đồng trong thời gian sắp tới. Về giá cho thuê KCN của IDC cũng tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, tiêu biểu tại KCN Hữu Thạnh (giá cho thuê khoảng 161 USD/m2 so với mức 148 USD/m2 cuối 2023), KCN Quế Võ 2 (giá cho thuê khoảng 150 USD/m2 so với mức 119 USD/m2 cuối 2023). Ngoài ra, IDC cũng đang triển khai một số KCN mới, đáng chú ý như KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) đã được chấp thuận chủ trương đầu tư với tổng diện tích 470 ha, doanh nghiệp đang tập trung GPMB cho dự án (dự kiến có thể cho thuê từ năm 2026). Đối với KCN Vinh Quang (Hải Phòng) với tổng diện tích 1.000 ha (GĐ1 là 350 ha), IDC đang tiếp tục hoàn thiện hồ sơ pháp lý để xin chấp thuận chủ trương đầu tư, dự kiến có thể được phê duyệt trong năm 2025.

Quỹ đất khu công nghiệp của IDC

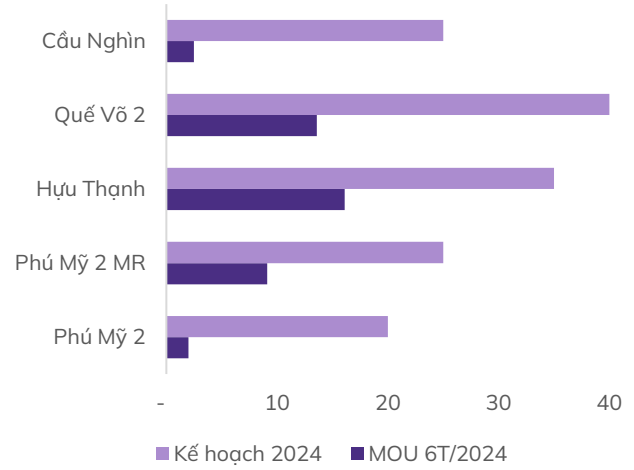
KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá thuê trung bình (USD/m2)	Lưu ý
Dự án đã lấp đầy								
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	100%	50	46	0	100%	N/A	
Mỹ Xuân B1	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	227	160	0	100%	N/A	
Mỹ Xuân A	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	302	229	0	100%	N/A	
Nhơn Trạch I	Đồng Nai	100%	382	284	0	100%	N/A	
Nhơn Trạch V	Đồng Nai	100%	309	229	0	100%	N/A	
Dự án đang triển khai								
Phú Mỹ 2	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	621	443	63	86%	124	
Phú Mỹ 2 MR	Bà Rịa - Vũng Tàu	100%	398	273	96	65%	126	
Hữu Thạnh	Long An	100%	524	395	254	36%	161	
Quế Võ 2	Bắc Ninh	51%	270	177	51	71%	150	
Cầu Nghìn	Thái Bình	100%	184	103	74	28%	81	
Tân Phước 1	Tiền Giang	65%	470	363	363	0%	N/A	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
Dự án chuẩn bị triển khai sắp tới								
Vinh Quang	Hải Phòng	100%	350	250	250	0%		Đã có quy hoạch 1/2000
Mỹ Xuân B1 mở rộng	Bà Rịa - Vũng Tàu	51%	N/A	N/A	N/A	N/A		Chờ phê duyệt chủ trương đầu tư
6 KCN khác	2 miền Bắc, 1 miền Trung, 3 miền Nam	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		Chờ phê duyệt quy hoạch 1/2000

Nguồn: IDC, ABS Research

Diện tích cho thuê tại các dự án KCN đến 1H/2024



Diện tích cho thuê mới 1H/2024 (ha)



Nguồn: IDC, ABS Research

- **Mảng BĐS dân cư:** như đã đề cập ở trên, doanh thu mảng này tăng mạnh trong nửa đầu năm 2024 (tăng 6,8 lần svck) nhờ vào việc hạch toán doanh thu chuyển nhượng 1,45 ha (trong tổng số 2,2 ha) đất thương mại tại dự án KDC trung tâm tại Phường 6 (Tân An, Long An) cho AEON, doanh thu 268 tỷ đồng. Lô đất còn lại với diện tích 0,8 ha (giá trị hơn 160 tỷ đồng), chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm nay.

