

Tăng tỷ trọng

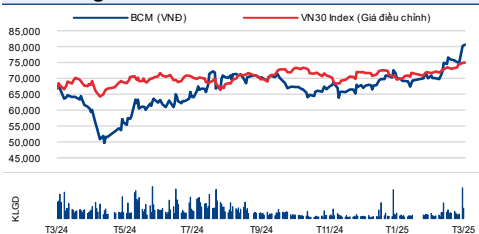
Giá mục tiêu: VNĐ86,800

Tiềm năng tăng/giảm: 7.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/3/2025)	80,600
Mã Bloomberg	BCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	49,743-80,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	80,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	83,421
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,277
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,035
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	352
Slg CP NN được mua (tr.đv)	21.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	34.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.03%
Tỷ lệ freefloat	3.84%
Cổ đông lớn	ND tỉnh Bình Dương (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	14.3	19.4	20.5
So với chỉ số	9.67	14.5	7.52
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,528	-	N/a
2026F	2,636	-	N/a
2027F	3,309	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BCM là nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, với hơn 6.000 ha đất khu công nghiệp. Bên cạnh cho thuê đất, BCM đã phát triển một hệ sinh thái từ bất động sản nhà ở, hạ tầng BOT, giáo dục, y tế để tăng cường giá trị tổng thể của mảng kinh doanh khu công nghiệp cốt lõi.

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản

trang.btt@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hò Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Gã khổng lồ đang cổ phần hóa; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với Becamex IDC (BCM) với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 86.800đ. Là đơn vị dẫn đầu về tổng quỹ đất, BCM khác biệt với các nhà phát triển BĐS KCN khác nhờ có hệ sinh thái tích hợp hỗ trợ mảng kinh doanh BĐS KCN cốt lõi.
- BCM sẽ tiến hành đấu giá 300 triệu cổ phiếu vào ngày 25/4/2025, giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước xuống còn 74% từ mức hiện tại là 95%. Điều này có thể giúp cổ phiếu BCM trở nên hấp dẫn hơn và tạo động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu trong ngắn hạn, còn dài tăng trưởng dài hạn phụ thuộc vào nền tảng đang dần cải thiện của Công ty và ngành.
- BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,5 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn) và có mức chiết khấu 18% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với mức bình quân 23% của các công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị. Giá mục tiêu cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá 8% và P/E dự phóng năm 2025 ở mức 34,3 lần.

Công ty đầu ngành, hoạt động trong nhiều lĩnh vực

BCM là nhà phát triển BĐS KCN và BĐS nhà ở, hiện đang vận hành 7 dự án KCN tại tỉnh Bình Dương với tổng diện tích đất khoảng 4.700 ha (trong đó khoảng 1.100 ha đất có thể cho thuê). BCM khác biệt với các công ty cùng ngành nhờ có (1) quỹ đất lớn, (2) mối quan hệ đối tác độc quyền với các tập đoàn lớn như Sembcorp và Warburg Pincus cũng như nhận được sự hỗ trợ của Chính phủ trong việc phát triển BĐS KCN, khu đô thị và cơ sở hạ tầng, và (3) hệ sinh thái hoàn chỉnh nhằm hỗ trợ chiến lược cho mảng BĐS KCN cốt lõi.

Đáng lưu ý, Nhà nước có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại BCM xuống mức trên 65% từ mức hiện tại là 95,4%, theo Quyết định số 426/QĐ-TTg năm 2024. Việc triển khai đấu giá 300 triệu cổ phiếu là một phần của quá trình giảm tỷ lệ sở hữu này. Hoạt động này sẽ giúp mở khóa dòng vốn mới, cải thiện thanh khoản và đánh dấu những bước đi đầu tiên hướng đến một mô hình quản trị doanh nghiệp hiệu quả và minh bạch.

Lợi nhuận: Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 18%

HSC dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng lần lượt 24%/4%/26% nhờ doanh thu từ KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng, doanh thu bán buôn từ dự án Thành Phố Mới Bình Dương (BDNC), và đóng góp từ các công ty liên doanh/liên kết, đa phần từ Liên doanh Khu công nghiệp Việt Nam - Singapore (VSIP; liên doanh với Sembcorp; BCM sở hữu 49% cổ phần). Chúng tôi – đơn vị duy nhất đưa BCM vào danh sách khuyến nghị – dự báo lợi nhuận thuần của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 18%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 3 tháng qua và diễn biến tương đối tích cực hơn chỉ số VN Index, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 35,6 lần. Trong khi đó, với mức chiết khấu 16,4% so với ước tính RNAV, BCM đang giao dịch với định giá thấp hơn so với mức bình quân 23% của 5 công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị. Là công ty đầu ngành với quỹ đất lớn, mối quan hệ đối tác chiến lược với các tập đoàn toàn cầu, và đặc biệt là sự hỗ trợ từ Chính phủ, chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp hơn nữa. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BCM với giá mục tiêu là 86.800đ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,942	1,901	2,737	2,878	3,338
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,425	2,106	2,617	2,728	3,424
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,528	2,636	3,309
DPS (đồng)	800	994	500	500	500
BVPS (đồng)	18,814	19,787	22,041	24,448	27,652
EV/EBITDA ĐC (lần)	34.6	55.0	38.6	36.9	31.9
P/E ĐC (lần)	34.4	39.6	31.9	30.6	24.4
Lợi suất cổ tức (%)	0.99	1.23	0.62	0.62	0.62
P/B (lần)	4.28	4.07	3.66	3.30	2.91
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	24.3	4.26	25.5
ROAE (%)	13.0	10.5	12.1	11.3	12.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Kết luận đầu tư: Vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI	3
Dẫn đầu về quỹ đất KCN, mô hình phát triển khác biệt	3
Các cụm công nghiệp đã phát triển với hệ thống hạ tầng đồng bộ	4
Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 18%	5
Sẽ tiến hành đấu giá 300 triệu cổ phiếu; tỷ lệ sở hữu Nhà nước giảm xuống còn 74%	6
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 86.800đ	6
BCM là đơn vị hưởng lợi chính từ dòng vốn FDI	10
Mảng BĐS KCN cốt lõi: khoảng 1.100 ha đất có thể cho thuê, chủ yếu đến từ KCN Cây Trường và Bàu Bàng mở rộng	10
VSIP: Đang triển khai 7 KCN, với khoảng 2.400 ha đất	11
Phát triển BĐS nhà ở: khoảng 1.200 ha đang trong giai đoạn triển khai	14
Các phân khúc khác: Một hệ sinh thái hoàn chỉnh hỗ trợ HĐKD cốt lõi	16
Lịch sử hình thành và cơ cấu tổ chức	18
Cơ cấu cổ đông	18
Phân tích BCTC và đưa ra dự báo	21
Thành tích lợi nhuận	21
Ngành BĐS KCN: Nắm bắt cơ hội “Trung Quốc+1” với sự trở lại của chính quyền Trump	26
Vốn FDI tăng thúc đẩy nhu cầu BĐS KCN	26
Các KCN tại miền Bắc hưởng lợi nhiều nhất từ dòng vốn FDI vững chắc	27
Chính sách thuận lợi: FDI trong lĩnh vực công nghệ cao và bán dẫn được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực	28
Nhiều lợi thế cạnh tranh	29
Nâng cấp hạ tầng	30
Nguồn cung: dự kiến tăng trong vài năm tới	31
Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn	32
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 86.800đ	35
Kết luận và phương pháp định giá	35
Bối cảnh định giá	36

Kết luận đầu tư: Vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI

BCM là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực phát triển KCN và khu dân cư quy mô lớn tại Việt Nam. Nhờ có quỹ đất lớn và hệ sinh thái tích hợp độc đáo nhằm củng cố vị thế trong lĩnh vực BĐS KCN, cũng như để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang chảy mạnh vào Việt Nam, HSC dự báo lợi nhuận thuần của BCM tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 18%. Đáng lưu ý, kế hoạch Nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn trên 65% từ mức hiện tại là 95,4% sẽ giúp BCM trở nên hấp dẫn hơn và thanh khoản cổ phiếu cải thiện cùng nhiều lợi ích khác. BCM đang giao dịch ở mức chiết khấu 16% so với RNAV. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này sẽ thu hẹp hơn nữa dựa trên các triển vọng tích cực. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BCM với giá mục tiêu là 86.800đ. Giá mục tiêu được xác định dựa trên mức chiết khấu 10% so với RNAV dự phóng cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và có P/E dự phóng năm 2025 là 34,3 lần.

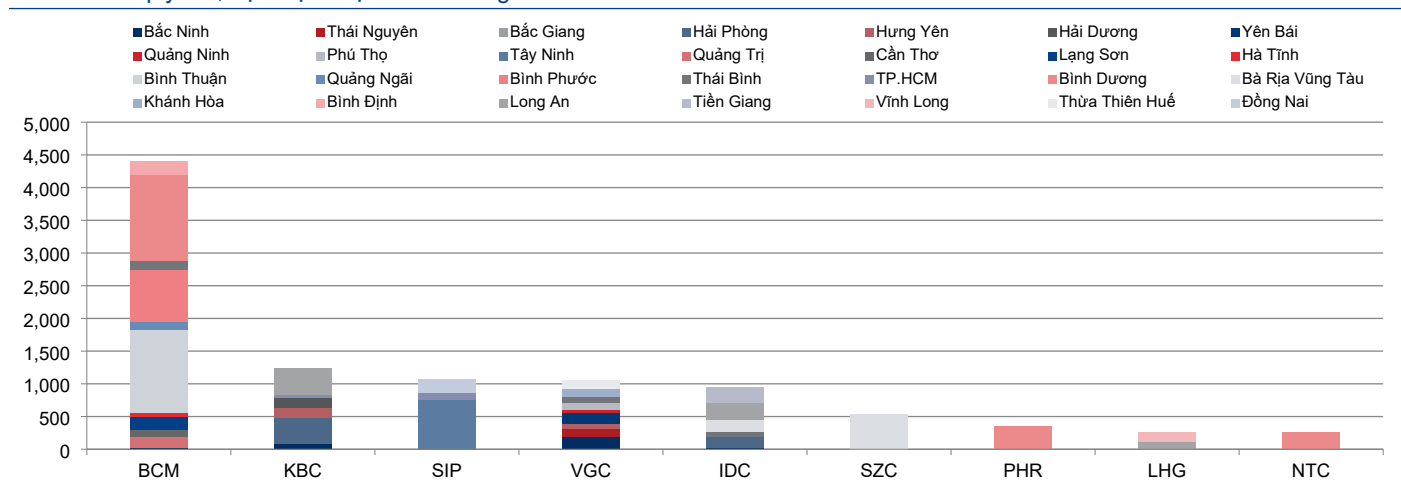
Hoạt động phát triển KCN và khu dân cư đóng vai trò then chốt trong HĐKD của BCM và được hỗ trợ bởi hệ sinh thái tích hợp toàn diện nhằm phục vụ khách thuê và NGĐT tiềm năng. Trong 45 năm qua, các HĐKD đa dạng ở rất nhiều lĩnh vực như cơ sở hạ tầng, xây dựng, VLXD, y tế và giáo dục đã đóng vai trò nền tảng cho sự thành công của Công ty. Với nền tảng vững chắc này, chúng tôi kỳ vọng nguồn tài chính và các nhà đầu tư/đối tác mới sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận của BCM sau khi hoàn tất giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước. HSC đưa cổ phiếu BCM vào danh sách theo dõi.

Dẫn đầu về quỹ đất KCN, mô hình phát triển khác biệt

BCM khác biệt với các công ty cùng ngành nhờ có (1) quỹ đất để phát triển KCN và khu dân cư lớn nhất (2) mối quan hệ đối tác độc quyền với Sembcorp (VSIP) và Warburg Pincus (BW Industrial) và (3) hệ sinh thái tích hợp toàn diện bao gồm các dịch vụ, cơ sở hạ tầng viễn thông, mạng lưới giao thông, khu dân cư, giáo dục và y tế cho khách thuê.

Biểu đồ 1: Quỹ đất (ha), một số công ty BĐS KCN

Dẫn đầu về quỹ đất, đặc biệt là tại Bình Dương



Ghi chú: (1) Quỹ đất đất thực tế, được tính bằng cách lấy diện tích cho thuê nhân với tỷ lệ sở hữu của mỗi dự án.

(2) bao gồm các dự án đang triển khai và các dự án đã được cấp phép đầu tư và có quy hoạch tổng thể 1/2000.

Nguồn: HSC

Sở hữu danh mục dự án BĐS KCN lớn tại một trong những trung tâm công nghiệp phát triển mạnh nhất nước

BCM đang dẫn đầu về số lượng dự án KCN và quỹ đất tại Việt Nam. Nếu bao gồm VSIP và các công ty liên kết khác, tổng diện tích đất công nghiệp của BCM ước tính khoảng 13.700 ha, với khoảng 4.500 ha có thể cho thuê (Biểu đồ 1). Diện tích đất có thể cho thuê này bao gồm 1.068 ha sở hữu trực tiếp, 3.369 ha từ VSIP (đóng góp 49-67% tổng diện tích của VSIP khoảng 17.000 ha) và 803 ha từ các công ty liên kết khác (Becamex Bình Phước (dự án này có tổng quy mô 2.448 ha, BCM sở hữu 40% vốn

điều lệ, IJC (chưa khuyến nghị, BCM sở hữu 49,8% cổ phần) sở hữu 32% vốn điều lệ, và các bên khác sở hữu 28% vốn điều lệ còn lại).

Tất cả diện tích đất có thể cho thuê do BCM trực tiếp sở hữu là 1.068 ha đều nằm tại 7 KCN ở Bình Dương (Biểu đồ 9). Trong số đó, KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng (Bình Dương) dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi dự báo doanh thu từ 2 dự án này sẽ đạt 40 nghìn tỷ đồng và được ghi nhận trong suốt quá trình phát triển dự án. Cả hai dự án đóng góp 13,2% RNAV dự phóng của BCM.

Các dự án KCN của BCM nằm tại các vị trí chiến lược dọc theo trục đường huyết mạch của tỉnh Bình Dương (Biểu đồ 10). Các KCN nằm ở phía Bắc của tỉnh Bình Dương (Bàu Bàng, Cây Trường) kết nối với các KCN ở khu vực phía Nam của tỉnh thông qua tuyến đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn và kết nối trực tiếp với cảng nước sâu Cái Mép ở tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu và sân bay Quốc tế Long Thành đang được xây dựng. Trong khi đó, Quốc lộ 13 kết nối với TP.HCM, sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và cảng Cát Lái. Hai tuyến đường bộ/cao tốc này là những yếu tố quan trọng đối với khách thuê khi lựa chọn khu công nghiệp.

Các cụm công nghiệp đã phát triển với hệ thống hạ tầng đồng bộ

Mảng BĐS KCN của BCM khác biệt với các công ty cùng ngành nhờ tiên phong trong việc phát triển KCN tích hợp và khu dân cư bền vững theo mô hình đô thị TOD, với dự án Thành Phố Mới Bình Dương (BDNC) là điểm nhấn.

Mô hình phát triển dài hạn này sẽ (1) thúc đẩy hiệu quả sử dụng đất, (2) nâng cao giá trị BĐS khu vực xung quanh và (3) đẩy mạnh việc thu hút vốn FDI bằng cách thúc đẩy hệ sinh thái năng động, từ đó thu hút các NGT muốn tìm các KCN và KDC có quy hoạch tốt.

Đồng thời, việc phát triển các CCN cũng đã thúc đẩy nhu cầu nhà ở, kích thích tăng trưởng doanh thu mảng kinh doanh BĐS của BCM thông qua hoạt động bán buôn cho các nhà phát triển BĐS khác. BCM đặt mục tiêu doanh thu bán buôn tại dự án BDNC sẽ đóng góp 50-60% vào doanh thu mảng kinh doanh BĐS. Dưới đây là thông tin chi tiết liên quan đến các dự án:

- **Thành Phố Mới Bình Dương (BDNC) (1.000 ha):** BCM đang phát triển dự án Thành Phố Mới Bình Dương theo hệ sinh thái đô thị - công nghiệp - dịch vụ tích hợp với hệ thống giao thông công cộng như tuyến xe buýt nhanh BRT và tuyến Metro kết nối với TP.HCM. Becamex đã triển khai hoạt động bán buôn và tự phát triển nhiều dự án. Tổng quỹ đất sạch còn lại của dự án này là 459 ha. BDNC đóng góp 24,8% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM.
- **WTC Gateway (7 ha):** Dự án này là thành phần quan trọng của một trung tâm thương mại và trung chuyển, bao gồm nhà ga trung tâm kết nối với thành phố Thủ Đức và tuyến metro Bến Thành - Suối Tiên của TP.HCM, trung tâm tài chính, ngân hàng, trung tâm hội nghị, khách sạn, trung tâm mua sắm và khu văn phòng, định hình BDNC trở thành một khu đô thị nén TOD hoàn chỉnh. Dự án đã nhận được phê duyệt pháp lý và đã được khởi công xây dựng trong năm 2024.

Chúng tôi lưu ý rằng, đô thị TOD được xây dựng theo chiến lược quy hoạch tập trung vào việc phát triển các không gian sử dụng hỗn hợp (khu dân cư, thương mại, văn phòng, bán lẻ và giải trí) gần các trung tâm trung chuyển để thúc đẩy sự hội nhập kinh tế và xã hội.

Quan hệ đối tác độc quyền với Sembcorp và Warburg Pincus

Danh tiếng và chuyên môn của BCM nổi trội hơn nhiều so với các công ty cùng ngành nhờ có sự hiện diện của các đối tác ngoại lớn. Các mối quan hệ đối tác này phù hợp với hệ sinh thái phát triển khu công nghiệp và khu đô thị hiện tại của BCM trong dài hạn.

BLĐ cho biết, BCM đã thay đổi chiến lược kể từ năm 2023. Theo đó, công ty mẹ sẽ không triển khai dự án một cách độc lập mà sẽ hợp tác với VSIP. BCM đưa ra quyết định trên là do Công ty đang áp dụng mô hình phát triển tập trung vào các KCN tích

hợp có diện tích lớn như BCM VSIP Bình Phước (2.500 ha), Bình Định (1.000 ha), Bình Thuận (3.000 ha), vốn đòi hỏi vốn đầu tư lớn.

VSIP: Dấu ấn trên toàn quốc và “con gà đẻ trứng vàng” của BCM

Liên doanh Khu công nghiệp Việt Nam - Singapore (VSIP) do BCM sở hữu 49% cổ phần và Sembcorp (tập đoàn trực thuộc chính phủ Singapore) sở hữu 51% cổ phần còn lại. VSIP đã phát triển 18 KCN trên cả nước (11 dự án đã đi vào hoạt động và 7 dự án đang trong giai đoạn triển khai), với tổng diện tích đất khoảng 14,600 ha đất KCN (Bảng 11, Biểu đồ 12, 13, 14). Lợi nhuận từ khoản đầu tư vào VSIP đóng góp bình quân 42% lợi nhuận thuần của BCM trong 5 năm qua.

Trong thời gian tới, VSIP dự kiến đưa vào vận hành 6 KCN mới, với tổng diện tích 2.400 ha tại Lạng Sơn, Cần Thơ, Thái Bình, Hà Tĩnh, Quảng Trị và Quảng Ngãi. VSIP đóng góp tổng cộng 24% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM.

BW Industrial: Hoàn thiện hệ sinh thái KCN của BCM

BW Industrial là liên doanh giữa BCM (sở hữu 24,1% cổ phần), Warburg Pincus và ESR Group. BW Industrial được định hướng trở thành nền tảng cho thuê BĐS KCN và BĐS logistics lớn nhất Việt Nam, cung cấp nhà xưởng và kho bãi cho thuê chất lượng cao. Hiện tại công ty có khoảng 6,3 triệu m² đất KCN tại 11 tỉnh thành trọng điểm. BW Industrial đóng góp tổng cộng 4,1% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM.

BW Industrial có thể sẽ tiến hành IPO trong những năm tới. Đây sẽ là bước đi chiến lược nhằm huy động thêm nguồn tài chính để mở rộng HĐKD trong bối cảnh nhu cầu BĐS KCN và BĐS logistics ngày càng tăng.

Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 18%

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của BCM tăng trưởng 24,3% đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, trên doanh thu 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 71,6%), với động lực tăng trưởng từ dự án KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng. Trong khi đó, BCM sẽ triển khai hoạt động bán buôn tại dự án BDNC trong năm 2025, nhằm hỗ trợ doanh thu mảng BĐS nhà ở (thông tin chi tiết chưa được công bố). Chúng tôi dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS năm 2025 đạt 5,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ hoạt động bán buôn và dự án khu dân cư TDC.

Do chưa tiếp cận được nhiều thông tin, chúng tôi sử dụng số liệu từ giao dịch bán buôn chuyển nhượng 18,9 ha đất ở thuộc dự án BDNC trong năm 2023 cho CapitalLand với giá 5,1 nghìn tỷ đồng (tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 50%) làm cơ sở để đối chiếu. Nhìn chung, doanh thu từ hoạt động cho thuê đất và bán BĐS dự kiến đạt 7,3 nghìn tỷ đồng, tăng 118,1% so với cùng kỳ.

Dựa trên kỳ vọng hoạt động bàn giao đất KCN và BĐS nhà ở sẽ cải thiện trong năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%) từ việc chuyển nhượng 75 ha đất công nghiệp và hoạt động bán buôn tại dự án BDNC. Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,5%), từ việc chuyển nhượng 84 ha đất tại dự án KCN Bàu Bàng mở rộng và KCN Cây Trường.

Lợi nhuận từ các công ty liên kết, đa phần đến từ VSIP, cũng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần của BCM. Chúng tôi dự báo VSIP sẽ cho thuê lần lượt 310 ha/360 ha/380 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027. Do đó, lợi nhuận từ các công ty liên kết dự kiến đạt lần lượt 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 5,6% so với cùng kỳ), 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,5%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 16,3%).

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 17,6%.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, BCM

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 18% giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2023A	2024A	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	7,883	5,195	-34.1%	8,913	71.6%	9,007	1.1%	10,015	11.2%
Lợi nhuận gộp	4,248	3,392	-20.1%	4,461	31.5%	4,781	7.2%	5,607	17.3%
Chi phí BH&QL	(1,465)	(1,737)	18.6%	(1,861)	7.1%	(2,087)	12.2%	(2,453)	17.5%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	798	1,955	144.9%	1,845	-5.6%	2,021	9.5%	2,350	16.3%
Chu nhập tài chính	131	167	27.7%	37	-78.1%	22	-41.3%	20	-8.3%
Chi phí tài chính	(906)	(1,309)	44.4%	(1,247)	-4.8%	(1,320)	5.9%	(1,172)	-11.2%
LNTT	2,697	2,451	-9.1%	3,236	32.0%	3,416	5.6%	4,351	27.4%
Lợi nhuận thuần	2,425	2,106	-13.2%	2,617	24.3%	2,728	4.3%	3,424	25.5%

Nguồn: HSC ước tính

Sẽ tiến hành đấu giá 300 triệu cổ phiếu; tỷ lệ sở hữu Nhà nước giảm xuống còn 74%

Hướng đến cổ phần hóa

BCM sẽ chào bán 300 triệu cổ phiếu (bằng khoảng 29% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá khởi điểm là 69.600đ/cp –thấp hơn 25% so với mức định giá chúng tôi đưa ra – thông qua hoạt động đấu giá công khai diễn ra vào ngày 28/4/2025. Với mức giá trên, tổng số tiền thu được dự kiến sẽ là 20,9 nghìn tỷ đồng. Sau khi hoàn tất giao dịch này, UBND tỉnh Bình Dương không còn là cổ đông lớn của BCM, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước dự kiến sẽ giảm xuống còn khoảng 74%.

Thay đổi số phận

HSC có quan điểm lạc quan về hoạt động bán đấu giá cổ phiếu của Công ty. Chúng tôi hiểu rằng mặc dù việc cải cách doanh nghiệp Nhà nước là một quá trình dài hạn, nhưng điều này có thể khơi dậy triển vọng tích cực với khuynh hướng chấp nhận cách tiếp cận theo định hướng thị trường hơn. Ngoài ra, sự cải thiện về mặt cấu trúc trong các yếu tố nền tảng BCM sẽ giúp cải thiện tâm lý thị trường. Kết quả từ hoạt động đấu giá cổ phiếu:

- **Thu hút thêm nguồn vốn mới:** BCM kỳ vọng sẽ thu được ít nhất 15 nghìn tỷ đồng (với mức giá tối thiểu là 50.000đ/cp) hoặc 21 nghìn tỷ đồng (với chào mua là 69.600đ/cp). Số tiền này được dùng để tài trợ cho các dự án quan trọng đang triển khai (6,3 nghìn tỷ đồng), góp vốn (3,6 nghìn tỷ đồng) và tái cấu trúc tài chính (5,1 nghìn tỷ đồng).
- **Giải pháp cho tỷ lệ free float thấp:** Việc đấu giá cổ phiếu là bước đi quan trọng trong kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại BCM xuống gần 65% theo Quyết định số 426/QĐ-TTg năm 2024. Hoạt động giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước giúp nâng cao tỷ lệ cổ phiếu thả nổi (từ mức hiện tại là 3%), cải thiện thanh khoản và giảm sự chi phối của các cổ đông lớn.
- **Tận dụng các yếu tố thuận lợi của ngành:** HSC đánh giá hoạt động chào bán cổ phiếu ra công chúng mang lại cơ hội chiến lược cho BCM đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng bằng cách tận dụng những động lực tăng trưởng thuận lợi của ngành. Ngoài ra, việc thu hút thêm NĐT chiến lược cũng đẩy mạnh việc cải thiện hoạt động của doanh nghiệp, mang lại triển vọng lợi nhuận tốt hơn.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 86.800đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp SoTP để định giá BCM, cho thấy ước tính RNAV/cp là 96.400đ. Để xác định giá mục tiêu ở mức 86.800đ, chúng tôi giả định mức chiết khấu so với RNAV là 10% nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến Tập đoàn, do BCM có HĐKD ở nhiều ngành nghề khác nhau và bất cứ rủi ro nào liên quan đến việc chậm phê duyệt pháp lý tại các dự án. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và định giá cổ phiếu với P/E dự phóng năm 2025 ở mức 34,3 lần và P/B dự phóng năm 2025 ở mức 3,9 lần. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với BCM.

Việc giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước mang lại cho BCM cơ hội mới thông qua việc tiếp cận được nguồn vốn cũng như thu hút các NĐT tiềm năng, mang lại cho Công ty thêm động lực tăng trưởng. Trong bối cảnh BĐS KCN đang hưởng lợi lớn từ dòng vốn FDI, BCM, vốn có nền tảng vững chắc về quỹ đất rộng khắp cả nước và quan hệ đối tác chiến lược với Sembcorp, sẽ có cơ hội tận dụng tối đa chuyên môn lâu năm trong lĩnh vực này để thu được nhiều lợi ích. Việc mở bán dự án KCN Cây Trường, KCN Bàu Bàng mở rộng và VSIP dự kiến sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận của BCM.

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu tăng 14% kể từ đầu năm 2025 lên 80.600đ vào ngày 12/3/2025 và diễn biến tích cực hơn 8,3% so với chỉ số VN Index và hơn 7,1% so với IP Index của HSC. Lưu ý, HSC IP Index bao gồm 9 công ty phát triển BĐS KCN Việt Nam, trong đó có các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC như KBC, VGC, IDC, PHR và SIP và các công ty không nằm trong danh sách khuyến nghị NTC, LHG, DPR, SZC và GVR. Giá cổ phiếu bình quân được tính theo vốn hóa thị trường.

Bảng 3: Diễn biến giá cổ phiếu, BCM

(%)	12 tháng	3 tháng	1M	YTD
Số tuyệt đối				
BCM	25.9	19.4	14.3	13.7
IP Index	27.1	13.7	14.1	12.4
Tương quan với chỉ số				
BCM	14.6	14.1	9.0	8.3
IP Index	15.7	8.4	8.8	7.1

Ghi chú: Giá cổ phiếu tại ngày 12/3
Nguồn: HSC

Ở mức giá hiện tại, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 35,6 lần và cổ phiếu có mức chiết khấu 16% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với mức bình quân 23% của 5 công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 34,3 lần (so với mức 22,2 lần của toàn ngành) và P/B dự phóng năm 2025 là 3,9 lần (so với mức 2,9 lần của toàn ngành).

Nhờ BCM là công ty đầu ngành với quỹ đất lớn, mối quan hệ đối tác chiến lược với các tập đoàn toàn cầu, và đặc biệt là sự hỗ trợ từ Chính phủ, chúng tôi tin rằng mức định giá này hợp lý. HSC cho rằng mức chiết khấu sẽ được thu hẹp hơn nữa nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện dựa trên hoạt động phát triển các dự án KCN và KDC trong thời gian tới.

Bảng 4: Các chỉ số định giá chính, BCM

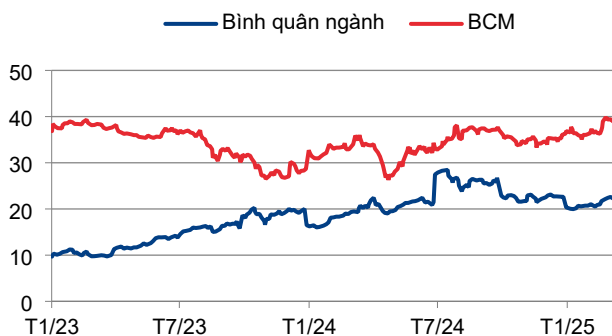
Giá mục tiêu của BCM là 86.800đ dựa trên P/E là 34,3 lần và P/B là 3,9 lần (năm 2025)

Chỉ số	2024	2025F	2026F	2027F
EPS	1,923	2,528	2,636	3,309
BVPS	19,787	22,041	24,448	27,652
P/E	45.1	34.3	32.9	26.2
P/B	4.4	3.9	3.6	3.1

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 5: P/E và bình quân ngành, BCM

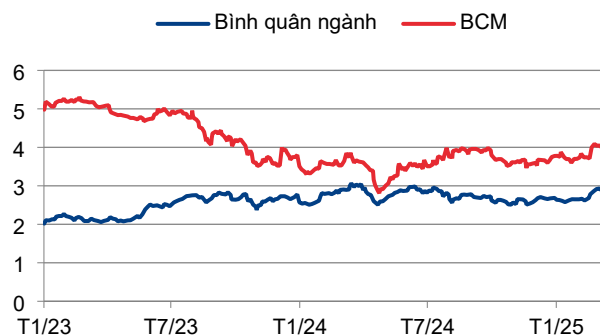
BCM hiện giao dịch tại P/E 1 năm ở mức 34,3 lần so với P/E bình quân ngành là 22,2 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 6: BCM P/B và bình quân ngành, BCM

BCM hiện giao dịch tại P/B 1 năm ở mức 3,9 lần so với P/B bình quân ngành là 2,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: So sánh với các công ty cùng ngành (triệu USD), BCM

Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu 2024	Lợi nhuận thuần 2024	2024 P/E (lần)	2025F P/E (lần)	2024 P/B (lần)	2025F P/B (lần)	ROE bình quân 3 năm (%)	GMP bình quân 3 năm (%)	TS Ln thuần bq 3 năm (%)
VGC	880	475	45	20.3	19.1	2.7	2.5	17.6	28.4	10.2
KBC	912	111	17	54.6	14.2	1.3	1.1	8.1	56.2	42.3
PHR	345	65	19	20.4	17.9	2.3	2.3	20	23.8	41.3
IDC	731	353	80	9.3	10.4	3.3	3.1	35	37.4	21.8
SIP	739	311	42	16.7	17.3	4.4	3.4	26.3	14.3	13.9
Trung bình ngành (mã HSC khuyến nghị)	721	263	41	24.3	15.8	2.8	2.5	21.4	32.0	25.9
NTC	220	14	12	18.7	28	5.8	4.6	39.5	70.5	110
DPR	162	49	11	14.8	12	1.7	1.5	10.1	29.6	20.3
LHG	71	17	7	9.8	N/a	1.1	N/a	10.2	46.6	38
GVR	5,252	1,048	145	31.8	N/a	2.5	N/a	6.3	24.7	12.5
SZC	318	35	12	26.5	N/a	2.6	N/a	12	42.7	28.1
Trung bình toàn ngành	1205	233	37	20.3	20.0	2.7	3.1	15.6	42.8	41.8
BCM	3,042	207	84	45.1	34.3	4.4	3.9	11.1	52.8	30.9

Ghi chú: dựa trên số liệu HSC và thị trường, giá đóng cửa tại ngày 12/3.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 8: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, các cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

BCM hiện giao dịch với RNAV là 17,9% so với bình quân ngành ở mức 23,3%

Mã CK	Khuyến nghị	Thị giá hiện tại (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAV/cp** (đồng)	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm so với RNAV	Giá định chiết khấu so với RNAV
KBC	Mua vào	30,300	36,400	20.1%	51,900	-41.6%	39%	30%
IDC	Mua vào	56,000	69,000	23.2%	76,700	-27.0%	N/a	10%
PHR	Đang xem xét lại khuyến nghị	64,200	U/r	N/m	71,700	-10.5%	22%	10%
VGC	Đang xem xét lại khuyến nghị	52,200	U/r	N/m	61,000	-14.4%	15%	10%
SIP	Đang xem xét lại khuyến nghị	91,600	U/r	N/m	130,700	-29.9%	N/a	20%
BCM	Tăng tỷ trọng	80,600	86,800	7.7%	96,400	-16.4%	N/a	10%
Bình quân*				17.0%		-23.3%		15%

Ghi chú: *bình quân giảm đơn của các dữ liệu có sẵn; **dựa trên số liệu trong báo cáo của các cổ phiếu HSC khuyến nghị; giá đóng cửa ngày 12/3
Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính dẫn đến dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng đa phần liên quan đến các dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Chi tiết như sau:

- **Kết quả đấu giá cổ phiếu thấp hơn kỳ vọng:** Với kết quả đấu giá cổ phiếu không đạt mục tiêu, Công ty sẽ gặp khó khăn trong việc tài trợ vốn cho hoạt động triển khai các dự án chiến lược.
- Khi đó, BCM sẽ phải tận dụng vốn vay ngân hàng và phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất cho vay vẫn ở mức cao, đặc biệt đối với các khoản vay trái phiếu dài hạn, chưa kể đến khoản nợ 24 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2024 của BCM, chi phí lãi vay cao hơn sẽ tạo ra áp lực đáng kể lên dòng tiền của BCM.
- **Tác động của suy thoái thương mại toàn cầu lớn hơn dự kiến:** Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng có thể đến từ tình trạng suy thoái thương mại toàn cầu làm các doanh nghiệp FDI trì hoãn kế hoạch mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh nên doanh thu cho thuê đất tại KCN Bàu Bàng mở rộng, KCN Cây Trường và các KCN VSIP thấp hơn kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của BCM.
- **Rủi ro pháp lý:** Cũng như hầu hết các dự án BĐS, việc vượt qua những khó khăn về mặt pháp lý vẫn là thách thức chính cho các nhà phát triển BĐS KCN. Nếu có bất kỳ khó khăn nào xảy ra trong quá trình xin phê duyệt pháp lý cho dự án, thời gian mở bán có thể bị trì hoãn đáng kể, làm ảnh hưởng đến KQKD của BCM.

Chúng tôi lưu ý rằng quá trình xin phê duyệt pháp lý cho các dự án tại Việt Nam khá phức tạp do hoạt động này bị chi phối bởi nhiều luật vốn có nhiều điều khoản đôi khi chồng chéo lên nhau. Có nhiều dự án bị chậm tiến độ vì nguyên nhân trên. Tuy nhiên, so với các nhà phát triển BĐS nhà ở, các nhà phát triển BĐS KCN được Chính phủ hỗ trợ nhiều hơn trong việc tháo gỡ những nút thắt về mặt pháp lý.

BCM là đơn vị hưởng lợi chính từ dòng vốn FDI

Dựa trên xu hướng thuận lợi hiện tại của ngành, HSC tin rằng các yếu tố nền tảng chính của BCM – quỹ đất lớn trên toàn quốc, mối quan hệ độc quyền với các đối tác toàn cầu và chiến lược phát triển mô hình đô thị nén TOD độc đáo – sẽ thúc đẩy mạnh mẽ đà tăng trưởng của BCM. Dự án KCN Bàu Bàng mở rộng (380 ha) và KCN Cây Trường (500 ha) có khả năng trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Ngoài ra, BCM còn vận hành doanh nghiệp thuộc các mảng kinh doanh khác, mang lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định và ngày càng tăng như BĐS nhà ở, cơ sở hạ tầng BOT, xây dựng, giáo dục và y tế.

Mảng BĐS KCN cốt lõi: khoảng 1.100 ha đất có thể cho thuê, chủ yếu đến từ KCN Cây Trường và Bàu Bàng mở rộng

Hoạt động cho thuê đất KCN và phát triển BĐS nhà ở giữ vai trò trung tâm trong HĐKD của BCM, đóng góp bình quân 64% và 80% tổng doanh thu và tổng lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2019-2024. Trong đó, hoạt động cho thuê đất KCN đóng góp 30-40% tổng doanh thu, thấp hơn doanh thu mảng kinh doanh BĐS.

Mức đóng góp của mảng BĐS KCN thấp do Công ty thực hiện chiến lược tái cấu trúc từ năm 2023. Với chiến lược này, BCM sẽ không sở hữu toàn bộ bất cứ dự án KCN nào mà sẽ hợp tác với VSIP phát triển dự án mới để tận dụng chuyên môn và nguồn vốn của VSIP. HSC lưu ý rằng BCM không cung cấp số liệu liên quan đến cơ cấu doanh thu chi tiết của mảng BĐS KCN và BĐS nhà ở.

Becamex hiện đang trực tiếp vận hành 7 KCN và tham gia vào hoạt động phát triển KCN dưới hình thức tự phát triển cũng như liên doanh với các đối tác nước ngoài với thương hiệu VSIP.

Công ty đang dẫn đầu về số lượng dự án KCN và quỹ đất tại Việt Nam. Nếu bao gồm VSIP và các công ty liên kết khác, tổng diện tích đất công nghiệp của BCM ước tính khoảng 13.700 ha, với khoảng 4.500 ha đất có thể cho thuê (Biểu đồ 1). Diện tích có thể cho thuê này bao gồm 1.068 ha sở hữu trực tiếp, 3.369 ha từ VSIP (chiếm 49-67% tổng diện tích của VSIP khoảng 17.000 ha) và 803 ha từ các công ty liên kết khác (Becamex Bình Phước (dự án này có tổng quy mô 2.448 ha, BCM sở hữu 40% vốn điều lệ, IJC (chưa khuyến nghị, BCM sở hữu 49,8% cổ phần) sở hữu 32% vốn điều lệ, và các bên khác sở hữu 28% vốn điều lệ còn lại).

Tất cả diện tích đất do BCM trực tiếp sở hữu là 1.068 ha đều nằm tại 7 KCN ở Bình Dương (Biểu đồ 9). Trong số đó, KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng (Bình Dương) dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi dự báo doanh thu từ 2 dự án này sẽ đạt 40 nghìn tỷ đồng và được ghi nhận trong suốt quá trình phát triển dự án. Cả hai dự án đóng góp 13,2% RNAV dự phóng của BCM.

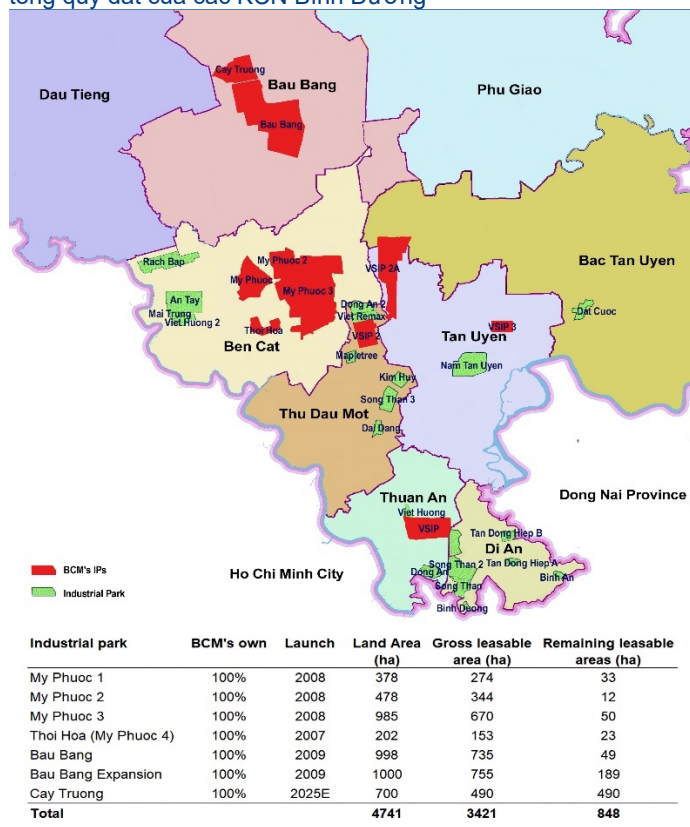
- KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng có vị trí chiến lược, nằm dọc tuyến đường giao thông chính và hạ tầng giao thông liên vùng như Đường vành đai 4, Quốc lộ 13, v.v. (Biểu đồ 9-10). Điều này giúp tối ưu hóa khả năng kết nối của các KCN này với cảng biển Cái Mép, Cát Lái, Sân bay quốc tế Long Thành và TP.HCM cũng như tỉnh Đồng Nai. Chi tiết như sau:
- KCN Cây Trường, 700 ha (khoảng 500 ha đất có thể cho thuê) tại xã Cây Trường II và thị trấn Lai Uyên (huyện Bàu Bàng, tỉnh Bình Dương). Dự án này đã được chấp thuận chủ trương đầu tư và gần như hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng và dự kiến ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Tổng doanh thu từ dự án dự kiến đạt 24 nghìn tỷ đồng, bằng 7,7% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM. Giá cho thuê dự kiến ở mức 125 USD/m²/tháng (khách thuê sẽ trả tiền sử dụng đất hằng năm).
- KCN Bàu Bàng mở rộng (380 ha đất có thể cho thuê, huyện Bàu Bàng và Dầu Tiếng, tỉnh Bình Dương). BCM đã cho thuê 621 ha và hiện đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng phần diện tích còn lại là 380 ha. HSC dự báo doanh thu từ phần đất còn lại 380 ha này là 16 nghìn tỷ đồng. Dự án này đóng góp 5,9% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM. Giá cho thuê dự kiến ở mức 147 USD/m²/tháng (BCM sẽ thanh toán toàn bộ tiền sử dụng đất).

Khách thuê của BCM rất đa dạng, hoạt động trên nhiều ngành nghề khác nhau như hàng tiêu dùng, công nghệ cao, logistics, linh kiện và hóa chất. Các KCN tại đây có mức độ tập trung thấp hơn so với các KCN ở miền Bắc, nơi có nhiều công ty hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao, hoặc so với tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu, có nhiều nhà máy chế biến dầu khí.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng BĐS KCN và BĐS nhà ở của BCM đang ở mức cao, bình quân 58% nhờ chi phí đất thấp (Biểu đồ 29).

Hình 9: Các KCN do BCM sở hữu hoàn toàn tại tỉnh Bình Dương

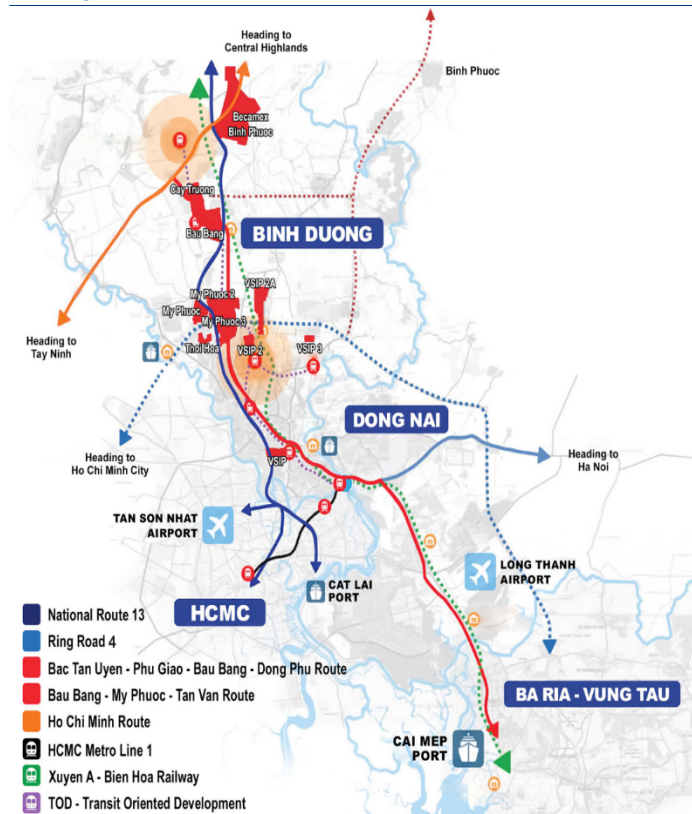
Tổng số KCN do BCM trực tiếp sở hữu (màu đỏ) chiếm 39,2% tổng quỹ đất của các KCN Bình Dương



Nguồn: BCM, HSC

Hình 10: Vị trí các KCN do BCM sở hữu hoàn toàn

Các khu công nghiệp (màu đỏ) của BCM nằm ở vị trí chiến lược dọc theo các tuyến đường chính, tích hợp liền mạch vào mô hình TOD



Nguồn: BCM, HSC

VSIP: Đang triển khai 7 KCN, với khoảng 2.400 ha đất

Từ năm 2023, BCM tập trung phát triển KCN thông qua VSIP (công ty liên doanh với tập đoàn Sembcorp của Singapore; BCM sở hữu 49% cổ phần), thay vì để công ty mẹ tự phát triển và sở hữu toàn bộ dự án. Việc hợp tác với công ty liên doanh tạo điều kiện cho BCM (1) tận dụng lợi thế về chuyên môn và nguồn vốn của Sembcorp, vì các dự án của BCM thường là các KCN tích hợp với khu dân cư, đòi hỏi vốn đầu tư lớn cũng như (2) giúp thúc đẩy quá trình mở rộng HKKD sang các tỉnh khác.

Hiện có 3 dự án có quy mô lớn đang được triển khai là Becamex VSIP Bình Định (1.000 ha), Becamex VSIP Bình Thuận (3.000 ha) và Becamex Bình Phước (2.448 ha) với tổng giá trị đầu tư dự kiến là 11 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 15).

VSIP đã phát triển 18 KCN trên cả nước, với tổng diện tích đất khoảng 14,600 ha (Bảng 11, Biểu đồ 12, 13, 14). Lợi nhuận từ khoản đầu tư vào VSIP đóng góp bình quân 41% lợi nhuận thuần của BCM trong 5 năm qua. Trong thời gian tới, VSIP dự kiến đưa vào hoạt động 6 KCN mới, với tổng diện tích 2.396 ha tại Lạng Sơn, Thái Bình, Quảng Ngãi, Hà Tĩnh, Cần Thơ, Quảng Trị. Trong năm 2024, VSIP khởi công xây dựng dự án VSIP Hà Tĩnh (190 ha) và VSIP Lạng Sơn (600 ha) và VSIP Quảng Ngãi 2. Dự án VSIP Thái Bình đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý, dự kiến

sẽ được khởi công xây dựng trong giai đoạn 2025-2029. VSIP đặt mục tiêu bàn giao 310 ha đất KCN trong năm 2025. VSIP đóng góp tổng cộng 24% ước tính RNAV của chúng tôi đối với BCM.

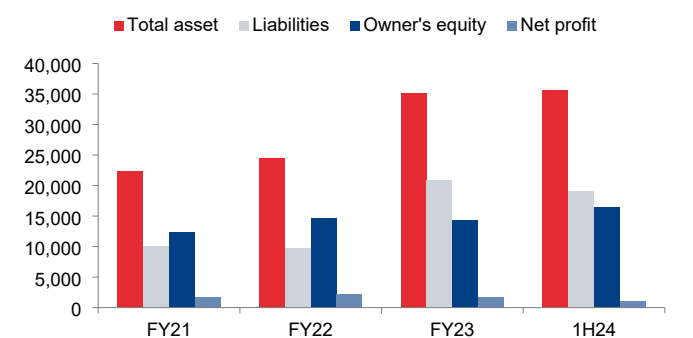
Bảng 11: Tiến độ các KCN của BCM

Khu CN	Vị trí	Sở hữu của BCM	Năm bắt đầu khai thác	Quỹ đất (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy đến cuối năm-2024
BCM						
Mỹ Phước 1	Bình Dương	100%	2008	333	33	88%
Mỹ Phước 2	Bình Dương	100%	2008	471	14	96%
Mỹ Phước 3	Bình Dương	100%	2008	985	56	92%
Thới Hòa (Mỹ Phước 4)	Bình Dương	100%	2007	202	26	85%
Bàu Bàng	Bình Dương	100%	2009	1,000	54	93%
Mở rộng Bàu Bàng	Bình Dương	100%	2009	1,000	380	75%
Cây Trường	Bình Dương	100%	2025F	700	505	0%
Tổng cộng				4,691	1,068	
VSIP						
VSIP 1	Bình Dương	49%	1996	500	-	100%
VSIP 2	Bình Dương	49%	2006	2,045	-	100%
VSIP 3	Bình Dương	49%	2024	1,000	510	22%
VSIP Bắc Ninh	Bắc Ninh	49%	2007	635	16	97%
VSIP Hải Phòng	Bắc Ninh	49%	2008	1,600	-	100%
VSIP Nghệ An	Hải Phòng	49%	2015	750	24	85%
VSIP Quảng Ngãi 1	Quảng Ngãi	49%	2017	760	129	72%
VSIP Hải Dương	Hải Dương	49%	2015	150	32	70%
VSIP Bắc Ninh 2	Bắc Ninh	49%	2019	273	38	80%
VSIP Nghệ An 2	Nghệ An	49%	2023	500	91	10%
VSIP Quảng Ngãi 2	Quảng Ngãi	49%	2017	500	101	0%
VSIP Cần Thơ	Cần Thơ	49%	2025F	294	206	0%
VSIP Lạng Sơn	Lạng Sơn	49%	2027F	600	420	0%
VSIP Thái Bình	Thái Bình	49%	2027F	349	244	0%
VSIP Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	49%	2027F	190	133	0%
VSIP Bình Thuận	Bình Thuận	61%	2027F	3,000	2,100	0%
VSIP Quảng Trị	Quảng Trị	49%	2025F	481	337	0%
Becamex VSIP Bình Định	Bình Định	67%	2024	1,000	308	56%
Tổng cộng				14,627	4,688	
Các công ty liên kết khác						
Becamex Bình Phước	Bình Phước	56%	2027F	2,448	1,439	15%
Tổng cộng				17,075	6,127	

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: Bảng CĐKT của VSIP (tỷ đồng)

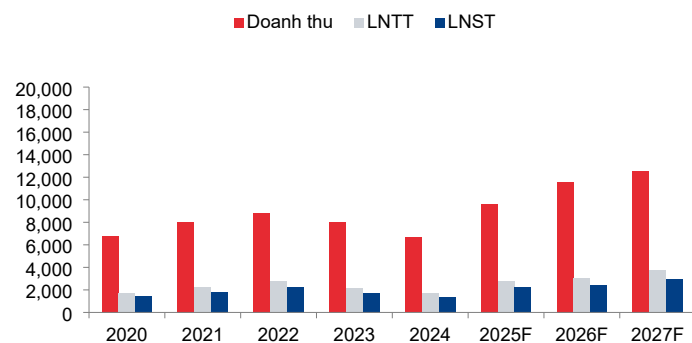
Tổng tài sản của KCN VSIP đạt 35,6 nghìn tỷ đồng tính đến nửa đầu năm 2025



Nguồn: VSIP, HSC

Biểu đồ 13: Kết quả hoạt động của VSIP, giai đoạn 2025-2027F (tỷ đồng)

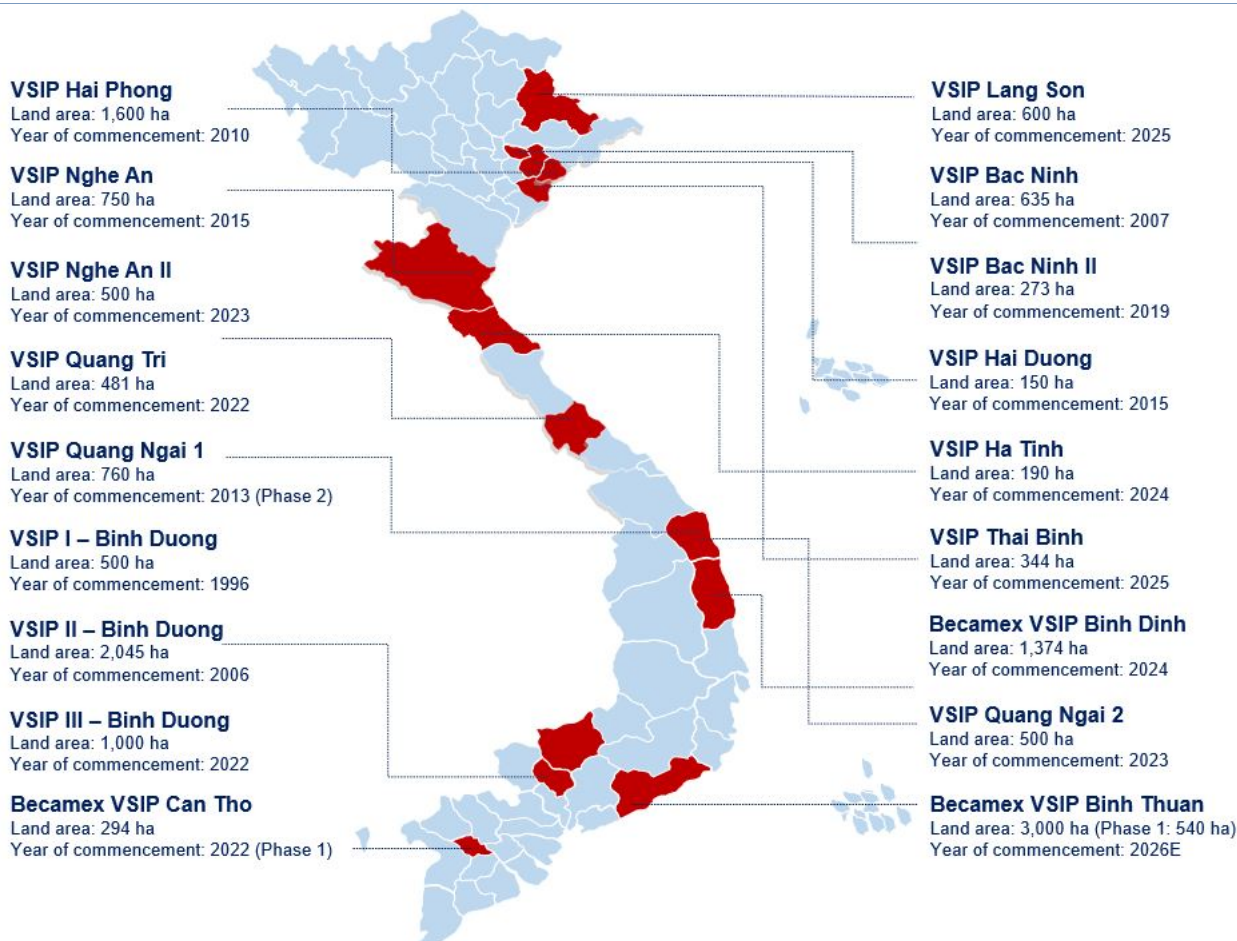
Lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2027F được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CARG là 37%



Nguồn: VSIP, HSC ước tính

Hình 14: Các khu công nghiệp VSIP

Hiện cả nước có 11 KCN đang hoạt động và thêm 7 KCN đang phát triển



Nguồn: BCM, HSC

Hình 15: BCM và các dự án liên doanh

► BCM also holds shares in other valuable industrial park and urban area projects, including Becamex Binh Phuoc and Becamex VSIP Binh Dinh, where BCM owns a 40% stake in each.



Nguồn: BCM, HSC

Phát triển BĐS nhà ở: khoảng 1.200 ha đang trong giai đoạn triển khai

Tổng quỹ đất ở tại Bình Dương là 1.222 ha bao gồm Thành Phố Mới Bình Dương (459 ha), Bàu Bàng (452 ha), Thới Hòa (297 ha) và Việt Sing (14 ha).

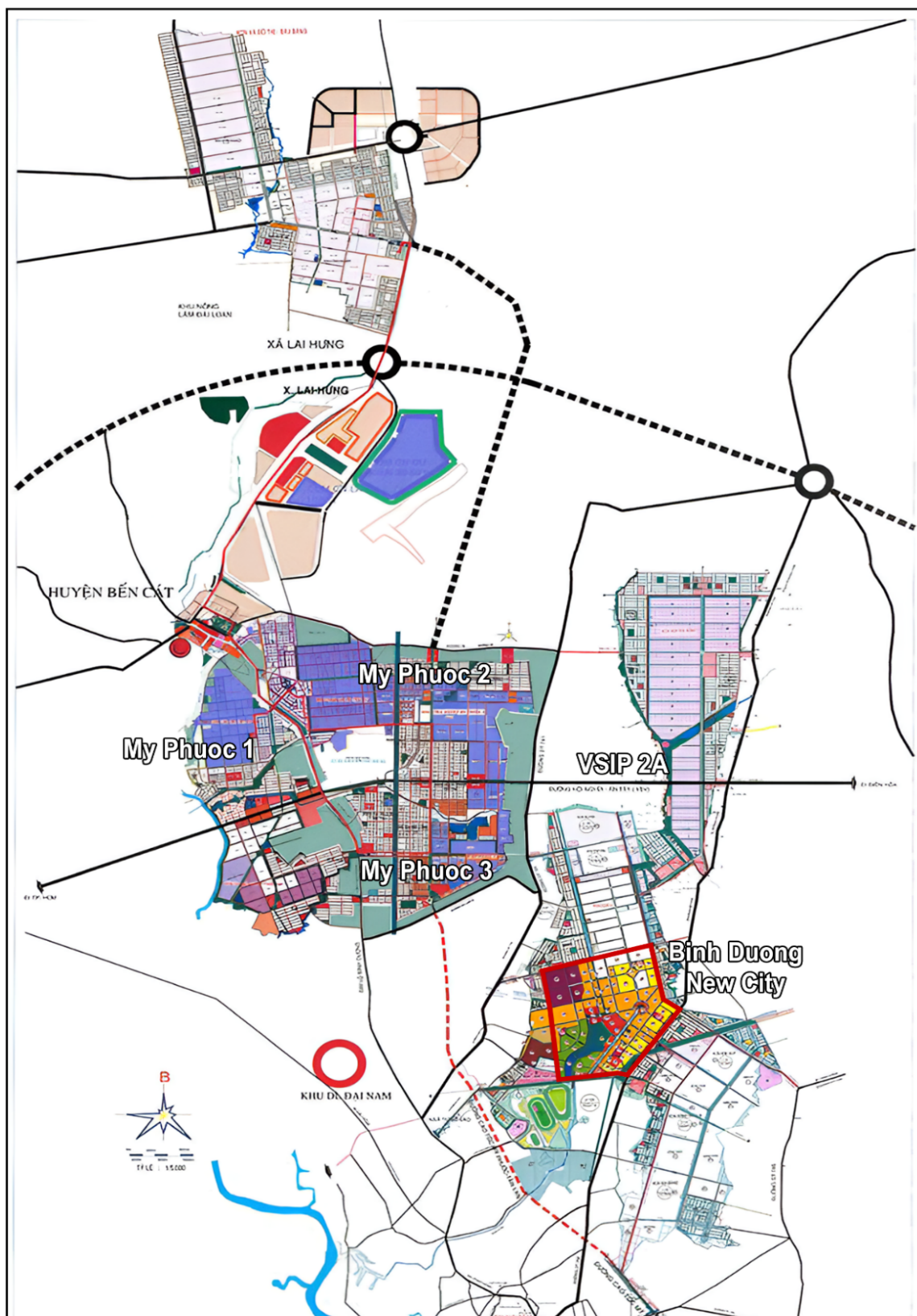
Các dự án BĐS nhà ở, được tích hợp với các KCN, tập trung vào phân khúc nhà ở bình dân. Điều này tạo ra nhu cầu về khu dân cư và tạo ra lực lượng lao động cho các KCN. Đối với phân khúc BĐS nhà ở, BCM tự phát triển và tiêu thụ qua kênh bán buôn.

- **Bán buôn:** BCM đã hoàn tất giao dịch bán buôn, chuyển nhượng 18,9 ha đất ở thuộc dự án BDNC trong năm 2023 cho CapitaLand với giá 5,1 nghìn tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 50%. Giao dịch này đóng góp khoảng 64% doanh thu năm 2023 và 77% doanh thu mảng BĐS KCN và BĐS nhà ở, vốn có chi phí đất thấp Công ty tiến hành giải phóng mặt bằng sớm nhằm cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp và linh hoạt trong hoạt động bán hàng.
- **Liên doanh:** Nhằm tận dụng tối đa quỹ đất, BCM đã tham gia vào nhiều liên doanh khác nhau. Các dự án hiện đang được triển khai với các liên doanh bao gồm Ecolake Mỹ Phước (với Seatia) và Tokyu Garden City (với tập đoàn ToKyu).

Các dự án khác được phát triển gián tiếp thông qua các công ty con và công ty liên kết như IJC, TDC, UDJ và BCE, trong đó IJC và TDC là những đơn vị đóng góp chính. Khác với công ty mẹ, hầu hết các dự án do công ty con phát triển đều có quy mô nhỏ hơn và được tiêu thụ qua kênh bán lẻ.

Hình 16: Vị trí trung tâm Thành Phố Mới Bình Dương

Kết nối thuận tiện với KCM Mỹ Phước 1-2-3 và KCN VSIP 2 của BCM với cảng Cái Mép



Nguồn: BCM, HSC

Các phân khúc khác: Một hệ sinh thái hoàn chỉnh hỗ trợ HĐKD cốt lõi

Các phân khúc khác bao gồm nhà xưởng/kho bãi xây sẵn (RBF/RBW), dịch vụ, thu phí cầu đường, xây dựng và kinh doanh VLXD đóng góp bình quân 27% vào tổng doanh thu trong 5 năm qua. Hệ sinh thái hỗ trợ là động lực chính thúc đẩy thu hút đầu tư vào các KCN của BCM.

BCM đã tham gia vào tổng cộng 17 doanh nghiệp liên kết khác. Danh mục đầu tư hiện tại đã giúp BCM tham gia vào nhiều phân khúc kinh doanh hơn bao gồm y tế, tiện ích, viễn thông, logistics và giáo dục. Trong đó, VSIP (BCM sở hữu 49% cổ phần, tập trung vào mảng BĐS KCN), BW Industrial (liên doanh do BCM sở hữu 30% cổ phần – logistics) và Becamex Tokyu (liên doanh do BCM sở hữu 35% cổ phần – BĐS nhà ở) là ba khoản đầu tư lớn nhất và tất cả các đối tác đều là nhà đầu tư có uy tín trên toàn cầu.

BW Industrial: Nhà xưởng (RBF) và kho bãi xây sẵn (RBW) hoàn thiện chuỗi giá trị BĐS KCN của BCM

BW Industrial được thành lập vào năm 2018 dưới hình thức liên doanh giữa Becamex và Warburg Pincus, một trong những quỹ đầu tư tư nhân lớn nhất toàn cầu. Năm 2023, ESR Group – một trong những công ty quản lý tài sản lớn nhất tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương – trở thành đối tác chiến lược của BW Industrial. Với sự tham gia của ESR Group cổ phần của BCM tại BW Industrial giảm xuống còn 24,1% từ 30%.

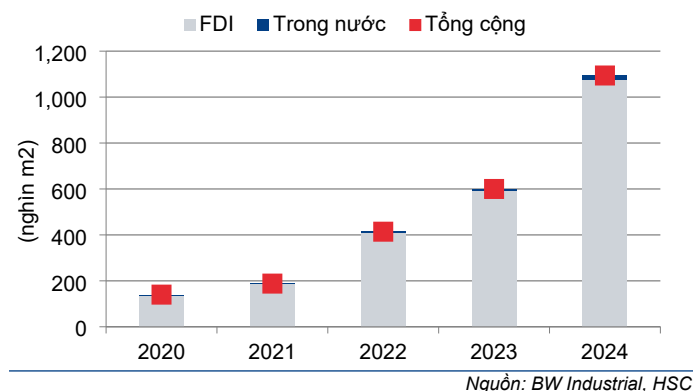
BW Industrial ghi nhận thua lỗ trong 2 năm qua do mở rộng HĐKD quá nhanh, từ 60 ha trong năm 2023 lên gần 100 ha trong năm 2024 (Biểu đồ 17), vì đây là khoản đầu tư đòi hỏi nhiều vốn với chi phí vốn, chi phí tài chính và chi phí chung cao trong giai đoạn đầu triển khai. Lợi nhuận năm 2024 của Công ty đạt 24 nghìn tỷ đồng. Mặc dù thấp nhưng chúng tôi nhận thấy kết quả này là chuyển biến lợi nhuận tích cực (từ lỗ nặng 1,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2023) và đây cũng là dấu hiệu khả quan cho triển vọng lợi nhuận trong thời gian tới, nhờ có số lượng khách thuê ổn định và tiềm năng của ngành logistics trong tương lai.

BW Industrial có thể sẽ tiến hành IPO trong thời gian tới. Đây sẽ là bước đi chiến lược nhằm huy động thêm nguồn tài chính để mở rộng HĐKD trong bối cảnh nhu cầu BĐS KCN và BĐS logistics ngày càng tăng. Dự án này đóng góp 4,1% ước tính RNAV của BCM.

BW Industrial được định hướng trở thành nền tảng cho thuê BĐS KCN và BĐS logistics lớn nhất Việt Nam, cung cấp nhà xưởng và kho bãi cho thuê chất lượng cao. Hiện tại, công ty sở hữu khoảng 6,3 triệu m² đất KCN tại 12 tỉnh thành trọng điểm bao gồm Đồng Nai, Bình Dương và Hải Phòng (Bảng 19).

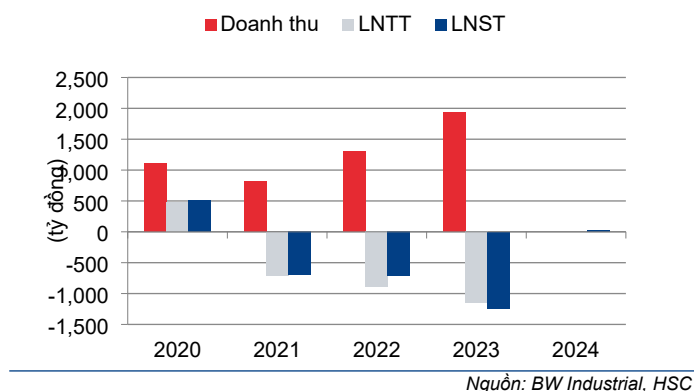
Biểu đồ 17: Diện tích cho thuê mới và cải tạo lại, BW Industrial

Tăng trưởng với CAGR là 64% trong giai đoạn 2020-2024



Biểu đồ 18: Kết quả KĐKD của BW Industrial

Lợi nhuận thuần năm 2024 đảo chiều tăng 24 tỷ đồng



Bảng 19: Tiến độ các dự án của BW Industrial

Dự án	Diện tích cho thuê (ha)	Dự án	Diện tích cho thuê (ha)
Bắc Ninh		Hưng Yên	
BW VSIP Bắc Ninh 1	2.8	BW Phố Nối A	8.8
BW Thuận Thành 3B	11.6	Hải Dương	
BW Quế Võ 2	6.9	BW VSIP Hải Dương	5.1
Công viên logistics BW VSIP Bắc Ninh 2	58.4	Quảng Ninh	
BW ESR Nam Sơn Hạp Linh	7.3	BW Deep C Quảng Ninh	5.4
Hà Nội		BW Deep C1 công nghiệp &	4.9
BW Phú Nghĩa	1.7	BW ESR Công Nghiệp & Hậu Cần Yên Phong	10.6
Nghe An		BW Deep C Quảng Ninh 2	8.8
BW VSIP Nghệ An	20.7	Hải Phòng	
Bình Dương		BW VSIP Hải Phòng	17.7
BW Mỹ Phước 3	17.5	BW Nam Đình Vũ	36.4
BW Mỹ Phước 4	28.1	Đồng Nai	
BW Bàu Bàng	33.4	BW Nhơn Trạch 2 – Lạc Khang	2.3
BW VSIP 2A	5.8	BW Nhơn Trạch 1	5.0
BW Bàu Bàng IH 06	175.3	BW Dầu Giây	5.7
Thành phố chuỗi cung ứng BW	37.5	BW Sông Mỹ	2.6
Đồng Án 2	1.5	BW Tân Hiệp	47.0
TP.HCM		Long An	
BW Công Nghiệp Lê Minh Xuân 3	5.4	BW Vĩnh Lộc 2	8.0
BW Tân Phú Trung	24.4	BW Xuyên Á	16.2
		BW Thuận Đạo	8.9
Tổng cộng	438.4		193.3
			631.6

Nguồn: HSC ước tính

Binh 20: Hệ sinh thái của BCM

BCM hoạt động trong ở nhiều lĩnh vực công nghiệp, với chủ lực là KCV và BĐS nhà ở, đóng vai trò là động lực thúc đẩy sự phát triển của các mảng kinh doanh khác



Nguồn: BCM, HSC

Lịch sử hình thành và cơ cấu tổ chức

Được thành lập vào năm 1976 với tư cách là công ty Nhà nước và bắt đầu niêm yết trên sàn UPCOM vào năm 2018 trước khi chuyển niêm yết sang sàn HOSE vào năm 2020, BCM đã phát triển thành một tập đoàn vững mạnh hoạt động theo mô hình CTCP và chủ yếu tập trung vào việc phát triển BĐS KCN và BĐS nhà ở.

Hình 21: Cơ cấu hoạt động, BCM

Công ty có 7 công ty con và 17 công ty liên kết



Nguồn: BCM, HSC

BCM sở hữu 51-100% cổ phần tại công ty con và 8-49% tại 17 công ty liên kết (Bảng 22). Công ty hiện đang hoạt động trên 6 mảng kinh doanh chính: (i) BĐS KCN; (ii) BĐS nhà ở; (iii) xây dựng; (iv) phát triển hạ tầng BOT; (v) kinh doanh VLXD; (vi) dịch vụ KCN/các dịch vụ khác. Với danh mục đầu tư đa dạng, BCM có thể cung cấp cho khách hàng nhiều dịch vụ bằng cách xây dựng một hệ sinh thái toàn diện tích hợp nhiều khía cạnh khác nhau trong hoạt động phát triển khu đô thị và công nghiệp.

Tính đến cuối năm 2024, vốn điều lệ của BCM đạt mức khá lớn là 10.350 tỷ đồng, với vốn hóa thị trường 72.553 tỷ đồng (2,9 tỷ USD); tổng tài sản của Công ty đạt 58.777 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông

Hiện tại, UBND tỉnh Bình Dương vẫn là cổ đông lớn nhất với 95,4% cổ phần được công bố công khai, tiếp theo là các nhà đầu tư nước ngoài (2,0%) và các cổ đông khác với 2,6% (Biểu đồ 23). Chủ tịch HĐQT Nguyễn Văn Hùng – cũng là Ủy viên Thường vụ Tỉnh ủy tỉnh Bình Dương – đã làm việc cho Công ty gần 25 năm qua và đã đảm nhiệm nhiều vị trí quan trọng trước khi được bầu làm chủ tịch HĐQT từ năm 2018.

BCM tiến hành cổ phần hóa thông qua phát hành cổ phiếu vào năm 2017, theo Quyết định 849/QĐ-TTg ký ngày 12/6/2017. Khi đó, 311,2 triệu cổ phiếu với giá 31.000đ/cp đã được chào bán thông qua đấu giá trong năm 2017-2018. Chỉ có 23,5 triệu cổ phiếu (tương đương 2,32% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) được đăng ký mua và Công ty huy động được 729 tỷ đồng, nâng vốn điều lệ lên 10,4 nghìn tỷ đồng.

Bảng 22: Công ty con và công ty liên kết của BCM

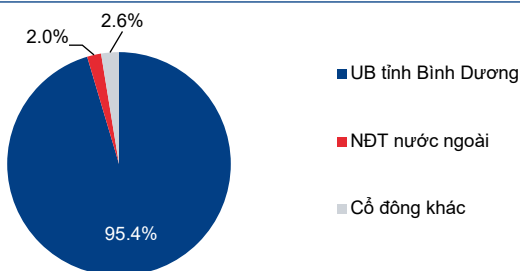
ST T	Công ty con của BCM	Mã CK	Tỷ lệ sở hữu của BCM	HĐKD chính
Công ty con				
1	Công ty CP Phát triển Thương mại Bình Dương	TDC-HOSE	61%	Cơ sở hạ tầng và xây dựng
2	Công ty CP Phát triển Đô thị Becamex	UDJ-UPCoM	51%	Sản xuất bê tông tươi. Cơ sở hạ tầng và xây dựng
3	Công ty CP Bệnh viện Mỹ Phước		66%	Khám chữa bệnh
4	Trường Đại học Quốc tế Miền Đông (EIU)		51%	Giáo dục
5	Công ty CP Bệnh viện đa khoa quốc tế Becamex		90%	Medical examination and treatment
6	CTCP Xây dựng và Kỹ thuật Dân dụng Bình Dương	BCE-HOSE	44%	Cơ sở hạ tầng và xây dựng
7	Becamex IDC Block 71 Startup Support MTV Ltd., Co		100%	Dịch vụ tư vấn
Công ty liên kết				
1	Công ty liên doanh khu công nghiệp Việt Nam Singapore		49.0%	KCN
2	Công ty cổ phần Setia - Becamex		40.0%	Dược phẩm
3	Công ty cổ phần dược phẩm Savi		35.2%	Kinh doanh viễn thông, CNTT
4	Công ty cổ phần công nghệ và viễn thông Việt Nam	TTN-UPCoM	48.6%	Cấp thoát nước Đầu tư
5	Công ty cổ phần tổng công ty nước - môi trường Bình Dương*	BWE-HOSE	19.4%	Bất động sản
6	Công ty TNHH Becamex Tokyo		35.0%	Giáo dục
7	Công ty CP Phát triển Giáo dục Miền Đông		50.0%	Kho bãi và lưu trữ hàng hóa
8	Công ty CP Phát triển Công nghiệp BW		24.1%	Đầu tư bất động sản
9	Công ty Phát triển Cơ sở hạ tầng Becamex Bình Phước		40.0%	Bất động sản
10	Công ty CP Cao su Bình Dương		46.9%	Trồng và kinh doanh cao su và mũ cao su
11	Công ty CP Becamex Bình Định		40.0%	Đầu tư bất động sản
12	Công ty CP VSIP Cần Thơ		40.0%	Khu công nghiệp
13	Công ty CP Giải pháp năng lượng thông minh Việt Nam - Singapore		36.0%	Cung cấp dịch vụ lắp đặt điện
14	Công ty CP Phát triển khu công nghiệp và đô thị Việt Nam - Singapore		8.0%	Quản lý khu công nghiệp
15	Công ty CP Đầu tư và Phát triển công nghiệp Đông Sài Gòn		30.0%	BDS
16	Công ty CP Đầu tư và Phát triển Điện lực Becamex - VSIP		36.0%	Đầu tư nhà máy điện
17	Công ty CP Phát triển hạ tầng Becamex		49.8%	Bảo trì, sửa chữa, khai thác, thu phí giao thông, xây dựng dân dụng & công nghiệp, và RE

Ghi chú: *BWE thuộc danh sách khuyến nghị của HSC; khuyến nghị và giá mục tiêu đang được HSC xem xét.
Nguồn: BCM, HSC

Vào ngày 25/4/2025, BCM sẽ chào bán 300 triệu cổ phiếu (bằng khoảng 29% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá khởi điểm là 69.600đ/cp thông qua đấu giá công khai. Với mức giá trên, tổng số tiền thu được dự kiến sẽ là 20,88 nghìn tỷ đồng. Sau đấu giá, tỷ lệ sở hữu của Nhà nước tại BCM dự kiến giảm xuống 74% (từ mức 95,4% ở thời điểm hiện tại) và sẽ tiếp tục giảm xuống còn gần 65% theo Quyết định 426/QĐ-TTg. HSC chưa phản ánh tác động của hoạt động này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

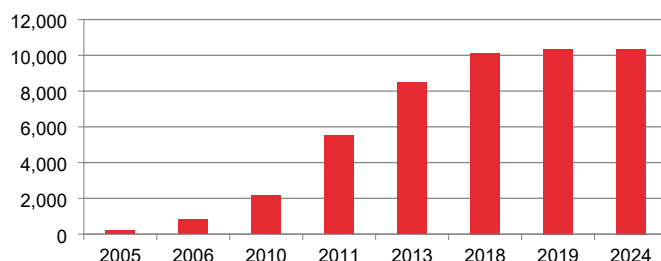
Tỷ lệ sở hữu tối đa của nhà đầu tư nước ngoài tại BCM hiện là 34%. Tính đến tháng 12/2024, NĐT NN nắm giữ chỉ 2,0% cổ phần.

Biểu đồ 23: Cơ cấu sở hữu hiện tại của, BCM



Nguồn: BCM, HSC

Biểu đồ 24: Vốn điều lệ (tỷ đồng), BCM



Nguồn: BCM, HSC

Bảng 25: Kế hoạch sử dụng vốn, BCM

Giả định bán 300 triệu cổ phiếu với giá tối thiểu là 50.000 đồng

Mục tiêu	Tỷ đồng	
Tài trợ dự án	6,300	42.0%
Khu công nghiệp Cây Trường	2,800	
Khu công nghiệp Bàu Bàng mở rộng	3,500	
Góp vốn	3,634	24.2%
VSIP	2,118	
Becamex Bình Phước	900	
Becamex - VSIP Power Investment and Development (BVP)	216	
Công ty CP Giải pháp năng lượng thông minh Việt Nam - Singapore (VSSSES)	200	
Becamex Bình Định	200	
Tái cấu trúc tài chính	5,066	33.8%
Tổng cộng	15,000	100.0%

Nguồn: BCM, HSC

Phân tích BCTC và đưa ra dự báo

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 của BCM đạt lần lượt 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,3%), 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%) và 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,5%) trên doanh thu 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 71,6%), 9,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,1%) và 10 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%). Hoạt động cho thuê đất KCN tại KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng, bán buôn tại các dự án khu dân cư, và lợi nhuận đóng góp từ VSIP dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính, đóng góp lên đến 85% tổng doanh thu giai đoạn 2025-2027.

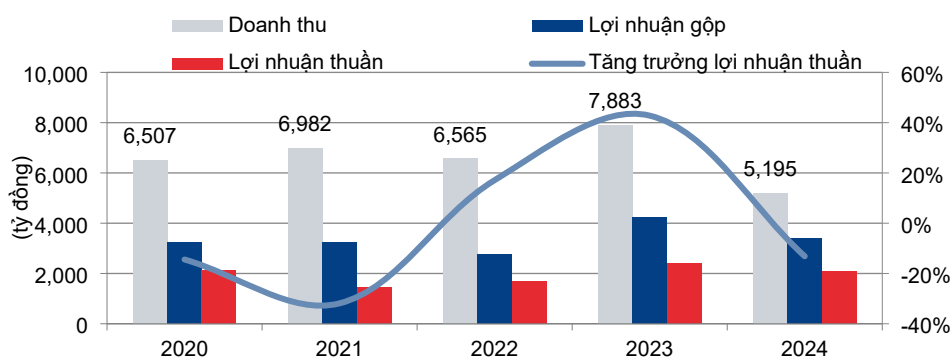
Thành tích lợi nhuận

Doanh thu và lợi nhuận thuần của BCM tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR là -8,0% và -0,3% trong giai đoạn 2020-2024 đa phần nhờ đóng góp từ hoạt động cho thuê đất KCN và kinh doanh BĐS (đóng góp 72% vào tổng doanh thu). Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân 6 năm của BCM là 56%, cao hơn so với mức 53% của IDC và 45% của KBC nhờ có quỹ đất giá thấp và tiến hành giải phóng mặt bằng sớm (Biểu đồ 29).

Doanh thu giai đoạn 2020-2022 đi ngang trước khi tăng trưởng mạnh 24,1% đạt 8,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 nhờ chuyển nhượng khoảng 18,9 ha đất ở tại dự án BDNC cho CapitaLand với giá 5,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2023. Trong khi đó, lợi nhuận thuần của BCM được hỗ trợ bởi lợi nhuận chia sẻ từ các công ty liên kết, với mức đóng góp bình quân 64% vào lợi nhuận thuần của Công ty trong giai đoạn 2020-2024.

BCM vận hành 7 KCN với tổng diện tích khoảng 4.700 ha tại tỉnh Bình Dương. Trong đó, 5 dự án gần như được lấp đầy, còn hai dự án chuẩn bị mở bán trong năm 2025. Diện tích đất có thể cho thuê còn lại là 1.068 ha tại thời điểm cuối năm 2024. Các KCN của BCM có vị trí chiến lược, nằm dọc các tuyến giao thông chính và hạ tầng giao thông liên vùng như Đường vành đai 4, Quốc lộ 13, v.v. Điều này giúp tối ưu hóa khả năng kết nối của các KCN với cảng biển Cái Mép, Cát Lái, Sân bay quốc tế Long Thành và TP.HCM cũng như Đồng Nai.

Biểu đồ 26: Kết quả HĐKD, BCM



Nguồn: BCM, HSC

Phân tích KQKD năm 2024

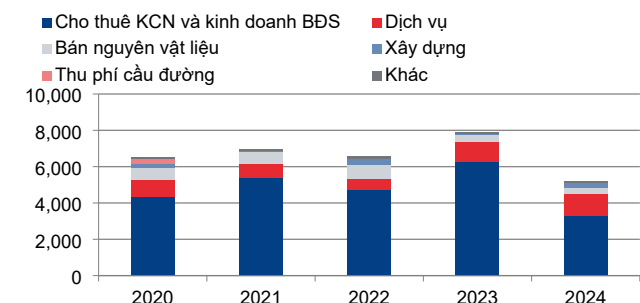
Doanh thu năm 2024 giảm 34,1% so với cùng kỳ xuống 5,2 nghìn tỷ đồng từ mức nền cao của năm 2023 (nhờ chuyển nhượng đất cho CapitaLand). Trong khi đó, lợi nhuận thuần giảm 13,2% xuống 2,3 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ từ lợi nhuận chia sẻ từ các công ty liên doanh/liên kết là 1.955 tỷ đồng (tăng 145% so với cùng kỳ). Trong đó, VSIP dự kiến sẽ đóng góp 41,4% vào tổng lợi nhuận của nhóm các công ty liên doanh/liên kết (chúng tôi chờ có thêm thông tin chi tiết về mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể từ các công ty liên doanh/liên kết).

Doanh thu từ hoạt động cho thuê đất KCN và kinh doanh BĐS giảm đáng kể 47,2% so với cùng kỳ xuống 3.324 tỷ đồng, đa phần do so với mức nền cao của năm 2023 (nhờ chuyển nhượng đất cho CapitaLand).

Chi phí lãi vay tăng 42,7% so với cùng kỳ lên 1,3 nghìn tỷ đồng do số dư nợ tăng. Chi phí bán hàng & quản lý tăng 18,8% so với cùng kỳ lên 1,7 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ 27: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng), BCM

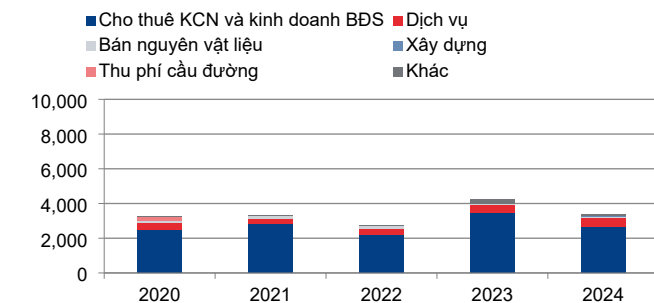
Cho thuê KCN và kinh doanh BĐS đóng góp bình quân khoảng 64% vào tổng doanh thu trong 5 năm qua



Nguồn: BCM, HSC

Biểu đồ 28: Cơ cấu lợi nhuận gộp (tỷ đồng), BCM

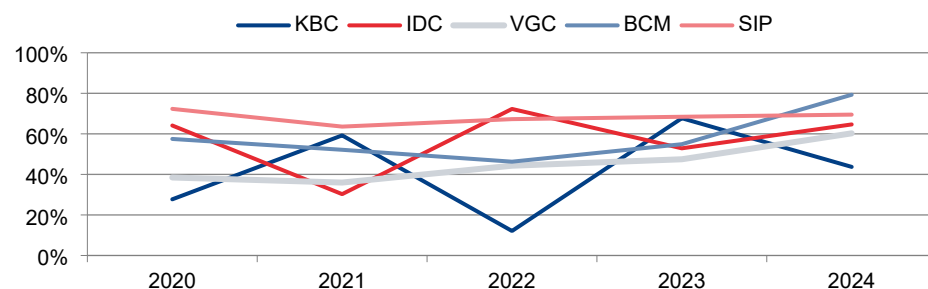
Lợi nhuận từ cho thuê KCN và kinh doanh BĐS đóng góp bình quân khoảng 80% vào tổng lợi nhuận gộp trong 5 năm qua



Nguồn: BCM, HSC

Biểu đồ 29: Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng KCN, các công ty HSC khuyến nghị

BCM's 6Y average GPM was 56%, vs 53% for IDC and 45% for KBC
Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình 6 năm của BCM là 56%, IDC là 53% và KBC là 45%



Nguồn: HSC ước tính

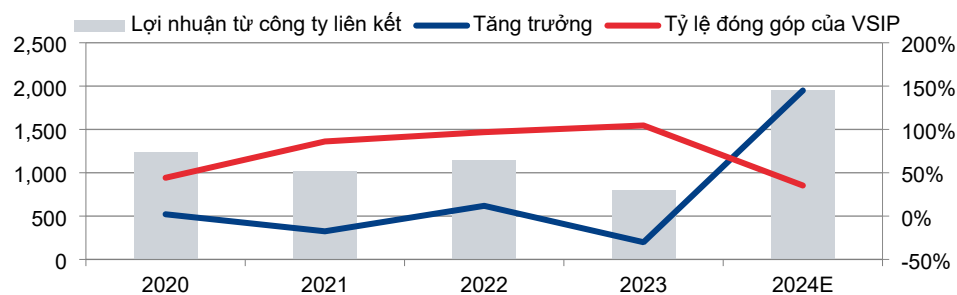
Bảng 30: KQKD năm 2024, BCM

Tỷ đồng	2023	Tỷ trọng trên tổng doanh thu	2024	Tỷ trọng trên tổng doanh thu	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	7,881	100.0%	5,198	100.0%	-34.0%
Cho thuê KCN và kinh doanh BĐS	6,290	79.8%	3,327	64.0%	-47.1%
Thu phí cầu đường	54	0.7%	233	4.5%	331.0%
Xây dựng	1,064	13.5%	1,181	22.7%	11.0%
Dịch vụ	371	4.7%	360	6.9%	-2.9%
Bán nguyên vật liệu	102	1.3%	97	1.9%	-4.9%
Lợi nhuận gộp	4,248	53.9%	3,392	65.3%	-20.1%
Lãi/(lỗ) HĐ tài chính	(775)	-9.8%	(1,142)	-22.0%	47.3%
Lợi nhuận từ Cty liên kết	798	10.1%	1,955	37.6%	144.9%
Thu nhập thuần khác	2,805	35.6%	2,468	47.5%	-12.0%
Chi phí BH&QL	(1,465)	-18.6%	(1,737)	-33.4%	18.6%
Lợi nhuận thuần	2,425	30.8%	2,106	40.5%	-13.2%

Nguồn: BCM, HSC

Biểu đồ 31: Lợi nhuận của các công ty liên kết và đóng góp của VSIP (tỷ đồng)

Lợi nhuận từ VSIP đóng góp 82% vào lợi nhuận từ các công ty liên kết trong giai đoạn 2019-2023



Nguồn: HSC ước tính

Dự báo giai đoạn 2025-2027: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 18%

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của BCM tăng trưởng 24,3% đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, trên doanh thu 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 71,6%), với động lực tăng trưởng từ dự án KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng mở rộng. Trong khi đó, BCM sẽ triển khai hoạt động bán buôn tại dự án BDNC trong năm 2025, nhằm hỗ trợ doanh thu mảng BĐS nhà ở (thông tin chi tiết chưa được công bố). Chúng tôi dự báo doanh thu mảng kinh doanh BĐS năm 2025 đạt 5,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ hoạt động bán buôn và dự án khu dân cư TDC.

Do chưa tiếp cận được nhiều thông tin, chúng tôi sử dụng số liệu từ giao dịch bán buôn chuyển nhượng 18,9 ha đất ở thuộc dự án BDNC trong năm 2023 cho Capitaland với giá 5,1 nghìn tỷ đồng (tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 50%) làm cơ sở để đối chiếu. Nhìn chung, doanh thu từ hoạt động cho thuê đất và bán BĐS dự kiến đạt 7,3 nghìn tỷ đồng, tăng 118,1% so với cùng kỳ.

Dựa trên kỳ vọng việc bàn giao đất KCN và BĐS nhà ở sẽ cải thiện trong năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần trong năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%) từ việc chuyển nhượng 75 ha đất công nghiệp và hoạt động bán buôn tại dự án BDNC. Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25,5%), từ việc chuyển nhượng 84 ha đất tại dự án KCN Bàu Bàng mở rộng và KCN Cây Trường.

Lợi nhuận từ các công ty liên kết, đa phần đến từ VSIP, cũng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần của BCM. Chúng tôi dự báo VSIP sẽ cho thuê lần lượt 310 ha/360 ha/380 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027. Do đó, lợi nhuận từ các công ty liên kết dự kiến đạt lần lượt 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 5,6% so với cùng kỳ), 2,0 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,5%) và 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 16,3%).

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 17,6%. Các giả định cơ bản cho giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới.

Mảng BĐS KCN

HSC đưa ra giả định đối với tất cả các dự án KCN – bao gồm dự án do BCM sở hữu và của các công ty liên kết – để áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu một lần. Chúng tôi dự báo BCM sẽ cho thuê lần lượt 55 ha/75 ha/84 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027 tại KCN Bàu Bàng mở rộng và KCN Cây Trường trong năm 2025.

VSIP

Trong khi HSC dự báo mảng kinh doanh cốt lõi sẽ hoạt động ổn định, lợi nhuận thuần cũng sẽ được thúc đẩy bởi lợi nhuận chia sẻ từ các công ty liên kết, đa phần đến từ VSIP. Chúng tôi dự báo VSIP sẽ cho thuê lần lượt 310 ha/360 ha/380 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận từ các công ty liên kết được dự báo giảm 5,6% so với cùng kỳ xuống 1,8 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng 9,5% so với cùng kỳ lên 2,0 nghìn tỷ đồng và tăng 16,3% so với cùng kỳ lên 2,4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027.

Mảng kinh doanh BĐS nhà ở

BLĐ cho biết BCM lên kế hoạch triển khai bán buôn trong năm 2026-2027. Tuy nhiên, thông tin chi tiết chưa được công bố. Do chưa có đầy đủ thông tin liên quan đến kế hoạch bán buôn tại dự án BDNC, HSC đưa ra giả định thận trọng rằng BCM sẽ tiến hành giao dịch bán buôn bình quân 15 ha đất trong giai đoạn 2025-2027. Điều này mang lại tiềm năng KQKD cao hơn dự báo.

Chúng tôi giả định IJC và TDC sẽ bán tổng cộng 7-9 ha đất ở mỗi năm. Trong đó, hầu hết diện tích đất, căn hộ IJC bàn giao cho khách đều đến từ dự án Sunflower 2, Prince Town và Aroma Apartment. Trong khi đó, đa phần diện tích đất, căn hộ TDC sẽ bàn giao đều đến từ các dự án KDC Hòa Lợi, TDC Plaza, UniTown 2 và Phố Sông Cấm.

Các khoản lãi & lỗ khác

HSC dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu đạt mức 21-24% trong giai đoạn 2025-2027 (so với mức bình quân quá khứ 3 năm là 24%). Chúng tôi dự báo lỗ tài chính trong năm 2025, 2026 và 2027 lần lượt ở mức 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 4,8% so với cùng kỳ), 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 5,9% so với cùng kỳ) và 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 11,2% so với cùng kỳ) sau khi dự nợ thuần giảm, nhờ dòng tiền cải thiện dựa trên cơ sở huy động thêm vốn và mở bán các dự án KCN.

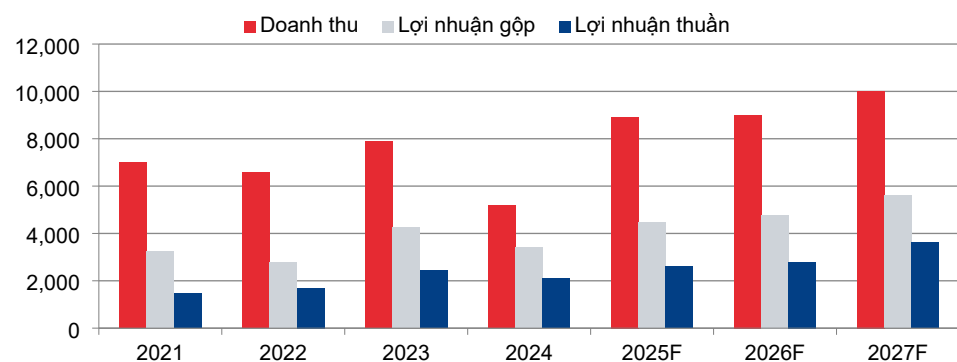
Chúng tôi trình bày dự báo lợi nhuận của BCM trong Bảng 32 bên dưới.

Bảng 32: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, BCM

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 18%

Tỷ đồng	2023A	2024A	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	7,883	5,195	-34.1%	8,913	71.6%	9,007	1.1%	10,015	11.2%
Lợi nhuận gộp	4,248	3,392	-20.1%	4,461	31.5%	4,781	7.2%	5,607	17.3%
Chi phí BH&QL	(1,465)	(1,737)	18.6%	(1,861)	7.1%	(2,087)	12.2%	(2,453)	17.5%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	798	1,955	144.9%	1,845	-5.6%	2,021	9.5%	2,350	16.3%
Thu nhập tài chính	131	167	27.7%	37	-78.1%	22	-41.3%	20	-8.3%
Chi phí tài chính	(906)	(1,309)	44.4%	(1,247)	-4.8%	(1,320)	5.9%	(1,172)	-11.2%
LNTT	2,697	2,451	-9.1%	3,236	32.0%	3,416	5.6%	4,351	27.4%
Lợi nhuận thuần	2,425	2,106	-13.2%	2,617	24.3%	2,728	4.3%	3,424	25.5%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 33: Kết quả HĐKD thực tế và dự báo (tỷ đồng), BCM

Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

Trong những năm gần đây, BCM phải gánh một khoảng nợ rất lớn, chủ yếu do đẩy mạnh hoạt động giải phóng mặt bằng, trong khi tốc độ mở bán dự án không bắt kịp.

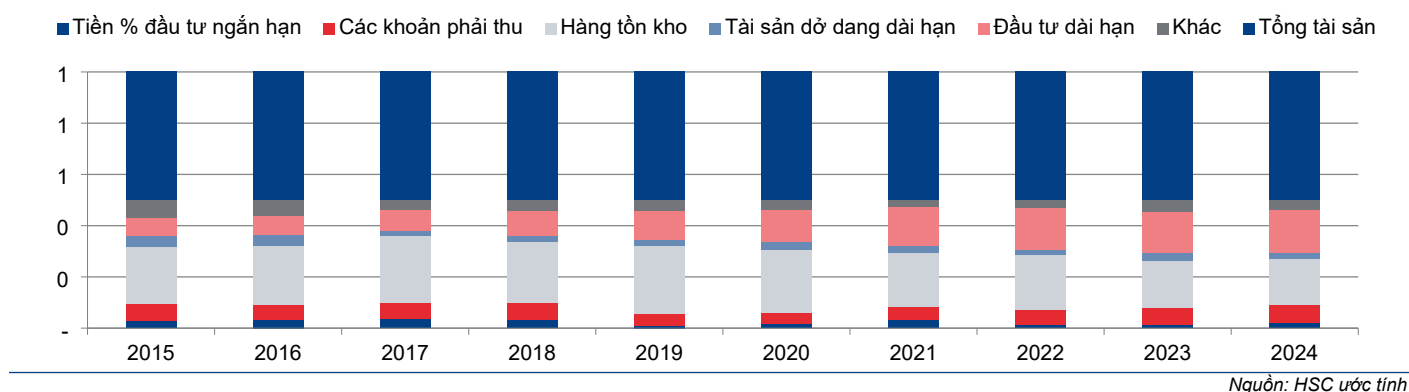
Tuy nhiên, dòng tiền từ việc đấu giá cổ phiếu, cho thuê đất KCN, kinh doanh BĐS và khoản thu từ phí cầu đường ổn định được kỳ vọng sẽ củng cố vị thế tài chính của BCM và đủ để thanh toán các khoản nợ. Bên cạnh đó, đà phục hồi của thị trường BĐS và hoạt động giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước cũng sẽ củng cố vị thế tài chính của Tập đoàn. Do đó, HSC dự báo tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của BCM sẽ giảm xuống còn

1,0 lần trong năm 2025, 0,9 lần trong năm 2026 và 0,8 lần trong năm 2027 từ mức 0,9-1,0 lần trong năm 2023-2024.

Tổng giá trị hàng tồn kho đóng góp bình quân 48,7% tổng tài sản trong giai đoạn 2015-2019. Nhờ hoạt động bán hàng ở mảng BĐS KCN và BĐS nhà ở tích cực hơn, tỷ trọng tồn kho giảm xuống 42,7% trong giai đoạn 2020-2024. Theo quan điểm của chúng tôi sự thay đổi này sẽ giúp bảng CĐKT trở nên lành mạnh hơn trong vài năm tới.

Biểu đồ 34: Cơ cấu tổng tài sản, BCM

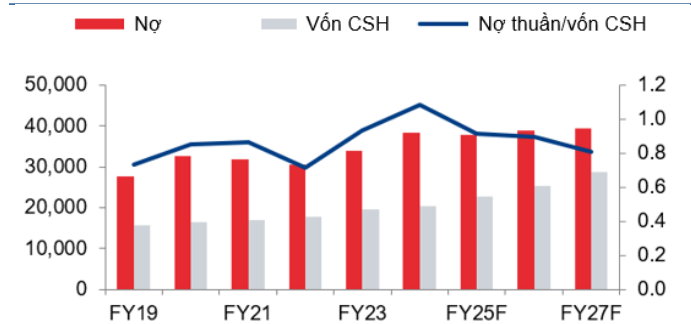
Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của BCM



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 35: Cơ cấu nguồn vốn thực tế & dự báo (tỷ đồng), BCM

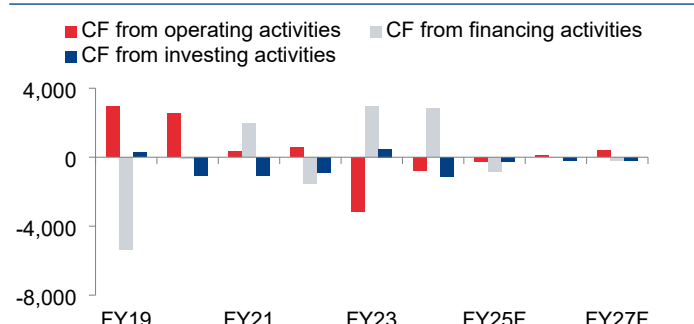
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ thuần sẽ giảm xuống còn 1 lần năm 2025



Nguồn: BCM, HSC ước tính

Biểu đồ 36: Dòng tiền thực tế & dự báo (tỷ đồng), BCM

Dòng tiền hoạt động mạnh sẽ hỗ trợ chi phí tài chính



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: Dư nợ tính đến Q4/2024, BCM

Tỷ đồng	Cuối năm-2024	Tỷ trọng trên tổng nợ
Nợ ngắn hạn	7,903	33.4%
Nợ dài hạn	3,790	16.0%
Trái phiếu dài hạn	11,935	50.5%
Nợ	23,628	
Tiền và đầu tư ngắn hạn	(2,505)	
Nợ thuần	21,123	
Vốn CSK	20,479	
Tỷ lệ nợ/vốn CSH	1.03	

Nguồn: BCM, HSC

Ngành BĐS KCN: Nắm bắt cơ hội “Trung Quốc+1” với sự trở lại của chính quyền Trump

Trong bối cảnh căng thẳng giữa Mỹ và Trung Quốc trong nhiệm kỳ thứ 2 của Tổng thống Donald Trump, chúng tôi nhận thấy Việt Nam có môi trường thuận lợi cho các công ty đang tìm giải pháp thay thế cho chuỗi cung ứng. Việt Nam có các lợi thế chính bao gồm vị trí chiến lược sát với Trung Quốc, cơ sở hạ tầng phát triển nhanh và quy định pháp lý thân thiện với doanh nghiệp, nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình chuyển dịch của doanh nghiệp. Từ đó, việc thu hút thêm vốn FDI sẽ thúc đẩy nhu cầu BĐS KCN. Chúng tôi tin rằng các nhà phát triển BĐS KCN có chuyên môn cao và quỹ đất với chi phí thấp sẽ dẫn dắt thị trường trong thời gian tới.

Vốn FDI tăng thúc đẩy nhu cầu BĐS KCN

Trong những năm gần đây, sức hấp dẫn của Việt Nam trong mắt nhà đầu tư nước ngoài đã được nâng cao, nhờ các chính sách ưu đãi của Chính phủ và chi phí sản xuất thấp hơn. Trong giai đoạn 2020-2024, cả nước thu hút thành công 165 tỷ USD vốn đăng ký từ các nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có 97 tỷ USD (đóng góp 59% tổng vốn FDI đăng ký) đầu tư vào việc xây dựng các nhà máy sản xuất tại các KCN lớn.

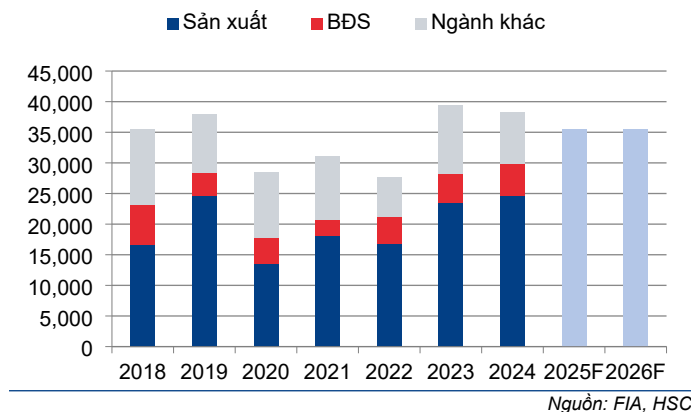
Trong năm 2024, vốn FDI cam kết vẫn vững chắc mặc dù giảm nhẹ từ mức cao của năm 2023. Trong khi đó, vốn FDI giải ngân tăng mạnh 9%. Điều này đã thúc đẩy nhu cầu đất KCN tại Việt Nam.

Trong những năm gần đây, Việt Nam đã thành công trong việc thu hút đầu tư từ các công ty FDI có quy mô lớn, đầu tư tập trung vào miền Nam và miền Bắc. Các khoản đầu tư đáng chú ý bao gồm nhà máy Lego tại Bình Dương với vốn đầu tư 1,3 tỷ USD vào năm 2022, nhà máy bán dẫn của Amkor tại Bắc Ninh với vốn đầu tư 1,6 tỷ USD vào năm 2023, LG tăng vốn 1 tỷ USD tại nhà máy tại KCN Trảng Dục ở Hải Phòng vào năm 2024, nhà máy sản xuất linh kiện cho xe điện của Shanghai Guangwei với vốn đầu tư 700 triệu USD vào năm 2024, nhà máy sản xuất sợi sinh học của Hyosung với vốn đầu tư 730 triệu USD vào năm 2024, nhà máy thiết bị điện tử của Gortek với vốn đầu tư 300 triệu USD, v.v.

Do những bất định dưới thời chính quyền Trump 2.0, nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC dự báo vốn FDI cam kết sẽ thấp hơn trước đây (giảm 6,9% trong năm 2025 và đi ngang trong năm 2026) trong khi vẫn kỳ vọng vốn FDI giải ngân tăng 4-8% trong năm 2025-2026. Chúng tôi tin rằng vốn cam kết 36 tỷ USD và vốn giải ngân 26-28 tỷ USD sẽ là động lực tích cực, thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN. Quả thực, trong 2 tháng đầu năm 2025, tổng vốn cam kết vượt mức 6,9 tỷ USD (tăng 35,5% so với cùng kỳ) trong khi vốn giải ngân đạt 3 tỷ USD (tăng 5,4% so với cùng kỳ). Chúng tôi đánh giá đây là diễn biến tích cực.

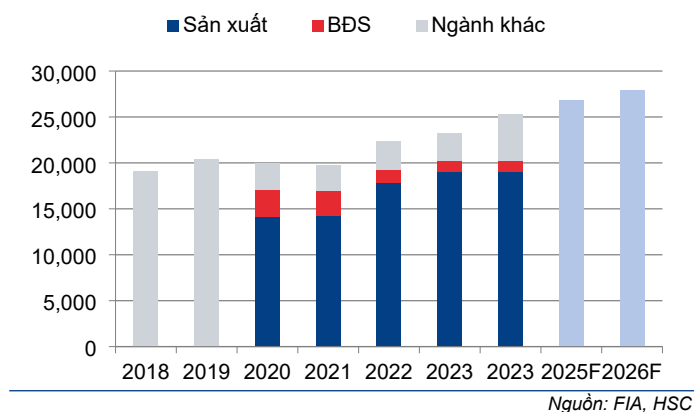
Biểu đồ 38: Vốn FDI cam kết của Việt Nam

Vốn FDI cam kết ở mức cao mặc dù năm 2024 giảm nhẹ 3% so với mức nền cao năm 2023



Biểu đồ 39: Vốn FDI giải ngân tại Việt Nam

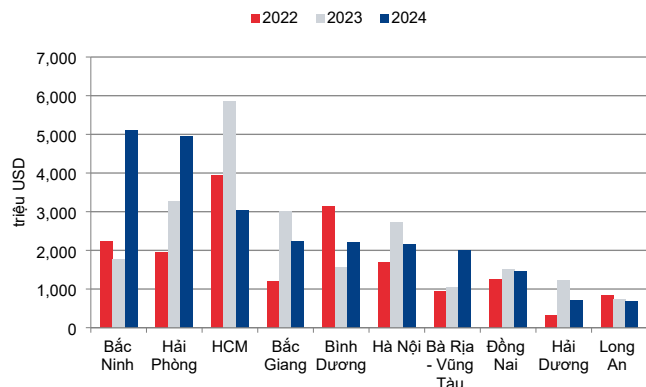
Vốn FDI giải ngân tăng 9% lên 25,3 tỷ USD trong năm 2024



Hà Nội, Hải Phòng, TP.HCM, Bắc Giang, Bình Dương, Bắc Ninh, Quảng Ninh, Nghệ An là những tỉnh thành thu hút được nhiều vốn FDI nhất trong năm 2024. HSC cho rằng các nhà phát triển BĐS KCN có quỹ đất tại các địa phương này sẽ có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI, chưa kể đến nhu cầu thuê đất với diện tích lớn và khả năng giá cho thuê cao hơn dự báo. BCM có quỹ đất lớn tại Bình Dương, Bình Phước, Bắc Ninh, Hải Phòng, Nghệ An, Long An, Quảng Trị, Cần Thơ, v.v.

Biểu đồ 40: Vốn FDI theo tỉnh, Việt Nam

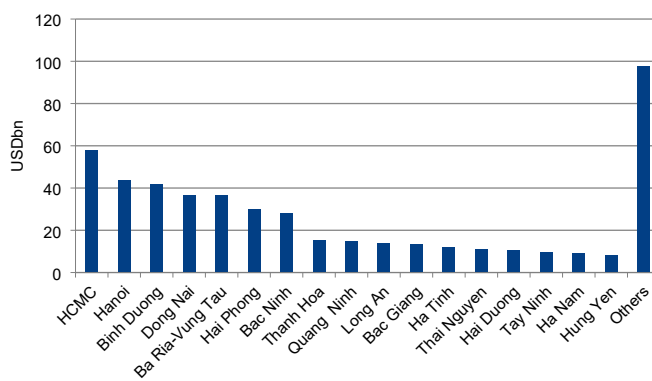
Bắc Ninh, Hải Phòng, TP.HCM, Hà Nội, Bình Dương, Bà Rịa - Vũng Tàu là những tỉnh dẫn đầu về thu hút FDI năm 2024



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, HSC

Biểu đồ 41: Lũy kế vốn FDI cam kết theo tỉnh

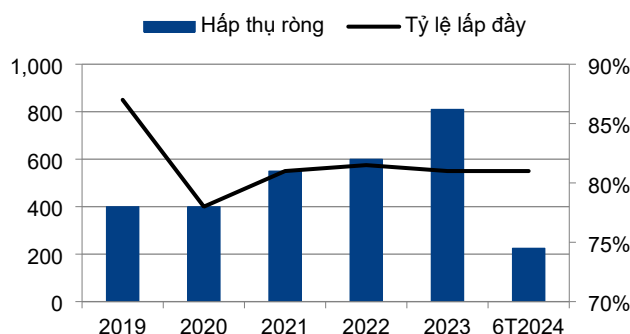
TP.HCM, Bình Dương, Hà Nội, Đồng Nai có vốn FDI lũy kế cam kết lớn nhất



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, HSC

Biểu đồ 42: Thị trường BĐS KCN tại miền Bắc

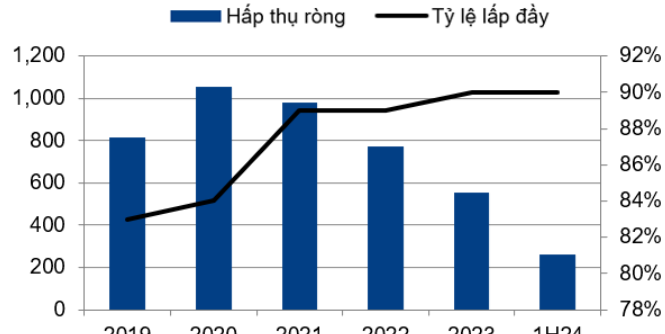
Tỷ lệ hấp thụ tăng ổn định trong giai đoạn 2019-2023



Ghi chú: Khu vực 1 gồm Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 43: Thị trường BĐS KCN tại miền Nam

Hấp thụ ròng giảm đều trong giai đoạn 2020-2023



Ghi chú: Khu vực 1 gồm Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa-Vũng Tàu
Nguồn: CBRE

Các KCN tại miền Bắc hưởng lợi nhiều nhất từ dòng vốn FDI vững chắc

Nhờ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam mạnh, đặc biệt vào mảng công nghệ cao, các KCN ở miền Bắc hoạt động rất tốt trong nhiều năm qua. Theo CBRE, tỷ lệ hấp thụ thuần tại các đô thị loại 4 (Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương) đạt 600-800 ha mỗi năm trong giai đoạn 2021-2023. Tỷ lệ hấp thụ vẫn đang ổn định ở mức 80-82%.

Trong khi đó, do dòng vốn FDI sụt giảm và nguồn cung đất KCN giảm, tỷ lệ hấp thụ thuần tại 3 đô thị loại 1 (Đồng Nai, Bình Dương, Long An) và Bà Rịa-Vũng Tàu giảm trong giai đoạn 2020-2023 xuống còn 550 ha trong năm 2023. Tỷ lệ hấp thụ tăng từ mức 84% lên 90% trong năm 2024.

Nhìn chung, dòng vốn FDI tăng dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu khu công nghiệp, đặc biệt là khi lĩnh vực sản xuất và chế biến dự kiến sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng cao. Trong 5 năm qua, có khoảng 65-70% vốn FDI chảy vào lĩnh vực sản xuất và chế biến, điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu BĐS KCN.

Chính sách thuận lợi: FDI trong lĩnh vực công nghệ cao và bán dẫn được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực

Bên cạnh việc thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư, trong tháng 9/2024, Thủ tướng Chính phủ đã ký 'Quyết định số 1018' nêu rõ Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 (tầm nhìn đến năm 2050) của Chính phủ với (1) công thức $C = SET + 1$ và (2) lộ trình 3 giai đoạn và nêu rõ nhiều ưu đãi cho đầu tư vào ngành bán dẫn bao gồm các ưu đãi đầu tư đặc biệt, chi phí R&D, miễn thuế thu nhập cá nhân, tiền thuê đất, thuế mặt nước.

Bảng 44: Thuế thực hiện theo quốc gia

Việt Nam chủ động thực hiện GMT và đưa ra các ưu đãi thay thế để giảm thiểu tác động của GMT trong thu hút đầu tư

Thuế TNDN hiện hành		Thời gian áp dụng GMT	Các biện pháp giảm thiểu tác động của GMT
Việt Nam	20%	T1-24	Các ưu đãi khác nhau do ISF đưa ra
Thái Lan	20%	T1-25	Lợi ích phi thuế do Hội đồng đầu tư (BOI) đưa ra
Indonesia	22%	Dự kiến từ năm 2025	N/a
Singapore	17%	Dự kiến từ năm 2025	N/a
Malaysia	24%	Dự kiến từ năm 2025	N/a
Ấn Độ	$\geq 25\%$	Chưa áp dụng, đang chuẩn bị thủ tục pháp lý	N/a
Trung Quốc	25%	Chưa áp dụng, đang chuẩn bị thủ tục pháp lý	N/a
Philippine	20%	Chưa áp dụng	N/a

Nguồn: HSC

Bảng 45: Các dự án FDI chính năm 2024

Thời gian	Ngành kinh doanh	Tỉnh	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư (triệu USD)	Quy đất (ha)	KCN/Nhà phát triển
T11/25	Điện tử	Hải Phòng	LG	1,000*	N/a	Trang Duệ/KBC
T9/25	Điện tử	Bắc Ninh	Samsung	1,600*	N/a	Yên Phong/VGC
T9/25	Lắp ráp ô tô	Thái Bình	Greely Auto (Trung Quốc)	170	30	Tiền Hải/VGC
T8/25	Điện tử	Bắc Ninh	Goertek	280*	N/a	Nam Sơn Hạp Lĩnh/KBC
T8/25	Thiết bị thể dục	Bắc Ninh	Jonhson Group (Đài Loan)	100	20	Thuận Thành I/VGC
T7/25	Sản phẩm thông minh	Quảng Ninh	Foxconn (Đài Loan)	264	21.5	Sông Khoai Amata /Amata
T7/25	Sản phẩm thông minh	Quảng Ninh	Foxconn (Đài Loan)	287	12.4	Khu công nghiệp Deec C Quảng Ninh/Deec C
T7/25	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Foxconn (Đài Loan)	380	14.3	Nam Sơn Hạp Lĩnh/KBC
T6/25	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Amkor (Hoa Kỳ)	1,070*	23	Yên Phong II C/VGC
T5/25	Thiết bị EV	Bắc Ninh	Shanghai Guangwei (Trung Quốc)	700	N/a	Không có
T4/25	Điện tử	Vũng Tàu	BOE Technology (Trung Quốc)	277	N/a	Khu công nghiệp chuyên dụng Phú Mỹ 3/CTCP Thanh Bình Phú Mỹ
T4/25	Điện tử	Vũng Tàu	Tripod Technology (Đài Loan)	250	18	Khu công nghiệp Châu Đức/SZC
T4/25	Nhà máy sợi sinh học	Vũng Tàu	Hyosung (Hàn Quốc)	730	20-25	/IDC Phú Mỹ II
T4/25	Nhà máy ván tre	Thanh Hóa	Staboo Holdings (Thụy Sĩ)	126	26	IC Thiết Ống
T3/25	Chất bán dẫn	Bắc Ninh	Victory Giant Tech (Trung Quốc)	400	10	VS Bắc Ninh II /VS
T2/25	Nhà máy tấm pin mặt trời	Quảng Ninh	Gokin Solar (Hong Kông)	275	N/a	Texhong Hải Hà/Texhong Việt Nam
T2/25	Nhà máy tấm pin mặt trời	Thái Nguyên	Trina Solar (Trung Quốc)	454	14	Khu công nghiệp Yên Bình/Yên Bình Inv. Và Dev. công ty cổ phần
T1/25	Nhà máy quang học thủy tinh	Hải Dương	Biel Crystal (Singapore)	260	20	Khu công nghiệp An Phát 1/CTCP Công nghệ cao An Phát
T1/25	Nhà máy văn phòng phẩm	Hải Dương	Deli Group (Trung Quốc)	270	21.3	Đại An mở rộng/ Đại An

Ghi chú: (*) vốn điều chỉnh
Nguồn: HSC

Với chính sách hỗ trợ mới từ Chính phủ, chúng tôi tin rằng vốn FDI vào lĩnh vực công nghệ cao, bán dẫn tại Việt Nam sẽ tiếp tục trở thành tâm điểm trong thời gian tới. Các dự án FDI trong lĩnh vực bán dẫn đáng chú ý trong thời gian gần đây chủ yếu nằm ở miền Bắc, bao gồm nhà máy của Amkor tại KCN Yên Phong II C của VGC (23 ha, 1,6 tỷ USD), nhà máy của Yangjie tại KCN Yên Phong II C của VGC (8 ha, 100 triệu USD),

nhà máy của Victory Giant Tech tại KCN VSIP IP Bắc Ninh II của VSIP (10 ha, 400 triệu USD), nhà máy của Foxconn tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh của KBC (14,3 ha, 380 triệu USD), nhà máy của Hana Micron tại KCN Vân Trung, Bắc Giang (6 ha, 600 triệu USD). Samsung và LG, hai gã khổng lồ công nghệ cao của Hàn Quốc, cũng có kế hoạch tăng vốn đầu tư vào các nhà máy hiện tại tại Bắc Ninh và Hải Phòng.

Với lợi thế về chi phí sản xuất và nhân công, vị trí địa lý chiến lược và thành tích thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao trong nhiều năm qua, Việt Nam, đặc biệt là các KCN ở miền Bắc dự kiến sẽ đón nhiều dự án FDI trong lĩnh vực này.

Nhiều lợi thế cạnh tranh

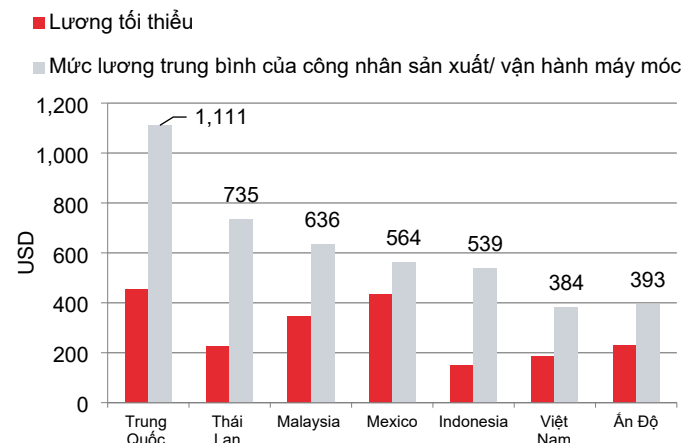
HSC kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục là địa điểm thu hút vốn FDI hấp dẫn trong dài hạn nhờ vị trí chiến lược, môi trường kinh doanh thuận lợi, hệ thống cơ sở hạ tầng được cải thiện và chi phí sản xuất tương đối thấp (ưu đãi thuế, lực lượng lao động có chất lượng với mức lương hợp lý, chi phí thuê KCN thấp).

Vị trí chiến lược: Có chung đường biên giới với Trung Quốc, nên Việt Nam là địa điểm lý tưởng cho chiến lược Trung Quốc+1, khi các nhà sản xuất muốn chuyển một vài trong số các nhà máy của mình sang Việt Nam nhằm tránh rủi ro chiến tranh thương mại nhưng vẫn ở gần với chuỗi cung ứng hiện tại. Hơn nữa, vị trí chiến lược nằm dọc trên các tuyến đường hàng hải quan trọng đã tăng cường khả năng kết nối của Việt Nam với chuỗi cung ứng toàn cầu.

Chi phí lao động và chi phí đất: Chi phí lao động và chi phí đất vẫn còn tương đối thấp hơn so với các địa điểm đầu tư khác. Chi phí lao động là một trong những yếu tố chính mà các tập đoàn quốc tế lớn cân nhắc khi xây nhà máy ở nước ngoài (thường là các nền kinh tế mới nổi). Như được thể hiện trong Biểu đồ 46, mức lương bình quân và tối thiểu của Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với các nước khác. So với Trung Quốc, mức lương bình quân của Việt Nam thấp hơn 51,5%. Ngay cả khi cân nhắc thêm yếu tố năng suất lao động, chúng tôi cho rằng sự chênh lệch chi phí vẫn đủ lớn để bù đắp cho nhận định thường thấy về năng suất lao động thấp hơn của Việt Nam.

Biểu đồ 46: Mức lương bình quân theo quốc gia

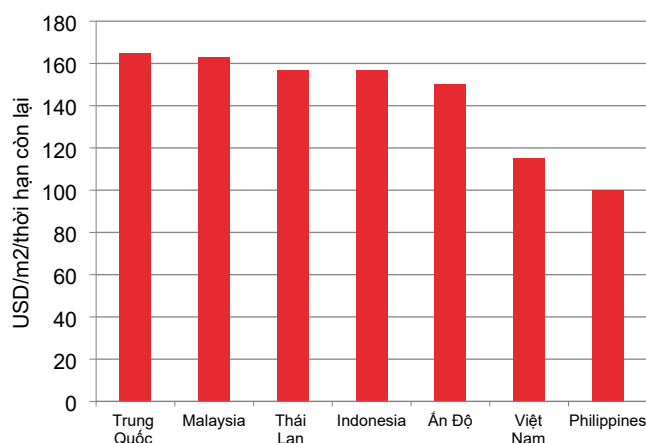
Mức lương của ngành sản xuất tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các quốc gia khác



Nguồn: Economic Research Institute, Glassdoor, HSC

Biểu đồ 47: Giá cho thuê đất KCN theo quốc gia

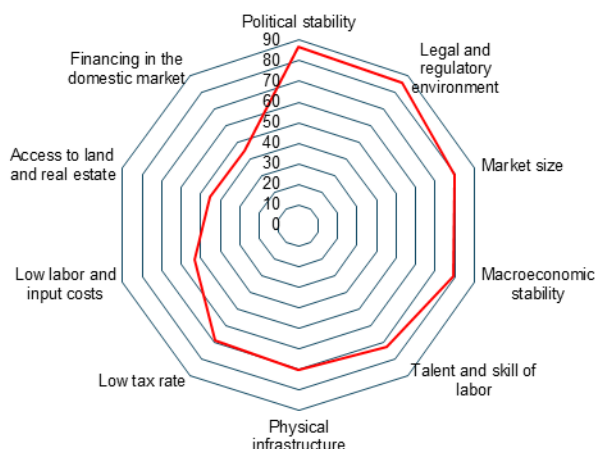
Dù tăng trưởng đáng kể trong những năm gần đây, giá cho thuê đất KCN tại Việt Nam vẫn cạnh tranh so với các quốc gia khác



Nguồn: Cushman & Wakefield, HSC

Biểu đồ 48: Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định về FDI ở các nước đang phát triển (%)

Việt Nam có môi trường pháp lý và quy định được cải thiện, kinh tế vĩ mô ổn định và lao động có tay nghề tương đối rẻ



Nguồn: Word Bank

Biểu đồ 49: Tóm tắt các hiệp định thương mại tự do (FTA), 2023

Việt Nam đã thiết lập được mạng lưới FTA rộng khắp, có ý nghĩa quan trọng trong việc tạo thuận lợi cho hoạt động xuất nhập khẩu

Khu vực	Việt Nam	Malaysia	Thái Lan	Philippines	Indonesia
ASEAN	✓	✓	✓	✓	✓
ASEAN-TQuoc	✓	✓	✓	✓	✓
Ấn Độ	✓	✓	✓	✓	✓
Hàn Quốc	✓	✓	✓	✓	✓
Nhật Bản	✓	✓	✓	✓	✓
CPTPP	✓	✓	x	x	x
EU	✓	o	o	o	o
Mỹ	x	x	x	x	x

Ghi chú: 'o' = đang đàm phán.
 Nguồn: Savills, KPMG, Electronic Manufacturing in Vietnam

Môi trường kinh doanh thuận lợi: Theo Ngân hàng Thế giới, khi xem xét đầu tư vào các quốc gia đang phát triển, các nhà đầu tư tìm kiếm sự ổn định chính trị, minh bạch và khả năng dự đoán trong việc triển khai các chính sách công, cũng như một môi trường đầu tư thuận lợi (đảm bảo bảo vệ đầu tư, dễ dàng thành lập doanh nghiệp, các ưu đãi đầu tư, v.v.) (Biểu đồ 48). Chúng tôi nhận thấy Việt Nam đang theo đuổi chính sách tạo ra môi trường kinh doanh thân thiện và đẩy mạnh việc cải thiện quy trình liên quan đến việc thành lập doanh nghiệp. Việt Nam đã tham gia 15 hiệp định thương mại tự do, nhiều hơn các nước lân cận trong khu vực (Biểu đồ 49).

Với điều kiện Mỹ không áp thuế bổ sung lên hàng hóa Việt Nam, với mức thuế cao hơn hầu hết các nước khác, Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài vào những lĩnh vực này nhờ có quy mô kinh tế vượt trội. Việc phát triển hạ tầng tiếp tục là động lực tăng trưởng cho mảng BĐS KCN.

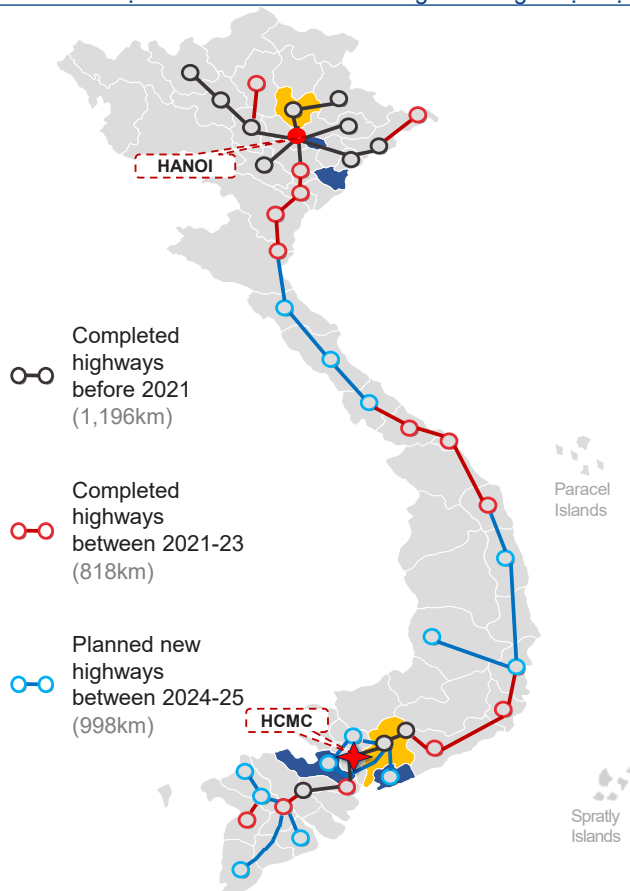
Nâng cấp hạ tầng

Việt Nam đặt mục tiêu hoàn thành 5.000 km đường cao tốc vào năm 2030 để kết nối các vùng kinh tế trọng điểm với các KCN lớn. Chính phủ đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng đường cao tốc Bắc-Nam, đặc biệt là đường Vành đai 3 và 4 tại Hà Nội và TP.HCM, nhằm hỗ trợ ngành công nghiệp và logistics phát triển (Biểu đồ 50). Tăng cường tính kết nối vẫn là điểm tích cực đối với các KCN.

Hình 50: Bản đồ cao tốc Việt Nam

BCM's land bank is located in well-connected provinces nationwide

Quỹ đất của BCM nằm tại các tỉnh thành có kết nối giao thông thuận tiện trên toàn quốc



Nguồn: HSC ước tính

Nguồn cung: dự kiến tăng trong vài năm tới

Theo Savills, cả nước có đến 38.200 ha đất từ 203 KCN đang hoạt động tại thời điểm cuối Q2/2024, tăng 5,0% so với cùng kỳ. Các tỉnh ở miền Nam đóng góp 68% tổng diện tích trên, trong khi các tỉnh miền Bắc đóng góp 34%. Nhu cầu của nhà đầu tư tại những KCN khá cao, với tỷ lệ lấp đầy là 88%.

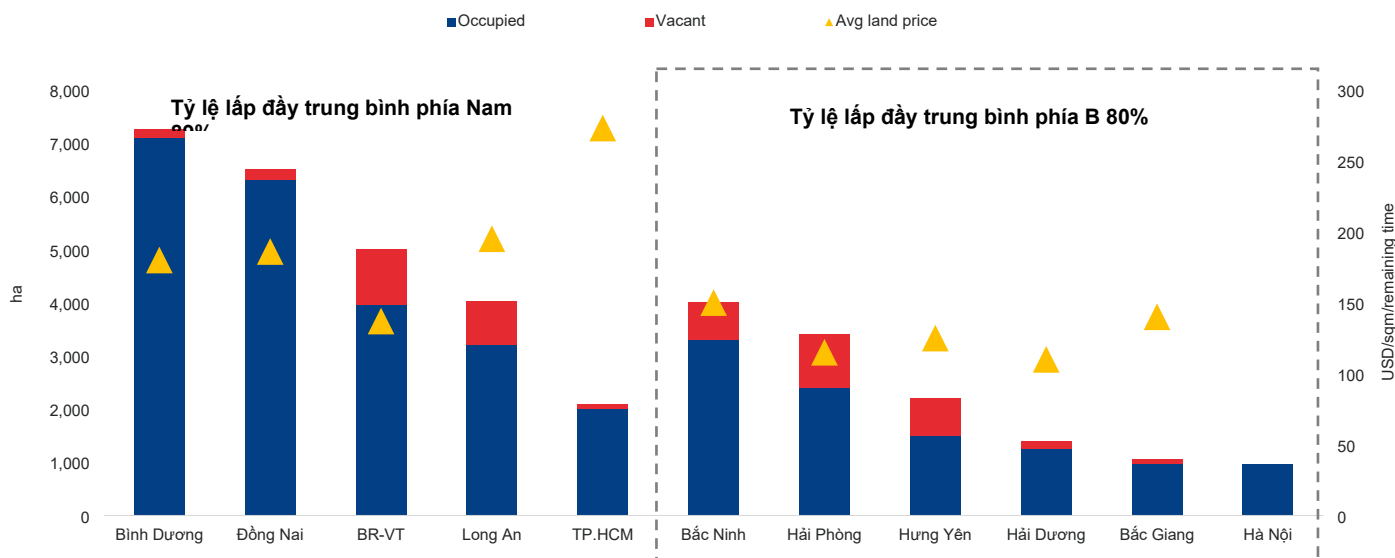
Đất KCN tại miền Bắc tương đối rẻ, với mức giá bình quân là 137 USD/m²/tháng, trong khi giá ở miền Nam là 175 USD/m²/tháng.

Trong năm 2024, nguồn cung đất KCN (đất có thể cho thuê) tại các tỉnh trọng điểm ở miền Bắc đạt khoảng 2.600 ha, chủ yếu đến từ các KCN tại Bắc Ninh, Hải Phòng và Hưng Yên. Nguồn cung dự kiến đạt 1.200-1.300 ha mỗi năm trong giai đoạn 2025-2027, chủ yếu đến từ KCN Trảng Duệ 3 (687 ha, Hải Phòng) của KBC, KCN Đồng Văn III (223 ha, Hà Nam) và các KCN khác.

Trong khi đó, nguồn cung tại miền Nam ở mức 2.300 ha, đa phần tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu và Long An. Nguồn cung dự kiến sẽ cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2025-2027, bao gồm KCN VSIP III, KCN NTU III và KCN Cây Trường (700 ha, Bình Dương) của BCM.

Biểu đồ 51: Nguồn cung quỹ đất KCN ở Miền Bắc và Miền Nam

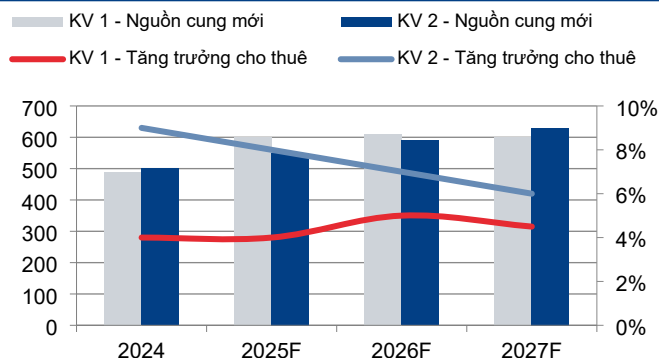
Tỷ lệ lấp đầy đạt 80% tại Miền Bắc và 89% tại Miền Nam



Nguồn: Savills, HSC

Biểu đồ 52: Nguồn cung & tăng trưởng cho thuê, KCN miền Bắc

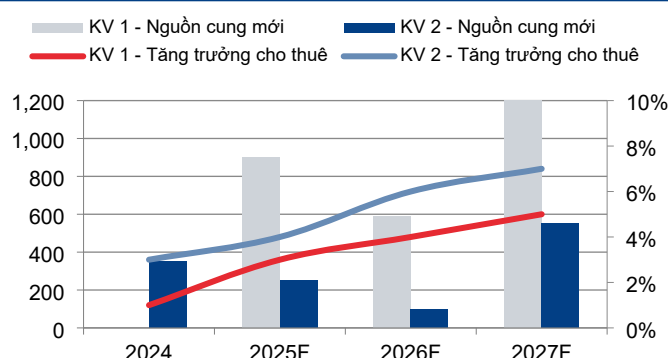
Giá thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng 4-8%/năm trong giai đoạn 2025-2027



Khu vực 1: Phía Nam gồm TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An và BR-VT
Phía Bắc gồm Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hải Dương.
Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 53: Nguồn cung & tăng trưởng cho thuê, KCN miền Nam

Giá thuê dự kiến sẽ tăng thêm 2-7%/năm trong giai đoạn 2025-2027



Khu vực 2: Miền Nam gồm Bình Thuận, Tây Ninh, Bình Phước. Miền Bắc gồm Quảng Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Hà Nam và Thái Bình.
Nguồn: CBRE, HSC

Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn

Sau khi Quyết định 227 về việc điều chỉnh hạn ngạch đất KCN được công bố (tháng 3/2024) và nhiều tỉnh ban hành quy hoạch tổng thể mới từ năm 2023, HSC nhận thấy tiến độ phê duyệt các dự án KCN mới được đẩy nhanh hơn trong năm 2024, với ít nhất 37 KCN mới được cấp phép đầu tư tổng diện tích 12.480 ha, cao hơn với 7-10 KCN được phê duyệt trong năm 2023. Có nhiều dự án lớn bao gồm KCN Bàu Cạn Tân Hiệp giai đoạn 1 (1.000 ha, Đồng Nai), KCN Xuân Quế-Sông Nhạn (1.000 ha, Đồng Nai), Vinhomes Vũng Áng (965 ha, Hà Tĩnh), KCN Hiệp Thạnh (495 ha, Tây Ninh), KCN Tân Phước 1 (470 ha, Tiền Giang), KCN Cam Liên (Quảng Bình) v.v. Chúng tôi dự báo nguồn cung mới sẽ tăng mạnh trên cả nước trong thời gian tới khi các dự án được phê duyệt trong giai đoạn 2021-2024 đẩy nhanh tiến độ xây dựng và đi vào hoạt động.

Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy có nhiều nhà phát triển mới tham gia vào ngành này bao gồm Sơn Hà (KCN SHI Tam Dương, 162 ha), Taseco Land (KCN Đồng Văn III, 233 ha), Fecon (Cụm công nghiệp Danh Thắng-Đoan Bái, 74 ha), Phát Đạt, DIG Group, Bin Corporation. HSC cho rằng lợi thế thuộc về những tên tuổi lớn có thành

tích vững chắc, quỹ đất rẻ nhưng có nguồn cung mới xuất hiện ở nhiều địa phương khác nhau cũng sẽ tạo ra sự cạnh tranh gay gắt.

Bảng 54: 37 khu công nghiệp mới được phê duyệt năm 2024

Nguồn cung tăng lên trong trung hạn

KCN	Vị trí	Diện tích	Ngày	Vốn đầu tư dự kiến	Nhà phát triển
Nomura	Hải Phòng	197	24-Dec	2,783	Hai Phong Internatioanl IP JSC
Phú Xuân	Đắc Lắc	313	24-Dec	N/a	DPV Dak Lak JSC
Vĩnh Thành Giai đoạn 2	Cần Thơ	541	24-Dec	7,850	Thanh Binh Phu My JSC
Khu công nghiệp WHA 2 – Nghệ An	Nghệ An	183	24-Dec	1,200	WHA Industrial Zone 2 – Nghe An JSC
Hòa Ninh	Đà Nẵng	400	24-Dec	N/a	N/a
Xuân Cẩm – Hương Lâm Giai đoạn 1	Bắc Giang	103	24-Dec	1,468	HT S-Dragon JSC
Phước Bình II	Đồng Nai	287	24-Dec	N/a	Nhon Tranh 6A LLC
Rạch Bắp mở rộng	Bình Dương	360	24-Dec	1,035	An Dien IP JSC (Subsidiary of GVR)
Trần Yên	Yên Bái	255	24-Nov	2,184	Viglacera (VGC)
Thanh Bình II	Hà Nam	226	24-Nov	2,610	Thanh Binh IP dev. Ltd
Đồng Văn VI	Hà Nam	250	24-Nov	2,976	Ha Nam International Port JSC
WHA Smart Technology	Thanh Hóa	179	24-Nov	1,320	WHA Industrial Development 2 (SG) Pte. Ltd
Gia Lạch	Hà Tĩnh	194	24-Nov	2,265	Thang Long Export-Import Investment JSC
Cầm Liên	Quảng Bình	450	24-Nov	N/a	Capella Quang Binh.
Hoa Yên	Bắc Giang	257	24-Nov	3,745	Fecon Hoa Yen
Xuân Quế-Song Nhân	Đồng Nai	1,000	24-Nov	N/a	Xuan Que IP ISC
Hoa Yên	Bắc Giang	357	23-Nov	3,745	Fecon Hoa Yen JSC
Gia Lạc (Mở rộng)	Hà Tĩnh	194	22-Nov	2,265	Thang Long Export JSC
Xuân Quế - Song Nhân	Đồng Nai	1,000	21-Nov	N/a	Song Que IP JSC
Bàu Cạn Tân Hiệp	Đồng Nai	1,000	24-Sep	N/a	Tan Hiep IP JSC
Hưng Phú	Thái Bình	209	24-Sep	1,939	Geleximco
Châu Minh-Bắc Lý-Hương Lâm	Bắc Giang	106	24-Sep	1,256	Hightech Infrastructure Investment and Development JSC
Mỹ Xuân B1 mở rộng	Vũng Tàu	110	24-Sep	1,989	IDC
Vinhomes Vũng Áng	Hà Tĩnh	965	24-Jul	13,275	Vinhomes (VHM)
Đồng Văn IV P.1	Hà Nam	237	24-Jul	2,911	Ha Nam infrastructure Jsc
Yên Lư	Bắc Giang	120	24-Jul	1,543	Western Pacific Investment Jsc
Phúc Long mở rộng	Long An	329	25-Jun	5,642	Phuc Long Investment and Construction JSC
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	24-Jun	5,936	IDICO (IDC)
Thọ Hoàng	Hưng Yên	250	24-Jun	3,095	An Thi Investment and Infrastructure Jsc
Phụng Hiệp	Hà Nội	175	24-May	2,938	Hoa Phu Invest Ltd.
Hiệp Thành	Tây Ninh	495	24-Mar	2,350	Việt Nam Rubber Group (GVR)
Đồng Anh	Hà Nội	299	24-Mar	1,268	Vinaconex (VGC)
Sông Công II	Thái Nguyên	296	24-Mar	3,985	Viglacera (VGC)
Dốc Đá Trang	Khánh Hòa	288	24-Mar	1,807	Viglacera (VGC)
Thịnh Phát mở rộng	Long An	113	24-Mar	1,443	Thinh Phat General Business Investment JSC
Việt Hàn mở rộng	Bắc Giang	147	24-Feb	1,237	Fuji Phuc Long Ltd.
Phước Sơn	Bắc Giang	124	24-Feb	1,836	Le Delta JSC
Tổng cộng		12,480		89,896	

Nguồn: HSC

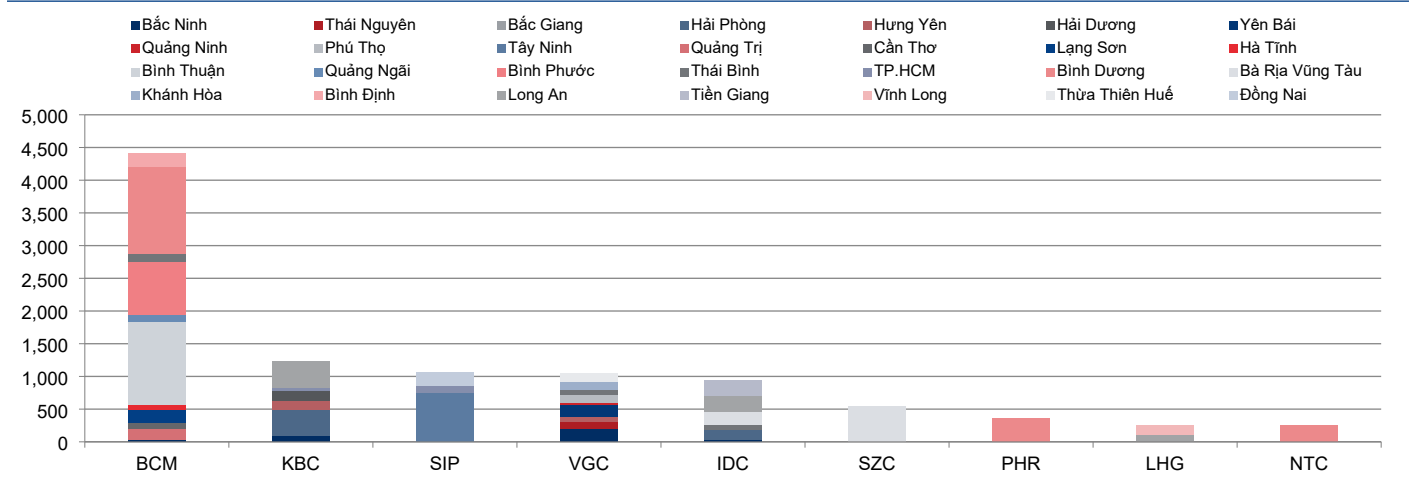
Bảng 55: 13 KCN mới được cấp phép đầu tư trong 3 tháng đầu năm 2025

KCN	Vị trí	Diện tích	Ngày	Vốn đầu tư dự kiến	Nhà phát triển
Minh Hưng III – Giai đoạn 2	Bình Phước	483.4	27 Feb	2,282.0	Cao Su Binh Long JSC
Long Đức II	Đồng Nai	293.9	12 Feb	N/a	VRG Long Duc - SIP owns 58%
Mỹ Thái	Bắc Giang	160.0	11 Feb	1,798.3	Thep Viet Uc
Đồng Phúc	Bắc Giang	354.6	10 Feb	3,731.7	Dong Phuc JSC
HD	BRVT	450.0	22 Jan	4,980.0	HD JSC
Kim Thành II – Giai đoạn 1	Hải Dương	234.6	22 Jan	3,403.0	Hung Yen Invesment and development JSC
Nghĩa Hưng	Bắc Giang	149.0	21 Jan	2,200.0	Gilimex Bac Giang JSC
Sông Mai – Nghĩa Trung	Bắc Giang	197.1	21 Jan	2,806.2	Ha Noi – Bac Giang infrastructure invesment JSC
Bắc Đồng Phú – Giai đoạn 2	Bình Phước	317.0	16 Jan	1,360.0	Bac Dong Phu IP JSC
Cát Nam Trang	Hải Phòng	200.4	14 Jan	2,252.7	VHM
Trăng Duệ 3	Hải Phòng	652.7	14 Jan	8,094.4	Saigontel JSC – KBC owns 22%
Yên Bình 3	Thái Nguyên	295.3	08 Jan	4,139.4	BMK Group JSC
Vinh Quang – Giai đoạn 1	Hải Phòng	226.0	05 Jan	3,550.8	IDC
Tổng cộng		4,014.1			

Nguồn: HSC

Biểu đồ 56: Quỹ đất (ha), của một số KCN

Leading in land bank, especially in Binh Duong Province



Ghi chú: (1) Quỹ đất đất thực tế, được tính bằng cách lấy diện tích cho thuê nhân với tỷ lệ sở hữu của mỗi dự án.

(2) bao gồm các dự án đang triển khai và các dự án đã được cấp phép đầu tư và có quy hoạch tổng thể 1/2000.

Nguồn: HSC

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 86.800đ

HSC áp dụng phương pháp RNAV để định giá BCM, cho thấy giá mục tiêu là 86.800đ. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và định giá cổ phiếu với P/E dự phóng năm 2025 ở mức 34,3 lần và P/B dự phóng năm 2025 ở mức 3,9 lần. Lợi nhuận tăng trưởng vững chắc trong giai đoạn 2025-2027 nhờ chất xúc tác từ kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước được kỳ vọng sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng của giá cổ phiếu.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp SoTP để định giá BCM, cho thấy ước tính RNAV/cp là 96.400đ. Để xác định giá mục tiêu ở mức 86.800đ, chúng tôi giả định mức chiết khấu so với RNAV là 10% nhằm phản ánh rủi ro liên quan đến Tập đoàn, do BCM có HĐKD ở nhiều ngành nghề khác nhau và bất cứ rủi ro nào liên quan đến việc chậm phê duyệt pháp lý tại các dự án. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và định giá cổ phiếu với P/E dự phóng năm 2025 ở mức 34,3 lần và P/B dự phóng năm 2025 ở mức 3,9 lần. Cổ phiếu có P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 32,9 lần và 3,6 lần.

Liên quan đến phương pháp định giá, chúng tôi lưu ý những thông tin như sau:

- Thời điểm ước tính RNAV đối với BCM là cuối năm 2025. Giả định WACC của BCM là 10,1%. Mặc dù áp dụng các giả định nội bộ cho lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, chúng tôi bổ sung phần bù phụ trội 1,5% vào phần bù rủi ro vốn CSH đối với BCM (chúng tôi cũng áp dụng cho các công ty khác trong ngành) để phản ánh những đặc thù tại thị trường trong nước đối với hoạt động huy động vốn trong ngành BĐS.
- HSC sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các dự án KCN, BĐS nhà ở và hạ tầng BOT. Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Đối với một số dự án BĐS nhà ở chúng tôi không có thông tin chi tiết về quy hoạch tổng thể 1/500 và mốc thời gian phát triển, các khoản đầu tư vào các công ty liên kết/liên doanh và các tài sản khác, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị sổ sách để định giá các tài sản này.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 57. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro trong Bảng 58-59.

Bảng 57: Định giá SOTP, BCM

Tỷ đồng	Phương pháp	% tỷ lệ sở hữu của BCM	Ngày hiệu lực (cuối năm-2025)	Nhận định
BDS LCN			56,317	
BCM	DCF	100%	19,953	
VSIP	DCF	49-67%	28,351	
Becamex Bình Phước	DCF	56%	8,013	
BDS nhà ở			40,927	
Thành Phố Mới Bình Dương	DCF	100%	29,317	
Bàu Bàng, Thới Hòa, Mỹ Phước	DCF	100%	11,610	
Khác			11,797	
TDC	DCF	61%	1,744	
IJC	DCF	50%	2,774	
BW Industrial	DCF	24%	4,885	
BWE	DCF	19%	2,394	Tỷ giá mục tiêu của BWE là 56.000
BDS đầu tư	BV		707	
Đầu tư khác	BV		8,599	
Tổng tài sản			118,348	
Nợ/(tiền) thuần			(18,550)	
RNAV			99,798	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			1,035,000,000	
RNAV/cp (đồng)			96,400	
Chiết khấu giá định			10%	
Giá mục tiêu (đồng)			86,800	

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu BCM tăng 19,4% trong 3 tháng qua lên 80.600đ vào ngày 12/3/2025 và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN Index và IP Index của HSC. Lưu ý, HSC IP Index bao gồm 9 công ty phát triển BĐS KCN Việt Nam, trong đó có các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC như KBC, VGC, IDC, PHR và PHR và các công ty không nằm trong danh sách khuyến nghị NTC, LHG, DPR, SZC và GVR. Giá cổ phiếu bình quân được tính theo vốn hóa thị trường.

Ở mức giá hiện tại, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 35,6 lần và cổ phiếu có mức chiết khấu 16% so với RNAV, nhỏ hơn một chút so với mức bình quân 23% của 5 công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 8% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 34,3 lần (so với 22,2 lần của toàn ngành) và P/B dự phóng năm 2025 là 3,9 lần (so với 2,9 lần của toàn ngành). Chúng tôi cho rằng định giá của BCM vẫn còn hấp dẫn dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 58: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, BCM

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	99,500	95,000	91,000	86,900	83,500
	3.5%	96,800	92,800	88,700	85,100	81,500
	4.0%	94,700	90,800	86,800	83,000	79,700
	4.5%	92,600	88,500	85,000	81,300	78,100
	5.0%	90,300	86,600	82,800	79,700	76,300

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 59: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định RNAV, BCM

Chiết khấu đối với RNAV	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	80,600	96,400	86,800	77,100	67,500
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	0%	19.6%	7.7%	-4.3%	-16.3%

Nguồn: HSC

Bảng 60: Các chỉ số định giá chính, BCM

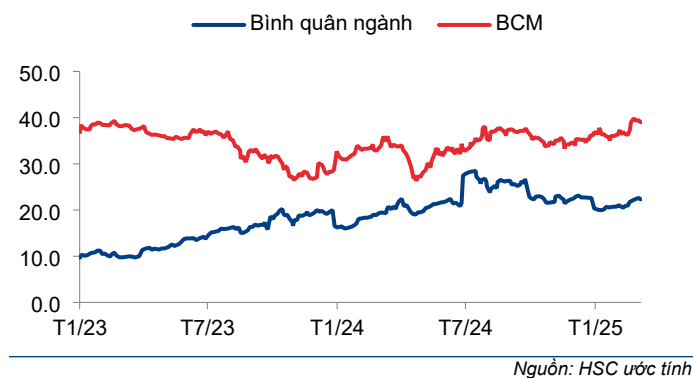
Giá mục tiêu của BCM là 86.800đ dựa trên P/E là 34,3 lần và P/B là 3,9 lần (năm 2025)

Các chỉ số định giá chính	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,923	2,528	2,636	3,309
BVPS	19,787	22,041	24,448	27,652
P/E	45.1	34.3	32.9	26.2
P/B	4.4	3.9	3.6	3.1

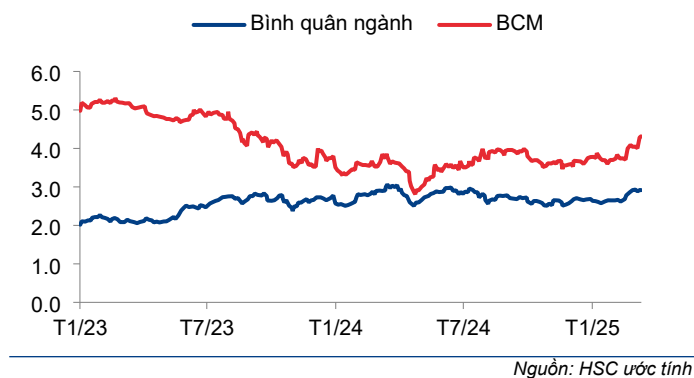
Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 61: P/E của BCM và bình quân ngành

BCM hiện đang giao dịch với P/E là 34,3 lần so với bình quân ngành ở mức 22,2 lần

**Biểu đồ 62: P/B của BCM và bình quân ngành**

BCM hiện đang giao dịch với P/B là 3,9 lần so với bình quân ngành ở mức 2,9 lần

**Bảng 63: So sánh với các công ty cùng ngành (triệu USD), BCM**

Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu 2024	Lợi nhuận thuần 2024	2024 P/E (lần)	2025F P/E (lần)	2024 P/B (lần)	2025F P/B (lần)	ROE bình quân 3 năm (%)	TS lợi nhuận gộp bq 3 năm (%)	TS lợi nhuận thuần bq 3 năm (%)
VGC	880	475	45	20.3	19.1	2.7	2.5	17.6	28.4	10.2
KBC	912	111	17	54.6	14.2	1.3	1.1	8.1	56.2	42.3
PHR	345	65	19	20.4	17.9	2.3	2.3	20	23.8	41.3
IDC	731	353	80	9.3	10.4	3.3	3.1	35	37.4	21.8
SIP	739	311	42	16.7	17.3	4.4	3.4	26.3	14.3	13.9
Bình quân, các công ty khuyến nghị	721	263	41	24.3	15.8	2.8	2.5	21.4	32.0	25.9
NTC	220	14	12	18.7	28	5.8	4.6	39.5	70.5	110
DPR	162	49	11	14.8	12	1.7	1.5	10.1	29.6	20.3
LHG	71	17	7	9.8	N/a	1.1	N/a	10.2	46.6	38
GVR	5,252	1,048	145	31.8	N/a	2.5	N/a	6.3	24.7	12.5
SZC	318	35	12	26.5	N/a	2.6	N/a	12	42.7	28.1
Bình quân toàn ngành	1205	233	37	20.3	20.0	2.7	3.1	15.6	42.8	41.8
BCM	3,042	207	84	45.1	34.3	4.4	3.9	11.1	52.8	30.9

Ghi chú: Dữ liệu HSC và thị trường, giá đóng cửa ngày 12/3.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 64: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC

BCM hiện giao dịch ở mức chiết khấu 17,9% so với RNAV, so với bình quân ngành là 23,3%

Mã CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAV/cp** (đồng)	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm RNAV	Giá định chiết khấu RNAV
KBC	Buy	30,300	36,400	20.1%	51,900	-41.6%	39%	30%
IDC	Buy	56,000	69,000	23.2%	76,700	-27.0%	N/a	10%
PHR	U/r	64,200	U/r	N/m	71,700	-10.5%	22%	10%
VGC	U/r	52,200	U/r	N/m	61,000	-14.4%	15%	10%
SIP	U/r	91,600	U/r	N/m	130,700	-29.9%	N/a	20%
BCM	Add	80,600	86,800	7.7%	96,400	-16.4%	N/a	10%
Bình quân*				17.0%		-23.3%		15%

Ghi chú: *Bình quân giản đơn; **Các mã HSC khuyến nghị, giá tại ngày 12/3.
Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính dẫn đến dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng đa phần liên quan đến các dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Chi tiết như sau:

- **Kết quả đấu giá cổ phiếu thấp hơn kỳ vọng:** Với kết quả đấu giá cổ phiếu không đạt mục tiêu, Công ty sẽ gặp khó khăn trong việc tài trợ vốn cho hoạt động triển khai các dự án chiến lược.
- Khi đó, BCM sẽ phải tận dụng vốn vay ngân hàng và phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất cho vay vẫn ở mức cao, đặc biệt đối với các khoản vay trái phiếu dài hạn, chưa kể đến khoản nợ 24 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2024 của BCM, chi phí lãi vay cao hơn sẽ tạo ra áp lực đáng kể lên dòng tiền của BCM.
- **Tác động của suy thoái thương mại toàn cầu lớn hơn dự kiến:** Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng có thể đến từ tình trạng suy thoái thương mại toàn cầu làm các doanh nghiệp FDI trì hoãn kế hoạch mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh nên doanh thu cho thuê đất tại KCN Bàu Bàng mở rộng, KCN Cây Trường và các KCN VSIP thấp hơn kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của BCM.
- **Rủi ro pháp lý:** Cũng như hầu hết các dự án BĐS, việc vượt qua những khó khăn về mặt pháp lý vẫn là thách thức chính cho các nhà phát triển BĐS KCN. Nếu có bất kỳ khó khăn nào xảy ra trong quá trình xin phê duyệt pháp lý cho dự án, thời gian mở bán có thể bị trì hoãn đáng kể, làm ảnh hưởng đến KQKD của BCM.

Chúng tôi lưu ý rằng quá trình xin phê duyệt pháp lý cho các dự án tại Việt Nam khá phức tạp do hoạt động này bị cho phối bởi nhiều luật vốn có nhiều điều khoản đôi khi chồng chéo lên nhau. Có nhiều dự án bị chậm tiến độ vì nguyên nhân trên. Tuy nhiên, so với các nhà phát triển BĐS nhà ở, các nhà phát triển BĐS KCN được Chính phủ hỗ trợ nhiều hơn trong việc tháo gỡ những nút thắt về mặt pháp lý.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	7,883	5,195	8,913	9,007	10,015
Lợi nhuận gộp	4,248	3,392	4,461	4,781	5,607
Chi phí BH&QL	(1,465)	(1,737)	(1,861)	(2,087)	(2,453)
Thu nhập khác	18.7	27.2	0	0	0
Chi phí khác	(127)	(43.5)	0	0	0
EBIT	2,674	1,638	2,601	2,694	3,154
Lãi vay thuần	(775)	(1,142)	(1,210)	(1,299)	(1,153)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	798	1,955	1,845	2,021	2,350
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,697	2,451	3,236	3,416	4,351
Chi phí thuế TNDN	(416)	(142)	(385)	(407)	(518)
Lợi ích cổ đông thiểu số	143	(204)	(234)	(281)	(409)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,425	2,106	2,617	2,728	3,424
Lợi nhuận thuần ĐC	2,425	2,106	2,617	2,728	3,424
EBITDA ĐC	2,942	1,901	2,737	2,878	3,338
EPS (đồng)	2,343	2,034	2,528	2,636	3,309
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,528	2,636	3,309
DPS (đồng)	800	994	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,332	2,210	875	692	697
Đầu tư ngắn hạn	87.3	295	295	295	295
Phải thu khách hàng	7,024	8,066	8,567	8,880	9,345
Hàng tồn kho	19,834	21,206	22,167	23,804	25,261
Các tài sản ngắn hạn khác	164	55.9	55.9	55.9	55.9
Tổng tài sản ngắn hạn	28,441	31,833	31,959	33,727	35,653
TSCĐ hữu hình	4,210	3,968	3,975	3,954	3,933
TSCĐ vô hình	141	129	114	106	97.9
Bất động sản đầu tư	2,535	2,674	2,792	2,857	2,922
Đầu tư dài hạn	592	592	592	592	592
Đầu tư vào Cty LD,LK	16,634	18,896	20,465	22,187	24,194
Tài sản dài hạn khác	870	684	684	684	684
Tổng tài sản dài hạn	24,982	26,943	28,623	30,380	32,423
Tổng cộng tài sản	53,423	58,777	60,582	64,107	68,076
Nợ ngắn hạn	9,385	7,903	8,529	8,859	9,064
Phả trả người bán	747	574	632	695	764
Nợ ngắn hạn khác	11,210	10,765	10,792	11,205	11,205
Tổng nợ ngắn hạn	22,998	21,453	21,863	22,758	23,272
Nợ dài hạn	10,331	15,725	14,787	14,926	15,064
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	621	1,120	1,120	1,120	1,120
Tổng nợ dài hạn	10,953	16,844	15,907	16,046	16,184
Tổng nợ phải trả	33,950	38,298	37,770	38,803	39,456
Vốn chủ sở hữu	19,473	20,479	22,812	25,304	28,620
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	19,473	20,479	22,812	25,304	28,620
Tổng nợ phải trả và VCSH	53,423	58,777	60,582	64,107	68,076
BVPS (đ)	18,814	19,787	22,041	24,448	27,652
Nợ thuần/(tiền mặt)	18,297	21,123	22,147	22,797	23,136

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,674	1,638	2,601	2,694	3,154
Khấu hao	(267)	(262)	(136)	(184)	(184)
Lãi vay thuần	(775)	(1,142)	(1,210)	(1,299)	(1,153)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(142)	(385)	(407)	(518)
Thay đổi vốn lưu động	(3,815)	(911)	(1,677)	(1,385)	(1,612)
Khác	(1,086)	(483)	276	300	343
LCT thuần từ HKKD	(3,151)	(777)	(260)	87.0	398
Đầu tư TS dài hạn	(115)	(261)	(246)	(220)	(220)
Góp vốn & đầu tư	(859)	(1,286)	0	0	0
Thanh lý	351	(226)	0	0	0
Khác	1,095	614	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	472	(1,158)	(246)	(220)	(220)
Cổ tức trả cho CSH	(828)	(1,029)	(518)	(518)	(518)
Thu từ phát hành CP	-	-	-	-	-
Tăng/giảm nợ	3,768	3,842	(312)	468	343
Khác	-	-	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,940	2,814	(829)	(49.2)	(174)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,071	1,332	2,210	875	692
LCT thuần trong kỳ	262	878	(1,336)	(182)	4.15
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,332	2,210	875	692	697
Dòng tiền tự do	(3,265)	(1,038)	(506)	(133)	178

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	53.9	65.3	50.1	53.1	56.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.3	36.6	30.7	32.0	33.3
Tỷ suất LNT (%)	30.8	40.5	29.4	30.3	34.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.4	5.78	11.9	11.9	11.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	(34.1)	71.6	1.06	11.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	63.0	(35.4)	44.0	5.16	16.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	42.8	(13.2)	24.3	4.26	25.5
Tăng trưởng EPS (%)	42.8	(13.2)	24.3	4.26	25.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	24.3	4.26	25.5
Tăng trưởng DPS (%)	14.3	24.3	(49.7)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.1	48.9	19.8	19.0	15.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.0	10.5	12.1	11.3	12.7
ROACE (%)	8.93	4.84	6.84	6.73	7.32
Vòng quay tài sản (lần)	0.15	0.09	0.15	0.14	0.15
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(1.18)	(0.47)	(0.10)	0.03	0.13
Số ngày tồn kho	1,992	4,293	1,817	2,056	2,092
Số ngày phải thu	705	1,633	702	767	774
Số ngày phải trả	75.0	116	51.8	60.0	63.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	101	114	106	98.2	88.9
Nợ/tài sản (%)	39.4	43.6	41.3	39.9	38.4
EBIT/lãi vay (lần)	3.45	1.44	2.15	2.07	2.74
Nợ/EBITDA (lần)	7.15	13.5	9.13	8.88	7.83
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.24	1.48	1.46	1.48	1.53
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	12.9	20.1	11.8	11.8	10.6
EV/EBITDA ĐC (lần)	34.6	55.0	38.6	36.9	31.9
P/E (lần)	34.4	39.6	31.9	30.6	24.4
P/E ĐC (lần)	34.4	39.6	31.9	30.6	24.4
P/B (lần)	4.28	4.07	3.66	3.30	2.91
Lợi suất cổ tức (%)	0.99	1.23	0.62	0.62	0.62

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn