

# TỔNG CÔNG TY IDICO - CTCP (IDC)

## Kỳ vọng thay đổi mạnh mẽ sau khi tái cấu trúc

07/09/2022

 Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga  
 ngaphb@kbsec.com.vn

### Tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là đầu tư và phát triển KCN

IDC tiến hành tái cấu trúc tập trung vào 4 ngành nghề kinh doanh chính là đầu tư và phát triển KCN, Năng lượng, Bất động sản (BDS) nhà ở và thương mại và Dịch vụ KCN, trong đó lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là đầu tư và phát triển KCN, các lĩnh vực kinh doanh còn lại được chuyển sang các công ty con và tiến hành thoái vốn lĩnh vực ngoài ngành.

### Chủ đầu tư tiên phong trong phát triển KCN với quỹ đất cho thuê lớn

IDICO là chủ đầu tư tiên phong và có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển KCN. Danh mục dự án của IDC gồm 10 dự án với tổng diện tích cho thuê là 2,341ha, diện tích cho thuê còn lại của IDC là 754.8ha. Kỳ vọng quỹ đất KCN của IDC sẽ tiếp tục mở rộng 2,000-2,500ha tại cả khu vực phía Bắc và Phía Nam.

### KCN Hựu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng được kỳ vọng sẽ đảm bảo tăng trưởng cho IDC trong trung hạn

Các dự án KCN Hựu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng được kỳ vọng sẽ đảm bảo tăng trưởng cho IDC trong trung hạn nhờ khả năng cho thuê tốt và giá cho thuê cao. Doanh thu đóng góp ước tính của các dự án này đạt khoảng 18,500 tỷ VND.

### Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng tốt

Doanh thu năm 2022 và 2023 ước đạt lần lượt 7,980 tỷ VND (+86%YoY) và 8,400 tỷ VND (+5%YoY), tương ứng với lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ 2,201 tỷ VND (+384%) và 2,364 tỷ VND (+7%).

### Khuyến nghị MUA - Giá mục tiêu: 77,400VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IDC với mức giá mục tiêu là 77,400VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 36% so với giá đóng cửa ngày 07/09/2022.

## MUA

**Giá mục tiêu** 77,400VNĐ

Tăng/giảm (%)	36%
Giá hiện tại (07/09/2022)	57,100VNĐ
Giá mục tiêu đồng thuận	82,000VNĐ
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	18.9/0.8

### Dự phóng KQKD & định giá

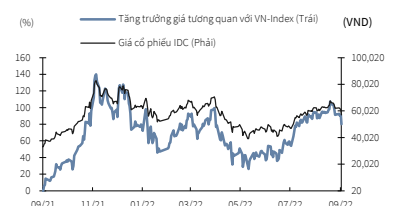
FY-end	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,356	4,301	7,980	8,400
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,179	717	2,926	3,116
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	873	454	2,201	2,364
EPS (VNĐ)	2,900	1,498	7,337	7,881
Tăng trưởng EPS (%)	170	-48	390	7
P/E (x)	22.31	43.18	7.78	7.25
P/B (x)	4.65	4.98	4.24	3.25
ROE (%)	19	9	40	35
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5%	4%	4%

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	64.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	155.8/6.7
Sở hữu nước ngoài (%)	4.7%
Cổ đông lớn	SSG Group (22.5%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8	29	-14	72
Tương đối	-7	34	3	29



## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng công ty IDICO – CTCP (IDC) tiền thân là Tổng công ty Đầu tư phát triển đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam được thành lập vào năm 2000, là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng. Hoạt động trong lĩnh vực đầu tư phát triển khu công nghiệp, thủy điện, giao thông, nhà ở đô thị và xây lắp.

Sau hơn 20 năm hình thành và phát triển, IDC đã chuyển đổi mô hình hoạt động sang công ty cổ phần từ năm 2018, đồng thời cũng đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu, tinh gọn mô hình kinh doanh khi thoái vốn tại các hoạt động kinh doanh ngoài ngành và tập trung vào 4 lĩnh vực kinh doanh chính là KCN, Năng lượng, BĐS Nhà ở & Thương mại và Dịch vụ KCN (Hình 1).

Hình 1. Mô hình kinh doanh của IDC

IDC đã đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu, tập trung vào 4 lĩnh vực kinh doanh chính để khai thác thế mạnh trong hoạt động Khu công nghiệp



Nguồn: Báo cáo công ty

**Bộ Xây dựng đã tiến hành thoái vốn lần đầu tại IDC từ năm 2018**

Từ ngày 01/03/2018, IDC chính thức trở thành CTCP với vốn điều lệ là 3,000 tỷ VND sau khi Bộ Xây dựng giảm tỷ lệ sở hữu từ 100% xuống còn 36%. CTCP Tập đoàn SSG và Công ty TNHH tập đoàn Bitexco trở thành nhà đầu tư chiến lược của IDC nắm giữ 45% cổ phần.

**Bộ Xây dựng đã thoái toàn bộ phần vốn tại IDC trong năm 2020**

Vào cuối tháng 11/2020, Bộ Xây dựng đã bán toàn bộ 108 triệu cổ phần còn lại tại IDC. Có 9 nhà đầu tư bao gồm 1 tổ chức và 8 cá nhân đã trúng đấu giá toàn bộ số cổ phần này. Trong đó có Công ty TNHH Covestcons – công ty con có 100% vốn thuộc Cotecons đã trúng đấu giá 22.4 triệu cổ phiếu IDC, trở thành cổ đông lớn của IDC với tỷ lệ sở hữu là 8.13%. Tuy nhiên, công ty này cũng nhanh chóng giảm lượng sở hữu tại IDC xuống còn 1,85 triệu cổ phiếu (tỷ lệ 0.62%) và không còn là cổ đông lớn của IDC chỉ sau 2 tháng.

**Cổ đông chiến lược Bitexco hoàn tất thoái vốn vào tháng 6/2021.**

Theo phương án cổ phần hóa, với vai trò là nhà đầu tư chiến lược, SSG và Bitexco sẽ bị hạn chế chuyển nhượng cổ phiếu trong vòng 10 năm kể từ ngày 01/03/2018. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ thường niên năm 2021 của IDC đã thông qua việc bãi bỏ quy định hạn chế chuyển nhượng tối thiểu 10 năm đối với cổ phần

của cổ đông chiến lược và các nội dung liên quan đến việc hạn chế chuyển nhượng. Trong tháng 6/2021, Bitexco đã thông báo bán ra toàn bộ 67.5 triệu cổ phiếu IDC, tương ứng với 22.5% vốn điều lệ.

### Cơ cấu sở hữu tính đến hết quý 2/2022

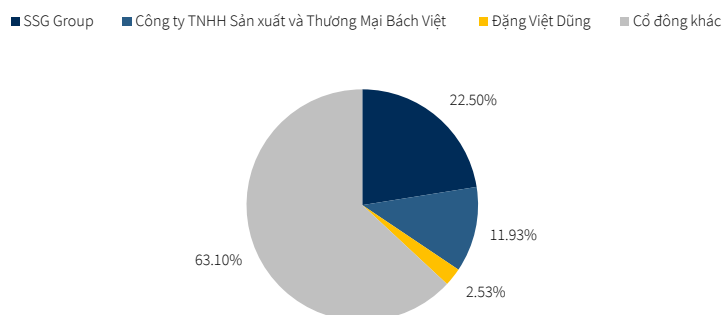
SSG Group đang nắm giữ 22.5%

Các bên liên quan đến ông Đặng Chính Trung CEO:

- Công ty TNHH Sản xuất và Thương Mại Bách Việt (Ông Đặng Chính Trung là TV HĐQT) nắm giữ 11.93%
- Ông Đặng Việt Dũng (Con trai của ông Đặng Chính Trung) nắm giữ 2.53%

Tính đến hết quý 2/2022, SSG và các bên liên quan ông Đặng Chính Trung đang nắm giữ 36.9% cổ phần tại IDC (Biểu đồ 2).

**Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông (tính đến hết quý 2/2022)**



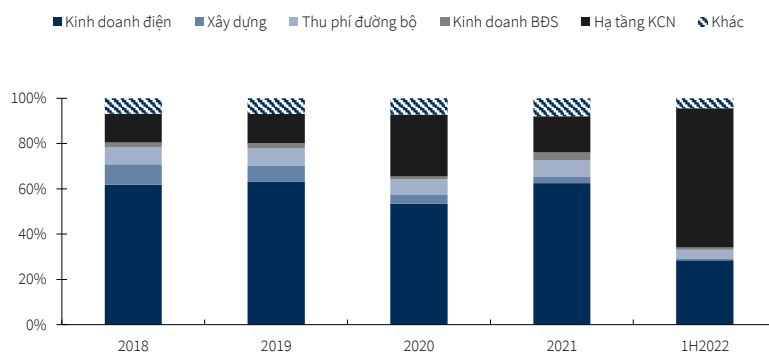
Nguồn: Báo cáo công ty

### Cơ cấu doanh thu có sự thay đổi từ năm 2020 khi IDC thay đổi phương pháp hạch toán đối với đất KCN cho thuê

Hoạt động kinh doanh điện là hoạt động đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu giai đoạn 2018-2021.

Hoạt động từ mảng KCN chỉ đóng góp tỷ trọng khiêm tốn khoảng 12% trong cơ cấu doanh thu 2018-2019. Tuy nhiên, tỷ trọng này có sự thay đổi đáng kể khi IDC thay đổi phương pháp hạch toán từ phân bổ doanh thu theo thời gian thuê thực tế sang ghi nhận doanh thu một lần. Hoạt động cho thuê đất KCN đóng góp 27% trong cơ cấu doanh thu năm 2020 nhờ ghi nhận hồi tố doanh thu cho thuê của KCN Mỹ Xuân A và đóng góp 61% trong năm 6T2022 nhờ ghi nhận doanh thu 1 lần từ KCN Nhơn Trạch 5 (Biểu đồ 3).

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu (tính đến hết quý 2/2022)**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### BDS KCN và Dịch vụ KCN – Quỹ đất rộng với tiềm năng cho thuê lớn

#### IDC hiện đang sở hữu 754.8ha đất KCN sẵn sàng cho thuê

IDICO là một trong những chủ đầu tư tiên phong và có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển KCN tại Việt Nam. Danh mục dự án của IDC bao gồm 10 dự án với tổng diện tích cho thuê là 2,341ha, trong đó có 5 dự án đã được lấp đầy với diện tích cho thuê là 948.9ha. Diện tích cho thuê còn lại của IDC là 754.8ha (chiếm 54% diện tích đất thương phẩm) tại các KCN Cầu Nghìn, Hựu Thạnh, Phú Mỹ II, Phú Mỹ II mở rộng và Quế Võ 2 (Bảng 4).

#### Các KCN của IDC đều có vị trí thuận lợi

Các KCN của IDC đều có vị trí tương đối thuận lợi tại các tỉnh kinh tế trọng điểm như Bắc Ninh, Vĩnh Phúc, Thái Bình, Long An, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, đã thu hút hơn 250 dự án đầu tư trong và ngoài nước. Một số khách hàng tiêu biểu tại các KCN của IDC có thể kể đến như HONDA (KCN Kim Hoa), HEINEKEN, LOCK & LOCK (KCN Mỹ Xuân A), HYOSUNG (KCN Nhơn Trạch 5),... Hiện tại, KCN Hựu Thạnh tại Long An có mức giá cho thuê cao nhất đạt 135USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, trong khi KCN Cầu Nghìn Thái Bình có mức giá cho thuê thấp nhất đạt 60USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

#### IDC có lợi thế rõ rệt nhờ kinh nghiệm của các công ty con trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng cũng như cung cấp dịch vụ

Các KCN của IDICO đều được đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật hoàn chỉnh cũng như các dịch vụ cấp điện, cấp nước, thoát nước, xử lý nước thải để đáp ứng nhu cầu cho thuê đất. IDC có lợi thế rõ rệt nhờ kinh nghiệm của các công ty con trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng cũng như cung cấp dịch vụ. Tại hai KCN Nhơn Trạch I và V, nguồn điện được cung cấp từ các Trạm biến áp do IDICO – UDICO (UIC) quản lý vận hành và nguồn cấp nước từ Nhà máy nước ngầm Tuy Hạ do IDICO-URBIZ cung cấp.

Bảng 4. Danh mục dự án KCN của IDC

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> / chu kỳ thuê)	% diện tích đã GPMB
<b>Các dự án đã lấp đầy</b>			<b>1,270.8</b>	<b>948.9</b>				
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	100%	50.0	45.9		100%		
Mỹ Xuân B1	BR - VT	51%	227.1	160.4		100%		
Mỹ Xuân A	BR - VT	100%	302.4	229.3		100%		
Nhơn Trạch I	Đồng Nai	100%	381.9	284.1		100%		
Nhơn Trạch V	Đồng Nai	100%	309.4	229.2		100%		
<b>Các dự án đang triển khai</b>			<b>1,996.2</b>	<b>1,392.1</b>	<b>754.8</b>			
Cầu Nghìn	Thái Bình	100%	183.9	102.8	100.3	2.4%	60	43%
Hựu Thạnh	Long An	100%	524.1	395.4	315.4	20.2%	135	96%
Phú Mỹ II	BR - VT	100%	620.6	443.3	118.7	73.2%	125	100%
Phú Mỹ II MR	BR - VT	100%	398.1	273.2	128.2	53.1%	125	100%
Quế Võ II	Bắc Ninh	51%	269.5	177.4	92.2	48.0%	115	63%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

## BDS dân cư và thương mại - Đẩy mạnh triển khai, góp phần hoàn thiện hệ sinh thái BDS KCN

**Danh mục dự án BDS dân cư đang phát triển của IDC bao gồm 11 dự án với tổng diện tích quỹ đất lên tới 112ha**

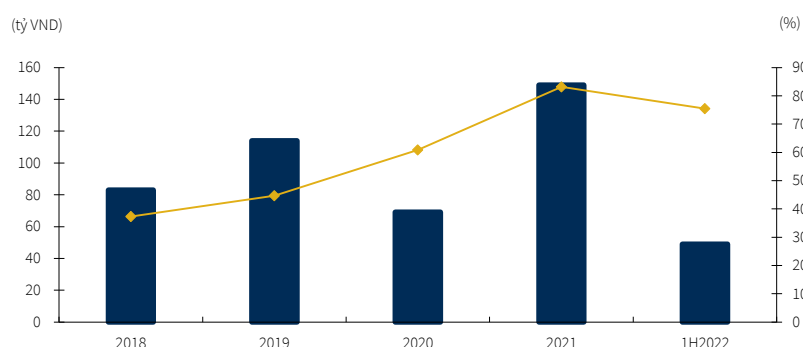
IDICO đã triển khai và hoàn thành một số dự án nhà ở tại khu vực phía Nam như căn hộ Tân Phú IDICO (Tp. HCM), Khu nhà ở chung cư cao tầng Hóa An (Biên Hòa), dự án KDC Trung tâm Phường 6 Tân An (Long An), Khu nhà ở xã hội 334 (Bà Rịa – Vũng Tàu). Các dự án IDICO đã triển khai chủ yếu là đất nền và các căn hộ thuộc phân khúc trung cấp và bình dân.

Danh mục dự án đang phát triển của IDC bao gồm 11 dự án với tổng diện tích quỹ đất lên tới 112ha, trong đó có 52ha đã được khai thác (Bảng 8). Các dự án của IDC nằm tại Tp. HCM và các tỉnh lân cận tập trung nhiều KCN như Đồng Nai, Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu. Một số dự án BDS dân cư của IDC dự kiến được xây dựng gần với các KCN hiện hữu như Nhơn Trạch, Hựu Thạnh để đáp ứng nhu cầu về nhà ở ngày càng tăng cao của công nhân/chuyên gia làm việc tại đây, qua đó nâng cao sức hút của các KCN.

Hoạt động kinh doanh BDS đóng góp tương đối nhỏ vào cơ cấu doanh thu (chỉ khoảng 1-3%), phần lớn đến từ các sản phẩm lẻ đến từ các dự án đã triển khai

Hoạt động kinh doanh BDS có biên lợi nhuận gộp cao nhờ quỹ đất có giá rẻ được tích lũy từ trước cũng như tận dụng lợi thế và kinh nghiệm của IDC trong mảng xây dựng

**Biểu đồ 5. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng BDS dân cư**



**Hình 6. KDC KCN Hựu Thạnh**



Nguồn: Báo cáo công ty

**Hình 7. Khu nhà ở CN KCN Nhơn Trạch (GĐ 1)**



Nguồn: Báo cáo công ty

**Bảng 8. Danh mục dự án KDC của IDC**

Dự án	Vị trí	Đơn vị triển khai	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Quy mô	Hiện trạng
<b>Dự án đã hoàn thành</b>						
Khu căn hộ Tân Phú IDICO	HCMC	IDC	100%	11,980	3 block với 741 căn hộ	Đã bàn giao
Dự án KDC TT P6 Tân An	Long An	LAI	51%	30,500		
Nhà ở xã hội 334 (Conac Tower)	BR-VT	ICN	51%	409	24 căn hộ	Đã bàn giao
<b>Dự án đang triển khai</b>						
Dự án KDC TT mở rộng - đất thương mại	Long An	LAI	51%	30,500	28,786 m <sup>2</sup> đất TMDV, giáo dục, y tế	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
Dự án Khu NOCN Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	100,284	Tổng diện tích sàn: 177,088 m <sup>2</sup> Đã hoàn thành 11 block, hiện đang đầu tư 17 block để bán còn lại	Điều chỉnh quy hoạch, nâng từ 9 lên 25 tầng
Dự án Khu NOCN Nhơn Trạch 2	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	100,000	6,434 m <sup>2</sup> đất nhà liền kề 74 căn 28,341 m <sup>2</sup> đất CC 12 block với 1,888 căn	Đã nhận bàn giao đất
KDC CN KCN Hữu Thạnh	Long An	LAI	100%	470,939	Đã đền bù GPMB 403,905 m <sup>2</sup> Đất còn cần GPMB 21,851 m <sup>2</sup>	Đã có QĐGD đợt 1: 334,456 m <sup>2</sup>
Khu tái định cư KCN Nhơn Trạch 1 và CC Hiệp Phước	Đồng Nai	UIC	100%	48,676	Diện tích đất xây dựng nhà ở 39,179m <sup>2</sup>	Đang thực hiện thủ tục pháp lý
Dự án An Hòa	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	38,883	Đã hoàn thiện gần 50 căn thấp tầng Diện tích đất xây dựng còn lại: Lô A biệt thự 2,507 m <sup>2</sup> và lô G chung cư 5,913 m <sup>2</sup>	Đang điều chỉnh quy hoạch
Khu CC Quốc lộ 1K Hóa An	Đồng Nai	UIC	66.93%	70,350	276 căn thấp tầng và 4 block CC 5 tầng với 252 căn hộ + 3 block CC 12 tầng Đã hoàn thành 2 block CC 5 tầng và 253 căn thấp tầng	Đang GPMB và đầu tư phần còn lại
Tổ hợp khách sạn - Condotel Thủy Dương	BR - VT	ICN	51%	7,077		Triển khai các thủ tục đầu tư từ Quý 3/2022
Khu VP, chung cư Conac Plaza	BR - VT	ICN	51%	8,137	GFA 78,884 m <sup>2</sup> , 31 tầng với 543 căn hộ	Đang thực hiện đánh giá thị trường
Dự án Bắc Châu Giang	Hà Nam	ICN	51%	56,527		Đang hoàn thiện xây dựng hạ tầng

Nguồn: Báo cáo công ty

\*Note: Công ty con của IDC:

- IDICO – LINCO: CTCP Đầu tư Xây dựng Long An IDICO (UPCOM: LAI)
- IDICO – CONAC: CTCP Đầu tư Xây dựng Dầu khí IDICO (UPCOM: ICN)
- IDICO – UDICO: CTCP Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị IDICO (HSX: UIC)
- IDICO – URBIZ: Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp IDICO

## Năng lượng – Phát triển năng lượng tái tạo và đẩy mạnh hoạt động truyền tải điện

**IDC hiện đang vận hành khai thác 2 nhà máy thủy điện Srok Phu Mieng và Đak Mi 3 với tổng công suất là 114MW**

IDICO đã đầu tư xây dựng và hiện đang quản lý vận hành 2 dự án thủy điện là:

- Dự án Thủy điện Srok Phu Mieng có công suất 51MW đã phát điện thương mại năm 2006 với sản lượng bình quân hàng năm khoảng 228 triệu kWh, tương ứng với doanh thu đạt khoảng 195 tỷ VND (tùy theo tình hình thời tiết). Dự án do CTCP Thủy điện Srok Phu Mieng IDICO làm chủ đầu tư (IDICO nắm giữ 51% vốn điều lệ).

— Dự án Thủy điện Đak Mi 3 tại Quảng Nam có công suất 63 MW đã phát điện thương mại vào năm 2017. Dự án có sản lượng điện bình quân hàng năm đạt khoảng 212 triệu kWh tương ứng với doanh thu đạt khoảng 180 tỷ VND. Dự án do IDC làm chủ đầu tư.

Trước đó, IDICO đã đầu tư xây dựng hai dự án thủy điện Đak Mi 4AB và Đak Mi 4C tại Quảng Nam với công suất 190MW và 18MW. Hai nhà máy thủy điện này có sản lượng bình quân hàng năm đạt lần lượt là 750 triệu kWh và 57 triệu kWh. Tuy nhiên, trong tháng 6/2021, IDC đã thoái toàn bộ 26 triệu cổ phần tại CTCP Thủy Điện Đak Mi – chủ đầu tư của hai dự án thủy điện Đak Mi 4AB và Đak Mi 4C cho Bitexco (Bảng 9).

### Hoạt động cung cấp điện đem lại nguồn doanh thu lớn hàng năm

Bên cạnh việc phát triển các dự án thủy điện, IDC còn truyền tải và phân phối điện cho các khách hàng tại các KCN (được thực hiện bởi công ty con UIC). Công ty hiện đang sở hữu các trạm biến áp 110/22 KV và lưới điện 22 KV với tổng công suất 418 MW để phân phối điện cho khách hàng thuê tại các KCN Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 5 và sẽ mở rộng thêm 607 MW trong tương lai. Doanh thu cung cấp điện hàng năm của UIC đạt khoảng 2,500-2,700 tỷ VND.

### IDC dự kiến sẽ triển khai dự án điện mặt trời áp mái

Với lợi thế từ việc sở hữu lưới điện tại các KCN, công ty sẽ hợp tác với khách thuê tại các KCN để thuê mái nhà xưởng để đầu tư hệ thống điện mặt trời mái nhà và bán trực tiếp cho khách thuê với giá ưu đãi, phần điện thừa sẽ phát lên lưới 22 KV do công ty quản lý.

### Việc lắp đặt hạ tầng và phân phối điện góp phần hoàn thiện hệ sinh thái dịch vụ KCN của IDC

Chúng tôi cho rằng, hoạt động truyền tải và phân phối điện là hoạt động phụ trợ cho hoạt động cho thuê KCN, góp phần nâng cao giá trị của hệ sinh thái dịch vụ KCN tạo lợi thế cho IDC trong thu hút khách thuê KCN.

**Bảng 9. Danh mục nhà máy thủy điện của IDICO**

Dự án	Địa điểm	Công suất	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Năm xây dựng	Năm phát điện	Tỷ lệ sở hữu của IDC
Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng	Bình Phước	51MW	1,048	2003	2006	51%
Nhà máy thủy điện Đak Mi 3	Quảng Nam	63MW	1,626	2013	2017	100%
Nhà máy thủy điện Đak Mi 4A,B	Quảng Nam	190MW	4,547	2007	2012	0%
Nhà máy thủy điện Đak Mi 4C	Quảng Nam	18MW	419	2008	2012	0%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Bảng 10. Cơ cấu doanh thu mảng năng lượng**

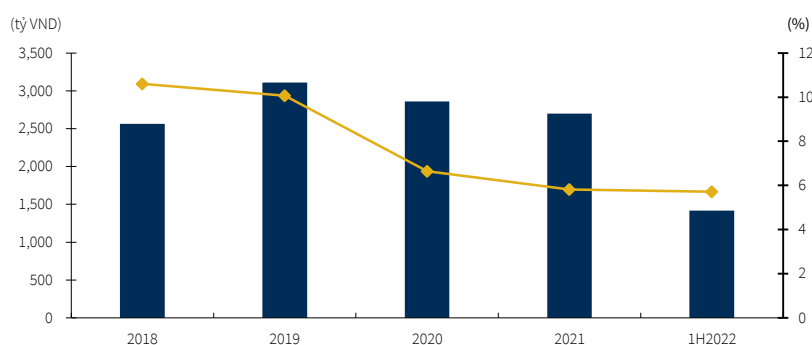
	2019	2020	2021	1H2022
Doanh thu NMTĐ Srok Phu Miêng	230	170	228	95
- Biên lợi nhuận gộp	60%	48%	59%	56%
Doanh thu mua/bán điện của UIC	2,699	2,584	2,449	1334
- Biên lợi nhuận gộp	3.0%	3.2%	2.9%	2.6%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

Hoạt động kinh doanh điện đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu của IDC.

Hoạt động kinh doanh điện có biên lợi gộp thấp và có xu hướng giảm trong những năm gần đây do (1) Tỷ trọng lớn hơn của mảng bán điện có BLN gộp thấp (khoảng 2.6-3.2%) (2) Thoái vốn ở các dự án thủy điện có BLN gộp cao

**Biểu đồ 11. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng năng lượng**



## Hoạt động kinh doanh khác

### Dòng tiền ổn định từ các dự án BOT

**Hoạt động BOT:** IDC hiện đang vận hành hai dự án BOT:

— Dự án BOT Quốc lộ 1A đoạn An Sương – An Lạc (HCMC)

— Dự án BOT Quốc lộ 51 – Dự án mở rộng (Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu)

Hoạt động BOT hiện không được định hướng là một trong những hoạt động kinh doanh chính của IDC, có ít tiềm năng mở rộng trong tương lai. Tuy nhiên đây là hoạt động mang lại doanh thu hàng năm ổn định cho IDC.

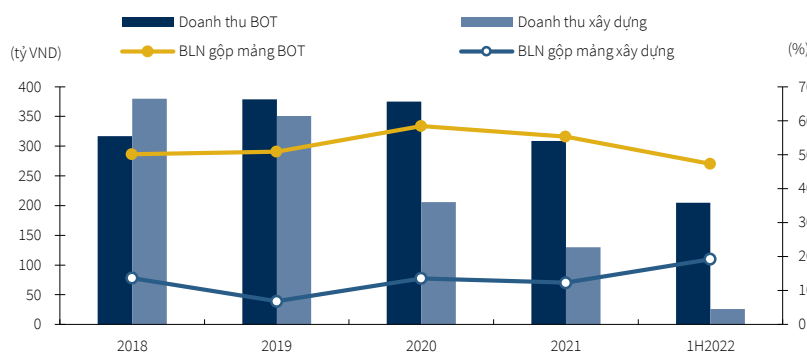
### IDC có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực xây dựng với trên 25 dự án đã hoàn thành

**Hoạt động xây dựng:** IDC có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực xây dựng các công trình xây dựng dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi, thủy điện, xây lắp điện – nước. Các công ty thành viên của IDC đã thi công nhiều công trình có giá trị lớn, theo nhiều hình thức khác nhau như Nhà thầu xây lắp, Tổng thầu EPC, Tổng thầu.

Hoạt động BOT mang lại doanh thu khoảng 3-400 tỷ VND hàng năm cho IDC

Doanh thu hoạt động xây lắp có xu hướng giảm trong những năm gần đây do đây không còn là hoạt động kinh doanh chính của IDC

**Biểu đồ 12. Doanh thu – Lợi nhuận mảng BOT và Xây dựng**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

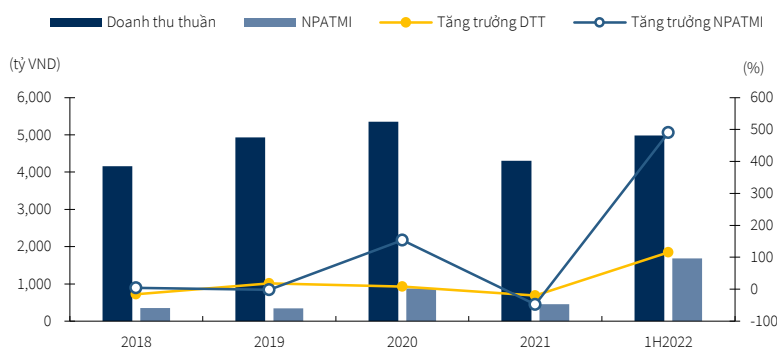


## KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu của IDC duy trì tương đối ổn định trong giai đoạn 2018-2021

Doanh thu năm 2020 tăng trưởng 9% so với cùng kỳ đạt 5,356 tỷ nhờ ghi nhận hồi tố doanh thu cho thuê của KCN Mỹ Xuân A do thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu. (Doanh thu năm 2020 trước khi ghi nhận khoản hồi tố này là 4,542 tỷ VND)

**Biểu đồ 13. Doanh thu – Lợi nhuận 2018-1H2022**

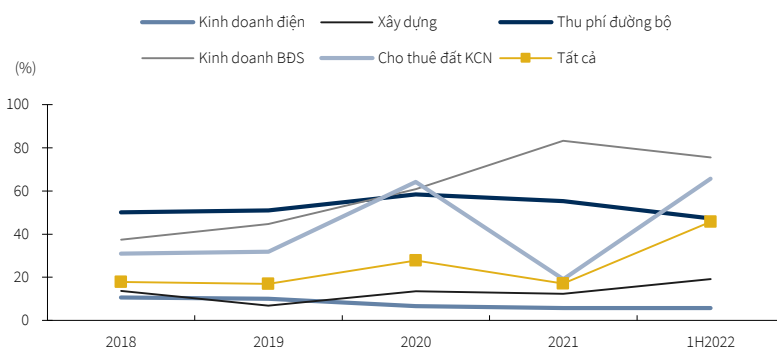


Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

Hoạt động kinh doanh điện là hoạt động có biên lợi gộp thấp nhất trong các hoạt động kinh doanh của IDC và là hoạt động kinh doanh duy nhất có biên lợi nhuận gộp giảm so với năm 2018

Hoạt động cho thuê đất KCN có biên lợi nhuận gộp cao cùng với tỷ trọng đóng góp cao hơn trong những năm gần đây kéo theo biên lợi nhuận gộp chung tăng. Biên lợi nhuận gộp 6T2022 đạt 66%, cao vượt trội so với trung bình ngành nhờ chi phí đền bù và hoàn thành hạ tầng tại các KCN thấp do thực hiện từ nhiều năm trước

**Biểu đồ 14. Biên lợi nhuận 2018-1H2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Bảng 15. Kết quả kinh doanh 6T2022**

	6TH/2021	6TH/2022	+/-% YoY	Chú thích
Doanh số thuần	2,309	4,981	46%	Tăng trưởng chủ yếu nhờ mảng cho thuê đất KCN Hoàn thành 62.4% kế hoạch năm 2022
- Cho thuê đất KCN	360	3,060	750%	Đẩy mạnh cho thuê đất tại các KCN Hựu Thạnh, KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 MR Trong Quý 2/2022, ghi nhận doanh thu 1,450 tỷ từ KCN Nhơn Trạch 5 do thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu
- Kinh doanh điện	1,411	1,419	1%	
- Xây lắp	77	26	-66%	
- Thu phí đường bộ	193	205	6%	
- Kinh doanh BĐS	84	49	-42%	
Giá vốn hàng bán	-1,943	-2,704	39%	
Lãi gộp	366	2,277	522%	
Biên lợi nhuận gộp	16%	46%		Biên lợi nhuận tăng mạnh nhờ tỷ trọng đóng góp cao của mảng cho thuê đất KCN với biên lợi nhuận gộp đạt 66%
- Cho thuê đất KCN	43%	66%		Do chi phí đền bù và hoàn thành hạ tầng tại các KCN thấp do thực hiện từ nhiều năm trước
- Kinh doanh điện	3%	6%		
- Xây lắp	8%	19%		
- Thu phí đường bộ	54%	47%		
- Kinh doanh BĐS	36%	76%		
Thu nhập tài chính	297	119	-60%	
Chi phí tài chính	-88	-117	34%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-88	-72	-18%	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	3	14	378%	
Chi phí bán hàng	-39	-34	-14%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-92	-93	1%	
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	447	2,167	384%	
Thu nhập khác, ròng	-4	21	-675%	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	444	2,187	393%	Hoàn thành 79.1% kế hoạch năm 2022
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-101	-436	332%	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	343	1,751	411%	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	58	69	20%	
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	285	1,682	490%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Chi phí xây dựng cơ bản dở dang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của IDC

Tính đến cuối quý 2/2022, Khoản mục Tài sản dở dang dài hạn đạt 5,305 tỷ VND, tăng 698 tỷ VND so với đầu kỳ và là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất tới hơn 32% Tổng tài sản của IDC. Khoản mục này là chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại các dự án IDC đang triển khai, phần lớn là tại các dự án KCN như (Hựu Thạnh, Phú Mỹ 2, Phú Mỹ 2 MR, Quế Võ 2, Cầu Nghìn) và một số dự án Khu dân cư.

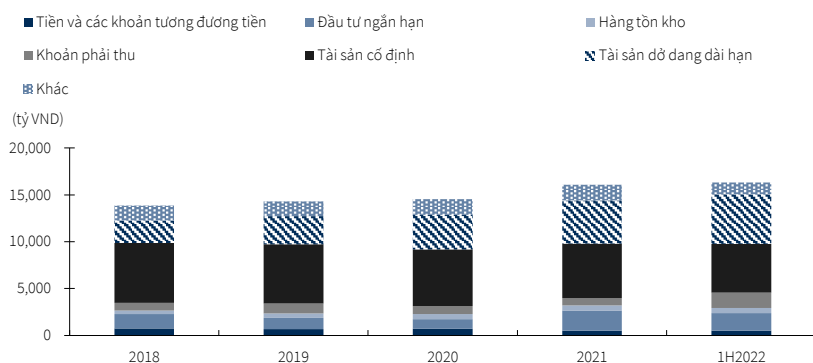
Khoản mục TSCĐ tại thời điểm cuối quý 2/2022 đạt 5,191 tỷ VND, chiếm 32% TTS. Trong đó bao gồm (1) TSCĐ hữu hình là 3,577 tỷ VND, chiếm 22% TTS, phản ánh giá trị các khoản đầu tư của IDC tại các dự án BOT và hai nhà máy thủy điện (2) TSCĐ vô hình là 1,614 tỷ VND, chiếm 10% TTS là giá trị quyền sử

## Tỷ lệ nợ vay duy trì ở mức an toàn

dụng đất các KCN, trụ sở văn phòng công ty và nhà máy thủy điện của IDC. Tính đến thời điểm cuối Quý 2/2022, nợ vay của IDC là 3,343 tỷ VND, giảm 189 tỷ so với đầu năm. Cơ cấu nợ vay có sự thay đổi khi tăng tỷ trọng của vay nợ dài hạn từ 59% tại thời điểm đầu năm lên 85%. Tỷ lệ nợ vay/TTS là 0.2x, ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành.

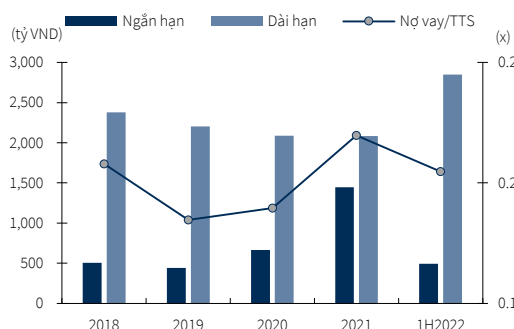
Tổng tài sản trong giai đoạn 2018-2021 tăng trưởng với CAGR đạt 5%

**Biểu đồ 16. Cơ cấu TTS giai đoạn 2018-2022**



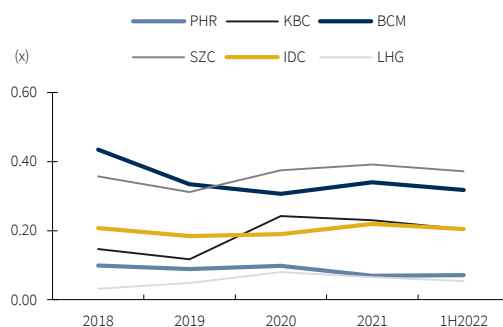
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Biểu đồ 17. Nợ vay và tỷ lệ nợ thuần/TTS**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Biểu đồ 18. Tỷ lệ nợ thuần/TTS của một số DN cùng ngành**



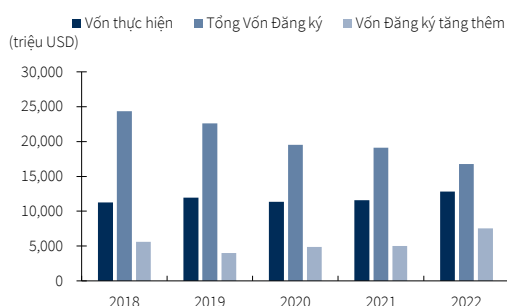
Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

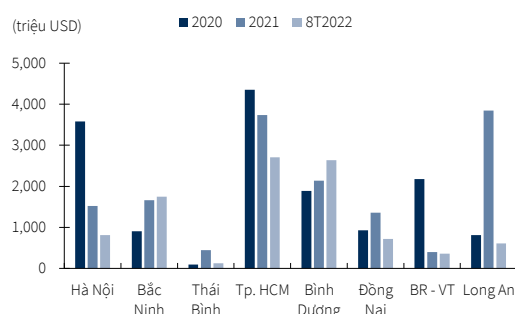
### Nhu cầu thuê đất vẫn ở mức cao

Chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê đất vẫn ở mức cao do (1) Các hợp đồng thương mại tự do (FTAs) được ký kết; (2) Việt Nam là điểm đến tiềm năng cho các công ty muốn rời khỏi Trung Quốc nhờ chi phí nhân công và giá cho thuê đất thấp hơn so với khu vực; (3) Đầu tư công được đẩy mạnh với nhiều dự án hạ tầng trọng điểm giúp tăng kết nối giữa các vùng, kết nối Việt Nam với quốc tế cũng là yếu tố thu hút FDI trong tương lai và (4) Thời gian phê duyệt pháp lý các KCN sẽ được rút ngắn nhờ nỗ lực của chính phủ trong cải cách chính sách.

Trong 8 tháng đầu năm 2022, lượng vốn FDI đăng ký mới đạt 16.8 tỷ USD, giảm 12%YoY. Tuy nhiên, điểm đáng chú ý là vốn đăng ký tăng thêm tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ đạt 7.5 tỷ USD (+50%YoY) và vốn thực hiện đạt 12.8 tỷ USD (+11%YoY) cao nhất trong vòng 5 năm qua (Biểu đồ 19).

**Biểu đồ 19. Vốn đầu tư FDI 8 tháng đầu năm**

Nguồn: Fiinpro, KB Securities Việt Nam

**Biểu đồ 20. Vốn FDI đăng ký của một số tỉnh/thành phố**

Nguồn: Wichart, KB Securities Việt Nam

### Quỹ đất lớn giá rẻ đảm bảo cho tăng trưởng trung và dài hạn

IDC hiện đang sở hữu quỹ đất có thể cho thuê lên tới 754,8ha, đây là một trong những quỹ đất lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất KCN của IDC cả về khả năng cho thuê cũng như tiềm năng tăng giá, đặc biệt là đối với KCN nằm tại phía Nam là Phú Mỹ, Phú Mỹ mở rộng và Hựu Thạnh do được thừa hưởng lợi thế về cơ sở hạ tầng kết nối liên vùng được đầu tư xây dựng mạnh mẽ tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu và Long An. Trong 7 tháng đầu năm 2022, IDC ghi nhận doanh số bán đất KCN tích cực đạt 91.4ha, đạt 57.1% kế hoạch năm, trong đó có 50ha từ KCN Hựu Thạnh.

Bên cạnh đó, IDC đã hoàn thành đền bù cho các quỹ đất KCN lớn như Hựu Thạnh, Phú Mỹ từ các năm trước, do đó chi phí đền bù cho các dự án này ở mức thấp. Chi phí rẻ giúp IDC duy trì được biên lợi nhuận gộp cao và có khả năng cải thiện được biên lợi nhuận trong các năm tới khi giá cho thuê được cải thiện.

### KCN Hựu Thạnh là động lực tăng trưởng cho IDC trong ngắn và trung hạn

KCN Hựu Thạnh nằm tại xã Hựu Thạnh, huyện Đức Hòa, Long An. KCN Hựu Thạnh nằm cách Tp. HCM 40km, cách cao tốc HCM – Trung Lương 16km, sân bay Tân Sơn Nhất 35km và cảng Cát Lái 52km. Dự án có tổng diện tích 524ha với diện tích cho thuê còn lại khoảng 315ha. Tính đến hết quý 2/2022, IDC đã GPMB được 96% diện tích của dự án, đang trong quá trình hoàn thiện cơ sở hạ tầng. Trong 6 tháng đầu năm 2022, IDC đã ký bán 2 hợp đồng chính với tổng diện tích là 50ha đất tại KCN Hựu Thạnh. Mức giá cho thuê đất KCN Hựu Thạnh là 135USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+8%YoY).

Chúng tôi cho rằng đây là kết quả tích cực và KCN Hựu Thạnh còn nhiều tiềm năng trong tương lai do (1) Quỹ đất KCN tại Tp. HCM ngày càng khan hiếm (2) Mức giá cho thuê KCN ở Long An tiếp tục tăng ghi nhận ở mức cao do có vị trí đặc địa, cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện đến TP.HCM (Biểu đồ 28). Chúng tôi ước tính giá cho thuê tại KCN Hựu Thạnh sẽ tăng khoảng 5%/năm trong các năm tới, theo đó, doanh thu ước tính còn lại của KCN này đạt 10,630 tỷ VND.

### IDC được cấp phép phân phối điện tại KCN Hựu Thạnh

IDC đã được chấp thuận đầu tư trạm biến áp 110/22 KV và lưới điện 22 KV với công suất 189 MW để phân phối điện cho khách hàng thuê tại KCN Hựu Thạnh. Công ty dự kiến doanh thu từ phân phối điện tại KCN Hựu Thạnh sẽ đóng góp khoảng 1,400 tỷ VND từ năm 2025.

Hình 21. KCN Hựu Thạnh – Long An



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 22. KCN Hựu Thạnh – Long An



Nguồn: Báo cáo công ty

### KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng sẽ nhanh chóng được lấp đầy

KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng nằm tại thị xã Phú Mỹ, Bà Rịa - Vũng Tàu. BR – VT là sở hữu vị trí chiến lược tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, cách Tp. HCM khoảng 85km. BR-VT hiện đang tập trung nguồn lực để phát triển công nghiệp, hạ tầng và cảng biển. Chúng tôi cho rằng KCN của IDC tại Bà Rịa – Vũng Tàu sẽ nhanh chóng được lấp đầy nhờ:

### Hạ tầng giao thông tại BR – VT đang được đầu tư mạnh mẽ

(1) Hưởng lợi từ hạ tầng giao thông được đầu tư mạnh mẽ tại BR-VT. Cụ thể như Tuyến đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (giai đoạn 1) dài 53,7 km, quy mô 4-6 làn xe, tổng mức đầu tư 17.8 nghìn tỷ VND. Đoạn thực hiện tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đi qua thị xã Phú Mỹ dài 15,5 km. Cao tốc này giúp kết nối trực tiếp với các cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, sân bay Long Thành và vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, góp phần giảm tải cho Quốc lộ 51, đồng thời góp phần kết nối thuận tiện hơn đến sân bay Quốc tế Long Thành. Dự án được chuyển đổi sang hình thức đầu tư công thay vì triển khai theo phương thức PPP công để được khởi công sớm hơn và cơ bản hoàn thành năm 2025.

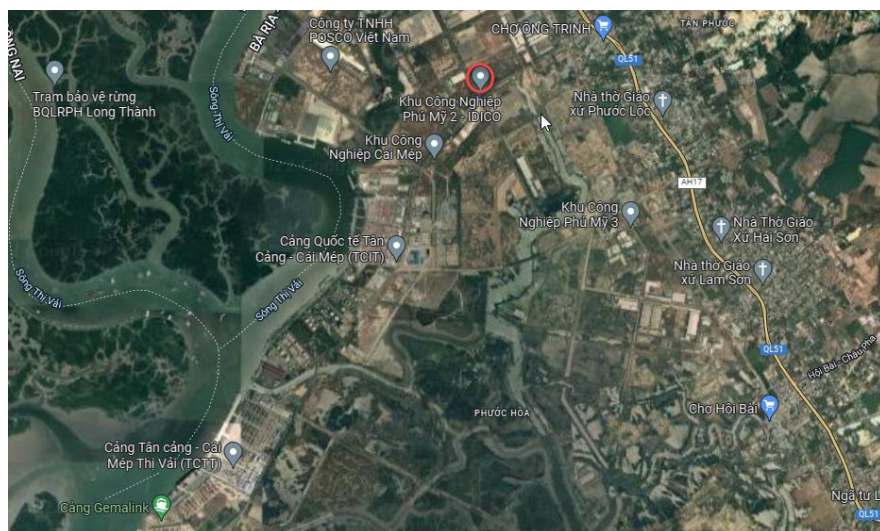
### Lợi thế khi nằm gần cụm cảng Cái Mép – Khu vực cảng phát triển nhanh nhất Việt Nam hiện nay

(2) Sở hữu vị trí thuận lợi khi nằm gần Cảng Cái Mép, Cảng Phú Mỹ, Cảng quốc tế SP – SPA, cảng SITV. Cụm cảng Cái Mép Thị Vải hiện là khu vực cảng phát triển nhanh nhất Việt Nam hiện nay. Cụm cảng nước sâu Cái Mép được đánh giá cao khi xếp thứ 11/370 cảng trên toàn cầu theo chỉ số CPPI (chỉ số hoạt động cảng container) của S&P Global Market Intelligence. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng các cảng TP.HCM không đáp ứng đủ nhu cầu xuất khẩu gia tăng, hàng hóa sẽ có xu hướng đổ về Bà Rịa – Vũng Tàu. Theo quy hoạch, cụm cảng Cái Mép sẽ là trung tâm trung chuyển hàng hóa khi xuất khẩu hàng qua Mỹ và châu Âu, thay vì tập kết ở nước ngoài. Đây là lợi thế của KCN Phú Mỹ trong việc thu hút NĐT khi có thể giảm thiểu chi phí và hiệu suất logistics.

Hai KCN này hiện còn 246.9ha đất cho thuê. Cuối năm 2021, IDC đã GPMB được 100% diện tích của dự án và hiện đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng cơ bản. Giá cho thuê đất tại KCN Phú Mỹ II trong năm 2022 ghi nhận mức tăng giá tốt so với năm 2021 đạt 125USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+14%YoY). Chúng tôi cho rằng giá cho thuê tại KCN Phú Mỹ II sẽ tăng khoảng 5-8%/năm trong các năm tới, theo đó, doanh thu ước tính của KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng đạt 7,525 tỷ VND.

Cách Cảng Quốc Tế Tân Cảng – Cái Mép 4km,  
 Cảng Phú Mỹ 4km, Cảng quốc tế SP – SPA  
 5km, Quốc lộ 51 2km

Hình 23. Vị trí KCN Phú Mỹ II



Nguồn: Google Map

Hình 23. KCN Phú Mỹ II



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 24. KCN Phú Mỹ II



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 25. KCN Phú Mỹ II MR



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 26. KCN Phú Mỹ II MR



Nguồn: Báo cáo công ty

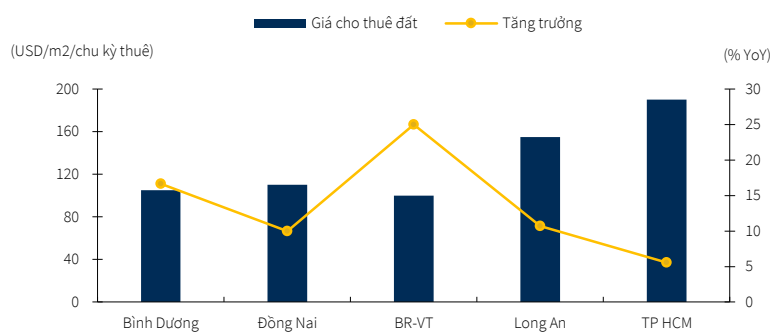
Hình 27. Vị trí các dự án KCN của IDC tại BR - VT



Nguồn: KB Securities Việt Nam

Giá cho thuê đất tại Bà Rịa – Vũng Tàu có mức tăng trưởng cao nhất so với các tỉnh/thành khác tại khu vực phía Nam.

Biểu đồ 28. Giá đất cho thuê 2Q2022 tại khu vực phía Nam



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

## Tiếp tục mở rộng quỹ đất

Bên cạnh việc thúc đẩy thu hút đầu tư vào các KCN, IDC tiếp tục tìm kiếm và mở rộng quỹ đất. Tại khu vực phía Bắc, bên cạnh hai dự án tại Bắc Ninh và Thái Bình, IDC sẽ tìm kiếm quỹ đất tại các tỉnh thành khác như Hải Phòng, Hưng Yên, Hà Nam, Ninh Bình với quy mô quỹ đất dự kiến tầm 1,000-1,200ha. Tại khu vực phía Nam, IDC dự kiến sẽ sở hữu thêm 1,000-1,500ha, trong đó, IDC dự kiến sẽ nhận được phê duyệt cho KCN Tân Phước tại tỉnh Tiền Giang trong quý 4/2022 với tổng diện tích 470ha.

## Thoái vốn ở các mảng kinh doanh không cốt lõi để tập trung khai thác thế mạnh của hoạt động phát triển KCN

Tại ĐHCĐ 2021, IDC đã được ĐHCĐ thông qua kế hoạch tái cấu trúc tập trung vào 4 ngành nghề kinh doanh chính là phát triển KCN, Năng lượng, BĐS nhà ở và thương mại và Dịch vụ KCN. Theo đó, IDC sẽ tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là đầu tư và phát triển KCN, các lĩnh vực kinh doanh còn lại được chuyển sang các công ty con và tiến hành thoái vốn lĩnh vực ngoài ngành và những công ty không nắm quyền kiểm soát. Cụ thể, trong năm 2021, IDC đã tiến hành thoái toàn bộ 30% vốn tại Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ cho Tổng công ty Viglacera và 26% vốn tại CTCP Thủy điện Đăk Mi cho Bitexco. IDC dự kiến sẽ tiếp tục thoái vốn ở 4 đơn vị (Bảng 29) để tập trung cho hoạt động kinh doanh chính và cân đối nguồn vốn.

Việc tái cơ cấu giúp IDC có thể tập trung vào khai thác thế mạnh trong hoạt động phát triển KCN, thay vì phải phân bổ nguồn lực dàn trải vào một số hoạt động kinh doanh không hiệu quả như xây dựng, vật liệu xây dựng,.... Chúng tôi kỳ vọng sau khi tái cấu trúc lại doanh nghiệp cùng với việc thay đổi phương pháp hạch toán cho thuê đất KCN từ phân bổ hàng năm sang ghi nhận một lần sẽ phản ánh rõ ràng hơn tiềm năng tăng trưởng của IDC.

**Bảng 29. Kế hoạch thoái vốn của IDC**

	Ngành nghề kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Đầu tư xây dựng lắp máy IDICO	Xây lắp	20.1%
CTCP Đầu tư Đồng Thuận	Xây dựng, vận hành BOT	4.6%
Trường Đại học Công nghệ Vinh	Giáo dục	7.2%
CTCP Đầu tư Xây dựng đô thị Việt Nam	Xây dựng	8.2%

Nguồn: Báo cáo công ty

## RỦI RO

**Các chủ đầu tư KCN hiện đang phải đối mặt với những khó khăn liên quan đến quá trình hoàn thiện pháp lý và GPMB để triển khai dự án**

**Về pháp lý của dự án:** Mặc dù, nghị định số 35/2022/NĐ-CP góp phần tháo gỡ một số hạn chế, bất cập trong các quy định về thành lập KCN. Tuy nhiên, vẫn tồn tại những khó khăn và vướng mắc trong quá trình hoàn thiện pháp lý xin chủ trương đầu tư làm chậm tiến độ triển khai dự án KCN. Đây là rủi ro ảnh hưởng lớn nhất tới các doanh nghiệp đầu tư kinh doanh và phát triển KCN.

**Về vấn đề GPMB:** Quá trình GPMB là giai đoạn khó khăn nhất đối với doanh nghiệp phát triển KCN. Khung giá đất mới cho giai đoạn 2020-2024 tăng so với giai đoạn trước đó cùng những thay đổi về mặt chính sách khiến cho (1) Chi phí đền bù GPMB tăng, kéo theo tổng mức đầu tư của các dự án KCN tăng, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các dự án KCN (2) Việc không thống nhất được giá bồi thường khiến cho thời gian đền bù và GPMB kéo dài, ảnh hưởng đến dòng tiền và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.



**Điều kiện thời tiết và thủy văn ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy thủy điện**

Trong năm 2020, nhà máy thủy điện Đak Mi 3 đã phải tạm dừng phát điện do bị ảnh hưởng nặng nề bởi mưa lũ. Do vậy, những diễn biến ngày càng phức tạp của thời tiết có thể ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy thủy điện của IDC.

## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

### Năm 2022

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của IDC năm 2022 đạt lần lượt 7,980 tỷ VND (+86%YoY) và 2,201 tỷ VND (+384%) dựa trên các giả định:

- Diện tích cho đất KCN đạt 140ha (đạt 88% kế hoạch của doanh nghiệp) đến từ các KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng. Giá cho thuê đất KCN Hữu Thạnh là 135USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, 2 KCN Phú Mỹ II là 125USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Theo đó, doanh thu cho thuê đất KCN đạt 4,204 tỷ VND (+690%).
- Doanh thu mảng kinh doanh năng lượng đạt 2,970 tỷ VND (+10%YoY).

### Năm 2023

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của IDC năm 2023 đạt lần lượt 8,400 tỷ VND (+5%YoY) và 2,364 tỷ VND (+7%) dựa trên các giả định:

- Diện tích cho thuê đất KCN đạt 159ha đến từ các KCN Cầu Nghìn, Hữu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng. Giá cho thuê đất KCN Cầu Nghìn là 62USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê KCN Hữu Thạnh là 142USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, 2 KCN Phú Mỹ II là 131USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Theo đó, doanh thu cho thuê đất KCN đạt 4,541 tỷ VND (+8%).
- Doanh thu mảng kinh doanh năng lượng đạt 2,970 tỷ VND (+2%YoY).

**Bảng 30. Kết quả kinh doanh 2021-2023F**

(tỷ VND)	2021	2022F	+/-%YoY	2023F	+/-%YoY
Doanh thu thuần	4,301	7,980	86%	8,400	5%
- Cho thuê đất KCN	690	4,204	509%	4,541	8%
- Năng lượng	2,698	2,970	10%	3,030	2%
- Khác	931	805	-13%	830	3%
Lợi nhuận gộp	737	3,496	374%	3,809	9%
Doanh thu tài chính	605	166	-73%	141	-15%
Chi phí tài chính	-294	-303	3%	-377	24%
Lợi nhuận trước thuế	756	2,943	289%	3,157	7%
<b>Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>454</b>	<b>2,201</b>	<b>385%</b>	<b>2,364</b>	<b>7%</b>

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IDC với mức giá mục tiêu là 77,400VNĐ/cổ phiếu**

Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 77,400VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 36% so với giá đóng cửa ngày 07/09/2022.

- Mảng BĐS KCN: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản

ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KCN của IDC dựa trên diện tích cho thuê còn lại. Trên quan điểm thận trọng trước những rủi ro về tiến độ triển khai cũng như cho thuê của các KCN, chúng tôi chiết khấu 10% giá trị ước tính. Như vậy, giá trị ước tính cho IDC ở mảng KCN đạt 23,367 tỷ VND, chiếm 82% giá trị VCSH.

- Mảng BĐS nhà ở: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KDC của IDC. Mô hình định giá của chúng tôi chỉ bao gồm các dự án đã có thông tin rõ ràng về kế hoạch triển khai.
- Mảng Năng lượng: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E để ước tính giá trị hợp lý với mức P/E mục tiêu cho mảng thủy điện và kinh doanh điện là 11.5x và 10x.
- Mảng BOT: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF cho hai dự án BOT Quốc lộ 1A và Quốc lộ 51.

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu IDC nhờ vào quỹ đất KCN lớn và kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển KCN. Chúng tôi kỳ vọng các KCN đang triển khai như KCN Hữu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng với vị trí thuận lợi sẽ nhanh chóng được lấp đầy trong các năm tới với giá cho thuê tăng trưởng tốt. Việc tái cấu trúc lại doanh nghiệp tập trung nguồn lực vào hoạt động kinh doanh chính được kỳ vọng sẽ đem lại tăng trưởng lợi nhuận cho IDC. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu IDC.

**Bảng 31. Tổng hợp định giá**

(tỷ VND)	Phương pháp định giá	Hệ số mục tiêu 2022	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về IDC
<b>Khu công nghiệp</b>		<b>Chiết khấu 10%</b>	<b>29,892</b>		<b>23,367</b>
Cầu Ngàn	DCF		1,759	100%	1,759
Hữu Thạnh	DCF		11,975	100%	11,975
Phú Mỹ II	DCF		2,985	100%	2,985
Phú Mỹ II MR	DCF		3,567	100%	3,567
Quế Võ II	DCF		4,048	51%	2,064
KCN phía Nam	DCF		5,559	51%	3,613
<b>BDS dân cư</b>	DCF		<b>3,175</b>	<b>67-100%</b>	<b>3,081</b>
<b>Năng lượng</b>	P/E	10-11.5x		51-100%	<b>1,353</b>
<b>BOT</b>	DCF		<b>982</b>	<b>58%</b>	<b>570</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>28,371</b>
+ Tiền và các khoản tương đương tiền					511
-Nợ vay					3,343
<b>NAV</b>					<b>25,539</b>
SLCPLH (cổ phiếu)					330,000,000
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>					<b>77,400</b>

Nguồn: KB Securities Việt Nam

**Báo cáo Kết quả HBKD**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	5,356	4,301	7,980	8,400
Giá vốn hàng bán	-3,870	-3,564	-4,484	-4,591
Lãi gộp	1,486	737	3,496	3,809
Thu nhập tài chính	150	605	166	141
Chi phí tài chính	-230	-294	-303	-377
Trong đó: Chi phí lãi vay	-232	-173	-274	-334
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	24	-71	0	0
Chi phí bán hàng	-65	-71	-119	-124
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-184	-189	-314	-334
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,179	717	2,926	3,116
Thu nhập khác	69	57	0	0
Chi phí khác	-15	-18	0	0
Thu nhập khác, ròng	54	40	17	42
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,233	756	2,943	3,157
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-234	-178	-541	-583
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	998	578	2,401	2,575
Lợi ích của cổ đông thiểu số	125	124	200	211
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	873	454	2,201	2,364

**Chỉ số hoạt động**

	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.0%	27.7%	17.1%	43.8%
Tỷ suất EBITDA	19.9%	32.6%	20.1%	43.4%
Tỷ suất EBIT	11.4%	23.1%	11.1%	38.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.7%	23.0%	17.6%	36.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	11.4%	22.0%	16.7%	36.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.7%	18.6%	13.4%	30.1%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	1,233	756	2,943	3,157
Khấu hao TSCĐ	510	389	398	449
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-150	-612	0	0
Chi phí lãi vay	232	173	274	334
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,813	715	3,612	3,942
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-26	-54	-349	-34
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-60	-9	-10	-6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-773	833	41	27
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-55	-99	-11	5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-379	-611	-815	-917
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	519	774	2,467	3,018
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-907	-1,066	-1,290	-1,467
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	45	7	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,024	-1,272	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,297	213	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	46	941	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	177	118	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-367	-1,059	-1,290	-1,467
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,637	2,137	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-1,526	-1,359	-169	272
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-204	-724	-660	-660
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-94	54	-829	-388
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	59	-231	348	1,163
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	668	727	495	843
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	727	495	843	2,006

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>14,529</b>	<b>16,076</b>	<b>17,877</b>	<b>21,006</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>3,212</b>	<b>4,035</b>	<b>5,091</b>	<b>6,329</b>
Tiền và tương đương tiền	727	495	843	2,006
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,014	2,169	2,169	2,169
Các khoản phải thu	849	763	1,404	1,470
Hàng tồn kho, ròng	540	549	560	566
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>11,318</b>	<b>12,041</b>	<b>12,786</b>	<b>14,676</b>
Phải thu dài hạn	58	563	566	595
Tài sản cố định	6,045	5,821	6,701	7,718
Tài sản dở dang dài hạn	3,703	4,608	4,948	5,806
Đầu tư dài hạn	837	278	100	100
Lợi thế thương mại				
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9,571</b>	<b>11,048</b>	<b>11,849</b>	<b>13,750</b>
Nợ ngắn hạn	1,830	2,450	2,635	2,762
Phải trả người bán	303	300	341	368
Người mua trả tiền trước	103	55	199	170
Vay ngắn hạn	666	1,448	1,174	1,337
Nợ dài hạn	7,742	8,598	9,214	10,988
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	100	155	155	155
Doanh thu chưa thực hiện	5,325	6,048	6,783	8,455
Vay dài hạn	2,089	2,085	2,189	2,298
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>4,958</b>	<b>5,028</b>	<b>6,028</b>	<b>7,256</b>
Vốn góp	3,000	3,000	3,000	3,000
Thặng dư vốn cổ phần	42	42	42	42
Lãi chưa phân phối	977	686	1,704	2,769
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VNĐ)				
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	22.3	43.2	7.8	7.2
P/E pha loãng	22.2	42.7	0.0	0.0
P/B	4.7	5.0	4.2	3.3
P/S	3.6	4.5	2.1	2.0
P/Tangible Book	6.6	6.4	4.2	3.3
P/Cash Flow	37.4	25.1	6.9	5.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.3	25.9	6.0	0.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	17.4	47.0	6.8	0.9
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	19	9	40	35
ROA%	10	4	21	20
ROIC%	6	3	13	12
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.3	0.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.6	1.4	1.8
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.8	1.7	1.9	2.3
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.4	0.4	0.2	0.3
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.5	0.2	0.2
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.5	0.4	0.4
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.9	2.2	2.0	1.9
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	10.9	9.5	12.9	10.4
Hệ số quay vòng HTK	7.6	6.5	8.1	8.2
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	14.5	11.8	14.0	12.9

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích  
quangtpt@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.