

TCT Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (BCM)

KHẢ QUAN (Duy trì)

Bất động sản Khu Công nghiệp

Giá hiện tại	VND66.500
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND74.500/VND50.400
Giá mục tiêu	VND82.800
Giá mục tiêu trước đó	83.900
Sv Consensus	-1,8%
Tiềm năng tăng giá	24,5%
Tỷ suất cổ tức	1,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	26,0%

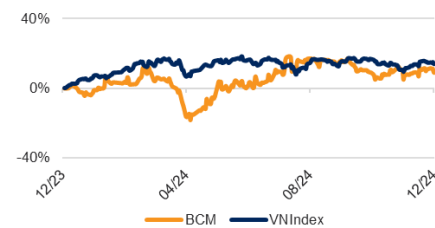
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	USD2,7bn
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	USD0,7mn
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	USD866mn
SLCP lưu hành (tr)	1.035
SLCP sau phát hành dự kiến (tr)	1.335

	BCM	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	26,2x	17,8x	14,7x
P/B hiện tại	3,6x	2,4x	1,7x
ROA	5,3%	4,8%	1,9%
ROE	15,3%	12,2%	12,5%

*dữ liệu ngày 19/12/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
BCM	-7,5	-3,1	26,1
VNIIndex	-2,3	1,1	20,7

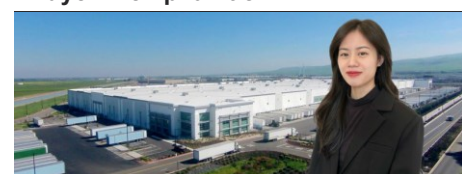
Cơ cấu sở hữu

UBND Tỉnh Bình Dương	95,4%
Khác	4,6%

Tổng quan doanh nghiệp

BCM là một trong những DN phát triển KCN hàng đầu với 6 KCN đang hoạt động và 1 KCN sắp triển khai, với tổng diện tích gần 5.000ha, chiếm tới 41% tổng diện tích đất KCN tỉnh Bình Dương. BCM và các công ty thành viên đang sở hữu hơn 17.000ha đất KCN, ước tính tương ứng 19% tổng quỹ đất KCN cả nước.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thúy Nga

nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn

Sẵn sàng cho sự phục hồi từ năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 24,5% và tỷ suất cổ tức 1,5%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 1,3% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 8,0% kể từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu thay đổi phần lớn vì: 1) điều chỉnh tiến độ đền bù đất và ghi nhận dòng tiền của các dự án KCN và 2) tăng giá thuê đất KCN.
- Giá mục tiêu tương đương với P/B 2025 là 3,0x, cao hơn trung vị các công ty cùng ngành hiện tại là 2,4x nhưng thấp hơn trung bình ba năm là 4,2x.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu 9T24 tăng nhẹ 5,9% nhờ mảng cung cấp hàng hóa, dịch vụ tăng trưởng mạnh, bù đắp sự sụt giảm của mảng xây dựng và vật liệu xây dựng.
- LN ròng 9T24 tăng mạnh 88,5% svck, đạt 736 tỷ đồng nhờ thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng gấp 3,5 lần cùng kỳ.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 giảm 61,7 svck, đạt 927 tỷ đồng nhưng tăng mạnh 32,7% svck, đạt 1.230 tỷ đồng trong năm 2025.

Luân điểm đầu tư

FDI vào Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu cho KCN Cây Trường

11T24, FDI đăng ký mới tại Bình Dương tăng 31,3% svck, đạt 768 triệu đô, trong khi tỷ lệ lấp đầy các KCN trong tỉnh đã ở mức cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khi KCN Cây Trường đi vào hoạt động từ 4Q25 sẽ có tỷ lệ hấp thụ tốt, trở thành động lực tăng trưởng cho mảng KCN với mức tăng trưởng lần lượt 13,7%/36,0% trong năm 2025-26.

Giảm dự phóng doanh số đất KCN do bất định liên quan đến chính sách

Chúng tôi cho rằng những bất định liên quan đến các chính sách của Trump sẽ khiến nhiều doanh nghiệp FDI, đặc biệt với các dự án lớn, trì hoãn quyết định đầu tư trong giai đoạn Q4/24-6T25. Do đó, chúng tôi dự phóng BCM bàn giao 62ha đất KCN trong năm 2024, tăng sv 35ha năm 2023 nhưng giảm 11,4% sv dự phóng trước. Trong năm 2025/26, với đóng góp từ KCN Cây Trường, chúng tôi kỳ vọng BCM bàn giao 71ha/92ha, giảm sv 83/93ha ở dự phóng trước đó.

VSIP và các công ty liên doanh/liên kết khác hỗ trợ mạnh mẽ KQKD của BCM

Với loạt KCN được phát triển theo mô hình KCN bền vững trong 2023-25, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của VSIP giảm 19,4% svck trong năm 2024 nhưng tăng mạnh 46,3%/72,1% svck trong năm 2025/26. Cùng với thu nhập từ các công ty liên kết khác, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng 43,4%/37,6% svck trong năm 2024/25, đóng góp một nửa vào EBIT của BCM trong năm 2024-25.

Kế hoạch phát hành cổ phiếu có thể giúp giảm áp lực đáo hạn nợ

BCM dự kiến phát hành 300 triệu cổ phiếu, huy động tối thiểu 15.000 tỷ đồng, với 1/3 số tiền dành để trả nợ. Cuối 3Q24, tổng nợ của BCM đạt ~21.000 tỷ đồng và áp lực đáo hạn trái phiếu sẽ cao trong giai đoạn 2026-28. Chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ hoàn tất tăng vốn trong cuối năm 2025, giúp BCM có tiền chi trả nợ vay và triển khai dự án. Đợt phát hành này cũng giúp tăng free-float của BCM khi tỷ lệ sở hữu nhà nước giảm từ 95% xuống 74%.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	20,1%	-40,7%	13,5%	24,6%
Tăng trưởng LN ròng	42,5%	-61,7%	32,7%	71,8%
Tăng trưởng EPS	42,5%	-61,7%	2,9%	71,8%
P/B	3,7	3,7	2,4	2,3
ROE	12,2%	5,2%	4,7%	5,8%
Nợ vay ròng/VCSH	94,4%	114,5%	27,2%	38,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

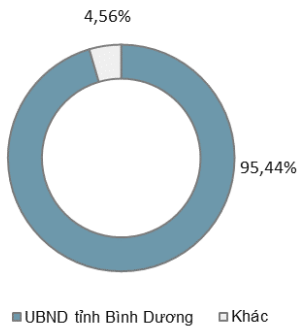
Tổng quan doanh nghiệp: Nhà phát triển KCN lớn tại Bình Dương

Công ty có phần lớn cổ phần thuộc sở hữu của UBND tỉnh Bình Dương

Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP (Becamex IDC) được thành lập vào năm 1976 với tư cách là một công ty thuộc sở hữu nhà nước. Trong 47 năm qua, Becamex đã mở rộng hoạt động thông qua 23 công ty con và công ty liên kết đến nhiều lĩnh vực kinh doanh bao gồm bất động sản, xây dựng, vật liệu xây dựng, dược phẩm, y tế, giáo dục, khách sạn, viễn thông, logistics và thương mại. Tuy nhiên, phát triển KCN và BDDS nhà ở vẫn là mảng kinh doanh cốt lõi của công ty.

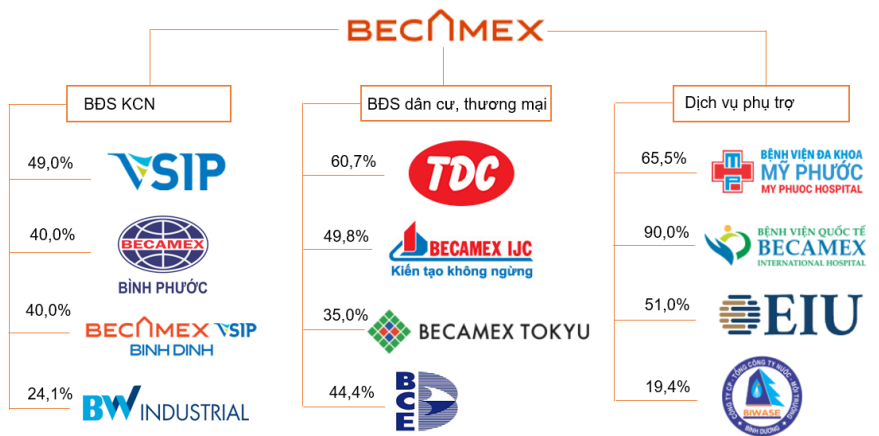
BCM có mối quan hệ chặt chẽ với chính quyền địa phương, do đó có khả năng hỗ trợ các nhà đầu tư trong các thủ tục pháp lý và hành chính để bắt đầu hoạt động tại Bình Dương.

Hình 1: UBND tỉnh Bình Dương nắm giữ phần lớn cổ phần BCM



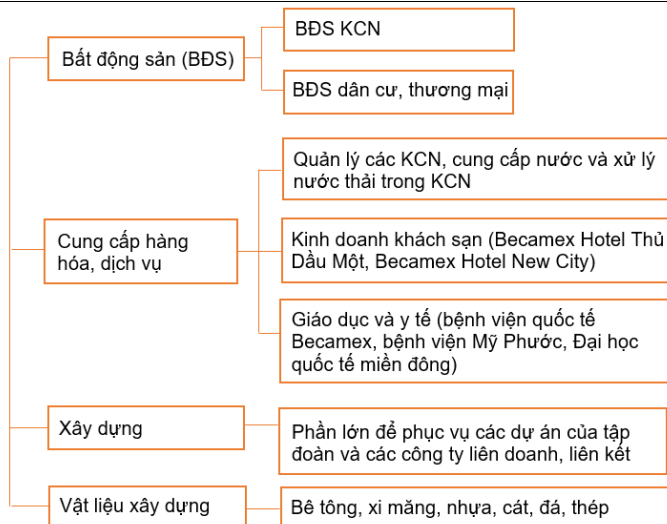
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Cơ cấu tổ chức của BCM



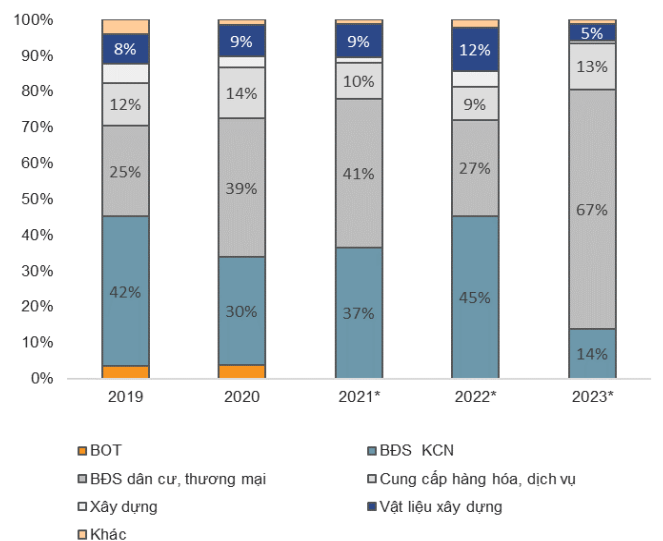
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Các mảng kinh doanh chính của BCM



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Bất động sản bao gồm BĐS KCN và BĐS nhà ở, thương mại là mảng kinh doanh cốt lõi, chiếm phần lớn doanh thu của BCM



*Tỷ trọng giữa BĐS KCN và BĐS dân cư, thương mại do chúng tôi ước tính

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

BCM sở hữu quỹ đất KCN lớn nhất Bình Dương

Với sáu KCN hiện tại với tổng diện tích hơn 4.000 ha, BCM là nhà phát triển KCN lớn nhất Bình Dương với 33% thị phần tỉnh và là nhà phát triển lớn thứ ba tại Việt Nam với 4,3% thị phần cả nước về tổng diện tích đất KCN. Đến cuối năm 2023, BCM có 358 ha diện tích đất KCN có thể cho thuê, chiếm gần 70% nguồn cung của Bình Dương.

Hình 5: Danh sách các KCN của BCM tính tới Q3/24

Tên KCN	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Tổng diện tích đất KCN (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Diện tích có thể cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá thuê (USD/m ² /chu kỳ thuê)	Thời gian sử dụng đất
KCN đang hoạt động								
Mỹ Phước 1	100%	377	274	33	88%	451	135 - 140	2002 - 2051
Mỹ Phước 2	100%	472	344	12	96%	746	135 - 140	2005 - 2054
Mỹ Phước 3	100%	984	671	51	92%	2.864	140 - 150	2008 - 2057
Bàu Bàng	100%	995	735	49	93%	3.334	145 - 150	2007 - 2057
Bàu Bàng mở rộng	100%	1.001	755	189	75%	5.762	160 - 164	2016 - 2066
Thới Hòa	100%	202	153	23	85%	666	135 - 140	2009 - 2059
KCN sắp triển khai								
Cây Trường	100%	700	505			5.459	160	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và khởi công vào T9/2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

VSIP - công ty liên doanh sở hữu danh sách lớn các KCN khắp cả nước

Công ty liên doanh TNHH Khu công nghiệp Việt Nam- Singapore (VSIP) được thành lập vào năm 1996 như một biểu tượng của mối quan hệ bền chặt giữa Việt Nam và Singapore, là liên doanh 49%-51% giữa BCM và SembCorp (nhà cung cấp năng lượng tái tạo và phát triển KCN hàng đầu có trụ sở tại Singapore) VSIP có tổng quỹ đất KCN và đô thị hơn 10.200ha trên toàn quốc, trong đó diện tích KCN hơn 7.500ha.

Hình 6: Danh sách các KCN đang khai thác và trong kế hoạch phát triển của VSIP tại cuối Q2/24

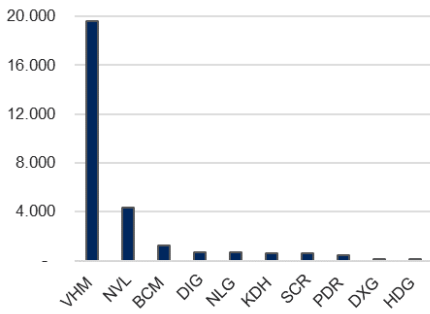
Tên KCN	Tỷ lệ sở hữu của VSIP	Tổng diện tích đất KCN (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá thuê (USD/m ² /chu kỳ thuê)	Thời gian sử dụng đất
KCN đang hoạt động							
VSIP Bình Dương I	100%	500	350	100%		N/A	1996 - 2046
VSIP Bình Dương II	100%	1.345	867	100%		N/A	2006 - 2055
VSIP Bắc Ninh	100%	485	335	100%		N/A	2007 - 2056
VSIP Hải Phòng	100%	508	367	80%		135 - 150	2008 - 2057
VSIP Quảng Ngãi	100%	660	460	100%		N/A	2013 - 2062
VSIP Hải Dương	100%	150	110	100%		N/A	2015 - 2065
VSIP Nghệ An I	100%	368	255	97%		75 - 80	2015 - 2064
Becamex VSIP Bình Định	30%	1.000	625	8%	3.450	50 - 55	Khởi công năm 2020
VSIP Bình Dương III GD 1	100%	196	128	41%		155 - 160	Khởi công năm 2022
KCN sắp đi vào hoạt động							
VSIP Cần Thơ	0%	294	208	0%	3.717	115-125	Khởi công năm 2023
VSIP Bắc Ninh II	100%	273	189	0%	2.360	175 - 180	Khởi công năm 2023
VSIP Nghệ An II	100%	500	353	0%	3.827	70 - 75	Khởi công năm 2023
KCN Quảng Trị	N/A	481	349	0%	2.074	60 - 70	Khởi công năm 2023
VSIP Lạng Sơn	70%	600	428	0%	6.361		Khởi công T6/24
VSIP Hà Tĩnh GD 1	70%	190	122	0%	1.556		Khởi công T6/24
VSIP Thái Bình	70%	333	278		4.932		Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư; công ty đang thực hiện đền bù và GPMB; chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được khởi công vào năm 2025
VSIP Quảng Ngãi II	100%	498			3.737		Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư; công ty đang thực hiện đền bù và GPMB; chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được khởi công vào năm 2025
VSIP Bình Dương III GD 2	100%	804					Đang làm quy hoạch 1/500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSIP

BCM cũng sở hữu quỹ đất nhà ở và thương mại lớn tại Bình Dương

Ngoài quỹ đất KCN, BCM sở hữu khoảng 3.200 ha đất nhà ở và thương mại tại Bình Dương, trong đó diện tích đất thương phẩm còn lại là hơn 1.200 ha. BCM cung cấp nhiều sản phẩm đa dạng từ phân khúc bình dân đến tầm trung, bao gồm nhà ở xã hội (NOXH), đất nền, căn hộ, nhà phố, biệt thự, phục vụ cho cư dân, công nhân và các chuyên gia. Các khu dân cư, khu tái định cư và NOXH có tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ giá cả phải chăng và nhu cầu bền vững từ công nhân và cư dân.

Hình 7: Quỹ đất nhà ở, thương mại của BCM và các nhà phát triển BĐS nhà ở hàng đầu (ha)



Nguồn: BÁO CÁO CÁC CÔNG TY

Hình 8: Quỹ đất BĐS nhà ở, thương mại của BCM tại cuối năm 2023

Tên dự án	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích thương phẩm (ha, ước tính)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
Khu dân cư				
Khu dân cư - tái định cư Mỹ Phước	943	519	297	2.235
Khu dân cư - tái định cư Thới Hòa	350	193		1.799
Khu dân cư - tái định cư Bàu Bàng	668	367	452	2.586
Khu dân cư - tái định cư Việt Sing	117	64	14	694
Thành phố mới Bình Dương	1.000	550	459	32.000
Becamex City Center	6	3		3.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong những năm gần đây, UDJ, TDC (hai công ty con của BCM chuyên phát triển BĐS nhà ở) và BCM không có dự án BĐS nhà ở mới. Trong khi đó, các dự án cũ hiện đang chờ bàn giao hàng tồn kho và phần lớn đã tạm dừng triển khai. Trong thời gian tới, BCM dự kiến phát triển 20.000 căn NOXH tại Bình Dương. Công ty dự kiến bắt đầu xây dựng 4.200 căn NOXH trong Q3/24 và hoàn thiện hồ sơ pháp lý cho 6.800 căn NOXH để bắt đầu xây dựng vào cuối Q4/24.

Hình 9: Các dự án BĐS thương mại của BCM và các dự án BĐS nhà ở gần đây của các công ty con

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tổng diện tích đất (m2)	Quy mô	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm	Tình trạng
Green Pearl	UDJ	9.175	78 căn	400	Shophouse	Tồn kho 20 căn, UDJ phát triển nhưng vẫn ghi nhận là tài sản của BCM, chưa chuyển giao sang cho UDJ
Lakeview	UDJ	63.633	91 căn	1.000	Biệt thự	Đã xây xong hạ tầng xung quanh, chưa xây nhà. UDJ đã chuyển giao phần này cho BCM và đang tạm dừng
Nhà ở công nhân Bàu Bàng	UDJ	62.968	198 toà		Nhà ở	Tồn kho 7 block nhà cuối năm 2023
_Lô A 52			58 toà			100% đã ra sổ và bàn giao
_Lô A 53			42 toà			100% đã ra sổ và bàn giao
_Lô A 51			56 toà			
_Lô A 50			42 toà			Đang chờ cấp sổ đợt 2
TDC Plaza	TDC	21.695	1,360 căn	1.520	Căn hộ	Dự án bao gồm 5 block A, B, C, D, E. Trong đó đã bán 204 căn Block E (tổng 291 căn). Bốn block còn lại chưa triển khai
Unitown	TDC	56.000	350 căn	1.600	Căn hộ	Dự kiến mở bán 65 căn trong năm 2024, thu về 344 tỷ đồng doanh thu
Khu dân cư TDC Hòa Lợi	TDC	489.749		2.148	Căn hộ	Đang hoàn thiện 40 căn hộ còn lại (lô D13, D12, E1) để tiến hành mở bán trong năm 2024
Becamex Tower	BCM	3.225	25 tầng	500	Văn phòng, trung tâm thương mại	Đang hoạt động
WTC Tower	BCM	24.494	30 tầng	N/A	Văn phòng, trung tâm thương mại	Đang hoạt động

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÁC CÔNG TY

Tóm tắt Q3/24: LN ròng tăng mạnh nhờ thu nhập từ liên doanh/liên kết

KQKD Q3/24

Hình 10: KQKD Q3/24

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	% svck	9T24	% svck	9T24 sv dự phóng 2025
Doanh thu	1.241	1.143	8,6%	3.212	5,9%	69,3%
_ BĐS	822	728	12,9%	1.990	5,9%	68,0%
_ Cung cấp dịch vụ và hàng hóa	301	268	12,0%	832	27,6%	74,5%
_ Xây dựng và vật liệu	96	136	-29,8%	309	-32,4%	64,6%
_ Khác	23	10	121,8%	81	75,9%	71,9%
LN gộp	842	728	15,6%	1.726	0,0%	65,1%
Chi phí BH&QLDN	363	323	12,5%	1.256	33,8%	75,9%
LN tài chính ròng	(339)	(142)	N/A	(812)	N/A	90,1%
LN từ liên doanh/liên kết	243	6	3722,5%	765	247,7%	62,7%
LN ròng	344	217	58,4%	736	88,5%	72,7%
Biên LN gộp	67,9%	63,7%	+4,1 đ %	53,7%	-3,1 đ %	
Biên LN ròng	27,7%	19,0%	+8,7 đ %	22,9%	+10,0 đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu tăng nhờ các phân khúc kinh doanh cốt lõi được cải thiện

Doanh thu Q3/24 tăng 8,6% svck, đạt 1.241 tỷ đồng, nhờ vào sự tăng trưởng của mảng BĐS (+12,9% svck) và mảng cung cấp hàng hóa, dịch vụ (+12,0% svck). Chúng tôi tin rằng nguyên nhân tăng trưởng của các mảng này đến từ: 1) hoạt động cho thuê văn phòng và trung tâm thương mại cải thiện; 2) hoạt động sản xuất tại các KCN phục hồi cùng với các nhà máy mới đi vào hoạt động thúc đẩy doanh thu từ việc cung cấp dịch vụ tại các KCN; và 3) hoạt động kinh doanh khách sạn phục hồi từ mức nền thấp của Q3/23.

Chi phí tài chính tiếp tục đè nặng lên LN ròng

Chi phí tài chính Q3/24 tăng 129,2% svck lên 342 tỷ đồng do gia tăng nợ vay với lãi suất cao hơn. Tổng nợ vay cuối Q3/24 của BCM là 20,665 tỷ đồng, tăng 4,8% so với đầu năm và tăng 20,2% so với cuối Q3/23. BCM dự kiến phát hành 300 triệu cổ phiếu, huy động tối thiểu 15.000 tỷ đồng vốn điều lệ. Trong đó, công ty dự kiến chi hơn 5.000 tỷ đồng để trả nợ. Chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ hoàn thành kế hoạch tăng vốn vào năm 2025, giúp công ty có tiền mặt để trả các khoản nợ đến hạn và triển khai các dự án.

Thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng vọt từ mức nền thấp Q3/23

Thu nhập từ liên doanh/liên kết tăng 38 lần từ mức nền thấp của Q3/23, đạt 243 tỷ đồng trong Q3/24 nhưng giảm 46,6% sv Q2/24. Chúng tôi cho rằng sự giảm theo quý là do thời điểm ghi nhận doanh thu bàn giao đất đã ảnh hưởng đến thu nhập của VSIP, trong khi thu nhập từ IJC và BW industrial đã dần cải thiện kể từ Q2/24. Nhờ tăng trưởng mạnh mẽ svck của thu nhập từ liên doanh/liên kết, LN ròng tăng mạnh 58,4% svck, đạt 344 tỷ đồng.

Phân tích tài chính

Hình 11: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q3/23	Q4/23	Q1/23	Q2/24	Q3/24
Tiền và tương đương tiền	859	1.420	2.710	2.365	943
Các khoản phải thu	4.979	6.815	4.615	5.121	5.971
Hàng tồn kho	22.166	22.448	20.348	20.517	20.903
TSCĐ & BĐS đầu tư	15.564	16.652	17.673	18.122	18.075
Tài sản dở dang	2.671	2.336	1.644	3.781	3.771
Đầu tư vào công ty liên doanh/liên kế	2.213	2.233	3.150	3.152	3.164
Khấu hao	33	136	66	66	70
Nợ vay ròng/VCSH	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0

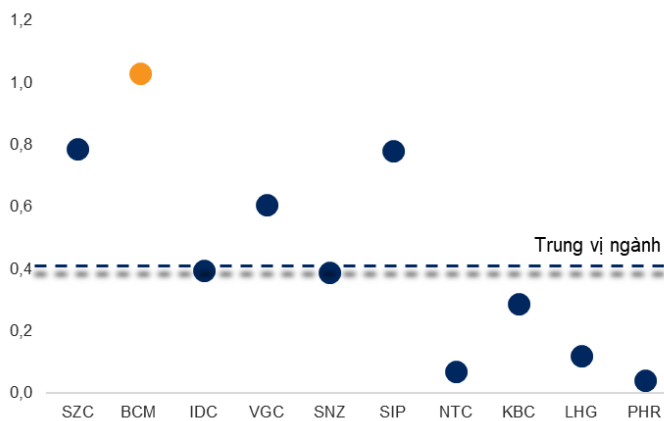
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

D/E của BCM đạt 1,0 vào cuối Q3/24, cao hơn nhiều so với trung vị ngành là 0,4. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy áp lực đáo hạn trái phiếu của BCM sẽ rất lớn vào năm 2026-28, với tổng giá trị trái phiếu đáo hạn lần lượt là 4.500/3.706 tỷ đồng (dựa trên dữ liệu cuối Q3/24 và các đợt phát hành trái phiếu gần nhất).

Trong khi đó, trong ngắn hạn (Q4/24-2025), BCM dự kiến triển khai dự án KCN Cây Trường với tổng mức đầu tư ~5.500 tỷ đồng, dự KCN Bàu Bàng mở rộng và 11.000 căn SH với tổng mức đầu tư hơn 5.000 nghìn tỷ đồng. Đồng thời, BCM còn có kế hoạch góp thêm vốn vào các công ty liên kết thực hiện các dự án lớn như VSIP, Becamex Bình Phước và Becamex Bình Định. Để có đủ vốn đầu tư cho các dự án này, chúng tôi cho rằng BCM sẽ cần tiếp tục tăng nợ vay.

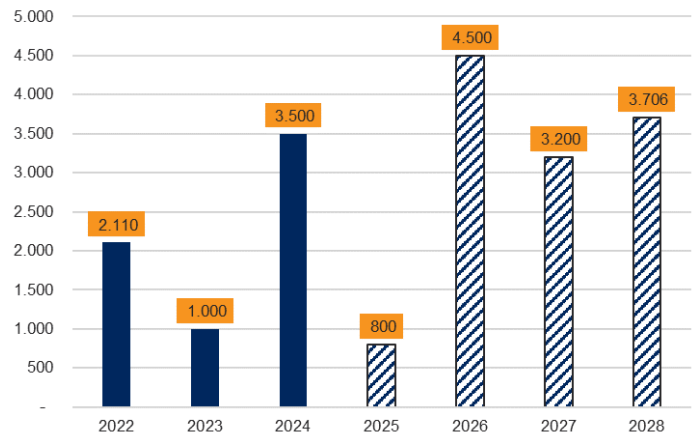
Do đó kế hoạch huy động vốn của công ty (được thảo luận ở phần dưới) sẽ giúp giảm bớt phần nào áp lực tài chính này.

Hình 12: D/E của BCM so với các công ty cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Áp lực đáo hạn trái phiếu của BCM tăng cao trong giai đoạn 2026-28 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2024-25: Sẵn sàng cho sự phục hồi từ năm 2025

Hình 14: Dự phóng KQKD năm 2024-25

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Dự phóng mới		Dự phóng cũ		Thay đổi		Bình luận
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu	7.883	4.676	5.310	4.616	5.450	1,3%	-2,6%	
_BDS	6.582	3.010	3.450	2.928	3.579	2,8%	-3,6%	Doanh thu KCN năm 2024 cao hơn do chúng tôi nâng dự phóng giá thuê, bù đắp việc điều chỉnh giảm diện tích đất bàn giao. Doanh thu KCN năm 2025 thấp hơn do chúng tôi điều chỉnh giảm doanh số đất bàn giao.
_Cung cấp hàng hóa, dịch vụ	1.064	1.118	1.162	1.118	1.162	0,0%	0,0%	
_Xây dựng	54	69	79	84	88	-17,9%	-10,1%	Dự phóng thấp hơn do mảng xây dựng phục hồi chậm hơn kỳ vọng.
_Vật liệu xây dựng	372	387	517	394	519	-1,9%	-0,5%	
_Khác	102	113	122	113	122	0,0%	0,0%	
Tăng trưởng doanh thu svck	20,1%	-40,7%	13,5%	-41,4%	18,1%			
LN gộp	4.248	2.704	2.877	2.651	3.017	2,0%	-4,6%	
_Biên LN gộp	53,9%	57,8%	54,2%	57,4%	55,3%	+0,4 đ %	-1,2 đ %	Biên LN gộp cao hơn do chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp mảng cho thuê văn phòng, khách sạn cho phù hợp với kết quả 9T24, mặc dù biên LN mảng KCN cao hơn khi chúng tôi điều chỉnh tăng giá thuê.
Chi phí BH&QLDN	1.465	1.655	1.821	1.655	1.821	0,0%	0,0%	
Thu nhập tài chính ròng	(775)	(977)	(1.052)	(901)	(975)	8,4%	7,9%	Chúng tôi điều chỉnh nợ vay và lãi suất đi vay khi công ty phát hành trái phiếu để trả nợ ngân hàng đến hạn
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	798	1.144	1.574	1.220	1.696	-6,3%	-7,2%	
_VSIP	747	622	750	698	872	-10,9%	-14,0%	Dự phóng thấp hơn phần lớn do hạ dự phóng diện tích đất bàn giao
_BW Industrial Development	(299)	69	169	69	169	0,0%	0,0%	
_IJC	196	307	448	307	448	0,0%	0,0%	
LN trước thuế	2.697	1.185	1.549	1.285	1.887	-7,7%	-17,9%	
LN ròng	2.423	927	1.230	1.012	1.520	-8,4%	-19,0%	Kết quả, dự phóng LN ròng năm 2024-25 giảm lần lượt 8,4%/19,0% sv dự phóng trước đó
LN ròng svck	42,5%	-61,7%	32,7%	-58,3%	50,2%			

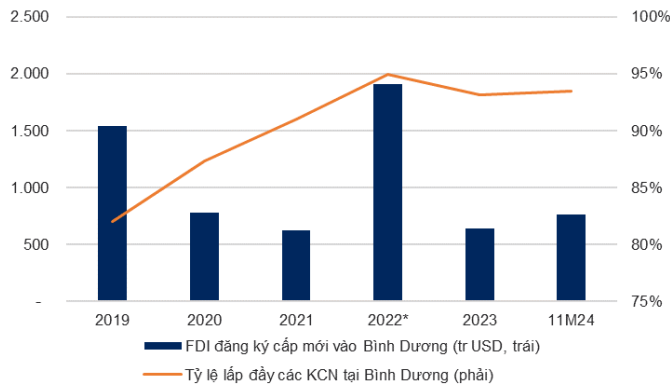
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu KCN phục hồi nhờ FDI tại Bình Dương và KCN mới

FDI vào Bình Dương ghi nhận xu hướng phục hồi

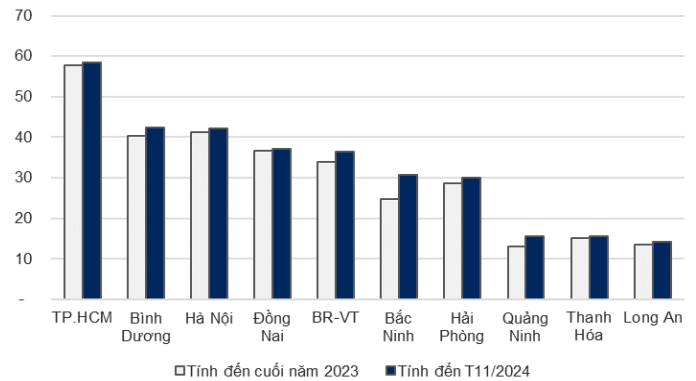
Mặc dù tỷ lệ lấp đầy các KCN tại Bình Dương đã ở mức cao, đạt trên 93% vào cuối Q3/24, FDI vào Bình Dương đang cho thấy xu hướng phục hồi nhờ: 1) tích cực xúc tiến đầu tư; 2) cam kết đơn giản hóa thủ tục hành chính; và 3) đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực. FDI đăng ký cấp mới vào Bình Dương trong 11T24 đạt 768 tr USD, tăng 31,3% svck. Nhờ đó, Bình Dương đã vượt Hà Nội, vươn lên vị trí thứ hai cả nước về thu hút FDI với tổng vốn đăng ký lũy kế đạt 42,4 tỷ USD từ năm 1988 đến nay.

Hình 15: FDI đăng ký cấp mới của Bình Dương tăng 31,3% svck, đạt 768 tr USD trong 11T24



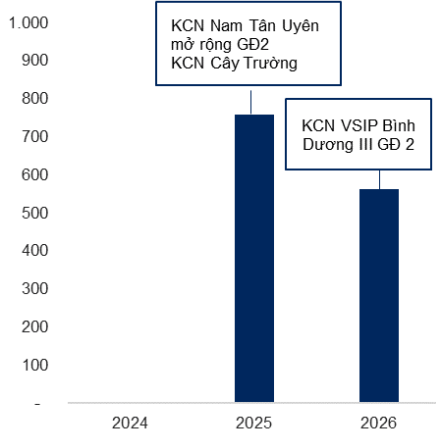
* 1,3 tỷ USD đến từ dự án nhà máy Lego tại KCN VSIP Bình Dương III
Nguồn: Bộ KH&ĐT, UBND Tỉnh Bình Dương

Hình 16: Bình Dương đứng thứ hai sau TP.HCM về tổng vốn FDI đăng ký lũy kế đến T11/2024 (tỷ USD)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Nguồn cung đất KCN mới tại Bình Dương trong giai đoạn 2024-26 (ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Các dự án hạ tầng giao thông chính của Bình Dương trong giai đoạn tới

Dự án	Ghi chú
QL13 mở rộng	Dài 12,7km từ cổng chào tỉnh Bình Dương (giáp TP.HCM) đến đường Lê Hồng Phong (TP Thủ Dầu Một), giao với đường vành đai 3 TP.HCM; mở rộng từ 6 làn lên 8 làn; khởi công vào T4/2022, Bình Dương ký vọng hoàn thành vào năm 2025
Đường vành đai 3 TP.HCM đoạn qua tỉnh Bình Dương	Dài 26,6 km; khởi công vào T6/2023; Bình Dương ký vọng hoàn thành giai đoạn 1 (11km) trong năm 2025
Đường HCM, đoạn Chơn Thành - Đức Hòa, đi qua tỉnh Bình Dương	Dài 31,5km với 6 làn xe; khởi công vào T11/2023; Bình Dương ký vọng hoàn thành vào đầu năm 2025
Đường vành đai 4 TP.HCM đoạn qua tỉnh Bình Dương	Bình Dương ký vọng khởi công trong năm 2025
Cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	Bình Dương ký vọng khởi công trong năm 2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Với nỗ lực của tỉnh Bình Dương trong việc cải thiện môi trường đầu tư, chủ động thu hút đầu tư và nguồn cung đất KCN tỉnh trong thời gian tới kỳ vọng sẽ cải thiện, chúng tôi tin rằng FDI tại Bình Dương sẽ tiếp tục xu hướng phục hồi trong những năm tới.

Cây Trường là động lực tăng trưởng doanh thu KCN trong 2025-26

Dự án KCN Cây Trường đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và đã khởi công vào tháng 9/2024. Trước đó, BCM đã chủ động san lấp mặt bằng từ sớm để đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng. Chúng tôi kỳ vọng KCN Cây Trường sẽ đi vào hoạt động từ Q4/25, bổ sung thêm 505ha vào quỹ đất KCN có thể cho thuê của BCM và trở thành động lực tăng trưởng doanh thu cho mảng KCN trong năm 2025-26.

Hình 19: KCN Cây Trường nằm ngay cạnh phía bắc KCN Bầu Bàng mở rộng, thuận tiện di chuyển đến TP.HCM qua Quốc lộ 13



- Vị trí: Cây Trường, Bầu Bàng, Bình Dương, gần Quốc lộ 13 và đường Hồ Chí Minh
- Tổng diện tích: 700ha
- Diện tích có thể cho thuê: 505ha
- Tổng vốn đầu tư: 5.459 tỷ đồng
- Giá cho thuê dự kiến: 160 USD/m2/thời hạn thuê

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, Google maps

Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự phóng doanh số đất KCN do những thách thức ngắn hạn chung của ngành

Theo sau kết quả bầu cử tổng thống Mỹ, chúng tôi nhận thấy nhiều bất định liên quan đến chính sách, đặc biệt là thuế quan. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ khiến nhiều doanh nghiệp FDI, đặc biệt là các doanh nghiệp có kế hoạch đầu tư các dự án lớn, sẽ trì hoãn quyết định đầu tư trong Q4/24-6T25.

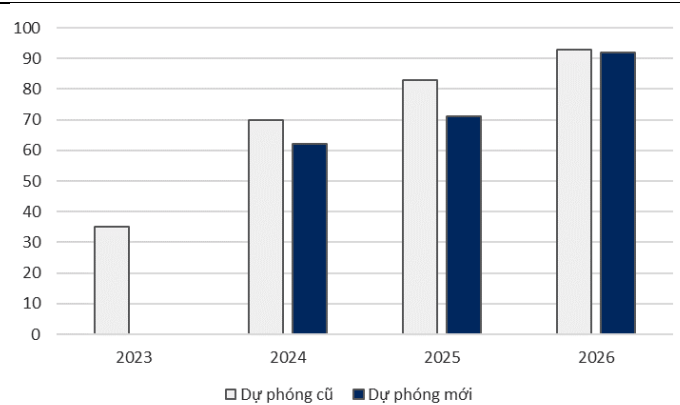
Do đó, chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ bàn giao 62ha đất KCN trong năm 2024, tăng sv 35ha năm 2023 nhưng giảm 11,4% sv dự phóng trước đó. Trong giai đoạn 2025-26, với đóng góp của KCN Cây Trường, chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ bàn giao lần lượt 71ha/92ha đất KCN (giảm sv 83/93ha ở dự phóng trước đó).

Hình 20: Sau kết quả bầu cử Tổng thống Mỹ, chúng tôi nhận thấy các dự án FDI lớn lượng lự trong việc ra quyết định đầu tư khi FDI không ghi nhận dự án lớn nào đăng ký mới

Dự án	Nhà đầu tư	Đến từ	Giá trị (tr USD)	Diện tích (ha) Tỉnh
Nhà máy công nghiệp Neotek Việt Nam	NeoSCM Limited	Đài Loan	88	13,2 Bình Thuận
Nhà máy sản xuất bap bì	QuickPack	Đức	31,8	6,0 Long An
Nhà máy sản xuất sản phẩm thời trang TnB Việt Nam	HQG ASIA Pte	Singapore	19,7	8,4 Bình Định
Nhà máy sản xuất phụ kiện nội thất	Made Enterprise	Đài Loan	124,1	Phú Thọ
Nâng vốn đầu tư tại nhà máy hiện hữu	LG Display	Hàn Quốc	1.000	Hải Phòng
Giai đoạn 3 của nhà máy hiện hữu	Kumho Tire	Hàn Quốc	300	5,6 Bình Dương
Giai đoạn 2 của nhà máy hiện hữu	Asia Vital Components	Đài Loan	18	19,5 Hà nam
Sản xuất quạt trần và linh kiện	Yuan Long International Ltd	Đài Loan	120	15,6 Thái Bình

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

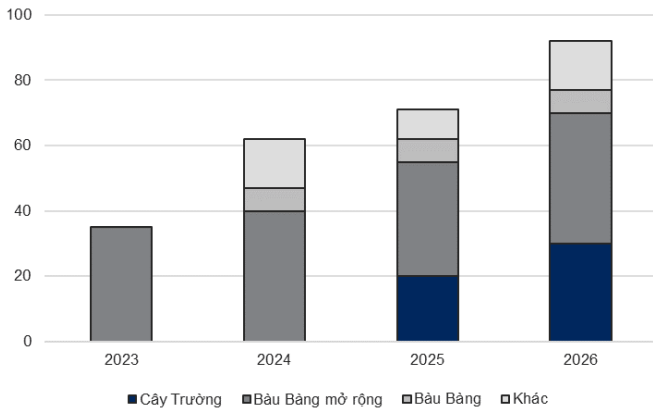
Hình 21: Thay đổi định giá trong dự phóng diện tích đất KCN bàn giao (ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

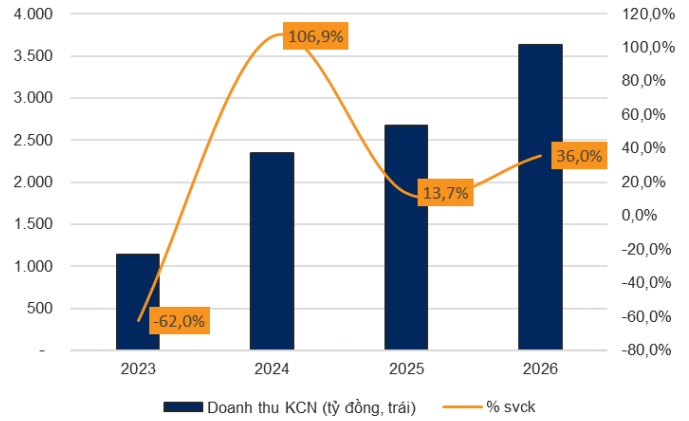
Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự phóng giá thuê trung bình năm 2024 tăng 17,0% sv dự phóng trước đó để phản ánh giá thuê cao hơn kỳ vọng tính đến cuối Q3/24. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN năm 2024-25 sẽ tăng trưởng lần lượt 106,9%/13,7% svck, đạt 2.347 tỷ đồng/2.668 tỷ đồng (giảm 3,6%/4,6% sv dự phóng trước đó).

Hình 22: Chúng tôi kỳ vọng KCN Cây Trường sẽ đóng góp lớn vào tăng trưởng doanh số đất bàn giao của BCM trong năm 2025-26 (ha)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của BCM tăng trưởng 106,9%/13,7% svck trong năm 2024-25



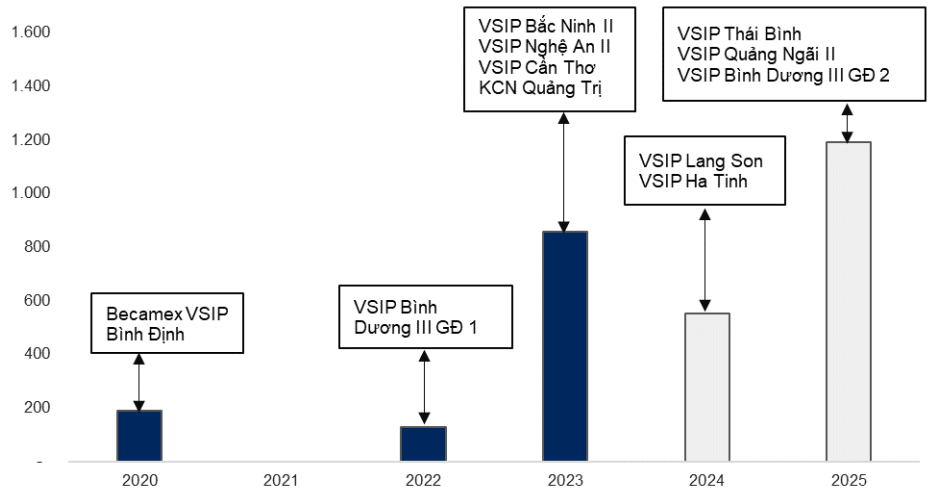
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập từ liên doanh/liên kết hỗ trợ mạnh mẽ cho LN ròng

VSIP liên tục mở rộng quỹ đất KCN trên cả nước...

Trong năm 2023, VSIP khởi công xây dựng 4 dự án KCN gồm VSIP Bắc Ninh II, VSIP Cần Thơ, VSIP Nghệ An và KCN Quảng Trị với tổng diện tích đất có thể cho thuê là 854ha. Tháng 6 vừa qua, VSIP đã khởi công xây dựng VSIP Lạng Sơn và VSIP Hà Tĩnh giai đoạn 1, bổ sung thêm 550ha vào quỹ đất cho thuê. Trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2024-25, chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ triển khai KCN VSIP Thái Bình, VSIP Quảng Ngãi II và VSIP Bình Dương III giai đoạn 2, với tổng diện tích có thể cho thuê ~1.189ha.

Hình 24: Quỹ đất KCN của VSIP liên tục được mở rộng trong những năm gần đây (ha)



* Chúng tôi tính toán diện tích đất KCN tại Becamex VSIP Bình Định và KCN Quảng Trị dựa trên tỷ lệ sở hữu của VSIP đối với từng dự án

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSIP

...nắm bắt nhu cầu về KCN xanh đang ngày càng tăng lên

Khi phát triển bền vững trở thành tiêu chí quan trọng đối với các công ty toàn cầu, VSIP đã cam kết triển khai các KCN mới theo mô hình KCN thông minh và bền vững. Mô hình này sẽ tận dụng lợi thế của Sembcorp trong lĩnh vực năng lượng tái tạo và giải pháp giảm phát thải cacbon.

Chúng tôi cho rằng mô hình KCN này sẽ giúp VSIP trở thành lựa chọn ưu tiên đối với các công ty đang tìm kiếm sự bền vững. KCN đầu tiên của VSIP triển

khai mô hình này, VSIP Bình Dương III giai đoạn 1, đã cho thấy sức hút lớn khi tập đoàn LEGO (nhà sản xuất đồ chơi đến từ Đan Mạch) thuê 44ha đất để xây dựng nhà máy trung hòa carbon đầu tiên với vốn đầu tư hơn 1 tỷ USD, và tập đoàn Pandora thuê 7,5ha để xây dựng nhà máy theo tiêu chuẩn LEED Gold (chứng chỉ chứng nhận công trình xanh hàng đầu) với vốn đầu tư 150 triệu USD.

Hình 25: Nhà máy trung hòa carbon của LEGO tại KCN VSIP III Bình Dương



Nguồn: baodautu.vn

Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của VSIP tăng mạnh 46,3%/72,1% trong năm 2025-26

Với loạt KCN liên tục được khởi công, VSIP sẽ có nhiều KCN đi vào hoạt động trong giai đoạn 2024-26. Trong bối cảnh dòng vốn FDI vào Việt Nam về dài hạn vẫn sẽ tích cực và nhu cầu về hạ tầng KCN xanh ngày càng tăng, chúng tôi tin rằng các KCN của VSIP sẽ có tỷ lệ lấp đầy tốt.

Hình 26: Cập nhật tiến độ một số KCN mới khởi công của VSIP

Tên KCN	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Khởi công vào	Chúng tôi kỳ vọng đi vào hoạt động từ	Tình trạng
VSIP Cần Thơ	294	208	Q3/23	Nửa cuối 2025	Dự án đã hoàn thành GPMB được 96% và VSIP kỳ vọng có thể bắt đầu bàn giao đất từ Q2/25. Tính đến tháng 8/2024, đã có 18 doanh nghiệp đăng ký thuê hơn 100ha
VSIP Nghệ An II	500	353	Q3/23	Nửa cuối 2025	Dự án đã GPMB được hơn 69%. Đến hiện tại đã có khoảng 10 doanh nghiệp có ý định đầu tư vào KCN với tổng nhu cầu thuê đất từ 150-200ha. Bốn doanh nghiệp đã ký MOUs cho các dự án với tổng diện tích đất thuê là 120ha, bao gồm dự án Mega Textile (50,1ha) vừa được Ban Thường vụ Tỉnh ủy Nghệ An chấp thuận đầu tư
VSIP Bắc Ninh II	273	189	2023	Q4/24	Dự án đã hoàn thành xây dựng nhà máy xử lý nước thải. Tháng 3/2024, Victory Giant ký biên bản ghi nhớ thuê 10,4 ha để xây dựng nhà máy sản xuất bo mạch in với vốn đầu tư 260 tr USD
VSIP Lạng Sơn	600	428	T6/2024	Q3/25	Theo kế hoạch của VSIP, giai đoạn 1 (200ha) của dự án sẽ đi vào hoạt động từ Q3/25
VSIP Hà Tĩnh	190	122	T6/2024	2026	Tính đến T2/24, dự án đã được phê duyệt phương án bồi thường cho khoảng 170ha

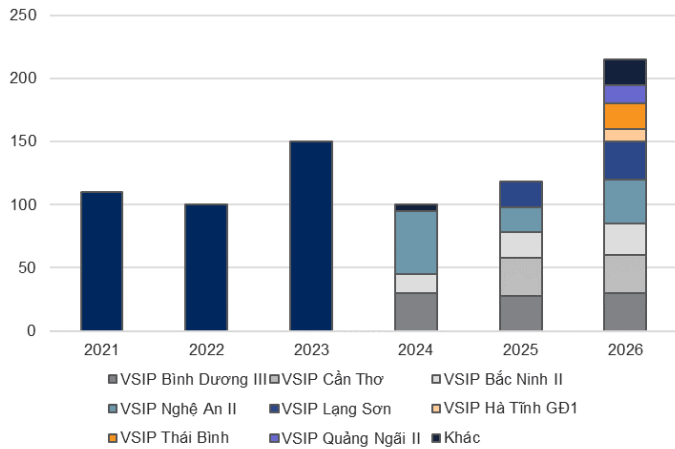
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSIP

Chúng tôi dự phóng doanh số cho thuê đất KCN của VSIP sẽ giảm từ 150ha trong năm 2023 xuống 100ha trong năm 2024 (giảm sv 110ha ở dự phóng trước đó) do các KCN cũ dần hết diện tích cho thuê. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của VSIP sẽ giảm 19,4% svck và giảm 20,9% sv dự phóng trước đó.

Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ bàn giao lần lượt 118ha/215ha (+18,0%/82,2% svck) khi các KCN khác như VSIP Cần Thơ và VSIP Lạng Sơn bắt đầu bàn giao đất. Tuy nhiên, dự phóng mới này giảm sv 175/220ha ở dự phóng trước đó do chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI đăng ký mới sẽ chậm lại trong Q4/24-6T25 trước những bất định liên quan đến chính

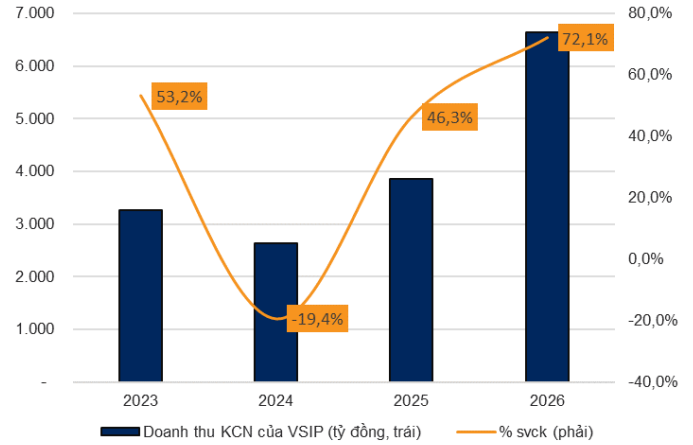
sách của Trump. Chúng tôi dự phóng doanh thu KCN của VSIP sẽ tăng mạnh lần lượt 46,3%/72,1% svck trong năm 2025-2026.

Hình 27: Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ bàn giao 100ha/118ha trong năm 2024-25 (ha)



Nguồn: Sembcorp, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Chúng tôi kỳ vọng loạt KCN mới khi bắt đầu bàn giao đất sẽ thúc đẩy doanh thu KCN tăng trưởng mạnh trong năm 2025-26



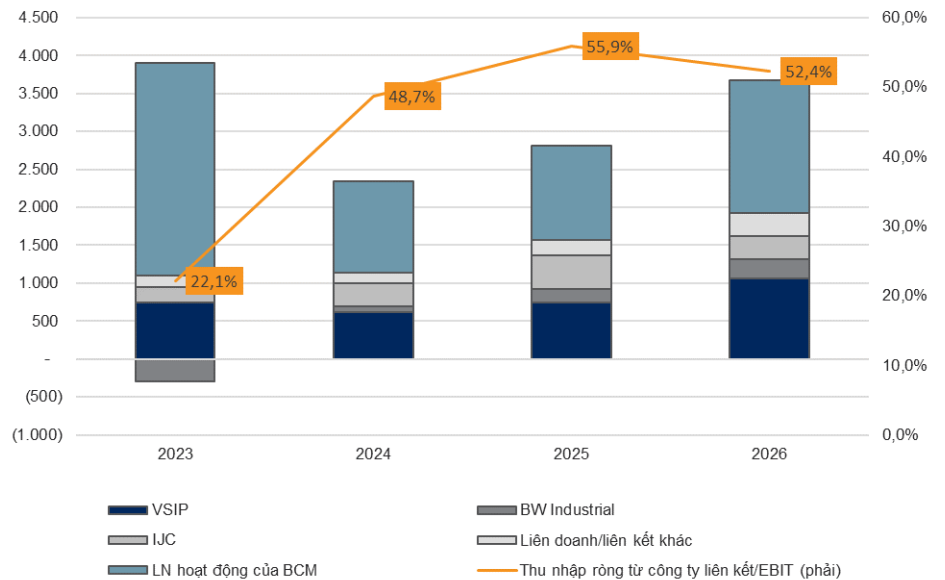
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thu nhập từ VSIP và các công ty liên kết khác sẽ chiếm nửa EBIT của BCM.

Đối với các mảng kinh doanh khác của VSIP như BĐS dân cư và thương mại cũng như cung cấp dịch vụ, chúng tôi dự báo doanh thu từ những mảng này sẽ có ít động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2024-26 khi VSIP tập trung vào việc phát triển nhiều KCN cùng lúc (trừ khi công ty bàn giao đất cho các nhà phát triển BĐS khác). Chúng tôi dự phóng LN ròng của VSIP giảm 16,8% svck trong năm 2024, đạt 1.269 tỷ đồng chủ yếu do doanh thu từ KCN giảm, nhưng tăng trưởng 20,5%/41,2% svck trong năm 2025-26 khi nhiều KCN bắt đầu bàn giao đất.

Chúng dự phóng VSIP và các công ty liên kết khác sẽ đóng góp tổng cộng 1.144 tỷ đồng/1.574 tỷ đồng trong năm 2024-25, tương ứng 51,4%/56,1% EBIT của BCM.

Hình 29: Chúng tôi kỳ vọng VSIP và các công ty liên kết khác sẽ đóng góp một nửa vào EBIT của BCM trong giai đoạn 2024-26 (tỷ đồng)



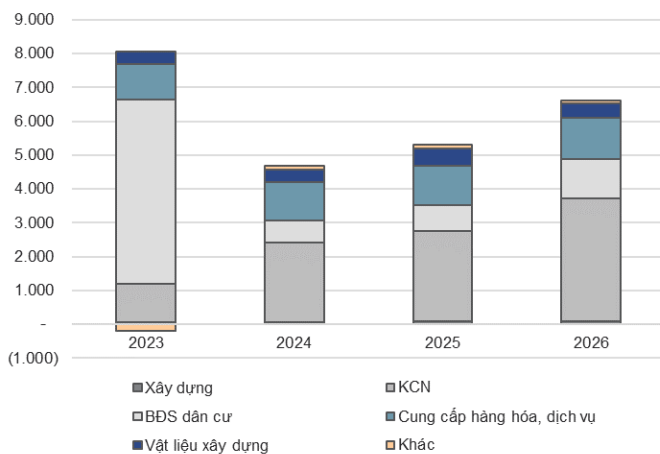
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ giảm 61,7% svck trong năm 2024, sau đó phục hồi 32,7% svck trong năm 2025 dựa trên các giả định chính sau:

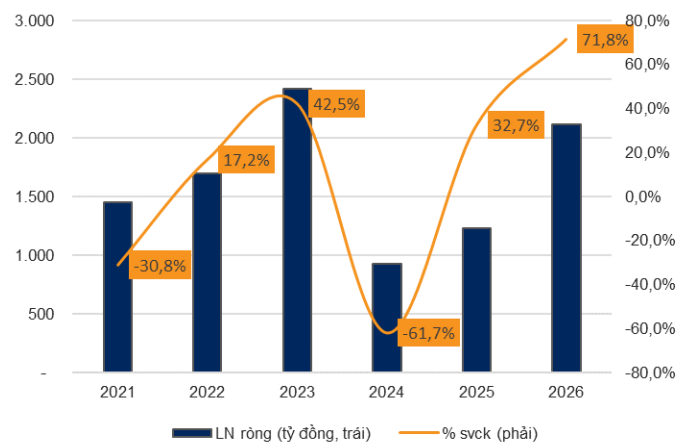
- Doanh thu năm 2024 giảm 40,7% svck do không có khoản chuyển nhượng đất như năm 2023 (BCM ghi nhận hơn 5.000 tỷ đồng doanh thu từ chuyển nhượng 18,9 ha đất cho CapitalLand). Doanh thu sau đó sẽ phục hồi 13,5% svck trong năm 2025 nhờ: 1) diện tích đất KCN bàn giao tăng 14,5% svck khi KCN Cây Trường đi vào hoạt động; 2) bàn giao ~500 căn NOXH; và 3) doanh thu vật liệu xây dựng phục hồi theo sự phục hồi của thị trường BĐS.
- Chi phí tài chính duy trì ở mức cao do phát triển KCN Cây Trường và các dự án NOXH.
- Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết tăng trưởng mạnh 43,3%/37,6% svck trong năm 2024-25 nhờ VSIP đưa nhiều KCN mới vào hoạt động và kết quả kinh doanh của BW Industrial và IJC dần cải thiện.
- Giả định BCM không ghi nhận thu nhập từ chuyển nhượng đất cho các chủ đầu tư khác trong giai đoạn 2024-26.

Hình 30: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024 sẽ giảm 40,7% svck do không có khoản thu từ chuyển nhượng đất như năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 31: Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ giảm 61,7% svck trong năm 2024, sau đó phục hồi 32,7% trong năm 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kế hoạch tăng vốn sẽ giúp giảm áp lực nợ đáo hạn

BCM dự kiến phát hành 300 triệu cổ phiếu, huy động tối thiểu 15.000 tỷ đồng vốn chủ sở hữu. Trong đó, công ty dự kiến chi hơn 5.000 tỷ đồng để trả nợ. Tại cuối Q2/24, tổng nợ vay của BCM lên tới 21 nghìn tỷ đồng và áp lực đáo hạn trái phiếu ở mức cao trong năm 2026-28 (như đã đề cập ở trên). Trong dài hạn, BCM có kế hoạch triển khai nhiều dự án từ KCN đến các dự án nhà ở, giao thông với nhu cầu vốn lớn. Vì vậy việc tăng vốn là rất cần thiết đối với BCM.

Chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ hoàn thành kế hoạch tăng vốn trong cuối 2025, giúp công ty có tiền mặt để trả các khoản nợ đến hạn và triển khai các dự án. Đợt phát hành này cũng sẽ giúp tăng tỷ lệ free-float cho cổ phiếu BCM khi tỷ lệ sở hữu nhà nước dự kiến giảm từ 95% xuống 74%.

Tuy nhiên, nếu phát hành cổ phiếu thành công, EPS và ROE của BCM sẽ bị pha loãng. Với giả định BCM không phát hành thêm cổ phiếu nhưng vẫn có thể triển khai các dự án, dự phóng ROE của chúng tôi cho năm 2025-26 lần lượt là 6,8% và 10,9% (sv 4,7% và 5,8% trong trường hợp phát hành thêm cổ phiếu).

Tương tự, EPS dự phóng cho năm 2025-26 lần lượt là 1.189 đồng và 2.043 đồng (sv 922 đồng và 1.586 đồng nếu phát hành cổ phiếu).

Hình 32: Nhu cầu vốn của BCM trong giai đoạn 2023-25, tầm nhìn đến năm 2030

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ USD)
Các dự án KCN	15.000
Các dự án giao thông	30.000
Các dự án KCN - Đô thị - Dịch vụ tại các tỉnh khác	37.240
Các dự án khu dân cư là logistics	25.000
Các dự án NOXH	20.000
Thành phố mới Bình Dương	70.000
Các dự án khác	10.000
Góp vốn vào các đơn vị thành viên	20.000
Tổng cộng	227.240

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 33: Kế hoạch phân bổ vốn của BCM từ đợt phát hành cổ phiếu sắp tới

Mục đích sử dụng vốn	Vốn (tỷ đồng)
Đầu tư dự án	6.300
_KCN Cây Trờng	2.800
_KCN Bàu Bàng mở rộng	3.500
Góp vốn vào các công ty thành viên	3.634
_VSIP	2.118
_Becamex Bình Phước	900
_CTCP Đầu tư và Phát triển điện Becamex - VSIP	216
_CTCP Giải pháp Năng lượng thông minh Việt Nam - Singapore	200
_Becamex Bình Định	200
Trả nợ vay	5.066

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là **82.800**

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án BĐS đang sinh lời và đang phát triển với tỷ lệ chiết khấu WACC là 10,6% (Lãi suất phi rủi ro: 2,69%, lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm tại ngày 30/9/2024; [phần bù rủi ro thị trường](#): 7,78%). Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 82.800 đồng, chủ yếu do tác động kết hợp của: 1) điều chỉnh tiến độ bồi thường đất tại các KCN về các năm đầu của dự án theo tiến độ triển khai thực tế; 2) điều chỉnh ghi nhận dòng tiền từ các KCN dựa trên tiến độ triển khai và thu hút đầu tư thực tế của từng dự án; 3) tăng giá cho thuê đất KCN; và 4) cập nhật mô hình định giá đến Q3/24.

Hình 34: Định giá BCM theo phương pháp định giá từng phần (SOTP)

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu của BCM	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
BDS KCN			
_ Mỹ Phước 1	DCF	100%	513
_ Mỹ Phước 2	DCF	100%	184
_ Mỹ Phước 3	DCF	100%	724
_ Thới Hòa	DCF	100%	380
_ Bà Bằng	DCF	100%	985
_ Bà Bằng mở rộng	DCF	100%	3.048
_ Cây Trông	DCF	100%	7.052
BDS dân cư, thương mại			
_ Quý đất dân cư, thương mại chưa phát triển	DCF và so sánh	100%	65.839
_ Becamex Tower	DCF	100%	2.925
_ WTC Tower	DCF	100%	1.634
_ Khu dân cư Hòa Lợi	BV	61%	852
_ TDC Plaza	BV	61%	316
_ Unitown giai đoạn 2	BV	61%	231
_ Becamex Hotel New City	DCF	100%	851
_ Becamex Hotel Thủ Dầu Một	DCF	100%	396
_ Khác	BV	100%	94
Cộng:			
Tiền và tương đương tiền	BV		943
Đầu tư vào liên doanh/liên kết			
_ VSIP	SOTP	49%	17.118
_ BW Industrial	P/B	24%	3.643
_ JJC	SOTP	50%	3.562
_ Becamex Tokyu	P/B	35%	4.171
_ Becamex Bình Phước	DCF	40%	841
_ Becamex Bình Định	DCF	40%	534
_ Others	BV, P/B và P/E		2.355
Trừ:			
_ Nợ vay	BV		20.665
_ Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV		937
Giá trị doanh nghiệp trước phát hành			92.516
Số lượng cổ phiếu hiện hành (tr)			1.035
Giá mục tiêu trước phát hành (VND/cp)			89.400
Điều chỉnh:			
(+) Thu từ phát hành cổ phiếu mới*			18.000
(-) Đầu tư vào các dự án và các đơn vị thành viên			4.978
Giá trị doanh nghiệp sau phát hành			110.516
Số lượng cổ phiếu sau phát hành (tr)			1.335
Giá mục tiêu sau phát hành (VND/cp)			82.800

(*) Chúng tôi giả định BCM có thể phát hành 300 triệu cổ phiếu với giá 60.000 đồng/cổ phiếu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với quỹ đất đô thị chưa phát triển, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá quỹ đất ở Thủ Dầu Một với giả định BCM có thể chuyển nhượng 10-15ha mỗi năm với giá bán ban đầu là 20,8 triệu đồng và tỷ lệ chiết khấu 13%. Đối với các quỹ đất khác, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh dựa trên chênh lệch giá đất thực tế mà chúng tôi khảo sát. Chúng tôi áp dụng chiết khấu 10% cho tổng giá trị quỹ đất đô thị để phản ánh rủi ro biến động giá đất.

Hình 35: Định giá quỹ đất nhà ở, thương mại chưa khai thác của BCM

Vị trí	Quỹ đất còn lại (ha)	Phương pháp	Giá đất sau điều chỉnh (VND/m ²)	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Bình luận
Thủ Dầu Một	459	DCF	9.634.757	44.178	Chúng tôi giả định BCM có thể bàn giao 10-15ha đất hàng năm với giá bán 20,8 tr đồng/m ² và áp dụng tỷ lệ chiết khấu 13%
Bến Cát	297	So sánh	4.817.378	14.287	Chúng tôi sử dụng đơn giá sau điều chỉnh của Thủ Dầu Một làm đơn giá so sánh. Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh giảm 50% do vị trí tại, căn cứ theo giá đất khảo sát
Bàu Bàng	452	So sánh	2.890.427	13.070	Chúng tôi sử dụng đơn giá sau điều chỉnh của Thủ Dầu Một làm đơn giá so sánh. Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh giảm 70% do vị trí, căn cứ theo giá đất khảo sát
Thuận An	14	So sánh	11.561.708	1.620	Chúng tôi sử dụng đơn giá sau điều chỉnh của Thủ Dầu Một làm đơn giá so sánh. Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh tăng 20% do vị trí, căn cứ theo giá đất khảo sát

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá từng phần để định giá VSIP. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án bất động sản đang sinh lời và đang được phát triển với tỷ lệ chiết khấu WACC là 10,5%. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu đặc biệt 20-30% cho một số dự án để phản ánh rủi ro về chậm tiến độ thực hiện cũng như bàn giao đất của các dự án.

Hình 36: Định giá VSIP

	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu của VSIP	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
BDS KCN			
_Becamex VSIP Bình Định	DCF	30%	400
_VSIP Hải Phòng	DCF	100%	1.006
_VSIP Nghệ An I	DCF	100%	70
_VSIP Bình Dương III	DCF	100%	8.411
_VSIP Cần Thơ	DCF	100%	1.535
_VSIP Bắc Ninh II	DCF	100%	3.363
_VSIP Nghệ An II	DCF	100%	1.554
_KCN Quảng Trị	DCF	30%	445
_VSIP Lạng Sơn	DCF	100%	624
_VSIP Hà Tĩnh GD 1	DCF	100%	104
_VSIP Thái Bình	DCF	100%	167
_VSIP Quảng Ngãi II	DCF	100%	822
BDS dân cư	DCF và So sánh		20.915
Năng lượng và mảng khác	P/E		5.616
(+)			
Tiền và tương đương tiền			7.326
(-)			
Nợ vay			15.192
Lợi ích cổ đông không kiểm soát			2.232
Giá trị doanh nghiệp			34.935

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu với giá cổ phiếu phát hành (Đơn vị: VND)

Giá cổ phiếu phát hành mới	50.000	55.000	60.000	65.000	70.000
Giá mục tiêu	80.600	81.700	82.800	84.000	85.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu với WACC (Đơn vị: VND)

WACC cho VSIP	WACC cho BCM						
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%
9,5%	84.300	84.000	83.700	83.400	83.200	82.900	82.700
10,0%	84.000	83.700	83.400	83.100	82.900	82.600	82.400
10,5%	83.700	83.400	83.100	82.800	82.600	82.300	82.100
11,0%	83.400	83.100	82.800	82.600	82.300	82.000	81.800
11,5%	83.100	82.800	82.600	82.300	82.000	81.800	81.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu với giá đất tại Thủ Dầu Một (Đơn vị: VND)

Giá đất tại Thủ Dầu Một	18,0	20,0	20,8	22,0	24,0
Giá mục tiêu	77.300	81.500	82.800	86.500	90.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

BCM hiện giao dịch ở mức P/B là 3,6, cao hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,4 nhưng thấp hơn P/B bình quân ba năm gần nhất là 4,2. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng mức P/B năm 2025 là 3,0. Chúng tôi cho rằng mức P/B này phù hợp để phản ánh triển vọng của BCM và tác động của kế hoạch tăng vốn trong năm 2025.

Hình 40: BCM thường giao dịch ở mức P/B cao hơn mức trung vị các công ty cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 41: So sánh cùng ngành (dữ liệu tại ngày 19/12/2024)

Công ty	Mã bloomberg	Vốn hóa	Doanh thu 9T24	% svck	LN ròng 9T24	%svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/B
		USDmn	USDmn		USDmn		%	%	x	x
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.215	666	17,0%	88	57,7%	12	6,7	35,9	2,4
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	763	78	-58,4%	14	-81,7%	18,1	2,4	47,3	1,1
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	721	321	-19,5%	22	-52,5%	53,9	7,1	33,1	2,3
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	777	271	37,9%	64	94,5%	56,8	45,2	8,6	3,6
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	586	225	20,5%	33	37,3%	41,9	28,4	16,0	4,1
Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	526	165	12,5%	29	31,0%	47,7	12,6	16,7	2,0
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	300	40	13,2%	9	-49,9%	8,4	10,4	18,8	1,9
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	257	25	14,6%	9	39,4%	153,6	11,7	26,8	2,6
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	192	7	1,4%	8	-15,9%	28,7	35,8	16,7	5,2
CTCP Long Hậu	LHG VN	77	13	31,6%	5	32,6%	11,3	12,7	9,1	1,1
<i>Trung bình</i>				7,1%		9,2%	43,2	17,3	22,9	2,6
<i>Trung vị</i>				13,9%		31,8%	35,3	12,2	17,8	2,4
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp BCM VN		2.926	126	6,1%	29	88,5%	101,3	15,3	26,2	3,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Báo cáo KQKD

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	8.213	6.507	6.982	6.565	7.883	4.676	5.310
Giá vốn hàng bán	(4.826)	(3.245)	(3.759)	(3.791)	(3.635)	(1.972)	(2.432)
LN gộp	3.387	3.261	3.223	2.774	4.248	2.704	2.877
Chi phí QLDN	(773)	(649)	(597)	(534)	(592)	(658)	(721)
Chi phí bán hàng	(802)	(703)	(624)	(764)	(873)	(997)	(1.100)
LN hoạt động	2.896	2.582	2.262	1.813	2.805	1.215	1.579
EBITDA	2.038	2.148	2.188	1.666	3.050	1.304	1.314
Khấu hao	226	238	186	190	267	255	257
EBIT	1.812	1.910	2.002	1.477	2.783	1.049	1.057
Doanh thu tài chính	527	25	114	74	131	185	217
Chi phí tài chính	(656)	(591)	(875)	(880)	(906)	(1.162)	(1.269)
Thu nhập ròng khác	85	18	(472)	139	(108)	(30)	(30)
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	1.213	1.239	1.022	1.143	798	1.144	1.574
LN trước thuế	2.981	2.600	1.791	1.952	2.697	1.185	1.549
Chi phí thuế TNDN	(350)	(301)	(287)	(228)	(417)	(166)	(217)
LN ròng	2.487	2.098	1.451	1.700	2.423	927	1.230
LNST của cổ đông không kiểm soát	144	200	53	24	(143)	92	102

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	417	1.776	2.985	1.071	1.332	256	13.322
Đầu tư tài chính ngắn hạn	326	64	214	436	87	280	2.015
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.048	3.880	4.845	5.070	6.759	5.216	6.205
Hàng tồn kho	22.877	24.270	20.931	20.841	19.834	21.817	22.908
Tài sản ngắn hạn khác	26	30	75	168	164	96	104
Tổng tài sản ngắn hạn	27.965	30.235	29.193	27.849	28.441	27.809	44.732
Tài sản cố định	1.844	1.880	1.220	1.246	1.160	1.141	1.110
Tài sản dở dang dài hạn	2.053	2.936	2.297	1.904	3.191	3.899	5.363
Tổng các khoản đầu tư dài hạn	10.698	13.173	15.515	16.308	19.761	22.008	26.134
Tài sản dài hạn khác	28.921	31.127	29.967	28.847	29.312	28.429	45.353
Tổng tài sản	43.516	49.117	48.998	48.305	53.424	55.477	77.960
Nợ vay ngắn hạn	9.259	6.138	4.248	4.951	9.385	9.130	9.553
Các khoản phải trả ngắn hạn	9.948	13.296	10.431	9.516	11.780	10.630	12.919
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	2.374	2.899	3.426	3.859	1.323	1.257	2.146
Phải trả ngắn hạn khác	233	362	459	512	509	502	509
Tổng nợ ngắn hạn	21.813	22.694	18.564	18.838	22.998	21.518	25.127
Nợ vay dài hạn	5.289	8.755	12.386	10.936	10.331	13.411	14.036
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	462	838	780	594	475	946	899
Phải trả dài hạn khác	201	253	170	173	147	144	144
Vốn góp chủ sở hữu	10.362	10.362	10.362	10.362	10.362	10.362	28.362
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	4.130	4.163	4.724	4.987	6.303	5.675	5.456
Vốn chủ sở hữu	15.750	16.578	17.098	17.765	19.473	19.457	37.754
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.126	1.157	1.015	1.007	911	1.003	1.105
Tổng nguồn vốn	43.516	49.117	48.998	48.305	53.424	55.477	77.960

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
LN trước thuế	2.981	2.600	1.791	1.952	2.697	1.185	1.549
Khấu hao	226	238	186	190	267	255	257
Thuế TNDN đã nộp	(369)	(296)	(424)	(242)	(81)	(167)	(217)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.727)	(2.245)	(2.883)	(3.070)	(8.943)	(3.358)	(2.058)
Thay đổi vốn lưu động	2.822	2.251	1.673	1.674	2.909	1.303	1.314
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	2.932	2.548	343	504	(3.151)	(782)	845
Đầu tư TSCĐ	(163)	(337)	(26)	(212)	(115)	(1.021)	(1.543)
Chi góp vốn vào đơn vị khác rỗng	144	(1.139)	(1.005)	(744)	(859)	(1.027)	(2.700)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	304	384	(47)	76	1.446	(37)	(1.548)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	284	(1.092)	(1.078)	(880)	472	(2.085)	(5.791)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	224	0	0	0	0	0	18.000
Trả vốp góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay rỗng nhận được	(4.993)	314	2.773	(813)	3.768	2.825	1.048
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(609)	(411)	(828)	(725)	(828)	(1.035)	(1.035)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(5.378)	(97)	1.945	(1.538)	2.940	1.790	18.013
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	2.578	417	1.776	2.985	1.071	1.332	256
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(2.161)	1.359	1.209	(1.914)	262	(1.077)	13.067
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	417	1.776	2.985	1.071	1.332	256	13.322

Các chỉ số cơ bản

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (đồng)	2.403	2.027	1.402	1.643	2.341	896	922
P/B	4,7	4,5	4,3	4,1	3,7	3,7	2,4
Tỷ suất cổ tức	0,9%	0,6%	1,2%	1,1%	1,2%	1,5%	1,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	28%	17%	39%	50%	49%	43%	112%
Chỉ số tăng trưởng (svck)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng doanh thu	25,6%	-20,8%	7,3%	-6,0%	20,1%	-40,7%	13,5%
Tăng trưởng LN rỗng	14,6%	-15,6%	-30,8%	17,2%	42,5%	-61,7%	32,7%
Chỉ số sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	41,2%	50,1%	46,2%	42,3%	53,9%	57,8%	54,2%
Biên EBITDA	24,8%	33,0%	31,3%	25,4%	38,7%	27,9%	24,7%
Biên LN rỗng	30,3%	32,2%	20,8%	25,9%	30,7%	19,8%	23,2%
ROA	5,9%	5,0%	3,1%	3,5%	4,5%	1,9%	2,0%
ROE	18,0%	14,2%	8,9%	9,9%	12,2%	5,2%	4,7%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	5,6	5,5	3,3	3,2	4,0	2,0	2,2
Nợ vay/VCSH	92,4%	89,8%	97,3%	89,4%	101,3%	115,9%	62,5%
Nợ vay rỗng/VCSH	89,7%	79,1%	79,8%	83,4%	94,4%	114,5%	27,2%
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Vòng quay các khoản phải thu	1,6	1,5	1,5	1,3	1,3	0,8	0,9
Số ngày phải thu	222,5	232,8	234,2	283,0	282,2	476,7	398,0
Vòng quay các khoản phải trả	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4
Số ngày phải trả	521,7	788,9	774,8	746,6	604,6	961,9	913,6
Vòng quay hàng tồn kho	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Số ngày tồn kho	1.659,5	2.614,9	2.164,3	1.983,4	2.014,3	3.801,2	3.309,9
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,6	1,5	1,2	1,3	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,9

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới.

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thúy Nga – Chuyên viên phân tích

Email: nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>