Các dự án bất động sản nhà ở và thương mại của IDC

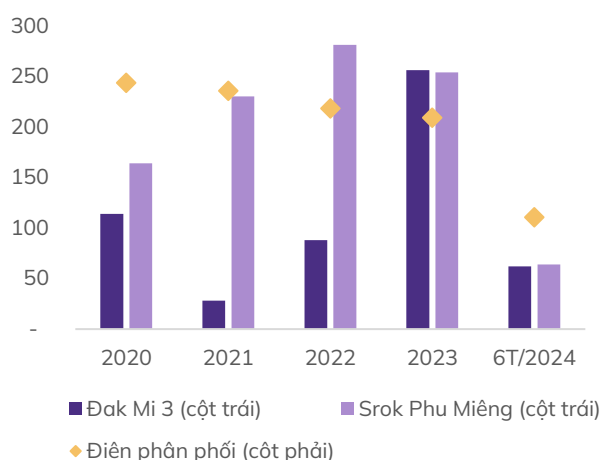
Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (m2)	Tình trạng dự án
Dự án nhà ở xã hội (NOXH)					
Nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch (số 1)	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	100.284	Hoàn tất điều chỉnh quy hoạch và được cấp phép xây dựng các tòa nhà 2-9 tầng
Nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch (số 2)	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	100.000	Hoàn tất điều chỉnh quy hoạch và được cấp phép xây dựng các tòa nhà 2-9 tầng
Khu dân cư Hựu Thạnh và nhà ở công nhân (In Home)	Long An	IDICO-LINCO	51%	470.939	Đã nhận Quyết định giao đất và phê duyệt đơn giá tiền sử dụng đất cho GD1 (33,44 ha)
Khu tái định cư Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước	Đồng Nai	IDICO-UDICO	66.9%	48.676	Đang thực hiện thủ tục pháp lý dự án
NOXH Vĩnh Cửu	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	79.400	Đang tham gia đấu thầu chủ đầu tư dự án
Dự án nhà ở thương mại khác					
Khu chung cư phức hợp QL 1K	Đồng Nai	IDICO-UDICO	66.9%	70.350	Hoàn thành GPMB. URBIZ và UDICO thành lập liên doanh để phát triển dự án này
KDC An Hòa	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	38.886	Đang điều chỉnh quy hoạch
Trụ sở chính IDICO-INCO10	Cần Thơ	IDICO-INCO10	97.8%	4.627	Đang chờ giấy phép xây dựng
KDC Bắc Châu Giang	Hà Nam	IDICO-CONAC	51%	56.527	Đang mở bán, cuối Q2/2024 đã bán 35 lô đất nền trong Q2/2024
KDC trung tâm mở rộng Long An	Long An	IDICO-LINCO	51%	30.500	Ký hợp đồng chính thức 2,2 ha với AEON. Đã bàn giao 1,45 ha cho AEON

Nguồn: IDC, ABS Research

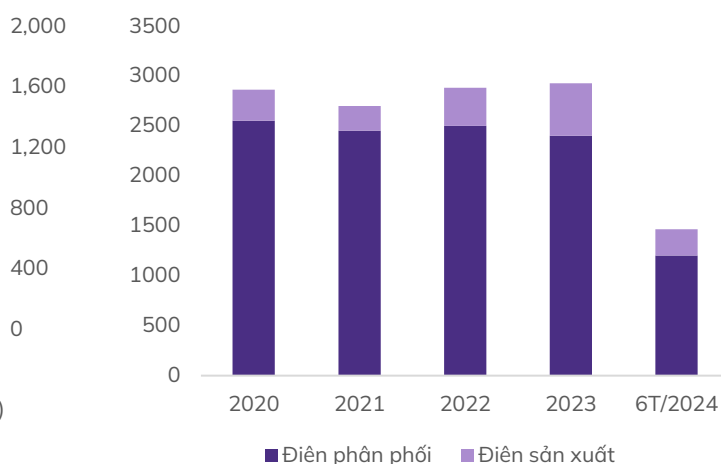
- **Mảng điện:** IDC sở hữu các dự án thủy điện Srok Phu Miêng và Đăk Mi 3 với tổng công suất 114 MW và 3 trạm biến áp (Tuy Hạ, Nhơn Trạch 5 và Hựu Thạnh) với tổng công suất là 481 MW. Doanh thu trong 6T/2024 đạt 1.468 tỷ đồng (+10% svck) nhờ vào việc sản lượng điện phân phối tại các KCN tăng lên khi có thêm nhiều nhà máy tại các KCN đi vào hoạt

động, số lượng các trạm biến áp gia tăng. Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp mảng này chỉ đạt 4,8% (so với mức 9,5% của 6T/2023) do nửa đầu năm nằm trong giai đoạn mùa khô dẫn đến tình trạng thiếu nước tại 2 nhà máy thủy điện (Đak Mi 3 và Srok Phu Miêng), theo đó nhà máy hoạt động dưới công suất ảnh hưởng tới biên lợi nhuận.

