

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

- LN ròng năm 2023 đạt 2,441 tỷ đồng (+44% svck) chủ yếu nhờ khoản lãi đột biến 2,200 tỷ đồng từ chuyển nhượng 18.9 ha đất tại Thủ Dầu Một.
- LN ròng dự báo giảm 51% svck trong 2024 do không còn lợi nhuận từ chuyển nhượng BĐS, tăng 68% svck trong 2025 nhờ triển vọng tích cực ở mảng KCN.
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với BCM với giá mục tiêu 78,000 đ/CP.

### KQKD năm 2023 tăng trưởng mạnh nhờ hoạt động chuyển nhượng BĐS

Năm 2023, doanh thu BCM đạt 8,072 tỷ đồng, tương đương 98% dự phóng của chúng tôi. Mảng KCN ghi nhận doanh thu thấp, ước đạt khoảng 1,300 tỷ đồng do diện tích đất cho thuê khoảng 30-40 ha thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi là 124 ha, tuy nhiên BCM đã ghi nhận doanh thu 5,085 tỷ đồng từ chuyển nhượng khu đất 18.9 ha tại Thủ Dầu Một cho CapitalLand trong Q4/2023. Lợi nhuận từ công ty liên kết đạt 789 tỷ đồng giảm 31% svck. LN ròng 2023 đạt 2,441 tỷ đồng, tăng 44% svck, hoàn thành 113% dự phóng của chúng tôi.

### Chúng tôi dự báo LN ròng 2024 giảm 51% svck tuy nhiên sẽ tăng mạnh 68% svck trong 2025

Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi dự phóng doanh thu có thể đạt 5,927 tỷ đồng (-27% svck)/7,131 tỷ đồng (+20% svck) với kỳ vọng dòng vốn đầu tư vào Bình Dương cải thiện khi kinh tế thế giới dần phục hồi. Các dự án KCN lớn như KCN Cây Trường, VSIP Cần Thơ, Becamex Bình Phước và Becamex VSIP Bình Định đang được đẩy mạnh để sớm đưa vào vận hành, qua đó giúp doanh thu cho thuê đất KCN được cải thiện từ năm 2024. Lợi nhuận ghi nhận từ công ty liên doanh, liên kết đạt 1,320 tỷ đồng/1,889 tỷ đồng (+67% svck/+43% svck), trong đó các khoản đóng góp lợi nhuận lớn gồm VSIP, IJC,..... Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng LN ròng BCM năm 2024-25 đạt 1,198 tỷ đồng (-51% svck)/2,016 tỷ đồng (+68% svck).

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của BCM là 78,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng năm 2024-25 lần lượt 48%/12% svck do điều chỉnh (1) Giảm doanh thu mảng cho thuê đất KCN bởi tiến độ bàn giao đất chậm hơn dự kiến (2) Giảm doanh thu mảng BĐS nhà ở do thị trường BĐS âm ảm kéo dài đã ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của BCM và các công ty con (3) Điều chỉnh doanh thu ghi nhận từ dự án KCN Cây Trường sang năm 2025. Mặc dù giảm dự phóng lợi nhuận, chúng tôi duy trì khuyến nghị mã BCM với định giá là 78,000 đồng/CP theo phương pháp SOTP do (1) chuyển mô hình định giá sang năm 2024 và (2) điều chỉnh giảm 0.6 điểm % phần bù rủi ro trong mô hình định giá.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6,565	8,072	5,927	7,131
LN ròng	1,698	2,441	1,198	2,016
Tăng trưởng doanh thu thuần	-6.0%	23.0%	-26.6%	20.3%
Tăng trưởng LN ròng	17.0%	43.8%	-50.9%	68.3%
Biên LN gộp	42.3%	53.5%	46.3%	49.5%
Biên EBITDA	46.0%	48.4%	53.2%	59.6%
ROAE	10.3%	14.0%	6.5%	10.6%
ROAA	3.5%	4.8%	2.3%	3.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,641	2,359	1,157	1,948
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,185	17,597	17,885	18,916

(Nguồn: BCM, MBS Research)

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 78,000

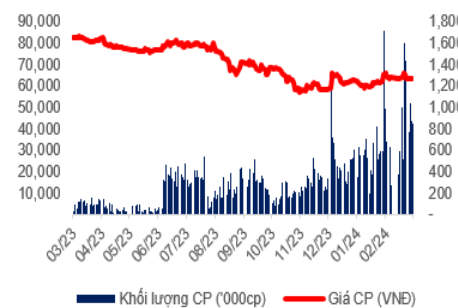
So với giá thị trường

+18.8%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Thay đổi tỷ lệ chiết khấu WACC của BCM từ 10.8% xuống 9.9%
- Giảm dự phóng EPS 2024-25 48%/ 12%

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	65,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	82,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	57,200
Vốn hóa (tỷ VND)	68,000
P/E (TTM)	26.8
P/B	3.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

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



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

## Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc;
- Các dự án KCN lớn được đẩy mạnh đầu tư, sớm đưa vào vận hành sẽ giúp lợi nhuận năm 2025 tăng trưởng mạnh mẽ 68% svck;
- Định giá cổ phiếu hấp dẫn, tiềm năng tăng giá là 20% (bao gồm tỷ suất cổ tức 1.1%).

#### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu cho cổ phiếu BCM là **78,000 đồng/cổ phiếu** không thay đổi so với định giá cũ. Một số thay đổi chính trong mô hình định giá:

Hình 1: Định giá cổ phiếu BCM

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Nhận định
<b>Khu công nghiệp</b>		<b>11,198</b>		
Mỹ Phước 1	100%	350	DCF	Dự án KCN có doanh thu tương đối ổn định nên chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 9.9%, thay vì tỷ lệ chiết khấu là 10.8% trong báo cáo trước, do giảm tỷ lệ tính phần bù rủi ro từ 9.6% xuống 9.0%.
Mỹ Phước 2	100%	143	DCF	
Mỹ Phước 3	100%	818	DCF	
Thới Hoà	100%	306	DCF	
Bàu Bàng	100%	1,010	DCF	
Bàu Bàng mở rộng	100%	2,408	DCF	
Cây Trường	100%	6,163	DCF	
<b>BĐS nhà ở thương mại</b>		<b>2,697</b>	<b>BV</b>	Dự án BĐS đang triển khai được tính theo giá trị BV do các dự án đều đang tạm dừng triển khai, đang xây dựng dở dang hoặc kinh doanh cho thuê thua lỗ.
<b>BĐS chưa triển khai</b>		<b>54,440</b>		
Thủ Dầu Một	100%	32,303		Dự án BĐS chưa triển khai được tính lại theo giá thị trường với tỷ lệ chiết khấu 70%, thay vì tính theo giá đất nền khu vực thấp nhất, do kỳ vọng thị trường có thể phục hồi trong năm nay.
Bến Cát	100%	7,344		
Bàu Bàng	100%	14,067		
Thuận An	100%	726		
<b>Tổng giá trị tài sản</b>		<b>68,335</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền		1,332		
(+) Đầu tư ngắn hạn		87		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết		31,632		Đối với khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV với VSIP và IJC, phương pháp DCF cho Becamex Bình Phước, phương pháp PE và BV có sử dụng hệ số với các công ty còn lại.
VSIP	49%	16,199	RNAV	
Becamex Bình Phước	40%	3,107	DCF	
IJC	50%	1,988	RNAV	
BW	40%	3,594	BV	
Becamex Tokyu	35%	3,030	BV	

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Nhận định
Setia	26%	293	BV	
Khác		3,422		
(-) Nợ vay		19,738		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		876		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>		<b>80,773</b>		
Số lượng cổ phiếu		1,035,000,000		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>		<b>78,042</b>		

(Nguồn: MBS Research)

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Becamex IDC	BCM	65,700	78,000	Khả quan	68,000	27.9	56.8	3.7	3.6	14%	6.5%	4.8%	2.3%
IDICO	IDC	59,500	53,200	Trung lập	19,602	13.9	9.0	3.7	3.3	26.8%	38.5%	7.9%	11.8%
Kinh Bắc	KBC	35,700	31,300	Trung lập	27,442	12.6	13.4	1.5	1.3	11.7%	10.4%	5.7%	5.5%
Sonadezi Châu Đức	SZC	43,300	39,300	Trung lập	7,776	20.8	18.7	2.9	2.4	13.4%	13.8%	3.3%	4.3%
Viglacera	VGC	58.400	NA	Không khuyến nghị	26,228	22.9	16.8	2.0	2.6	15.7%	15.8%	5.2%	6.2%
<b>Trung bình ngành</b>						<b>19.6</b>	<b>22.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>16.3%</b>	<b>17.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.0%</b>

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

### Rủi ro đầu tư

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

## Tổng hợp KQKD 2023

### LN ròng cả năm tăng trưởng mạnh nhờ chuyển nhượng dự án BĐS

Hình 3: So sánh các kết quả Q4/2023 & cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng trưởng yoy (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trưởng yoy (%)	So với dự phóng cũ	Đánh giá
Doanh thu	5,060	476%	8,072	23%	98%	
BĐS	4,670	1,908%	6,549	40%	125%	Q4/23 doanh thu mảng BĐS của Becamex tăng gấp 22 lần svck nhờ chuyển nhượng khu đất 18.9 ha tại Thủ Dầu Một cho CapitalLand. Doanh thu ghi nhận từ thương vụ này là 5,086 tỷ đồng, biên LN khoảng 55%.
Hàng hoá, dịch vụ	351	19%	1,003	64%	73%	
Biên LNG	51%	+16 điểm %	53%	+11 điểm %		Biên LNG được cải thiện nhờ biên LNG mảng BĐS và xây dựng tăng lần lượt 10 điểm % và 14 điểm %
BĐS	53%	-12 điểm %	58%	+10 điểm %		
Hàng hoá, dịch vụ	48%	+15 điểm %	42%	+3 điểm %		
Chi phí bán hàng	290	-5%	869	14%	101%	
Chi phí QLDN	223	-7%	583	9%	80%	
Chi phí QLDN & bán hàng	514	-6%	1,452	12%	91%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	10%	-52 điểm %	18%	-2 điểm %		
Doanh thu tài chính	20	64%	89	21%	53%	
Chi phí tài chính	296	17%	906	3%	122%	Chi phí tài chính tăng do quy mô nợ vay tăng 24% so với đầu năm..
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	569	3%	789	-31%	70%	Chúng tôi ước tính LNST của VSIP đạt khoảng 1,700 tỷ đồng thấp hơn 25% svck và BW lỗ hơn 1,200 tỷ đồng.
VSIP			829	-25%	86%	
BW			-300	-40%	140%	
Becamex Tokyu			-8	-132%	-112%	
LNTT	2,362	10,957%	2,730	40%	107%	
Thuế TNDN	312	2,066%	416	83%	146%	
LN ròng	2,051	3,542%	2,441	44%	113%	LN ròng quý 4 tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ ghi nhận chuyển nhượng dự án. Lũy kế cả năm, LN ròng tăng trưởng 44% svck, cao hơn so với dự phóng của chúng tôi.

(Nguồn: BCM, MBS Research)

## Mảng KCN: Kỳ vọng phục hồi từ năm 2024-25

### Doanh thu mảng KCN năm 2023 giảm nhưng kỳ vọng tăng trưởng trở lại từ năm 2024-25

Chúng tôi ước tính doanh thu cho thuê đất KCN của BCM trong năm 2023 đạt 1,300 tỷ đồng (-50% svck), diện tích đất cho thuê khoảng 30-40 ha thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi là 124 ha. Nguyên nhân do (1) dòng vốn đầu tư vào tỉnh Bình Dương giảm mạnh (vốn đầu tư FDI và vốn đầu tư trong nước vào Bình Dương lần lượt giảm 50% và 15% svck) (2) Bình Dương mất dần lợi thế cạnh tranh về chi phí do giá thuê đất và chi phí lao động cao hơn so với tỉnh thành lân cận (3) dòng vốn vào Việt Nam năm vừa qua có xu hướng chuyển dịch sang đầu tư sản xuất linh kiện điện tử, công nghệ cao trong khi các tỉnh thành phía Nam hiện tập trung vào sản xuất da giày, dệt may, gỗ, đồ ăn uống,..... nhu cầu tiêu thụ hàng tiêu dùng yếu do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ trên thế giới.

Trong hai tháng đầu năm nay, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng 19.2% svck, dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ở mức cao với vốn đăng ký đạt 4.3 tỷ USD (+39% svck) và vốn giải ngân đạt 2.8 tỷ USD (+10% svck). Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản xuất phục hồi giúp dòng vốn đầu tư sản xuất tại khu vực phía Nam tăng trở lại, qua đó doanh thu mảng KCN của BCM trong năm 2024 có thể đạt 1,696 tỷ đồng (+30% svck), diện tích cho thuê đạt 42 ha.

Ngoài ra, dự án KCN Cây Trường đã được tỉnh phê duyệt quy hoạch 1/2000. Dự án có vị trí tại huyện Bàu Bàng, giáp KCN Bàu Bàng và đất cao su. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được cấp phép đầu tư và cho thuê đất vào năm sau. Giá thuê đất KCN ngang bằng với KCN Bàu Bàng, khoảng 140-160 USD/m<sup>2</sup>, dự phóng doanh thu cho thuê năm 2025 đạt 848 tỷ, theo đó doanh thu mảng KCN của BCM có thể đạt 2,751 tỷ đồng (+62% svck) trong năm 2025.

Hình 4: Vị trí KCN Cây Trường



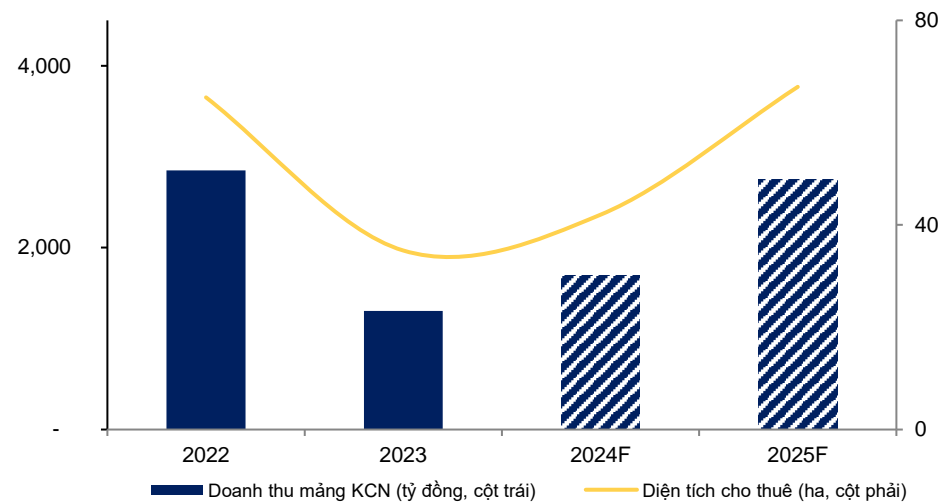
(Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương)

Hình 5: Dự án KCN của Becamex

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )
Mỹ Phước 1	100%	2002 - 2052	377	274	33	88%	140-160
Mỹ Phước 2	100%	2005 - 2055	472	343	14	96%	140-160
Mỹ Phước 3	100%	2006 - 2056	984	670	67	90%	150-170
Thới Hoà	100%	2006 - 2056	202	153	23	85%	170-200
Bàu Bàng	100%	2007 - 2057	1,001	735	74	90%	140-160
Bàu Bàng mở rộng	100%	2016 - 2066	1,000	754	241	68%	140-160
Cây Trường	100%	2022 - 2072	700	490	490	0%	140-160

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Hình 6: Dự phóng mảng cho thuê KCN của BCM năm 2024-25



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Các khoản đầu tư liên kết trong mảng KCN dự báo ghi nhận LN 1,320 tỷ đồng (+67% svck)/1,889 tỷ đồng (+43% svck) trong năm 2024-25

Hình 7: Dự án KCN kinh doanh theo hình thức liên kết

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )
<b>KCN đang vận hành</b>							
VSIP I Bình Dương	49%	2006 – 2058	500	500	0	100%	
VSIP II Bình Dương	49%	2006 - 2055	2,045	1,345	0	100%	
VSIP III Bình Dương	49%	Khởi công từ 2022	1,000	128 (*)	84	34%	180-200
VSIP Bắc Ninh I	49%	2007 - 2057	635	485	0	100%	200-220
VSIP Hải Phòng	49%	2008 - 2058	1,566	328	79	76%	100-120
VSIP Hải Dương	49%	2008 - 2058	149	110	25	77%	70-90
VSIP Nghệ An I	49%	2015 - 2065	750	238	12	95%	80-100
VSIP Quảng Ngãi	49%	2017 - 2067	1,746	498	149	70%	70-100
Becamex VSIP Bình Định	40%	Khởi công từ 2021	1,374	1,000	900	10%	60-70
Becamex Bình Phước	40%	Khởi công từ 2018	2,448	1,871	1,572	12%	80-100

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m2)
<b>KCN chưa triển khai</b>							
VSIP Bắc Ninh II	49%		273	232			Dự kiến vận hành từ năm 2024
VSIP Nghệ An II	49%		500				Khởi công từ năm 2023
VSIP Cần Thơ	49%		294	200			Khởi công từ năm 2023
VSIP Quảng Trị	49%		481	330			Khởi công từ năm 2023
VSIP Lạng Sơn	49%		600				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư
VSIP Thái Bình	49%		333				Đã có phê duyệt chủ trương đầu tư

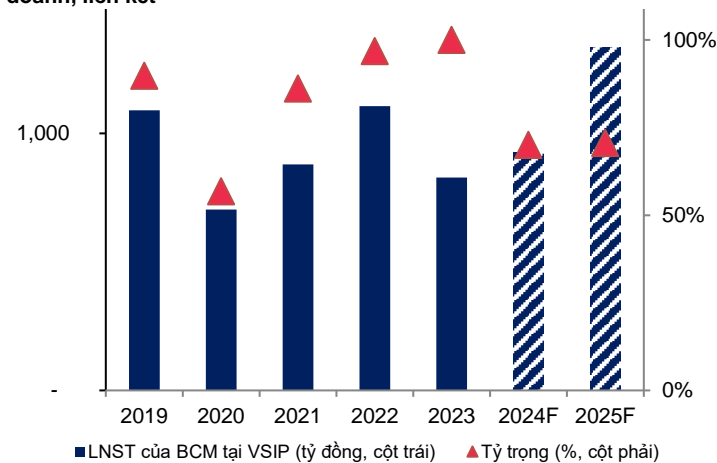
(\*): Giai đoạn 1 của dự án KCN VSIP III Bình Dương

(Nguồn: MBS Research)

### VSIP đem lại lợi nhuận lớn nhất cho BCM

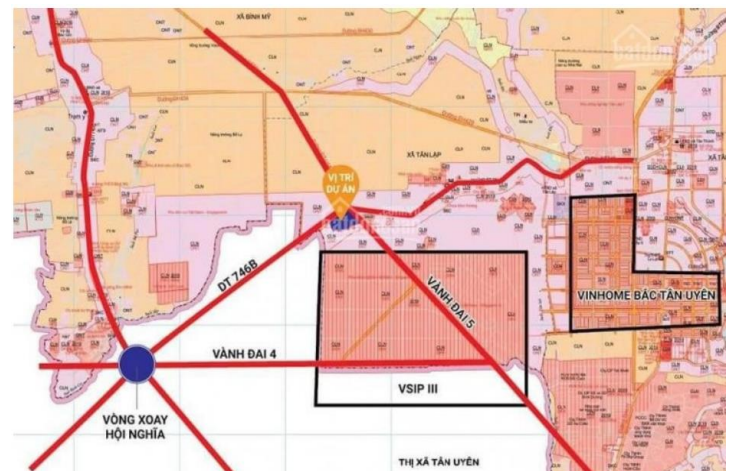
VSIP đang vận hành 9 KCN và dự kiến triển khai 11 KCN mới trải dài từ Bắc vào Nam. Diện tích đất của các KCN đang kinh doanh là khoảng 10,000 ha. VSIP dự kiến sẽ nâng vốn điều lệ lên 2,678 tỷ đồng để triển khai các dự án mới. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2023 của VSIP khoảng 1,700 tỷ đồng (-25% svck), trong đó lợi nhuận của BCM là 830 tỷ đồng.

Hình 8: VSIP đem lại lợi nhuận lớn nhất cho BCM trong các công ty liên doanh, liên kết



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Hình 9: Vị trí VSIP III Bình Dương



(Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương)

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

Ngoài ra, VSIP đang nghiên cứu phát triển thêm một số dự án tại Bắc Ninh, Nghệ An, Cần Thơ và Quảng Trị. Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ cho thuê được 100 – 150 ha/năm, giá thuê tăng trưởng 8-15%/năm (tùy từng khu vực) giúp lợi nhuận năm 2024-25 lần lượt đạt 1,886 tỷ đồng (+12% svck) và 2,721 tỷ đồng (+44% svck), theo đó lợi nhuận thuộc về BCM đạt 924 tỷ đồng/1,333 tỷ đồng.

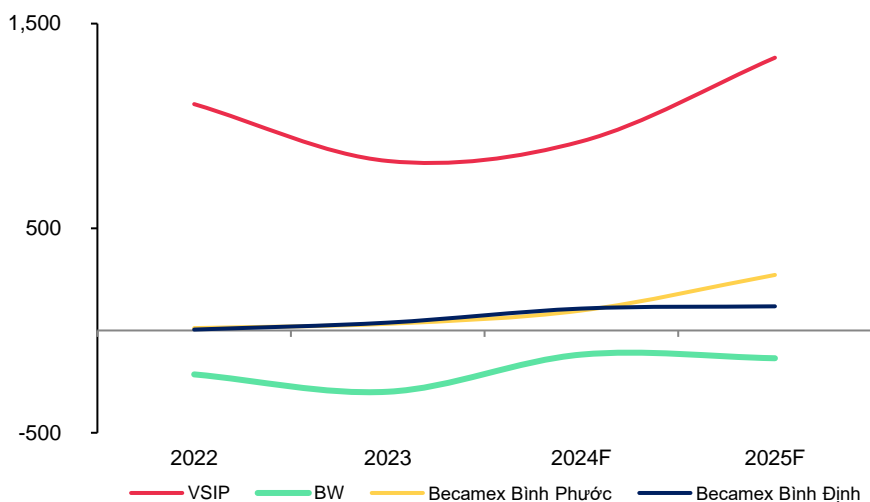
*Một số khoản đầu tư khác*

Dự án Becamex Bình Phước có quy mô 2,448 ha, được khởi công từ năm 2018 nhưng tỷ lệ lấp đầy còn thấp đạt 12%. Trong giai đoạn 2023-24, dự án sẽ nhận thêm 1,500 tỷ đồng để nâng vốn điều lệ dự án lên 2,100 tỷ đồng (trong đó BCM sở hữu 40%, IJC chiếm 31.7%). Ước tính tổng doanh thu của dự án đạt khoảng 70,000 tỷ đồng và tổng thu nhập sau thuế đạt khoảng 45,000 tỷ đồng cho thời gian hoạt động còn lại của dự án.

Dự án Becamex VSIP Bình Định có quy mô 1,374 ha, mới được khánh thành đầu tháng 3/2024. Tổng vốn đầu tư khoảng 7,500 tỷ đồng, trong đó BCM góp 40% vốn. Dự án có vị trí chiến lược khi nằm sát Quốc lộ 19C, có quốc lộ 1A chạy qua, cách cảng biển Quy Nhơn 25 km và sân bay Phù Cát 30 km. Chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê hàng năm đạt 30-40 ha, doanh thu trong 3 năm tới đạt 600-800 tỷ đồng/năm.

Mặc dù vậy, một số khoản đầu tư của BCM không đem lại hiệu quả, điển hình là đầu tư vào BW. Công ty hoạt động cho thuê nhà xưởng, kho bãi với tổng diện tích quỹ đất hơn 900 ha, với 50 dự án trên 11 tỉnh thành tính đến cuối năm 2023. Công ty hoạt động không hiệu quả, lỗ liên tiếp trong 3 năm gần nhất. Năm 2023, BCM đã không góp thêm vốn vào BW, qua đó giảm tỷ lệ sở hữu từ 30% xuống 24.06%.

**Hình 10: Dự phóng lợi nhuận của BCM tại công ty liên kết hoạt động mảng KCN 2024-25**



(Nguồn: BCM, MBS Research)

**Mảng BĐS với quỹ đất lớn chờ đợi sự ấm lên chung của toàn thị trường**

Doanh thu mảng BĐS nhà ở năm 2023 ghi nhận hơn 5,000 tỷ đồng nhờ chuyển nhượng dự án khu đô thị mới 18.9 ha tại Thủ Dầu Một cho CapitalLand. Dự án có diện tích xây dựng là 592,876 m2, gồm 462 căn nhà biệt thự thấp tầng và 3,500 căn hộ, vốn đầu tư dự án khoảng 18,000 tỷ đồng.

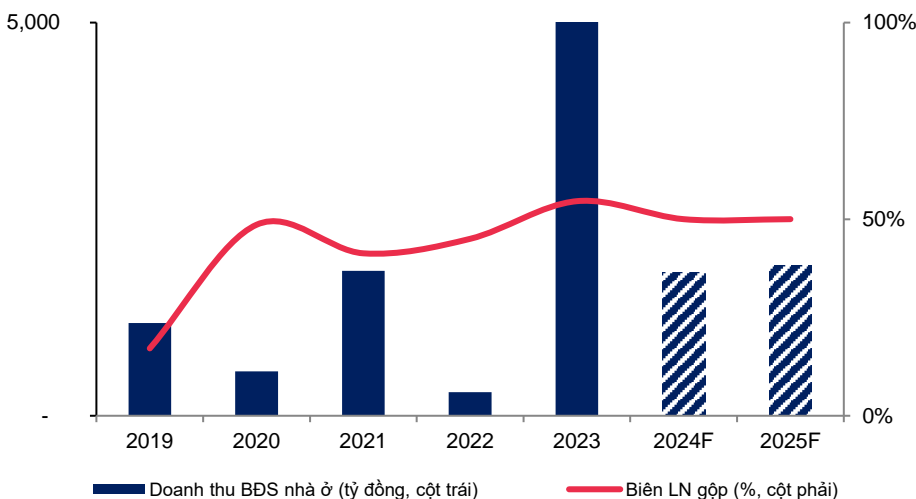
Trong bối cảnh khó khăn chung của ngành BĐS, một số dự án phải dừng triển khai để giảm áp lực về nhu cầu vốn cho công ty, kết quả kinh doanh kém khả quan:



- ✓ TDC – công ty con của BCM – phải tạm dừng triển khai dự án TDC Hoà Lợi, Sông Cẩm và Unitown GD 2 do hoạt động kinh doanh năm 2023 thua lỗ hơn 365 tỷ đồng và gặp khó khăn về tài chính, chậm thanh toán lãi trái phiếu đến hạn.
- ✓ UDJ – BCM đang sở hữu 51% cổ phần – cũng phải dừng triển khai dự án Lake View, đã thực hiện thanh lý hợp đồng với đối tác.
- ✓ IJC - BCM chiếm 49.76% - có doanh thu và lợi nhuận lần lượt giảm 24% và 23% svck. Mảng kinh doanh BĐS ghi nhận doanh thu 800 tỷ đồng từ kinh doanh dự án IJC Hoà Lợi, diện tích kinh doanh ghi nhận doanh thu là 27,546 m2, tương ứng giá bán trung bình đạt 29.1 triệu đồng/m2.
- ✓ Ngoài ra, chúng tôi ước tính Setia Becamex (BCM sở hữu 40%) ghi nhận lợi nhuận năm 2023 đạt 33 tỷ đồng giảm 65% svck, còn Becamex Tokyu (BCM nắm giữ 35%) lỗ khoảng 24 tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở sẽ dần phục hồi từ cuối năm 2024 sẽ giúp mảng kinh doanh này của BCM được cải thiện hơn với doanh thu 2024-25 đạt 1,818 tỷ đồng (-64% svck)/1,908 tỷ đồng (+5% svck).

Hình 11: Doanh thu BĐS nhà ở



Hình 12: Quỹ đất dân cư – thương mại

Dự án KDC – TĐC tại	Diện tích đất thương phẩm còn lại	Ghi chú
Thủ Dầu Một	440 ha	Thành phố mới Bình Dương (1,000 ha) và Becamex Center City (2.1 ha)
Bến Cát	306 ha	Khu TĐC – DC Thới Hòa, khu TĐC – DC Mỹ Phước
Bàu Bàng	469 ha	Khu TĐC – DC Bàu Bàng
Thuận An	12 ha	Khu TĐC – DC Việt – Sing

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Hình 13: Một số chuyển nhượng dự án thực tế của BCM

Dự án	Vị trí	Bên Mua	Bên Bán	Năm	Diện tích đất (ha)	Giá trị giao dịch (tỷ đồng)	Đơn giá (đồng/m <sup>2</sup> )
Khu đô thị mới – Thành phố mới Bình Dương	Thủ Dầu Một	CapitaLand	BCM	2022-2023	18.9	5,086	27
UniGalaxy	Thủ Dầu Một	Gamuda Land	BCM	2021-2022	5.6	1,285	23
KDC Mỹ Phước 3	Bến Cát	Setia Becamex	BCM	2023-2024	2.2	222	10

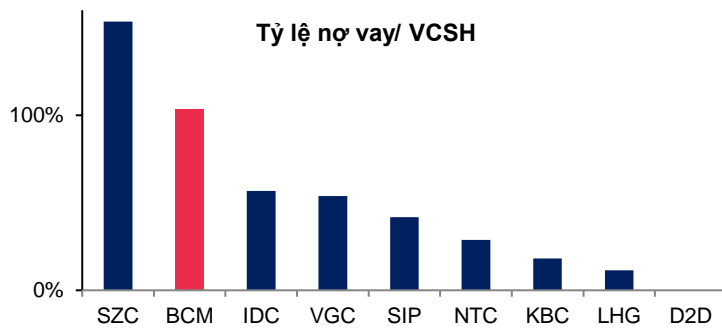
(Nguồn: BCM, MBS Research)

### Tỷ lệ vay nợ cao, áp lực trả nợ trái phiếu năm 2024-25

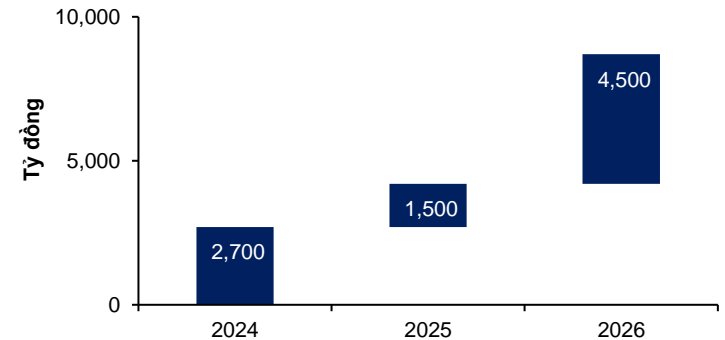
Do đặc thù phát triển nhiều dự án cùng lúc nên trong thời gian qua BCM đã huy động vốn lớn. Tính đến cuối năm 2023, tổng dư nợ vay của BCM đạt 19,738 tỷ đồng (vay ngắn hạn: 9,384 tỷ đồng, vay dài hạn: 10,353 tỷ đồng) tăng 24% so với đầu năm, trong đó giá trị trái phiếu phát hành tại thời điểm cuối năm đạt 11,906 tỷ đồng, tăng 1,585 tỷ đồng so với đầu năm. Tỷ lệ nợ vay/VCSH của BCM đạt 103%, cao hơn so với trung bình ngành.

Sang giai đoạn năm 2024-25, chúng tôi cho rằng nợ vay giảm nhẹ nhờ thanh toán các khoản nợ đến hạn (năm 2024: 2,700 tỷ đồng, năm 2025: 1,500 tỷ đồng), tỷ lệ nợ vay/VCSH duy trì ở mức 96% và 95%. Tổng nợ vay lần lượt đạt 18,659 tỷ đồng và 19,438 tỷ đồng, chi phí lãi vay (bao gồm cả phần lãi được vốn hoá) là 2,016 tỷ đồng và 2,000 tỷ đồng. Phần lớn nguồn tiền trả nợ vay đến từ chuyển nhượng dự án BĐS và cổ tức nhận từ công ty thành viên, do đó áp lực từ chi phí tài chính có thể là động lực để BCM tiếp tục thực hiện các thương vụ chuyển nhượng dự án. Rủi ro thanh toán trái phiếu khi tiến độ các dự án KCN bị chậm triển khai, thị trường BĐS ảm đạm kéo dài.

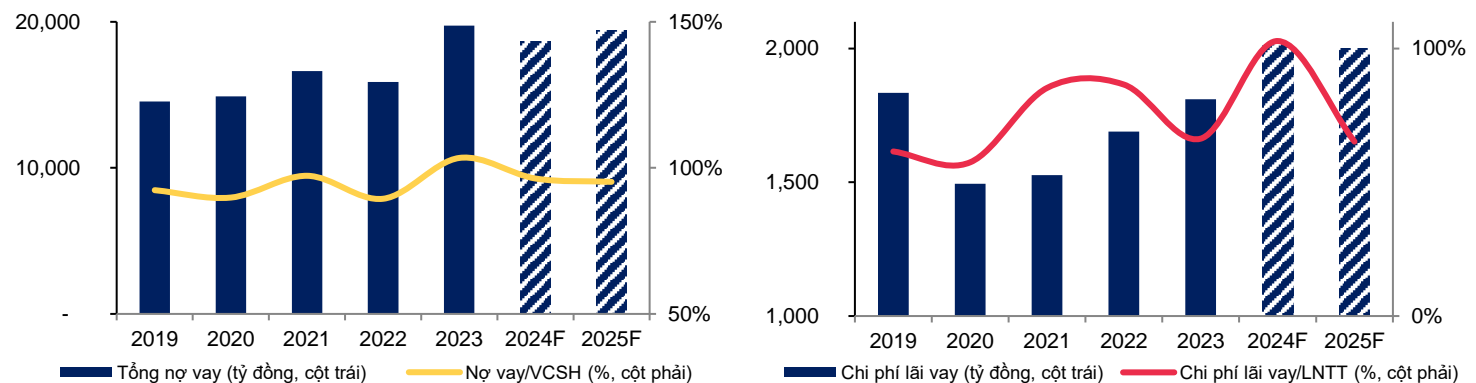
Hình 14: BCM có tỷ lệ nợ vay cao so với trung bình ngành



Hình 15: Giá trị trái phiếu đến hạn



Hình 16: BCM duy trì đòn bẩy ở mức cao



(Nguồn: BCM, MBS Research)

## Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024 - 25

Hình 17: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2024 – 25

Các tiêu chí KQKD	2023	2024			2025			Nhận xét
		Dự báo mới	svck	Thay đổi	Dự báo mới	svck	Thay đổi	
<b>Doanh thu</b>	<b>8,072</b>	<b>5,927</b>	<b>-27%</b>	<b>-33%</b>	<b>7,131</b>	<b>20%</b>	<b>-22%</b>	
<i>KCN</i>		1,696		-41%	2,751		-35%	Giảm dự phóng doanh thu KCN do tiến độ bàn giao đất chậm hơn so với kỳ vọng của chúng tôi
<i>BDS nhà ở</i>		1,871		-12%	1,985		-9%	Giảm do thị trường BDS âm ảm kéo dài đã ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của cả BCM và các công ty con
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4,317</b>	<b>2,745</b>	<b>-36%</b>	<b>-29%</b>	<b>3,528</b>	<b>29%</b>	<b>-12%</b>	
<i>KCN</i>		1,102		-23%	1,788		-15%	
<i>BDS nhà ở</i>		962		41%	1,031		48%	
<b>Biên LNG</b>	<b>53%</b>	<b>46%</b>	<b>-7 điểm %</b>	<b>+3 điểm %</b>	<b>49%</b>	<b>+3 điểm %</b>	<b>+6 điểm %</b>	
<i>KCN</i>		65%		5 điểm %	65%		5 điểm %	
<i>BDS nhà ở</i>		51%		9 điểm %	52%		10 điểm %	
<i>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</i>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>+1 điểm %</b>	<b>0%</b>	<b>19%</b>	<b>0 điểm %</b>	<b>0%</b>	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>89</b>	<b>99</b>	<b>12%</b>	<b>-45%</b>	<b>103</b>	<b>4%</b>	<b>-8%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>906</b>	<b>1,008</b>	<b>11%</b>	<b>34%</b>	<b>1,000</b>	<b>-1%</b>	<b>30%</b>	Chi phí lãi vay tăng do quy mô nợ vay bình quân tăng lên, nguồn vốn để đầu tư xây dựng dự án mới.
<b>Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết</b>	<b>789</b>	<b>1,320</b>	<b>67%</b>	<b>17%</b>	<b>1,889</b>	<b>43%</b>	<b>70%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết năm 2024-25 nhờ một số dự án lớn của VSIP và Becamex Bình Phước sớm đi vào vận hành sau khi được đầu tư tăng vốn trong năm 2023-24
<b>LNTT</b>	<b>2,730</b>	<b>1,960</b>	<b>-28%</b>	<b>-28%</b>	<b>3,067</b>	<b>56%</b>	<b>13%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>2,441</b>	<b>1,198</b>	<b>-51%</b>	<b>-48%</b>	<b>2,016</b>	<b>68%</b>	<b>-12%</b>	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024-25 đi 48%/ 12% svck.
<b>EPS</b>	<b>2,358</b>	<b>1,157</b>	<b>-51%</b>	<b>-48%</b>	<b>1,948</b>	<b>68%</b>	<b>-12%</b>	

(Nguồn: BCM, MBS Research)

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	6,565	8,072	5,927	7,131	LN trước thuế	1,952	2,730	1,960	3,067
Giá vốn hàng bán	(3,791)	(3,755)	(3,181)	(3,604)	Khấu hao	190	272	184	184
Lợi nhuận gộp	2,774	4,317	2,745	3,528	Thuế đã nộp	(242)	(416)	(785)	(1,067)
Chi phí quản lý DN	(534)	(583)	(513)	(607)	Các khoản điều chỉnh khác	(453)	624	(303)	(891)
Chi phí bán hàng	(764)	(869)	(615)	(749)	Thay đổi VLD	(943)	(6,126)	(197)	(3,369)
LN từ HKDK	1,477	2,865	1,617	2,172	<b>LCTT từ HKDK</b>	<b>504</b>	<b>(2,915)</b>	<b>860</b>	<b>(2,076)</b>
EBITDA thuần	1,666	3,137	1,801	2,357	Đầu tư TSCĐ	(212)	(146)	(51)	(46)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,477</b>	<b>2,865</b>	<b>1,617</b>	<b>2,172</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	103	0	-	-
Thu nhập lãi	74	89	99	103	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(880)</b>	<b>364</b>	<b>1,374</b>	<b>1,822</b>
Chi phí tài chính	(880)	(906)	(1,008)	(1,000)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	139	(106)	(67)	(98)	Tiền vay ròng nhận được	(813)	3,848	(1,079)	779
TN từ các Cty LK & LD	1,143	789	1,320	1,889	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,952</b>	<b>2,730</b>	<b>1,960</b>	<b>3,067</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(725)	(1,035)	(828)	(828)
Thuế TNDN	(230)	(416)	(785)	(1,067)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1,538)</b>	<b>2,813</b>	<b>(1,907)</b>	<b>(49)</b>
Lợi nhuận sau thuế	1,722	2,314	1,176	1,999	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,985	1,071	1,332	1,660
Lợi ích cổ đông thiểu số	(24)	127	22	17	LC tiền thuần trong năm	(1,914)	262	328	(304)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,698</b>	<b>2,441</b>	<b>1,198</b>	<b>2,016</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,071</b>	<b>1,332</b>	<b>1,660</b>	<b>1,356</b>
Chi trả cổ tức	(725)	(828)	(828)	(828)					
Lợi nhuận giữ lại	974	1,613	370	1,188					
					<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Dec-22</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	Tăng trưởng doanh thu thuần	-6.0%	23.0%	-26.6%	20.3%
Tiền và tương đương tiền	1,071	1,332	1,660	1,356	Tăng trưởng EBITDA	-23.8%	88.3%	-42.6%	30.8%
Đầu tư ngắn hạn	436	87	226	206	Tăng trưởng LN từ HKDK	-26.2%	94.0%	-43.6%	34.3%
Phải thu khách hàng	5,333	7,067	4,889	5,011	Tăng trưởng LN trước thuế	9.0%	39.9%	-28.2%	56.4%
Hàng tồn kho	20,841	22,448	22,273	23,261	Tăng trưởng LN ròng	17.0%	43.8%	-50.9%	68.3%
Tổng tài sản ngắn hạn	27,849	31,086	29,114	29,908	Tăng trưởng EPS	17.0%	43.8%	-50.9%	68.3%
Tài sản cố định	1,092	1,020	871	722	Biên LN gộp	42.3%	53.5%	46.3%	49.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	46.0%	48.4%	53.2%	59.6%
BĐS đầu tư	425	476	466	456	Biên LN ròng	25.9%	30.2%	20.2%	28.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	10.3%	14.0%	6.5%	10.6%
Đầu tư vào công ty LD, LK	15,291	16,652	17,972	19,861	ROAA	3.5%	4.8%	2.3%	3.8%
Khoản đầu tư dài hạn khác	3,494	3,792	3,989	3,663	ROIC	5.0%	6.3%	3.2%	5.1%
Tổng tài sản dài hạn	20,456	22,094	23,427	24,806	Vòng quay tài sản	0.13	0.16	0.11	0.13
<b>Tổng tài sản</b>	<b>48,305</b>	<b>53,180</b>	<b>52,541</b>	<b>54,714</b>	Cổ tức chi trả/LN ròng	42.7%	33.9%	69.1%	41.1%
Vay & nợ ngắn hạn	4,951	9,384	7,815	7,483	Tổng nợ vay/VCSH	89.4%	103.4%	96.4%	95.2%
Phải trả người bán khác	635	739	774	776	Nợ vay ròng/VCSH	83.4%	96.4%	87.8%	88.6%
Phải trả ngắn hạn khác	1,790	1,737	1,913	2,008	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	30.7%	34.6%	32.4%	33.0%
Tổng nợ ngắn hạn	18,838	22,998	21,533	21,506	Khả năng thanh toán lãi vay	1.68	3.16	1.60	2.17
Vay & nợ dài hạn	10,936	10,354	10,844	11,955	Số ngày phải thu	167	262	241	204
Các khoản phải trả khác	767	740	800	838	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	2,007	2,182	2,555	2,356
Tổng Nợ dài hạn	11,703	11,094	11,643	12,793	Số ngày phải trả tiền bán	61	72	89	79
<b>Tổng nợ</b>	<b>30,541</b>	<b>34,091</b>	<b>33,176</b>	<b>34,298</b>	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.4	1.4	1.4
Vốn điều lệ	10,350	10,350	10,350	10,350	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.3	0.3
Thặng dư vốn cổ phần	12	12	12	12	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
LN giữ lại	4,981	5,954	5,893	6,355	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	1,409	1,897	2,256	2,861	EPS	1,641	2,359	1,157	1,948
Vốn chủ sở hữu	16,752	18,213	18,511	19,578	BVPS	16,185	17,597	17,885	18,916
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,013	876	854	837	P/E	40.0	27.9	56.8	33.7
Tổng vốn chủ sở hữu	17,765	19,089	19,365	20,415	P/B	4.1	3.7	3.7	3.5
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>48,305</b>	<b>53,180</b>	<b>52,541</b>	<b>54,714</b>					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

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

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Lê Minh Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Đỗ Lan Phương*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Nguyễn Minh Trí*

*Lê Hải Thành*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*