

Becamex IDC (HSX: BCM)

Ngành: Bất động sản Khu công nghiệp

Xếp hạng

MUA

Giá đóng cửa (24/07/2024)	VND66,900
Giá mục tiêu 12 tháng	VND82,100
vs Consensus	-1.5%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	22.7%

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Sơn

sonla@vpbanks.com.vn

DUY TRÌ MỨC NỀN THẤP TRƯỚC THỜI ĐIỂM BỨ PHÁ

Chúng tôi dự phóng **doanh thu của BCM sẽ giảm 24.2% svck trong năm 2024** sau mức nền cao của năm 2023 và sẽ **bật tăng trở lại 20.3% svck trong năm 2025**, tới từ:

- Mảng BĐS: suy giảm sau mức tăng mạnh mẽ năm 2023. Trong năm 2023, doanh thu hoạt động BĐS của BCM đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 39.7% svck, chủ yếu nhờ ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ bàn giao đất cho CapitaLand. **Chúng tôi tin rằng BCM sẽ khó có thể tiếp đà tăng trưởng trong năm 2024 khi thiếu đi khoản thu nhập bất thường**, từ đó doanh thu BĐS dự phóng giảm trong năm 2024 và hồi phục trong năm 2025 nhờ sự đóng góp của dự án mới – KCN Cây Trường (dự án đang đi vào những bước cuối về hoàn thiện pháp lý).
- Thu nhập từ các công ty liên kết sẽ thúc đẩy lợi nhuận: chúng tôi dự phóng thu nhập từ liên doanh/liên kết của BCM sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt 69.1%/28.2% svck trong 2024-25, với sự đóng góp chính tới từ 3 cái tên quen thuộc VSIP, BWID và IJC.

Chúng tôi cho rằng BCM sẽ đối mặt với áp lực tài chính trong ngắn hạn do (1) áp lực từ vay nợ cùng với (2) tỷ lệ D/E cao nhất toàn ngành BĐS KCN.

Định giá

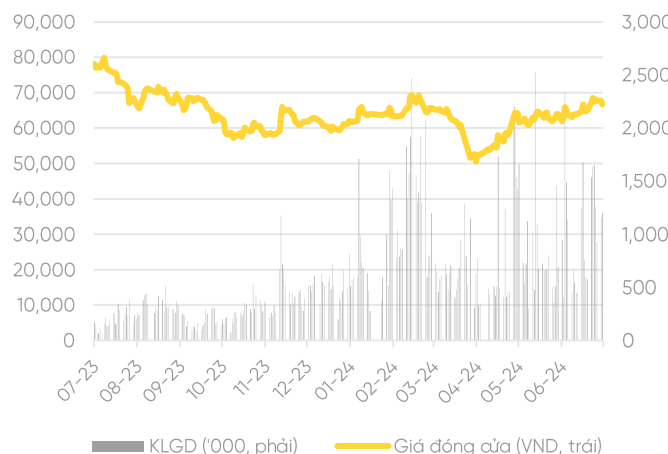
Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá từng phần SOTP với giả định WACC là 8.7% cho BCM. Chúng tôi cho rằng mặc dù định giá đang ở mức cao tuy nhiên BCM vẫn hấp dẫn cho đầu tư dài hạn nhờ (1) vị thế dẫn đầu toàn ngành BĐS KCN, (2) sở hữu quỹ đất KCN lớn sẽ hỗ trợ KQKD.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	616,116
SLCP lưu hành (triệu cp)	1,035.0
Biên độ 52 tuần (VND)	79,910/50,500
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ VND)	69,035
Free float	3%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN hiện tại	49%
Beta	1.05

Diễn biến giá

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
BCM	8.1%	27.9%	-14.4%
VNINDEX	-1.2%	2.7%	4.0%

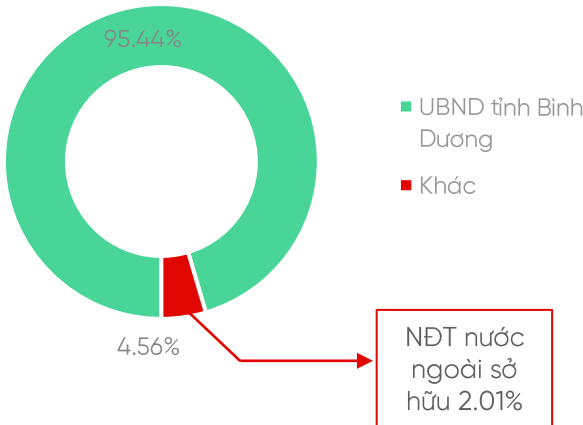


(tỷ đồng)	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	7,883	5,977	7,192
LN gộp	4,248	3,132	3,936
LN ròng	2,433	1,934	2,867
Biên LN gộp	53.9%	52.4%	54.7%
Biên LN ròng	30.7%	32.4%	39.9%
P/E (x)	27.7	25.6	25.5
P/B (x)	3.7	3.6	3.5
ROE	4.9%	4.7%	5.4%
ROA	13.3%	12.9%	13.8%

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

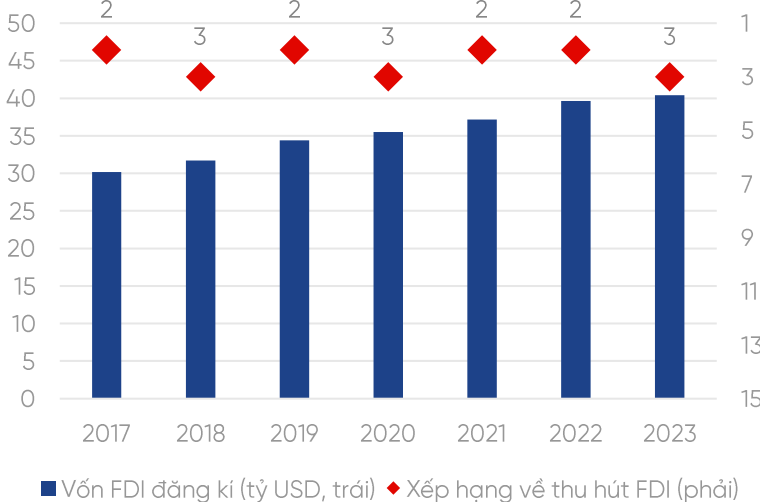
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu sở hữu BCM tới hết Q1/24

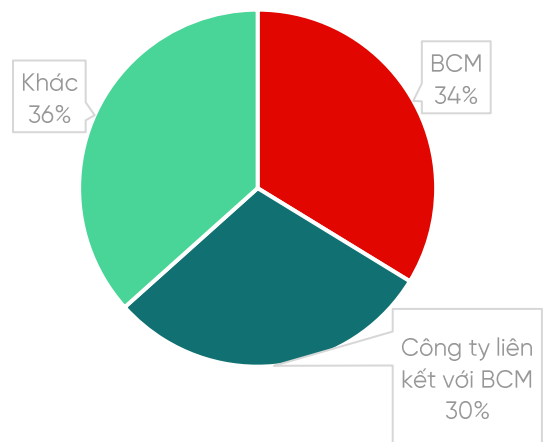


- Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) được thành lập năm 1976, với hình thức doanh nghiệp nhà nước. Trải qua hơn 46 năm phát triển, BCM đã mở rộng hoạt động kinh doanh thông qua 20 công ty con và công ty liên kết với đa dạng các ngành nghề. Tuy nhiên BĐS Khu công nghiệp và BĐS nhà ở vẫn là những mảng kinh doanh cốt lõi gắn liền với BCM.
- Hiện nay, BCM đang sở hữu hơn 4,000ha cùng với hơn 3,500ha đất KCN tại các công ty liên kết, tổng diện tích đất tương ứng tới hơn 60% diện tích đất KCN của tỉnh Bình Dương, giúp cho BCM trở thành đầu tàu về BĐS KCN tại Bình Dương trong bối cảnh Bình Dương đang vươn mình trở thành trung tâm KCN lớn tại miền Nam, là điểm thu hút vốn FDI mạnh mẽ.

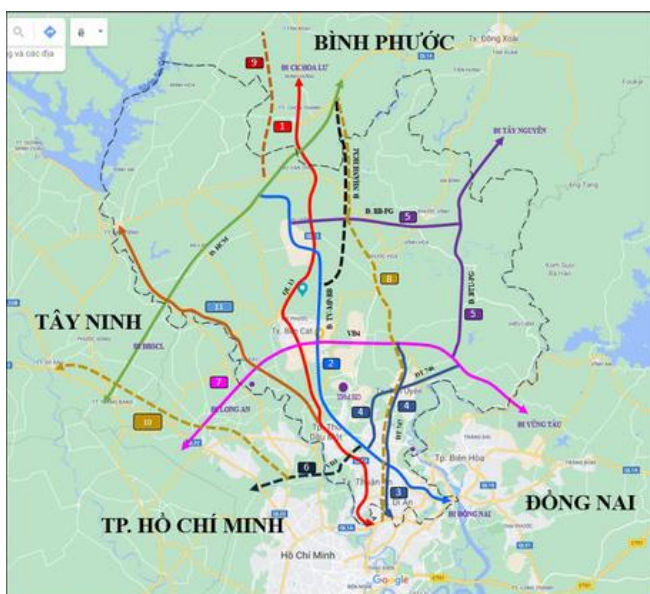
Bình Dương luôn duy trì vị trí trong top 3 tỉnh/thành thu hút FDI lớn nhất cả nước



BCM và các công ty liên kết đóng góp tới hơn 60% quỹ đất KCN tỉnh Bình Dương



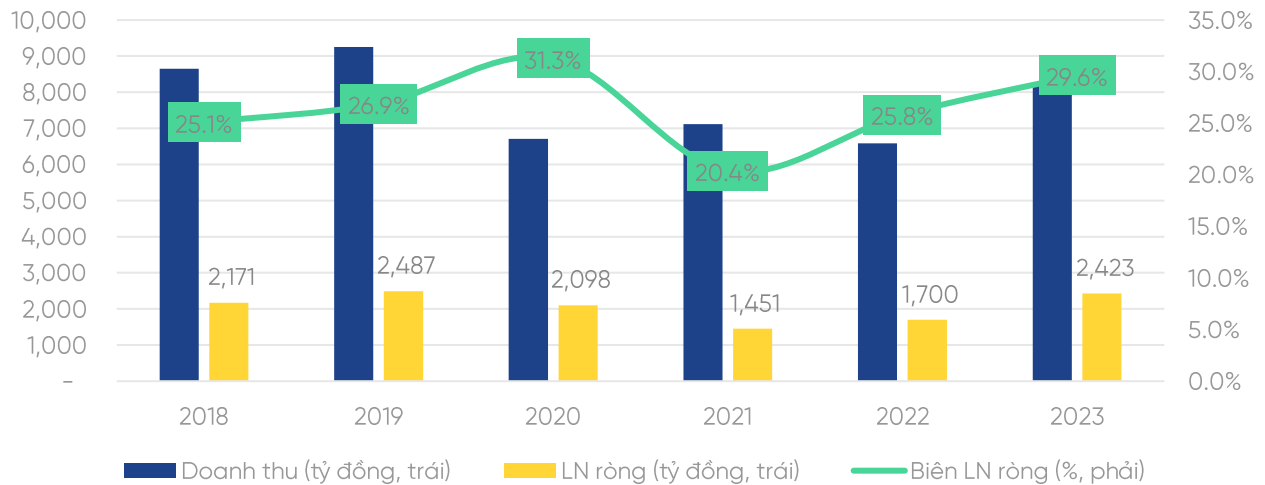
Kết nối hạ tầng hoàn thiện giúp Bình Dương trở thành trung tâm KCN miền Nam



- ↔ Quốc lộ 13
- ↔ Đường Mỹ Phước – Tân Vạn
- ↔ Đường ĐT 743
- ↔ Đường ĐT 746 –ĐT 747
- ↔ Đường Bắc Tân Uyên – Phú Giáo – Bàu Bàng
- ↔ Đường Vành đai 3
- ↔ Đường Vành đai 4
- ↔ Đường Cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành
- ↔ Đường Tây Quốc lộ 13
- ↔ Cao tốc TP.HCM – Mộc Bài

Các mảng kinh doanh cốt lõi	Doanh thu năm 2023 (tỷ đồng)	Tỷ trọng trong doanh thu	Biên LN gộp
_ BĐS (Khu công nghiệp, nhà ở)	6,582	80.5%	56.9%
_ Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	1,064	13.0%	44.1%
_ Bán thành phẩm	372	4.5%	17.8%
_ Xây dựng	54	0.7%	22.5%
_ Khác	102	1.2%	39.4%

KQKD của BCM



Cấu trúc bộ máy của BCM



TÓM TẮT KQKD Q1/24

(tỷ đồng)	Q1/24	Q1/23	%svck
Doanh thu	812	792	2.6%
_ BĐS (Khu công nghiệp, nhà ở)	450	446	0.8%
_ Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	257	255	0.9%
_ Bán thành phẩm	89	71	25.3%
_ Xây dựng	-	5	-100.0%
_ Khác	16	14	11.9%
LN gộp	574	406	41.3%
Chi phí BH&QLDN	349	241	44.8%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	60	55	8.0%
LN ròng từ hoạt động tài chính	(162)	(140)	15.8%
LNTT	128	79	61.6%
LNST	119	74	60.2%
LN ròng	118	92	29.1%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>70.7%</i>	<i>51.3%</i>	<i>19.4 điểm %</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>14.5%</i>	<i>11.6%</i>	<i>3.0 điểm %</i>

- BCM ghi nhận doanh thu Q1/24 tăng nhẹ 2.6% svck lên 812 tỷ đồng, chủ yếu đóng góp tới từ sự gia tăng của hoạt động Bán thành phẩm, tăng 25.3% svck. Trong khi đó doanh thu hoạt động BĐS và Cung cấp dịch vụ và hàng hóa với xu hướng đi ngang trong Q1/24 với mức tăng khiêm tốn lần lượt là 0.8% và 0.9% svck và trong quý không ghi nhận doanh thu từ hoạt động Xây dựng.
- LN gộp trong Q1/24 có mức bật tăng 41.3% svck lên 574 tỷ đồng cùng với biên LN gộp được mở rộng thêm 19.4 điểm % để đạt mức 70.7% tới từ biên LN gộp cao hơn dự kiến với mảng BĐS với mức tăng 20.8 điểm % svck.
- Mặc dù chi phí BH&QLDN tăng 44.8% svck, tuy nhiên nhờ mức tăng trưởng tốt của LN gộp đã giúp cho LN ròng duy trì tăng 29.1% svck, đạt 118 tỷ đồng.

TRIỂN VỌNG 2024-25: CHỜ ĐỢI ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

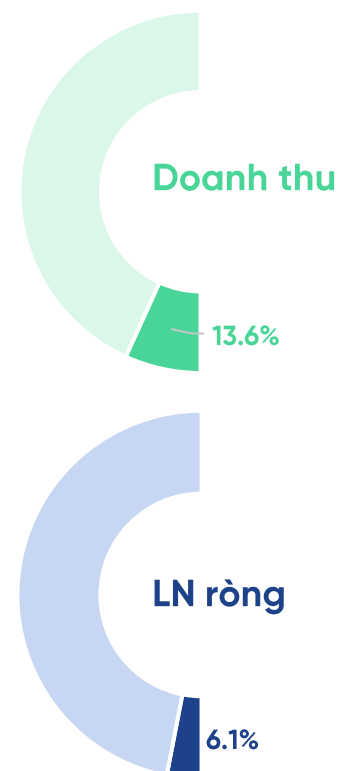
Dự phóng KQKD 2024-25

(tỷ đồng)	2024	%svck	2025	%svck
Doanh thu	5,977	-24.2%	7,192	20.3%
_ BĐS (Khu công nghiệp, nhà ở)	4,210	-36.0%	5,445	29.3%
_ Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	1,098	3.2%	1,070	-2.5%
_ Bán thành phẩm	411	10.5%	418	1.7%
_ Xây dựng	170	213.3%	165	-3.0%
_ Khác	87	-13.4%	95	8.3%
LN gộp	3,132	-26.3%	3,936	25.7%
Chi phí BH&QLDN	1,640	11.9%	1,812	10.5%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	1,350	69.1%	1,731	28.2%
LN ròng từ hoạt động tài chính	(683)	-11.9%	(1,812)	165.4%
LNTT	2,184	-18.5%	3,213	47.1%
LNST	2,034	-10.8%	2,967	45.9%
LN ròng	1,934	-20.2%	2,867	48.2%
<i>Biên LN gộp</i>	52.4%	-1.5 điểm %	54.7%	2.3 điểm %
<i>Biên LN ròng</i>	32.4%	1.6 điểm %	39.9%	7.5 điểm %

Chúng tôi dự phóng doanh thu của BCM sẽ giảm 24.2% svck trong năm 2024 từ mức nền cao của năm 2023 và sẽ phục hồi trở lại với mức tăng 20.3% svck trong năm 2025:

- Mảng BĐS: suy giảm sau mức tăng mạnh mẽ năm 2023. Trong năm 2023, doanh thu hoạt động BĐS của BCM đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 39.7% svck, chủ yếu nhờ ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ bàn giao đất cho CapitaLand. Chúng tôi tin rằng BCM sẽ khó có thể tiếp đà tăng trưởng trong năm 2024 khi thiếu đi khoản thu nhập bất thường, từ đó doanh thu BĐS dự phóng giảm 36.0% svck trong năm 2024 và hồi phục trong năm 2025 nhờ sự đóng góp của dự án mới – KCN Cây Trường (dự án đang đi vào những bước cuối về hoàn thiện pháp lý).
- Mảng xây dựng: hồi phục theo thị trường BĐS nhà ở.

% hoàn thành dự phóng



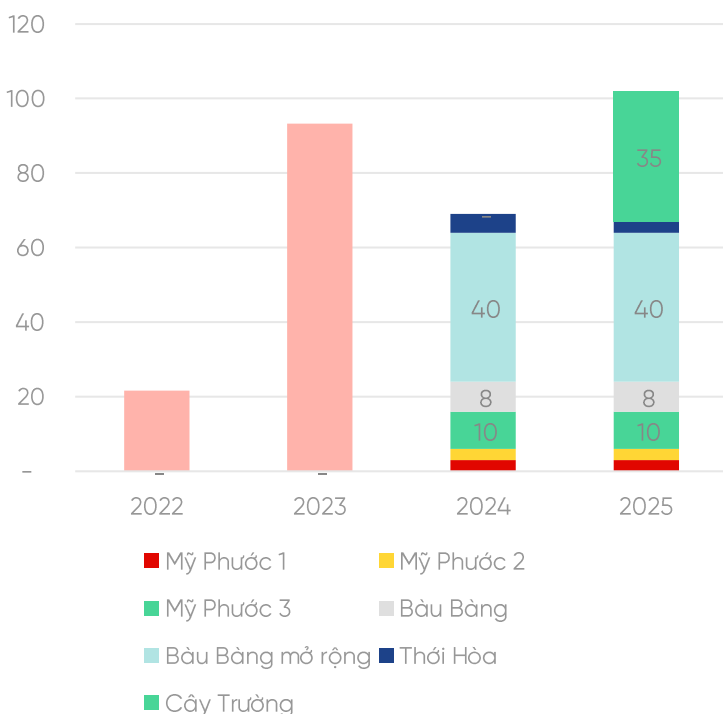
TRIỂN VỌNG 2024-25

BĐS Khu công nghiệp: Duy trì nền thấp chờ đợi động lực tăng trưởng

Quỹ đất BĐS Khu công nghiệp tính tới hết năm 2023

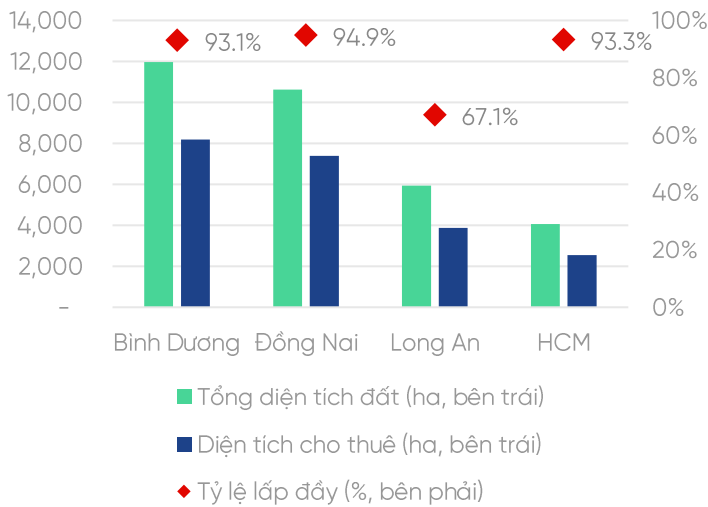
	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian sử dụng đất	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê (USD/m ² /thời hạn thuê)
Mỹ Phước 1	451	2002-2051	377	274	33	88%	90-110
Mỹ Phước 2	746	2005-2054	472	344	12	96%	125-140
Mỹ Phước 3	2,864	2008-2057	984	671	51	92%	140-160
Bàu Bàng	3,334	2007-2057	1,001	735	49	93%	120-140
Bàu Bàng mở rộng	5,762	2016-2066	1,000	755	189	75%	130-150
Thới Hòa	666	2009-2059	202	153	23	85%	110-120
Cây Trường	6,000	2016-2066	700	490	490	0%	>130
Tổng			4,736	3,422	848	75%	

Diện tích đất KCN bàn giao (ha)

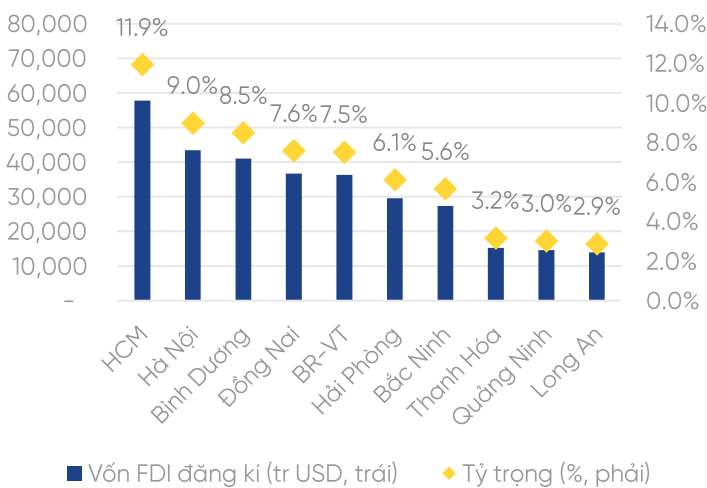


- Tính tới hết năm 2023, BCM còn sở hữu 350ha diện tích đất KCN còn lại tại 6 dự án KCN hiện hữu, trong đó hầu hết các KCN này đang dần hết diện tích cho thuê với tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao, trên 90%.
- Chúng tôi quan sát thấy BCM hiện đang có tiến độ bàn giao đất tương đối chậm hơn so với dự kiến chủ yếu do những vấn đề liên quan về đền bù đất, bất chấp nhu cầu đất KCN vẫn ở mức cao tại tỉnh Bình Dương.
- Từ đó, chúng tôi dự phóng doanh số đất KCN bàn giao trong năm 2024 sẽ giảm 26.0% svck với chỉ khoảng 69-70ha được bàn giao và sẽ bật tăng trở lại 47.8% svck trong năm 2025 với sự đóng góp của dự án mới – KCN Cây Trường.

Tỷ lệ lấp đầy các KCN miền Nam đang duy trì ở mức cao



Top 10 tỉnh/thành phố thu hút FDI, 6T24



Chúng tôi cho rằng BCM ở vị thế tốt để cải thiện mảng BĐS KCN từ năm 2025, tới từ:

- Thị trường BĐS KCN miền Nam đang đối mặt với thực trạng nguồn cung hạn chế. Tính tới hết Q1/24, tỷ lệ lấp đầy bình quân thị trường miền Nam đạt 89% và một số tỉnh/thành phố trọng điểm như TP. HCM, Bình Dương và Đồng Nai đã gần hết quỹ đất cho thuê với tỷ lệ lấp đầy trên 93%.
- Mặt khác, nhu cầu thuê đất KCN tại miền Nam vẫn tương đối cao, được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI mạnh mẽ, đặc biệt tại Bình Dương. Trong nửa đầu năm 2024, Bình Dương tiếp tục duy trì vị trí trong top 3 điểm đến hấp dẫn nhất với dòng vốn FDI với tổng vốn đăng kí đạt 41.1 tỷ USD, tương ứng với 8.5% tổng vốn đăng kí toàn quốc.
- Dự án KCN Cây Trường đã được phê duyệt Quy hoạch 1/2000 và đang chờ Quy hoạch 1/500 nhờ những nỗ lực tháo gỡ pháp lý tới từ tỉnh Bình Dương cho những dự án trọng điểm như KCN Cây Trường. Chúng tôi kì vọng dự án này có thể cho thuê từ năm 2025.



Khu công nghiệp Cây Trường

- Vị trí: thị trấn Lai Uyên và xã Cây Trường II, huyện Bàu Bàng, tỉnh Bình Dương.
- Tổng diện tích: 700ha
- Diện tích cho thuê: 490ha
- Tổng vốn đầu tư: 6,000 tỷ đồng
- Lĩnh vực thu hút chủ lực: Công nghệ cao, sản xuất chip bán dẫn.
- Tiến độ: đã được phê duyệt Quy hoạch 1/2000, đang chờ phê duyệt Quy hoạch 1/500.

BDS nhà ở: thiếu hụt khoản thu nhập bất thường

Quỹ đất BDS nhà ở tính tới hết 2023

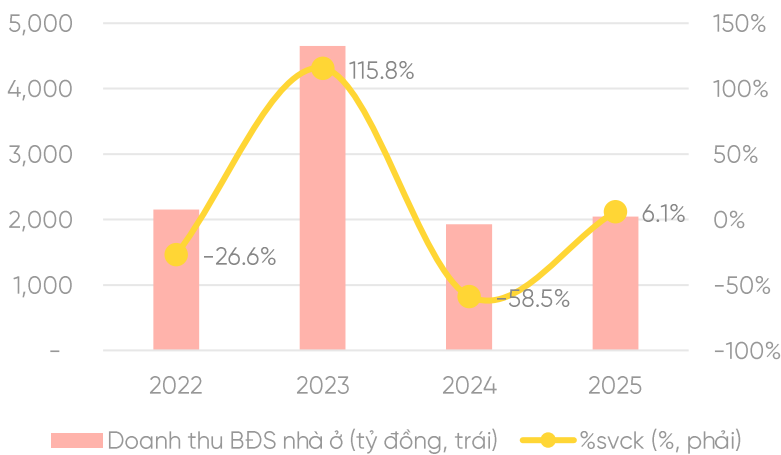
Vị trí	Tỷ lệ sở hữu BCM	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
Bến Cát	100%	297	76%
Bàu Bàng	100%	452	31%
Thủ Dầu Một	100%	459	59%
Thuận An	100%	14	94%
Tổng		1,221	62%

BCM hiện đang sở hữu quỹ đất nền thương phẩm lớn với hơn 1,200ha tính tới cuối năm 2023, chủ yếu nằm ở 3 khu vực trọng yếu tỉnh Bình Dương gồm thị xã Bến Cát, huyện Bàu Bàng và thành phố Thủ Dầu Một. Chúng tôi hiểu rằng công ty đang thúc đẩy mạnh mẽ tăng cường hợp tác với các đối tác nước ngoài từ Nhật Bản, Anh, Singapore và Mỹ... đặc biệt là đối với dự án Thành phố mới Bình Dương.

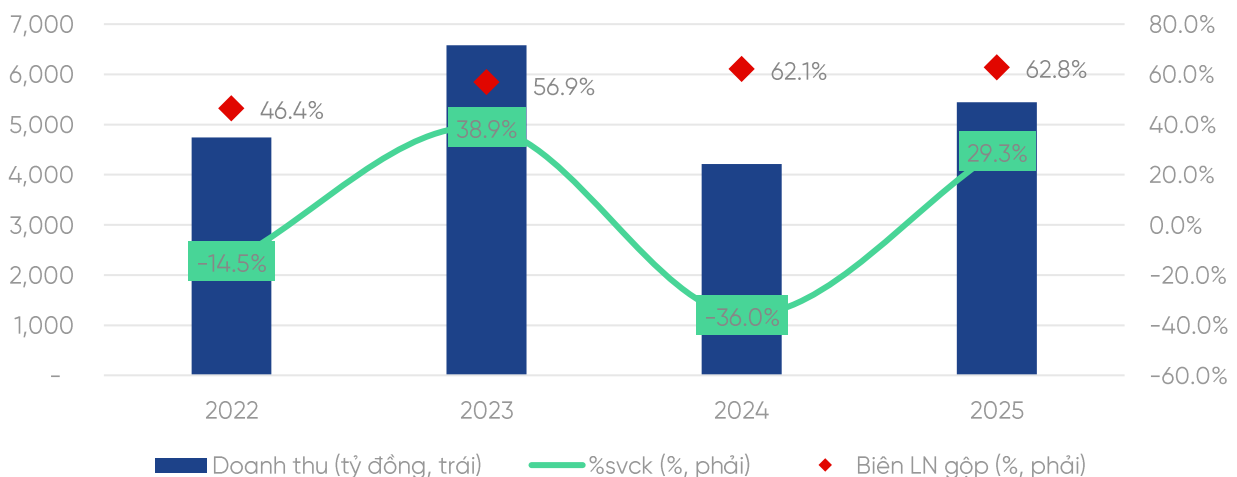
Sau thương vụ thành công giữa BCM và CapitalLand với diện tích đất bàn giao 18.9ha, chúng tôi hy vọng sẽ có thêm sự tham gia của nhiều đối tác nước ngoài hơn nữa, tuy nhiên sẽ cần thời gian cho quá trình chuyển nhượng.

Kết hợp cùng KQKD mảng BDS KCN, chúng tôi cho rằng doanh thu BDS sẽ giảm 36.0% svck trong năm 2024 và bật tăng 29.3% svck trong năm 2025.

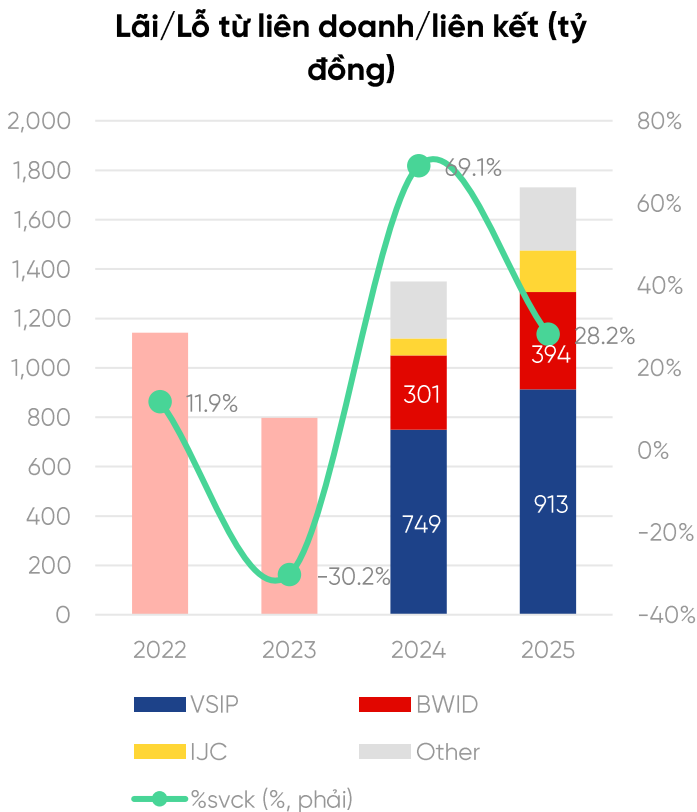
Thiếu hụt thu nhập bất thường đưa doanh thu BDS nhà ở về mức nền trước đó



Dự phóng KQKD mảng BDS của BCM



Thu nhập từ công ty liên kết hỗ trợ lợi nhuận



Chúng tôi tin rằng thu nhập từ các công ty liên doanh/liên kết của BCM là một trong những yếu tố chính thúc đẩy LN.

Chúng tôi dự phóng thu nhập từ liên doanh/liên kết của BCM sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt 69.1%/28.2% svck trong 2024-25, với sự đóng góp chính tới từ 3 cái tên quen thuộc VSIP, BWID và IJC.

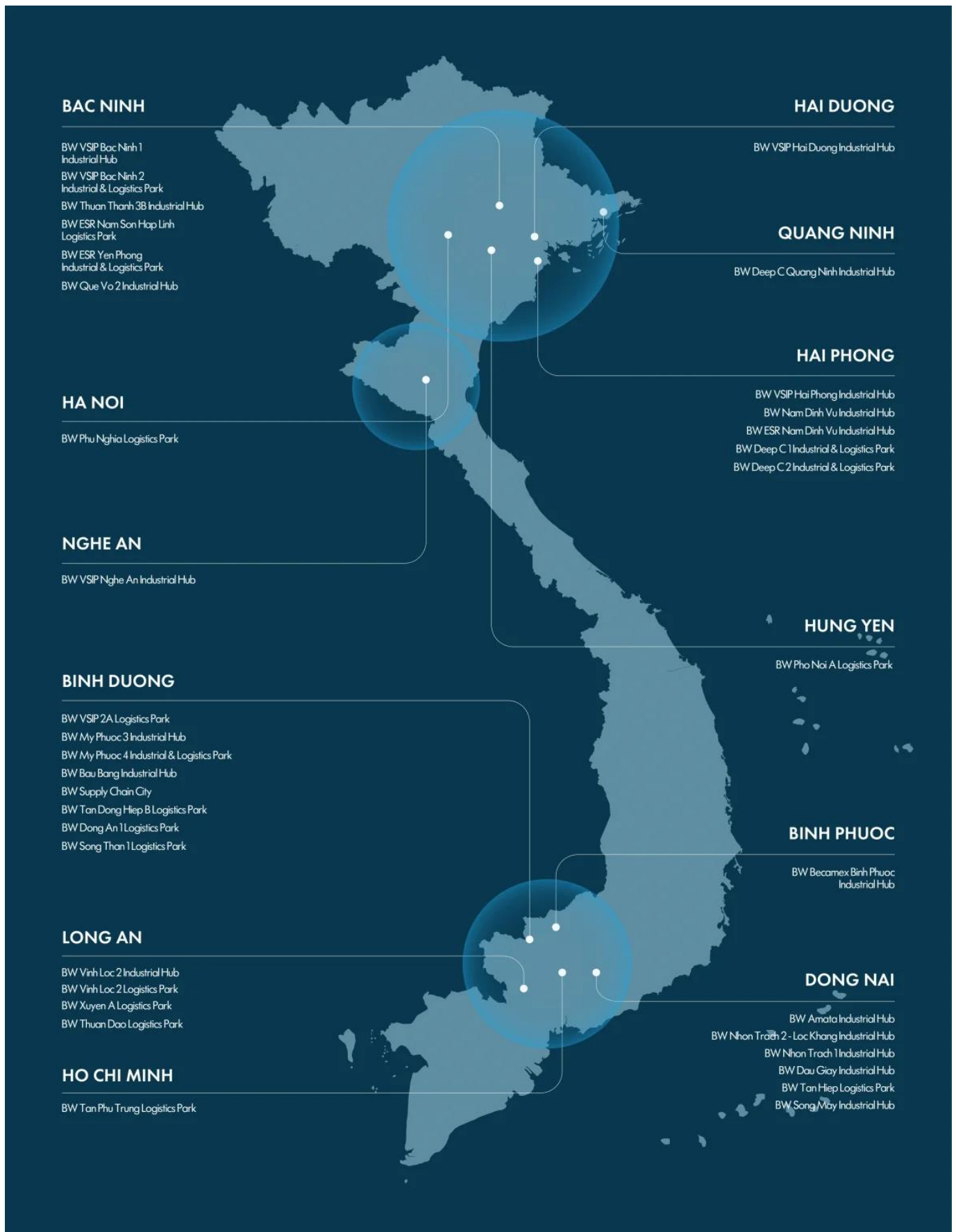
- Với VSIP, chúng tôi tin rằng các dự án KCN mới được đưa vào hoạt động (VSIP Cần Thơ, VSIP Quảng Ngãi và VSIP Lạng Sơn) sẽ là yếu tố thúc đẩy KQKD của VSIP
- Với BWID – đang dần trở thành DN cung ứng NK/NXXS lớn nhất cả nước nhờ (1) hưởng lợi từ hệ sinh thái kết hợp cùng BCM-VSIP-BWID, (2) TMĐT tiếp tục bùng nổ, thúc đẩy nhu cầu NK/NXXS.

Quỹ đất BDS KCN của VSIP tính tới cuối năm 2023

	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)
Dự án hiện hữu			
VSIP Bắc Ninh I	49%	635	500
VSIP Bắc Ninh II	49%	273	273
VSIP Hải Dương	49%	150	150
VSIP Hải Phòng	49%	1,600	507
VSIP Nghệ An I	49%	750	226
VSIP Nghệ An II	49%	500	N/A
KCN Quảng Trị	49%	481	~330
Becamex VSIP Bình Định	40%	1,374	1,000
VSIP Quảng Ngãi	49%	760	~550
VSIP I Bình Dương	49%	500	465
VSIP II Bình Dương	49%	2,045	1,345
VSIP III Bình Dương	49%	1,000	N/A
VSIP Cần Thơ	49%	294	~200
Dự án tương lai			
VSIP Lạng Sơn	49%	600	N/A
VSIP Thái Bình	49%	333	N/A
VSIP Hà Tĩnh	49%	190	N/A
Becamex VSIP Bình Thuận	30%	5,000	3,000
Tổng		16,485	

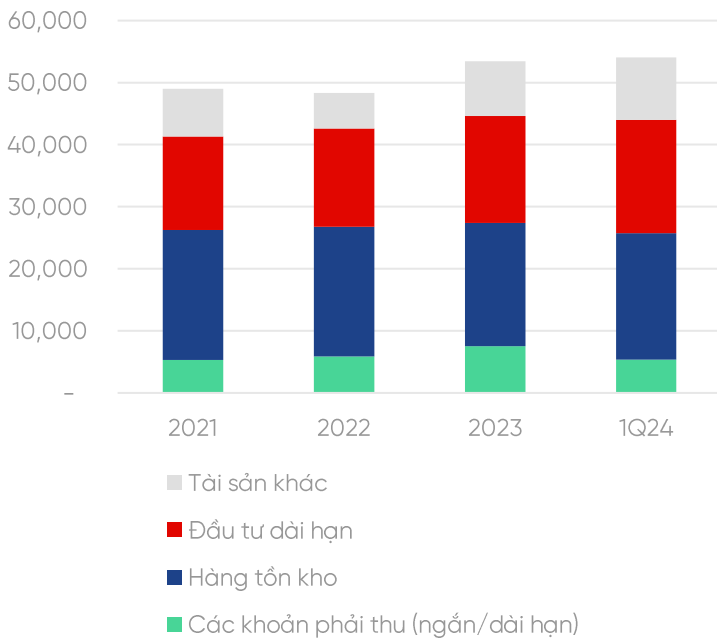
Thu nhập từ công ty liên kết hỗ trợ lợi nhuận

Danh mục nhà kho/nhà xưởng xây sẵn của BWID tính tới hết năm 2023



CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Cơ cấu tài sản (tỷ đồng)

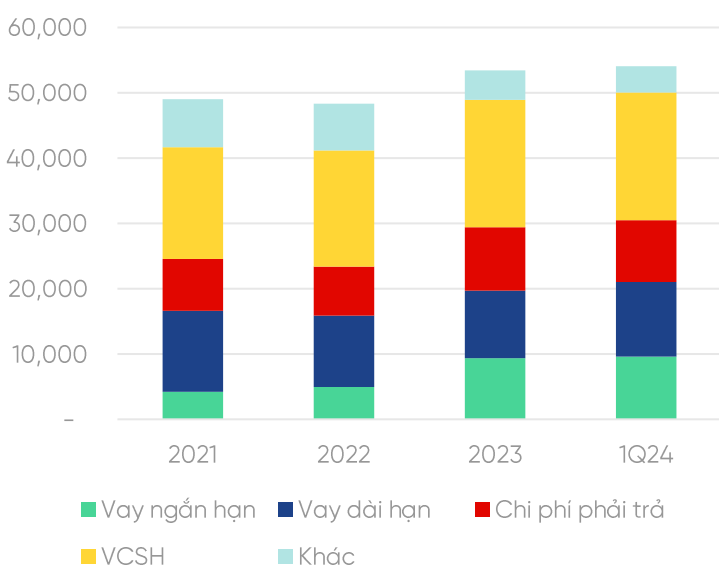


Đầu tư liên doanh/liên kết

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Giá trị tới Q1/24 (tỷ đồng)
Công ty Liên doanh TNHH Khu Công nghiệp Việt Nam – Singapore(VSIP)	49.0%	6,507
CTCP Phát triển Công nghiệp BW (BIWD)	24.1%	3,564
Becamex Tokyu	35.0%	3,016
IJC	49.8%	2,324
CTCP Phát triển hạ tầng Becamex-Bình Phước	40.0%	809
CTCP Setia-Becamex	40.0%	291
Khác		1,756

- Tổng tài sản của BCM tính tới hết Q1/24 đạt 54,609 tỷ đồng, tăng nhẹ 1.2% sv cuối năm 2023. Trong đó hàng tồn kho tiếp tục là chỉ tiêu chiếm tỷ trọng lớn nhất chiếm tới 37.6% tổng tài sản, chủ yếu là chi phí dở dang tại các dự án BĐS KCN (chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng...)
- Các khoản đầu tư liên doanh/liên kết tiếp đà tăng trưởng trong những năm qua và đạt 18,265 tỷ đồng với những khoản đầu tư nổi bật như VSIP, BWID, IJC và Becamex Tokyu.

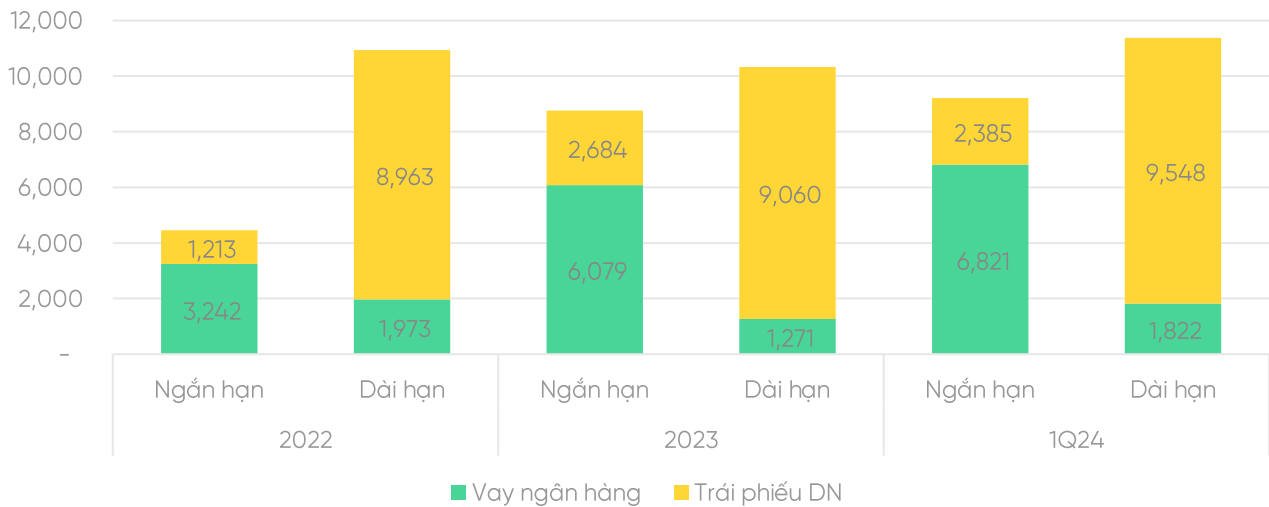
Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng)



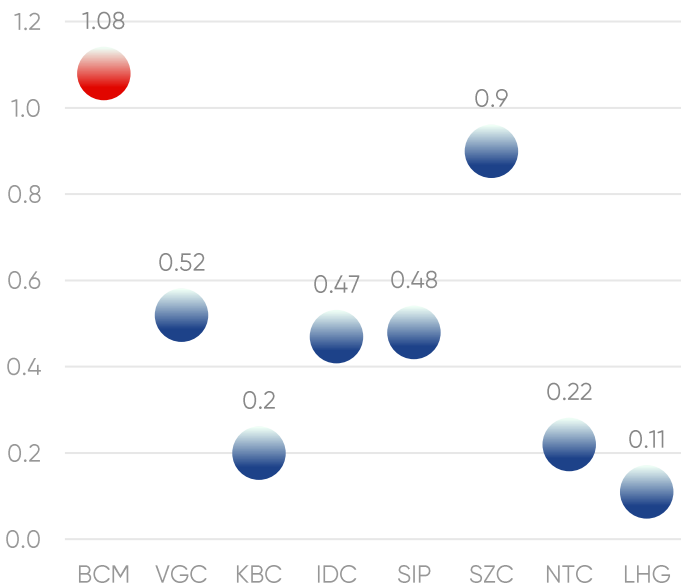
- Vốn chủ sở hữu tính tới Q1/24 có sự biến động nhẹ, tăng 0.3% svck lên 19,526 tỷ đồng, chiếm 36.1% tổng nguồn vốn của BCM.
- Tổng dư nợ ròng tiếp tục gia tăng và đạt 21,008 tỷ đồng, trong đó 46% là các khoản vay nợ tài chính ngắn hạn. Kể từ năm 2023, BCM đã liên tục duy trì chính sách gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính, chủ yếu là các khoản vay nợ tài chính ngắn hạn (+89.6% svck) tới từ cả vay ngân hàng (BIDV, Vietinbank và MSB) cùng với trái phiếu doanh nghiệp.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cấu trúc vay nợ của BCM (tỷ đồng)



BCM có tỷ lệ D/E cao nhất toàn ngành BĐS KCN

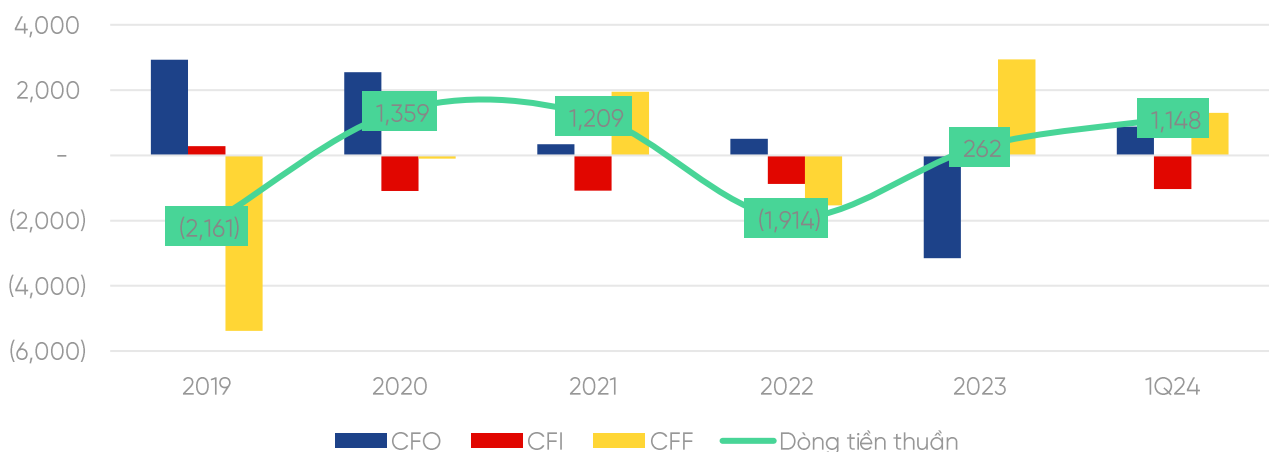


Chúng tôi cho rằng BCM đang phải đối mặt với áp lực tài chính trong ngắn hạn:

- Sự gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính cả từ vay ngắn hạn ngân hàng cũng như huy động từ trái phiếu doanh nghiệp đã tạo nên áp lực về khả năng thanh khoản.
- BCM có tỷ lệ D/E (Nợ/VCSH) cao nhất toàn ngành BĐS KCN: tính tới cuối Q1/24, D/E của BCM đã đạt 1.08x.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng những áp lực này sẽ dần nới lỏng khi dòng tiền của BCM được cải thiện từ những tín hiệu tích cực trong dòng tiền từ HĐKD cũng như dòng tiền từ HĐ tài chính.

Dòng tiền của BCM đã được cải thiện trong Q1/24 (tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ

Giá định cho WACC

Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Lãi suất phi rủi ro	2.6%
Beta	1.05
Chi phí sử dụng vốn	12.1%
Chi phí sử dụng nợ	7.0%
Tỷ lệ nợ	51.8%
Tỷ lệ vốn	48.2%
WACC	8.7%

Tóm tắt định giá theo SOTP

	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Bất động sản	DCF, BV	16,635
Đất nền thương mại chưa phát triển	DCF, So sánh	74,586
Đầu tư liên doanh/liên kết	SOTP	37,527
(+) Tiền và tương đương tiền	BV	2,480
(-) Nợ ròng	BV	21,008
(-) Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	913
Giá trị doanh nghiệp		94,390
SLCP lưu hành		1,035,000,000
Chiết khấu		10%
Giá mục tiêu (VND/cp)		82,100

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 81,200VND cho BCM tới từ:

- Với mảng BĐS KCN, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để ước tính giá trị các KCN mà BCM đang khai thác cũng như KCN đang triển khai phát triển. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu WACC 8.7% và tỷ lệ chiết khấu riêng với từng dự án để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro các dự án không được bán hết do điều kiện thị trường.
- Với mảng BĐS nhà ở và BĐS thương mại, chúng tôi cũng áp dụng phương pháp DCF cùng mức chiết khấu WACC tương tự.
- Với quỹ đất nền thương mại chưa phát triển, chúng tôi định giá dựa trên những giao dịch thỏa thuận bán đất nền quá khứ của BCM trong giai đoạn 2021-23.
- Với khoản đầu tư vào công ty liên doanh/liên kết, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với một số công ty như VSIP, BWID, IC, Becamex Bình Phước, Becamex Bình Định với mức chiết khấu WACC 8.7%.
- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 10% để phản ánh những rủi ro tiềm ẩn tới từ những yếu tố vĩ mô, thị trường.

ĐỊNH GIÁ

Định giá các dự án BĐS của BCM

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu BCM	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
<i>BDS Khu công nghiệp</i>			
Mỹ Phước 1	DCF	100%	521
Mỹ Phước 2	DCF	100%	227
Mỹ Phước 3	DCF	100%	628
Bàu Bàng	DCF	100%	1,403
Bàu Bàng mở rộng	DCF	100%	2,755
Thới Hòa	DCF	100%	200
Cây Trường	DCF	100%	4,517
<i>BDS nhà ở</i>			
Becamex Tower (Office)	DCF	100%	1,715
WTC Tower Bình Dương	DCF	100%	1,789
KDC TDC Hòa Lợi	DCF	61%	962
KDC Sông Cẩm	DCF	61%	750
TDC Plaza	DCF	61%	717
Khác	DCF	61%	409

Định giá quỹ đất nền thương mại chưa phát triển của BCM

Vị trí	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu BCM	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
Thủ Dầu Một	DCF	100%	39,113
Bến Cát	So sánh ngang giá	100%	11,498
Bàu Bàng	So sánh ngang giá	100%	7,714
Thuận An	So sánh ngang giá	100%	1,344

Định giá các khoản đầu tư tại công ty liên doanh/liên kết của BCM

Công ty	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu BCM	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
VSIP	RNAV	49%	17,826
BWID	DCF	30%	5,403
IJC	RNAV	50%	3,248
Becamex Tokyu	P/E	35%	4,556
Becamex Bình Phước	RNAV	40%	1,506
Becamex Bình Định	RNAV	40%	666
Khác	BV		4,322

Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

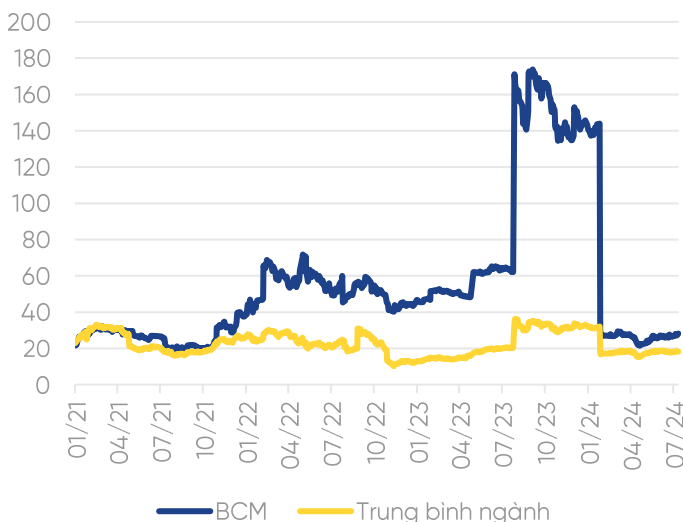
WACC	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
Giá mục tiêu (VND/cp)	83,300	82,900	82,500	82,100	81,700	81,300	80,900

SO SÁNH DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	D/E (x)	P/E trượt 12T (lx)	P/B hiện tại (x)
BCM	69,035	13.9%	4.8%	1.08	28.0	3.7
VGC	21,879	15.4%	5.2%	0.52	17.8	2.8
KBC	20,342	5.4%	2.8%	0.20	20.8	1.1
IDC	19,073	39.8%	11.3%	0.47	9.8	4.4
SIP	15,785	29.4%	4.9%	0.48	15.2	4.7
SZC	6,587	13.6%	3.9%	0.90	23.7	2.5
NTC	4,978	30.1%	6.4%	0.22	18.1	5.0
LHG	1,970	9.6%	4.9%	0.11	13.2	1.3
Average		19.7%	5.5%	0.50	19.1	3.2

- BCM hiện đang giao dịch với P/B hiện tại là 3.7x, cao hơn so với trung bình toàn ngành BĐS KCN, tuy nhiên chúng tôi cho rằng BCM hoàn toàn xứng đáng với định giá cao hơn trung bình ngành tới từ **(1)** vị thế dẫn đầu ngành BĐS KCN, **(2)** BCM sở hữu danh mục phát triển dự án KCN tương đối vững chắc từ cả BCM lẫn các công ty liên doanh/liên kết, mang lại tiềm năng tăng trưởng KQKD tích cực và **(3)** thu nhập từ liên kết có thể nhanh chóng cải thiện hiệu quả sinh lời.
- Từ đó, chúng tôi cho rằng định giá tương đối cao tuy nhiên BCM vẫn hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn với giá mục tiêu 1 năm 82,100VND, tương ứng với P/B forward 2024 là 3.6x, thấp hơn trung bình 3 năm gần nhất của BCM (4.2x).

P/E của BCM so với trung bình ngành



P/B của BCM so với trung bình ngành



MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên cao cấp Phân tích

Lê Anh Sơn

Bất động sản Khu công nghiệp

Email: sonla@vpbanks.com.vn