Sản lượng điện sản xuất và phân phối (triệu kWh)



Cơ cấu doanh thu điện sản xuất và phân phối (tỷ VND)

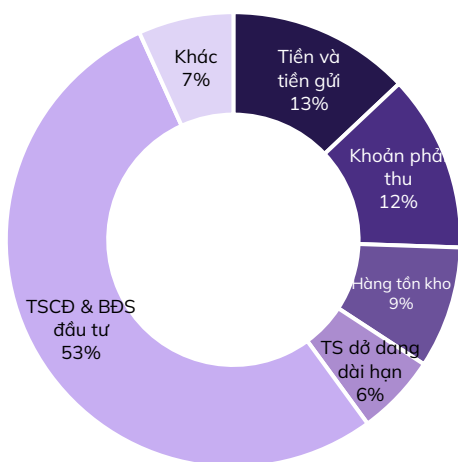


Nguồn: IDC, ABS Research

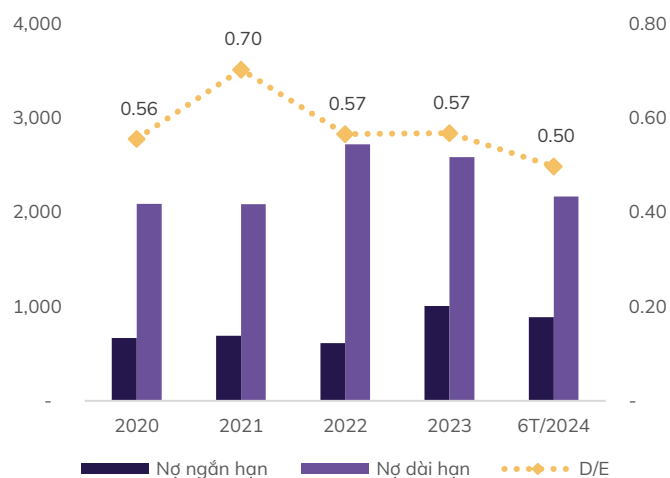
➤ **Mảng thu phí đường bộ (BOT):** Đây được coi là mảng mang lại doanh thu đều đặn hàng năm ở mức 400 – 450 tỷ đồng cho IDC tới từ 2 trạm BOT An Sương - An Lạc và BOT Quốc lộ 51 được vận hành thông qua công ty con của IDC.

- **Cơ cấu tài sản lành mạnh với lượng tiền mặt cao.** Giá trị tiền và tương đương tiền cùng với đầu tư tài chính ngắn hạn của IDC tại thời điểm 30/06/2024 đạt 2.277 tỷ đồng (+1,5% ytd, chiếm 13% cơ cấu tổng tài sản) bao gồm 1.010 tỷ đồng tiền và 1.266 tỷ đồng đầu tư tài chính ngắn hạn (tiền gửi ngân hàng). Hệ số thanh toán tiền mặt ở mức 0,23 lần.
- **Cơ cấu nợ vay ổn định, giảm so với đầu năm.** Tại thời điểm cuối Q2/2024, nợ vay của IDC giảm còn khoảng hơn 3 nghìn tỷ (so với mức 3,5 nghìn tỷ đồng đầu năm), trong đó chủ yếu là vay dài hạn. Dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh lớn (giá trị 2.296 tỷ đồng) cùng với lượng tiền (tiền mặt và tiền gửi ngân hàng) khoảng 2.276 tỷ đồng giúp cho doanh nghiệp chi trả bớt nợ vay. Hệ số D/E ở mức 0,5 lần so với mức 0,57 lần cuối năm 2023.

Cơ cấu tài sản của IDC tại 30/06/2024



Cơ cấu nợ vay của IDC 2020 – 1H/2024



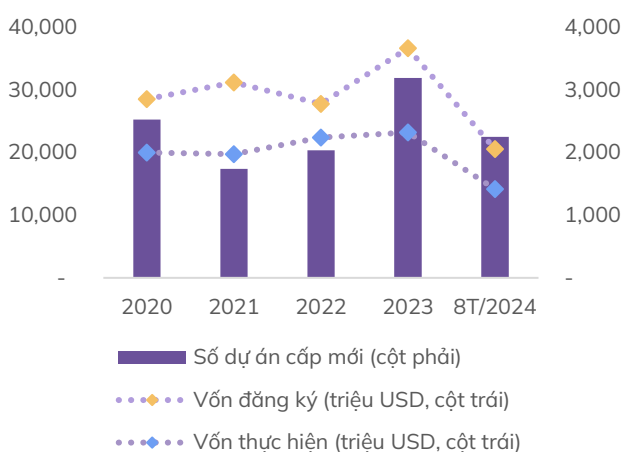
Nguồn: IDC, ABS Research

Triển vọng kinh doanh

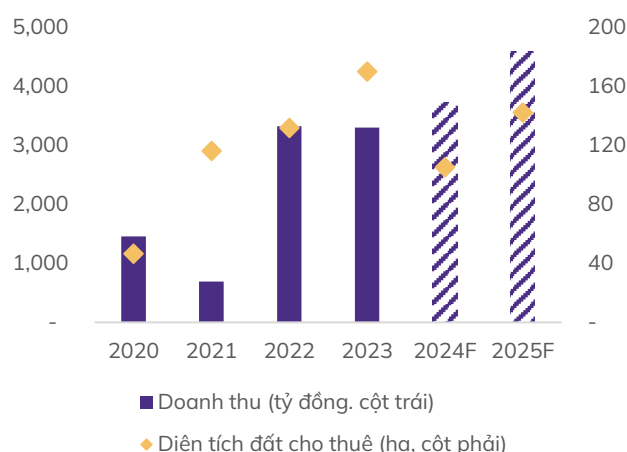
- **Mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng:**

- **Dòng vốn FDI tích cực** khi trong 8 tháng đầu năm 2024 với vốn đăng ký đạt hơn 20,5 tỷ USD (+7% svck), vốn thực hiện đạt 14,2 tỷ USD (+8% svck) với những điều kiện thuận lợi tại Việt Nam như (i) vị trí địa lý chiến lược, (ii) hạ tầng giao thông thuận lợi, (iii) chi phí điện nước, nhân công ở mức phù hợp, (iv) xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi thị trường Trung Quốc, các tập đoàn đa quốc gia thực hiện chiến lược “Trung Quốc + 1”. Các địa phương là địa bàn kinh doanh chính của IDC như Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An hay Bắc Ninh cũng là những khu vực có sức thu hút đầu tư lớn vốn đầu tư FDI.
- **IDC nắm giữ vị thế nhà phát triển KCN hàng đầu với quy mô đất sẵn sàng cho thuê lớn tại vị trí chiến lược.** IDC đang sở hữu quỹ đất KCN với tổng diện tích đạt trên 3.700 ha, diện tích đất thương phẩm hơn 2.700 ha và diện tích còn lại sẵn sàng để cho thuê đạt gần 600 ha tập trung chủ yếu tại Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bắc Ninh, Thái Bình... Diện tích cho thuê hàng năm của doanh nghiệp đạt khoảng 120 -150 ha giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động ổn định trong 3 – 5 năm tới. Các KCN của IDC cũng thường nằm ở vị trí thuận lợi, gần cảng hoặc gần khu vực tiêu dùng nội địa lớn (như cảng nước sâu ở Bà Rịa – Vũng Tàu hay Long An có hạ tầng kết nối tốt, ...) giúp hoạt động vận chuyển thuận lợi.

Vốn FDI đầu tư vào Việt Nam giai đoạn 2020 – 8T/2024



Diện tích và doanh thu cho thuê 2020 – 2025F

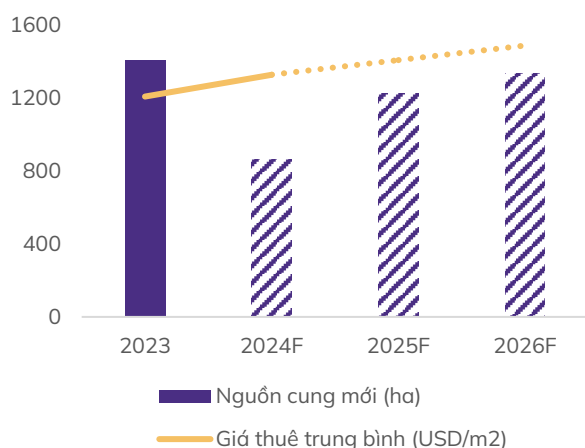


Nguồn: MPI, IDC, ABS Research

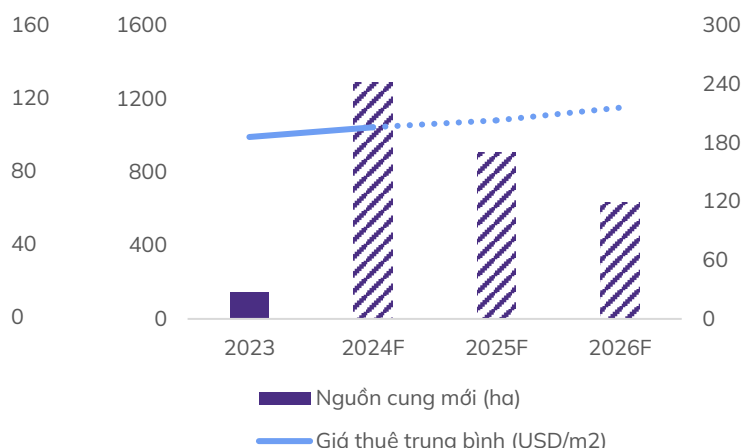
- **Tập trung mở rộng các dự án mới.** Doanh nghiệp với phương châm “mở rộng 2 ha quỹ đất mới sau mỗi ha cho thuê”, IDC đang tích cực trong quá trình tiến hành phát triển thêm các quỹ đất KCN nhằm bổ sung vào diện tích đất hiện có giúp duy trì tăng trưởng trong dài hạn. Ban lãnh đạo doanh nghiệp kỳ vọng các dự án này có thể bổ sung ngay khi các dự án hiện tại hết diện tích cho thuê. Mới đây, trong Q2/2024, IDC đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư dự án KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang), đang được doanh nghiệp tích cực GPMB để có thể mang lại doanh số cho thuê từ cuối năm 2025. Dự án KCN Vinh Quang (Hải Phòng) sau khi đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000, dự kiến có thể được chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2025. KCN Tân Phước 1 và Vinh Quang sẽ tiếp tục là 2 trụ cột đóng góp vào KQKD của IDC trong thời gian tới. Ngoài ra, doanh nghiệp đang nghiên cứu mở rộng thêm khoảng 6 KCN với quy mô gần 1.500 ha trong thời gian tới.
- **Giá cho thuê bình quân dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao.** Với những lợi thế từ dòng vốn FDI như đã đề cập ở trên cùng với việc sở hữu các KCN có nhiều yếu tố thuận lợi giúp giá cho thuê đất của IDC giữ ở mức cao, và tăng so với cùng kỳ. Dự kiến giá thuê bình quân cả nước cả năm 2024 của IDC đạt khoảng 140 USD/m²/chu kỳ thuê (+7,6% svck). Một số KCN có giá cho thuê cao và nguồn diện tích đất cho thuê còn lớn như KCN Hựu Thạnh (Long An), giá cho thuê trung bình khoảng 161 USD/m², KCN Quế Võ 2 (Bắc Ninh), giá cho thuê trung bình khoảng 150 USD/m². Tính chung tại các thị trường theo số liệu từ CBRE thì thị trường miền Bắc giá cho thuê cuối Q2/2024 đạt trung bình khoảng 134

USD/m²/kỳ hạn còn lại (+4,5% svck), thị trường miền Nam 173 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+1% svck). Dự báo tăng trưởng giá cho thuê giai đoạn 2024 – 2026 tại miền Bắc là 5-9%/năm, miền Nam là 3-7%/năm.

Dự báo nguồn cung mới và giá thuê thị trường miền Bắc



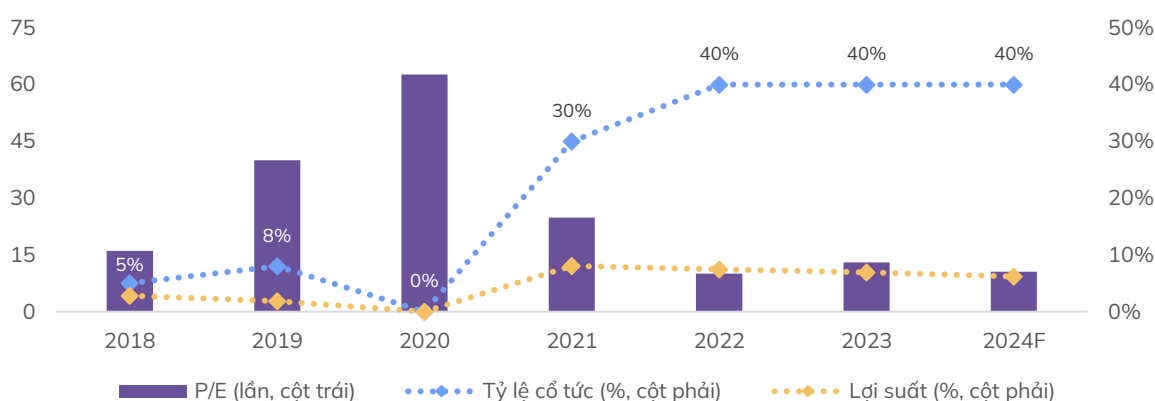
Dự báo nguồn cung mới và giá thuê thị trường miền Nam



Nguồn: CBRE, ABS Research

- Mảng điện phục hồi trở lại.** Hoạt động sản xuất và phân phối điện giúp IDC có dòng tiền ổn định hàng năm. Sản lượng điện dự kiến tăng 6,2% svck trong năm 2025, triển vọng mảng kinh doanh này phục hồi và tăng trưởng trong thời gian tới nhờ vào (i) mảng sản xuất điện tích cực hơn khi pha thời tiết La Nina La Nina đã sớm quay lại từ Q3/2024, cải thiện sản lượng của 2 nhà máy thủy điện; (ii) mảng phân phối điện tiếp tục tăng trưởng khi trạm biến áp tại KCN Hựu Thạnh vận hành 100% công suất cũng như việc gia tăng khách hàng thuê mới tại KCN này.
- Tình hình tài chính lành mạnh và tỷ lệ trả cổ tức cao.** Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định, tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay an toàn, IDC duy trì tỷ lệ trả cổ tức cao, duy trì ở mức 30 – 40% bằng tiền mặt từ năm 2021. Ngoài ra, theo ước tính và đánh giá của chúng tôi, doanh nghiệp có thể tiếp tục chi trả cổ tức 40% bằng tiền mặt trong cả năm 2025.

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt của IDC giai đoạn 2018 – 2024F



Nguồn: FiinPro, ABS Research

- Tuy nhiên, triển vọng nửa cuối năm 2024 có thể kém khả quan.** Chúng tôi đánh giá QKQD nửa cuối năm 2024 có thể kém khả quan hơn do doanh số cho thuê đất KCN dự kiến ở mức 105 ha (-38% svck), lượng bàn giao đạt 115 ha (+8,5% svck). Kết quả kém khả quan này đã xuất hiện trong Q2/2024, đến từ nguyên nhân (i) sự cạnh tranh của các thị trường Ấn Độ hay Indonesia, (ii) một số khách hàng lớn của IDC (từ Nhật Bản, Hàn Quốc) vẫn đang trong giai đoạn đàm phán, trì hoãn quyết định đầu tư để chờ quyết định liên quan đến lãi suất của FED và kết quả bầu cử Tổng thống Mỹ, (iii) thiếu diện tích đất mảnh lớn sẵn sàng cho thuê khi KCN Tân Phước 1 dự kiến có thể cho thuê từ cuối năm 2025, KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 MR diện tích còn lại không đủ lớn, nguồn cung chính tập trung ở KCN Hựu Thạnh, IDC với đặc thù ghi nhận doanh thu 1 lần với hoạt động cho thuê đất KCN nên doanh số cho thuê mới ảnh hưởng lớn đến QKQD của mảng BĐS KCN.

Dự phóng KQKD 2024 – 2025

- Dựa trên một số giả định chính:

- ✓ Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá cho thuê bình quân tại các khu công nghiệp của IDC năm 2024 ở mức 135 USD/m². Mức tăng giá hàng năm trong dài hạn khoảng 5%;
- ✓ Diện tích cho thuê năm 2024 có thể đạt khoảng 105 ha, đóng góp chủ yếu từ KCN là Hữu Thạnh và cụm KCN Phú Mỹ 2 & Phú Mỹ 2 MR; trong năm 2025 đạt khoảng 140 ha;
- ✓ Mạng BĐS dân cư trong nửa cuối năm 2024 sẽ ghi nhận doanh thu với phần 0,8 ha còn lại tại dự án KDC trung tâm Phường 6 (Tân An, Long An) cho AEON.
- ✓ Hoạt động kinh doanh điện dự kiến sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ khi có các khách hàng thuê mới tại các KCN hiện nay và hoạt động sản xuất điện phục hồi;
- ✓ Hoạt động thu phí đường bộ dự kiến sẽ tăng trưởng 5% khi lượng phương tiện lưu thông qua các trạm thu phí của IDC tăng lên.

- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024 của IDC lần lượt là **8.350 tỷ (+15,4% svck) và 1.819 tỷ (+30,5% svck)**. Năm 2025, doanh thu thuần dự kiến đạt **8.877 tỷ đồng (+6,3% svck)** và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt **1.903 tỷ đồng (+4,6% svck)**. EPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 5.512 đồng/cp & 5.767 đồng/cp, BVPS 2024F & 2025F dự kiến đạt 17.500 đồng/cp & 19.627 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 10,6 lần & 3,3 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2025F P/E và P/B đạt 10,1 lần và 3,0 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của IDC năm 2024F – 2025F theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
1. BĐS KCN					
Doanh thu	690.101	3.321.785	3.297.726	3.728.900	4.581.623
% YOY	-52,65%	381,35%	-0,72%	13,07%	22,87%
% Tổng doanh thu	16,04%	44,38%	45,57%	44,66%	51,61%
Giá vốn hàng bán	-558.019	-923.544	-1.573.098	-1.678.005	-2.061.730
Lợi nhuận gộp	132.082	2.398.242	1.724.628	2.050.895	2.519.892
% YOY	-85,90%	1715,72%	-28,09%	18,92%	22,87%
2. Điện					
Doanh thu	2.697.682	2.878.128	2.923.693	3.067.422	3.128.771
% YOY	-5,65%	6,69%	1,58%	4,92%	2,00%
% Tổng doanh thu	62,72%	38,45%	40,40%	36,74%	35,25%
Giá vốn hàng bán	-2.540.823	-2.640.974	-2.566.597	-2.760.680	-2.815.894
Lợi nhuận gộp	156.859	237.155	357.097	306.742	312.877
% YOY	-94,40%	51,19%	50,58%	-14,10%	2,00%
3. BĐS dân cư					
Doanh thu	149.386	85.764	102.995	587.070	146.767
% YOY	117,56%	-42,59%	20,09%	470,00%	-75,00%
% Tổng doanh thu	3,47%	1,15%	1,42%	7,03%	1,65%
Giá vốn hàng bán	-25.233	-20.667	-29.304	-154.567	-41.758
Lợi nhuận gộp	124.153	106.431	132.299	432.503	105.009
% YOY	197,55%	-14,27%	24,30%	226,91%	-75,72%
4. Thu phí đường bộ					
Doanh thu	308.603	421.234	440.281	462.295	485.410
% YOY	-17,74%	36,50%	4,52%	5,00%	5,00%
% Tổng doanh thu	7,17%	5,63%	6,08%	5,54%	5,47%
Giá vốn hàng bán	-137.838	-231.994	-250.826	-277.377	-291.246
Lợi nhuận gộp	446.441	653.228	691.107	739.672	776.655
% YOY	104,09%	46,32%	5,80%	7,03%	5,00%

5. Hợp đồng xây dựng					
Doanh thu	129.711	87.476	145.648	167.495	180.894
% YOY	-37,13%	-32,56%	66,50%	15,00%	8,00%
% Tổng doanh thu	3,02%	1,17%	2,01%	2,01%	2,04%
Giá vốn hàng bán	-114.285	-72.675	-134.714	-157.010	-167.314
Lợi nhuận gộp	15.426	14.802	10.934	10.485	13.580
% YOY	-46,37%	-4,05%	-26,13%	-4,11%	29,53%
6. Khác					
Doanh thu	342.980	691.087	326.689	336.490	353.314
% YOY	-11,91%	101,49%	-52,73%	3,00%	5,00%
% Tổng doanh thu	7,97%	9,23%	4,51%	4,03%	3,98%
Giá vốn hàng bán	-311.358	-608.388	-394.075	-409.378	-432.300
Lợi nhuận gộp	31.623	82.699	-67.386	-72.888	-78.986
% YOY	-129,31%	161,52%	-181,48%	8,17%	8,37%
7. Giảm trừ doanh thu					
Giảm trừ doanh thu	-17.226	-85	0	-85	-86
Tổng doanh thu	4.301.236	7.485.390	7.237.032	8.349.586	8.876.693
% YOY	-19,69%	74,03%	-3,32%	15,37%	6,31%
Tổng giá vốn hàng bán	-3.573.271	-4.425.566	-4.813.900	-5.280.007	-5.642.928
Tổng lợi nhuận gộp	727.966	3.059.823	2.423.132	3.069.579	3.233.765
Biên lợi nhuận gộp	16,92%	40,88%	33,48%	36,76%	36,43%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu IDC dựa theo phương pháp cộng thành phần (SOTP). Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán các mảng hoạt động Bất động sản khu công nghiệp, bán điện, BOT. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giá trị một số dự án BĐS do chưa có kế hoạch đầu tư rõ ràng và điều chỉnh thêm một số khoản mục nợ và chiết khấu thêm các rủi ro liên quan tới hoạt động của doanh nghiệp.

Một số giả định khác:

- ✓ Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ;
- ✓ Thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm;
- ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,7%. Phần bù rủi ro thị trường là 9%. Beta điều chỉnh là 1,2 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 10,5%.

Chỉ tiêu	Giả định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	2,7%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	9,0%
Beta	1,2
Chi phí VCSH (Cost of Equity)	13,2%
WACC	10,5%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	3%

Nguồn: ABS Research

Phương pháp cộng thành phần (SOTP)

Mảng hoạt động	Phương pháp	Đơn vị	Giá trị
BDS KCN	DCF	Tỷ đồng	13.650
Điện	DCF	Tỷ đồng	2.357
BDS dân cư	BV	Tỷ đồng	3.908
Thu phí đường bộ (BOT)	DCF	Tỷ đồng	729
Khác	BV	Tỷ đồng	290
Tổng giá trị theo mảng		Tỷ đồng	20.934
Giá trị tiền, các khoản đầu tư, khác		Tỷ đồng	2.794
Giá trị nợ vay		Tỷ đồng	(3.062)
Giá trị tài sản ròng (NAV)		Tỷ đồng	20.665
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		Cổ phiếu	329.999.929
Giá một cổ phần (đồng/cổ phiếu)			62.622

Nguồn: ABS Research

Như vậy, giá cổ phiếu IDC hợp lý ở mức 62.600 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng 7,6% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu IDC.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Tiến độ triển khai các dự án bất động sản khu công nghiệp chậm hơn kỳ vọng.
- ✓ Chi phí đền bù GPMB tăng mạnh do tác động của Luật Đất đai 2024 chính thức có hiệu lực từ 01/08/2024, siết chặt yêu cầu với các dự án được nhà nước hỗ trợ GPMB cũng như việc ban hành bảng giá đất sát với giá thị trường.
- ✓ Mảng thủy điện phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết và sẽ gặp rủi ro nếu như lượng nước mưa sụt giảm.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Thời tiết thuận lợi sẽ hỗ trợ mảng thủy điện.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.485	7.237	8.350	8.877
Giá vốn hàng bán	(4.426)	(4.814)	(5.280)	(5.643)
Lợi nhuận gộp	3.060	2.423	3.070	3.234
Doanh thu tài chính	144	221	147	164
Chi phí tài chính	(186)	(189)	(168)	(190)
Chi phí bán hàng	(86)	(115)	(125)	(133)
Chi phí QLDN	(248)	(247)	(267)	(294)
Lợi nhuận từ HKKD	2.561	2.095	2.655	2.781
Lãi/lỗ khác	56,9	(38,0)	16,7	17,8
Lợi nhuận trước thuế	2.618	2.057	2.672	2.798
Lợi nhuận sau thuế	2.055	1.656	2.138	2.239
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.768	1.394	1.838	1.925

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCT thuần từ HKKD	2.065	2.735	2.376	3.142
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(423)	(1.111)	(704)	(1.138)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	(1.050)	(1.378)	(1.395)	(1.222)
LCT thuần trong kỳ	592	246	276	781
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	495	1.087	1.087	1.363
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.087	1.334	1.363	2.144

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,80	1,51	1,76	1,89
Khả năng thanh toán nhanh	1,30	1,16	1,35	1,47
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,92	0,56	0,71	0,83
Khả năng thanh toán lãi vay	15,66	12,12	16,86	15,76

Cơ cấu vốn	2022	2023	2024F	2025F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,36	0,35	0,40	0,43
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,64	0,65	0,60	0,57
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,57	0,57	0,42	0,39

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày phải thu	25,14	36,09	36,59	35,21
Số ngày phải trả	26,51	24,88	21,80	21,20
Số ngày tồn kho	67,80	90,76	95,34	97,61

Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40,9%	33,5%	36,8%	36,4%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	34,7%	28,4%	32,1%	31,6%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	27,4%	22,9%	25,6%	25,2%
ROE	36,8%	26,9%	31,7%	28,9%
ROA	12,4%	9,5%	11,9%	11,9%
ROIC	24,2%	18,7%	22,7%	22,0%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.087	1.334	1.363	2.144
+ Đầu tư ngắn hạn	1.043	910	1.266	1.073
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	878	2.401	2.366	2.513
+ Hàng tồn kho	1.095	1.299	1.459	1.559
+ Tài sản ngắn hạn khác	66	74	45	48
Tài sản ngắn hạn	4.168	6.018	6.499	7.337
+ Các khoản phải thu dài hạn	1.315	46	108	114
+ Tài sản cố định	8.581	3.221	3.233	3.232
+ Bất động sản đầu tư	108	6.151	6.030	5.678
+ Tài sản dở dang dài hạn	2.049	1.323	1.161	1.944
+ Đầu tư dài hạn	240	158	188	188
+ Tài sản dài hạn khác	553	803	860	916
Tài sản dài hạn	12.846	11.703	11.580	12.072

Tổng Tài sản	2022	2023	2024F	2025F
+ Vay ngắn hạn	748	938	845	903
+ Phải trả người bán	343	314	317	339
+ Nợ ngắn hạn khác	1.574	3.049	2.850	2.989
Nợ ngắn hạn	2.322	3.986	3.695	3.892
+ Vay dài hạn	2.720	2.585	2.218	2.257
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	5.844	4.944	4.999	4.849
Nợ dài hạn	8.564	7.529	7.216	7.106
Tổng nợ phải trả	10.885	11.516	10.911	10.998
+ Vốn cổ phần	3.300	3.300	3.300	3.300
+ Thặng dư vốn cổ phần	44	44	44	44
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.402	874	2.250	2.855
+ Quỹ khác	1.382	1.987	1.681	1.994
Vốn chủ sở hữu	6.128	6.205	7.276	8.194
Tổng cộng nguồn vốn	17.013	17.720	18.186	19.193

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	74,0%	-3,3%	15,4%	6,3%
Tăng trưởng LNNT	200,9%	-19,8%	26,7%	5,2%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	255,5%	-19,4%	29,1%	4,7%
Tăng trưởng EPS	270,2%	-24,7%	31,9%	4,7%
Tăng trưởng VCSH	21,9%	1,3%	17,3%	12,6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	5,8%	4,2%	2,0%	7,4%

Định giá (lần)	2022	2023	2024F	2025F
P/E	10,03	13,19	11,26	10,75
P/B	2,12	3,70	3,32	3,01
EV/EBITDA	3,08	5,96	5,20	4,95
EV/Sales	1,58	2,55	2,40	2,25
EPS (đồng/cp)	5.605	4.223	5.571	5.834
BVPS (đồng/cp)	14.988	15.069	17.559	19.393

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

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

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn