

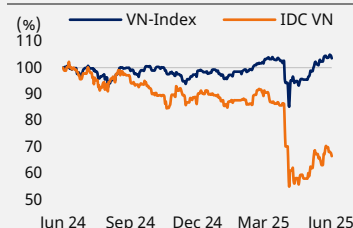
(Khuyến nghị)	MUA
Giá mục tiêu (VND)	▲ 53,800
Giá hiện tại (mm/dd/yy, VND)	41,500
Lợi nhuận kỳ vọng	29.6%

OP (25F, VNDbn)	3,077
Consensus OP (25F, VNDbn)	2,257

Tăng trưởng EPS (25F, %)	11.3
Kỳ vọng thị trường (25F, %)	N/A
P/E (25F, x)	6.3
P/E thị trường (x)	N/A
VNIndex	1,342

Vốn hóa (tỷ đồng)	13,695
SLCP lưu hành (triệu cp)	330
Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	65.4
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.1
Beta (12T)	1.2
Thấp nhất 52 tuần (đồng)	31,400
Cao nhất 52 tuần (đồng)	66,000

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	15.0	-25.0	-32.4
Tương đối	6.9	-30.7	-36.9



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

Nguyễn Khánh Duy
Duy.nk@miraeasset.com.vn

IDC • Bất động sản Khu công nghiệp

TCT IDICO - CTCP

Doanh số cho thuê kỳ vọng cải thiện từ quý 2

Kế hoạch năm 2025 tiếp cận theo diễn biến thị trường

IDC công bố kế hoạch FY25 với doanh thu thuần 8,748 tỷ VND (+5.5% CK), tương ứng mức lợi nhuận trước thuế 2,596 tỷ VND (+3.7% CK). Kế hoạch được đưa ra dựa trên kịch bản thận trọng giữa bối cảnh căng thẳng thương mại đang gia tăng, khi cả hai chỉ tiêu lần lượt thấp hơn 1.1% và 13.3% so với thực hiện 2024, mặc dù phần lớn giá trị hợp đồng từ các KCN Phú Mỹ II vẫn chưa được ghi nhận vào KQKD. Với sự thận trọng này, trong năm nay, IDC kỳ vọng chỉ ký mới 124 ha đất KCN, giảm từ mức 146 ha như kế hoạch 2024 – thực tế chỉ đạt 101 ha. Sự chậm lại trong việc cho thuê đất đã diễn ra kể từ cuộc bầu cử Mỹ trong Q3/24, phần lớn tiến độ xúc tiến đầu tư đã phát đi tín hiệu trì hoãn đáng kể, khi các nhà đầu tư đã chuyển sang trạng thái chờ đợi để đánh giá tác động của các chính sách tiềm tàng trong nhiệm kỳ mới. Bên cạnh đó, IDC tiếp tục duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn, đặt mục tiêu tỷ lệ chi trả 35% mệnh giá (bao gồm tiền mặt và cổ phiếu) cho năm 2025. Song song đó, kế hoạch cổ tức 2024 cũng điều chỉnh nâng từ 40% lên 50%. Như vậy, IDC sẽ chi thêm 15% cổ tức tiền mặt và 15% cổ phiếu trong năm 2025, ngoài phần tiền mặt 20% đã tạm ứng trong năm 2024.

Hoạt động cho thuê KCN được kỳ vọng cải thiện từ quý 2

Chúng tôi nhận thấy về sự cải thiện dần trong triển vọng của hoạt động KCN sau giai đoạn bất ổn với KQKD thất vọng vừa qua. Trong Q1/25, IDC đã có 38 ha MOU được cam kết (+46% CK; ~32% kế hoạch), tương ứng với giá trị khoảng 1,400 tỷ. Bên cạnh những tín hiệu tích cực ban đầu mặc dù chưa được chuyển hóa thành doanh thu, chúng tôi kỳ vọng rằng KQKD Q2/25 sẽ phục hồi trở lại so với 1Q25 kém tích cực, đến chủ yếu từ ghi nhận 880 tỷ doanh thu cho thuê từ KCN Phú Mỹ II – trước đây đã được vốn hóa vào doanh thu chưa thực hiện trong Q2-Q3/25. Chúng tôi ước tính rằng số lượng giá trị đã cam kết của IDC tại KCN này trên thực tế có thể vượt con số trên. Kể từ Q3/23, chúng tôi ước tính có tổng cộng khoảng 73 ha đã được ký hợp đồng – chủ yếu đến từ 2 dự án của Hyosung, nhưng phần diện tích bàn giao chỉ ước đạt 23 ha. Trong T5/2025, Hyosung đã chính thức nhận được chủ trương đầu tư cho dự án 720 triệu USD – GĐ 1 tại KCN Phú Mỹ II, đây là dự án nổi tiếp dự án tiền nhiệm trị giá 560 triệu USD liên quan đến phần diện tích 23 ha đã được cấp phép. Hiện tại, cả hai dự án đều đang khởi công giai đoạn 1 – mở đường cho việc ghi nhận doanh thu trong tương lai sau khi các khoản thanh toán hoàn tất.

Mức định giá hấp dẫn vẫn được duy trì mặc dù điều chỉnh giảm lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5.7–17.3% lợi nhuận ròng dự phóng trong giai đoạn FY25–26F, chủ yếu do việc bàn giao đất tại các KCN Phú Mỹ II mở rộng và Hữu Thanh thấp hơn kỳ vọng trước đó. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tiến hành nâng dự báo cho mảng năng lượng sau khi cập nhật khung giá bán điện mới với mức tăng 4.8% CK. Từ đó, giá mục tiêu đã được điều chỉnh giảm về mức 53,800 đồng (từ mức 62,100 đồng trước đó), tương ứng mức tăng 29.6%. Hiện tại, IDC vẫn đang giao dịch với mức chiết khấu hấp dẫn 23.9% so với mức P/B (điều chỉnh) trung bình 3 năm.

Năm tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,485	7,237	8,846	8,851	9,782
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	2,726	2,061	2,939	3,077	3,496
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	36.42	28.48	33.23	34.76	35.74
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,768	1,394	1,996	2,215	2,536
EPS (VND)	5,605	4,223	6,049	6,713	7,686
ROE (%)	36.8%	26.9%	35.7%	33.2%	32.6%
P/E (x)	5.9	11.5	8.9	6.3	5.5
P/B (x)	1.2	1.9	1.8	2.3	1.9
Lợi suất cổ tức (%)	12.6%	8.2%	7.4%	11.7%	9.4%

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Các điểm nhấn chính

Kế hoạch năm 2025 tiếp cận theo diễn biến thị trường

Bảng 1. Tổng quan kế hoạch so với thực tế thực hiện

	Kế hoạch			Thực tế			%kế hoạch SVCK			%hoàn thành		
	2023	2024	2025P	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F
Doanh thu*	7,909	8,291	8,748	7,237	8,846	8,851	-3.3%	22.2%	0.1%	92%	107%	101%
KCN	3,540	3,485	4,110	3,298	3,516	4,115	-22.0%	6.6%	17.0%	93%	101%	100%
Năng lượng	2,826	3,078	3,402	2,924	3,373	3,346	1.6%	15.3%	-0.8%	103%	110%	98%
Khác	1,543	1,728	1,236	1,015	1,958	1,390	-10.7%	92.9%	-29.0%	66%	113%	113%
EBT	2,525	2,502	2,596	2,057	2,993	3,130	-21.4%	45.5%	4.6%	81%	120%	121%
MOU ký mới	127	146	124	170	101	N/A	28.6%	-40.8%		134%	69%	

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research
*Đã loại bỏ thu nhập từ hoạt động tài chính

Lưu ý rằng, kế hoạch hiện tại có thể được điều chỉnh tùy thuộc kết quả hậu đàm phán về thuế đối ứng giữa Mỹ và Việt Nam. Các mục tiêu hiện tại được đưa ra dựa trên giả định rằng mức thuế cuối cùng áp dụng lên hàng hóa Việt Nam sẽ được áp dụng “cào bằng” cho các quốc gia ở mức 10%, qua đó làm xoa dịu sự lo ngại về việc Việt Nam mất đi các lợi thế trong xu hướng “China+1” vốn đã tạo nên những lợi ích vượt trội trong nhiệm kỳ 1 của Trump. Hiện tại, tiến trình về quá trình đàm phán ban đầu cho thấy kết quả tích cực, mặc dù không có quá nhiều thông tin được công bố. Tuy nhiên về dài hạn, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm và tin rằng Việt Nam vẫn tiếp tục là điểm đến ưu tiên của dòng vốn FDI nhờ lợi thế cạnh tranh cũng như vị trí địa chiến lược thuận lợi sẵn có.

Việc bàn giao đất thấp hơn dự kiến gây ảnh hưởng lên KQKD

Sự thất vọng tiếp diễn đến từ KQKD Q1/25

Sau số liệu thất vọng trong Q4/24, IDC ghi nhận kết quả thực hiện thấp hơn dự báo trong Q1/25, với doanh thu ghi nhận giảm về mức 1,793 tỷ đồng (-27.3% CK; -8,3% QoQ) trong khi lợi nhuận ròng chỉ ghi nhận vồn vẹn 343 tỷ đồng (-50.6% CK; -4.1% QoQ). Kết quả này lần lượt tương đương 20% dự phóng doanh thu 8,865 tỷ đồng (+0.2% CK) và 14.5% lợi nhuận ròng ở mức 2,358 tỷ đồng (+18.1% CK). Chúng tôi ghi nhận sự sụt giảm chủ yếu do số lượng đất KCN bàn giao thấp hơn dự kiến, trong khi hầu hết các mảng khác vẫn duy trì tăng trưởng. Đối với hoạt động KCN, doanh thu cho thấy mức thấp nhất kể từ Q1/23, khi giảm mạnh xuống 467 tỷ đồng (-64.3% CK; -6% QoQ) trong Q1/25, trong đó doanh thu ghi nhận một lần chiếm 364 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính chỉ có 11 ha được bàn giao trong kỳ, giảm 67% CK, chủ yếu đến từ việc các khách thuê trì hoãn nghĩa vụ thanh toán trong lúc chờ kết quả đàm phán thương mại. Mặc dù IDC không còn công bố chi tiết tuy nhiên theo ước tính phần lớn diện tích được bàn giao trong Q1/25 nhiều khả năng đến từ KCN Hữu Thanh: 1) sự sụt giảm biên LN gộp ở hoạt động KCN và 2) doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn của Hữu Thanh giảm QoQ.

Bảng 2. Tổng quan KQKD Q1/25

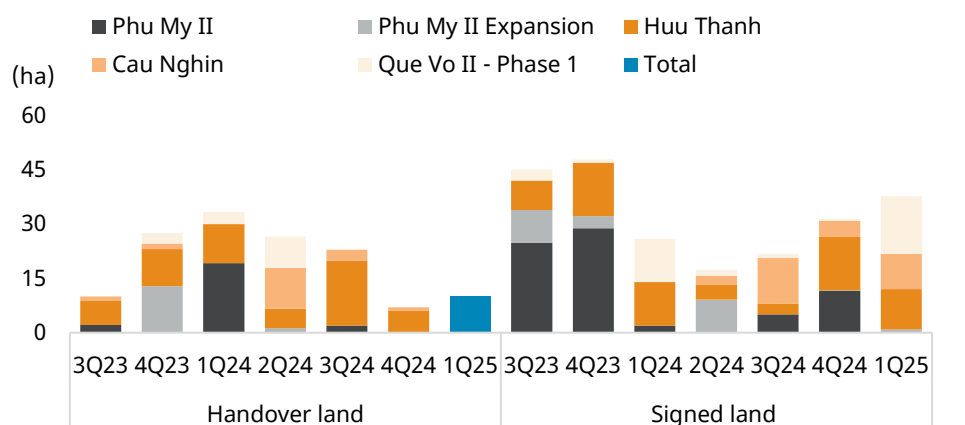
	1Q24	4Q24	1Q25	YoY	QoQ	2025F	%Fulfill
Doanh thu	2,467	1,955	1,793	-27.3%	-8.3%	8,851	20%
KCN	1,308	497	467	-64.3%	-5.9%	4,115	11%
Năng lượng	688	1,012	816	18.5%	-19.4%	3,346	24%
Khác	471	446	510	8.3%	14.3%	1,390	37%
Lợi nhuận gộp	1,098	636	551	-49.8%	-13.3%	3,489	16%
KCN	835	349	256	-69.3%	-26.5%	2,525	10%
Năng lượng	35	153	70	101.9%	-53.9%	386	18%
Khác	229	134	224	-1.8%	67.5%	578	39%
EBIT	1,005	510	449	-55.3%	-12.0%	3,077	15%
Lợi nhuận ròng	695	357	343	-50.6%	-4.0%	2,222	15%
Diện tích bàn giao	33	11	10	-69.4%	-5.4%	109	9%
Diện tích ký mới	26	36	38	45.8%	6.3%	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	44.5%	32.5%	30.7%	-13.8%	-1.8%	39.4%	
KCN	63.8%	70.2%	54.9%	-9.0%	-15.3%	61.4%	
Năng lượng	5.1%	15.1%	8.6%	3.6%	-6.5%	11.5%	
Khác	48.5%	30.0%	44.0%	-4.5%	14.0%	41.6%	
Biên LNHD	40.7%	26.1%	25.0%	-15.7%	-1.1%	34.8%	
Biên lãi ròng	28.2%	18.3%	19.1%	-9.0%	0.9%	25.1%	

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Mức nền thấp cho việc phục hồi kể từ Q2/25

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành KCN đang dần phát đi những tín hiệu cải thiện ban đầu sau giai đoạn bất ổn vừa qua. Trong Q1/25, IDC đạt kết quả khả quan với lượng MOU ký mới 38 ha (+46% CK), hoàn thành 32% kế hoạch cả năm. Lượng hợp đồng này ước tính có thể chuyển hóa thành 1,400 tỷ doanh thu trong vòng 12 tháng tới. Theo ban lãnh đạo, hiện tại đối với các nhà đầu tư đã ký hợp đồng và đang trong quá trình triển khai vẫn sẽ tiếp tục thực hiện cam kết, do đó, tiến độ ghi nhận doanh thu năm 2025 của IDC dự kiến sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể. Trong khi đó với nhóm đã đặt cọc, khoảng 10-15% nhà đầu tư có ý định chậm lại, tiếp tục theo dõi các thay đổi về chính sách. Còn đối với trong quá trình đàm phán hợp đồng, khoảng 70-80% các nhà đầu tư cam kết tiếp tục đàm phán, còn lại tùy theo khu vực nhà đầu tư đang muốn chậm lại.

Bảng 3. Lượng hợp đồng ký mới – được xem là chỉ báo sớm, cho thấy sự khởi sắc kể từ Q1/24, trong khi lượng bàn giao vẫn chưa kịp phản ánh xu hướng này



Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi dự đoán hiệu suất của IDC sẽ bắt đầu ghi nhận phục hồi trở lại kể từ Q2/25, bắt đầu được thúc đẩy bởi việc ghi nhận khoảng 880 tỷ doanh thu chưa thực hiện từ KCN Phú Mỹ II – số dư này đã được vốn hóa trong Q2-3/24. Chúng tôi ước tính rằng lượng

doanh thu sẵn sàng được ghi nhận từ KCN Phú Mỹ II trên thực tế có thể lớn hơn 880 tỷ đồng. Kể từ Q3/23, chúng tôi nhận thấy có khoảng 73 ha (~2,200 tỷ) đã được cam kết, nhưng chỉ 23 ha được bàn giao trong cùng giai đoạn (xem bảng 3). Trong đó, phần lớn diện tích này liên quan đến hai hợp đồng thuê đất với **Hyosung** với 2 dự án nhà máy sợi carbon. Trong tháng 5 vừa qua, Chính phủ đã chính thức cấp chủ trương đầu tư – bao gồm cả dự án mới lẫn mở rộng – cho bảy dự án thuê đất IDC tại các KCN tại Bà Rịa-Vũng Tàu; trong đó có dự án sợi carbon thứ hai của Hyosung Vina công suất 21.600 tấn/năm tại KCN Phú Mỹ II (tổng vốn 720 triệu USD) liên quan đến phần diện tích cho thuê chúng tôi có đề cập. Đây là dự án tiếp nối dự án 560 triệu USD được cấp phép tháng 6/2023 và đã ghi nhận doanh thu trước đó. Hiện tại cả hai dự án đang trong quá trình xây dựng giai đoạn 1. Chúng tôi cho rằng, việc Hyosung nhận được giấy phép đầu tư là một trong những điều kiện cần để IDC có thể “hợp thức hóa” phần doanh thu đã vốn hóa lên BCKQKD, cũng như tiến tới việc ghi nhận toàn bộ doanh thu cho phần diện tích cho thuê khi Hyosung hoàn tất triển khai toàn bộ giai đoạn của các dự án trên.

Bảng 4. Ước tính có khoảng 908 tỷ doanh thu đã vốn hóa sẽ được chuyển sang ghi nhận lên BCKQKD đến Q1/26

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Thay đổi doanh thu vốn hóa (QoQ)	578	-604	34	-127	-159	559	246	-146	218
Nhơn Trạch 5	14	-5	-5	-5	16	-6	-5	-5	15
Phú Mỹ II	17	-14	-48	323	-262	529	326	-44	19
Phú Mỹ II mở rộng	85	29	-13	-206	35	-42	-14	6	92
Hựu Thạnh	366	-146	95	-80	-134	194	-134	64	-71
Cầu Nghìn	0	12	-12	-26	112	-98	-4	-10	2
Mỹ Xuân B1	-5	-5	27	-17	-18	7	119	-119	61
Quế Võ II	22	-445	20	-85	10	-3	-7	-2	19
Kim Hoa	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	0
Nhơn Trạch 1	48	-18	-19	-19	43	-8	-22	-22	50
Mỹ Xuân A	30	-10	-10	-10	39	-14	-13	-12	31
Thay đổi số dư ngắn hạn	157	-91	-27	449	-163	624	231	-208	262
Thay đổi số dư dài hạn	421	-513	61	-576	4	-65	15	62	-44

Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Quỹ đất lớn đảm bảo cho tăng trưởng dài hạn

Bảng 5. Trong tháng 3, IDC đã nhận được chủ trương đầu tư tại KCN Phú Long – dự kiến thương mại trong Q1/26

Dự án	Thời hạn	Vị trí	Sở hữu (%)	Tổng DT công nghiệp (ha)	DT thương phẩm (ha)	DT còn lại (ha)	DT lắp đầy (ha)	Tỷ lệ lắp đầy	Giá thuê
KCN đã lắp đầy				1,271	949	0	949		
Nhơn Trạch 1	2048	Đồng Nai	100%	382	284	0	285	100%	
Nhơn Trạch 5	2053	Đồng Nai	100%	309	229	0	229	100%	
Kim Hoa	2053	Vĩnh Phúc	100%	50	46	0	45	100%	
Mỹ Xuân B1	2062	BR-VT	51%	227	160	0	160	100%	
Mỹ Xuân A	2052	BR-VT	100%	302	229	0	229	100%	
KCN đang cho thuê				3,222	2,303	1,393	911	40%	
Phú Mỹ II	2055	BR-VT	100%	621	443	46	397	90%	\$137/m ²
Phú Mỹ II mở rộng	2058	BR-VT	100%	401	276	96	181	66%	\$138/m ²
Hựu Thạnh	2069	Long An	100%	524	395	236	159	40%	\$168/m ²
Quế Võ II – giai đoạn 1	2057	Bắc Ninh	54.94%	270	177	58	119	67%	\$150/m ²
Cầu Ngàn	2062	Thái Bình	100%	184	103	48	55	53%	\$93/m ²
Tân Phước I	2074	Tiền Giang	65%	470	363	363	0	N/A	N/A
Mỹ Xuân B1 mở rộng	2074	BR-VT	51%	110	83	83	0	N/A	N/A
Vinh Quang	2075	Hải Phòng	99.99%	226	162	162	0	N/A	N/A
Phú Long	2075	Ninh Bình	75%	416	301	301	0	N/A	N/A
Pipeline IPs				1,377	0	0	0		
Quế Võ II – giai đoạn 2	2057	Bắc Ninh	51%	277					
4 KCN (1 miền Trung, và 3 miền Nam)				1,100					

Source: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

*Dự liệu tính đến hết Q1/25

Mặc dù khối lượng bàn giao có phần chững lại, tuy giá chào thuê cho thấy xu hướng tăng trưởng mạnh so với CK – sự tăng giá này phần nào hàm ý vào nhu cầu FDI vẫn tiếp tục xem Việt Nam là điểm đến ưu tiên. Trong đó, giá giao dịch tại KCN Hựu Thạnh, Quế Võ II và Cầu Ngàn được ghi nhận đã vọt lên khoảng 10% CK trong năm 2024. Trong khi đó, giá tại Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng cũng lần đầu tiên chứng kiến mức tăng 5–6% CK, sau thời gian dài gần như đi ngang trong giai đoạn 2022–23. Chúng tôi cho rằng sự tăng giá này sẽ mở rộng đáng kể biên lợi nhuận của hoạt động cho thuê KCN, phần lớn các khu này đã hoàn thành giải phóng mặt bằng.

Định giá và dự phóng

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận ròng FY25-26 5.7-17.3%

Dự báo được điều chỉnh trên cơ sở thuế quan

Do phải đối mặt với những thách thức ngắn hạn đến từ vấn đề thuế quan, chúng tôi hạ triển vọng lợi nhuận ròng năm 2025 và 2026 lần lượt 5.7% và 17.3%, xuống còn 2,220 tỷ (+11.2% CK) và 2,551 tỷ VND (+14.7% CK). Việc điều chỉnh chủ yếu do chúng tôi đánh giá lượng bàn giao đất KCN thấp hơn dự kiến ban so với kịch bản ban đầu – giảm 10 ha trong 2025 và 27 ha trong 2026, phần lớn tại KCN Phú Mỹ II mở rộng và KCN Hữu Thạnh. Theo đó, doanh thu KCN cũng được điều chỉnh giảm 2.7% cho 2025F và 12.4% cho 2026F, sau khi đã điều cập nhật tác động tăng giá.

Trong khi đó, mảng năng lượng được điều chỉnh tăng 3% cho năm 2025 và 2.4% cho năm 2026, nhờ việc lượng hóa tác động khung giá điện mới của EVN với mức tăng 4.8% CK – giá mới được áp dụng từ T5/2025. Việc điều chỉnh này phần nào nhằm bù đắp nhu cầu suy giảm sản lượng từ nhóm khách hàng công nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp dệt may – vốn chịu ảnh hưởng trực tiếp của sự biến động thuế quan, hoạt động tại các KCN Nhơn Trạch.

Bảng 6. Tóm tắt điều chỉnh dự phóng

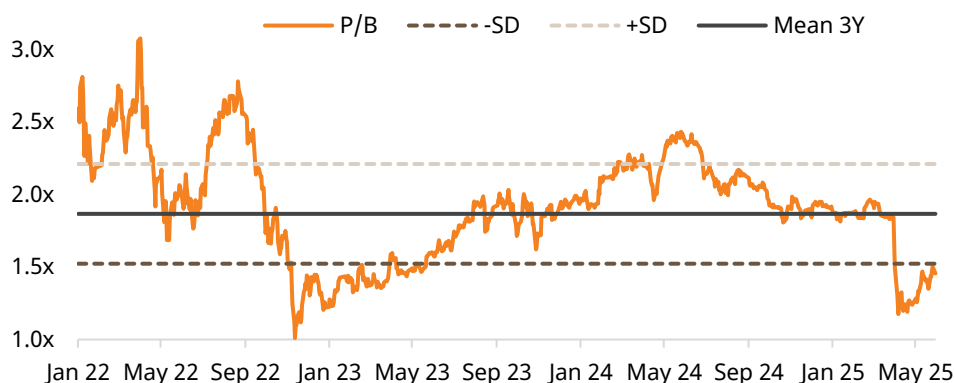
			Trước đó		Mới		Điều chỉnh		So CK	
	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Doanh thu	7,237	8,846	8,865	10,408	8,851	9,782	-0.2%	-6.0%	0.1%	10.5%
KCN	2,898	3,516	4,227	5,662	4,115	4,958	-2.7%	-12.4%	17.0%	20.5%
Năng lượng	2,924	3,373	3,247	3,279	3,346	3,358	3.0%	2.4%	-0.8%	0.3%
Lợi nhuận gộp	2,423	3,337	3,605	4,427	3,489	3,936	-3.2%	-11.1%	4.5%	12.8%
EBIT	2,061	2,939	3,193	3,987	3,077	3,496	-3.6%	-12.3%	4.7%	13.6%
Lợi nhuận ròng	1,394	1,996	2,358	3,083	2,220	2,545	-5.9%	-17.4%	11.2%	14.7%
Diện tích bàn giao	106	151	119	156	109	129	-8.5%	-17.4%	-27.9%	18.4%

Source: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Định giá RNAV giảm về mức 53,800 đồng, nhưng vẫn duy trì hấp dẫn

Lưu ý rằng, IDC là một trong những cổ phiếu chịu thiệt hại nặng nề nhất trong sự kiện đợt bán tháo hồi đầu tháng 4, khi giá cổ phiếu giảm tới 40%. Mặc dù VNIndex đã lấy lại hoàn toàn điểm số sau sự kiện này, IDC mới chỉ hồi phục được khoảng một nửa mức giảm. Điều này vô tình tạo nên mức định giá hấp dẫn cho IDC trong bối cảnh hiện tại.

Bảng 7. IDC hiện đang chiết khấu 22.9% và 23.9% so với RNAV và trung bình 3 năm P/B



Nguồn: IDC, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng công ty IDICO - CTCP

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Tóm tắt)

(VNDbn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,237	8,846	8,851	9,782
Giá vốn hàng bán	4,814	5,509	5,362	5,847
Lợi nhuận gộp	2,423	3,337	3,489	3,936
Chi phí hoạt động (SG&A)	362	398	412	439
Lợi nhuận HĐKD (điều chỉnh)	2,061	2,939	3,077	3,496
Lợi nhuận HĐKD	2,061	2,939	3,077	3,496
Lợi nhuận khác (gồm HĐTC)	-4	54	54	6
Lợi nhuận ròng tài chính	33	32	52	5
Lãi (lỗ) từ CT liên doanh, liên kết	1	2	1	1
Thu nhập ròng khác	-38	20	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2,057	2,993	3,130	3,503
Thuế TNDN	401	601	621	695
Thu nhập từ HĐKD liên tục	1,656	2,392	2,509	2,808
Thu nhập từ HĐ ngừng KD	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	1,656	2,392	2,509	2,808
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,394	1,996	2,220	2,545
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	262	396	289	262
Tổng thu nhập toàn diện	1,656	2,392	2,509	2,808
Phần thu nhập cổ đông mẹ	1,394	1,996	2,220	2,545
Phần thu nhập cổ đông thiểu số	262	396	289	262
EBITDA	3,102	4,482	4,365	4,946
Biên EBITDA (%)	42.9	50.7	49.3	50.6
Biên LNHHKD (%)	28.5	33.2	34.8	35.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	19.3	22.6	25.1	26.0

Bảng Lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

(VNDbn)	2023	2024	2025F	2026F
Dòng tiền thuần HĐKD	2,735	4,085	1,641	4,146
Lợi nhuận sau thuế	1,517	2,432	2,220	2,545
Các chi phí không dùng tiền	662	1,246	1,207	1,396
Trong đó: Khấu hao	857	1,353	1,089	1,239
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	162	212	-122	-93
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-223	-113	3	-130
(Tăng)/giảm tài sản khác	49	40	-431	349
Tăng/(giảm) khoản phải trả	568	267	85	35
Tăng/(giảm) nợ phải trả khác	0	0	-1,320	43
Dòng tiền thuần HĐĐT	-1,111	-1,476	-982	-1,011
Thanh lý/(đầu tư) TSCĐ	-961	-790	-1,085	-1,114
Lãi/(lỗ) từ HĐĐT	-366	-844	0	0
Khác	217	159	104	104
Dòng tiền thuần HĐTC	-1,377	-1,755	-1,886	-1,471
Tiền thu/(thoanh toán) nợ vay	155	-386	-132	-47
Tiền trả cổ tức	-1,532	-1,556	-1,754	-1,424
Khác	1	188	0	0
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	247	854	-1,226	1,665
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	1,087	1,334	2,188	962
Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ	1,334	2,188	962	2,627

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Bảng Cân đối kế toán (Tóm tắt)

(tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	6,018	7,422	6,746	8,284
Tiền và tương đương tiền	2,243	4,453	3,226	4,891
Khoản phải thu	769	672	794	887
Hàng tồn kho	1,299	1,401	1,398	1,528
Tài sản ngắn hạn khác	1,706	897	1,328	978
Tài sản dài hạn	11,703	11,378	11,376	11,253
Tài sản cố định hữu hình	3,221	3,069	2,973	2,893
Tài sản cố định vô hình	6,151	2,539	2,889	3,089
Tài sản dài hạn khác	2,330	5,770	5,514	5,271
Tổng tài sản	17,720	18,800	18,122	19,536
Nợ ngắn hạn	3,326	3,389	3,329	3,407
Khoản phải trả	1,237	1,195	1,292	1,363
Vay ngắn hạn	938	1,144	1,015	929
Nợ ngắn hạn khác	1,151	1,051	1,023	1,115
Nợ dài hạn	8,190	8,204	6,896	6,849
Vay dài hạn	2,585	1,992	1,989	2,028
Nợ dài hạn khác	5,605	6,211	4,907	4,821
Nợ phải trả	11,516	11,593	10,225	10,256
Vốn góp vốn chủ sở hữu	4,973	5,616	6,185	7,411
Vốn góp	3,300	3,300	3,300	3,300
Lợi nhuận chưa phân phối	874	1,478	2,047	3,273
Vốn khác	799	838	838	838
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,232	1,592	1,711	1,870
Vốn chủ sở hữu	6,205	7,208	7,896	9,280

Dự phóng/Định giá

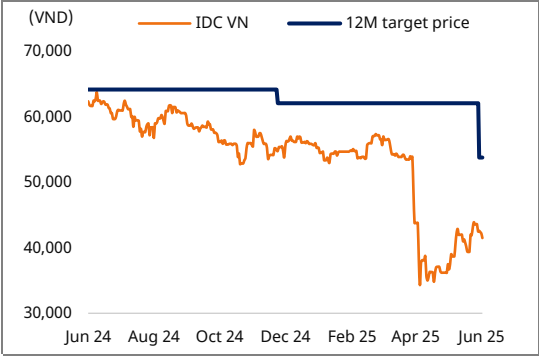
	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	11.5	8.9	6.3	5.5
P/B (x)	1.9	1.8	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	6.0	4.0	3.5	2.8
EPS	4,223	6,049	6,730	7,721
BPS (adj.)	26,194	29,202	18,747	22,469
DPS	4,000	4,000	5,000	4,000
Lợi suất cổ tức (%)	8.2	7.4	11.7	9.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3.3	22.2	0.1	10.5
Tăng trưởng EBITDA (%)	-19.3	44.5	-2.6	13.3
Tăng trưởng LNHHKD (%)	-24.4	42.6	4.7	13.6
Tăng trưởng EPS (%)	-24.7	43.2	11.3	14.7
Vòng quay phải thu (x)	11.1	12.3	12.1	11.6
Vòng quay HTK (x)	4.0	4.1	3.8	4.0
Vòng quay phải trả (x)	14.7	17.9	15.6	14.5
Vòng quay tổng tài sản (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROA (%)	9.5	13.1	13.6	14.9
ROE (%)	26.9	35.7	33.2	32.7
Nợ ròng/Tổng vốn chủ (%)	-20.6	18.3	3.6	21.6
Nợ ròng/Tổng tài sản (%)	19.9	16.7	16.6	15.1
Tỷ lệ bao phủ nợ (x)	16.8	34.4	29.9	24.2

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
Tổng công ty IDICO - CTCP	08/10/2023	Tăng Tỷ Trọng	53,000
Tổng công ty IDICO - CTCP	08/16/2024	Tăng Tỷ Trọng	64,200
Tổng công ty IDICO - CTCP	11/06/2024	Tăng Tỷ Trọng	64,200
Tổng công ty IDICO - CTCP	11/28/2024	Tăng Tỷ Trọng	62,100
Tổng công ty IDICO - CTCP	06/03/2025	Mua	53,800



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được tin cậy và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính đúng đắn, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắc đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336