

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp (HSX: BCM)

- Q2/24 doanh thu đạt 1,162 tỷ đồng (-10% svck) và LN ròng đạt 381 tỷ đồng (+175% svck);
- LN ròng giảm 27% svck trong 2024 do không còn lợi nhuận từ chuyển nhượng BĐS lớn, tăng 29% svck trong 2025 nhờ triển vọng tích cực mảng KCN;
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu mã BCM là 82,500 đ/CP.

6T/24 doanh thu và LN ròng tăng trưởng 5% và 188% svck

Q2/24 doanh thu giảm 10% svck nhưng LN ròng tăng mạnh 175% svck do lợi nhuận được chia từ VSIP tăng đột biến 145% svck, đạt 375 tỷ đồng và ghi nhận lợi nhuận từ hợp tác kinh doanh 123 tỷ đồng. Luỹ kế 6T24, doanh thu đạt 1,973 tỷ đồng (+5% svck) và LN ròng đạt 499 tỷ đồng (+188% svck). Mảng kinh doanh chủ lực là BĐS KCN và dân cư ghi nhận doanh thu 1,171 tỷ đồng (-12% svck). Đối với các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết, chúng tôi ước tính LNST của VSIP đạt 925 tỷ đồng (+138% svck), BW có lãi trở lại đạt 67 tỷ đồng và Becamex Tokyu lỗ 76 tỷ đồng trong 6T24. Như vậy, so với kế hoạch đặt ra, công ty mới chỉ hoàn thành 22% chỉ tiêu doanh thu và chỉ tiêu lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024 giảm 27% svck tuy nhiên sẽ tăng 29% svck trong năm 2025

Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi dự phóng doanh thu có thể đạt 6,549 tỷ đồng (-17% svck)/6,422 tỷ đồng (-2% svck), trong đó doanh thu cho thuê đất KCN tăng trưởng 56%/13% svck với kỳ vọng dòng vốn đầu tư vào Bình Dương cải thiện khi kinh tế thế giới dần phục hồi. Các dự án KCN lớn như KCN Cây Trường, Becamex Bình Phước và Becamex VSIP Bình Định đang được đẩy mạnh để sớm đưa vào vận hành. Lợi nhuận ghi nhận từ công ty liên doanh, liên kết đạt 1,371 tỷ đồng/1,580 tỷ đồng (+72% svck/+15% svck), trong đó các khoản đóng góp lợi nhuận lớn gồm VSIP, IJC,..... Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng LN ròng BCM năm 2024-25 đạt 1,775 tỷ đồng (-27% svck)/ 2,284 tỷ đồng (+29% svck).

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của BCM là 82,500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu BCM với định giá là 82,500 đồng/CP (tiềm năng tăng giá 16%, bao gồm cả tỷ suất cổ tức 1.4%). Luận điểm đầu tư: (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc (2) Dự án KCN Cây Trường đang dần được tháo gỡ pháp lý, sớm đưa vào vận hành trong thời gian tới (3) Kế hoạch tăng vốn thêm tối thiểu 15,000 tỷ đồng trong năm 2024-25.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,883	6,549	6,422	6,883
LN ròng	2,424	1,775	2,284	3,046
Tăng trưởng doanh thu thuần	20.1%	-16.9%	-1.9%	7.2%
Tăng trưởng LN ròng	42.8%	-26.8%	28.7%	33.4%
Biên LN gộp	53.9%	45.7%	46.6%	48.0%
Biên EBITDA	49.1%	51.3%	61.2%	69.7%
ROAE	13.7%	9.4%	8.4%	8.5%
ROAA	4.8%	3.3%	3.6%	4.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,342	1,715	1,927	2,282
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,934	18,546	26,222	27,167

(Nguồn: BCM, MBS Research)

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 82,500

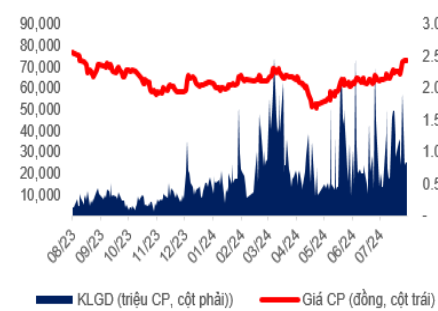
So với giá thị trường

+14.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	72,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,500
Vốn hóa (tỷ VND)	74,520
P/E	42.0
P/B	3.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	1.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

UBND tỉnh Bình Dương	95.4%
----------------------	-------

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp

Tổng quan công ty

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) là CTCP được chuyển đổi từ Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – TNHH MTV năm 2018. Ngành nghề kinh doanh chính: Kinh doanh BĐS; Đầu tư xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng kỹ thuật KCN, KDC và KĐT; Dịch vụ cho thuê, quản lý và xử lý nước thải KCN, KDC và KĐT.

Tính đến cuối Q2/2024, BCM có 11 công ty con, 13 công ty liên kết và 2 công ty đồng kiểm soát.

Về cơ cấu cổ đông, UBND tỉnh Bình Dương sở hữu 95.4% vốn cổ phần. Cổ đông nước ngoài nắm giữ 1.8% cổ phần. Do tỉnh Bình Dương nắm giữ phần lớn cổ phần, BLĐ công ty đều là người đại diện vốn của tỉnh.

Phát triển KCN là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Tổng Công ty

BCM sở hữu quỹ đất KCN lớn tại Bình Dương

BCM đang vận hành 6 KCN (KCN Mỹ Phước 1, KCN Mỹ Phước 2, KCN Mỹ Phước 3, KCN Thới Hoà, KCN Bàu Bàng và KCN Bàu Bàng mở rộng). Tổng diện tích đất của các KCN hiện hữu là hơn 4,000 ha, đất cho thuê KCN là hơn 2,900 ha, diện tích cho thuê còn lại khoảng 350 ha. Đến nay, tiến độ đầu tư hạ tầng tại các KCN này đạt trên 95% với tỷ lệ lấp đầy đạt 88%.

Hình 1: Dự án KCN đang triển khai

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)
Mỹ Phước 1	100%	2002 - 2052	377	274	33	88%	150-160
Mỹ Phước 2	100%	2005 - 2055	472	343	12	96%	150-160
Mỹ Phước 3	100%	2006 - 2056	984	670	51	92%	170-180
Thới Hoà	100%	2006 - 2056	202	153	23	85%	200-210
Bàu Bàng	100%	2007 - 2057	1,001	735	49	93%	150-160
Bàu Bàng mở rộng	100%	2016 - 2066	1,000	754	189	75%	150-160
Cây Trường	100%	N/A	700	490	490	0%	N/A

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Về dự án KCN Cây Trường, đây là dự án có quy mô 700 ha, diện tích đất thương phẩm 490 ha, có vị trí tại huyện Bàu Bàng, giáp KCN Bàu Bàng và đất cao su. Dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 và đang chờ phê duyệt chấp thuận chủ trương đầu tư. Đầu tháng 8 vừa qua, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định phê duyệt quy hoạch tỉnh Bình Dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. Đây là nội dung pháp lý quan trọng để tỉnh hoàn thiện hồ sơ dự án trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được chấp thuận vào năm sau và đem lại dòng tiền trong 2-3 năm tới. Giá cho thuê đất ngang bằng với KCN Bàu Bàng, khoảng 150-160 USD/m².

Hình 2: Vị trí KCN Cây Trường



(Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương)

Mở rộng quỹ đất sang các tỉnh lân cận

Những năm trước đây, BCM chủ yếu tập trung khai thác, phát triển KCN và khu dịch vụ đô thị trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Tuy nhiên để đáp ứng cho xu thế phát triển mới, BCM đang nghiên cứu, triển khai các dự án mới ở các tỉnh thành khác như Bình Phước, Bình Định và Tây Ninh.

- ✓ Dự án Becamex Bình Phước có quy mô 2,448 ha, được khởi công từ năm 2018 nhưng tỷ lệ lấp đầy hiện còn thấp đạt 12%. Trong giai đoạn 2023-24, dự án sẽ nhận thêm vốn góp nâng vốn điều lệ của Becamex Bình Phước từ 780 tỷ đồng lên hơn 2,000 tỷ đồng (trong đó BCM sở hữu 40%, IJC chiếm 31.7%). Ước tính tổng doanh thu của dự án đạt khoảng 70,000 tỷ đồng và tổng thu nhập sau thuế đạt khoảng 45,000 tỷ đồng cho thời gian hoạt động còn lại của dự án.
- ✓ Dự án Becamex VSIP Bình Định có quy mô 1,374 ha, mới được khánh thành đầu tháng 3/2024. Tổng vốn đầu tư khoảng 7,500 tỷ đồng, trong đó BCM góp 40% vốn. Dự án có vị trí chiến lược khi nằm sát Quốc lộ 19C, có quốc lộ 1A chạy qua, cách cảng biển Quy Nhơn 25 km và sân bay Phù Cát 30 km. Chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê hàng năm đạt 30-40 ha, doanh thu trong 3 năm tới đạt 450-800 tỷ đồng/năm.
- ✓ Ngoài ra, BLĐ công ty cho biết đang nghiên cứu một dự án tại Tây Ninh và sắp tới sẽ báo cáo lên các bộ, ngành thẩm định.

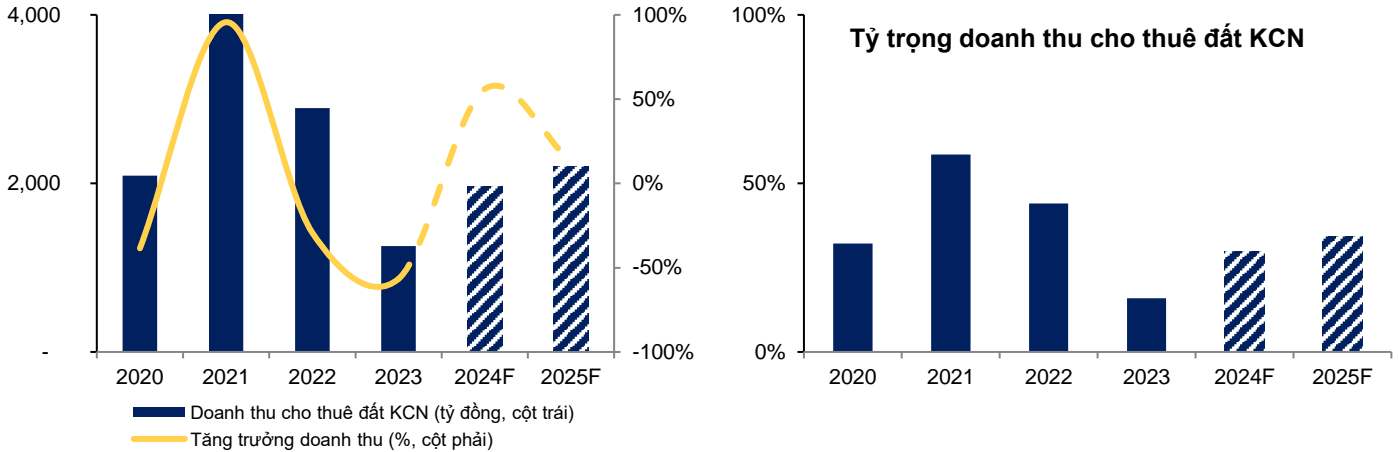
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê đất KCN tăng trưởng trở lại từ năm 2024-25

Ước tính doanh thu cho thuê đất KCN của BCM trong năm 2023 đạt 1,300 tỷ đồng (-50% svck), diện tích đất cho thuê khoảng 30-40 ha thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi. Nguyên nhân do (1) dòng vốn đầu tư vào tỉnh Bình Dương năm 2023 giảm mạnh (vốn đầu tư FDI và vốn đầu tư trong nước vào Bình Dương lần lượt giảm 50% và 15% svck) (2) Bình Dương mất dần lợi thế cạnh tranh về chi phí do giá thuê đất và chi phí lao động cao hơn so với tỉnh thành lân cận (3) dòng vốn vào Việt Nam năm vừa qua có xu hướng chuyển dịch sang đầu tư sản xuất linh kiện điện tử, công nghệ cao trong khi các tỉnh thành phía Nam hiện tập trung vào sản xuất da giày, dệt may, gỗ,.....nhu cầu

tiêu thụ hàng tiêu dùng yếu do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ trên thế giới.

Trong nửa đầu năm nay, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng 14.5% svck, dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ở mức cao với vốn đăng ký đạt 15.2 tỷ USD (+13.1% svck) và vốn giải ngân đạt 10.8 tỷ USD (+8.2% svck). Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản xuất phục hồi giúp dòng vốn đầu tư sản xuất tại khu vực phía Nam tăng trở lại, qua đó doanh thu mảng KCN của BCM trong năm 2024-25 có thể đạt 1,958 tỷ đồng (+56% svck)/2,206 tỷ đồng (+13% svck).

Hình 3: Doanh thu cho thuê đất KCN



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Mảng BĐS nhà ở được kỳ vọng dần phục hồi

BCM phát triển nhiều dự án BĐS lớn tại Bình Dương

Hình 4: Quỹ đất dân cư – thương mại

Dự án KDC – TĐC tại	Diện tích đất thương phẩm còn lại	Dự án tiêu biểu
Thủ Dầu Một	459 ha	Thành phố mới Bình Dương (1,000 ha), Becamex City Center (2,1 ha)
Bến Cát	297 ha	Khu TĐC – DC Thới Hòa (350 ha), khu TĐC – DC Mỹ Phước (943 ha)
Bàu Bàng	452 ha	Khu TĐC – DC Bàu Bàng (668 ha)
Thuận An	14 ha	Khu TĐC – DC Việt – Sing (117 ha)

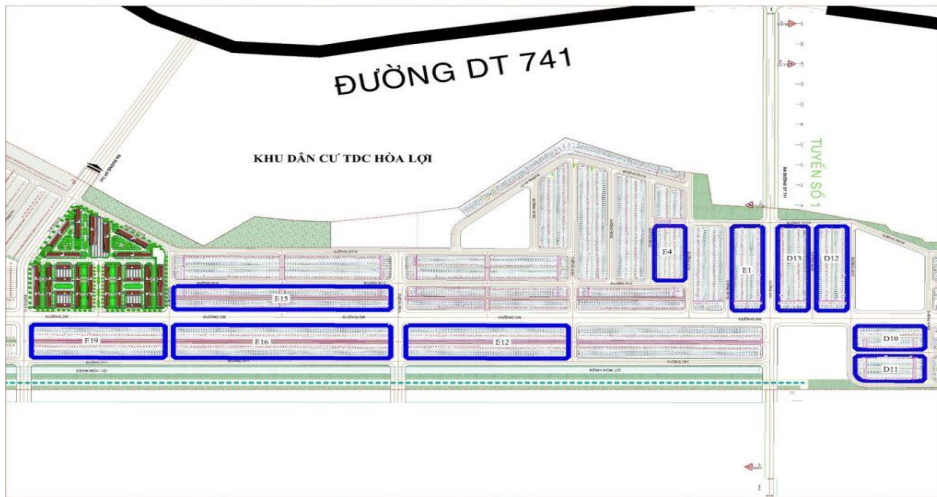
(Nguồn: BCM)

BCM đầu tư phát triển các khu đô thị, khu dân cư có quy hoạch liền kề các KCN như KDC Mỹ Phước, KDC Thới Hoà, KDC Bàu Bàng và KDC Viet-Sing. Bên cạnh đó, BCM được giao đầu tư xây dựng, phát triển dự án thương mại – dịch vụ tại Thành phố mới Bình Dương. Về hình thức kinh doanh, BCM triển khai kết hợp các hình thức bao gồm tự đầu tư các dự án thành phần, hợp tác kinh doanh với đối tác hoặc chuyển nhượng đất dự án cho đối tác tự phát triển.

- ✓ Dự án tự đầu tư phát triển: KDC Mỹ Phước, KDC Thới Hoà, Becamex City Center,....
- ✓ Dự án hợp tác kinh doanh: Hợp tác với Tokyu Nhật Bản phát triển dự án Sora Garden, The View, Midori Park, tổ hợp Hikari hay hợp tác với IJC xây dựng dự án IJC Aroma, Sunflower I&II, Pricetown II,...

- ✓ Chuyển nhượng dự án Sycamore (18.9 ha) cho CapitalLand, dự án UniGalaxy (5.6 ha) cho Gamuda Land và dự án Ecolakes (2.2 ha) cho Setia Becamex. Cuối Q2/24, BCM đã ký hợp đồng nguyên tắc mua bán nhà ở riêng lẻ với IJC tại lô E2, E7, E10, E11, E14 thuộc KDC Hoà Lợi với giá trị 1,242 tỷ đồng và chuyển nhượng 5 tầng Becamex Tower với giá trị 221.8 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu chuyển nhượng các BĐS này sẽ được ghi nhận trong năm nay đem lại doanh thu 1,463 tỷ đồng cho BCM.

Hình 5: Dự án KDC Hoà Lợi



(Nguồn: MBS Research)

Phát triển NOXH là nhiệm vụ chính trị của BCM. Q3/24, BCM sẽ khởi công 4,200 căn NOXH bao gồm khu 6 Việt-Sing và khu 5 Định Hòa. Q4/24, công ty sẽ khởi công tiếp 6,800 căn NOXH ở các khu 2, 7, 8, 9 Việt Sing và khu 3, 4 Định Hòa.

Công ty thành viên lên kế hoạch mở bán nhiều dự án trong năm nay

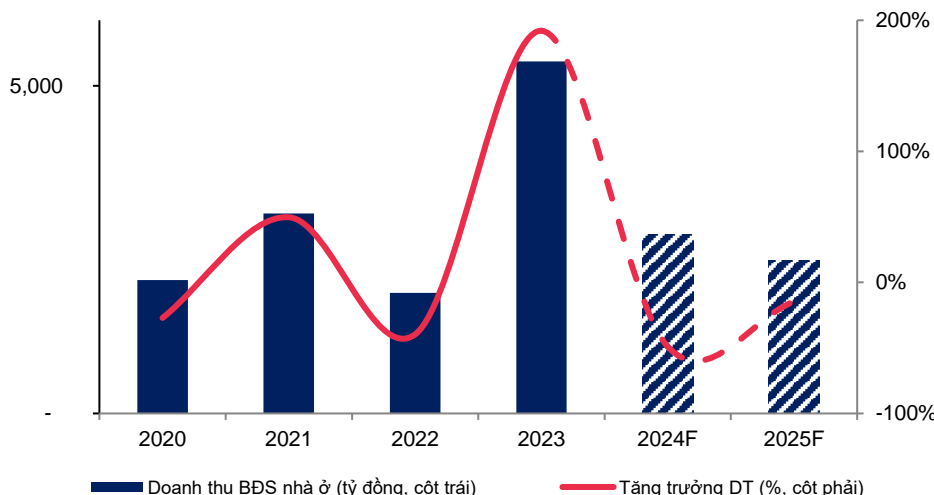
TDC – công ty con của BCM – dự kiến mở bán trở lại 65 căn tại dự án Uni Town GD2, doanh thu ước khoảng 344 tỷ đồng. Xây dựng hoàn thiện block A,B,C,D và khu thương mại dự án TDC Plaza để chuyển nhượng, dự thu về 630 tỷ đồng. Công ty đặt kế hoạch lãi trở lại sau khoản lỗ kỷ lục năm trước.

UDJ – BCM đang sở hữu 51% cổ phần – sẽ mở bán 8 căn tại dự án Green Pearl và 5 căn tại NOCN Bàu Bàng.

IJC - BCM chiếm 49.76% cổ phần – lên kế hoạch kinh doanh tại dự án Price Town II và IJC Hoà Lợi, ước doanh thu BĐS đạt 1,138 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 302 tỷ đồng.

Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở sẽ dần phục hồi từ cuối năm 2024 giúp mảng kinh doanh này của BCM được cải thiện hơn với doanh thu năm 2024-25 đạt 2,738 tỷ đồng (-49% svck)/2,338 tỷ đồng (-15% svck).

Hình 6: Doanh thu kinh doanh BĐS nhà ở



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Khoản đầu tư vào VSIP đem lại hiệu quả cao

Hình 7: Dự án KCN của VSIP

Dự án	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)
KCN đang vận hành						
VSIP I Bình Dương	2006 – 2058	500	500	0	100%	
VSIP II Bình Dương	2006 - 2055	2,045	1,345	0	100%	
VSIP III Bình Dương	Khởi công từ 2022	1,000	128 (*)	84	34%	180-200
VSIP Bắc Ninh I	2007 - 2057	635	485	0	100%	200-220
VSIP Hải Phòng	2008 - 2058	1,566	328	79	76%	100-120
VSIP Hải Dương	2008 - 2058	149	110	25	77%	70-90
VSIP Nghệ An I	2015 - 2065	750	238	12	95%	80-100
VSIP Quảng Ngãi	2017 - 2067	1,746	498	149	70%	70-100
Becamex VSIP Bình Định	Khởi công từ 2021	1,374	1,000	900	10%	60-70
KCN chưa triển khai						
VSIP Bắc Ninh II		273	232			Dự kiến vận hành từ năm 2024
VSIP Nghệ An II		500				Khởi công từ năm 2023
VSIP Cần Thơ		294	200			Khởi công từ năm 2023
VSIP Quảng Trị		481	330			Khởi công từ năm 2023
VSIP Lạng Sơn		600				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư
VSIP Thái Bình		333				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư
Bắc Thạch Hà - GD1		190				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư
VSIP Quảng Ngãi 2 - GD1		498				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư
VSIP Hải Dương II		559				Đang trong giai đoạn nghiên cứu
Becamex VSIP Bình Thuận		4,984				Đang trong giai đoạn nghiên cứu

(*): Giai đoạn 1 của dự án KCN VSIP III Bình Dương

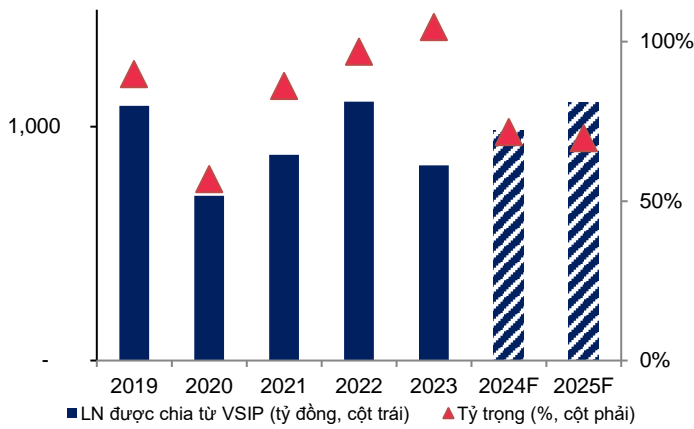
(Nguồn: MBS Research)

VSIP đang vận hành 9 KCN và dự kiến triển khai 10 KCN mới trải dài từ Bắc vào Nam. Diện tích đất của các KCN đang kinh doanh là khoảng 9,800 ha. VSIP dự kiến sẽ huy động vốn để triển khai các dự án mới, dự kiến BCM góp thêm 2,118 tỷ đồng cho VSIP sau khi phát hành tăng vốn.

VSIP III Bình Dương được xây dựng trên quỹ đất rộng 1,000 ha với vốn đầu tư hơn 6,400 tỷ đồng. KCN đã lập Quy hoạch phân khu xây dựng giai đoạn 1 với diện tích 196.45 ha. Dự án có vị trí đắc địa được kỳ vọng thu hút đầu tư vào dự án “xanh”, điển hình là dự án nhà máy LEGO khởi công từ cuối năm 2022 có tổng diện tích 44 ha với vốn đầu tư 1.3 tỷ USD và dự án của Tập đoàn Pandora đầu tư 100 triệu USD để xây dựng cơ sở chế tạo trang sức.

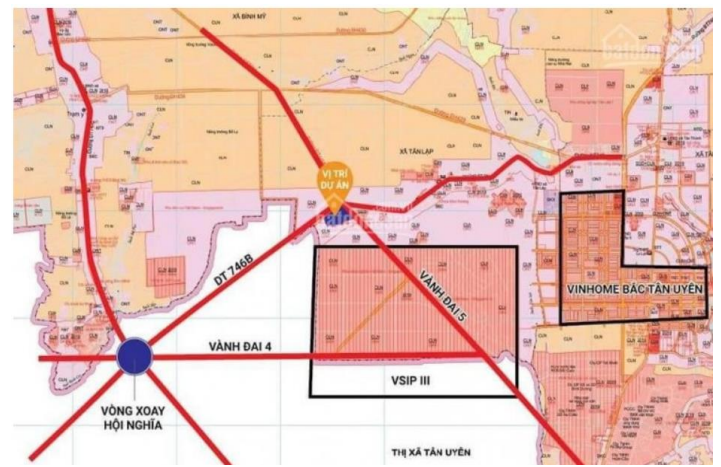
Chúng tôi ước tính LNST của VSIP trong Q2/24 đạt 766 tỷ đồng (+145% svck), lũy kế 6T24 đạt 925 tỷ đồng (+138% svck). VSIP có thể cho thuê được 100–150 ha/năm, giá thuê tăng trưởng 8-15%/năm (tùy từng khu vực) giúp lợi nhuận năm 2024-25 lần lượt đạt 2,004 tỷ đồng (+18% svck)/2,249 tỷ đồng (+12% svck), theo đó lợi nhuận thuộc về BCM đạt 982 tỷ đồng/1,102 tỷ đồng.

Hình 8: VSIP đem lại lợi nhuận lớn nhất cho BCM



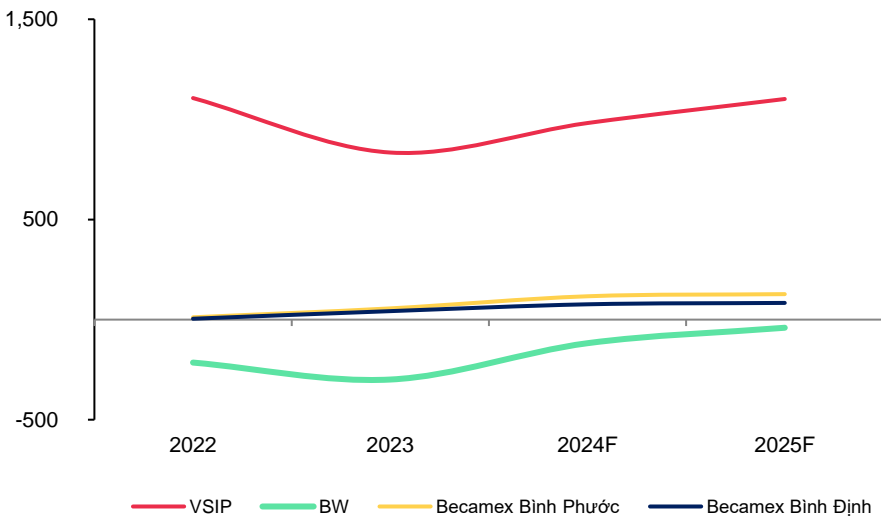
(Nguồn: BCM, MBS Research)

Hình 9: Vị trí VSIP III Bình Dương



(Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương)

Hình 10: Dự phóng LN của một số công ty liên kết

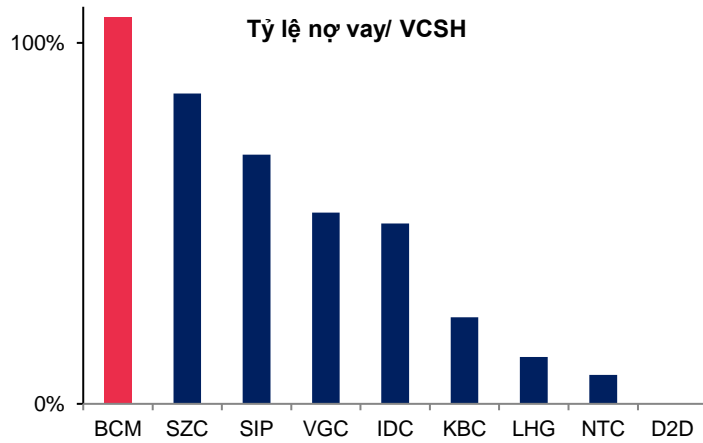


(Nguồn: BCM, MBS Research)

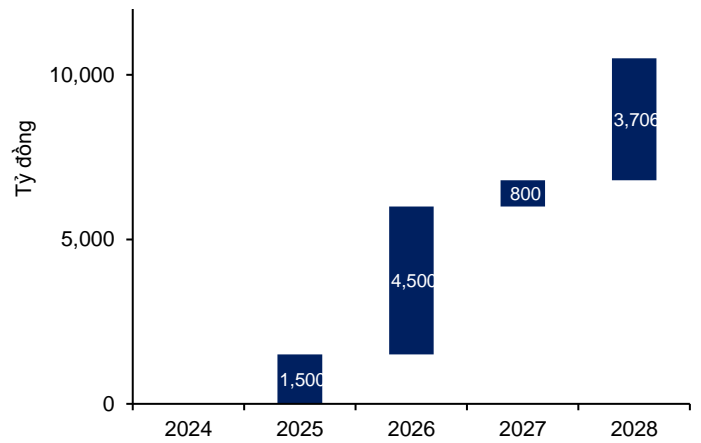
Tỷ lệ vay nợ cao, áp lực trả nợ trái phiếu giảm

Do đặc thù phát triển nhiều dự án cùng lúc nên trong thời gian qua BCM đã huy động vốn lớn. Tính đến cuối Q2/24, tổng dư nợ vay của BCM đạt 21,273 tỷ đồng (vay ngắn hạn: 9,323 tỷ đồng, vay dài hạn: 11,950 tỷ đồng) tăng 7.8% so với đầu năm, trong đó giá trị trái phiếu phát hành tại thời điểm cuối kỳ đạt 10,506 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ vay/VCSH của BCM đạt 107%, cao hơn so với trung bình ngành.

Hình 11: BCM có tỷ lệ nợ vay cao hơn so với trung bình ngành



Hình 12: Giá trị trái phiếu đến hạn



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Kế hoạch kinh doanh năm 2024

Năm 2024, BCM đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 9,000 tỷ đồng (bằng 102% năm 2023), lợi nhuận trước thuế đạt 6,300 tỷ đồng (bằng 103% năm 2023) và lợi nhuận sau thuế đạt 2,350 tỷ đồng (bằng 103% năm 2023). Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh năm 2024 là khá thách thức khi mảng KCN bàn giao đất chậm và mảng BĐS nhà ở chịu ảnh hưởng bởi thị trường chung, chưa có dấu hiệu cải thiện.

Công ty có kế hoạch phát hành thêm 300 triệu CP, dự kiến thu về tối thiểu 15,000 tỷ đồng. Nguồn vốn này được sử dụng để đầu tư phát triển KCN Bà Bằng mở rộng, KCN Cây Trường; đầu tư tăng vốn cho VSIP, Becamex Bình Phước, Becamex Bình Định,..... Ngoài ra, công ty dự kiến trả cổ tức bằng tiền tỷ lệ 10%.

Cập nhật KQKD Q2/24 và 6T24

6T24 doanh thu và LN ròng tăng trưởng 5% và 188% svck

Hình 13: So sánh các kết quả Q2/24 và 6T24 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q2/24	Tăng trưởng yoy (%)	6T24	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	1,162	-10%	1,973	5%	
- BĐS	721	-19%	1,171	-12%	Doanh thu cho thuê đất KCN chủ yếu từ KCN Bàu Bàng và Bàu Bàng mở rộng
- Dịch vụ	299	5%	556	3%	
- Thành phẩm	89	0%	178	11%	Doanh thu từ bán VLXD
Biên LNG	60%	4 điểm %	65%	12 điểm %	
- BĐS	76%	9 điểm %	78%	13 điểm %	
- Dịch vụ	46%	8 điểm %	57%	14 điểm %	
- Thành phẩm	23%	4 điểm %	102%	84 điểm %	
Chi phí bán hàng	326	29%	529	33%	
Chi phí QLDN	222	79%	368	68%	
Chi phí QLDN và bán hàng	548	46%	897	46%	
% chi phí quản trị bán hàng/ Doanh thu	47%	18 điểm %	45%	13 điểm %	
Doanh thu tài chính	134	1303%	136	220%	Doanh thu tài chính tăng mạnh trong Q2/24 do ghi nhận lợi nhuận từ hợp tác kinh doanh BĐS
Chi phí tài chính	374	39%	538	17%	Mặt bằng lãi suất giảm svck nhưng chi phí tài chính tăng do một phần chi phí vay không còn được vốn hoá vào tài sản
Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	455	405%	515	141%	Q2/24 chúng tôi ước tính LNST của VSIP đạt khoảng 766 tỷ đồng +145% svck, BW có lãi trở lại đạt 129 tỷ đồng và Becamex Tokyu lỗ 52 tỷ đồng. Qua đó, LN từ công ty liên doanh, liên kết Q2/24 của BCM tăng trưởng mạnh 405% svck, lũy kế 6T24 tăng 141% svck.
LNTT	366	327%	494	395%	
LN ròng	381	175%	499	188%	LN ròng tăng trưởng mạnh nhờ LN được chia từ VSIP tăng đột biến và LN từ hợp tác kinh doanh BĐS.

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 - 25

Hình 14: Dự phóng giai đoạn 2024 – 25

Các tiêu chí KQKD	2023	2024		2025		Nhận xét
		Dự phóng	svck	Dự phóng	svck	
Doanh thu	7,883	6,549	-17%	6,422	-2%	
KCN	1,255	1,958	56%	2,206	13%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê KCN tăng trưởng mạnh năm 2024-25 nhờ dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục tích cực. Diện tích cho thuê đạt trung bình 40ha/năm.
BĐS nhà ở	5,373	2,738	-49%	2,338	-15%	Năm 2024, dự kiến ghi nhận doanh thu chuyển nhượng BĐS cho IJC là 1,463 tỷ đồng. Sang năm 2025, doanh thu có thể giảm do chưa có giao dịch chuyển nhượng BĐS lớn được công bố.
Lợi nhuận gộp	4,248	2,995	-30%	2,995	0%	
KCN	816	1,273	56%	1,434	13%	
BĐS nhà ở	2,933	1,372	-53%	1,171	-15%	
Biên LNG	54%	46%	-8 điểm %	47%	1 điểm %	
KCN	65%	65%	0%	65%	0%	
BĐS nhà ở	55%	50%	-4 điểm %	50%	0%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	19%	19%	0%	21%	1 điểm %	Tỷ lệ này duy trì quanh mức 19% doanh thu, trong đó chi phí bán hàng chiếm 10% doanh thu và chi phí QLDN chiếm 9% doanh thu.
Doanh thu tài chính	131	136	4%	592	335%	
Chi phí tài chính	-906	-1,060	17%	-1,064	0%	
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	798	1,371	72%	1,580	15%	Chúng tôi kỳ vọng năm 2024-25 VSIP sẽ tăng trưởng tốt 18%/12% svck, BW giảm dần lỗ.
VSIP	834	982	18%	1,102	12%	
IJC	196	153	-22%	153	0%	
BW	-1,244	-490	N/A	-169	N/A	
LNTT	2,697	2,120	-21%	2,683	27%	
LN ròng	2,423	1,775	-27%	2,284	29%	LN ròng năm 2024 giảm 27% svck tuy nhiên sẽ tăng 29% svck trong năm 2025.
EPS	2,342	1,715	-27%	1,927	12%	

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc;
- (2) Dự án KCN Cây Trường đang dần được tháo gỡ pháp lý, sớm đưa vào vận hành trong thời gian tới;
- (3) Kế hoạch tăng vốn thêm tối thiểu 15,000 tỷ đồng trong năm 2024-25;

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu cho mã BCM là **82,500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 16% (bao gồm tỷ suất cổ tức 1.4%).

Hình 15: Định giá cổ phiếu BCM

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Nhận định
Khu công nghiệp		14,302		Dự án KCN có doanh thu tương đối ổn định nên chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 9.9%
Mỹ Phước 1	100%	499	DCF	
Mỹ Phước 2	100%	179	DCF	
Mỹ Phước 3	100%	913	DCF	
Thới Hoà	100%	452	DCF	
Bàu Bàng	100%	942	DCF	
Bàu Bàng mở rộng	100%	2,954	DCF	
Cây Trường	100%	8,364	DCF	
BDS nhà ở thương mại		4,295	BV	Dự án BDS đang triển khai được tính theo giá trị BV
BDS chưa triển khai		60,444		Dự án BDS chưa triển khai được tính theo giá thị trường/giá trị chuyển nhượng BĐS gần đây của BCM và chiết khấu đi 70%.
Thủ Dầu Một	100%	37,141		
Bến Cát	100%	8,897		
Bàu Bàng	100%	13,565		
Thuận An	100%	841		
Tổng giá trị tài sản		79,041		
(+) Tiền & tương đương tiền		2,100		
(+) Đầu tư ngắn hạn		264		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết		26,169		Đối với khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV với VSIP và IJC, phương pháp DCF cho Becamex Bình Phước, phương pháp PE và BV có sử dụng hệ số với các công ty còn lại.
VSIP	49%	6,647	RNAV	
Becamex Bình Phước	40%	5,944	DCF	
IJC	50%	2,450	RNAV	
BW	40%	3,627	BV	
Becamex Tokyu	35%	2,990	BV	
Setia	26%	291	BV	
Khác		4,219		
(-) Nợ vay		21,274		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		925		
Giá trị doanh nghiệp		85,375		
Số lượng cổ phiếu		1,035,000,000		
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)		82,488		

(Nguồn: MBS Research)

Hình 16: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	72,000	82,500	Khả quan	74,520	42.0	37.4	3.9	2.7	9.4	8.4	3.3	3.6
Kinh Bắc	KBC	24,750	39,200	Khả quan	18,998	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.5
IDICO	IDC	59,000	55,400	Trung lập	19,470	11.7	11.4	3.7	3.4	32.4	31.1	9.5	9.9
Sonadezi Châu Đức	SZC	35,300	39,300	Trung lập	6,354	16.3	15.4	2.1	1.9	13.5	12.9	4.2	4.6
Trung bình ngành						23.9	21.1	2.8	2.4	15.4	15.0	5.1	5.4

(Nguồn: MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn dự kiến;
- (4) Rủi ro chính sách vĩ mô của Việt Nam, rào cản thương mại, hiệp định khu vực, toàn cầu mà Việt Nam tham gia;

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024F	2025F	2026F		2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,883	6,549	6,422	6,883	LN trước thuế	2,697	2,120	2,683	3,545
Giá vốn hàng bán	(3,635)	(3,554)	(3,423)	(3,577)	Khấu hao	267	183	183	183
Lợi nhuận gộp	4,248	2,995	2,985	3,306	Thuế đã nộp	(416)	(150)	(221)	(319)
Chi phí quản lý DN	(592)	(571)	(551)	(571)	Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(302)	(518)	(882)
Chi phí bán hàng	(873)	(684)	(771)	(745)	Thay đổi VLĐ	(5,687)	286	173	(1,067)
LN từ HĐKD	2,783	1,740	1,673	1,990	LCTT từ HĐKD	(3,151)	2,136	2,301	1,461
EBITDA thuần	3,050	1,923	1,856	2,173	Đầu tư TSCĐ	(115)	(715)	(85)	(1,925)
LN trước thuế & lãi vay	2,783	1,740	1,673	1,990	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	-	-	-
Thu nhập lãi	131	136	592	797	LCTT từ đầu tư	472	(470)	(1,686)	(7,590)
Chi phí tài chính	(906)	(1,060)	(1,064)	(1,071)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	15,000	-
Thu nhập ròng khác	(108)	(68)	(98)	(121)	Tiền vay ròng nhận được	3,768	929	(764)	1,050
TN từ các Cty LK & LD	798	1,371	1,580	1,951	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,697	2,120	2,683	3,545	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(828)	(1,035)	(1,335)	(1,602)
Thuế TNDN	(416)	(150)	(221)	(319)	LCTT từ hoạt động TC	2,940	(106)	12,901	(552)
Lợi nhuận sau thuế	2,281	1,970	2,463	3,226	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,071	1,332	2,893	16,409
Lợi ích cổ đông thiểu số	(143)	195	179	180	LC tiền thuần trong năm	262	1,560	13,516	(6,682)
Lợi nhuận ròng	2,424	1,775	2,284	3,046	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,332	2,893	16,409	9,727
Chi trả cổ tức	(828)	(1,035)	(1,335)	(1,602)					
Lợi nhuận giữ lại	1,596	740	949	1,444	Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
					Tăng trưởng doanh thu thuần	20.1%	-16.9%	-1.9%	7.2%
Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	Tăng trưởng EBITDA	83.1%	-37.0%	-3.5%	17.1%
Tiền và tương đương tiền	1,332	2,893	16,409	9,727	Tăng trưởng LN từ HĐKD	88.4%	-37.5%	-3.8%	18.9%
Đầu tư ngắn hạn	87	226	206	234	Tăng trưởng LN trước thuế	38.2%	-21.4%	26.6%	32.1%
Phải thu khách hàng	7,024	4,864	4,982	5,164	Tăng trưởng LN ròng	42.8%	-26.8%	28.7%	33.4%
Hàng tồn kho	19,834	21,750	22,602	24,371	Tăng trưởng EPS	42.8%	-26.8%	20.0%	17.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	28,441	29,802	44,275	39,581					
Tài sản cố định	1,019	871	723	576	Biên LN gộp	53.9%	45.7%	46.6%	48.0%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	49.1%	51.3%	61.2%	69.7%
BĐS đầu tư	2,535	2,525	2,515	3,005	Biên LN ròng	30.8%	27.1%	35.6%	44.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	13.7%	9.4%	8.4%	8.5%
Đầu tư vào công ty LD, LK	16,634	18,005	19,585	25,170	ROAA	4.8%	3.3%	3.6%	4.2%
Khoản đầu tư dài hạn khác	4,654	4,170	3,880	5,269	ROIC	6.2%	4.3%	4.1%	5.2%
Tổng tài sản dài hạn	24,983	25,686	26,794	34,086					
Tổng tài sản	53,424	55,488	71,070	73,667	Vòng quay tài sản	0.15	0.12	0.10	0.10
					Cổ tức chi trả/LN ròng	34.2%	58.3%	58.5%	52.6%
Vay & nợ ngắn hạn	9,385	9,514	7,874	8,274	Tổng nợ vay/VCSH	101.3%	101.7%	54.8%	55.5%
Phải trả người bán	747	776	778	761	Nợ vay ròng/VCSH	94.4%	87.4%	9.6%	29.7%
Phải trả ngắn hạn khác	1,768	1,967	2,079	2,213	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	34.4%	32.0%	4.9%	15.2%
Tổng nợ ngắn hạn	22,998	23,280	21,960	22,500	Khả năng thanh toán lãi vay	3.07	1.6	1.57	1.86
Vay & nợ dài hạn	10,331	11,131	12,008	12,658					
Các khoản phải trả khác	621	776	809	775	Số ngày phải thu	262	216	225	216
Tổng Nợ dài hạn	10,953	11,907	12,817	13,433	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	1,992	2,234	2,407	2,487
Tổng nợ	33,950	35,187	34,777	35,933	Số ngày phải trả tiền bán	75	80	83	78
Vốn điều lệ	10,350	10,350	13,350	13,350	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.3	2.0	1.8
Thặng dư vốn cổ phần	12	12	12,012	12,012	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.3	1.0	0.7
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.8	0.4
LN giữ lại	6,303	6,404	6,530	6,878					
Các quỹ thuộc VCSH	1,897	2,429	3,115	4,029	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	18,562	19,195	35,007	36,268	EPS	2,342	1,715	1,927	2,282
Lợi ích cổ đông thiểu số	911	1,106	1,285	1,465	BVPS	17,934	18,546	26,222	27,167
Tổng vốn chủ sở hữu	19,473	20,301	36,292	37,734	P/E	30.7	42.0	37.4	31.6
Tổng nợ và VCSH	53,424	55,488	71,070	73,667	P/B	4.0	3.9	2.7	2.7

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền