

Vài nét về doanh nghiệp

TCT Idico (IDC) là một nhà phát triển KCN tên tuổi với nhiều dự án lớn, tập trung chủ yếu tại khu vực phía Nam như KCN Phú Mỹ 2 & MR, KCN Hữu Thạnh. Ngoài ra, IDC còn các mảng kinh doanh tạo dòng tiền ổn định khác như: Thủy điện, Thu phí BOT, Phân phối điện trong KCN,...

Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu (VND) **62.296**

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (25/06/2024)	61.300
Biến động 1 năm	37.926 – 63.800
KLGD bình quân 52T (cp)	2.752.527
Vốn hóa (Tỷ đồng)	19.965
P/E	10,5x
P/B	3,15x
%NN sở hữu	17,65%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

DUY TRÌ DIỆN TÍCH CHO THUÊ LỚN TRONG GIAI ĐOẠN 2024 - 2025

ĐÁNH GIÁ: TRUNG LẬP

Sau giai đoạn bùng nổ 2019 – 2023, KQKD hoạt động cho thuê đất KCN của IDC dự báo duy trì ở mức cao trong các năm 2024 – 2025 nhờ: (1) Các hợp đồng cho thuê đã kí kết dần được bàn giao mặt bằng và ghi nhận doanh thu, (2) Các KCN hiện hữu tiếp tục ghi nhận tiến độ cho thuê tích cực.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu IDC với mức định giá hợp lý là **62.296 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Doanh thu cho thuê đất KCN duy trì ở mức cao

Các hợp đồng cho thuê đã kí kết (với diện tích 130 ha) kì vọng đem về hơn 4.000 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2024 – nửa đầu năm 2025, khi các khách hàng được bàn giao mặt bằng. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng IDC có thể duy trì tiến độ cho thuê mới khoảng 100 – 120 ha/ năm đối với các KCN hiện hữu trong 3 – 4 năm tới.

KCN Tân Phước 1 kì vọng bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2025

Trong tháng 06.2024, dự án KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) đã chính thức nhận chấp thuận chủ trương đầu tư. Sau khi đưa vào kinh doanh (dự kiến năm 2025), KCN Tân Phước 1 kì vọng sẽ thực hiện cho thuê khoảng 30 – 40 ha đất thương phẩm và đóng góp doanh thu hơn 700 tỷ đồng mỗi năm.

Dòng tiền ổn định từ kinh doanh tiện tích, hạ tầng nội khu

IDC đang mở rộng mạnh danh mục và quy mô hệ thống dịch vụ tiện ích, hạ tầng cho thuê tại các KCN để tạo dòng tiền trong dài hạn. Tuy vậy, sẽ cần thêm thời gian để các hạ tầng hoàn thiện và tạo ra động lực đáng kể đến lợi nhuận doanh nghiệp.

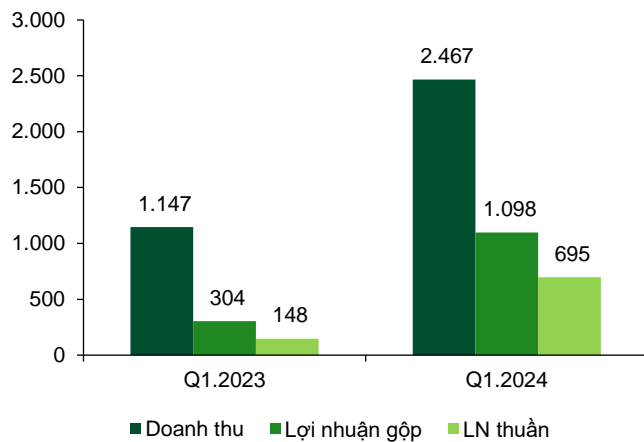
Chi tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	7.485	7.237	8.239	8.931
+/- yoy (%)	73,34%	-3,32%	13,85%	8,40%
LN thuần (tỷ đồng)	1.768	1.394	1.834	1.866
+/- yoy (%)	289,05%	-21,15%	31,58%	1,75%
TS LN gộp (%)	40,88%	33,48%	38,20%	36,23%
TS LN ròng (%)	23,61%	19,26%	22,26%	20,89%
EPS - TTM (VND)	5.356	4.223	5.557	5.654

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024

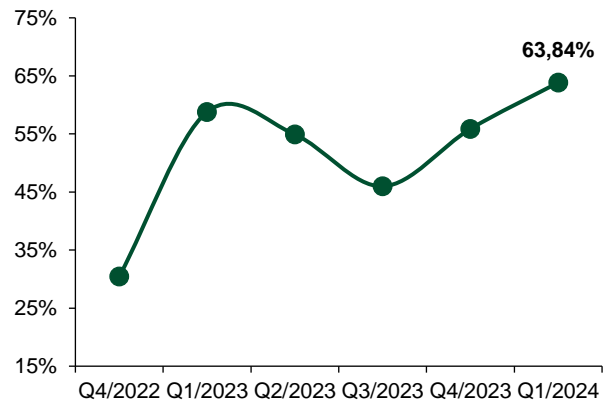
Doanh thu Q1.2024 đạt 2.467 tỷ đồng (+115,2% yoy), phần lớn đến từ sự bùng nổ của mảng cho thuê đất KCN với doanh thu 1.308 tỷ đồng (cùng kì năm 2023 là 207 tỷ đồng) khi các hợp đồng đã kí MOU tại KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ 2 và Quế Võ 2 dần chính thức bàn giao mặt bằng và đóng góp doanh thu. Ngoài ra, doanh thu chuyển nhượng BĐS dân cư cũng ghi nhận sự cải thiện đáng kể, đạt 281 tỷ đồng (Q1.2023 là 30 tỷ đồng) nhờ giao dịch chuyển nhượng 1,45 ha đất cho AEON tại KDC trung tâm Phường 6 (Tân An, Long An).

LN thuần đạt 695 tỷ đồng, gấp 4,7 lần so với Q1.2023. Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN được cải thiện tích cực nhờ: (1) Gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu của KCN Phú Mỹ 2 (được đầu tư từ lâu và sở hữu biên lợi nhuận cao), (2) Mặt bằng giá thuê tại các KCN tiếp tục xu hướng tăng.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của IDC (đv: tỷ đồng)



Hình 2: Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN của IDC



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

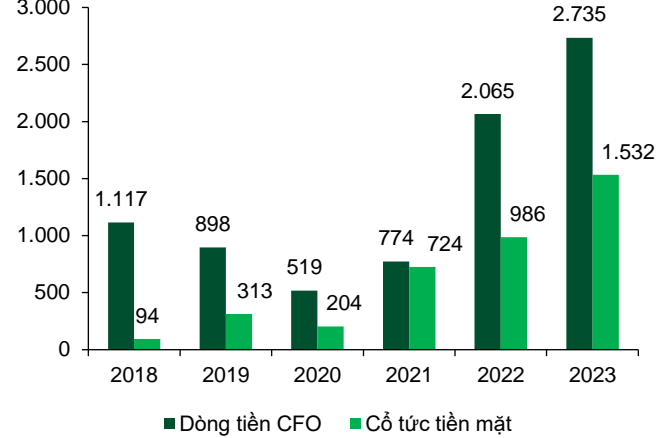
IDC sở hữu tình hình tài chính khỏe mạnh với số dư tiền mặt & tiền gửi tại cuối Q1.2024 là 2.075 tỷ đồng (chiếm 11,9% tổng tài sản). Đòn bẩy nợ vay được duy trì ở mức tương đối an toàn với số dư là 3.039 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ Nợ vay/ Tổng tài sản là 0,17 lần. Chúng tôi cho rằng quy mô nợ vay của IDC có thể tăng lên trong các quý tới khi doanh nghiệp giải ngân đầu tư dự án KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang), tuy vậy không tiềm ẩn nhiều rủi ro tài chính xét đến: (1) Nguồn tiền mặt dồi dào, (2) IDC kì vọng tiếp tục thu về dòng tiền cho thuê tích cực từ các hợp đồng đã kí kết.

Doanh nghiệp duy trì dòng tiền tích cực qua các năm với quy mô dòng tiền CFO khoảng hơn 2.000 tỷ đồng/ năm nhờ các KCN do IDC đầu tư sở hữu tốc độ cho thuê và mức tăng giá khá tốt. Dòng tiền cho thuê dồi dào giúp IDC không phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay trong việc triển khai các dự án gói đầu, đồng thời có thể duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm ở mức cao.

Hình 3: Quy mô nợ vay tài chính của IDC (đv: tỷ đồng)



Hình 4: Dòng tiền CFO và mức chi cổ tức tiền mặt của IDC (đv: tỷ đồng)



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

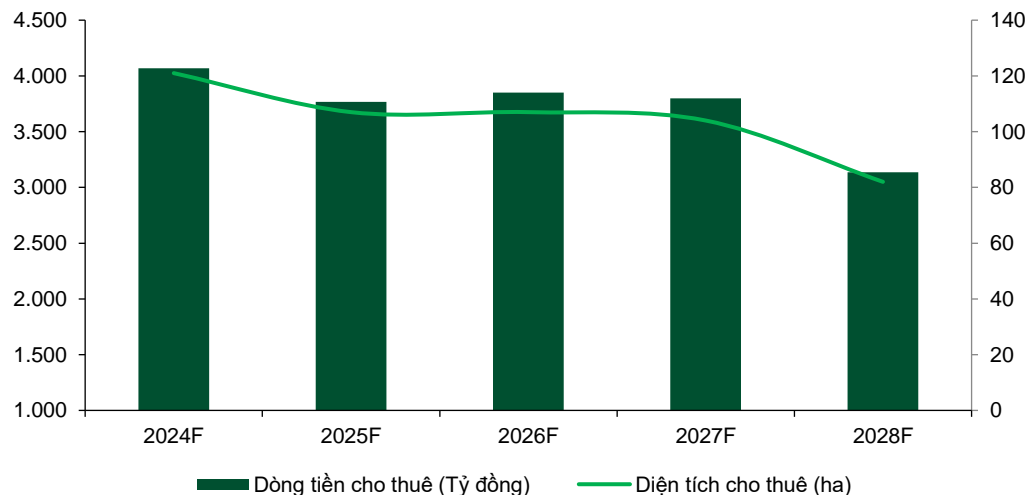
Doanh thu cho thuê đất KCN duy trì ở mức cao

Trong Q1.2024, IDC tiếp tục kí biên bản ghi nhớ (MOU) cho thuê đối với 26 ha đất công nghiệp (chủ yếu tại KCN Hữu Thạnh và Quế Võ 2). Theo đó, VCBS ước tính doanh nghiệp còn hơn 130 ha diện tích đất cho thuê chưa bàn giao (đối với cả các hợp đồng chính thức và MOU) – kì vọng đem về hơn 4.000 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2024 – nửa đầu năm 2025, khi các khách hàng được bàn giao mặt bằng.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng IDC có thể duy trì tiến độ cho thuê mới khoảng 100 – 120 ha/ năm đối với các KCN hiện hữu trong 3 – 4 năm tới xét đến:

- Phần lớn các KCN của IDC sở hữu vị trí khá thuận lợi, kết nối tốt với các tuyến đường quan trọng và hạ tầng logistics xung quanh TP.HCM. Với khoảng 554 ha đất thương phẩm còn lại, các KCN hiện hữu vẫn còn dư địa đáp ứng nhu cầu cho thuê đến năm 2028 – 2029.
- Mặc dù chịu áp lực nhất định từ sự chững lại của nền kinh tế thế giới và việc áp dụng Thuế Tối thiểu Toàn cầu (từ đầu năm 2024), dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn duy trì quy mô khá tốt. Trong đó, Long An và Bà Rịa – Vũng Tàu (địa bàn kinh doanh chính của IDC) đang gia tăng mạnh vị thế về thu hút đầu tư FDI.

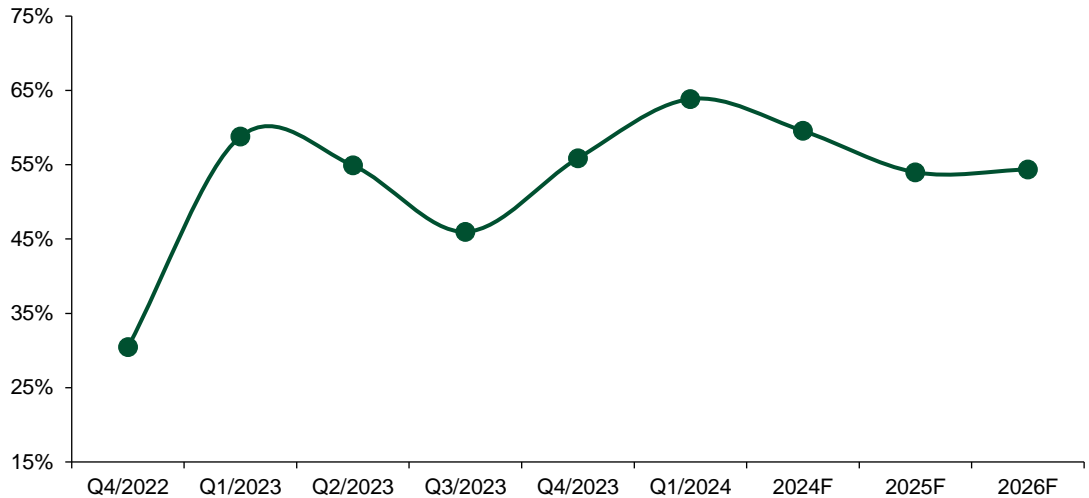
Hình 5: Diện tích & dòng tiền cho thuê tại các KCN hiện hữu của IDC



Nguồn: IDC, VCBS

Hiệu quả lợi nhuận tại các KCN hiện hữu dự báo được cải thiện trong các năm tới nhờ: (1) Mặt bằng giá thuê đất tăng trưởng trung bình 3 – 5% mỗi năm, (2) IDC đã cơ bản hoàn thành giải phóng mặt bằng (GPMB) và triển khai hoàn thiện hạ tầng tại các dự án. Tuy vậy, biên lợi nhuận hợp nhất hoạt động cho thuê đất KCN của IDC có thể gặp áp lực nhất định trong các quý tới, khi doanh thu cho thuê được đóng góp chủ đạo bởi các KCN được đầu tư sau như KCN Hựu Thạnh, Quế Võ 2 và Cầu Ngàn (có biên lợi nhuận thấp hơn KCN Phú Mỹ 2 & MR).

Hình 6: Biên LN gộp cho thuê đất KCN của IDC



Nguồn: IDC, VCBS

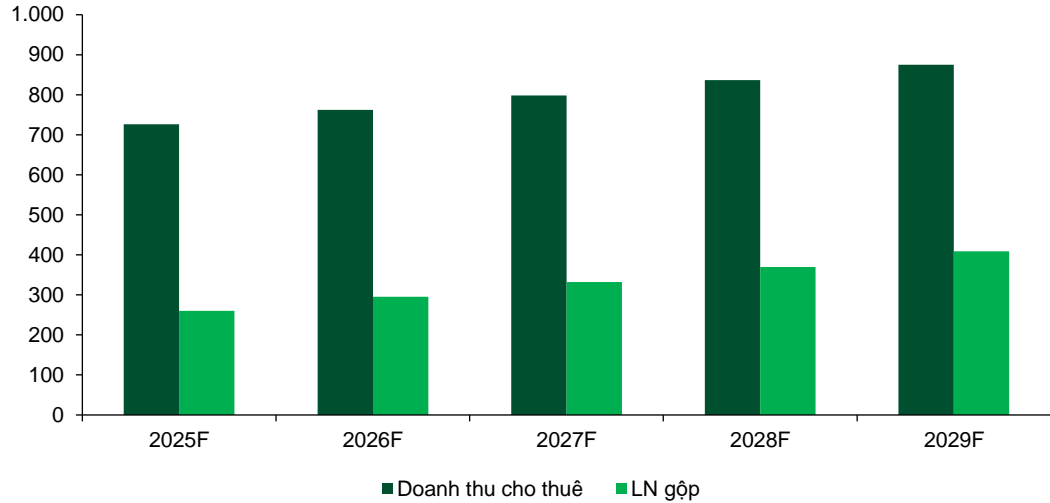
KCN Tân Phước 1 kì vọng bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2025

Trong tháng 06.2024, dự án KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) đã chính thức nhận chấp thuận chủ trương đầu tư. Với diện tích 470 ha (361 ha đất thương phẩm), KCN Tân Phước 1 sẽ là nguồn bổ sung quan trọng đến diện tích đất cho thuê và lợi nhuận của IDC sau khi KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 MR được lấp đầy.

Sau khi đưa vào kinh doanh (dự kiến năm 2025), KCN Tân Phước 1 kì vọng sẽ thực hiện cho thuê khoảng 30 – 40 ha đất thương phẩm và đóng góp doanh thu hơn 700 tỷ đồng mỗi năm xét đến:

- Dòng vốn FDI vào Tiền Giang đang gia tăng đáng kể trong vài năm gần đây nhờ: (1) Quỹ đất cho phát triển công nghiệp còn lớn, (2) Mặt bằng giá thuê đất và lương nhân công thấp hơn so với các địa bàn truyền thống, (3) Khả năng kết nối tới khu vực Đông Nam Bộ và các tỉnh thành Đồng Bằng Sông Cửu Long được cải thiện mạnh mẽ nhờ sự hoàn thiện của chuỗi cao tốc Hồ Chí Minh – Trung Lương – Mỹ Thuận – Cần Thơ.
- Dự địa tăng giá thuê đất của KCN Tân Phước 1 trong các năm tới còn tương đối dồi dào.

Hình 7: KQKD ghi nhận từ KCN Tân Phước 1 (đv: Tỷ đồng)



Nguồn: IDC, VCBS

Dòng tiền ổn định từ kinh doanh tiện ích, hạ tầng nội khu

Bên cạnh hoạt động cho thuê đất, IDC đang mở rộng mạnh danh mục và quy mô hệ thống dịch vụ tiện ích, hạ tầng cho thuê tại các KCN để tạo dòng tiền trong dài hạn. Cụ thể:

- **Phân phối điện:** Trong năm 2024, Idico dự kiến sẽ đưa vào vận hành dự án Trạm biến áp 110/22kV giai đoạn 1 tại KCN Hựu Thạnh (công suất 63 MVA), theo đó nâng tổng công suất TBA tại các KCN của IDC lên 481 MVA. Mặc dù có biên lợi nhuận gộp khá thấp (khoảng 5%), hoạt động phân phối điện giúp mang về dòng tiền ổn định cho IDC và tăng trưởng vững chắc trong các năm tới cùng với: (1) Tỷ lệ lấp đầy tại các KCN, (2) Quy mô hoạt động và mức sử dụng năng lượng của các doanh nghiệp.
- **Nhà xưởng xây sẵn (NXXS):** Tính đến hiện tại, IDC đã đưa vào vận hành 24.000 m2 NXXS và dự kiến sẽ tăng mạnh lên 600.000 m2 trước năm 2026. Chúng tôi đánh giá việc triển khai hệ thống NXXS khá phù hợp đối với nhu cầu của các khách hàng vừa và nhỏ, đặc biệt tại các KCN vị trí gần trung tâm kinh tế. Tuy vậy, trong ngắn hạn IDC có thể gặp áp lực cạnh tranh nhất định do nguồn cung nhà kho/ NXXS khu vực phía Nam đã tăng mạnh trong thời gian gần đây.

Bảng 1: Kế hoạch phát triển hệ thống NXXS của IDC

Vị trí	Diện tích (m2)	Giai đoạn triển khai
KCN Hựu Thạnh (Long An)	300.000	2022 – 2025
KCN Nhơn Trạch 1 (Đồng Nai)	200.000	2022 – 2025
KCN Phú Mỹ 2 MR (Vũng Tàu)	100.000	2024 - 2026

Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

VCBS cho rằng trong thời gian tới, IDC có thể tiếp tục mở rộng danh mục hạ tầng, dịch vụ như nhà xưởng nhiều tầng, cung cấp điện mặt trời áp mái,... Mặc dù sẽ cần thêm thời gian để hoàn thiện và tạo ra động lực đáng kể đến lợi nhuận doanh nghiệp, chúng tôi đánh giá các mảng kinh doanh trên sẽ dần trở thành nguồn đóng góp dòng tiền quan trọng cho IDC và có thể duy trì tốt trong dài hạn, sau khi các KCN được lấp đầy.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của IDC đạt **8.239 tỷ đồng (+13,9% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.834 tỷ đồng (+31,6% yoy)**, tương ứng với EPS là **5.557 VND/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu IDC dựa trên một số phương pháp:

Định giá từng phần

Chúng tôi định giá từng dự án, mảng kinh doanh quan trọng của IDC và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **56.038 VND/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Dự án KCN	14.845
Dự án BĐS nhà ở	1.624
Mảng Điện & Thu phí	3.221
Các khoản cho vay/ HTĐT/ Đầu tư	1.676
(Nợ vay ròng)	(964)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(1.909)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	18.493
Số cổ phiếu (triệu)	330
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	56.038

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/E trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **68.553 VND/ cổ phiếu**.

	P/E
2024 TTM	10,4
2023	12,3
2022	5,9
2021	47,9
2020	12,2
2019	16,4
2018	19,7
Trung vị	12,34
EPS 2024 (VND)	5.557
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	68.553

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu IDC là **62.296 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá từng phần	56.038
Phương pháp định giá tương đối	68.553
Kết hợp 2 phương pháp	62.296

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Sau giai đoạn bùng nổ 2019 – 2023, KQKD hoạt động cho thuê đất KCN của IDC dự báo duy trì ở mức cao trong các năm 2024 – 2025 nhờ: (1) Các hợp đồng cho thuê đã kí kết dần được bàn giao mặt bằng và ghi nhận doanh thu, (2) Các KCN hiện hữu tiếp tục ghi nhận tiến độ cho thuê tích cực. Từ năm 2025, chúng tôi đánh giá KCN Tân Phước 1, KCN Hữu Thạnh và hệ thống hạ tầng cho thuê sẽ là nguồn đóng góp dòng tiền quan trọng cho doanh nghiệp, mặc dù biên lợi nhuận có thể thấp hơn các dự án cũ. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu IDC với mức định giá hợp lý là **62.296 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>