

IDC – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 26/09/2023)

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (đồng)	46.100
KLGD TB 10 ngày	3.755.733
Vốn hoá (tỷ đồng)	15.213
Số lượng CPLH (triệu CP)	330
Giá mục tiêu	59.500
Upside	+29,3%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH CAO CẤP

TRINH VĂN HÀ
tvha@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

IDC – TÍN HIỆU HỒI PHỤC DÒNG VỐN FDI

ĐỊNH GIÁ

Năm 2023 và 2024 chúng tôi ước tính DT của IDC lần lượt đạt **6.762 tỷ đồng (-18% yoy)** và **7.571 tỷ đồng**. LNST hợp nhất tương ứng đạt 1.323 tỷ đồng (-43% yoy) và 1.407 tỷ đồng (-1% yoy). Theo đó EPS 2023 và 2024 đạt lần lượt 3.981 đồng/cổ phiếu, tương ứng PE là 11,8x và 3.922 đồng/cổ phiếu tương ứng P/E đạt 12x.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA đối với cổ phiếu IDC với giá mục tiêu 59.500 đồng/cp** (upside 29,3% so với giá đóng cửa ngày 26/09/2023).

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chúng tôi đánh giá IDC là doanh nghiệp KCN có tài chính tốt, quỹ đất sẵn sàng cho thuê còn nhiều và nằm ở vị trí thuận lợi với mức giá cao. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với IDC với các luận điểm sau:

- (1) Quy đất sẵn sàng cho thuê hơn 677ha tập trung chủ yếu tại Long An, BRVT, Thái Bình, Bắc Ninh, đã ký MOU hơn 100ha.
- (2) Kế hoạch phát triển nhà xưởng/nhà kho xây sẵn tham vọng.
- (3) Doanh thu điện sẽ cải thiện khi tăng diện tích cho thuê KCN Hựu Thạnh đồng thời nhà máy thủy điện Dak Mi 3 đã hoạt động ổn định trở lại từ cuối 2022.
- (4) Kế hoạch phát triển năng lượng mặt trời áp mái với tổng công suất đạt 150 MWp.
- (5) Cơ chế bán điện trực tiếp tương lai sẽ có lợi đối với mảng bán điện lần phát triển KCN của IDC.
- (6) Các hoạt động khác như thu phí đường bộ, cho thuê căn hộ đem lại dòng tiền đều.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	4.301	8.242	6.762	7.571
+/- yoy (%)	-5,30%	91,62%	-17,95%	11,96%
LNST (tỷ đồng)	578	2.596	1.508	1.407
+/- yoy (%)	0%	403%	-43%	-1%
VCSH (tỷ đồng)	3.000	3.300	3.600	3.600
Nợ/TTS (%)	22%	21%	22%	18%
TS LN gộp (%)	17,14%	43,44%	28,34%	29,29%
ROA (%)	4%	16%	9%	8%
ROIC(%)	8%	32%	17%	16%
Tỷ suất cổ tức	8%	9%	9%	9%
EPS (đồng)	1.514	6.927	3.981	3.922
P/E	20	9	12,3	12,5
BVPS (đồng)	12.999	16.142	17.032	16.954

KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2023

Doanh thu thuần 1H.2023 đạt 3.554 tỷ đồng (-28,7% yoy), đạt 43% kế hoạch năm.

Trong đó, doanh thu cho thuê đất KCN đạt 1.585 tỷ đồng (-48% yoy) do cùng kỳ đối phương thức hạch toán 1 lần tăng đột biến các lô đã cho thuê và hạch toán nhiều kỳ trước đó tại: KCN Nhơn Trạch 5, KCN Phú Mỹ 2&2 mr. Quý này chỉ hạch toán diện tích đất cho thuê mới và một phần hạch toán 1 lần diện tích đã cho thuê của KCN Quế Võ. Mảng KCN 1H.2023 đã ký MOU hơn 100ha chưa hạch toán.

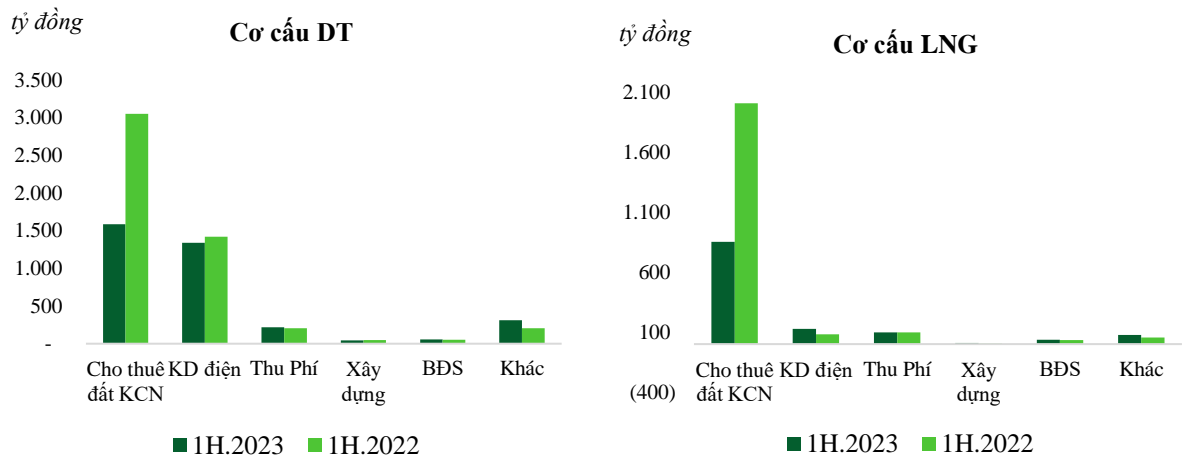
Hoạt động thu phí tăng trưởng nhẹ với +10% yoy.

Hoạt động phát điện và phân phối điện cũng sụt giảm 6% do tình hình đơn hàng sản xuất của các công ty sụt giảm và mùng thủy điện cũng bị ảnh hưởng bởi La Nina.

Doanh thu khác tăng mạnh với +56% yoy, đạt 313 tỷ đồng.

BLNG giảm mạnh còn 34% so với 46% cùng kỳ chủ yếu là do mảng cho thuê KCN hạch toán các lô đất Nhơn Trạch 5 đã phát triển từ lâu với BLNG cao hơn. Các hoạt động khác thay đổi không nhiều.

LNST hợp nhất đạt 1.041 tỷ đồng (-29% yoy).



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

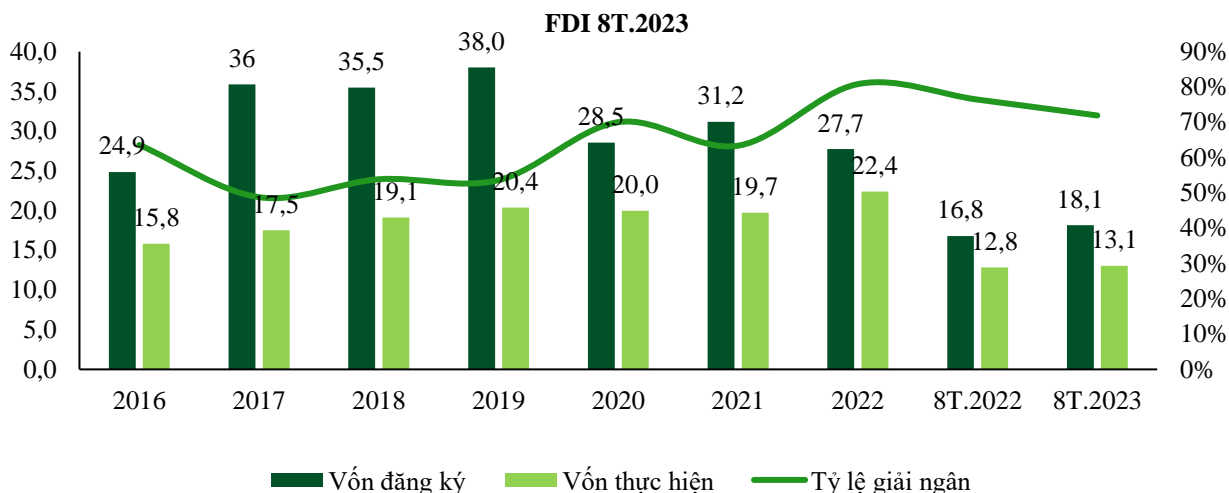
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Tình hình thu hút vốn FDI bắt đầu có khởi sắc trở lại

Giai đoạn đầu năm, các công ty chậm lại quá trình mở rộng do tình hình kinh tế thế giới khá ảm đạm, mức tiêu dùng sụt giảm khiến các NĐT phải cân nhắc lại quá trình này. Tuy nhiên Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn để mở rộng đầu tư và dịch chuyển sản xuất với nhiều lợi thế về vị trí cạnh Trung Quốc, lực lượng lao động đông đảo với chi phí thấp và các chi phí để đầu tư sản xuất mới thấp như chi phí đất, điện, nước....

FDI đăng ký 08 tháng đầu năm bắt đầu tăng trở lại so với cùng kỳ với +8,2% sau khi luôn duy trì mức giảm trong 6 tháng trước đó với -4,3% yoy. FDI giải ngân cũng tăng nhẹ đạt khoảng 13, tỷ USD (+1,3% yoy – mặc dù năm 2022 là năm có mức nền khá cao). Đây cũng là mức giải ngân đạt kỷ lục trong 05 năm trở lại đây, đập tan mọi hoài nghi về việc dòng vốn FDI chậm lại trong những tháng đầu năm.

Đăng ký đầu tư và giải ngân ngành công nghiệp, chế biến chế tạo vẫn là ngành chiếm tỷ trọng lớn nhất với lượng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh lên tới 12,3 tỷ USD (+14,7% yoy) và chiếm 67,8% tổng vốn đăng ký mới.



Nguồn: MPI, VCBS

Việt Nam và Mỹ nâng quan hệ đối tác chiến lược toàn diện sẽ giúp thay đổi mạnh về công nghệ, thu hút đầu tư mạnh vào công nghệ cao, chất bán dẫn... Vừa qua, chính phủ đã ký được một số MOU về hợp tác đào tạo nhân lực về các lĩnh vực này làm tiền đề cho một làn sóng đầu tư mới vào chất bán dẫn, công nghệ AI, chip... trong thời gian tới.

Việt Nam hiện tại đang có 01 nhà máy kiểm định và đóng gói chip của Intel tại Khu CNC TPHCM với số vốn lên tới 1.5 tỷ USD và có ý định tăng thêm 01 tỷ USD mở rộng. Đây chỉ là nhà máy ở công đoạn cuối cùng, chỉ chiếm dưới 10% giá trị gia tăng của Chip. Tháng 9.2023, Hana Micron cũng đã khánh thành nhà máy sản xuất chất bán dẫn (GĐ 2) đầu tiên tại Việt Nam. Đây là những tín hiệu tích cực giúp Việt Nam thâm nhập sâu hơn vào chuỗi giá trị ngành với giá trị gia tăng trên sản phẩm ngày một tăng giúp giữ vững tính cạnh tranh khi các yếu tố lợi thế về lao động ngày một giảm so với các nước trong khu vực.

Doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê dồi dào

IDC sở hữu danh mục 10 KCN với tổng diện tích lên tới 3.267 ha tập trung tại các vùng trọng điểm kinh tế lớn là Khu kinh tế trọng điểm phía Bắc và Đông Nam Bộ.

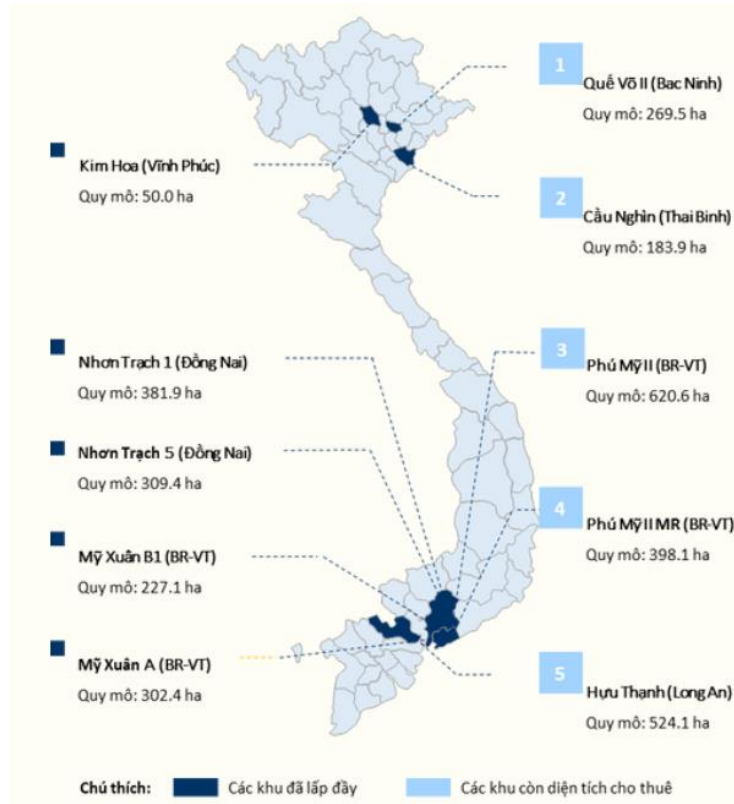
IDC hiện còn hơn 677 ha diện tích đất có thể cho thuê, tập trung chủ yếu tại Long An, BR – VT, Bắc Ninh, Thái Bình. KCN còn nhiều diện tích trống nhất là KCN Hựu Thạnh có diện tích thương phẩm còn lại lên tới gần 134ha với giá cho thuê trung bình hiện tại khoảng 140USD/m²/thời hạn thuê, tiếp đó là cụm KCN Phú Mỹ 2 & 2 mở rộng với tổng gần 237ha với giá cho thuê trung bình khoảng 125USD/m²/thời hạn thuê.

Đây đều là các KCN có vị trí trọng điểm thu hút đầu tư với lợi thế gần cảng hoặc gần khu vực tiêu dùng nội địa lớn, hay giá nhân công thấp.

Bên cạnh đó, IDC đang làm thủ tục để phát triển khoảng 2.000ha đất KCN ở các khu vực trọng điểm kinh tế phía Bắc và phía Nam. Hiện tại đang chờ chấp thuận của 02 dự án: KCN Tân Phước (470ha) tại Tiền Giang, KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng (GĐ 1 – 111ha)

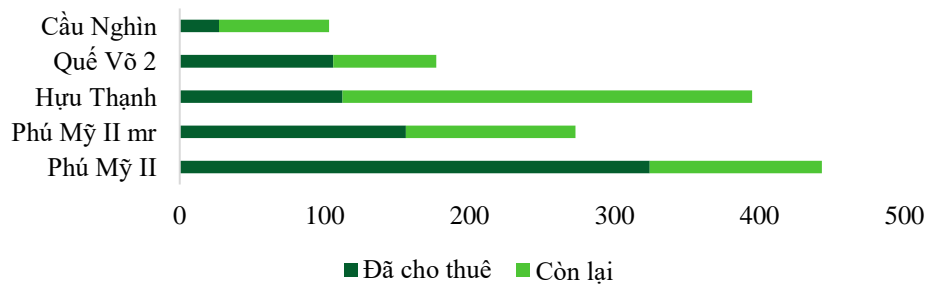
Kế hoạch mở rộng này sẽ đảm bảo dòng tiền tăng trưởng trong dài hạn của mảng KCN.

Các KCN của IDC



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

Diện tích các KCN đang kinh doanh (ha)



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

1. KCN Hựu Thạnh:

Vị trí: Tại Hựu Thạnh, Long An, chỉ cách trung tâm TP.HCM 40km, cách cảng Cát Lái 47km,

Diện tích cho thuê: Tổng diện tích thương phẩm đạt 395 ha.

Diện tích cho thuê còn lại: diện tích cho thuê còn lại nhiều nhất với 282,6ha.

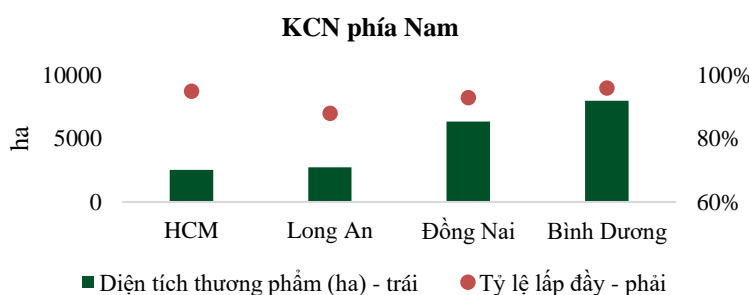
Điểm mạnh thu hút các ngành nghề: Các ngành nghề phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng/sản xuất nội địa đặc biệt tại các đô thị lớn như TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai như: Sản xuất thực phẩm, đồ uống, kho bãi, logistic, công nghệ....

Giá cho thuê: 140 – 145 USD/m²/thời hạn thuê còn lại.

Hiện tại, KCN Hựu Thạnh còn quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn nhất với khoảng hơn 300ha và đang được tập trung cho thuê nhanh từ đầu năm tới nay. Khi diện tích đất cho thuê ngày càng hạn hẹp ở TPHCM với tỷ lệ lấp đầy duy trì cao thường trên 95% và giá cho thuê lên tới hơn 300USD/m²/chu kỳ thuê, các doanh nghiệp sản xuất, kho bãi, trung tâm phân phối phục vụ cho thị trường nội địa phải dịch chuyển thuê nhà xưởng, xây dựng nhà máy tại khu vực Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu... thì KCN Hựu Thạnh là một trong các khu vực được hưởng lợi rất lớn từ xu hướng này với giá cho thuê chỉ 140 – 145 USD/m²/kỳ thuê (tăng 15-25% yoy).

Trong nửa đầu năm khi diện tích hấp thụ cả khu vực miền nam chỉ khoảng 70ha, trong đó KCN Hựu Thạnh đóng góp 20ha với dự án xây dựng nhà máy của PESICO.

Với nhu cầu tốt và đất KCN xung quanh không còn nhiều, chúng tôi kỳ vọng KCN Hựu Thạnh sẽ cho thuê được 40 – 50ha/năm.



Nguồn: CBRE, VCBS

2. KCN Phú Mỹ 2 & Phú Mỹ 2 mở rộng:

Vị trí: sát cụm cảng Cái Mép – Thị Vải

Diện tích thương phẩm cho thuê: 716,5ha

Diện tích cho thuê còn lại: 235,7ha

Điểm mạnh thu hút các ngành nghề: Các ngành nghề công nghiệp nặng, ngành nghề phục vụ xuất khẩu, nhập khẩu hàng hóa, sản xuất cánh điện gió...

Giá cho thuê: 125 USD/m²/thời hạn còn lại

Vị trí của KCN khá thuận lợi khi ngay sát cụm cảng Cái Mép – Thị Vải giúp các doanh nghiệp nhập/xuất khẩu giảm thiểu chi phí vận chuyển khi đầu tư tại các khu vực khác. Ngoài ra, KCN này còn có nguồn cung khí thiên nhiên kết nối trực tiếp, phù hợp với các doanh nghiệp cần sử dụng khí trong hoạt động sản xuất của mình như các doanh nghiệp làm kính, gạch men hiện hữu.

Trong năm 2022, KCN Phú Mỹ 2&2 mở rộng đã cho thuê các khách hàng lớn như Hòa Phát (container và điện lạnh) (52ha), SMC, Kính nổi Siêu Trắng Phú Mỹ mở rộng (20ha), một số lô nhỏ cho Kingspan, Quốc tế đại dương... Nửa đầu năm 2023, KCN này đã ký MOU với diện tích 20ha với HYOSUNG.

Chúng tôi kỳ vọng 2 KCN này sẽ cho thuê được 30 – 40ha/năm trong thời gian tới.

3. KCN Quế Võ II GD 1:

Vị trí: Quế Võ, Bắc Ninh, giáp phía Hải Dương theo đường QL 18 (CT Nội Bài – Hạ Long), cách Hà Nội chỉ 48 km và cách Cảng Hải Phòng khoảng 130km, cách ICD Tân Cảng Quế Võ 4,4km.

Diện tích cho thuê: 269,5ha, đất thương mại đạt 177,4ha, đã giải tỏa được 63% diện tích.

Diện tích cho thuê còn lại: 71,2ha

Điểm mạnh thu hút các ngành nghề: Sản xuất lắp ráp điện tử, hàng tiêu dùng nội địa, phụ tùng ô tô xe máy, cơ khí chế tạo....

Giá cho thuê: 125 USD/m²/thời hạn còn lại (+10% yoy)

KCN Quế Võ II với diện tích gần 270ha, diện tích thương phẩm hơn 177ha, đã lấp đầy 60%.

Khu vực Bắc Ninh đang là một trong số các khu vực hưởng lợi trực tiếp từ làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc và chủ yếu là lĩnh vực điện/điện tử với con số đăng ký mới của khối FDI xếp thứ 4 cả nước trong 2022 và thường xuyên nằm trong top 10 về thu hút FDI các năm gần đây. Ngoài ra, Bắc Ninh có vị trí ngay sát Hà Nội nên cũng thu hút các doanh nghiệp sản xuất phục vụ thị trường nội địa.

Chính vì vậy, các KCN tại đây sẽ được hưởng lợi lớn từ các xu hướng này trong đó có KCN Quế Võ II của IDICO.

Giá cho thuê tại khu vực này hiện đạt 120 – 125 USD/m²/kỳ thuê.

Chúng tôi ước tính mỗi năm KCN này mỗi năm có thể cho thuê được trung bình 20ha.

4. KCN Cầu Ngàn:

Vị trí: ngay Quốc lộ 10, cách sân bay Cát Bi 40km, cách cụm cảng Hải Phòng

Diện tích: 183,9, trong đó có 102,76ha thương phẩm cho thuê.

Diện tích cho thuê còn lại: 71,2ha

Điểm mạnh thu hút các ngành nghề: sản xuất lắp ráp linh kiện điện tử, cơ khí chế tạo

Giá cho thuê: 74 USD/m²/thời gian thuê còn lại (+15% yoy).

Tổng diện tích Idico quản lý 184ha, trong đó có 102,7ha đất thương phẩm. Hiện có 105 ha đã được chấp thuận chuyển đổi mục đích sử dụng đất trong 2022, trong đó còn khoảng 50ha chưa giải phóng mặt bằng, hầu hết là đất lúa khu vực bên trong đê sông Hóa dự kiến sẽ giải tỏa xong hết trong năm 2023.

Trong nửa đầu năm, Thái Bình là địa phương hấp dẫn FDI khá tốt với giá trị lên tới 5.600 tỷ đồng với các dự án công nghiệp chế biến chế tạo, sản xuất lắp ráp linh kiện điện tử. Thái Bình đang là điểm đến thu hút đầu tư khá nóng trong thời gian gần đây do được hưởng lợi từ tuyến đường bộ cao tốc ven biển Hải Phòng – Thái Bình – Nam Định – Ninh Bình, giúp kết nối hành lang kinh tế ven biển với cụm cảng Hải Phòng. Kết hợp với giá đất KCN còn thấp so với thị trường 1 hay các khu vực lân cận với mức giá trung bình trên 100\$/m²/thời hạn thuê.

Trong năm 2022, IDC cũng đã cho thuê được khoảng 8ha và nhận thấy nhu cầu thuê bắt đầu tăng nhanh từ năm 2022 do giá còn thấp và vị trí tương đối thuận lợi với các mặt hàng có nhu cầu xuất/nhập khẩu nhiều. Từ đầu năm 2023, theo thông tin của doanh nghiệp, dự án này đã cho thuê được khoảng 18ha.

Giá cho thuê hiện nay khoảng 74 USD/m²/kỳ thuê (+15% yoy) do nhu cầu tăng cao.

Đề thận trọng, chúng tôi ước tính hàng năm KCN này cho thuê được khoảng 10ha.

4. Kế hoạch xây nhà xưởng xây sẵn tham vọng.

IDC lên kế hoạch đầu tư khoảng 110ha đất dành cho nhà xưởng và bắt đầu với khoảng 4,96ha NXXS tại KCN Nhơn Trạch 1 và 9,3ha NXXS và NKXS tại KCN Hựu Thạnh.

IDC dự kiến dành ra khoảng 110ha dùng để phát triển nhà xưởng/nhà kho xây sẵn (RBF/RBW) từ giờ cho tới 2026 tại hầu hết các KCN đang cho thuê.

Hiện tại IDC đang phát triển 4,96 ha tại KCN Nhơn Trạch 1 và 9,3ha tại KCN Hựu Thạnh để đón đầu xu thế về RBF/RBW.

Kế hoạch xây dựng NXXS/NKXS

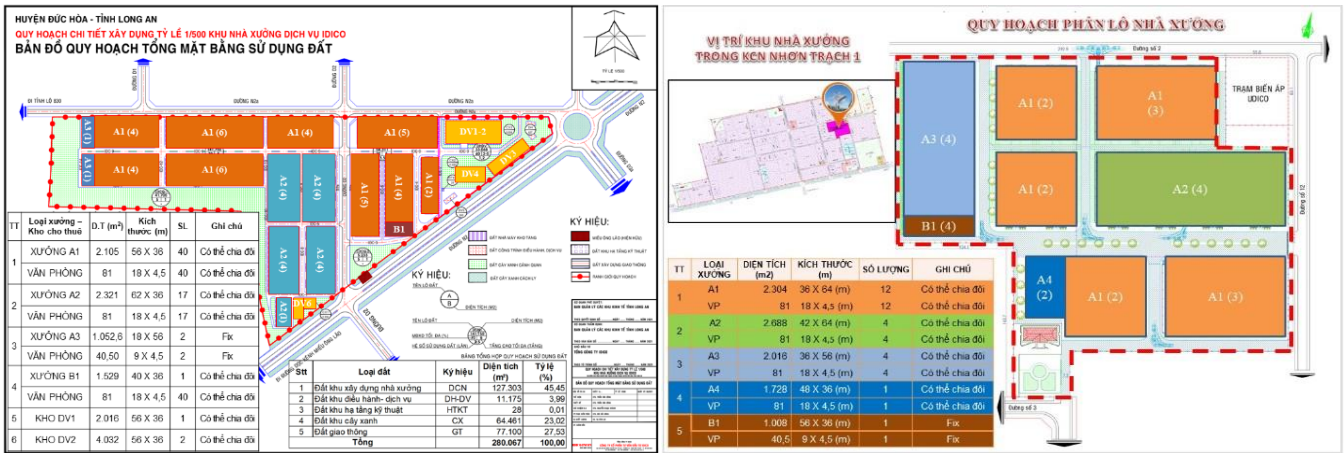
KCN	Diện tích (ha)	Thời gian thực hiện
Hựu Thạnh	30	2022 - 2025
Nhon Trạch I	20	2022 - 2025
Phú Mỹ 2 MR	10	2024 - 2026
Phú Mỹ 2	10	2023 - 2025
Quế Võ	20	2023 - 2026
Cầu Ngàn	20	2023 - 2026

Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

15.000m² nhà xưởng tại KCN Nhon Trạch 1 sẽ hoàn thành và sẵn sàng cho thuê trong 2023.

Tại KCN Hựu Thạnh cũng bắt đầu xây dựng những nhà xưởng đầu tiên. Tuy nhiên, trong ngắn hạn với hạn chế bởi các tiêu chuẩn PCCC mới và thị trường tạm thời dư cung khiến cho khả năng cho thuê trong ngắn hạn gặp khá nhiều thách thức. Nhưng trong dài hạn lĩnh vực cho thuê nhà xưởng vẫn là lĩnh vực ổn định với dòng tiền đều đặn các kỳ

Quy hoạch phân lô RBF/RBW tại KCN Nhon Trạch 1 và Hựu Thạnh



Nguồn: IDC, VCBS

5. Mạng bán điện hồi phục

Tình hình phân phối điện trong KCN Nhon Trạch 1 - 4 đã hồi phục lại mức bình thường sau khi Covid – 19 qua đi, doanh thu bán điện có kỳ vọng tăng trưởng tại KCN Hựu Thạnh khi tỷ lệ lấp đầy ngày một tăng lên. Đồng thời, thủy điện Dak Mi 3 hoạt động trở lại cũng sẽ giúp doanh thu thủy điện cải thiện.

IDC là một trong số ít các KCN có giấy phép phân phối điện trong KCN. BLNG phân phối điện dùng TBA của IDC và dùng từ nguồn 110kV ước đạt 5 – 6%, BLNG phân phối điện lấy từ phía trung áp của TBA 110/35-22-10-6 kV điện áp 220kV (điện vượt quá công suất TBA hoặc không đầu tư TBA) chỉ đạt 1,9%.

Hiện tại KCN Nhon Trạch 1, 2, 3, 4 đã lấp đầy nên sản lượng điện phát khá ổn định. KCN Hựu Thạnh bắt đầu cho thuê nhanh với diện tích gần 100ha, dự kiến hoàn thành trạm biến áp đầu tiên với 63 MVA trong năm 2023 và sẽ tiếp tục đầu tư mở rộng lên 189 MVA khi nhu cầu sử dụng điện trong KCN tăng lên.

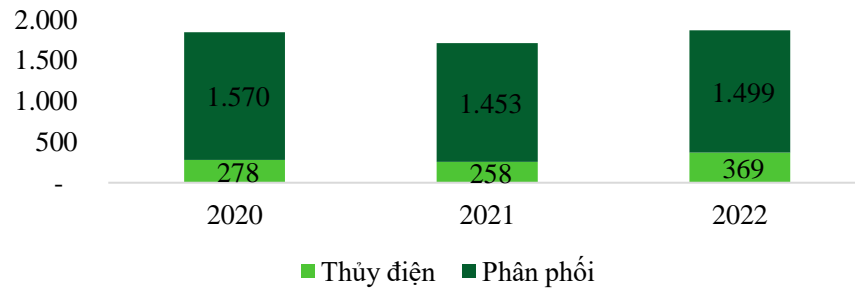
Như vậy, hoạt động phân phối điện hàng năm có thể đem về dòng tiền khoảng hơn 100 tỷ đồng và tăng dần khi tỷ lệ lấp đầy của KCN Hựu Thạnh tăng lên (các KCN Nhon Trạch 1, 2, 3 và 5 đã lấp đầy nên sản lượng tiêu thụ điện không thay đổi nhiều).

Công suất các Trạm biến áp hiện hữu/đang đầu tư của IDC

TBA	Công suất (MVA)	Sản lượng tối đa mức an toàn (triệu kWh)
Tuy Hạ - KCN NT1	229	1.043
KCN Nhơn Trạch 5	189	861
KCN Hựu Thạnh	63	287

Nguồn: IDC, VCBS ước tính

Sản lượng điện (triệu kWh)



Nguồn: IDC, VCBS tổng hợp

Theo Quyết định số 1062/QĐ-BCT về giá bán điện, mức hưởng chênh lệch giá bán đối với IDC như sau:

1. Bán buôn điện thông qua thanh cái 110KV của trạm biến áp có tổng công suất đặt lớn hơn 100 MVA (hiện tại các trạm của IDC đều lớn hơn 100 MVA, trừ Hựu Thạnh GD 1). Giá bán áp dụng cho cấp điện áp từ 22kV đến 100 kV.

Giờ	Giá mua (đồng/kWh)	Giá bán (đồng/Kwh)	Chênh lệch	Chênh lệch %
Bình thường	1525	1604	79	5,2%
Thấp điểm	973	1037	64	6,6%
Cao điểm	2784	2959	175	6,3%

Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

2. Bán buôn điện thông qua thanh cái 110KV của trạm biến áp có tổng công suất đặt từ 50 đến 100 MVA.

Giờ	Giá mua (đồng/kWh)	Giá bán (đồng/Kwh)	Chênh lệch	Chênh lệch %
Bình thường	1519	1604	85	5,6%
Thấp điểm	944	1037	93	9,9%
Cao điểm	2771	2959	188	6,8%

Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

3. Giá mua – bán điện thông qua TBA của EVN phân phối cho KH trong KCN:

Giờ	Giá mua (đồng/kWh)	Giá bán (đồng/Kwh)	Chênh lệch	Chênh lệch %
Bình thường	1574	1604	30	1,9%
Thấp điểm	1018	1037	19	1,9%

Cao điểm	2903	2959	56	1,9%
----------	------	------	----	------

Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

Hiện hoạt động cung cấp điện của dự án Hựu Thạnh vẫn thông qua phía trung áp tức theo mục số 3 với mức biên chênh lệch mua - bán chỉ đạt 1,9%. Trong năm nay, MBA đầu tiên với công suất 63 MW hoàn thành, IDC sẽ được mua, bán theo mục 2 với biên chênh lệch giá mua – bán thấp nhất ở giờ bình thường lên tới 5,6% theo đó sẽ giúp tăng DT và tăng BLNG. Khi hoàn thành đầu tư và KCN Hựu Thạnh lấp đầy, doanh thu có thể tăng gần 50% so với hiện tại của mảng phân phối điện.

THỦY ĐIỆN

Thủy điện Dak Mi 3 với công suất 63 MW đã hoàn thành sửa chữa trong Q4.2022, đang chờ công tác quyết toán để phát lên lưới điện trong Q1.2023 sẽ bổ sung thêm doanh thu hàng năm khoảng 190 - 200 tỷ đồng, đưa doanh thu thủy điện lên mức khoảng 420 - 450 tỷ đồng/năm.

Thủy điện Srok Phu Miêng 51 MW hoạt động ổn định. Doanh thu trung bình khoảng 220 – 260 tỷ đồng, LNST trung bình khoảng 80 – 110 tỷ đồng. Dự án này hiện đã hầu như trả hết nợ (cuối 2023 sẽ hết nợ) và chia cổ tức bằng tiền toàn bộ phần lợi nhuận tạo ra đưa về dòng tiền đều cho công ty mẹ và các cổ đông. Hiện IDC sở hữu 51,78% dự án này.

Đầu tư ĐMT áp mái trong KCN

Doanh nghiệp kỳ vọng sẽ lắp được 150 MWp điện mặt trời áp mái trong các KCN của mình tới năm 2025.

Công ty có giấy phép phân phối điện, tự đầu tư lưới truyền tải điện nội bộ, nên có thể tự đầu tư ĐMT áp mái sử dụng trong mạng lưới nội bộ KCN. Sản xuất đang theo xu hướng xanh hóa và bị đánh thuế carbon khi xuất khẩu vào một số thị trường, các doanh nghiệp sử dụng điện NLTT sẽ được hưởng lợi khá nhiều về mặt thuế, chi phí.

IDC có thể tự đầu tư trên các mái nhà xưởng của mình hoặc thuê mái của các nhà xưởng trong KCN do ưu thế độc quyền quản lý mạng lưới điện của mình.

Ngoài ra, các công ty đặt nhà máy muốn tự đầu tư ĐMT áp mái cũng cần phải trả phí quản lý mạng lưới điện cho IDC do không tự tiêu thụ hết/sản lượng không ổn định, cần sự điều tiết của IDC.

Chi phí đầu tư ĐMT áp mái hiện tại chỉ khoảng 11 – 12 tỷ đồng/MWp, giá bán áp tương tự như giá bán lẻ cho các nhà máy giúp BLNG có thể đạt mức quanh 50%. Hiệu quả đầu tư rất tốt.

Tuy nhiên, có nhiều điểm bất lợi đó chính là khả năng chịu lực của mái hay hướng mái, độ nghiêng của mái sẽ ảnh hưởng tới việc lắp đặt hay sản lượng nên công ty sẽ mất thời gian triển khai.

Chúng tôi ước tính IDC chỉ lắp đặt được khoảng 7 – 10 MWp/năm, theo đó kế hoạch tới 2025 đưa ra khá thách thức.

Hoạt động thu phí duy trì đều đặn

Công ty sở hữu công ty con là HTI đang vận hành thu phí trạm thu phí An Sương – An Lạc trên QL 1A tại TPHCM có thời gian thu phí đến năm 2033. Hiện tại dự án đã đầu tư toàn bộ và trong thời gian thu phí, duy tu CSHT.

Doanh thu trung bình khoảng hơn 400 tỷ đồng và dòng tiền FCFE hàng năm khoảng hơn 140 – 150 tỷ đồng và tăng dần qua các năm, đủ khả năng trả các khoản nợ gốc, lãi đến hạn và trả cổ tức mức trung bình 1.800 – 2.000 đồng/cổ phiếu và mức LNST ổn định khoảng 50 – 60 tỷ đồng.

Quỹ đất dân cư lớn là tài sản ngầm lớn nhưng chưa có kế hoạch phát triển rõ ràng

Các dự án IDC đang sở hữu hơn 100ha đất cho phát triển nhà ở cho công nhân và các dự án nhà ở dân dụng khác. Hiện tại mới chỉ đưa vào sử dụng các khu nhà ở cho công nhân tại KCN Nhơn Trạch, các dự án khác đều trong quá trình hoàn thiện thủ tục để bắt đầu dự án.

No.	Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Tổng mức đầu tư	CAPEX hiện tại	Năm dự kiến bàn giao	Diện tích đất	Tiến độ
Nhà ở công nhân								
1	KCN Nhơn Trạch (1)	Đồng Nai	100%	819,7	360,1	2028	100.284	Điều chỉnh GPXD
2	KCN Nhơn Trạch (2)	Đồng Nai	100%	1.137,70	8,5	2026	100.000	Nhận GPXD và đang lựa chọn nhà thầu
3	KCN Hựu Thạnh	Long An	100%	1.729	638,4	2025	470.939	Nhận bàn giao 33ha đất GD 1, đang làm thủ tục nhận bàn giao đất còn lại
4	Tái định cư KCN Nhơn Trạch 1 và CC Hiệp Phước	Đồng Nai	100%	190,6	24,8	2025	48.676	Đang giải quyết vướng mắc pháp lý
5	NOXH Vĩnh Cửu	Đồng Nai	100%	N/A	N/A	N/A	79.400	Đang tham gia đấu thầu CĐT
Các dự án nhà ở khác								
6	Khu phức hợp QL 1K Hóa An	Đồng Nai	67%	216	187,1	2028	70.350	Đang giải tỏa phần đất còn lại (2,29ha)
7	An Hòa	Đồng Nai	100%	272,3	197,9	2025	38.886	Điều chỉnh GPXD
8	Trụ sở IDICO-INCO 10	Cần Thơ	98%	76	2,9	N/A	4.627	Chờ chấp thuận GPXD
9	KS cao cấp - Condotel Thùy Dương	BR-VT	51%	N/A	N/A	N/A	7.077	Chờ pháp lý
10	Conac Plaza	BR-VT	51%	N/A	N/A	N/A	8.137	Chờ pháp lý
11	Bắc Châu Giang	Hà Nam	51%	672	257,3	N/A	56.527	Đang xây dựng

Nguồn: IDC, VCBS

Thông tin khác

Cơ chế bán điện trực tiếp giúp thu hút các công ty sản xuất hàng xuất khẩu vào các thị trường yêu cầu cao về phát thải như EU, Mỹ.

Theo đó, các nhà sản xuất có thể trực tiếp mua điện từ nguồn NLTT từ đó có thể nhận được chứng chỉ phát thải/giảm thuế carbon khi xuất khẩu vào các thị trường đánh thuế carbon cao.

Cơ chế này sẽ giúp việc phát triển nguồn NLTT mới có thể tích hợp vào sản phẩm sản xuất không như cơ chế hiện tại, dù tỷ lệ sản lượng nguồn NLTT khoảng 15% nhưng hầu như không có sản phẩm nào được công nhận được sản xuất từ nguồn năng lượng xanh.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp SOTP

Chúng tôi thấy rằng phương pháp cộng thành phần (SOTP) là phù hợp nhất để định giá cổ phiếu IDC do có nhiều ngành nghề có các đặc điểm khác nhau. Chúng tôi sử dụng chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán các mảng hoạt động như cho thuê KCN, nhà xưởng/nhà kho xây sẵn, bán điện. Hoạt động BĐS chưa có dự án nào có kế hoạch đầu tư rõ ràng nên chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách có điều chỉnh một số dự án. Đồng thời, các khoản đầu tư ngắn/dài hạn sử dụng giá trị sổ sách và điều chỉnh thêm một số khoản mục nợ và chiết khấu thêm các rủi ro liên quan tới hoạt động của doanh nghiệp.

1. Mảng KCN:

Giả định:

KCN	Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê/năm	Tăng giá hàng năm
Phú Mỹ 2 & 2 mr	125	30 - 40	1% - 2%
Hựu Thạnh	140	30 - 40	1% - 2%
Cầu Nghìn	125	10 - 20	1% - 2%
Quế Võ	74	10	1% - 2%

- Giá dịch vụ quản lý và tiện ích KCN: trung bình khoảng 0,6 USD/m²/năm.

Dự phóng cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
DT cho thuê KCN	4.219	2.149	2.593	3.045	3.137
DT quản lý KCN	230	249	270	291	314
GVHB	-2.002	-1.186	-1.418	-1.653	-1.710
SG&A	-241,43	-188,74	-212,66	-236,90	-251,33
EBIT	2.206	1.023	1.232	1.446	1.490
T	-450	-209	-252	-295	-304
Tiền thu	3.936	2.640	2.906	3.462	3.643
Tiền chi	-1.470	-1.235	-1.104	-618	-561
CP giải phóng mặt bằng	-400	-225	-41	0	0
CP xây dựng	-629	-494	-470	0	0
CP bán hàng	-43	-52	-61	-63	-53
CP quản lý DN	-64	-78	-91	-94	-80
CP khác	-124	-135	-146	-157	-168
CP thuế TNDN	-209	-252	-295	-304	-259
Tiền ròng	2.466	1.404	1.802	2.844	3.083
Discount factor	0,28	1,28	2,28	3,28	4,28
NPV CF	1.134,4	1.452,5	1.838,6	2.114,7	1.728,9
NPV CF sau 2027	3.596,0				
Tổng giá trị	11.865,1				

2. Mảng kinh doanh điện:

Giả định:

- Sản lượng điện từ TBA Tuy Hạ và Nhơn Trạch V duy trì trung bình khoảng hơn 1.600 triệu kWh.
- Năm 2023 hoàn thành xong 63 MVA TBA Hựu Thạnh, sau đó năm 2026 và 2028 tiếp tục đầu tư mỗi năm thêm 1 máy biến áp 63 MVA, mỗi máy đầu tư 50 tỷ đồng.
- Sản lượng trung bình của thủy điện Dak Mi 3, Srok Phu Miêng lần lượt đạt 206 và 193 triệu kWh/năm.
- Điện áp mái trung bình đầu tư 10MWp/năm với vốn khoảng 11 tỷ đồng/MWp, thuê mái chiếm 10% doanh thu, hiệu suất trung bình khoảng 17%.
- BLNG phân phối điện đạt 3%.
- HTI thu phí tới năm 2033.

Định giá cụ thể như sau:

2.1 Thủy điện Dak Mi 3:

Dak Mi 3	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	177	193	210	199	193
Dòng tiền ra:	47	51	56	53	51
CPBH, CPQL	12	14	15	14	14
CP khác	18	19	21	20	19
Thuế	17	19	20	19	19
Dòng tiền ròng	130	142	154	146	142
Discount factor	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3
NPV FCFF	35,2	123,2	119,9	101,9	88,8
NPV FCFF sau 2027	730				
Tổng giá trị của DakMi 3	1.199				

2.2 Thủy điện Srok Phu Mieng:

Srok Phu Mieng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	207	217	258	248	233
Dòng tiền ra:	55	58	69	66	62
CPBH, CPQL	14	15	18	17	16
CP khác	21	22	26	25	23
Thuế	20	21	25	24	22
Dòng tiền ròng	152	159	190	182	171
Discount factor	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3
NPV FCFF	41,1	138,5	147,8	127,2	107,0
NPV FCFF sau 2027	834				
Tổng giá trị của Srok Phu Mieng	1.395				
Tổng giá trị thuộc về IDC	723				

3. Màng phân phối điện và điện mặt trời áp mái (thông qua UIC).

UIC	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LNG	83	109	138	161	185
Phân phối điện	81	89	99	102	106
Điện áp mái	2	20	39	59	79
Dòng tiền ra:	0	0	0	0	0
CPBH, CPQL	27	29	31	32	33
Capex	49	142	158	212	166
Thuế	11	14	18	20	23
Dòng tiền ròng	34	-34	-20	-51	19
Discount factor	0,3	1,3	2,3	3,3	4,3
NPV FCFF	9,3	(29,3)	(15,6)	(35,3)	12,2
NPV FCFF sau 2027	826				
Tổng giá trị của UIC	767				
Tổng giá trị thuộc về IDC	514				

Tổng giá trị mảng năng lượng:

Tài sản	Giá trị (tỷ đồng)
Dak Mi 3	1.199
Srok Phu Miêng	723
UIC	514
Tổng	2.435

3. Mảng thu phí:

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE cho thời gian hoạt động còn lại của dự án (tới 2033).

HTI	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	430	439	447	456	465
EBIT	148	151	154	157	160
I	78	68	57	46	36
T	14	17	19	22	25
DA	90	90	90	90	90
NWC	-	-	-	-	-
CAPEX	13	13	13	14	14
Vay(trả nợ)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
FCFE	47	60	74	87	101
Discount factor	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)
NPV FCFE	32	36	40	41	42
NPV FCFE tới 2033	309				
Tổng FCFE	499				
Giá trị thuộc về IDC	287				

4. Các mảng khác.

Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và điều chỉnh một số lô đất trung tâm Phường 6 và Phường 6 mở rộng (bao gồm giá trị thu tiền còn lại của AEON)

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Loại hình	Giá trị (tỷ đồng)
Khu công nghiệp	11.752
Nhà xưởng	206
KDC	805
Điện	3.109
Thu phí	288
Khác	491
Điều chỉnh	(964)
Tiền, đầu tư, khác	3.977
Nợ vay	(3.659)
CĐTS	(1.282)
Giá trị VCSH	19.663
SLCP	330

Giá hợp lý (đồng/cổ phiếu)	59.585
-----------------------------------	---------------

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 59.500 đồng (upside 29,3% so với giá đóng cửa ngày 26/09/2023)

RỦI RO ĐẦU TƯ CHUNG

Rủi ro dòng vốn FDI chậm: Kinh tế thế giới suy thoái sẽ gây ảnh hưởng tới dòng tiền FDI chảy vào Việt Nam, theo đó sẽ làm giảm nhu cầu đầu tư nhà máy, nhà xưởng.

Rủi ro lãi suất: lãi suất tiếp tục duy trì ở mức cao khiến các nhà sản xuất tiếp cận vốn với chi phí đắt đỏ, theo đó sẽ lùi thời gian đầu tư mới.

Rủi ro giá đất tiếp tục tăng nóng: điều này gây ảnh hưởng tới công tác đền bù, GPMB của doanh nghiệp, gây giãn tiến độ dự án và tăng giá vốn hàng bán

Rủi ro về pháp lý: việc kéo dài phê duyệt đầu tư dự án cũng như cấp giấy phép xây dựng đang được tiến hành thảo luận để cho ra các Luật sửa đổi như: Luật Xây dựng (sửa đổi) 2020). Luật Đầu tư (sửa đổi) 2020. Nghị định 81/2020/NĐ-CP. Nghị định 41/2020/NĐ-CP... cần thêm nhiều thời gian để đưa ra các Nghị định hướng dẫn và đi vào thực tế kinh doanh.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Proj Dec-23	Proj Dec-24	Proj Dec-25
TÀI SẢN						
Tiền & tương đương tiền	726	495	1.087	1.487	2.262	3.502
<i>Tương đương tiền</i>	0	0	0	1.149	1.883	3.088
<i>Tiền hoạt động</i>	726	495	1.087	338	379	414
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.014	2.169	1.043	997	997	997
Khoản phải thu ngắn hạn	849	763	1.207	2.002	2.206	2.401
Hàng tồn kho	540	549	797	1.136	951	885
TSNH khác	82	59	65	68	76	83
Tài sản ngắn hạn	3.211	4.035	4.198	5.690	6.490	7.868
Các khoản phải thu dài hạn	58	563	985	406	454	497
TSCĐ cố định	4.088	3.832	3.895	3.777	3.377	2.977
TSCĐ vô hình	2.051	1.989	4.394	4.004	3.604	3.204
TSCĐ thuê tài chính	0	0	0	0	0	0
BĐS đầu tư	121	114	108	127	127	127
TSDD dài hạn	3.703	4.608	2.386	2.426	2.633	2.362
Đầu tư công ty con, LDLK	837	278	290	334	182	182
TSDH khác	555	657	477	473	530	580
Tài sản dài hạn	11.413	12.041	12.534	11.548	10.907	9.929
TỔNG TÀI SẢN	14.624	16.076	16.733	17.238	17.398	17.797
NỢ PHẢI TRẢ	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	588	1.448	748	1.418	1.444	1.513
<i>Vay thêm</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Vay hiện hữu</i>	588	1.448	748	1.418	1.444	1.513
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	103	55	144	47	189	207
Phải trả người bán ngắn hạn	303	300	339	338	379	414
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	190	204	114	171	137	146
Phải trả ngắn hạn khác	444	442	1.021	837	938	1.026
Nợ phải trả ngắn hạn	1.628	2.450	2.367	2.812	3.087	3.306
Phải trả người bán dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ vay dài hạn	2.166	2.085	2.720	2.336	1.752	1.168
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	6.112	6.048	4.500	4.673	4.819	4.963
Phải trả dài hạn khác	328	466	638	524	586	641
Nợ phải trả dài hạn	8.606	8.598	7.858	7.532	7.157	6.773
Nợ phải trả	10.234	11.048	10.225	10.344	10.244	10.079
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ						
Lợi ích cổ đông thiểu số	780	1.128	1.181	1.351	1.451	1.641
VỐN CHỦ SỞ HỮU						
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0
Cổ phiếu thường	3.000	3.000	3.300	3.600	3.600	3.600
Thặng dư vốn cổ phần	42	42	44	44	44	44
LN giữ lại	408	686	1.781	1.697	1.857	2.232
Quỹ khác thuộc CSH	159	172	201	201	201	201
Vốn chủ sở hữu	3.609	3.900	5.327	5.542	5.702	6.077
TỔNG NGUỒN VỐN	14.623	16.076	16.733	17.238	17.398	17.797

KẾT QUẢ KINH DOANH	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Proj	Proj	Proj
				Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu	4.542	4.301	8.242	6.762	7.571	8.285
Tăng trưởng DT			92%	-18%	12%	9%
Giá vốn hàng bán	3.767	3.564	4.662	4.846	5.379	5.809
LN gộp	775	737	3.580	1.916	2.192	2.475
Biên LNG	17,1%	17,1%	43,4%	28,3%	28,9%	29,9%
Chi phí bán hàng & QLDN	249	260	336	230	356	389
EBITDA	942	866	4.302	2.486	2.636	2.886
EBIT	526	477	3.244	1.686	1.836	2.086
	11,6%	11,1%	39,4%	24,9%	24,2%	25,2%
Doanh thu tài chính	150	605	145	80	128	202
Chi phí tài chính	230	294	202	295	270	221
<i>Trong đó: CP lãi vay</i>	232	173	177	292	269	220
Lãi/lỗ trong công ty LDLK	24	-71	16	0	0	0
Lợi nhuận khác	54	40	45	402	38	38
LNTT	524	756	3.247	1.874	1.732	2.105
Biên LNTT	11,5%	17,6%	39,4%	27,7%	22,9%	25,4%
Thuế TNDN	92	178	650	365	409	482
LNST	432	578	2.596	1.508	1.323	1.624
Biên LNST	9,5%	13,4%	31,5%	22,3%	17,5%	19,6%
Tăng trưởng LNST	-9%	34%	349%	-42%	-12%	23%
Lợi ích cổ đông thiểu số	125	124	286	181	100	199
Lợi ích cổ đông mẹ	304	454	2.310	1.327	1.587	1.789
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	24	14	16	17
Chi phí bất thường	0	0	0	0	0	0
Cổ tức CPUĐ	0	0	0	0	0	0
LNST sẵn có cổ đông công ty mẹ	304	454	2.286	1.314	1.571	1.772

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

GD trung tâm Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

PGĐ trung tâm Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trịnh Văn Hà

Chuyên viên Phân tích cao cấp

tvha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>