

TCT Đầu tư & Phát triển Công nghiệp (HSX: BCM) Cơ hội song hành cùng thách thức

- Bình Dương được kỳ vọng phát triển mạnh mẽ sau khi sáp nhập vào TPHCM. Là doanh nghiệp kinh tế “đầu tàu”, BCM có nhiều lợi thế tại đây;
- Chính sách thuế quan mới của Mỹ làm giảm nhu cầu thuê đất KCN. Kế hoạch phát hành tăng vốn bị tạm hoãn ảnh hưởng tới tiến độ đầu tư dự án và kế hoạch trả nợ vay, tuy nhiên các yếu tố này đã phản ánh nhiều lên giá cổ phiếu.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu BCM nhưng giảm giá mục tiêu xuống 72,500 đ/CP.

Triển vọng mảng BĐS tích cực khi Bình Dương sáp nhập vào TPHCM

Chủ trương sáp nhập Bình Dương vào TPHCM tạo điều kiện cho Bình Dương phát triển mạnh mẽ nhờ (1) vai trò phát triển trung tâm KCN trong một siêu đô thị (2) hạ tầng giao thông liên vùng kết nối với TPHCM được xây dựng thúc đẩy giao thương và di chuyển của người dân (3) phát triển công nghiệp công nghệ cao nhờ dịch chuyển nguồn lực chất lượng cao từ TPHCM (4) nguồn lực kinh tế và quản lý hành chính được tối ưu hoá. Đóng vai trò là doanh nghiệp kinh tế “đầu tàu” của tỉnh, BCM có nhiều lợi thế nhờ nền tảng xây dựng từ lâu và sở hữu quỹ đất lớn hơn 1,000 ha chưa khai thác. Năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng chuyển nhượng BĐS đóng góp chính vào doanh thu của công ty, dự phóng đạt 3,519 tỷ đồng (-5% svck)/ 3,984 tỷ đồng (+13% svck).

Nhu cầu thuê đất giảm do tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ

Chính sách thuế quan mới của Mỹ tác động tiêu cực lên ba khía cạnh kinh tế chính của Việt Nam (1) giảm sức cạnh tranh của các mặt hàng chủ chốt của Việt Nam vào Mỹ (2) dòng vốn FDI sản xuất vào Việt Nam giảm do chịu thuế cao hơn các nước khác trong khu vực (3) sức ép lên tỷ giá. Nhu cầu thuê đất KCN được dự báo giảm trong thời gian tới. Chúng tôi giảm doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025-26 đi 44%/32% so với dự phóng trước.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 72,500 đồng/cổ phiếu

Xét trên góc độ định giá, phần lớn giá trị tài sản của BCM nằm ở quỹ đất thương mại chưa khai thác, chiếm 60-70%. Chúng tôi kỳ vọng việc sáp nhập Bình Dương vào TPHCM đem lại nhiều cơ hội phát triển cho BCM, gia tăng giá trị BĐS tại đây. Tác động tiêu cực ở mảng KCN khiến giá cổ phiếu giảm xuống vùng hấp dẫn để đầu tư dài hạn, do đó chúng tôi cho rằng có thể bắt đầu tích lũy cổ phiếu BCM ở vùng giá này. Luận điểm đầu tư: (1) chủ trương sáp nhập vào TPHCM mở ra cơ hội phát triển mới cho Bình Dương và BCM (2) kết quả đàm phán thương mại giữa Việt Nam-Mỹ được kỳ vọng giúp giảm mức thuế mới xuống mức hợp lý hơn (3) định giá hấp dẫn nhờ quỹ đất lớn chưa khai thác.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,883	5,239	6,648	7,580
LN ròng	2,423	2,187	1,679	2,200
Tăng trưởng doanh thu thuần	20.1%	-33.5%	26.9%	14.0%
Tăng trưởng LN ròng	42.5%	-9.7%	-23.2%	31.0%
Biên LN gộp	53.9%	66.8%	55.3%	48.9%
Biên EBITDA	49.1%	78.9%	54.9%	53.9%
ROAE	13.7%	11.5%	8.3%	10.3%
ROAA	4.8%	3.9%	2.8%	3.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,341	2,113	1,622	2,125
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,934	18,927	19,952	21,450

(Nguồn: BCM, MBS Research)

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 72,500

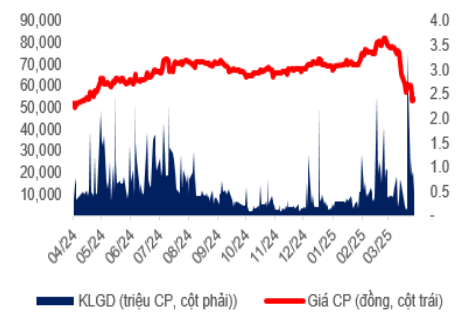
So với giá thị trường

+31%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm LN ròng năm 2025-26 đi 26%/28% so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research)

Giá thị trường (VND)	55,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	81,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	49,700
Vốn hóa (tỷ VND)	57,132
P/E	26.1
P/B	2.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.0%

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

TCT Đầu tư & Phát triển Công nghiệp

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Chủ trương sáp nhập vào TPHCM mở ra cơ hội cho Bình Dương phát triển mạnh mẽ nhờ đóng vai trò phát triển trung tâm KCN trong thành phố mới, hạ tầng và giao thông liên vùng kết nối với TPHCM được đẩy nhanh, tận dụng nguồn nhân lực chất lượng cao cho phát triển công nghiệp công nghệ cao, nguồn lực và quản lý hành chính được tối ưu hoá sau sáp nhập. Là doanh nghiệp kinh tế “đầu tàu” của tỉnh Bình Dương, BCM có nhiều lợi thế nhờ nền tảng xây dựng từ lâu.
- (2) Chúng tôi kỳ vọng đàm phán thương mại giữa Việt Nam và Mỹ sẽ đạt được kết quả có lợi cho cả hai bên, thuế quan mới sẽ giảm xuống mức hợp lý hơn.
- (3) Giá cổ phiếu BCM giảm mạnh vừa qua do tác động của chính sách thuế quan mới lên ngành BĐS KCN. Về định giá, mảng KCN chỉ chiếm khoảng 20-30% giá trị tài sản của BCM. Phần còn lại là quỹ đất thương mại-dịch vụ lớn chưa được khai thác. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang ở mức hấp dẫn so với giá trị tài sản công ty đang sở hữu, tiềm năng tăng giá 31%.

Định giá

Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho cổ phiếu BCM xuống **72,500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 31%.

Hình 1: Định giá cổ phiếu BCM

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Nhận định
Khu công nghiệp		8,304		
Mỹ Phước 1	100%	334	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 10.6%. Chúng tôi giảm tăng trưởng giá thuê đất xuống 0-5% do nhu cầu thuê được dự báo giảm sút bởi chính sách thuế quan mới của Mỹ.
Mỹ Phước 2	100%	112	DCF	
Mỹ Phước 3	100%	72	DCF	
Thới Hoà	100%	231	DCF	
Bàu Bàng	100%	317	DCF	
Bàu Bàng mở rộng	100%	2,278	DCF	
Cây Trường	100%	4,960	DCF	
BĐS nhà ở thương mại		4,326	BV	Dự án BĐS đang triển khai được tính theo giá trị BV
BĐS chưa triển khai		51,795		Dự án BĐS chưa triển khai được tính theo giá thị trường/giá trị chuyển nhượng BĐS gần đây của BCM và được chiết khấu đi 70%.
Thủ Dầu Một	100%	33,075		
Bến Cát	100%	7,056		
Bàu Bàng	100%	10,824		
Thuận An	100%	840		
Tổng giá trị tài sản		64,425		
(+) Tiền & tương đương tiền		2,205		
(+) Đầu tư ngắn hạn		300		
(+) Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết		32,796		Đối với khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV với VSIP, phương pháp DCF với Becamex Bình Phước,
VSIP	49%	17,543		

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Nhận định
Becamex Bình Phước	40%	2,977		phương pháp market value cho IJC và BWE, phương pháp BV cho các công ty còn lại. Đối với định giá VSIP, chúng tôi bổ sung giá trị quyền sử dụng đất chưa khai thác bằng giá trị BV theo thông tin chúng tôi thu thập được.
IJC	50%	2,171		
BW	24%	3,608		
Becamex Tokyu	35%	3,067		
Setia	40%	362		
Khác		3,068		
(-) Nợ vay		23,628		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		1,090		
Giá trị doanh nghiệp		75,008		
Số lượng cổ phiếu		1,035,000,000		
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)		72,500		

(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 (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	55,200	72,500	Khả quan	57,132	26.1	34.0	2.9	2.8	11.5	8.3	3.9	2.8
Kính Bắc	KBC	21,800	35,100	Khả quan	16,734	43.8	30.4	0.9	1.7	2.1	5.2	1.0	2.3
IDICO	IDC	36,200	55,500	Khả quan	11,946	6.0	6.6	2.1	1.9	37.7	31.2	10.9	9.3
Sonadezi Châu Đức	SZC	29,900	39,300	Khả quan	5,382	14.7	15.5	1.7	1.7	11.8	10.9	4.4	4.0
Trung bình ngành						22.7	21.6	1.9	2.0	15.8	13.9	5.1	4.6

(Nguồn: Fiinpro, MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro từ chính sách thuế quan bất ổn của Mỹ khiến nhu cầu thuê đất giảm sút;
- (2) Rủi ro hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng do kế hoạch phát hành tăng vốn bị tạm hoãn;
- (3) Rủi ro thanh khoản khi quy mô vay nợ ngày càng lớn, áp lực trả nợ đến hạn trong năm 2026;
- (4) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sau thông tin sáp nhập Bình Dương vào TPHCM.

Tổng quan KQKD 2024

Doanh thu và LN ròng năm 2024 giảm lần lượt 34% và 10% svck

Hình 3: So sánh kết quả kinh doanh năm 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2024	svck (%)	So với dự phóng	Đánh giá
Doanh thu	5,239	-34%	80%	
BĐS	3,444	-48%	73%	
BĐS KCN	742	-41%	38%	Doanh thu cho thuê đất KCN và các dịch vụ liên quan đạt 742 tỷ đồng (-41% svck), nhờ bàn giao đất tại KCN Bàu Bàng, Bàu Bàng mở rộng.
Dịch vụ	1,167	10%	113%	Doanh thu dịch vụ tăng trưởng 10% svck nhờ hoạt động giáo dục và y tế.
Biên LNG	67%	13 điểm %	21 điểm %	Biên LNG tăng nhờ biên LNG mảng kinh doanh BĐS KCN và thương mại cao, đạt trung bình 79%
BĐS	81%	24 điểm %	24 điểm %	
BĐS KCN	79%	12 điểm %	14 điểm %	Biên LNG cải thiện lên 79% so với mức 67% năm 2023.
Dịch vụ	44%	0 điểm %	15 điểm %	
Chi phí bán hàng	1,067	22%	156%	
Chi phí QLDN	646	9%	113%	
Chi phí QLDN và bán hàng	1,714	17%	137%	
% chi phí quản trị bán hàng/ Doanh thu	33%	14 điểm %	14 điểm %	
Doanh thu tài chính	168	28%	123%	Doanh thu tài chính tăng 28% svck nhờ lợi nhuận hợp tác kinh doanh BĐS với VSIP tại dự án Bắc Sông Cấm.
Chi phí tài chính	1,310	45%	124%	Quy mô nợ vay tăng 20% so với đầu năm.
Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	1,948	144%	142%	VSIP, IJC và Becamex Bình Phước đem lại lợi nhuận lớn nhất cho Becamex IDC, lần lượt đạt 1,420/ 176/ 154 tỷ đồng tăng trưởng 90%/ -10%/ 180% svck.
VSIP	1,420	90%	145%	
IJC	176	-10%	115%	LN giảm do doanh thu kinh doanh BĐS giảm 54% svck.
Becamex Bình Phước	154	180%	132%	
LNTT	2,559	-5%	121%	
LN ròng	2,187	-10%	123%	LN ròng giảm 10% svck nhưng vẫn cao hơn dự phóng của chúng tôi.

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2025-26

Hình 4: Dự phóng giai đoạn 2025–26

Các tiêu chí KQKD	2024	2025			2026			Nhận xét
		Dự phóng	svck	Thay đổi	Dự phóng	svck	Thay đổi	
Doanh thu	5,239	6,648	27%	4%	7,580	14%	10%	
<i>BĐS</i>	3,444	4,757	38%	5%	5,711	20%	13%	
<i>KCN</i>	742	1,238	67%	-44%	1,727	39%	-32%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu cho thuê KCN đi 44%/32% so với dự phóng trước do tác động chính sách thuế quan mới của Mỹ.
<i>Dân cư (*)</i>	3,722	3,519	-5%	51%	3,984	13%	59%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu chuyển nhượng BĐS thương mại bởi kỳ vọng nhu cầu đất tăng sau khi Bình Dương sáp nhập vào TPHCM
<i>Dịch vụ</i>	1,167	1,121	-4%	5%	1,148	2%	6%	
Lợi nhuận gộp	3,498	3,675	5%	23%	3,706	1%	12%	
<i>BĐS</i>	2,774	3,253	17%	25%	3,272	1%	13%	
<i>KCN</i>	586	805	37%	-44%	1,094	36%	-33%	
<i>Dân cư (*)</i>	2,835	2,448	-14%	109%	2,178	-11%	73%	
<i>Dịch vụ</i>	516	332	-36%	7%	343	3%	8%	
Biên LNG	67%	55%	-11 điểm %	9 điểm %	49%	-6 điểm %	1 điểm %	
<i>BĐS</i>	81%	68%	-12 điểm %	11 điểm %	57%	-11 điểm %	0 điểm %	
<i>KCN</i>	79%	65%	-14 điểm %	0 điểm %	63%	-2 điểm %	-2 điểm %	Biên LNG cho thuê KCN quanh mức 60-65%.
<i>Dân cư (*)</i>	76%	70%	-26 điểm %	19 điểm %	55%	-15 điểm %	4 điểm %	
<i>Dịch vụ</i>	44%	30%	-15 điểm %	0 điểm %	30%	0 điểm %	1 điểm %	
<i>% chi phí quản trị bán hành/Doanh thu</i>	33%	28%	-4 điểm %	8 điểm %	23%	-5 điểm %	4 điểm %	
Doanh thu tài chính	168	123	-27%	-79%	101	-18%	-87%	Chúng tôi giảm doanh thu tài chính do kế hoạch tăng vốn bị tạm hoãn
Chi phí tài chính	1,310	1,210	-8%	14%	1,156	-5%	8%	Chúng tôi cho rằng công ty tiếp tục gia hạn khoản vay lớn trong năm 2025-26.
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	1,948	1,451	-26%	-8%	1,785	23%	-8%	
<i>VSIP</i>	1,420	911	-36%	-17%	1,084	19%	-29%	Chúng tôi giảm diện tích cho thuê KCN xuống 115 ha và 172 ha và giảm mức tăng giá thuê xuống 0-3%/năm trong năm 2025-26.
<i>IJC</i>	176	153	-13%	0%	223	46%	0%	
<i>Becamex Bình Phước</i>	154	141	-8%	11%	113	-20%	-22%	Chúng tôi giảm diện tích cho thuê KCN xuống 40 ha và 30 ha trong năm 2025-26.
<i>LNTT</i>	2,559	2,067	-19%	-23%	2,552	23%	-28%	
LN ròng	2,187	1,679	-23%	-26%	2,200	31%	-28%	Chúng tôi giảm dự phóng LN ròng năm 2025-26 xuống 26%/28% so với báo cáo trước do tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ và kế hoạch tăng vốn bị tạm hoãn. Sau điều chỉnh, LN ròng của BCM có thể giảm 23% svck trong 2025 và tăng 31% svck trong 2026.

(*) Số liệu tính toán gồm BCM và các công ty con

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Bình Dương sáp nhập vào TPHCM mang đến cơ hội phát triển ở mảng BĐS cho BCM

Chủ trương sáp nhập Bình Dương vào TP.HCM mở ra cơ hội để Bình Dương phát triển mạnh mẽ:

- ✓ Đóng vai trò phát triển trung tâm KCN trong siêu đô thị: Sau sáp nhập, TP.HCM mới đạt tiêu chuẩn về quy mô và dân số để trở thành một siêu đô thị. Bình Dương với nền tảng hạ tầng công nghiệp, sẽ đóng vai trò trong việc mở rộng không gian KCN kết hợp đô thị và dịch vụ.
- ✓ Kết nối hạ tầng giao thông liên vùng: Các dự án hạ tầng trọng điểm như tuyến metro số 1 nối dài kết nối Bình Dương với TPHCM, dự án TPHCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành, tuyến đường kết nối với QL13,...được đẩy nhanh tiến độ tạo thành trục giao thông tới trung tâm thành phố mới, thúc đẩy giao thương và di chuyển của người dân.
- ✓ Phát triển công nghiệp công nghệ cao: Dịch chuyển nguồn nhân lực chất lượng cao về Bình Dương, tạo điều kiện cho phát triển công nghiệp công nghệ cao như điện tử, bán dẫn, sản xuất chip, AI,.....
- ✓ Tối ưu hóa nguồn lực và quản lý hành chính: Hợp nhất ngân sách và tài sản công giúp tập trung đầu tư dự án trọng điểm một cách đồng bộ. Bình Dương sẽ được hưởng lợi từ việc phân bổ nguồn lực hiệu quả hơn, đồng thời nâng cao năng lực quản lý và điều hành trong mô hình chính quyền địa phương hai cấp.

Hình 5: Sáp nhập TPHCM – Bình Dương – BRVT



(Nguồn: MBS Research tổng hợp)

Hình 6: Quỹ đất dân cư – thương mại

Dự án KDC – TĐC tại	Diện tích đất thương phẩm còn lại	Dự án tiêu biểu
Thủ Dầu Một	441 ha	Thành phố mới Bình Dương (1,000 ha), Becamex City Center (2,1 ha)
Bến Cát	294 ha	Khu TĐC – DC Thới Hòa (350 ha), khu TĐC – DC Mỹ Phước (943 ha)
Bàu Bàng	451 ha	Khu TĐC – DC Bàu Bàng (668 ha)
Thuận An	14 ha	Khu TĐC – DC Việt – Sing (117 ha)

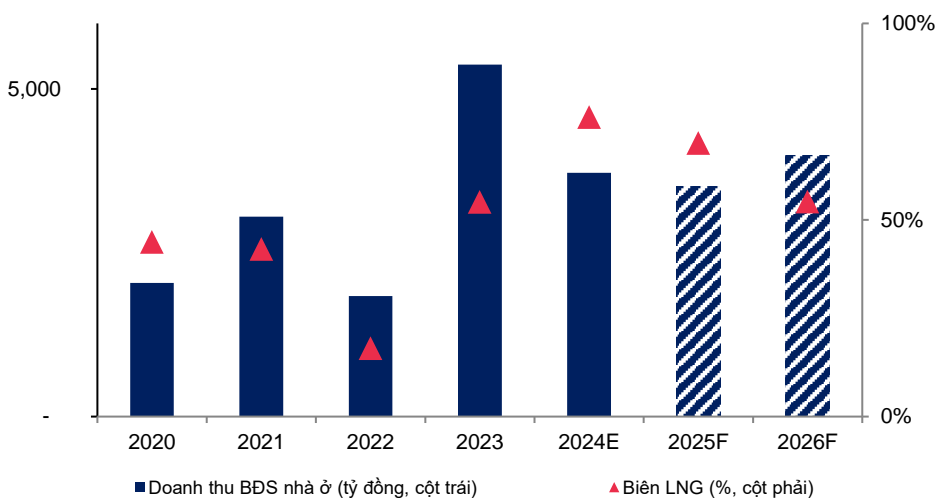
(Nguồn: BCM)

Sở hữu quỹ đất lớn tại Bình Dương (cũ), BCM có lợi thế lớn đi cùng với sự phát triển của tỉnh. BCM kết hợp nhiều hình thức để phát triển dự án bao gồm tự đầu tư, hợp tác kinh doanh hoặc chuyển nhượng cho đối tác tự phát triển.

- ✓ Dự án tự đầu tư phát triển: KDC Mỹ Phước, KDC Thới Hoà, Becamex City Center,....
- ✓ Dự án hợp tác kinh doanh: Hợp tác với Tokyu Nhật Bản phát triển dự án Sora Garden, The View, Midori Park, tổ hợp Hikari hay hợp tác với IJC xây dựng dự án IJC Aroma, Sunflower I&II, Pricetown II,...
- ✓ Chuyển nhượng dự án Sycamore (18.9 ha) cho CapitalLand, dự án UniGalaxy (5.6 ha) cho Gamuda Land và dự án Ecolakes (2.2 ha) cho Setia Becamex và một phần dự án KDC Hoà Lợi cho IJC.

Chúng tôi cho rằng, năm 2025-26, chuyển nhượng BĐS đóng góp chính vào doanh thu của công ty. Chúng tôi tăng dự phóng diện tích đất thương phẩm bán tại Thủ Dầu Một, Bến Cát và Thuận An thêm 3/ 4 ha, 0/ 1 ha và 1/ 1 ha, qua đó doanh thu đạt 3,519 tỷ đồng (-5% svck)/ 3,984 tỷ đồng (+13% svck) năm 2025-26.

Hình 7: Dự phóng doanh thu BĐS thương mại



(Nguồn: BCM, MBS Research)

Chính sách thuế quan mới của Mỹ ảnh hưởng đến các KCN của BCM.....

Mỹ đã công bố mức thuế đối ứng đối với các quốc gia trên thế giới, theo đó Việt Nam chịu mức thuế suất đối ứng lên tới 46%, hiện được tạm hoãn trong 90 ngày. Tác động tiêu cực gồm (1) giảm sức cạnh tranh của các mặt hàng chủ chốt của Việt Nam vào Mỹ (2) dòng vốn FDI sản xuất vào Việt Nam giảm do chịu thuế cao hơn các nước khác trong khu vực (3) sức ép lên tỷ giá.

Hình 8: Dự án KCN đang triển khai

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)
Mỹ Phước 1	100%	2002 - 2052	378	274	33	88%	140-150
Mỹ Phước 2	100%	2005 - 2055	478	343	10	97%	140-150
Mỹ Phước 3	100%	2006 - 2056	985	672	7	99%	140-150
Thới Hoà	100%	2006 - 2056	202	152	21	86%	120-130
Bàu Bàng	100%	2007 - 2057	1,000	735	29	96%	120-130
Bàu Bàng mở rộng	100%	2016 - 2066	1,000	716	236	67%	130-140
Cây Trường	100%	N/A	700	490	490	0%	N/A

(Nguồn: BCM, MBS Research)

Các dự án của BCM có tiềm năng khai thác hiện tại gồm: (1) KCN Bàu Bàng mở rộng có tỷ lệ lấp đầy đạt 67%, giá cho thuê khoảng 130-140 USD/m², chi phí GPMB dự kiến tăng gấp 9 lần so với giai đoạn trước; (2) KCN Cây Trường đã được phê duyệt quy hoạch 1/500, đang triển khai thủ tục về đền bù đất và thiết kế hạ tầng, được kỳ vọng sẽ đem lại dòng tiền từ năm 2026; (3) KCN Becamex Bình Phước (BCM sở hữu 40%) đã cho thuê được khoảng 17%, có vị trí nằm ngay cao tốc TPHCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành.

Bởi ảnh hưởng từ chính sách thuế quan mới của Mỹ, chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD mảng KCN như sau:

- ✓ Diện tích cho thuê đạt 36/ 46ha, giảm 31%/ 36% so với dự phóng trước do điều chỉnh giảm diện tích cho thuê tại Bàu Bàng, Bàu Bàng mở rộng và Cây Trường trong năm 2025-26;
- ✓ Mức tăng giá cho thuê giảm từ 10% xuống 0-5% (theo từng dự án).

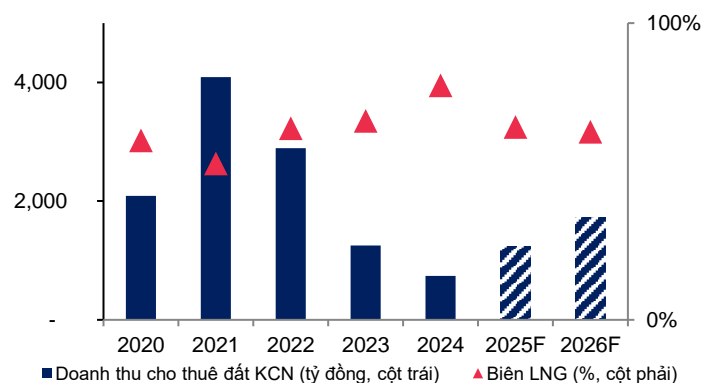
Tổng hợp lại, doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025-26 đạt 1,238 tỷ đồng (+67% svck)/ 1,727 tỷ đồng (+39% svck), giảm 44%/ 32% so với dự phóng trước. Biên LNG đạt 65%/ 63%, thấp hơn so với dự phóng trước.

Hình 9: Vị trí KCN Bàu Bàng mở rộng và Cây Trường



(Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương)

Hình 10: Doanh thu cho thuê đất KCN



(Nguồn: BCM, MBS Research)

.....và VSIP tại Việt Nam

Hình 11: Danh mục KCN đang triển khai

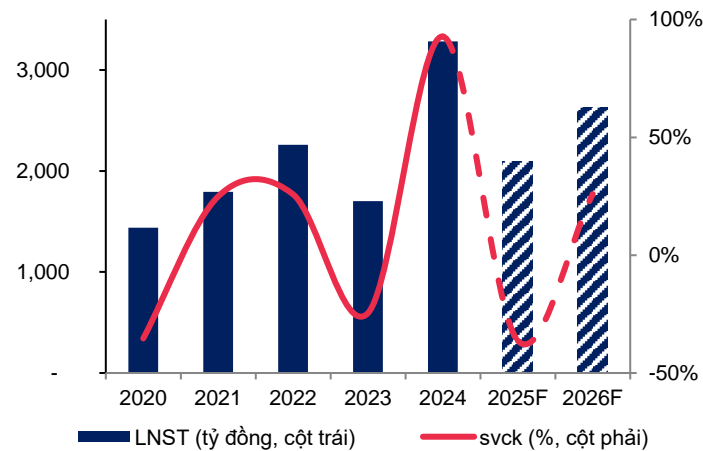
Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích đất còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m2)
VSIP III Bình Dương	100%	1,000	732	623	15%	190-200
VSIP Bắc Ninh II	70%	273	192	119	38%	160-170
VSIP Hải Phòng	70%	508	367	19	95%	120-130
VSIP Nghệ An I	100%	361	278	28	90%	80-90
VSIP Nghệ An II - GD1	100%	500	404	327	19%	70-80
VSIP Quảng Trị	60%	481	349	349	0%	70-80
VSIP Quảng Ngãi - GD1	100%	660	482	184	62%	80-90
VSIP Cần Thơ - GD1	54%	294	210	210	0%	130-140
Becamex VSIP Bình Định	30%	1,374	1,000	940	6%	60-70

(Nguồn: MBS Research)

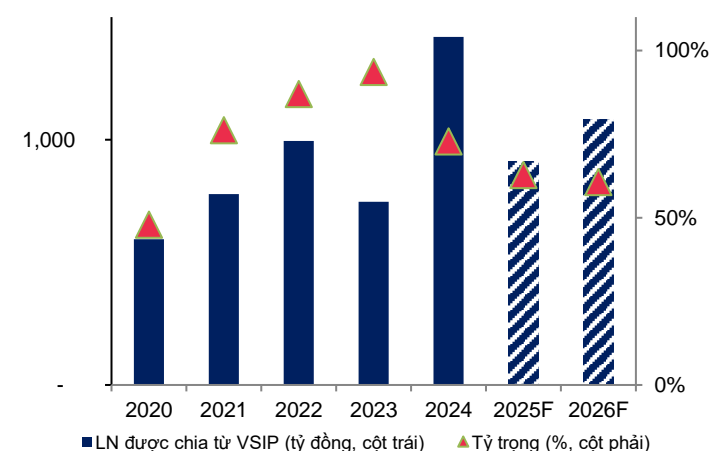
Năm 2024, VSIP đã nhận được giấy phép đầu tư tại VSIP Thái Bình, VSIP Quảng Ngãi II và Becamex VSIP Bình Thuận, nâng danh mục sở hữu lên 18 KCN. VSIP III Bình Dương là dự án trọng điểm của VSIP. Đến nay, dự án đã thu hút được nhiều dự án FDI lớn như dự án nhà máy LEGO, dự án Pandora và mới nhất là dự án SAM DigitalHub xây dựng trung tâm dữ liệu trên diện tích 50 ha đã được ký kết vào đầu năm nay. Chúng tôi dự phóng, diện tích cho thuê đất tại VSIP III Bình Dương đạt 60 ha năm 2025 nhờ hợp đồng đã ký. Ngoài ra, VSIP đã khởi công xây dựng các KCN tại Lạng Sơn, Thái Bình, Hà Tĩnh và Quảng Ngãi.

VSIP cho thuê được 150-200 ha năm 2023-24, nhưng sang năm 2025-26, do tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ và kế hoạch đầu tư xây dựng bị hoãn lại, nên chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê giảm xuống 115 ha/ 172 ha (-23%/ -9% so với báo cáo trước) và giảm mức tăng giá thuê xuống 0-3%/năm (thay vì mức 5-10% trong dự phóng trước). Qua đó, chúng tôi giảm dự phóng LN xuống 7%/ 16% so với báo cáo trước, đạt 2,091 tỷ đồng (-36% svck)/ 2,633 tỷ đồng (+26% svck).

Hình 12: Chúng tôi giảm dự phóng LN năm 2025-26 do tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ và kế hoạch đầu tư bị tạm hoãn



Hình 13: LN từ VSIP vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong các công ty liên doanh, liên kết của BCM

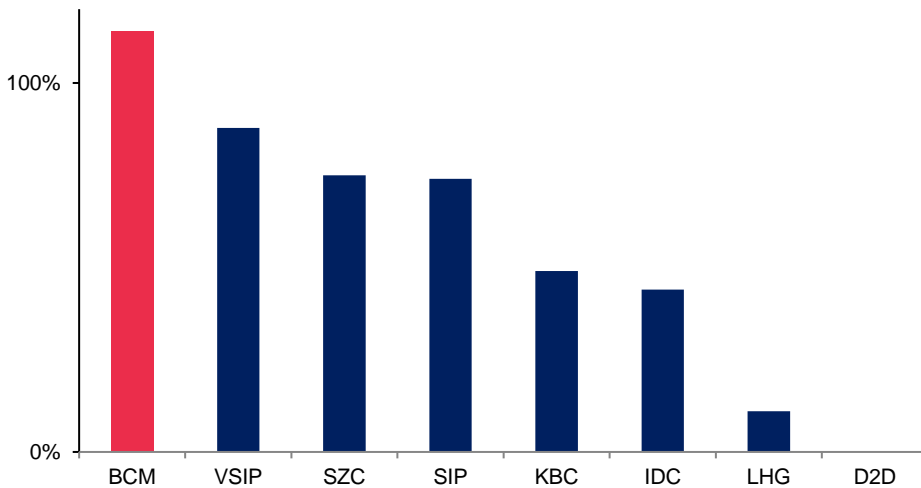


(Nguồn: BCM, MBS Research)

Áp lực trả nợ vay đang tăng cao

Do phát triển nhiều dự án cùng lúc nên trong thời gian qua BCM liên tục huy động vốn vay. Công ty luôn duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức cao khoảng 90-115%, cao hơn nhiều so với doanh nghiệp cùng ngành. Áp lực trả nợ vay khá lớn khi nợ vay đến hạn trả trong năm 2025-26 là khoảng 2,500 tỷ đồng và 4,800 tỷ đồng.

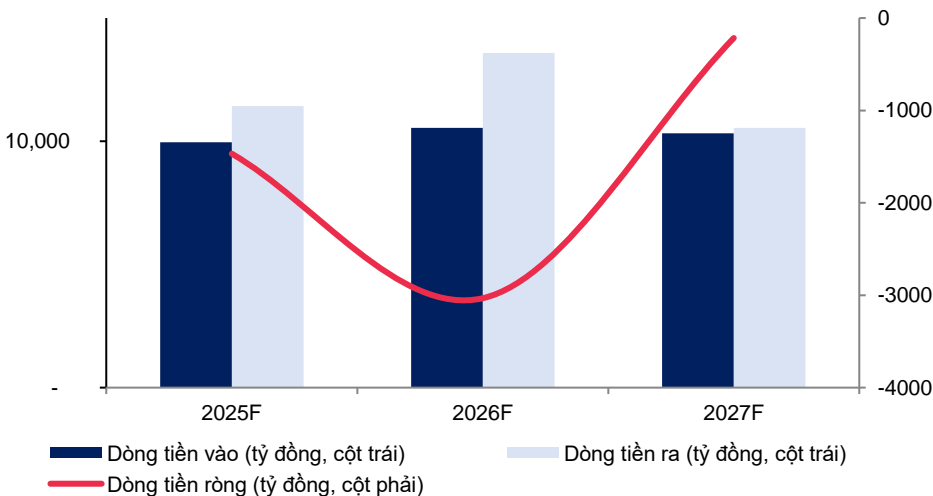
Hình 14: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của BCM cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành



(Nguồn: MBS Research)

Mới đây, công ty đã quyết định tạm hoãn kế hoạch tăng vốn thêm 300 triệu CP. Điều này ảnh hưởng lớn đến tiến độ triển khai dự án và tái cơ cấu các khoản nợ vay đến hạn. Chúng tôi ước tính nếu công ty không gia hạn khoản vay và không vay mới thì dòng tiền trả nợ vay đến hạn có thể thiếu hụt 2,300/ 2,500 tỷ đồng trong năm 2026-27. Nhưng rủi ro này tương đối thấp do BCM là doanh nghiệp nhà nước chiếm tới 95% cổ phần, công ty sở hữu quỹ đất lớn để đảm bảo khả năng tái cơ cấu cho các khoản vay.

Hình 15: Trong trường hợp nợ cũ không được gia hạn và/hoặc tái cơ cấu sang khoản vay mới (rủi ro xảy ra thấp), công ty có thể thiếu hụt dòng tiền trả nợ trong năm 2026-27



(Nguồn: MBS Research)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,883	5,239	6,648	7,580	LN trước thuế	2,697	2,559	2,067	2,552
Giá vốn hàng bán	(3,635)	(1,741)	(2,973)	(3,875)	Khấu hao	267	262	376	376
Lợi nhuận gộp	4,248	3,498	3,675	3,706	Thuế đã nộp	(417)	(164)	(123)	(153)
Chi phí quản lý DN	(592)	(646)	(618)	(695)	Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(739)	(293)	(627)
Chi phí bán hàng	(873)	(1,067)	(1,263)	(1,077)	Thay đổi VLD	(5,686)	(2,564)	224	997
LN từ HKDK	2,783	1,785	1,794	1,934	LCTT từ HKDK	(3,151)	(646)	2,250	3,145
EBITDA thuần	3,050	2,047	2,170	2,310	Đầu tư TSCĐ	(115)	(320)	(1,158)	(79)
LN trước thuế & lãi vay	2,783	1,785	1,794	1,934	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	(12)	-	-
Thu nhập lãi	131	168	123	101	LCTT từ đầu tư	472	(1,289)	(1,420)	(1,548)
Chi phí tài chính	(906)	(1,310)	(1,210)	(1,156)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(108)	(31)	(91)	(113)	Tiền vay ròng nhận được	3,768	3,842	(1,155)	(926)
TN từ các Cty LK & LD	798	1,948	1,451	1,785	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,697	2,559	2,067	2,552	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(828)	(1,035)	(518)	(518)
Thuế TNDN	(417)	(164)	(123)	(153)	LCTT từ hoạt động TC	2,940	2,807	(1,672)	(1,443)
Lợi nhuận sau thuế	2,280	2,395	1,943	2,399	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,071	1,332	2,205	1,363
Lợi ích cổ đông thiểu số	(143)	208	264	199	LC tiền thuần trong năm	262	873	(842)	153
Lợi nhuận ròng	2,423	2,187	1,679	2,200	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,332	2,205	1,363	1,516
Chi trả cổ tức	(828)	(1,035)	(518)	(518)	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Lợi nhuận giữ lại	1,595	1,152	1,162	1,682	Tăng trưởng doanh thu thuần	20%	-34%	27%	14%
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	Tăng trưởng EBITDA	83%	-33%	6%	6%
Tiền và tương đương tiền	1,332	2,205	1,363	1,516	Tăng trưởng LN từ HKDK	88%	-36%	1%	8%
Đầu tư ngắn hạn	87	300	220	252	Tăng trưởng LN trước thuế	38%	-5%	-19%	23%
Phải thu khách hàng	7,024	8,064	6,750	6,431	Tăng trưởng LN ròng	43%	-10%	-23%	31%
Hàng tồn kho	19,834	21,055	22,456	22,074	Tăng trưởng EPS	43%	-10%	-23%	31%
Tổng tài sản ngắn hạn	28,441	31,704	30,893	30,392	Biên LN gộp	54%	67%	55%	49%
Tài sản cố định	1,019	933	961	1,017	Biên EBITDA	49%	79%	55%	54%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN ròng	31%	42%	25%	29%
BĐS đầu tư	2,535	2,662	3,002	3,070	ROAE	14%	11%	8%	10%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	5%	4%	3%	4%
Đầu tư vào công ty LD, LK	16,634	18,901	19,852	21,137	ROIC	6%	5%	4%	5%
Khoản đầu tư dài hạn khác	4,654	4,452	4,924	4,491	Vòng quay tài sản	15%	9%	11%	13%
Tổng tài sản dài hạn	24,983	27,077	28,870	29,852	Cổ tức chi trả/LN ròng	34%	47%	31%	24%
Tổng tài sản	53,424	58,781	59,763	60,243	Tổng nợ vay/VCSH	101%	114%	102%	91%
Vay & nợ ngắn hạn	9,385	8,444	8,955	8,276	Nợ vay ròng/VCSH	94%	104%	96%	84%
Phải trả người bán	747	575	738	713	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	34%	36%	35%	33%
Phải trả ngắn hạn khác	1,768	2,020	2,495	2,186	Khả năng thanh toán lãi vay	307%	136%	148%	167%
Tổng nợ ngắn hạn	22,998	21,930	23,390	22,395	Số ngày phải thu	262	373	280	222
Vay & nợ dài hạn	10,331	15,184	13,518	13,271	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	1,992	4,414	2,757	2,079
Các khoản phải trả khác	622	988	850	824	Số ngày phải trả tiền bán	75	121	91	67
Tổng Nợ dài hạn	10,953	16,172	14,368	14,095	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.4	1.3	1.4
Tổng nợ	33,951	38,102	37,759	36,490	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.5	0.4	0.4
Vốn điều lệ	10,350	10,350	10,350	10,350	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Thặng dư vốn cổ phần	12	12	12	12	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS	2,341	2,113	1,622	2,125
LN giữ lại	6,303	6,811	7,368	8,258	BVPS	17,934	18,927	19,952	21,450
Các quỹ thuộc VCSH	1,897	2,417	2,920	3,580	P/E	23.6	26.1	34.0	26.0
Vốn chủ sở hữu	18,562	19,589	20,650	22,200	P/B	3.1	2.9	2.8	2.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	911	1,090	1,354	1,553					
Tổng vốn chủ sở hữu	19,473	20,679	22,004	23,754					
Tổng nợ và VCSH	53,424	58,781	59,763	60,243					

(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

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

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly