TCT BECAMEX IDC (BCM) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND77.000	VND99.000	1,04%	KHẢ QUAN	BẤT ĐỘNG SẢN

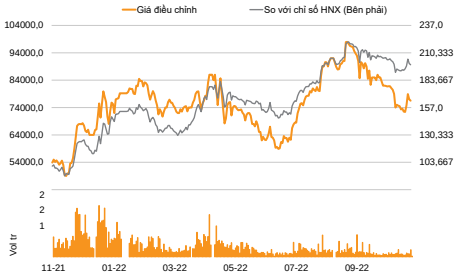
Ngày 22/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:0 Giữ:1 Bán:0
Giá mục tiêu/Consensus: 0,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
➢ N/A.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	98.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	49.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	14.326
Thị giá vốn (tỷ VND)	79.695
Free float (%)	3
P/E trượt (x)	46,7
P/B hiện tại (x)	4,8

Cơ cấu sở hữu

UBND tỉnh Bình Dương	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng vượt bậc trong năm 2022-23

- BCM và các công ty liên doanh liên kết (LDLK) sở hữu hơn 15.000 ha quỹ đất KCN trên khắp Việt Nam, đảm bảo khai thác trong ít nhất 10 năm.
- Dự báo lợi nhuận (LN) ròng 2022-23 tăng 66,2%/63,2% svck, nhờ chuyển nhượng dự án dân dụng và các KCN mới như Cây Trường và VSIP 3.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 99.000 đ/cp.

Sở hữu quỹ đất khu công nghiệp (KCN) lớn nhất trải dài khắp Việt Nam

BCM là nhà phát triển bất động sản (BĐS) KCN có quỹ đất lớn nhất trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành ở khu vực phía Nam, với 7 KCN trên 5.000 ha, chiếm 35-40% tổng quỹ đất công nghiệp của Bình Dương. BCM cùng các công ty LDLK sở hữu hơn 15.000ha quỹ đất KCN tại Việt Nam, chiếm khoảng 25% diện tích công nghiệp đưa vào hoạt động của Việt Nam vào cuối 2021.

Diện tích cho thuê đất KCN 2022-23 của BCM tăng trưởng ấn tượng…

Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất KCN 2022-23 của BCM duy trì tăng trưởng ấn tượng, lần lượt đạt 109ha (+18,7% svck)/119ha (+9,2% svck), nhờ KCN Cây Trường dự kiến khai thác từ 2023 và ~70ha cho thuê hàng năm từ KCN Bàu Bàng mở rộng. Kỳ vọng giá thuê trung bình +10-20% svck/năm do nhu cầu thuê đất KCN vẫn tích cực, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của BCM 2022-23 lần lượt đạt 3.258 tỷ đồng (+24,7% svck)/3.708 tỷ đồng (+13,8% svck).

...cùng với doanh thu từ BĐS dân dụng có thể tăng vọt trong năm 2023…

Chúng tôi ước tính doanh thu BĐS dân dụng năm 2022 của BCM đạt 2.925 tỷ đồng (-0,4% svck), chủ yếu từ chuyển nhượng dự án Uni Galaxy và bàn giao các dự án nhà ở xã hội. Chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ ghi nhận ~5.000 tỷ đồng doanh thu từ chuyển nhượng 18,9ha đất tại Thành phố mới Bình Dương cho CapitaLand trong 2023. Cùng với các dự án hiện hữu, chúng tôi ước doanh thu BĐS dân dụng năm 2023 của BCM tăng mạnh 111,6% svck lên 6.190 tỷ đồng.

…. và LN từ công ty LDLK tăng hai chữ số, từ đó thúc đẩy LN ròng của BCM tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022-23

Chúng tôi ước tính LN từ công ty LDLK của BCM trong năm 2022-23 tăng 2,9%/36,4% svck dựa trên mức nền thấp trong năm 2021-22 và sự tăng trưởng ổn định từ VSIP, BW và IJC. Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2022-23 của BCM lần lượt là 2.334 tỷ đồng (+66,2% svck)/3.809 tỷ đồng (+63,2% svck).

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 99.000 đồng/cp

Khuyến nghị Khả quan dựa trên 1) LN ròng tăng mạnh 66,2% svck/63,2% svck trong 2022-23; (2) định giá hấp dẫn với mức tăng 30%. Động lực tăng giá: 1) bán hàng từ KCN hoặc KĐT nhanh hơn, 2) khai thác các KCN mới sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán KCN, KĐT thấp hơn, 2) thủ tục pháp lý các dự án mới chậm và 3) đòn bẩy cao hơn có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.990	7.862	11.603	9.453
Tăng trưởng DT thuần	7,5%	12,5%	47,6%	(18,5%)
Biên lợi nhuận gộp	46,1%	42,3%	42,6%	44,7%
Biên EBITDA	38,6%	46,0%	45,2%	51,8%
LN ròng (tỷ)	1.405	2.334	3.809	3.613
Tăng trưởng LN ròng	(29,3%)	66,2%	63,2%	(5,1%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	(29,3%)	66,2%	63,2%	(5,1%)
EPS cơ bản	1.357	2.255	3.680	3.491
EPS điều chỉnh	1.357	2.255	3.680	3.491
BVPS	15.585	17.032	19.913	22.604
ROAE	8,7%	13,8%	19,9%	16,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú
tu.nguyencam2@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

TĂNG TRƯỞNG VƯỢT BẬC TRONG NĂM 2022-23

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với BCM do:

1) *BCM là một trong những doanh nghiệp (DN) phát triển KCN hàng đầu với 6 KCN đang hoạt động có tổng diện tích đất lên đến 4.000ha, và quỹ đất cho thuê còn lại lớn nhất trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành với khoảng 944ha.* Chúng tôi nhận thấy nhiều thách thức cho các DN phát triển KCN trong hai năm tới, do quá trình phê duyệt dự án chậm và nguồn vốn hạn chế. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ tạo cơ hội cho các DN đang sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, như BCM.

2) *LN ròng năm 2022-23 ước tính tăng trưởng mạnh mẽ (66,2%-63,2% svck).* Chúng tôi dự phóng doanh thu từ BĐS dân dụng sẽ tăng vọt trong năm 2023 nhờ ghi nhận ~5.000 tỷ đồng doanh thu từ chuyển nhượng 18,9ha đất tại Thành phố mới Bình Dương. Doanh thu từ BĐS KCN trong năm 2022-23 sẽ tăng trưởng ổn định lần lượt là 24,7% svck - 13,8% svck nhờ vào đóng góp của KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng.

Tiềm năng tăng giá có thể đến từ:

1) Giá thuê và diện tích thuê đất cao hơn dự kiến, đặc biệt tại các KCN mới như KCN VSIP 3 Bình Dương, KCN Cây Trường;

2) Các KCN mới khai thác sớm hơn dự kiến;

3) Theo Thông báo số 96/TB-VPCP ban hành vào tháng 4/2022, Thủ tướng Chính phủ đã đồng ý về chủ trương, BCM được dùng cổ tức hàng năm sau thuế để tăng vốn điều lệ giai đoạn 2021-2025, đảm bảo yêu cầu vốn cho Công ty. Chúng tôi kỳ vọng BCM có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý và thực hiện trả cổ tức cổ phiếu trong giai đoạn 2023-25;

4) Trong Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022, ban lãnh đạo chia sẻ dự kiến sẽ IPO VSIP trong vòng hai năm tới, từ đó có thể giúp BCM tăng vốn.

Rủi ro giảm giá: 1) doanh số bán KCN, KĐT thấp hơn dự kiến, 2) thủ tục pháp lý các dự án mới chậm và 3) đòn bẩy cao hơn có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp tổng hợp thành phần (SOTP) là 99.000 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 30%

Chúng tôi đánh giá BCM bằng cách định giá 4 mảng kinh doanh chính, gồm: KCN, BĐS nhà ở, BĐS thương mại và Khoản đầu tư vào các công ty LDLK.

Đối với mảng KCN, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để ước tính giá trị các KCN đang khai thác và đang triển khai phát triển. Chúng tôi ước tính tỷ lệ chiết khấu của BCM dựa trên chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 13,1% (lãi suất phi rủi ro (RFR): 4%). Tỷ lệ chiết khấu cụ thể sẽ được áp dụng riêng biệt cho từng dự án, nhằm phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro các dự án không được bán hết do điều kiện thị trường.

Hình 1: Định giá khu công nghiệp của BCM

Dự án	Phương pháp	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ chiết khấu	Sở hữu của BCM	Giá trị (tỷ đồng)	Nhận xét
KCN Cây Trường	DCF	490	14,6%	100%	3.648	Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu cao hơn cho dự án chưa khai thác. Kỳ vọng dự án KCN Cây Trường có thể khai thác từ 2023.
KCN Bàu Bàng mở rộng	DCF	248	13,1%	100%	4.265	
KCN Bàu Bàng	DCF	81	13,1%	100%	1.425	
KCN Mỹ Phước 3	DCF	60	13,1%	100%	1.014	
KCN Mỹ Phước 1	DCF	33	13,1%	100%	465	
KCN Thới Hòa	DCF	23	13,1%	100%	297	
KCN Mỹ Phước 2	DCF	10	13,1%	100%	201	
Tổng		**944**			**11.316**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với BĐS nhà ở và BĐS thương mại đang được triển khai và khai thác, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với tỷ lệ chiết khấu được ước tính dựa trên WACC là 13,1% (tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (TGR): 3%; RFR: 4%). Tỷ lệ chiết khấu cụ thể sẽ được áp dụng riêng biệt cho từng dự án, nhằm phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro các dự án không được bán hết do điều kiện thị trường không chắc chắn so với dự báo của chúng tôi.

Hình 2: Định giá bất động sản nhà ở và bất động sản thương mại của BCM

Dự án	Chủ đầu tư	Phương pháp	Tỷ lệ chiết khấu	Sở hữu của BCM	Giá trị (tỷ đồng)	Nhận xét
Becamex Tower (văn phòng)	BCM	DCF	11,0%	100%	1.470	Hoạt động ổn định từ 2012-13, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn WACC của BCM nhằm phản ánh dòng tiền ổn định của dự án này.
WTC Tower Bình Dương	BCM	DCF	12,1%	100%	1.341	Bắt đầu hoạt động từ cuối 2022, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu thấp hơn WACC của BCM nhằm phản ánh dòng tiền ổn định của dự án văn phòng cho thuê.
KDC TDC Hòa Lợi	TDC	DCF	14,1%	61%	914	Tỷ lệ chiết khấu dựa trên WACC của TDC.
KDC Sông Cấm	TDC	DCF	15,1%	61%	678	Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu cao hơn WACC của TDC cho dự án đang có kế hoạch/sắp triển khai.
TDC Plaza	TDC	DCF	15,1%	61%	548	Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu cao hơn WACC của TDC cho dự án đang có kế hoạch/sắp triển khai.
Khác	TDC	Sổ sách		61%	338	
Tổng					**5.288**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với quỹ đất đô thị chưa triển khai, chúng tôi ước tính dựa trên các giao dịch chuyển nhượng thực tế của BCM trong giai đoạn 2021-22.

Hình 3: Một số chuyển nhượng thực tế của BCM trong giai đoạn 2021-2022

Vị trí	Bên mua	Bên bán	Năm	Diện tích đất (ha)	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Đơn giá (đồng/m2)
Thành phố mới Bình Dương	CapitaLand	BCM	2021-22	18,9	5.060	26.772.487
Thủ Dầu Một	Gamuda Land	BCM	2021-22	5,6	1.250	22.315.451
Thủ Dầu Một	BCM	IJC	2021	0,3	51	18.181.818
Thủ Dầu Một	BCM	IJC	2021	1,7	337	18.181.818
Thủ Dầu Một	TDC	BCM	2021	1,5	300	20.133.066
Trung bình						**21.116.928**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Định giá quỹ đất đô thị chưa khai thác của BCM

Vị trí	Sở hữu của BCM	Tỷ lệ hấp thụ	Quỹ đất còn lại	Phương pháp	Đơn giá đất sau điều chỉnh (đồng/m2)	Tổng giá trị (tỷ đồng)	Nhận xét
Thủ Dầu Một	100%	57%	448	DCF	9.139.329	40.938	Chúng tôi giả định BCM có thể chuyển nhượng 10-15ha hàng năm với giá chuyển nhượng khoảng 20 triệu đồng/m2, tỷ lệ chiết khấu áp dụng là 13%.
Bến Cát	100%	76%	309	So sánh	4.153.985	12.823	Chúng tôi sử dụng đơn giá sau điều chỉnh của Thủ Dầu Một làm đơn giá so sánh do cùng quy mô diện tích. Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh 50-60% do vị trí tại Bến Cát kém thuận lợi hơn, căn cứ theo bảng giá đất Bình Dương.
Bàu Bàng	100%	28%	476	So sánh	1.827.866	8.695	Chúng tôi sử dụng đơn giá sau điều chỉnh của Thủ Dầu Một làm đơn giá so sánh do cùng quy mô diện tích. Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh 70-80% do vị trí tại Bàu Bàng kém thuận lợi hơn, căn cứ theo bảng giá đất Bình Dương.
Thuận An	100%	95%	12	So sánh	11.989.335	1.455	Chúng tôi sử dụng các chuyển nhượng thực tế của BCM làm tài sản so sánh do cùng quy mô diện tích. Chúng tôi điều chỉnh 30-40% cho yếu tố vị trí, căn cứ theo bảng giá đất Bình Dương.
Tổng						**63.911**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, chúng tôi áp dụng các phương pháp dự báo dòng tiền cho các công ty phát triển bất động sản như VSIP, BW, IJC, Becamex Bình Phước, Becamex Bình Định với tỷ lệ chiết khấu giả định dựa trên WACC là 13-16% (TGR: 3%; RFR: 4%). Tỷ lệ chiết khấu cụ

thể sẽ được áp dụng riêng biệt cho từng dự án, nhằm phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro các dự án không được bán hết do điều kiện thị trường không chắc chắn so với dự báo của chúng tôi. Đối với doanh nghiệp bất động sản bán lẻ, kinh doanh nước, v.v. như Becamex Tokyu, BWE, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 2023 là 12-13x.

Hình 5: Định giá khoản đầu tư của BCM vào các công ty LDLK

Công ty	Phương pháp	Sở hữu của BCM	Giá trị (tỷ đồng)	Nhận xét
+ VSIP	RNAV, WACC: 13%	49%	18.566	Chúng tôi đánh giá VSIP bằng cách định giá 4 mảng kinh doanh chính, bao gồm: Khu công nghiệp, Bất động sản nhà ở, Bất động sản thương mại và kinh doanh kho xưởng.
+ BW	DCF 25 năm	30%	4.535	
+ IJC	RNAV, WACC: 16%	50%	3.476	Chúng tôi đánh giá IJC bằng cách định giá 3 mảng kinh doanh chính, bao gồm Bất động sản nhà ở; Bất động sản thương mại; BOT.
+ Becamex Tokyu	P/E mục tiêu 2023, 13x	35%	4.556	
+ BWE	P/E mục tiêu 2023, 12x	19%	1.863	
+ Becamex Bình Phước	RNAV, WACC: 15%	40%	534	
+ Becamex Bình Định	RNAV, WACC: 15%	40%	264	
+ Khác	P/E mục tiêu 2023, 10-12x		2.459	
Tổng			**36.252**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với các tài sản khác, các khoản nợ và lợi ích thiểu số, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tại thời điểm cuối Q3/22.

Định giá theo SOTP của chúng tôi ước là 99.000 đồng/cp, tương ứng với mức tiềm năng tăng giá 30%, bao gồm tỷ suất cổ tức.

Hình 6: Định giá vốn chủ sở hữu

	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
BĐS KCN	DCF	11.316
BĐS dân cư và thương mại	DCF	5.288
Quỹ đất dân dụng chưa triển khai	So sánh	63.911
Đầu tư trong liên doanh liên kết	SOTP	36.252
(+) Tiền và tương đương tiền	Sổ sách	1.870
(-) Nợ vay	Sổ sách	15.155
(-) Lợi ích thiểu số	Sổ sách	1.089
Vốn chủ sở hữu		**102.393**
Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)		1.035
Giá mục tiêu (đồng/cp)		**99.000**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy để đo lượng mức độ thay đổi của giá mục tiêu khi một số giả định thay đổi như sau:

Hình 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo đơn giá đất tại Thủ Dầu Một và Bến Cát (đồng/m2)

Đơn giá đất tại Bến Cát	Đơn giá đất tại Thủ Dầu Một						
	7.000.000	8.000.000	9.139.329	10.000.000	11.000.000	12.000.000	13.000.000
2.000.000	83.300	87.600	92.600	96.300	100.600	104.900	109.300
3.000.000	86.300	90.600	95.500	99.300	103.600	107.900	112.200
4.153.985	89.700	94.000	99.000	102.700	107.000	111.400	115.700
5.000.000	92.200	96.600	101.500	105.200	109.600	113.900	118.200
6.000.000	95.200	99.600	104.500	108.200	112.500	116.900	121.200
7.000.000	98.200	102.500	107.500	111.200	115.500	119.800	124.200
8.000.000	101.200	105.500	110.500	114.200	118.500	122.800	127.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu theo tỷ lệ chiết khấu (đồng/m2)

Tỷ lệ chiết khấu VSIP	Tỷ lệ chiết khấu BCM								
	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
10%	102.400	101.700	101.200	100.600	100.100	99.600	99.200	98.800	98.400
11%	101.800	101.200	100.600	100.100	99.500	99.100	98.600	98.200	97.800
12%	101.300	100.600	100.100	99.500	99.000	98.500	98.100	97.700	97.300
13%	100.800	100.100	99.600	99.000	98.500	98.000	97.600	97.200	96.800
14%	100.300	99.700	99.100	98.500	98.000	97.600	97.100	96.700	96.300
15%	99.800	99.200	98.600	98.100	97.600	97.100	96.700	96.300	95.900
16%	99.400	98.800	98.200	97.700	97.200	96.700	96.300	95.900	95.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: So sánh cách doanh nghiệp cùng ngành

		Giá hiện tại		Vốn hóa	P/E (x)		EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		
Tên công ty	**Mã**	Nội tệ	**Khuyến nghị**	Tr.USD	2022	2023	Tăng trưởng kép (%)	2022	2023	2022	2023	**Nợ ròng/VCSH Q3/22 (%)**
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	77.000	Khả quan	3.213	35,9	19,4	33,1	4,5	3,8	13,8	19,9	71,5
Cao su Việt Nam	GVR VN	12.150	KKN	1.959	11,8	11,0	10,4	N/A	N/A	8,2	8,5	(14,3)
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	30.100	KKN	544	7,0	8,2	3,6	1,8	1,4	28,0	25,0	6,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	16.400	Khả quan	507	3,5	2,4	30,3	0,7	0,5	22,4	25,7	29,5
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	30.000	KKN	399	4,8	4,0	19,5	1,5	1,5	13,0	16,0	22,3
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	68.100	KKN	250	6,4	N/A	N/A	1,6	N/A	31,5	27,5	(100,4)
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	37.000	Khả quan	202	6,0	6,8	8,4	1,5	1,3	32,9	28,6	(43,4)
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	25.600	Khả quan	103	9,7	4,9	66,7	1,6	1,3	18,9	32,0	133,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	105.500	KKN	102	6,3	2,8	N/A	N/A	N/A	44,7	51,1	(131,5)
CTCP Long Hậu	LHG VN	17.800	KKN	36	3,8	2,7	23,7	0,6	0,5	13,4	16,7	(72,6)
Trung bình VN					**6,6**	**5,4**	**23,2**	**1,3**	**1,1**	**22,9**	**25,7**	**(16,3)**

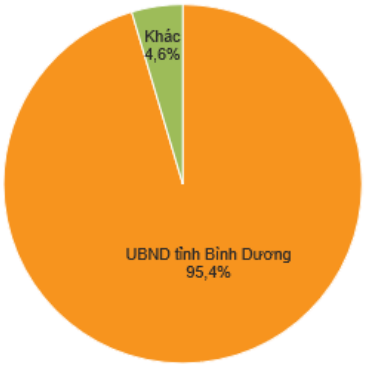
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 18/11/2022)

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) được thành lập vào năm 1976 tại tỉnh Bình Dương, Việt Nam với tư cách là một công ty nhà nước. Trong 46 năm qua, Becamex đã mở rộng hoạt động với hơn 20 công ty con và công ty LDLK ở nhiều lĩnh vực bao gồm logistics, xây dựng, thương mại, bất động sản, viễn thông, sản xuất bê tông, vật liệu xây dựng, khai khoáng, dược phẩm, y tế và giáo dục… Tuy nhiên, phát triển BĐS KCN và dân dụng vẫn là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Công ty.

Becamex là thương hiệu uy tín với bề dày thành tích phát triển các dự án lớn trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Các KCN của Becamex đã thu hút hơn 500 công ty đến từ hơn 30 quốc gia khác nhau. Hơn nữa, công ty có mối quan hệ chặt chẽ với chính quyền trung ương và địa phương, có thể hỗ trợ các nhà đầu tư về thủ tục hành chính, pháp lý để đầu tư tại Bình Dương.

Cơ cấu sở hữu của BCM cuối năm 2021



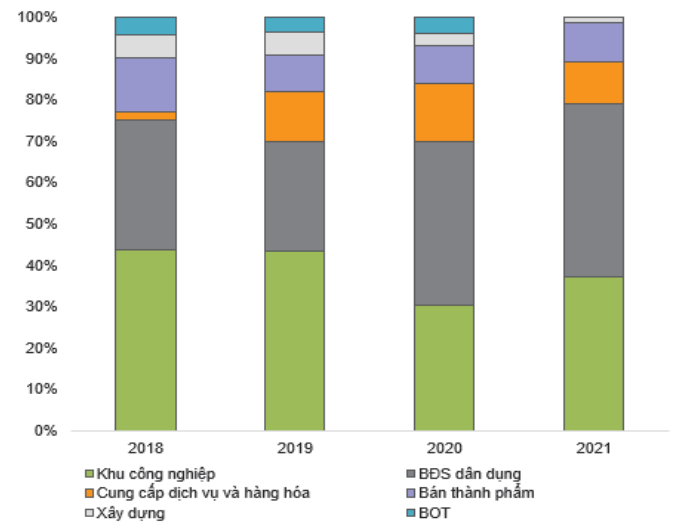
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Cấu trúc của BCM



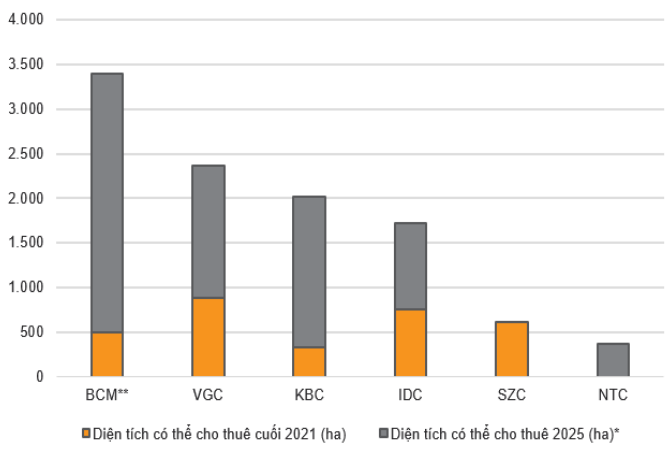
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Cơ cấu doanh thu của BCM trong giai đoạn 2018-21



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: So sánh quỹ đất cho thuê còn lại của các DN phát triển KCN niêm yết tại Việt Nam



**Dựa theo ước tính của chúng tôi.*

*** Bao gồm VSIP, Becamex Bình Định, Becamex Bình Phước*

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

BCM là nhà phát triển KCN hàng đầu tại Bình Dương

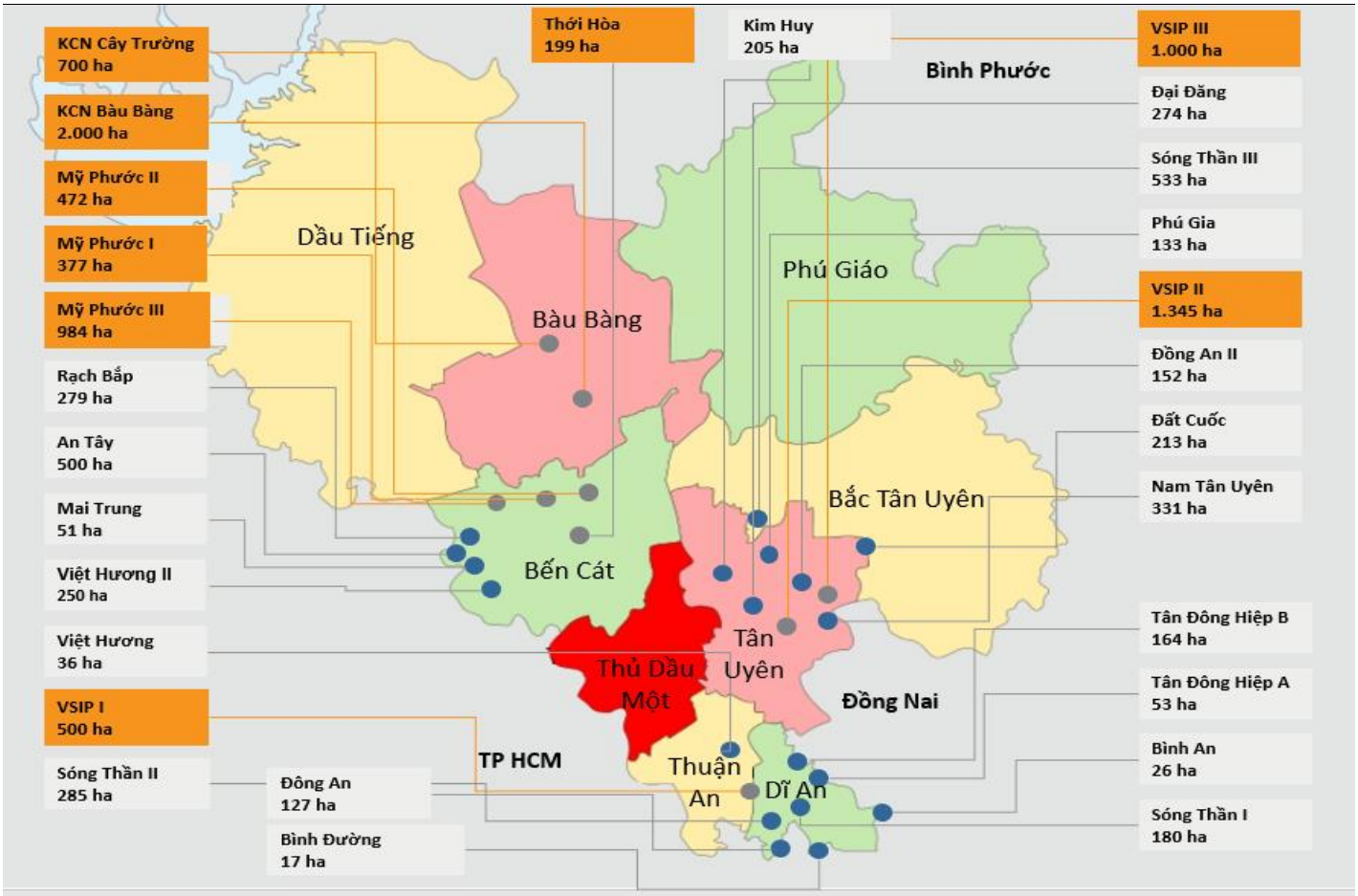
Bình Dương - điểm sáng trong thu hút vốn đầu tư FDI

Phần lớn quỹ đất của BCM nằm ở tỉnh Bình Dương, trung tâm kinh tế trọng điểm ở phía Nam Việt Nam. Bình Dương là một trong những tỉnh có tốc độ phát triển kinh tế xã hội và thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) nhanh nhất Việt Nam.

Với nhiều chính sách đầu tư ưu đãi và cam kết về cơ sở hạ tầng đã tạo môi trường đầu tư thuận lợi cho các nhà đầu tư, Bình Dương đã trở thành một trong những trung tâm công nghiệp của phía Nam với 29 KCN, có diện tích đất hơn 13.500ha. Tính đến cuối năm 2021, Bình Dương chỉ đứng sau TP.HCM về thu hút FDI với hơn 4.000 dự án, thu hút tổng vốn đăng ký 40 tỷ USD từ 65 quốc gia. Trong 8T22, Bình Dương đã thu hút khoảng 2,6 tỷ USD vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (+72% svck) với một số dự án đáng chú ý như Lego (tổng vốn đầu tư 1 tỷ USD), Pandora (tổng vốn đầu tư 100 triệu USD). Chúng tôi tin rằng Bình Dương là một trong những tỉnh hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng dòng vốn FDI vào Việt Nam mạnh mẽ và giá thuê đất KCN duy trì đà tăng trong vài năm tới.

BCM hiện là nhà phát triển KCN hàng đầu tại Bình Dương với 6 KCN đang hoạt động có diện tích hơn 4.000ha, chiếm khoảng 30% tổng quỹ đất công nghiệp của Bình Dương. Ngoài ra, BCM dự kiến đưa KCN Cây Trường (700ha) với tổng vốn đầu tư 5.459 tỷ đồng vào khai thác từ năm 2023, nâng tổng diện tích cho thuê còn lại lên 944ha, lớn nhất trong các DN niêm yết cùng ngành tại phía Nam.

Hình 13: BCM và các công ty LDLK chiếm khoảng 60% quỹ đất công nghiệp của Bình Dương



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Các KCN của BCM vào cuối năm 2021: KCN Cây Trường (700ha) được bổ sung giúp củng cố vị thế dẫn đầu về quỹ đất

Dự án	Sở hữu của BCM	Diện tích đất (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá thuê (USD/m2/kỳ thuê)	Thời hạn thuê
KCN Mỹ Phước 1	100%	377	274	33	88%	451	90-110	2002 - 2051
KCN Mỹ Phước 2	100%	472	344	10	97%	746	125-140	2005 - 2054
KCN Mỹ Phước 3	100%	984	671	60	91%	693	140-160	2008 - 2057
KCN Bàu Bàng	100%	1.001	735	81	89%	3.334	120-140	2007 - 2057
KCN Bàu Bàng mở rộng	100%	1.000	755	248	67%	5.766	130-150	2016 - 2066
KCN Thới Hòa	100%	202	153	23	85%	666	110-120	2009 - 2059
KCN Cây Trường	100%	700	490	490	0%	5.459	120	2016 - 2066
Tổng		**4.736**	**3.420**	**944**				

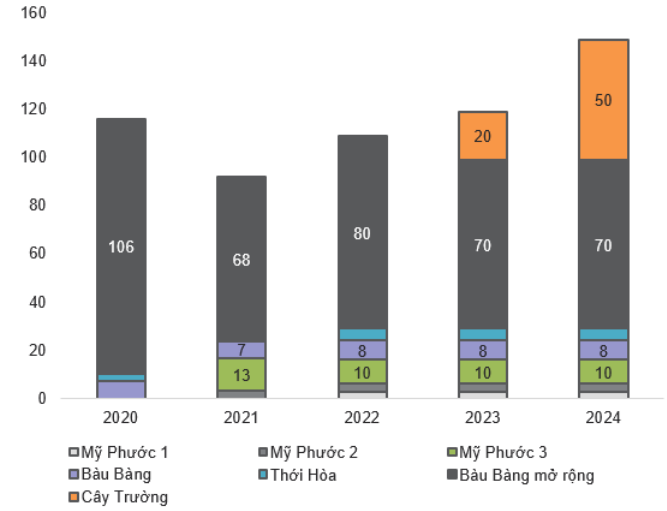
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Diện tích cho thuê đất KCN của BCM tăng trưởng ấn tượng trong 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất KCN của BCM duy trì tăng trưởng ấn tượng trong 2022-23, lần lượt đạt 109ha (+18,7% svck)/119ha (+9,2% svck), được thúc đẩy bởi KCN Cây Trường dự kiến khai thác từ năm 2023 và KCN Bàu Bàng mở rộng. Chúng tôi lưu ý chưa phản ánh sự đóng góp của KCN Lai Hưng trong dự phóng, do công ty chưa nhận được sự chấp thuận của chính quyền địa phương để phát triển dự án.

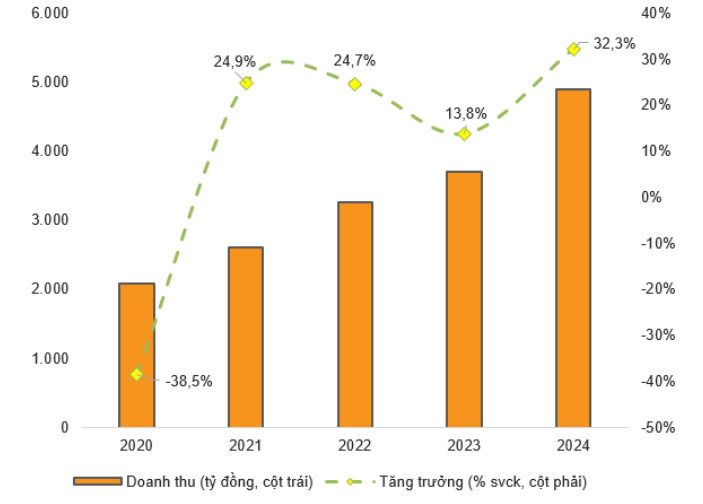
Cùng với kỳ vọng giá thuê trung bình tăng 10-20% svck/năm do nhu cầu thuê đất KCN vẫn tích cực, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của BCM lần lượt đạt 3.258 tỷ đồng (+24,7% svck)/3.708 tỷ đồng (+13,8% svck) trong năm 2022-23.

Hình 15: KCN Bàu Bàng mở rộng và KCN Cây Trường đóng góp đáng kể vào doanh số bán đất KCN của BCM trong 2022-24… (ha)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16:…từ đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu KCN năm 2022-24



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hợp tác chiến lược với các doanh nghiệp uy tín như Sembcorp, Warburg Pincus để mở rộng diện tích KCN trên khắp Việt Nam

Bên cạnh việc phát triển các KCN và khu đô thị tại Bình Dương, BCM còn là đối tác chiến lược với các doanh nghiệp uy tín như Sembcorp, Warburg Pincus để mở rộng quỹ đất trên khắp Việt Nam như Bình Định, Bình Phước, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, v.v. .

VSIP - nhà phát triển KCN và KĐT tích hợp hàng đầu với danh mục đầu tư trải dài trên khắp Việt Nam

Công ty TNHH Khu công nghiệp Việt Nam-Singapore (VSIP), biểu tượng của mối quan hệ gắn bó giữa Việt Nam và Singapore, là liên doanh giữa Becamex IDC (giữ 49% cổ phần) và Sembcorp (giữ 51% cổ phần).

Kể từ khi thành lập năm 1996, VSIP đã trở thành nhà phát triển KCN và đô thị tích hợp hàng đầu tại Việt Nam, với 12 dự án trên khắp các khu vực kinh tế trọng điểm của miền Nam, miền Trung và miền Bắc Việt Nam, có tổng diện tích đất là 10.027ha. VSIP đã đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy chuyển đổi giá trị gia tăng nền kinh tế, thu hút 15,6 tỷ USD tổng vốn đầu tư từ 670 công ty và tạo ra hơn 293.000 cơ hội việc làm trong cả nước.

Hình 17: Danh mục đầu tư của VSIP trải dài khắp Việt Nam vào cuối Q3/22



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Danh sách các KCN đang khai thác và trong kế hoạch phát triển của VSIP

Dự án	Sở hữu của BCM	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích đất KCN (ha)	Tỷ lệ lấp đầy KCN	Giá chào thuê (USD/m2/kỳ thuê)	Thời hạn
Đang khai thác						
VSIP I Bình Dương	49%	465	465	100%	350-385	1996 - 2046
VSIP II Bình Dương	49%	2.045	1.345	100%	180-200	2006 - 2055
VSIP Bắc Ninh	49%	700	500	100%	200-220	2007 - 2056
VSIP Hải Dương	49%	150	150	100%	100-120	2015 - 2065
VSIP Hải Phòng	49%	1.600	507	~90%	150-160	2008 - 2057
VSIP Nghệ An 1	49%	750	226	~90%	58	2015 - 2064
VSIP Quảng Ngãi	49%	915	660	55-60%	60-65	2013 - 2062
VSIP III Bình Dương	49%	1.000	1.000	0%	130-140	Khởi công đầu 2022
Becamex Bình Định	40%	1.374	1.000	5-10%	50-70	Khởi công đầu 2021
Becamex Bình Phước	40%	4.600	2.432	30-40%	90-100	2015
Sắp tới						
VSIP Bắc Ninh II	49%	273	273	0%	150	2023-24
VSIP Nghệ An 2	49%	142	114	0%	60	2023-24
VSIP Hải Dương 2	49%	559	559	0%	N/A	N/A
VSIP Quảng Trị	49%	481	~330	0%	N/A	N/A
Becamex VSIP Bình Thuận	30%	N/A	4.984	0%	N/A	N/A
VSIP Cần Thơ	49%	294	~200	0%	N/A	N/A

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Ngoài ra, VSIP là đơn vị tiên phong trong mô hình KCN xanh, thông minh và bền vững trong chiến lược dài hạn với KCN VSIP III Bình Dương rộng 1.000ha đã khởi công xây dựng vào tháng 3/2022.

KCN VSIP III Bình Dương được thiết kế kết hợp công nghệ thông minh 4.0 trong các hoạt động của KCN, từ sử dụng năng lượng, nước và chất thải, đến quản lý giao thông và an ninh. Giai đoạn 1 (rộng 100ha) đã đạt đủ điều kiện cấp Chứng Nhận Xanh Green Mark của Cơ quan Quản Lý Xây dựng Singapore (BCA), giúp dự án này trở thành một trong những KCN có môi trường làm việc xanh và bền vững nhất tại Việt Nam. Tại buổi lễ khởi công, công ty công bố đã ký các Biên bản ghi nhớ (MOU) cho hơn 176ha đất với tổng vốn đầu tư là 1,8 tỷ USD. Trong đó, Tập đoàn LEGO, tập đoàn sản xuất đồ chơi đến từ Đan Mạch, đã khởi công phát triển nhà máy trung hòa carbon đầu tiên trên thế giới của Tập đoạn tại KCN VSIP III vào đầu tháng 11/2022, có tổng diện tích là 44ha với vốn đầu tư hơn 1 tỷ USD.

Ngoài ra, VSIP cũng đang nghiên cứu mở rộng thêm các dự án mới tại các tỉnh Bắc Ninh, Quảng Trị, Nghệ An, v.v. để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng về bất động sản KCN tại Việt Nam, có khả năng đưa vào khai thác thêm 2.000ha đất công nghiệp trong giai đoạn 2022-24. Chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận dài hạn của VSIP.

Hình 19: KCN VSIP III Bình Dương, tiên phong trong mô hình khu công nghiệp xanh, thông minh và bền vững tại Việt Nam

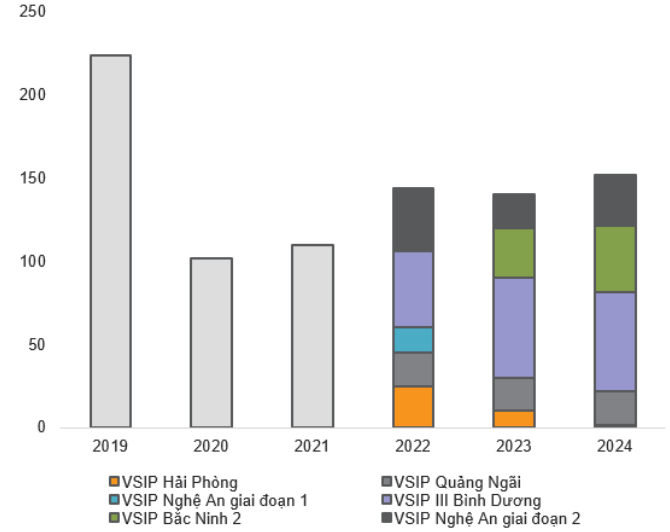


- Dự án: VSIP III Bình Dương.
- Tổng diện tích đất: 1.000ha.
- Tổng chi phí phát triển dự án: >500 triệu USD
- Giá thuê dự kiến: 130-140 USD/m2/kỳ thuê
- Trạng thái: khởi công từ 19/03/2022.
- Khách thuê tiềm năng: LEGO (vốn đầu tư 1 tỷ USD), Pandora (vốn đầu tư 100 triệu USD),..

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

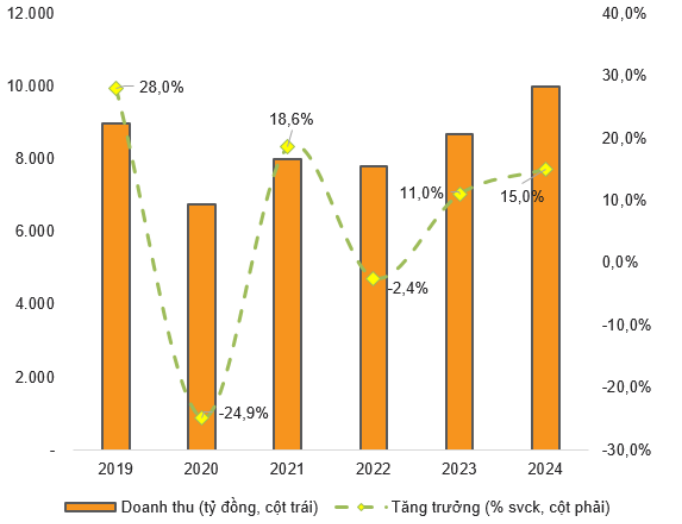
Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ cho thuê 140-180ha diện tích đất KCN hàng năm và giá thuê trung bình sẽ tăng khoảng 10-20%/năm trong giai đoạn 2022-24, thúc đẩy doanh thu của VSIP đạt 7.814 tỷ đồng (-2,4% svck) trong năm 2022 và 8.677 tỷ đồng (+11,0% svck)/9.983 tỷ đồng (+15,0% svck) trong giai đoạn 2023-2024. Trong đó, KCN VSIP III Bình Dương sẽ đóng góp đáng kể 15-30% với 50-80ha sẽ được bàn giao trong giai đoạn 2022-2024. Chúng tôi ước tính LN VSIP mang lại cho BCM đạt 710 tỷ đồng (-8,9% svck) năm 2022 và 856 tỷ đồng (+20,6% svck)/1.015 tỷ đồng (+18,6% svck) trong giai đoạn 2023-24, chiếm 20-30% LN ròng của BCM.

Hình 20: KCN VSIP III Bình Dương đóng góp đáng kể vào doanh số bán đất KCN của VSIP trong giai đoạn 2022-2024 (đơn vị:ha)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Kỳ vọng doanh thu của VSIP sẽ trở lại đà tăng trưởng trong giai đoạn 2022-2024



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

BW có thể gặt hái thành quả từ những khoản đầu tư trước đó

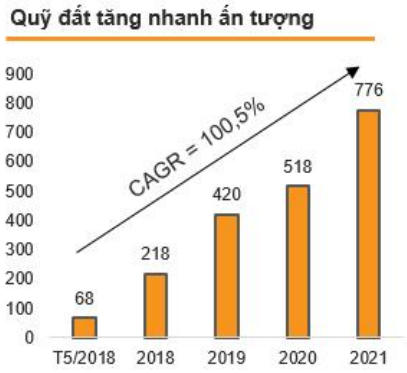
Mở rộng quỹ đất nhanh chóng và trở thành nhà phát triển cho thuê kho xưởng, hậu cần hàng đầu tại Việt Nam...

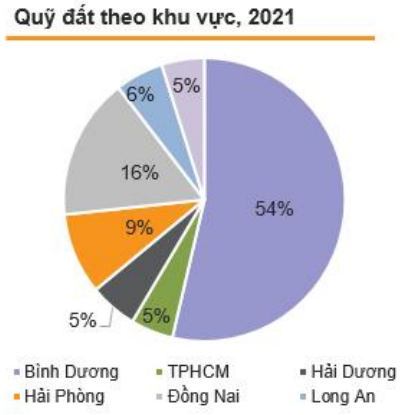
Công ty Cổ phần Phát triển Công nghiệp BW (BW) được thành lập từ năm 2018 bởi Warburg Pincus - một công ty cổ phần tư nhân nổi tiếng toàn cầu và Becamex IDC - nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu tại Việt Nam (BCM sở hữu 30%). BW đã nhanh chóng trở thành nhà phát triển và cho thuê kho xưởng, logistics lớn nhất Việt Nam với tổng quỹ đất lên tới 776ha tính đến cuối năm 2021. Công ty hiện đang tập trung vào phát triển nhà kho (NK) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS), xây theo yêu cầu với hơn 35 dự án tại 26 địa điểm kinh tế chiến lược trên khắp Việt Nam.

Chúng tôi ước tính BW có hơn 2,2 triệu tổng diện tích sàn (GFA) đã hoàn thành và đang trong quá trình xây dựng tính đến đầu năm 2022, và khoảng 60-70% tổng quỹ đất chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng vô cùng lớn của BW trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ phát triển 100-120ha quỹ đất mỗi năm, tương đương bổ sung thêm 800.000-1.000.000 m2 GLA kho xưởng xây sẵn mỗi năm. Do đó, chúng tôi dự báo tổng diện tích cho thuê (GLA) đạt tăng trưởng kép (CAGR) 28,4% trong giai đoạn 2022-24, từ đó giúp thị phần gia tăng gấp đôi đạt 20% vào năm 2023 (từ mức 10% vào năm 2021).

Hình 22: Mở rộng quỹ đất nhanh chóng và trở thành nhà phát triển cho thuê kho xưởng, hậu cần hàng đầu tại Việt Nam, với tổng quỹ đất lên đến 776ha (tính đến cuối năm 2021) trải dài khắp Việt Nam

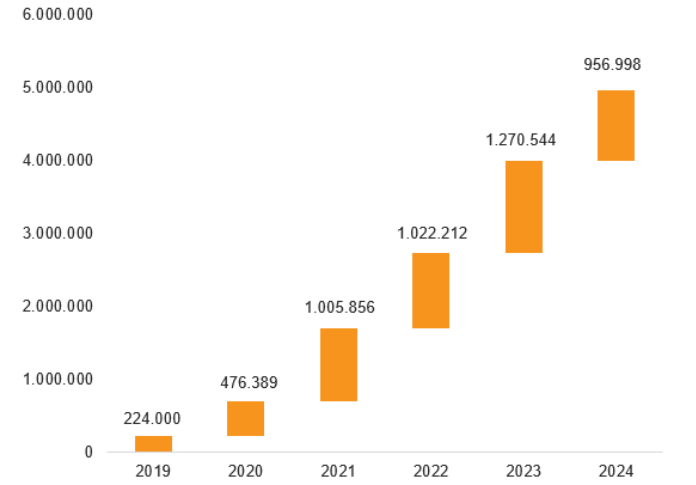






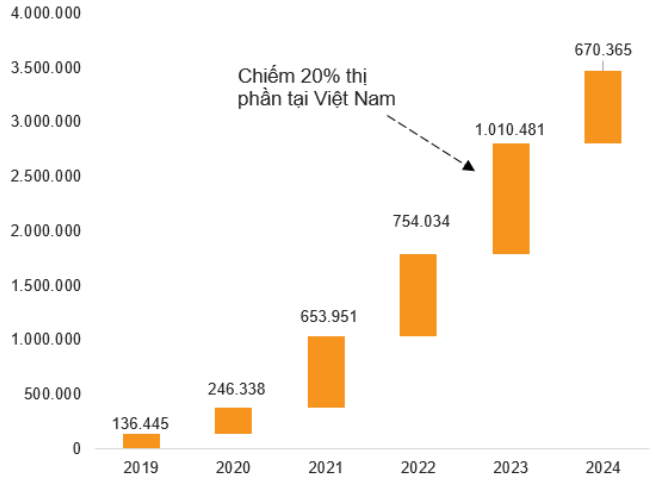
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Kỳ vọng công ty sẽ phát triển 100-120ha quỹ đất hàng năm trong giai đoạn 2022-24… (đơn vị: m2)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: ... giúp bổ sung thêm 800.000-1.000.000 m2 GLA kho xưởng xây sẵn hàng năm (đơn vị: m2)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Diện tích sàn cho thuê vào cuối Q1/22

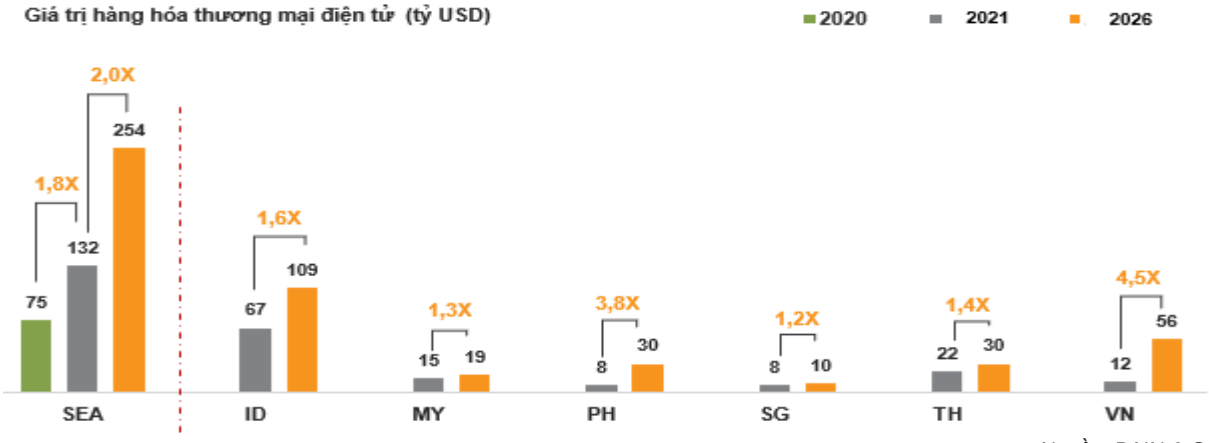
Vị trí	KCN		Thời gian hoàn thành	Diện tích sàn cho thuê vào cuối Q1/22 (m2)
Nhà xưởng xây sẵn				
Phía Nam				
Bình Dương	Bàu Bàng	Giai đoạn 1 & 2	06/2019	5.400
		Giai đoạn 3-7	04/2020	107.502
	Bàu Bàng mở rộng	Giai đoạn 1	04/2023	535.181
	Mỹ Phước 3	Giai đoạn 1,2,3	12/2019	0
		Giai đoạn 4,5,6	05/2020	0
Đồng Nai	Nhơn Trạch 2 - Lộc Khang	Giai đoạn 1	08/2022	159.185
	Dầu Giây	Giai đoạn 1	09/2022	83.907
	Nhơn Trạch 1	Giai đoạn 1	10/2022	75.550
Miền Trung				
Nghệ An	VSIP Nghệ An	Giai đoạn 1	10/2022	88.409
Phía Bắc				
Bắc Ninh	VSIP Bắc Ninh	Giai đoạn 1	07/2019	1.537
Hải Dương	VSIP Hải Dương	Giai đoạn 1	04/2020	0
		Giai đoạn 2	07/2021	94.127
		Giai đoạn 3	06/2022	104.340
Hải Phòng	VSIP Hải Phòng	Giai đoạn 1	04/2020	6.672
		Giai đoạn 2	05/2021	16.308
	Nam Đình Vũ	Giai đoạn 1	01/2022	62.136
Tổng				**1.398.542**
Nhà kho xây sẵn				
Phía Nam				
Bình Dương	VSIP 2A	Lô 1	05/2021	0
	Mỹ Phước 4	Lô 1	08/2021	140.395
	Tân Đông Hiệp B	Lô 1	Q3/2022	52.427
Đồng Nai	Nhơn Trạch 2 - Lộc Khang	Lô 1	08/2022	147.688
TPHCM	Tân Phú Trung	Lô 1	03/2020	0
		Lô 3	04/2021	42.073
		Lô 4	07/2021	0
Long An	Vĩnh Lộc 2	Lô 1	Q2/2023	213.000
	Xuyên Á	Lô 1	Q4/2023	220.000
Phía Bắc				
Hải Phòng	Deep C	Lô 1	07/2021	13.538
	Deep C	Lô 2	04/2022	54.801
	Deep C	Lô 3	Q2/2023	42.300
Hà Nội	Phú Nghĩa	Lô 1	12/2022	14.000
Quảng Ninh	Bắc Tiền Phong (Deep C)	Lô 1	Q2/2023	47.000
Tổng				**987.222**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

... để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với ngành logistics

Đại dịch đã thúc đẩy đáng kể sự gia tăng của thương mại điện tử và chuyển đổi kỹ thuật số. Theo Bain & Company, tổng giá trị hàng hóa thương mại điện tử (GMV) của Đông Nam Á có thể sẽ bùng nổ trong giai đoạn 2022-26, đặc biệt là Việt Nam. Cuối năm 2026, GMV của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 4,5 lần so với năm 2021 lên 56 tỷ USD, mức tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực Đông Nam Á. Bên cạnh đó, theo CBRE Econometric Advisors nhu cầu về hàng hóa mạnh mẽ kèm theo gián đoạn chuỗi cung ứng đang diễn ra làm gia tăng thêm nhu cầu về kho bãi để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai.

Hình 26: GMV của Việt Nam được dự báo tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực Đông Nam Á giai đoạn 2021-26

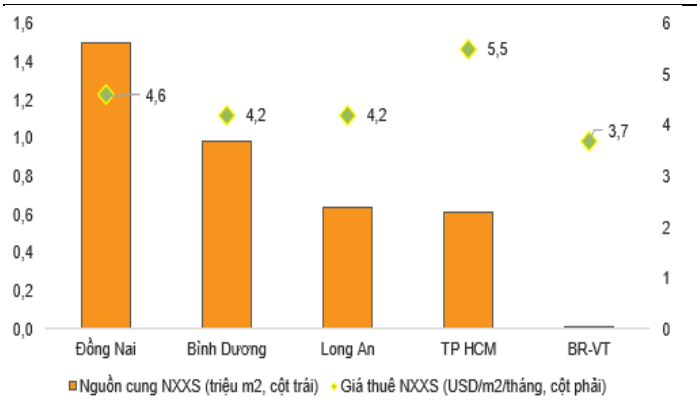


Nguồn: BAIN & COMPANY

Chúng tôi nhận thấy thị trường NK và NXXS tại Việt Nam đang nổi lên với cuộc đua đến từ các nhà phát triển trong nước và quốc tế như Logos, Boustead, ESR Cayman. Theo CBRE, nguồn cung mới NK và NXXS tại phía Nam tăng đáng kể lần lượt là 10% svck lên 3,5 triệu m2 và 8% svck lên 3,2 triệu m2 trong năm 2021. Trong khi phía Bắc ghi nhận nguồn cung mới NK và NXXS lần lượt tăng 7% svck lên 1,3 triệu m2 và 9% svck lên 2,5 triệu m2. CBRE dự báo nguồn cung mới NK/NXXS có tăng trưởng kép lần lượt đạt 21%/14% ở phía Nam và 34%/11% ở phía Bắc giai đoạn 2021-23, cho thấy tiềm năng và sự sôi động của thị trường này.

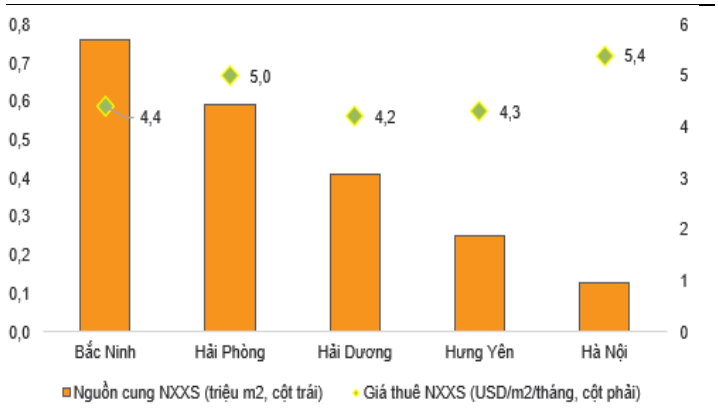
Trong bối cảnh nhu cầu cao và nguồn cung hạn chế, tỷ lệ lấp đầy của NXXS tại miền Nam và miền Bắc tăng lên 86%/96% trong khi giá thuê tiếp tục xu hướng tăng 4,9% svck lên 4,7 USD/m2/tháng vào năm 2021. Xu hướng tăng giá có khả năng sẽ tiếp tục trong năm 2022-23, đặc biệt là các vị trí gần cảng biển và trung tâm hàng không lớn, do sự gián đoạn chuỗi cung ứng và thương mại điện tử bứt tốc làm gia tăng nhu cầu tại các khu vực này. Chúng tôi tin rằng BW, nhà phát triển hàng đầu trong lĩnh vực NK, NXXS với quy mô trải dài khắp toàn quốc, sẽ được hưởng trong xu hướng này.

Hình 27: Giá thuê NXXS ở miền Nam vào cuối năm 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 28: Giá thuê NXXS ở miền Bắc vào cuối năm 2021



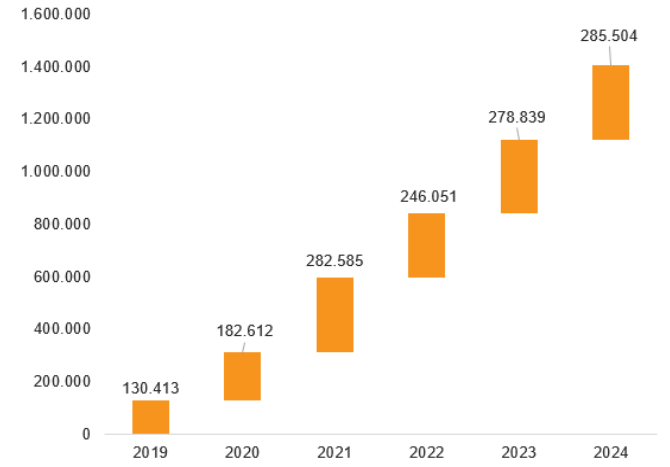
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

…và có thể gặt hái thành quả của việc đầu tư trước đó từ năm 2023-24

Chúng tôi dự báo doanh thu của BW sẽ đạt tăng trưởng kép 34,4% trong giai đoạn 2022-24 nhờ vào 1) cho thuê 250.000 – 300.000 m2 kho xưởng hàng năm, giúp diện tích cho thuê tích lũy đạt tăng trưởng kép 29,2% giai đoạn 2022-24 và 2) giá thuê trung bình tăng 3-5% svck hàng năm đạt 5,5 – 6,2 USD/m2/tháng theo sự tăng trưởng của thị trường. Chúng tôi ước tính LN của BW đóng góp cho BCM đạt 85 tỷ đồng năm 2023 (so với lỗ ròng năm 2022 là 100-150 tỷ đồng)

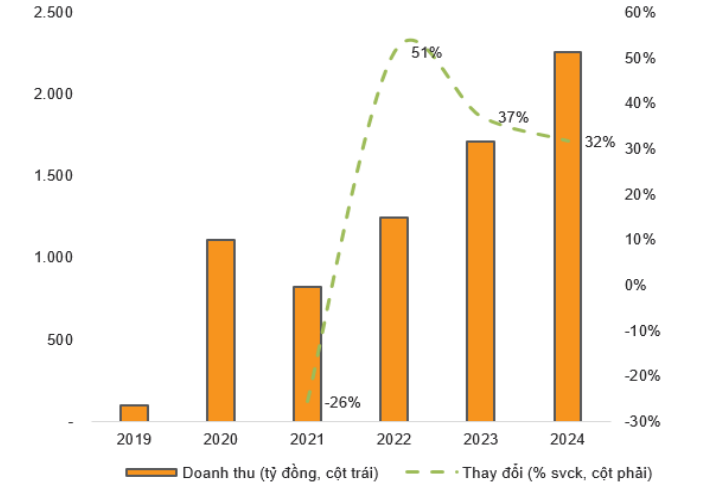
và 228 tỷ đồng (+169,0% svck) năm 2024, chiếm khoảng 6-10% LN ròng của BCM.

Hình 29: Kỳ vọng công ty sẽ cho thuê 250.000 - 300.000 m2 kho xưởng mỗi năm trong giai đoạn 2022-24



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Chúng tôi dự báo doanh thu của BW sẽ đạt tăng trưởng kép 34,4% giai đoạn 2022-24



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Mảng BĐS dân dụng của BCM: động lực tăng trưởng khác trong 2022-23

Cùng với sự phát triển của KCN, BCM cũng chú trọng đầu tư phát triển khu đô thị để cung cấp dịch vụ và chỗ ở cho các chuyên gia, kỹ sư, công nhân. Góp phần nổi bật vào quá trình đô thị hóa là dự án Thành phố mới Becamex với tổng diện tích 1.000ha và các dự án nhà ở xã hội trên địa bàn tỉnh Bình Dương.

Tọa lạc tại trung tâm vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, Thành phố mới Bình Dương được định vị là trung tâm chính trị, kinh tế, văn hóa, tài chính của tỉnh, với tổng chi phí đầu tư hơn 150.000 tỷ đồng. Bắt đầu từ năm 2010, Becamex hiện đã hoàn thành xây dựng phần lớn cơ sở hạ tầng, tiện ích như trung tâm hành chính của Bình Dương, trường Đại học Quốc tế Miền Đông, trung tâm thể thao và các phụ trợ khác. BCM hiện đang phát triển hai khu phức hợp Becamex IDC Tower và WTC Gateway với tổng mức đầu tư 4.000 tỷ đồng trong 2022-23.

Hình 31: Các dự án trọng điểm đã phát triển tại Thành phố Mới Bình Dương



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 32: Các dự án khu đô thị, thương mại trọng điểm của BCM và công ty liên doanh liên kết

Dự án	Chủ đầu tư	Loại hình	Diện tích đất (ha)	Số căn/lô còn lại	2022	2023	2024	2025
Thương mại và dịch vụ Bình Phước	IJC	Thấp tầng	2,6	84				
KDC IJC Hòa Lợi lô F5	IJC	Thấp tầng	2,3	117				
KDC IJC Hòa Lợi lô F6	IJC	Thấp tầng	1,1	66				
KDC IJC Hòa Lợi lô F7	IJC	Thấp tầng	1,1	68				
KDC IJC Hòa Lợi lô F8	IJC	Thấp tầng	1,4	94				
KDC IJC Hòa Lợi lô F9	IJC	Thấp tầng	1,4	94				
KDC IJC Hòa Lợi A,B,C	IJC	Thấp tầng	6,6	403				
KDC IJC Hòa Lợi G	IJC	Thấp tầng	2,6	183				
Chung cư Aroma C,D	IJC	Cao tầng	1,0	268				
Prince Town P1, P2, P3	IJC	Thấp tầng	3,6	370				
Sunflower mở rộng (N6)	IJC	Thấp tầng	5,3	95				
Chung cư N4	IJC	Bán lẻ	1,5	5 đế				
KDC Ấp 5b Thời Hòa 5B40	IJC	Thấp tầng	8,6	45				
KDC IJC Bàu Bàng (C1-C14)	IJC	Thấp tầng	14,3	915				
Sunflower	IJC	Thấp tầng	1,5	N/A				
TDC Hòa Lợi	TDC	Thấp tầng	16,8	N/A				
Nhà ở xã hội Bàu Bàng	TDC	Nhà ở xã hội	6,8	164				
Khu ĐT-DV Unitown	TDC	Thấp tầng	11,9	340				
TDC Plaza	TDC	Cao tầng	2,2	1156				
Dự án sông Cấm	TDC	Thấp tầng	10,2	339				
WTC Expo	BCM	Trung tâm triển lãm	22.000 m2 sàn					
Becamex Tower New City	BCM	Văn phòng, TTTM	71.000 m2 sàn					
WTC Gateway	BCM	TTTM, biểu diễn	90.000 m2 sàn					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chuyển nhượng các dự án thành phần để tối ưu hóa khả năng hấp thụ và hiệu quả đầu tư

Bên cạnh danh mục dự án đang triển khai trên, BCM còn sở hữu quỹ đất dân dụng thương phẩm hơn 1.200ha tính đến cuối năm 2021, chủ yếu nằm ở ba khu vực trọng điểm của tỉnh Bình Dương gồm thị xã Bến Cát, huyện Bàu Bàng và thành phố Thủ Dầu Một. Chúng tôi hiểu rằng công ty đang thúc đẩy mạnh mẽ tăng cường hợp tác với các đối tác nước ngoài lớn từ Nhật Bản, Anh, Singapore, Mỹ, v.v., đặc biệt là đối với dự án Thành phố mới Bình Dương.

Trong Q4/21, BCM đã ký kết thành công thỏa thuận chuyển nhượng 18,9ha diện tích đất tại Thành phố mới Bình Dương cho CapitaLand. Đây sẽ là dự án nhà ở lớn đầu tiên của CapitaLand tại Việt Nam với tổng chi phí phát triển ước hơn 18.330 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng BCM có thể hoàn tất thủ tục pháp lý để bàn giao cho CapitaLand và ghi nhận 5.000-5.200 tỷ đồng doanh thu trong 2023.

Với chiến lược đẩy mạnh hợp tác phát triển, chúng tôi hy vọng sẽ có sự tham dự của nhiều đối tác nước ngoài hơn, điều này không chỉ thu hút nhiều người mua nhà hơn giúp cải thiện khả năng hấp thụ tại Bình Dương, mà còn đẩy nhanh quá trình tạo dòng tiền cho BCM.

Hình 33: Quỹ đất nhà ở của BCM tính đến cuối năm 2021

Vị trí	Sở hữu của BCM	Tỷ lệ hấp thụ	Quỹ đất còn lại (ha)
Thị xã Bến Cát	100%	75%	306
Huyện Bàu Bàng	100%	28%	469
TP. Thủ Dầu Một	100%	59%	464
TP. Thuận An	100%	95%	12
Tổng			**1.251**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phát triển nhà ở xã hội đáp ứng nhu cầu cho người lao động thu nhập thấp

Becamex là nhà phát triển được chính phủ chỉ định thực hiện các dự án nhà ở xã hội trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Becamex đang phát triển 37 dự án thành

phần từ năm 2012 với tổng diện tích đất là 130ha, chi phí phát triển vào khoảng 11.000 tỷ đồng, cung cấp hơn 64.700 căn nhà ở xã hội cho 167.000 người. Công ty đã bàn giao 47.500 căn tính đến cuối năm 2021. Bên cạnh đó, Becamex dự kiến bắt đầu giai đoạn 2 phát triển hơn 120.000 căn hộ cho 300.000 người từ năm 2022, với giá ưu đãi từ 100 - 200 triệu đồng/căn. Chúng tôi kỳ vọng 20.000 căn nhà ở xã hội đầu tiên của giai đoạn 2, với tổng chi phí đầu tư 9.500 tỷ đồng, sẽ được khởi công xây dựng vào năm 2022-23.

Hình 34: Giai đoạn 1 dự án nhà ở xã hội của BCM sẽ cung cấp hơn 64.700 căn

Vị trí	Số dự án	Diện tích (m2)	Diện tích xây dựng (m2)	Diện tích sàn (m2)	Dân số (người)	Số căn (căn)
Thủ Dầu Một	4	174.277	68.252	418.907	24.332	9.345
Thuận An	7	126.676	49.610	334.285	18.859	7.241
Dĩ An	2	80.000	31.330	211.187	11.910	4.572
Bến Cát	18	728.318	285.231	1.389.664	88.702	34.130
Tân Uyên	6	197.605	77.388	371.807	23.544	9.419
Tổng	**37**	**1.306.876**	**511.811**	**2.725.850**	**167.347**	**64.707**

Giai đoạn 1.1

Vị trí	Số dự án	Số căn (căn)
Thủ Dầu Một	4	9.345
Thuận An	4	3.975
Dĩ An	2	4.572
Bến Cát	9	13.695
Tân Uyên	4	6.973
Tổng	**23**	**38.560**

Giai đoạn 1.2

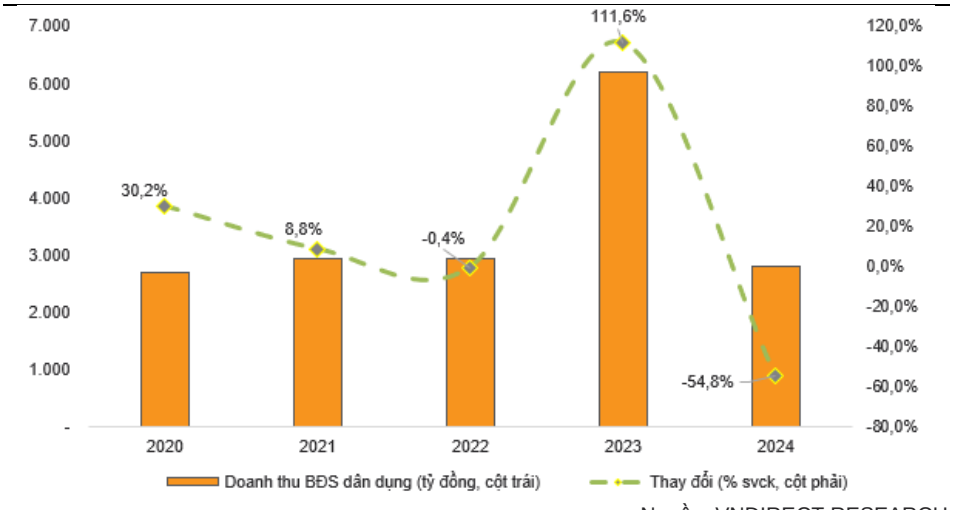
Location	Số dự án	Số căn (căn)
Thuận An	3	3.266
Bến Cát	9	20.435
Tân Uyên	2	2.446
Tổng	**14**	**26.147**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kỳ vọng doanh thu BĐS dân dụng của BCM trong năm 2023 tăng vọt nhờ ghi nhận doanh thu chuyển nhượng dự án

Chúng tôi ước tính doanh thu BĐS dân dụng năm 2022 của BCM đạt 2.925 tỷ đồng (-0,4% svck), chủ yếu từ chuyển nhượng dự án Uni Galaxy và bàn giao các dự án nhà ở xã hội. Chúng tôi kỳ vọng BCM có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý chuyển nhượng 18,9ha tại Thành phố mới Bình Dương cho CapitaLand. Chúng tôi dự phóng thận trọng BCM sẽ ghi nhận 5.000-5.200 tỷ đồng doanh thu từ thương vụ này trong năm 2023. Cùng với các dự án hiện hữu, chúng tôi ước doanh thu BĐS dân dụng năm 2023 của BCM tăng mạnh 111,6% svck lên 6.190 tỷ đồng.

Hình 35: Doanh thu BĐS dân dụng dự kiến sẽ tang vọt trong năm 2023 nhờ ghi nhận doanh thu chuyển nhượng dự án

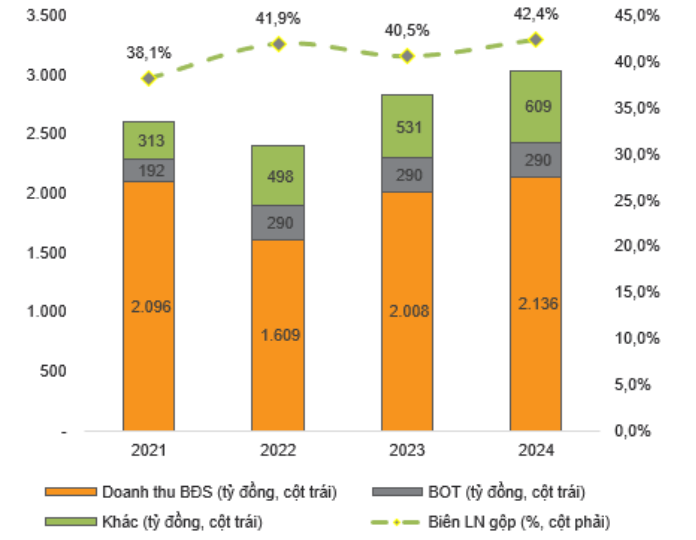


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Công ty LDLK IJC đóng góp lợi nhuận ổn định trong giai đoạn 2022-24

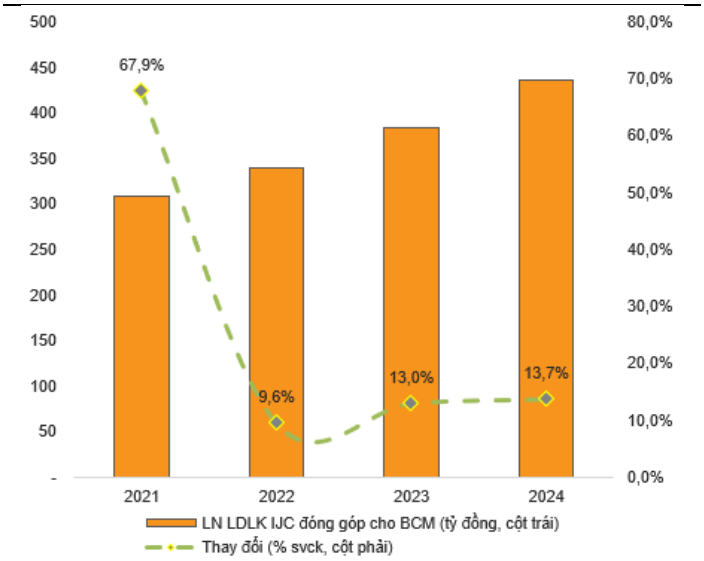
Chúng tôi dự phóng doanh thu của IJC sẽ tăng trưởng ổn định với CAGR đạt 12,5% trong giai đoạn 2022-24, chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án IJC Hòa Lợi, Prince Town, Sunflower, Aroma. Chúng tôi ước tính LN ròng 2022-24 sẽ đạt mức tăng trưởng kép là 13,4% với biên lợi nhuận gộp duy trì khoảng 40-42%. LN IJC đóng góp cho BCM ước đạt 341 tỷ đồng (+10,5% svck) năm 2022 và 413 tỷ đồng (+21,0% svck)/441 tỷ đồng (+6,7% svck) trong năm 2023-24, chiếm khoảng 10-15% LN ròng của BCM.

Hình 36: Dự phóng doanh thu của IJC đạt tăng trưởng kép 12,5% với biên LN gộp khoảng 40-42% giai đoạn 2022-24…



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: …giúp LN ròng đạt tăng trưởng kép 13,4% trong 2022-24



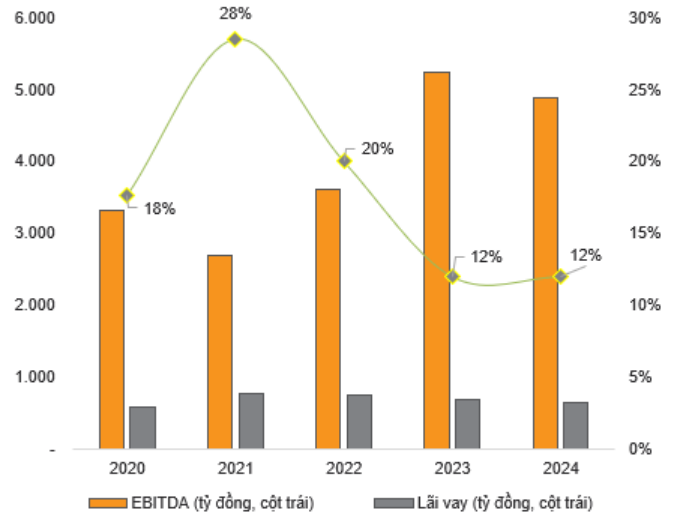
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chi phí lãi vay cao lấy đi một phần đáng kể lợi nhuận

Giống như phần lớn các nhà phát triển cơ sở hạ tầng khác, Becamex triển khai nhiều dự án cùng lúc nên có nhu cầu vốn lớn. Vì vậy, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (D/E) của BCM lên tới khoảng 1,5-2,0 lần trong giai đoạn 2017-18. Vào cuối Q3/22, tổng vay nợ của BCM là 15.155 tỷ đồng (-8,9% so với đầu năm), giúp tỷ lệ D/E của công ty giảm đáng kể 17,7 điểm % so với đầu năm còn 0,8 lần. Chúng tôi nhận thấy D/E của BCM đã cải thiện đáng kể từ năm 2019 nhưng vẫn cao hơn so với mức trung bình ngành là 0,5 lần.

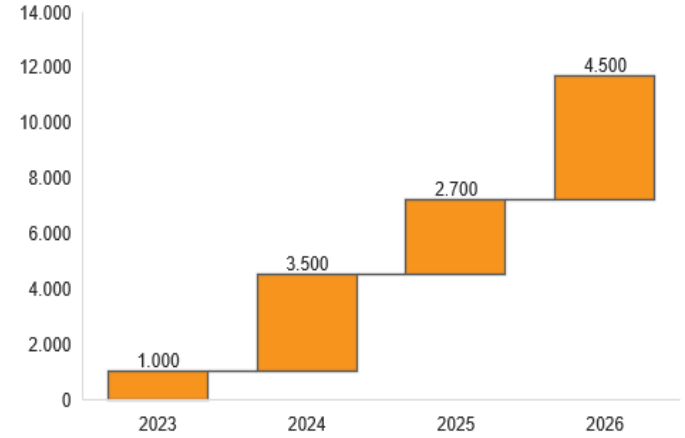
Becamex có hai dự án KCN mới (KCN Cây Trường và Lai Hưng), 20.000 căn nhà ở xã hội và một số dự án thương mại và dịch vụ tại Thành phố mới Bình Dương trong kế hoạch triển khai trong vòng 3-5 năm tới, với tổng chi phí phát triển hơn 25.000 tỷ đồng. Điều này tạo ra rủi ro tiềm ẩn về đòn bẩy tài chính cao hơn trong tương lai do nguồn vốn phát triển các dự án của Becamex chủ yếu từ đi vay. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ D/E của BCM sẽ vẫn ở mức cao là 0,8x-1,1 lần trong năm 2022-24. Vì vậy, chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay chiếm khoảng 10-20% EBITDA trong năm 2022-24.

Hình 38: Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay chiếm khoảng 10-20% EBITDA trong năm 2022-24



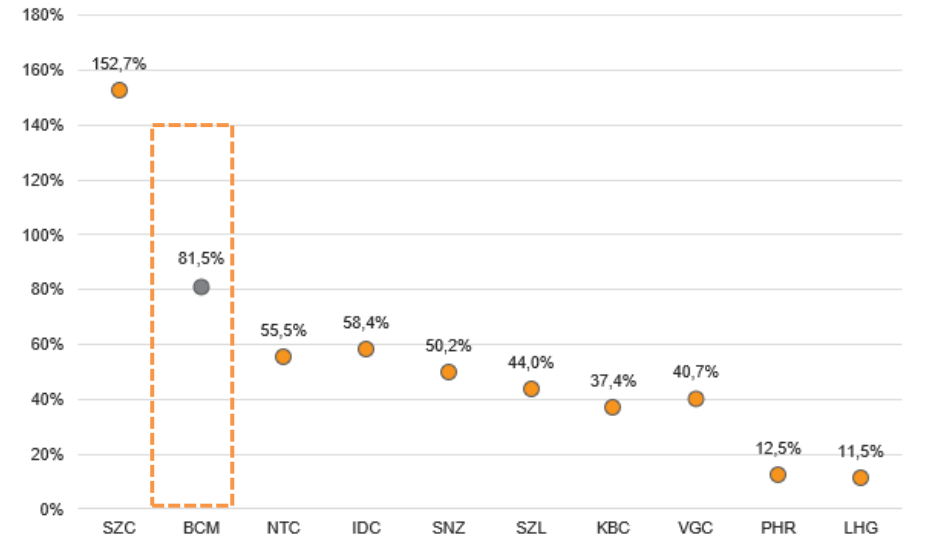
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Lượng trái phiếu đến hạn gia tăng trong giai đoạn 2024-26 (tỷ đồng)



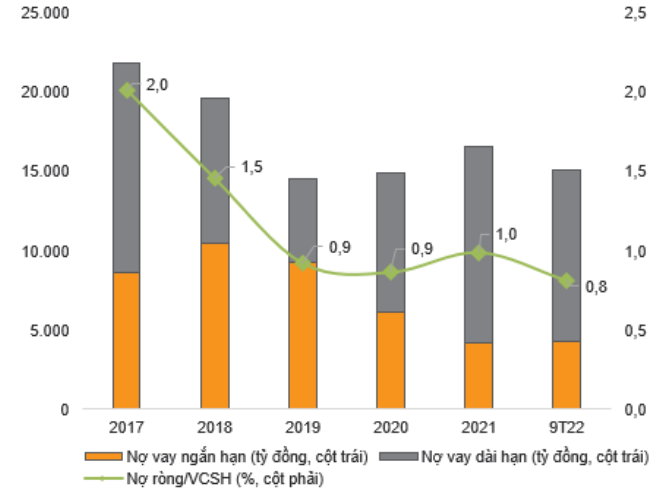
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 40: BCM có đòn bẩy (D/E) cao so với các doanh nghiệp cùng ngành tính đến Q3/22



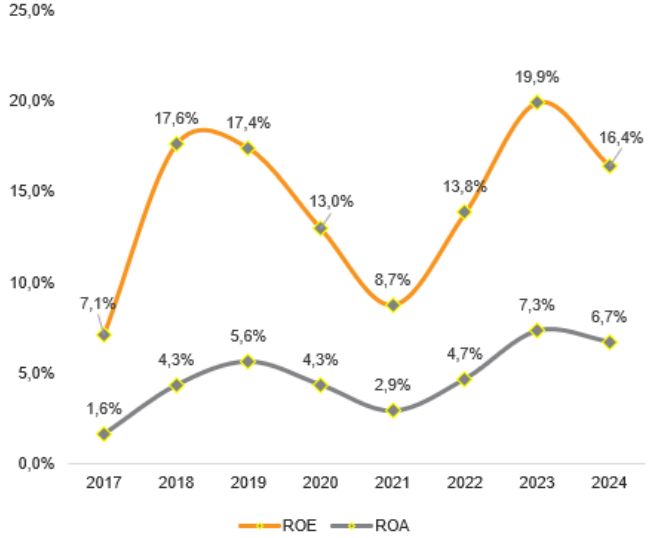
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 41: Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của BCM có xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao



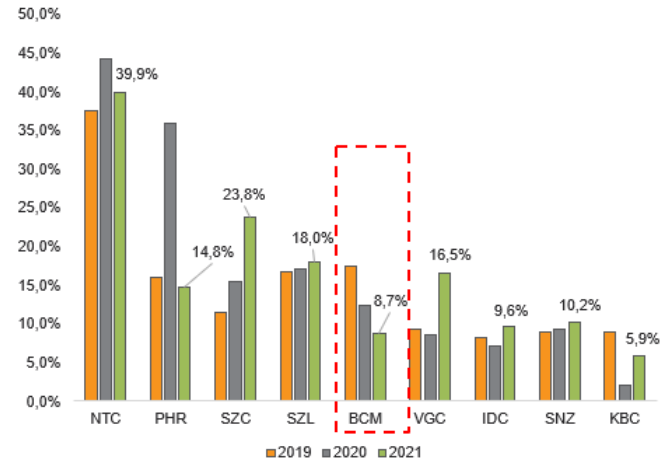
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 42: Hiệu suất sinh lời tăng trong năm 2022-23 từ mức nền thấp của 2021 và thu nhập một lần từ chuyển nhượng đất



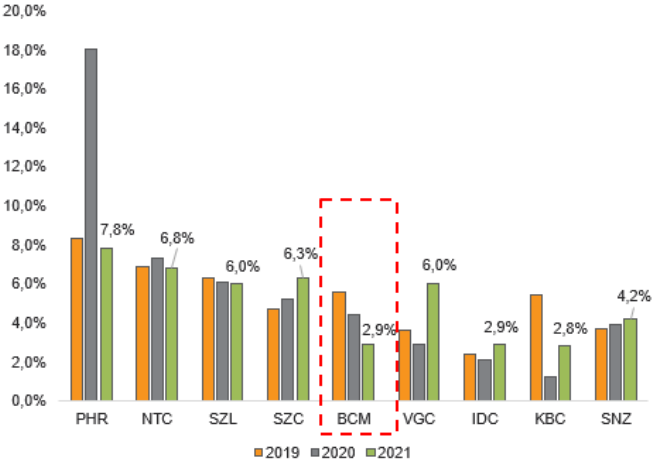
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 43: ROE của BCM so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: ROA của BCM so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng LN ròng trong giai đoạn 2022-24

Chúng tôi ước tính doanh thu của BCM trong năm 2022 sẽ tăng 12,5% svck lên 7.862 tỷ đồng và LN ròng tăng 66,2% svck lên 2.334 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi:

- Doanh thu BĐS dân dụng đạt 2.925 tỷ (-0,4% svck), chủ yếu đến từ dự án Hòa Lợi và chuyển nhượng dự án Uni Galaxy.
- Doanh thu KCN tăng 24,7% svck lên 3.258 tỷ đồng nhờ đóng góp của các KCN hiện hữu.
- Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết tăng 2,9% svck lên 1.051 tỷ đồng nhờ đóng góp từ các KCN mới của VSIP.
- Mức nền thấp trong năm 2021 do khoản đóng góp hỗ trợ Covid-19 khoảng 430 tỷ đồng.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu của BCM sẽ tăng 47,6% svck đạt 11.603 tỷ đồng và LN ròng tăng mạnh 63,2% lên 3.809 tỷ đồng do:

- Doanh thu BĐS dân dụng tăng vọt 111,6% svck lên 6.190 tỷ đồng nhờ thu nhập một lần từ chuyển nhượng 18,9ha đất tại Thành phố Mới Bình Dương cho Capitaland.
- Doanh thu KCN tăng 13,8% svck lên 3.708 tỷ đồng chủ yếu từ KCN Bàu Bàng mở rộng và KCN Cây Trường.
- Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết tăng 36,4% svck nhờ đóng góp từ các KCN mới của VSIP và việc mở rộng nguồn cung của BW.

Trong năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu của BCM sẽ giảm 18,5% svck xuống 9.453 tỷ đồng và LN ròng giảm 5,1% svck xuống 3.613 tỷ đồng do thiếu hụt khoản thu nhập một lần.

Hình 45: Dự phóng LN ròng năm 2022-24 dựa trên ước tính của VNDIRECT Research

tỷ đồng	2021	2022	2023	2024
Doanh thu	**6.990**	**7.862**	**11.603**	**9.453**
% svck	*7,5%*	*12,5%*	*47,6%*	*-18,5%*
Xây dựng	***103***	***180***	***160***	***170***
% svck	*-51,3%*	*75,1%*	*-11,4%*	*6,4%*
BĐS KCN	***2.613***	***3.258***	***3.708***	***4.905***
% svck	*24,9%*	*24,7%*	*13,8%*	*32,3%*
BĐS dân dụng	***2.938***	***2.925***	***6.190***	***2.797***
% svck	*8,8%*	*-0,4%*	*111,6%*	*-54,8%*
Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	***735***	***850***	***867***	***876***
% svck	*-25,4%*	*15,7%*	*2,0%*	*1,0%*
Bán hàng thành phẩm	***651***	***575***	***603***	***633***
% svck	*6,0%*	*-11,7%*	*5,0%*	*5,0%*
LN gộp	***3.221***	***3.329***	***4.940***	***4.222***
Biên LN gộp	*46,1%*	*42,3%*	*42,6%*	*44,7%*
Chi phí bán hàng và quản lý	(1.221)	(1.129)	(1.376)	(1.355)
Doanh thu tài chính	69	132	121	150
Chi phí tài chính	(875)	(771)	(691)	(648)
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	1.022	1.051	1.434	1.750
LN hoạt động kinh doanh	2.216	2.612	4.428	4.119
Thu nhập khác	(472)	126	25	25
LN trước thuế	1.744	2.738	4.453	4.144
LN sau thuế	1.457	2.434	3.909	3.713
LN ròng	***1.405***	***2.334***	***3.809***	***3.613***
% svck	*-29,3%*	*66,2%*	*63,2%*	*-5,1%*

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD 9T22: LN ròng tăng mạnh từ mức nền thấp 2021

Hình 46: So sánh kết quả kinh doanh (KQKD) 9T22 và 9T21

tỷ đồng	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	% sv kế hoạch 2022 của BCM	Nhận xét
Tổng doanh thu	**2.328,9**	**1.012,8**	**129,9%**	**6.535,4**	**4.808,2**	**35,9%**	67,5%	
Doanh thu thuần	**2.264,2**	**883,0**	**156,4%**	**5.634,2**	**3.987,9**	**41,3%**		
BĐS	1.843,3	625,0	194,9%	4.415,2	2.891,7	52,7%		Ghi nhận doanh thu chuyển nhượng dự án Uni Galaxy cho Gamuda khoảng 1.300 tỷ đồng trong Q3/22.
Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	274,1	148,9	84,0%	633,1	480,1	31,9%		
Bán thành phẩm	126,6	96,9	30,7%	486,2	469,0	3,7%		
Khác	20,2	12,1	66,9%	99,7	147,0	-32,2%		
Lợi nhuận gộp	**674,9**	**417,9**	**61,5%**	**2.456,3**	**1.746,2**	**40,7%**		
Biên LN gộp	**29,8%**	**54,9%**	**-25,1 điểm %**	**43,6%**	**45,3%**	**-1,7 điểm %**		Do biên lợi nhuận dự án Uni Galaxy thấp chỉ khoảng 14%.
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	282,8	235,2	20,3%	756,0	737,4	2,5%		
DT tài chính	10,9	13,5	-19,3%	104,9	56,3	86,3%		
Chi phí tài chính	139,6	163,0	-14,4%	628,4	475,3	32,2%		
LN từ liên doanh liên kết	17,3	113,2	-84,7%	590,5	740,2	-20,2%		Do LN từ VSIP giảm và BW ghi nhận lỗ ròng khoảng 70 tỷ trong Q3/22.
LN hoạt động kinh doanh	280,7	146,5	91,6%	1.767,3	1.330,2	32,9%		
Thu nhập khác	36,5	3,1	1077,4%	205,8	23,8	764,7%		Nhờ thanh lý tài sản trong Q2/22.
Chi phí khác	6,3	97,2	-93,5%	72,7	225,5	-67,8%		Không còn khoản hỗ trợ COVID-19.
LN trước thuế	311,0	52,3	494,2%	1.900,5	1.128,4	68,4%		
LN sau thuế	259,2	50,3	415,3%	1.665,1	1.037,9	60,4%	57,7%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	55,9	1,8	3076,1%	88,3	49,9	77,1%		
LN ròng	**203,3**	**48,6**	**318,4%**	**1.576,8**	**988,1**	**59,6%**		

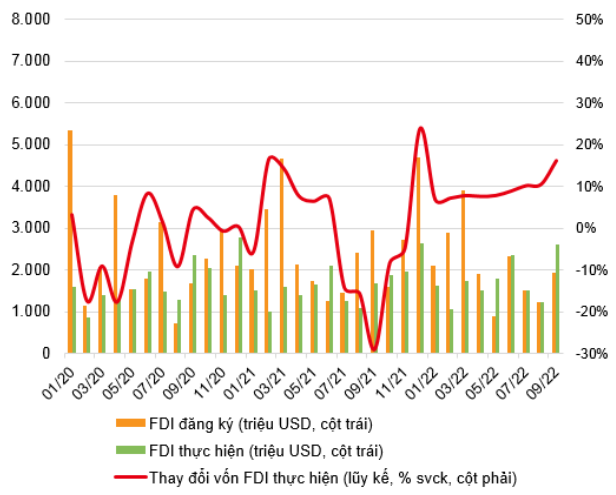
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS KCN: ĐỘNG LỰC ĐANG MỜ DẦN

Vốn FDI đang thực hiện vẫn khả quan, nhưng dòng vốn FDI mới giảm

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), vốn thực hiện của các dự án FDI tăng 55,4% svck lên 2,6 tỷ USD trong tháng 9/2022, do đó nâng vốn thực hiện của các dự án FDI trong 9T22 lên 15,4 tỷ USD, tăng 16,2% svck (so với mức giảm 3,7% trong 9T21). Trong khi đó, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 35,1% svck xuống 1,9 tỷ USD trong tháng 9/2022. Trong 9T22, vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 15,3% svck còn 18,7 tỷ USD. Dự án FDI đăng ký lớn nhất trong 9T22 là nhà máy sản xuất đồ chơi Lego, trị giá 1,3 tỷ USD.

Hình 47: Vốn FDI thực hiện tăng 16,2% svck trong 9T22



Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: Danh sách các dự án FDI lớn trong 9T22

Dự án	Lĩnh vực	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh, thành phố
Nhà máy đồ chơi Lego (Đan Mạch)	Sản xuất	1,3	Bình Dương
Dự án mở rộng VSIP Bắc Ninh (Singapore)	Khu công nghiệp	0,9	Bắc Ninh
Mở rộng nhà máy Samsung Thái Nguyên (Hàn Quốc)	Sản xuất	0,9	Thái Nguyên
Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek (Hồng Kông, Trung Quốc)	Sản xuất	0,3	Nghệ An
Các dự án thương mại và dịch vụ của GE Việt Nam (Hàn Quốc)	Thương mại & dịch vụ	0,2	Bắc Ninh
Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc)	Sản xuất	0,2	Phú Thọ

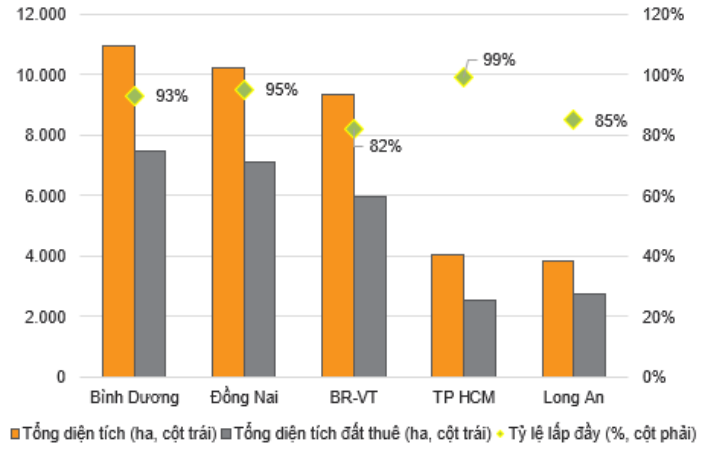
Nguồn: TCTK, MPI, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI giảm có thể được giải thích do: (1) tăng trưởng toàn cầu chậm lại, (2) lạm phát tăng cao đè nặng lên ví tiền của người tiêu dùng, (3) USD tăng giá mạnh gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của các thị trường mới nổi và thị trường cận biên và (4) thanh khoản thị trường tài chính toàn cầu bị thắt chặt do Fed tăng lãi suất.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sự sụt giảm vốn FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ không kéo dài lâu và dự kiến sẽ phục hồi trở lại từ năm 2023. Chúng tôi tin rằng Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh để thu hút dòng vốn FDI quốc tế trong thời gian tới, bao gồm chi phí lao động rẻ, vị trí địa lý thuận lợi (gần trung tâm sản xuất ở miền nam Trung Quốc), sự ổn định chính trị và hưởng nhiều ưu đãi từ các hiệp định FTA (Hiệp định thương mại tự do). Chúng tôi thấy rằng đã có một số ông lớn công nghệ toàn cầu đánh tiếng sẽ đầu tư và mở rộng sản xuất tại Việt Nam trong thời gian tới. Ví dụ, APPLE đang có kế hoạch sản xuất IPhone và IPad tại Việt Nam trong khi GOOGLE đang có kế hoạch chuyển một phần dây chuyền sản xuất điện thoại di động (GOOGLE Pixel 7) sang Việt Nam. Hơn nữa, hai gã khổng lồ công nghệ Trung Quốc là XIAOMI và OPPO cũng có ý định thiết lập các hoạt động sản xuất tại Việt Nam.

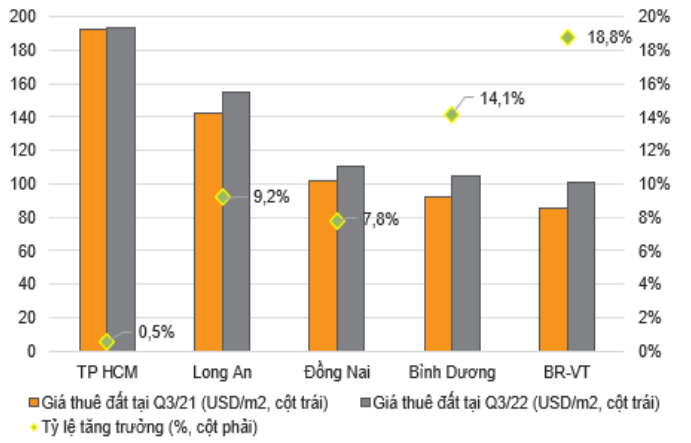
Tỷ lệ lấp đầy & giá thuê

Hình 49: Tỷ lệ lấp đầy trung bình ở miền Nam vẫn ở mức cao khoảng 90% vào cuối Q3/22



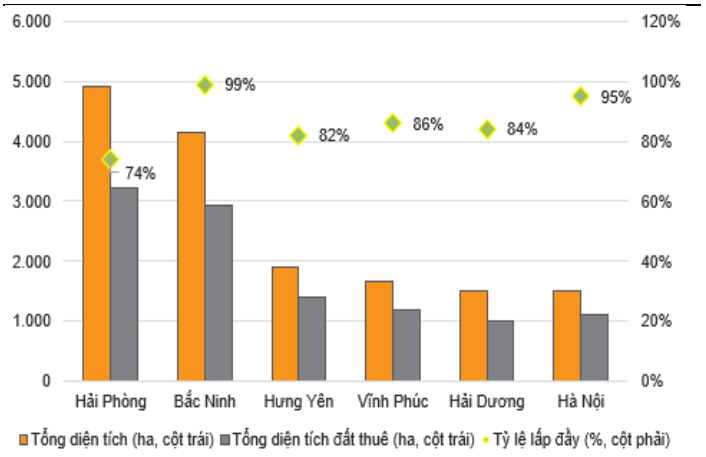
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, JLL

Hình 50: Giá thuê đất tại BR-VT tăng cao nhất khoảng 20% svck trong số các KCN phía Nam vào cuối Q3/22



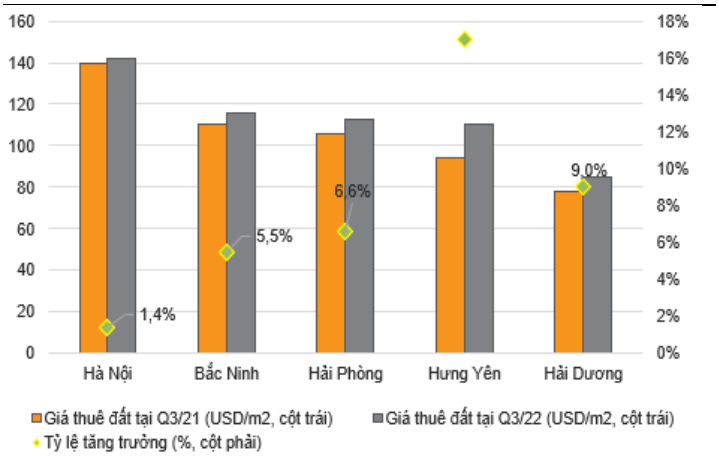
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS, JLL

Hình 51: Tỷ lệ lấp đầy trung bình ở miền Bắc vẫn ở mức cao khoảng 90% vào cuối Q3/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 52: Hưng Yên tăng mạnh nhất trong 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Bắc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Câu chuyện đẩy mạnh đầu tư công vào cơ sở hạ tầng sẽ hỗ trợ cho nhóm BĐS KCN

Theo Bộ GTVT, Chính phủ đang đặt mục tiêu cả nước sẽ sở hữu 3.000 km cao tốc đến cuối năm 2025 (từ mức 1.163 km cao tốc hiện nay). Do đó, các gói đầu tư công sắp tới sẽ tập trung giải ngân vào hàng loạt cao tốc, trọng tâm là tuyến cao tốc Bắc – Nam.

Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 20-30% so với giải ngân thực tế năm 2021 nhờ: (1) nguồn vốn bổ sung phát triển kết cấu hạ tầng từ gói kích thích kinh tế mới được thông qua; (2) nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; (3) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới; (4) thực tế giải ngân vốn đầu tư công năm 2021 ở mức thấp, chỉ đạt 85% kế hoạch cả năm; và (5) nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đã hoàn thành công tác chuẩn bị, giải phóng mặt bằng và sẽ bắt đầu thi công các hạng mục chính vào năm sau (hình 10). Chính phủ cũng cho biết sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng lớn trong năm 2022 như Sân bay Long Thành, cao tốc Bắc-Nam.

Hình 53: Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021 - 2026

Dự án		Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ thi công dự kiến
			2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 2026
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	Cam Lộ - La Sơn	7.700	
	Cao Bồ - Mai Sơn	1.600	
	Cầu Mỹ Thuận 2	5.000	
	Mai Sơn - Quốc lộ 45	12.920	
	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10.853	
	Phan Thiết - Dầu Giây	14.360	
	Nghi Sơn - Diễn Châu	8.380	
	Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	6.330	
	Diễn Châu - Bãi Vọt	13.340	
	Nha Trang - Cam Lâm	7.615	
	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13.690	
12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)		146.990	
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)		109.112	
Tổng		**357.890**	

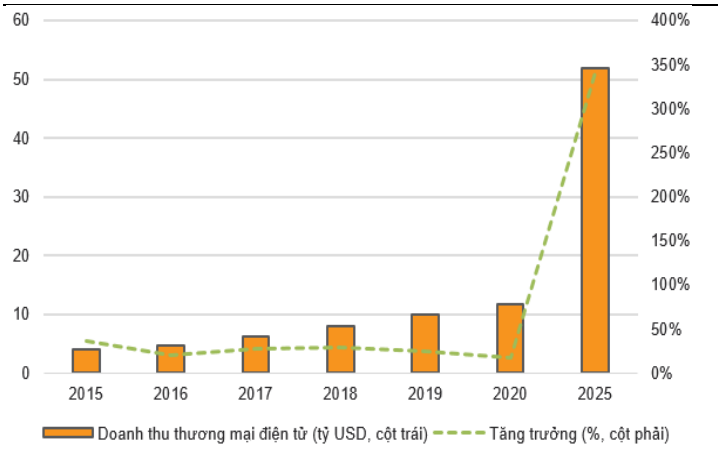
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng giúp thúc đẩy nhu cầu đất KCN cho các dịch vụ kho bãi

Theo Bộ Công Thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ, với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, doanh thu từ thương mại điện tử đạt khoảng 25-27 tỷ USD ước tính sẽ yêu cầu thêm khoảng 350.000m2 diện tích kho mới, tương đương với yêu cầu hơn 700.000m2 kho bãi trong năm 2025 cho Việt Nam.

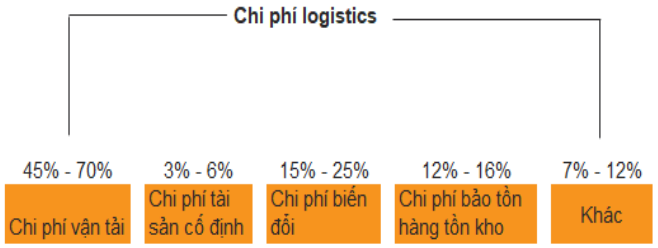
Bên cạnh đó, nhu cầu hàng hóa mạnh mẽ và sự gián đoạn chuỗi cung ứng cũng làm tăng nhu cầu về diện tích nhà kho để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai, theo CBRE Econometric Advisors. Chi phí vận tải tăng cao hơn nhiều so với chi phí kho bãi, chi phí vận tải chiếm 45%-70% tổng chi phí chuỗi cung ứng, trong khi chi phí tài sản cố định (bao gồm cả bất động sản) chỉ chiếm 3%-6%. Chúng tôi tin rằng kho bãi có vị trí gần các đầu mối giao thông chính như các sân bay và bến cảng có mạng lưới kết nối giao thông tốt sẽ được săn đón mạnh mẽ.

Hình 54: Sự bùng nổ thương mại điện tử ở Việt Nam với doanh thu tăng trưởng kép ước đạt 44,9% trong giai đoạn 2020-25



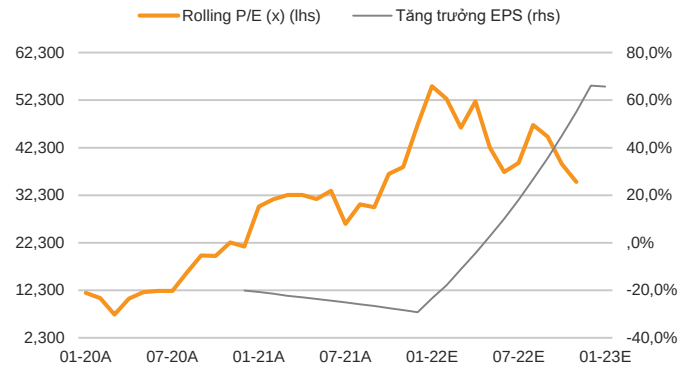
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

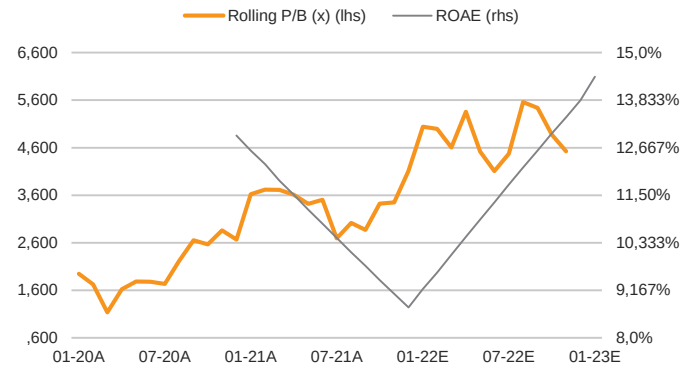
Hình 55: Chi phí vận chuyển tăng cao hơn nhiều so với tăng chi phí kho bãi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE APAC

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	7.862	11.603	9.453
Giá vốn hàng bán	(4.533)	(6.662)	(5.231)
Chi phí quản lý DN	(508)	(615)	(666)
Chi phí bán hàng	(622)	(761)	(690)
LN hoạt động thuần	**2.200**	**3.565**	**2.867**
EBITDA thuần	2.316	3.678	2.978
Chi phí khấu hao	**(117)**	**(114)**	**(111)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**2.200**	**3.565**	**2.867**
Thu nhập lãi	132	121	150
Chi phí tài chính	(771)	(691)	(648)
Thu nhập ròng khác	126	25	25
TN từ các Cty LK & LD	1.051	1.434	1.750
LN trước thuế	**2.738**	**4.453**	**4.144**
Thuế	(304)	(543)	(431)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(100)	(100)	(100)
LN ròng	**2.334**	**3.809**	**3.613**
Thu nhập trên vốn	2.334	3.809	3.613
Cổ tức phổ thông	(828)	(828)	(828)
LN giữ lại	**1.506**	**2.981**	**2.785**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**2.738**	**4.453**	**4.144**
Khấu hao	117	114	111
Thuế đã nộp	(304)	(543)	(431)
Các khoản điều chỉnh khác	(17)	0	0
Thay đổi VLĐ	**1.431**	**(1.876)**	**1.086**
LC tiền thuần HĐKD	**3.964**	**2.147**	**4.910**
Đầu tư TSCĐ	(589)	(203)	(237)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.051)	(1.434)	(1.695)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	**(1.640)**	**(1.636)**	**(1.932)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(800)	(1.050)	(945)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(828)	(828)	(828)
LC tiền thuần HĐTC	**(1.628)**	**(1.878)**	**(1.773)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.985	3.681	2.314
LC tiền thuần trong năm	**696**	**(1.367)**	**1.206**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.681	2.314	3.520

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	3.681	2.314	3.520
Đầu tư ngắn hạn	214	214	214
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.009	4.094	4.083
Hàng tồn kho	21.940	23.440	22.268
Các tài sản ngắn hạn khác	80	86	91
Tổng tài sản ngắn hạn	**29.924**	**30.148**	**30.176**
Tài sản cố định	4.016	4.132	4.285
Tổng đầu tư	16.110	17.544	19.239
Tài sản dài hạn khác	1.266	1.226	1.186
Tổng tài sản	**51.317**	**53.049**	**54.886**
Vay & nợ ngắn hạn	4.748	4.198	4.753
Phải trả người bán	1.044	1.534	1.205
Nợ ngắn hạn khác	14.783	14.032	14.293
Tổng nợ ngắn hạn	**20.576**	**19.764**	**20.251**
Vay & nợ dài hạn	11.086	10.586	9.086
Các khoản phải trả khác	912	875	839
Vốn điều lệ và	10.350	10.350	10.350
LN giữ lại	5.863	8.430	10.801
Vốn chủ sở hữu	**17.628**	**20.610**	**23.395**
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.115	1.215	1.315
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**51.317**	**53.049**	**54.886**

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	29,7%	32,8%	38,2%
Vòng quay TS	0,16	0,22	0,18
ROAA	4,7%	7,3%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	2,97	2,73	2,45
ROAE	13,8%	19,9%	16,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	139,7	94,7	116,5
Số ngày nắm giữ HTK	1.766,7	1.284,2	1.558,1
Số ngày phải trả tiền bán	84,1	84,1	84,3
Vòng quay TSCĐ	2,09	2,85	2,25
ROIC	6,7%	10,4%	9,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	1,5	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,3	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2
Vòng quay tiền	1.822,4	1.294,8	1.590,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	12,5%	47,6%	(18,5%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	10,0%	62,0%	(19,6%)
Tăng trưởng LN ròng	66,2%	63,2%	(5,1%)
Tăng trưởng EPS	66,2%	63,2%	(5,1%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

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

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

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích
Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích
Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp
Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn