



Tổng Công ty IDICO (IDC)

MUA +20,5%

| Ngành | BDS KCN |
|--------------------------|--------------------|
| Ngày báo cáo | 09/05/2024 |
| Giá hiện tại | 62.600VND |
| Giá mục tiêu | 71.400VND |
| Giá mục tiêu gần nhất | 64.000VND |
| TL tăng | +14,1% |
| Lợi suất cổ tức | 6,4% |
| Tổng mức sinh lời | +20,5% |
| GT vốn hóa | 20,7 nghìn tỷ đồng |
| Room KN | 5,5 nghìn tỷ đồng |
| GTGD/ngày (30n) | 123 tỷ đồng |
| Cổ phần Nhà nước | 0,0% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 330,0 tr |
| Pha loãng | 330,0 tr |

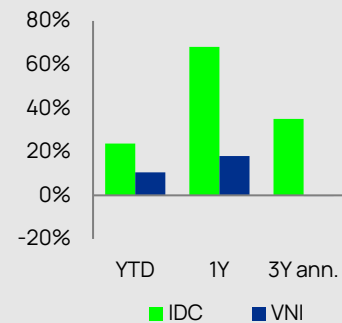
| | IDC | Peers* | VNI |
|-------------|-------|--------|-------|
| P/E (trượt) | 10,8x | 23,6x | 15,6x |
| P/B (ht) | 2,7x | 2,1x | 1,7x |
| ROE | 37,8% | 12,5% | 12,1% |
| ROA | 11,2% | 4,0% | 1,9% |

* P/B điều chỉnh

Tổng quan công ty:

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại là 3,268 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

| | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------------------|--------|-------|-------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 7.237 | 8.513 | 9.945 | 11.564 |
| % YoY | -3,3% | 17,6% | 16,8% | 16,3% |
| LN từ HĐKD (tỷ đồng) | 2.061 | 2.721 | 3.242 | 4.057 |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 1.394 | 2.188 | 2.294 | 2.916 |
| % YoY | -21,2% | 35,5% | 21,4% | 27,1% |
| EPS | -21,2% | 35,5% | 21,4% | 27,1% |
| Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng) | 3.179 | 5.173 | 5.710 | 6.386 |
| Biên LN gộp | 33,5% | 36,9% | 37,4% | 39,8% |
| Biên LN từ HĐKD | 28,5% | 32,0% | 32,6% | 35,1% |
| Biên LN ròng | 19,3% | 22,2% | 23,1% | 25,2% |
| ROE | 28,1% | 36,6% | 39,3% | 41,1% |
| Nợ vay ròng/CSH | 20,6% | 8,8% | 1,3% | -6,9% |
| P/E | 15,0x | 11,0x | 9,1x | 7,2x |
| P/B điều chỉnh | 2,7x | 2,4x | 2,1x | 1,8x |

Backlog lớn thúc đẩy lợi nhuận năm 2024; doanh số cho thuê đất KCN ổn định

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với Tổng Công ty IDICO (IDC) và tăng 12% giá mục tiêu lên 71.400 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ giả định giá bán trung bình (ASP) cao hơn cho năm 2024 và việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2024 sang giữa năm 2025.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 36% YoY do chúng tôi kỳ vọng lượng bàn giao đất khu công nghiệp (KCN) tăng mạnh đạt 110 ha (34 ha đã bàn giao trong quý 1/2024), ASP của các KCN sẽ tăng YoY và đóng góp cao hơn YoY từ phân khúc BDS nhà ở. Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của chúng tôi nhìn chung không thay đổi.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-26 đạt 28%, chủ yếu nhờ doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2024-26 dự kiến ổn định, đạt trung bình 153 ha/năm do IDC sở hữu quỹ đất lớn sẵn sàng cho thuê (554 ha diện tích có thể cho thuê còn lại tính đến cuối quý 1/2024, chủ yếu ở các khu vực công nghiệp cấp 1, trong đó chúng tôi ước tính khoảng 88% đã được giải phóng mặt bằng) cũng như đóng góp từ phân khúc BDS nhà ở dự kiến sẽ tăng trong giai đoạn dự báo.
- Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng dòng tiền mạnh mẽ từ việc cho thuê đất KCN của IDC, chúng tôi cho rằng nguyên nhân nhờ khả năng của IDC trong việc thu hút các khách thuê FDI lớn (như Hyosung và PepsiCo trong giai đoạn 2022-23) nhờ quỹ đất lớn, đã được giải phóng mặt bằng ở những vị trí đặc địa.
- Rủi ro: Quá trình phê duyệt và phát triển các dự án KCN trong tương lai chậm hơn dự kiến.

Lượng backlog chưa ghi nhận lớn thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2024. Chúng tôi ước tính lượng backlog chưa ghi nhận ở mức ~118 ha vào cuối quý 1/2024, trong đó bao gồm 96 ha từ các hợp đồng/biên bản ghi nhớ trong năm 2023 và 22 ha từ các hợp đồng/biên bản ghi nhớ trong quý 1/2024 (không bao gồm các biên bản ghi nhớ chưa ghi nhận trong năm 2022), cho thấy triển vọng lợi nhuận vững chắc từ việc bàn giao đất KCN. Trong khi đó, đối với mảng BDS nhà ở, chúng tôi dự báo IDC sẽ bàn giao 2,2 ha BDS thương mại trong năm 2024 (trong dự án khu dân cư trung tâm mở rộng ở Long An) cho Aeon (trong đó, IDC đã bàn giao hơn 1,45 ha trong quý 1/2024).

Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn dự kiến sẽ duy trì khả năng tạo tiền. Chúng tôi dự báo dòng tiền trung bình hàng năm từ doanh số cho thuê đất KCN đạt 5,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-26, so với mức 2,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2022-23, phần lớn được thúc đẩy bởi dự báo doanh số cho thuê KCN sẽ tiếp tục ổn định ở mức 145/150 ha lần lượt trong các năm 2024/25 (so với doanh số cho thuê KCN năm 2023 là 170 ha). Trong quý 1/2024, IDC ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN theo biên bản ghi nhớ/hợp đồng đạt 26,2 ha (chủ yếu từ KCN Hựu Thạnh và Quế Võ 2) trong khi doanh số cho thuê tại các KCN khác chỉ ở mức thấp do IDC vẫn đang đàm phán với các khách hàng tiềm năng.

Mở rộng quỹ đất KCN. Chúng tôi dự báo IDC sẽ nhận được phê duyệt đầu tư cho dự án KCN Tân Phước 1 (tổng diện tích đạt 470ha; tỉnh Tiền Giang) và KCN Vinh Quang (tổng diện tích đạt 350 ha; tỉnh Hải Phòng) lần lượt vào các năm 2024 và 2025, 2 dự án này dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số cho thuê đất KCN của IDC lần lượt vào các năm 2026 và 2027. Ngoài ra, IDC đang tìm cách mở rộng tổng quỹ đất KCN của công ty thêm ít nhất ~1.600 ha tổng diện tích (ngoài 2 dự án nêu trên). Các dự án này đã được bổ sung vào quy hoạch tổng thể cấp tỉnh và chỉ tiêu đất trong giai đoạn 2021-2030 (theo IDC), và có thể hỗ trợ cho triển vọng dài hạn của IDC cũng như định giá của chúng tôi đối với IDC.

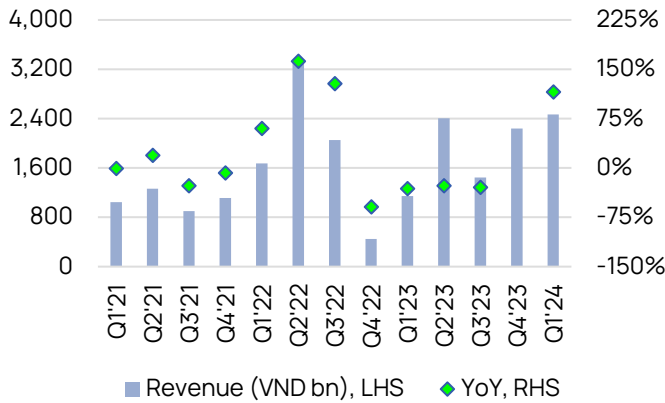
Triển vọng năm 2024: Lượng backlog chưa ghi nhận lớn và doanh số cho thuê đất KCN ổn định sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2024

| Tỷ đồng | KQ 2023 | Dự báo 2024 trước đây | Dự báo 2024 điều chỉnh | Dự báo 2024 điều chỉnh/ KQ 2023 | Dự báo 2024 điều chỉnh/ trước đây | Những giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2024 |
|------------------------------|--------------|-----------------------|------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|--|
| Doanh thu ròng | 7.237 | 8.504 | 8.513 | 18% | 0% | |
| - KCN | 3.298 | 3.833 | 3.894 | 18% | 2% | * Chúng tôi duy trì dự báo lượng bàn giao đất KCN năm 2024 của IDC ở mức 110 ha (+51% YoY), chủ yếu do lượng backlog chưa ghi nhận đạt ~118 ha tính đến cuối quý 1/2024 (96 ha từ hợp đồng/biên bản ghi nhớ trong năm 2023 và 22 ha từ hợp đồng/biên bản ghi nhớ trong quý 1/2024). * Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng dòng tiền từ doanh số cho thuê đất KCN sẽ đạt 5,2 nghìn tỷ đồng (+63% YoY) trong năm 2024, được thúc đẩy bởi doanh số cho thuê đất KCN dự kiến đạt 170/145 ha trong năm 2023/2024 (so với doanh số cho thuê đất năm 2022 là 132 ha). |
| - Năng lượng | 2.924 | 3.106 | 3.053 | 4% | -2% | |
| - BĐS | 103 | 634 | 634 | 515% | 0% | * Chúng tôi tiếp tục dự báo doanh thu từ mảng BĐS nhà ở năm 2024 chủ yếu sẽ được thúc đẩy bởi việc bàn giao 2,2 ha BĐS thương mại (trong dự án khu dân cư trung tâm mở rộng ở Long An) cho Aeon. Trong đó, IDC đã bàn giao 1,45 ha cho Aeon trong quý 1/2024. |
| - Khác | 913 | 933 | 932 | 2% | 0% | |
| Lợi nhuận gộp | 2.423 | 3.098 | 3.139 | 30% | 1% | |
| Chi phí SG&A | -362 | -417 | -418 | 15% | 0% | |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 2.061 | 2.680 | 2.721 | 32% | 2% | |
| Thu nhập tài chính | 221 | 192 | 180 | -18% | -6% | |
| Chi phí tài chính | -189 | -192 | -200 | 6% | 4% | |
| Thu nhập ròng từ CTLK | 1 | 0 | 0 | N.M. | 0% | |
| Lãi/(lỗ) ròng khác | -38 | 13 | 13 | N.M. | 0% | |
| LNTT | 2.057 | 2.693 | 2.714 | 32% | 1% | |
| LNST sau lợi ích CĐTS | 1.394 | 1.874 | 1.889 | 36% | 1% | |
| Biên lợi nhuận gộp | 33,5% | 36,4% | 36,9% | | | * Chúng tôi đã tăng nhẹ giả định biên lợi nhuận gộp năm 2024 của chúng tôi dựa trên biên lợi nhuận gộp từ mảng KCN cao hơn dự kiến trong quý 1/2024, bù đắp một phần cho giả định biên lợi nhuận gộp thấp hơn đối với mảng năng lượng và mảng BĐS. |
| - KCN | 52,3% | 52,6% | 55,2% | | | |
| - Năng lượng | 12,2% | 11,4% | 10,1% | | | |
| - BĐS | 57,6% | 70,6% | 62,7% | | | |
| Biên lợi nhuận từ HĐKD | 28,5% | 31,5% | 32,0% | | | |
| Biên lợi nhuận ròng | 19,3% | 22,0% | 22,2% | | | |

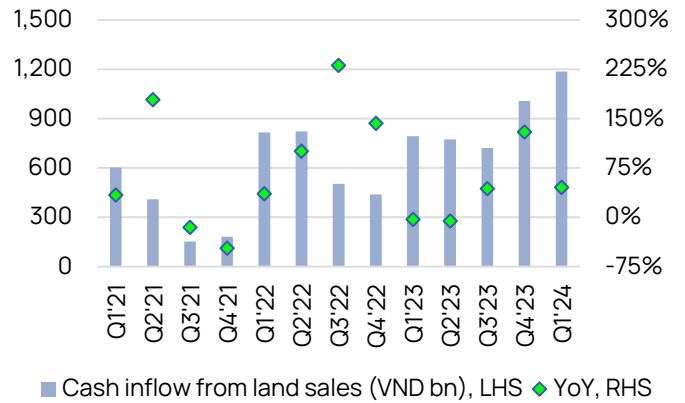
Nguồn: BCTC của IDC, Vietcap dự báo

Hình 2: Doanh thu



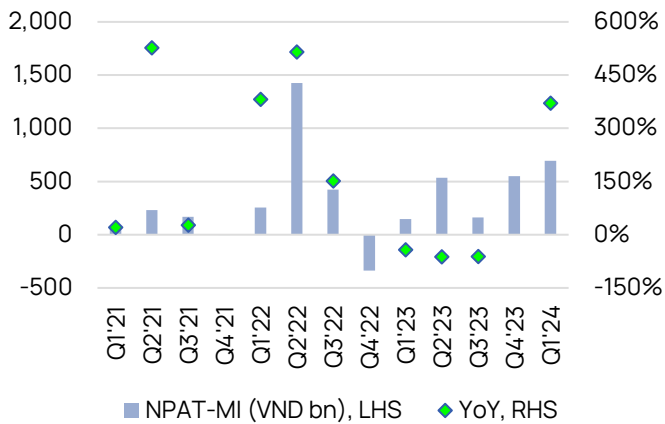
Nguồn: IDC, Vietcap

Hình 3: Dòng tiền từ cho thuê đất KCN & KĐT



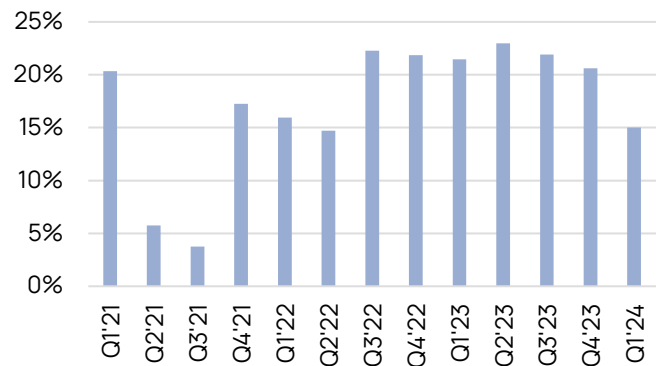
Nguồn: IDC, Vietcap.

Hình 4: LNST sau lợi ích CĐTS



Nguồn: IDC, Vietcap

Hình 5: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu



Nguồn: IDC, Vietcap

Hình 6: Các dự án KCN của IDC

| KCN | Vị trí | Tỷ lệ sở hữu của IDC | Tổng diện tích (ha) | Tổng diện tích cho thuê (ha) | Diện tích cho thuê còn lại (ha) | Tỷ lệ lấp đầy | % diện tích hoàn thành giải phóng mặt bằng |
|--|-------------|----------------------|---------------------|------------------------------|---------------------------------|---------------|--|
| Kim Hoa | Vĩnh Phúc | 100% | 50 | 46 | 0 | 100% | 100% |
| Mỹ Xuân B1 | Bà Rịa - VT | 51% | 227 | 160 | 0 | 100% | 100% |
| Mỹ Xuân A | Bà Rịa - VT | 100% | 302 | 229 | 0 | 100% | 100% |
| Nhơn Trạch I | Đồng Nai | 100% | 382 | 284 | 0 | 100% | 100% |
| Nhơn Trạch V | Đồng Nai | 100% | 309 | 229 | 0 | 100% | 100% |
| Tổng cộng (các dự án đã lấp đầy) | | | 1.271 | 949 | 0 | 100% | |
| Quế Võ 2 | Bắc Ninh | 51% | 270 | 177 | 52 | 71% | >80% |
| Cầu Ngàn | Thái Bình | 100% | 184 | 103 | 76 | 26% | >90% |
| Phú Mỹ 2 | Bà Rịa - VT | 100% | 621 | 443 | 63 | 86% | 100% |
| Phú Mỹ 2 mở rộng | Bà Rịa - VT | 100% | 398 | 273 | 105 | 62% | 100% |
| Hựu Thạnh | Long An | 100% | 524 | 395 | 258 | 35% | ~100% |
| Tổng cộng (đã đưa vào hoạt động thương mại) | | | 1.996 | 1.392 | 554 | 60% | |

Nguồn: IDC, Vietcap tổng hợp (BR-VT là viết tắt của Bà Rịa - Vũng Tàu; số liệu tính đến cuối quý 1/2024)

Hình 7: Các dự án KCN sắp tới của IDC

| KCN | Vị trí | Tỷ lệ sở hữu của IDC | Tổng diện tích (ha) | Tổng diện tích cho thuê (ha) | Trạng thái |
|--|------------|----------------------|---------------------|------------------------------|---|
| Tân Phước 1 | Tiền Giang | 65% | 470 | ~330 | Chờ phê duyệt đầu tư từ Thủ tướng |
| Mỹ Xuân B1 mở rộng | BR-VT | 51% | 110 - 500 | ~70 - 330 | |
| Vinh Quang | Hải Phòng | 100% | 350 | ~250 | Hoàn thành quy hoạch 1/2000 |
| 6 KCN (2 KCN ở miền Bắc, 1 KCN ở miền Trung, 3 KCN ở miền Nam) | | | ~1.500 | ~1.000 | Đã trình đề xuất lên chính quyền địa phương |
| Tổng cộng | | | ~2.430-2.820 | ~1.650-1910 | |

Nguồn: IDC, Vietcap tổng hợp

Hình 8: Các dự án BĐS nhà ở/thương mại hiện tại và trong tương lai của IDC

| KDC | Tỉnh | Tỷ lệ sở hữu của IDC | Tổng diện tích (m ²) | Tình trạng |
|--|----------|----------------------|----------------------------------|---|
| Các dự án nhà ở xã hội và nhà ở cho công nhân | | | | |
| Nhà ở công nhân KCN Hựu Thạnh | Long An | 51,0% | 470.939 | Đã nhận được quyết định bàn giao đất, giải ngân đầu tư định kỳ & giá đất cho giai đoạn 1 (33,4 ha). |
| Khu nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch 1 | Đồng Nai | 100,0% | 100.284 | Hoàn thành điều chỉnh và được Sở Xây dựng phê duyệt quy hoạch xây dựng 2 tòa nhà 9 tầng. |
| Khu nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch 2 | Đồng Nai | 100,0% | 100.000 | |
| Khu tái định cư KCN Nhơn Trạch 1 & chung cư Hiệp Phước | Đồng Nai | 66,9% | 48.676 | Đang giải quyết vấn đề pháp lý. |
| Các dự án thương mại khác | | | | |
| Bắc Châu Giang | Hà Nam | 33,2% | 56.527 | Đang hoàn thiện xây dựng và chuẩn bị mở bán. |
| Hóa An Quốc lộ 1K | Đồng Nai | 66,9% | 70.350 | Hoàn thành bồi thường, giải phóng mặt bằng. Urbiz và Udico đã thành lập liên doanh để phát triển dự án này. |
| Khu dân cư trung tâm mở rộng - Long An | Long An | 51,0% | 30.500 | Ký hợp đồng chính thức 2,2 ha với Aeon. Diện tích còn lại là đất cho giáo dục. |
| Khu dân cư An Hoà | Đồng Nai | 100,0% | 38.886 | Đang điều chỉnh quy hoạch. |
| Trụ sở chính IDICO-INCO 10 | Cần Thơ | 97,8% | 4.627 | Đang chờ giấy phép xây dựng. |
| Khu dân cư Mỹ Xuân B1 | BR-VT | 51,0% | ~34.000 | Đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. |
| Tổ hợp khách sạn-căn hộ Thùy Dương | BR-VT | 51,0% | 7.077 | Xử lý thủ tục đầu tư. |
| Tổng cộng | | | ~961.900 | |

Nguồn: IDC, Vietcap tổng hợp

Định giá

Chúng tôi định giá IDC bằng phương pháp tổng giá trị các thành phần riêng lẻ (SoTP) để nắm bắt giá trị BĐS KCN và BĐS nhà ở của công ty, cũng như những đóng góp từ mảng năng lượng và thu phí BOT.

- BĐS KCN và BĐS nhà ở : Chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng được đánh giá lại (RNAV) với phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), mà chúng tôi tin là phù hợp và phổ biến nhất cho mảng này. Định giá của chúng tôi cũng bao gồm KCN Tân Phước 1 và KCN Vinh Quang, dự kiến sẽ lần lượt được phê duyệt đầu tư vào đầu năm 2024 và 2025.
- Năng lượng: Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E vì chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ có lợi nhuận tương đối ổn định trong trung hạn.
- Chúng tôi định giá dự án BOT An Sương - An Lạc bằng phương pháp CKDT nhờ dòng tiền vào ổn định.

Giá mục tiêu cao hơn 12% ở mức 71.400 đồng/cổ phiếu của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) giá định giá bán trung bình (ASP) cao hơn trong năm 2024 đối với các dự án KCN Hựu Thạnh, Quế Võ 2, và Cầu Ngین dựa theo giá hiện hữu tại quý 1/2024, (2) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2024 đến giữa năm 2025, và (3) giá định WACC của chúng tôi thấp hơn 1,1 điểm % vì chúng tôi giảm hệ số beta từ 1,4 xuống 1,2 (dựa trên hệ số beta điều chỉnh 1 năm của IDC theo Bloomberg).

Hình 9: Tóm tắt định giá

| Tỷ đồng | Phương pháp | NPV dự án | Sở hữu | NPV cho IDC |
|--|-------------|-----------|------------|---------------|
| Mảng KCN | | | | 17.344 |
| Hựu Thạnh | CKDT | 6.371 | 100% | 6.371 |
| Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng | CKDT | 4.486 | 100% | 4.486 |
| KCN Tân Phước I | CKDT | 2.589 | 65% | 1.683 |
| KCN Vinh Quang | CKDT | 2.303 | 100% | 2.303 |
| Khác* | | 2.679 | 51% - 100% | 2.500 |
| Mảng BĐS nhà ở | | | | 3.164 |
| BDS nhà ở và nhà ở công nhân Hựu Thạnh | CKDT | 2.595 | 82% | 2.133 |
| Khu nhà ở công nhân KCN Nhơn Trạch | CKDT | 680 | 100% | 680 |
| Khác | CKDT | 629 | 51% | 350 |
| Tổng NPV | | | | 20.508 |
| Các mảng khác | | | | 2.803 |
| Năng lượng | P/E | 2.857 | 51% - 100% | 1.949 |
| Thu phí | CKDT | 1.246 | 58% | 716 |
| Khác | BV | | | 138 |
| Giá trị vốn CSH | | | | 23.311 |
| (+) Tiền mặt và tương đương tiền** | | | | 2.075 |
| (-) Tổng nợ*** | | | | -1.821 |
| Giá trị tài sản ròng (NAV) | | | | 23.565 |
| CP đang lưu hành (tr) | | | | 330 |
| Giá mục tiêu | | | | 71.400 |
| TL tăng | | | | 14,1% |
| Lợi suất cổ tức | | | | 6,4% |
| Tổng mức sinh lời | | | | 20,5% |
| P/B dự phóng năm 2024/25 tại GMT | | | | 2,7x/2,4x |
| P/E dự phóng năm 2024/25 tại GMT | | | | 12,6x/10,4x |

Nguồn: Vietcap. Ghi chú: (*) Bao gồm KCN Quế Võ 2, Cầu Ngین, Mỹ Xuân B1 mở rộng; (**) Không bao gồm số dự nợ vay của các dự án năng lượng và thu phí; (^) chúng tôi ghi nhận khả năng tăng tỷ lệ sở hữu tại Idico Long An từ 51% lên 82%.

Hình 10: Tóm tắt WACC

| | Trước đây | Mới |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| Hệ số BETA | 1,4 | 1,2 |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 6,0% | 6,0% |
| Tỷ lệ phi rủi ro % | 8,0% | 8,0% |
| Chi phí VCSH % | 17,2% | 15,6% |
| Chi phí nợ vay % | 11,0% | 11,0% |
| Nợ vay % | 35,0% | 35,0% |
| Vốn % | 65,0% | 65,0% |
| Mức thuế doanh nghiệp % | 20,0% | 20,0% |
| WACC % | 14,3% | 13,2% |

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Phân tích độ nhạy của WACC đối với giá mục tiêu (đồng/CP)

| WACC | 12,2% | 12,7% | 13,2% | 13,7% | 14,2% |
|----------------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| GMT (đồng/CP) | 73.600 | 72.500 | 71.400 | 70.400 | 69.400 |

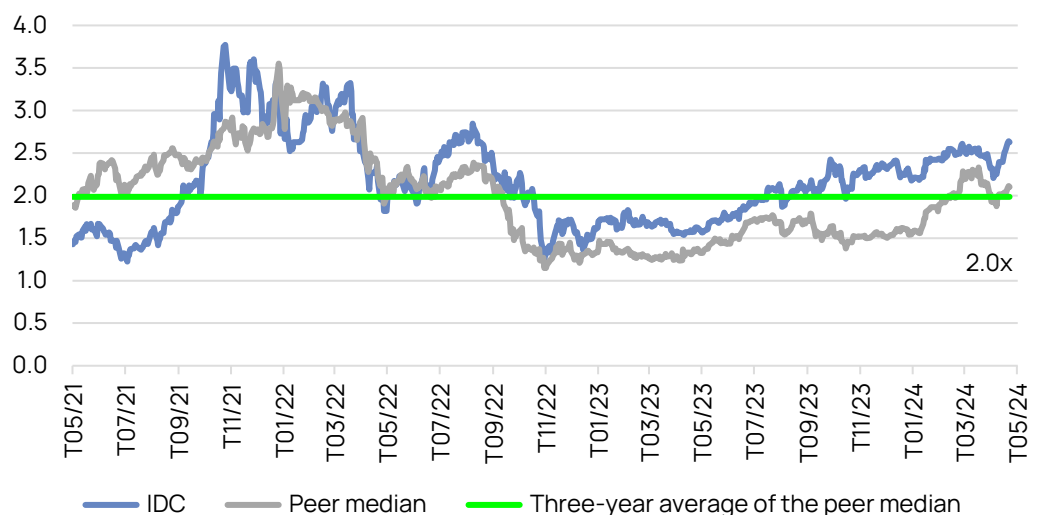
Nguồn: Vietcap

Hình 12: Các công ty cùng ngành trong khu vực

| Mã | VHTT (tr USD) | DT thuần trượt (tr USD) | YoY % | LNST trượt (triệu USD) | YoY (%) | Nợ vay ròng/CSH (%) | ROE (%) | ROA (%) | P/E trượt (x) | P/B quý gần nhất* |
|-----------------|---------------|-------------------------|------------|------------------------|------------|---------------------|------------|------------|---------------|-------------------|
| GVR | 5.072 | 938 | -8% | 106 | -25% | -19% | 5% | 3% | 49,8 | 2,3 |
| BCM | 2.256 | 328 | 33% | 102 | 79% | 94% | 14% | 5% | 24,4 | 2,9 |
| KBC | 923 | 142 | 45% | 39 | -51% | 5% | 6% | 3% | 22,8 | 1,3 |
| SNZ | 492 | 228 | 3% | 35 | 32% | 15% | 13% | 4% | 15,9 | 1,5 |
| PHR | 319 | 57 | -21% | 26 | -30% | -48% | 18% | 10% | 12,8 | 1,9 |
| SZC | 302 | 40 | 50% | 11 | 103% | 139% | 12% | 4% | 24,6 | 2,4 |
| Trung vị | 756 | 185 | 18% | 37 | 4% | 10% | 13% | 4% | 23,6 | 2,1 |
| Trung bình | 1.516 | 289 | 17% | 53 | 18% | 31% | 11% | 5% | 25,1 | 2,1 |
| IDC | 826 | 342 | 23% | 78 | 17% | 15% | 38% | 11% | 10,8 | 2,7 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 09/05/2024). Lưu ý: (*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa thực hiện ngắn và dài hạn.

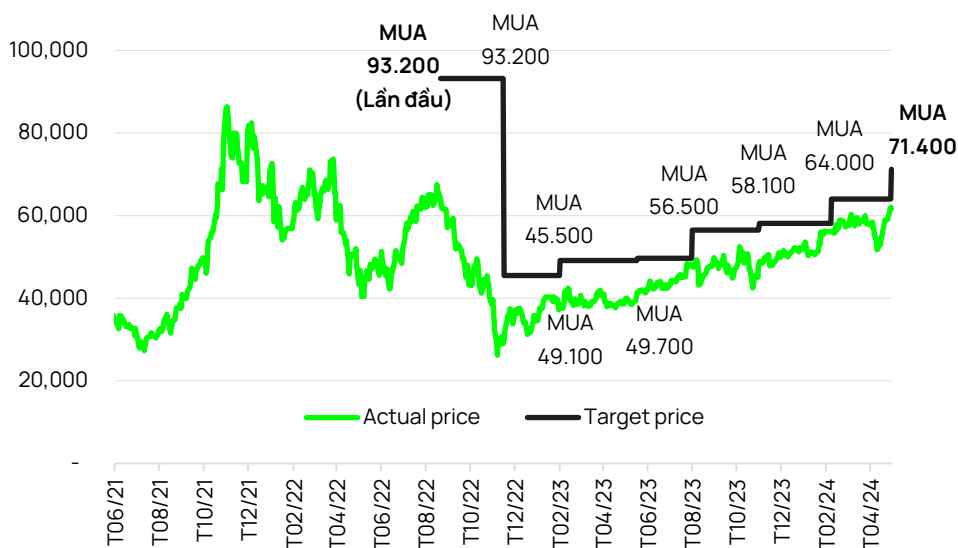
Hình 13: P/B điều chỉnh của IDC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Số liệu của công ty, Vietcap (số liệu tính đến ngày 09/05/2024)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 13: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu lịch sử được điều chỉnh theo các thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Báo cáo Tài chính

| KQLN (tỷ đồng) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Doanh thu | 7.237 | 8.513 | 9.945 | 11.564 |
| Giá vốn hàng bán | -4.814 | -5.374 | -6.225 | -6.963 |
| Lợi nhuận gộp | 2.423 | 3.139 | 3.720 | 4.601 |
| Chi phí bán hàng & marketing | -115 | -133 | -152 | -173 |
| Chi phí quản lý DN | -247 | -285 | -326 | -372 |
| LN thuần HĐKD | 2.061 | 2.721 | 3.242 | 4.057 |
| Doanh thu tài chính | 221 | 180 | 199 | 254 |
| Chi phí tài chính | -189 | -200 | -199 | -209 |
| Trong đó, chi phí lãi vay | -185 | -199 | -196 | -207 |
| Lợi nhuận từ công ty LDLC | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Thu nhập/(lỗ) ròng khác | -38 | 13 | 35 | 40 |
| LNTT | 2.057 | 2.714 | 3.277 | 4.143 |
| Thuế TNDN | -401 | -543 | -655 | -829 |
| LNST trước CĐTS | 1.656 | 2.171 | 2.621 | 3.314 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | -262 | -282 | -328 | -398 |
| LNST sau CĐTS, báo cáo | 1.394 | 1.889 | 2.294 | 2.916 |
| LNST sau CĐTS, điều chỉnh | 1.394 | 1.889 | 2.294 | 2.916 |
| EBITDA | 3.094 | 3.578 | 4.173 | 5.054 |
| EPS báo cáo, VND | 4.181 | 5.667 | 6.881 | 8.749 |
| DPS báo cáo, VND | 4.000 | 4.000 | 4.000 | 4.000 |
| DPS/EPS (%) | 96% | 71% | 58% | 46% |

| CHỈ SỐ | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng: | | | | |
| Doanh thu thuần | -3,3% | 17,6% | 16,8% | 16,3% |
| Lợi nhuận từ HĐKD | -24,4% | 32,1% | 19,1% | 25,1% |
| LN trước thuế | -21,4% | 31,9% | 20,7% | 26,4% |
| EPS báo cáo | -21,2% | 35,5% | 21,4% | 27,1% |
| Khả năng sinh lời: | | | | |
| Biên LN gộp | 33,5% | 36,9% | 37,4% | 39,8% |
| Biên EBIT | 28,5% | 32,0% | 32,6% | 35,1% |
| Biên EBITDA | 42,8% | 42,0% | 42,0% | 43,7% |
| Biên LNST sau lợi ích CĐTS | 19,3% | 22,2% | 23,1% | 25,2% |
| ROE | 28,1% | 36,6% | 39,3% | 41,1% |
| ROA | 9,5% | 11,7% | 12,8% | 14,1% |
| Chỉ số hiệu quả: | | | | |
| Số ngày tồn kho | 91 | 107 | 119 | 124 |
| Số ngày phải thu | 83 | 96 | 81 | 77 |
| Số ngày phải trả | 25 | 23 | 24 | 26 |
| Chu kỳ luân chuyển tiền | 149 | 181 | 176 | 175 |
| Thanh khoản: | | | | |
| CS thanh toán hiện hành | 1,5x | 1,8x | 1,9x | 1,9x |
| CS thanh toán nhanh | 1,2x | 1,3x | 1,4x | 1,4x |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,6x | 0,7x | 0,8x | 0,9x |
| Nợ vay/ Tài sản | 19,9% | 17,2% | 16,3% | 16,0% |
| Nợ vay/ Vốn | 36,2% | 33,1% | 30,7% | 28,9% |
| Nợ vay ròng/ Vốn CSH | 20,6% | 8,8% | 1,3% | -6,9% |
| CS khả năng thanh toán lãi vay | 11,1x | 13,7x | 16,5x | 19,6x |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền | 1.334 | 1.810 | 2.515 | 3.810 |
| Đầu tư TC ngắn hạn | 910 | 910 | 910 | 910 |
| Các khoản phải thu | 2.401 | 2.099 | 2.316 | 2.535 |
| Hàng tồn kho | 1.299 | 1.866 | 2.180 | 2.535 |
| TS ngắn hạn khác | 74 | 74 | 74 | 74 |
| Tổng TS ngắn hạn | 6.018 | 6.759 | 7.995 | 9.863 |
| TS cố định (nguyên giá) | 6.505 | 7.521 | 8.761 | 10.382 |
| - Khấu hao lũy kế | -3.284 | -3.625 | -4.032 | -4.565 |
| TS cố định (ròng) | 3.221 | 3.896 | 4.728 | 5.817 |
| Đầu tư TC dài hạn | 158 | 158 | 158 | 158 |
| TS dài hạn khác | 8.324 | 8.446 | 8.717 | 9.441 |
| Tổng TS dài hạn | 11.703 | 12.501 | 13.603 | 15.417 |
| Tổng Tài sản | 17.720 | 19.260 | 21.598 | 25.280 |
| Phải trả ngắn hạn | 314 | 368 | 448 | 526 |
| Nợ vay ngắn hạn | 938 | 750 | 825 | 908 |
| Nợ ngắn hạn khác | 2.735 | 2.674 | 2.891 | 3.674 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 3.986 | 3.792 | 4.164 | 5.108 |
| Nợ vay dài hạn | 2.585 | 2.559 | 2.702 | 3.130 |
| Nợ dài hạn khác | 4.944 | 6.223 | 6.769 | 7.113 |
| Tổng nợ | 11.516 | 12.575 | 13.634 | 15.351 |
| Cổ phần ưu đãi | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vốn đầu tư của chủ sở hữu | 3.300 | 3.300 | 3.300 | 3.300 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Lợi nhuận giữ lại | 874 | 1.259 | 2.209 | 3.777 |
| Vốn khác | 755 | 755 | 755 | 755 |
| Lợi ích CĐTS | 1.232 | 1.328 | 1.655 | 2.053 |
| Vốn chủ sở hữu | 6.205 | 6.685 | 7.964 | 9.929 |
| Tổng nguồn vốn | 17.720 | 19.260 | 21.598 | 25.280 |
| SL cổ phiếu cuối năm (tr) | 330 | 330 | 330 | 330 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền đầu năm | 1.087 | 1.334 | 1.810 | 2.515 |
| LNST sau lợi ích CĐTS | 1.394 | 1.889 | 2.294 | 2.916 |
| Khấu hao | 857 | 931 | 997 | 1.123 |
| Thay đổi vốn lưu động | -371 | -211 | -451 | -495 |
| Điều chỉnh khác | 856 | 1.294 | 1.068 | 1.496 |
| LCTT từ HĐ kinh doanh | 2.735 | 4.090 | 3.908 | 5.040 |
| Chi mua sắm TSCĐ (ròng) | -961 | -1.729 | -2.100 | -2.936 |
| Khác | -150 | -187 | 0 | 0 |
| LCTT từ HĐ đầu tư | -1.111 | -1.916 | -2.100 | -2.936 |
| Cổ tức đã trả | -1.532 | -1.485 | -1.320 | -1.320 |
| Tăng (giảm) vốn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn | 190 | -188 | 75 | 83 |
| Tăng (giảm) nợ vay dài hạn | -135 | -25 | 142 | 429 |
| Khác | 100 | 0 | 0 | 0 |
| LCTT từ HĐ tài chính | -1.378 | -1.698 | -1.103 | -809 |
| Lưu chuyển tiền thuần | 246 | 477 | 705 | 1.295 |
| Tiền cuối năm | 1.334 | 1.810 | 2.515 | 3.810 |

Nguồn: IDC, Vietcap dự báo. Lưu ý: (*) Chúng tôi cho rằng các điều chỉnh khác chủ yếu bao gồm dòng tiền từ việc cho thuê đất KCN của IDC.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|-----------------------------|---|
| MUA | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này. |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.