

## Tổng Công ty IDICO (HNX: IDC)

### Tín hiệu tích cực từ đàm phán thương mại

- Trường hợp kết quả đàm phán thuế quan không thay đổi so với công bố hiện tại, hàng hoá Việt Nam xuất sang Mỹ sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn so với các nước khác trong khu vực, nhờ đó, thị trường BĐS KCN sẽ tích cực trở lại;
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2025 giảm 19% svck do nhu cầu thuê đất KCN chững lại. Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng tăng trưởng trở lại nhờ lợi thế về thuế suất Việt Nam đàm phán được;
- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang KHẢ QUAN cho cổ phiếu IDC do giá giảm về vùng giá hấp dẫn và giữ nguyên giá mục tiêu là 55,500 đồng/CP.

### Áp lực từ chính sách thuế quan mới của Mỹ giảm bớt

Tổng thống Mỹ gần đây đã công bố Mỹ sẽ áp mức thuế cho hàng hoá nhập khẩu 100% từ Việt Nam là 20% và hàng hoá trung chuyển qua nước thứ ba là 40%. Mặc dù đây chưa phải là mức thuế cuối cùng nhưng cũng là tín hiệu tích cực cho ngành BĐS KCN. Nửa đầu 2025, ngành BĐS KCN chịu tác động tiêu cực do nhà đầu tư có xu hướng “chờ đợi và quan sát” kết quả đàm phán. Từ nửa sau 2025, chúng tôi kỳ vọng ngành này sẽ tích cực trở lại nhờ lợi thế về thuế suất Việt Nam đàm phán được. Do đó, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đạt 80/110 ha và doanh thu KCN tăng trưởng -11%/+26% svck trong năm 2025-26 (giảm 13%/15% so với báo cáo trước).

### Dự phóng LN ròng năm 2026 tăng trưởng trở lại

Năm 2025-26, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu đi 6%/7% do giảm dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN đi 13%/15% so với báo cáo trước. Sau điều chỉnh, doanh thu năm 2025-26 thay đổi -5%/+11% svck. Chúng tôi giảm dự phóng LN ròng đi 11%/10% so với dự phóng trước. LN ròng sau điều chỉnh năm 2025, tương đương kế hoạch của công ty, giảm 19% svck; sau đó tăng trưởng 7% svck trong năm 2026. Quỹ đất KCN mới được phê duyệt (1,200 ha) sẽ tạo động lực cho phát triển của công ty khi giai đoạn tăng trưởng của ngành quay trở lại.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 55,500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi chuyển khuyến nghị sang KHẢ QUAN do giá cổ phiếu giảm sâu so với giá trị tài sản của công ty. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu so với báo cáo trước do mức giảm định giá của các KCN hiện hữu được bù đắp bởi các KCN mới được phê duyệt. Luận điểm đầu tư: (1) Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam đàm phán được mức thuế suất có lợi hơn so với các nước cạnh tranh, qua đó triển vọng ngành BĐS KCN tích cực trở lại (2) Quỹ đất KCN mở rộng thêm 1,200 ha đảm bảo cho phát triển trong trung hạn (3) Chính sách trả cổ tức cao bằng tiền 30-40%, tương đương tỷ suất cổ tức đạt 6.5-8.5%/năm.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,237	8,846	8,434	9,322
LN ròng	1,394	1,996	1,618	1,724
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.3%	22.2%	-4.7%	10.5%
Tăng trưởng LN ròng	-21.2%	43.2%	-18.9%	6.6%
Biên LN gộp	33.5%	37.7%	34.7%	33.1%
Biên EBITDA	42.8%	50.6%	42.4%	39.4%
ROAE	28.1%	37.7%	27.3%	26.9%
ROAA	8.0%	10.9%	8.4%	8.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,223	6,049	4,903	5,225
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,069	17,018	18,865	20,031

(Nguồn: IDC, MBS Research)

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 55,500

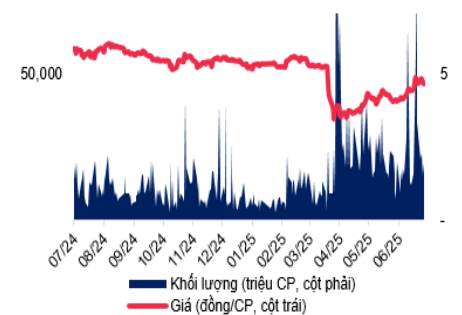
So với giá thị trường

+20.2%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm LN ròng năm 2025-26 đi 11%/10% so với dự phóng trước

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	46,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	59,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,300
Vốn hóa (tỷ VND)	15,246
P/E (TTM)	9.3
P/B	2.8
Tỷ suất cổ tức (%)	8.7%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	19.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn SSG	22.5%
Bách Việt	11.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



### Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

## Tổng Công ty IDICO

### Luận điểm đầu tư & khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Tổng thống Mỹ mới đây đã công bố Mỹ sẽ áp mức thuế cho hàng hoá nhập khẩu 100% từ Việt Nam là 20% và hàng hoá trung chuyển qua nước thứ ba là 40%. Mặc dù các nước khác đang trong quá trình đàm phán nhưng nếu kết quả không thay đổi thì hàng hoá Việt Nam xuất sang Mỹ sẽ có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng ngành BĐS KCN tích cực trở lại vào cuối năm nay.
- Từ năm 2024 đến nay, IDC được phê duyệt thêm 4 KCN mới gồm Tân Phước 1, Vinh Quang giai đoạn 1, Phú Long và Mỹ Xuân B1 mở rộng. Qua đó, quỹ đất KCN tăng thêm 1,200 ha, đây là nền tảng vững chắc cho tăng trưởng trung hạn của công ty.
- Chính sách trả cổ tức cao bằng tiền 30-40%, tương đương tỷ suất cổ tức đạt 6.5-8.5%/năm.

#### Rủi ro đầu tư

- Rủi ro từ chính sách thuế quan bất ổn của Mỹ khiến nhu cầu thuê đất KCN giảm sút;
- Rủi ro chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ năm 2025, giá đền bù áp dụng theo cơ chế giá thị trường, khiến chi phí tăng;
- Vướng mắc pháp lý kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ, tăng chi phí, giảm hiệu quả của các dự án KCN.

#### Định giá

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu là **55,500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 26.7% (bao gồm tỷ suất cổ tức 6.5%).

Hình 1: Định giá cổ phiếu IDC

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về IDC	Phương pháp	Ghi chú
<b>BĐS KCN</b>			<b>13,777</b>	<b>DCF</b>	Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với mức WACC là 14.1% và giảm tăng trưởng giá thuê từ 5% xuống 0% để phản ánh rủi ro từ chính sách thuế quan mới của Mỹ làm giảm nhu cầu thuê đất. Chúng tôi bổ sung định giá của hai KCN mới Vinh Quang và Phú Long được phê duyệt trong nửa đầu năm 2025.
Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng	100%	5,820	5,820		
Cầu Nghìn	100%	663	663		
Hựu Thạnh	100%	3,930	3,930		
Quế Võ 2	55%	1,040	571		
Tân Phước 1	65%	1,606	1,044		
Mỹ Xuân B1 mở rộng	51%	656	334		
Vinh Quang	100%	774	774		
Phú Long	75%	855	641		
<b>BĐS nhà ở</b>			<b>1,829</b>	<b>BV</b>	
<b>Năng lượng</b>			<b>2,179</b>	<b>DCF</b>	

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về IDC	Phương pháp	Ghi chú
Srok Phu Mieng	51%	836	426		
Đrăk Mi 3	100%	1,299	1,299		
Trạm biến áp 110/22 kV	67%	677	453		
<b>BOT</b>			<b>219</b>	<b>DCF</b>	
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>18,004</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền			2,293		
(+) Đầu tư ngắn và dài hạn			3,108		
(-) Nợ vay			3,413		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			1,666		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>18,326</b>		
Số lượng cổ phiếu			329,999,929		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>			<b>55,500</b>		

(Nguồn: MBS Research)

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	68,000	72,400	Trung lập	70,380	32.2	41.9	3.6	3.4	11.5	8.3	3.9	2.8
Kính Bắc	KBC	27,500	35,100	Khả quan	21,109	55.3	30.4	1.2	1.7	2.1	5.2	1.0	2.3
IDICO	IDC	46,200	55,500	Khả quan	15,246	7.6	9.4	2.7	2.4	38	27	11	8
Sonadezi Châu Đức	SZC	36,600	39,300	Trung lập	6,587	21.8	22.3	2.1	2.0	12.5	9.3	4.0	3.5
<b>Trung bình ngành</b>						<b>29.2</b>	<b>26.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>16.0</b>	<b>12.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>

(Nguồn: Fiinpro, MBS Research)

## Tổng hợp KQKD Q1/25

### Q1/25 doanh thu và LN ròng lần lượt giảm 27% và 51% svck

Hình 3: KQKD Q1/25 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q1/25	svck (%)	So với dự phóng 2025	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>1,793</b>	<b>-27%</b>	<b>20%</b>	
- KCN	467	-61%	13%	Q1/25, diện tích cho thuê đạt 11 ha, chủ yếu tại KCN Quế Võ 2, Cầu Ngàn và Hữu Thạnh (thấp hơn 67% so với Q1/24). Doanh thu cho thuê đất KCN giảm 61% svck, trong đó doanh thu ghi nhận một lần giảm 67% svck và doanh thu phân bổ hàng năm tăng 7% svck.
- Điện	816	19%	22%	
Điện sản xuất	94	44%	14%	Sản lượng điện sản xuất đạt 87 triệu kWh (+38% svck), trong đó sản lượng điện tại Srok Phu Miêng và Đrăk Mi 3 lần lượt đạt 23 và 63 triệu kWh. Sản lượng thủy điện tăng cao do điều kiện thủy văn thuận lợi trong giai đoạn La Nina.
Điện phân phối	722	16%	23%	Sản lượng điện phân phối đạt 379 triệu kWh (+10% svck) nhờ đưa vào vận hành trạm biến áp Hữu Thạnh GD 1 (63 MVA).
- BĐS	182	-35%	35%	Doanh thu BĐS đến từ bàn giao nhà tại dự án Bắc Châu Giang. Doanh thu BĐS Q1/25 giảm 35% svck do kỳ trước công ty ghi nhận doanh thu lớn từ chuyển nhượng đất cho Aeon.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>551</b>	<b>-50%</b>	<b>17%</b>	
Biên LNG	31%	-14 điểm%	-5 điểm%	
- KCN	57%	-9 điểm%	-2 điểm%	Biên LNG giảm do KCN Hữu Thạnh (chiếm 60% LNG trong kỳ) đạt biên LNG 55%, thấp hơn so với biên LNG của Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng.
- Điện	9%	4 điểm%	-1 điểm%	
Điện sản xuất	49%	21 điểm%	8 điểm%	Biên LNG tăng do điều kiện thủy văn thuận lợi.
Điện phân phối	3%	1 điểm%	1 điểm%	Biên LNG duy trì ổn định ở mức 3%.
- BĐS	54%	-7 điểm%	-16 điểm%	
Chi phí quản trị & bán hàng	102	10%	21%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	6%	2 điểm%	0%	
Doanh thu tài chính	65	110%	25%	Doanh thu tài chính tăng nhờ lãi tiền gửi và cho vay tăng 111% svck.
Chi phí tài chính	39	12%	20%	
LNTT	521	-48%	19%	
<b>LN ròng</b>	<b>343</b>	<b>-51%</b>	<b>19%</b>	Q1/25, LN ròng giảm 51% svck, đạt 19% dự phóng của chúng tôi.

(Nguồn: IDC, MBS Research)

## Điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng 2025-26 đi 11%/10% do tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ

Hình 4: Dự phóng KQKD 2025-26

Các tiêu chí KQKD	2024	2025	svck (%)	Thay đổi	2026	svck (%)	Thay đổi	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>8,846</b>	<b>8,434</b>	<b>-5%</b>	<b>-6%</b>	<b>9,322</b>	<b>11%</b>	<b>-7%</b>	
- KCN	3,516	3,118	-11%	-13%	3,941	26%	-15%	Chúng tôi giảm dự phóng diện tích đất bàn giao trong năm 2025-26 từ 91/111 ha xuống 80/101 ha và giảm tăng trưởng giá thuê đất KCN hàng năm xuống 0% để phản ánh tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ khiến nhu cầu thuê đất chững lại.
- Điện	3,373	3,757	11%	-1%	4,055	8%	-1%	
Điện sản xuất	445	619	39%	-4%	556	-10%	-5%	Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng doanh thu điện sản xuất do pha La Nina ngắn hơn thông thường.
Điện phân phối	2,928	3,138	7%	0%	3,500	12%	0%	Giữ nguyên theo dự phóng trước
- BĐS	532	520	-2%	0%	278	-47%	-6%	Doanh thu BĐS năm 2025 đến từ bàn giao nhà tại dự án Bắc Châu Giang GD2. Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng công ty mở bán dự án NOCN tại các KCN.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,337</b>	<b>2,930</b>	<b>-12%</b>	<b>-9%</b>	<b>3,088</b>	<b>5%</b>	<b>-12%</b>	
- KCN	2,237	1,801	-20%	-16%	2,282	27%	-13%	
- Điện	319	416	30%	19%	394	-5%	18%	
Điện sản xuất	229	320	40%	21%	287	-10%	20%	
Điện phân phối	90	96	7%	12%	107	12%	12%	
- BĐS	380	364	-4%	0%	111	-69%	-48%	
<b>Biên LNG</b>	<b>38%</b>	<b>35%</b>	<b>-3 điểm%</b>	<b>-1 điểm%</b>	<b>33%</b>	<b>-2 điểm%</b>	<b>-2 điểm%</b>	
- KCN	64%	58%	-6 điểm%	-2 điểm%	58%	0 điểm%	1 điểm%	
- Điện	9%	11%	2 điểm%	2 điểm%	10%	-1 điểm%	2 điểm%	
Điện sản xuất	52%	52%	0 điểm%	11 điểm%	52%	0 điểm%	11 điểm%	Chúng tôi tăng dự phóng biên LNG do nhà máy thủy điện Đăk Mi 3 hoạt động tốt hơn dự kiến của chúng tôi.
Điện phân phối	3%	3%	0 điểm%	0 điểm%	3%	0 điểm%	0 điểm%	Biên LNG mảng điện phân phối duy trì ở mức 3%
- BĐS	71%	70%	-1 điểm%	0 điểm%	40%	-30 điểm%	-32 điểm%	Biên LNG năm 2026 giảm mạnh do biên LNG dự án NOCN thấp hơn nhiều so với biên LNG các loại hình kinh doanh BĐS khác.
Chi phí quản trị & bán hàng	398	458	15%	-7%	502	10%	-10%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	4%	5%	1 điểm%	0 điểm%	5%	0 điểm%	0 điểm%	Tỷ lệ duy trì ổn định ở mức 5%
Doanh thu tài chính	168	262	56%	1%	258	-1%	7%	
Chi phí tài chính	136	180	32%	-7%	169	-6%	-8%	
LNTT	2,993	2,547	-15%	-9%	2,651	4%	-11%	
<b>LN ròng</b>	<b>1,996</b>	<b>1,618</b>	<b>-19%</b>	<b>-11%</b>	<b>1,724</b>	<b>7%</b>	<b>-10%</b>	Chúng tôi giảm dự phóng LN ròng năm 2025-26 đi 11%/10% so với dự phóng trước do hoạt động cho thuê đất KCN giảm.

(Nguồn: IDC, MBS Research)

## Màng KCN: Áp lực từ chính sách thuế quan mới của Mỹ giảm bớt

Tổng thống Mỹ mới đây đã công bố Mỹ sẽ áp mức thuế cho hàng hoá nhập khẩu 100% từ Việt Nam là 20% và hàng hoá trung chuyển qua nước thứ ba là 40%. Đổi lại, Việt Nam sẽ miễn thuế nhập khẩu với hàng hoá từ Mỹ, đặc biệt là xe SUV. Đây là mức thuế nhập khẩu thấp hơn nhiều so với trước đây là 46% và thấp hơn so với một số nước cạnh tranh trong khu vực là Thái Lan, Indonesia, Malaysia (theo thông tin thuế được công bố ngày 07/07/2025). Nhưng đây chưa phải là mức thuế cuối cùng, nhiều nước vẫn đang trong quá trình thương lượng tiếp với mức thuế thấp hơn (thời gian đàm phán được lùi đến ngày 01/08/2025). Chúng tôi cho rằng hiện còn khá sớm để đánh giá tác động từ chính sách thuế quan mới của Mỹ bởi các doanh nghiệp FDI đang “quan sát và chờ đợi” không chỉ kết quả đàm phán thương mại giữa Việt Nam và Mỹ mà còn chính sách thuế quan giữa Mỹ và các đối thủ cạnh tranh của Việt Nam trong khu vực.

Trước chính sách thuế quan mới của Mỹ, công ty đã làm việc với khách hàng (KH) và đánh giá tác động trên 4 đối tượng: (1) Đối với KH đã đầu tư, 100% KH tiếp tục hoạt động (2) Đối với KH đang đầu tư xây dựng, KH cho biết tiếp tục hợp đồng (3) Đối với KH đã ký MOU, 10-15% KH giãn thời gian triển khai để chờ kết quả đàm phán thương mại (4) Đối với KH đang đàm phán hợp đồng, 70-80% KH cam kết tiếp tục đàm phán, các KH còn lại gặp vướng mắc hoặc tạm hoãn. BLĐ công ty dự kiến giá thuê đất KCN năm 2025 sẽ giữ ổn định như năm 2024.

Hình 5: Dự án KCN đang triển khai

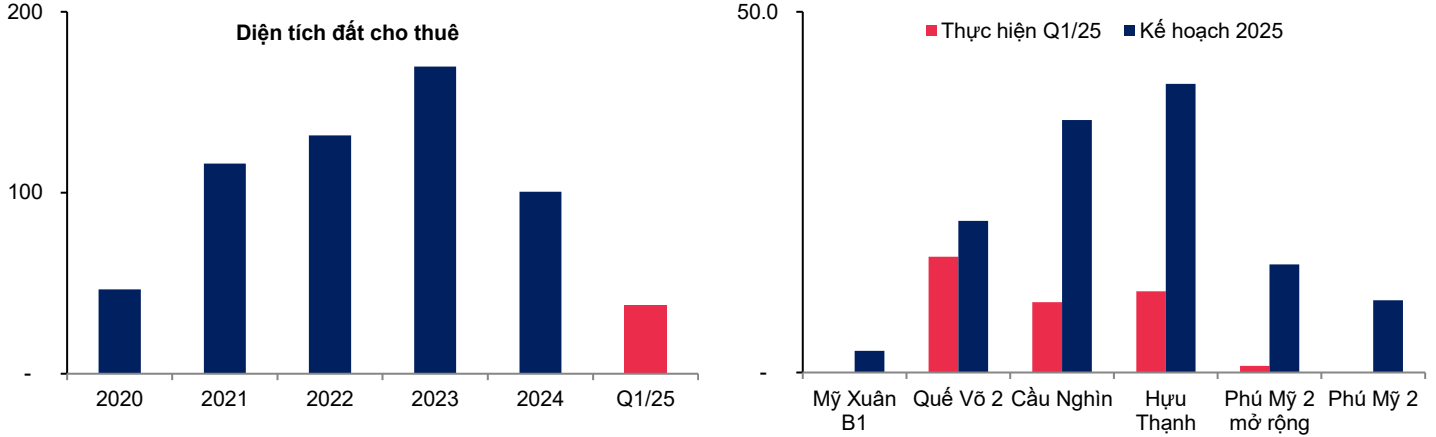
KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2025F			2026F		
						Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu
Phú Mỹ 2	BRVT	100%	621	443	90%	137	10	363	137	15	556
Phú Mỹ 2 MR	BRVT	100%	398	273	65%	139	15	553	139	18	677
Cầu Ngàn	Thái Bình	100%	184	103	53%	93	10	247	93	13	327
Hựu Thạnh	Long An	100%	524	395	43%	168	25	1,114	168	30	1,363
Quê Võ 2	Bắc Ninh	55%	269	177	82%	150	20	796	150	10	406
Tân Phước 1	Tiền Giang	65%	470	363	0%	-	-	-	130	10	352
Mỹ Xuân B1 MR	BRVT	51%	110	83	0%	-	-	-	150	5	203
Vinh Quang	Hải Phòng	100%	226	163	0%	-	-	-	-	-	-
Phú Long	Ninh Bình	75%	415	301	0%	-	-	-	-	-	-

(Nguồn: IDC, MBS Research)

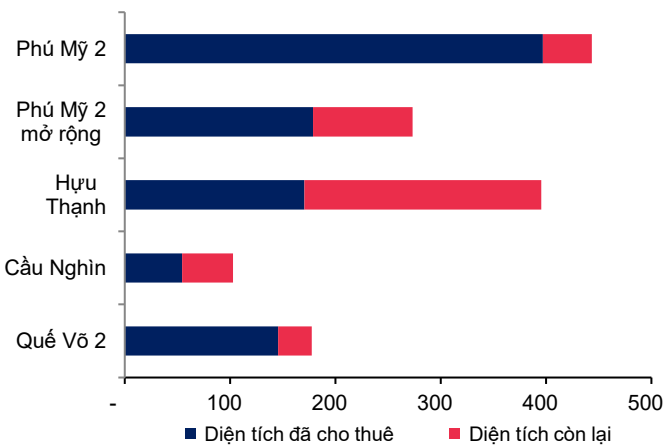
Theo kế hoạch năm 2025, công ty dự kiến cho thuê 124 ha đất tại các KCN hiện hữu, cao hơn 23% so với thực hiện năm 2024 (101 ha). Trước rủi ro từ chính sách thuế quan mới, nhà đầu tư có xu hướng “chờ đợi và quan sát”, chưa xây mới hay mở rộng sản xuất. Chúng tôi cho rằng kế hoạch cho thuê của công ty là khá thách thức. Qua đó, chúng tôi giảm dự phóng diện tích cho thuê đất KCN năm 2025 đi 11 ha, xuống 80 ha. Sang năm 2026, hai dự án KCN mới là Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng (đã được chấp thuận chủ trương đầu tư từ năm 2024) có thể bàn giao diện tích cho thuê đất là 10/5 ha, qua đó diện tích cho thuê đất KCN đạt 101 ha, giảm 10 ha so với dự phóng trước. Giá cho thuê năm 2025-26 giữ ổn định như năm 2024 do nhu cầu thuê đất chững lại. Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025-26 đạt 3,118 tỷ đồng (-11% svck)/3,941 tỷ đồng (+26% svck), giảm lần lượt 13/15% so với dự phóng trước.

Trong nửa đầu năm 2025, công ty đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư cho hai dự án KCN mới là Vinh Quang (226 ha) và Phú Long (415 ha). Công ty đang hoàn thiện hồ sơ pháp lý và tiến hành GPMB, chúng tôi kỳ vọng hai KCN mới này sẽ đem lại dòng tiền từ năm 2027.

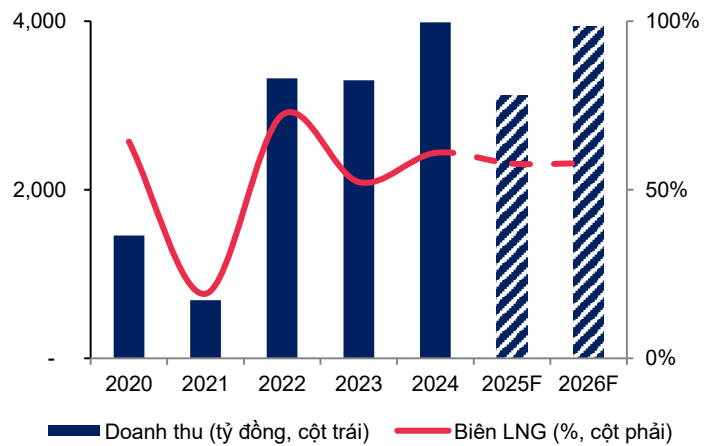
Hình 6: Tiến độ cho thuê đất tới cuối Q1/25



Hình 7: Diện tích đất cho thuê tại các KCN



Hình 8: Dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN



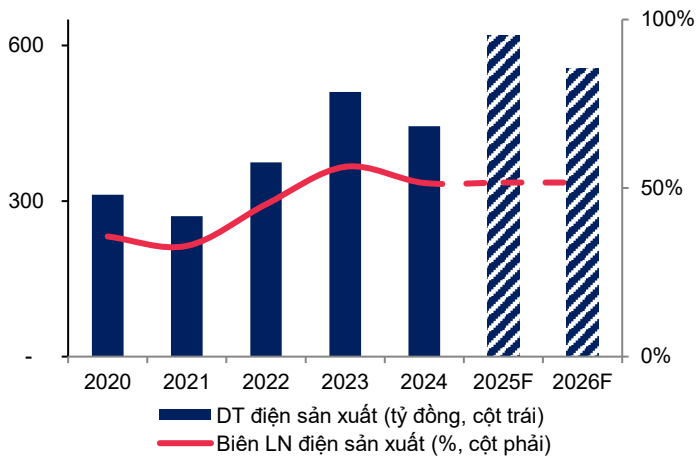
(Nguồn: IDC, MBS Research)

### Mảng năng lượng: Thời tiết chuyển sang pha trung tính

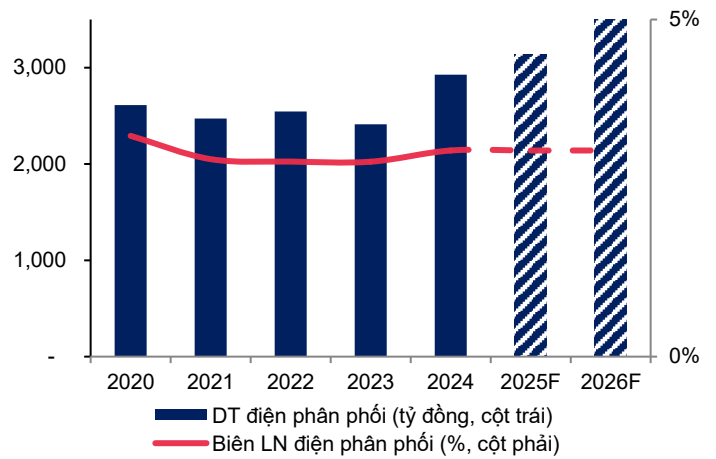
IDC sở hữu 02 dự án thủy điện Srok Phu Miêng (51 MW) và Đăk Mi 3 (63 MW). Nhờ hiện tượng La Nina hoạt động mạnh đầu năm, sản lượng điện sản xuất tăng 38% svck trong đó sản lượng điện tại Đăk Mi 3 tăng tới 58% svck. Hiện tượng này diễn ra tương đối ngắn, thay vào đó thời tiết chuyển sang giai đoạn trung tính có thể kéo dài cho tới đầu năm sau. Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng doanh thu điện sản xuất năm 2025-26 xuống 4%/5% so với dự phóng trước, đạt 619/556 tỷ đồng tăng trưởng lần lượt +39%/-10% svck.

Công ty đang vận hành 03 trạm biến áp (Tuy Hạ, Nhơn Trạch 5, Hựu Thạnh GD1) có tổng công suất 481 MVA. Theo kế hoạch, công ty sẽ triển khai tiếp trạm biến áp Hựu Thạnh GD2 trong năm nay, giúp tăng công suất lên 544 MVA. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu phân phối điện trong năm 2025-26 như báo cáo trước, lần lượt đạt 3,138/3,500 tỷ đồng tăng trưởng 7%/12% svck.

Hình 9: Điện sản xuất



Hình 10: Điện phân phối



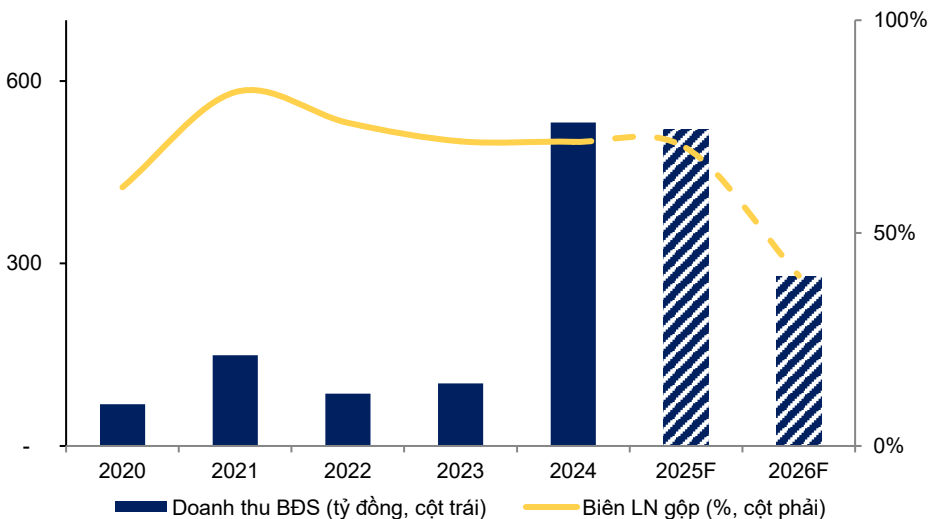
(Nguồn: IDC, MBS Research)

### Mảng BĐS nhà ở: Phát triển NOXH quanh các KCN

Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu BĐS năm 2025 nhờ bàn giao shophouse tại dự án Bắc Châu Giang GD2 và bàn giao 7,000 m2 đất còn lại tại dự án KDC Trung tâm mở rộng phường 6. Sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng công ty bàn giao nhà tại dự án NOCN KCN Nhơn Trạch, dự kiến khởi công trong Q3/25. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS đạt 520/278 tỷ đồng (-2%/-47% svck), giảm 0%/6% so với dự phóng trước.

Ngoài ra, công ty đang nghiên cứu đầu tư các dự án NOXH khác lân cận KCN như 60 ha khu vực KCN Tân Phước (30,000 căn), 10 ha khu vực KCN Vinh Quang (5,000 căn) và 14 ha khu vực KCN Phú Long (7,000 căn).

Hình 11: Dự phóng doanh thu BĐS



(Nguồn: IDC, MBS Research)



Hình 12: Cập nhật tiến độ triển khai dự án BĐS tới cuối Q1/25

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích dự án (ha)	Hiện trạng
Khu NOCN KCN Nhơn Trạch (GD1)	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	10.0	Đã có GPXD cho 2 block 9 tầng
Khu NOCN KCN Nhơn Trạch (GD2)	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	10.0	Nộp hồ sơ điều chỉnh quy hoạch 1/500
KDC, NOCN khu Hựu Thạnh	Long An	IDICO - LINCO	51%	47.1	Đã có quyết định bàn giao đất và đã có quyết định xác định nghĩa vụ tài chính cho GD1 (33.4 ha)
Khu TĐC Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước	Đồng Nai	IDICO - UDICO	66.9%	4.9	Đã nộp hồ sơ để điều chỉnh giấy phép đầu tư
NOXH Vĩnh Cửu	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	60.1	Nghiên cứu và đề xuất dự án đầu tư theo hướng "Khu nhà ở sinh thái"
Hoá An QL1K	Đồng Nai	IDICO - UDICO	66.9%	7.0	Đã GPMB 100%, đang điều chỉnh giấy phép đầu tư
KDC và Cao ốc 21 tầng An Hoà	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	3.9	Đang điều chỉnh quy hoạch xây dựng
Toà nhà văn phòng IDICO – INCO10	Cần Thơ	IDICO – INCO10	98%	0.5	Đang xây dựng
KDC Bắc Châu Giang	Hà Nam	IDICO - CONAC	51%	5.7	Đã bán hết GD 1&2
KDC Trung tâm mở rộng phường 6	Long An	IDICO - LINCO	51%	3.1	Đã chuyển nhượng cho AEON 1.7 ha, còn lại khoảng 7,000 m2 đang làm thủ tục chuyển đổi sang đất thương mại. Diện tích dân cư đã bán 12.7 ha, còn lại khoảng 1 ha.

(Nguồn: IDC)

### Kế hoạch kinh doanh năm 2025 gặp nhiều thách thức

Năm 2025, IDC đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 8,918 tỷ đồng (bằng 99% năm 2024), LNTT đạt 2,596 tỷ đồng (bằng 87% năm 2024), diện tích cho thuê đất KCN đạt 123.5 ha và diện tích cho thuê nhà xưởng đạt 33,291 m2. Công ty sẽ đẩy mạnh hoàn thiện pháp lý và thủ tục bồi thường GPMB tại 4 KCN mới. Ngoài ra, công ty tiếp tục nghiên cứu, triển khai thêm các KCN mới tại Ninh Bình, Cần Thơ. Dự phóng của chúng tôi tương đương với kế hoạch của công ty, LN ròng có thể giảm 19% svck. Trước rủi ro về thuế quan mới của Mỹ, công ty đang theo dõi tình hình đàm phán thương mại và tiến độ cho thuê đất để điều chỉnh kế hoạch phù hợp.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,237	8,846	8,434	9,322	LN trước thuế	2,057	2,993	2,547	2,651
Giá vốn hàng bán	(4,814)	(5,509)	(5,504)	(6,234)	Khấu hao	857	1,353	852	852
Lợi nhuận gộp	2,423	3,337	2,930	3,088	Thuế đã nộp	(401)	(601)	(705)	(693)
Chi phí quản lý DN	(247)	(275)	(297)	(356)	Các khoản điều chỉnh khác	(45)	(43)	(632)	203
Chi phí bán hàng	(115)	(123)	(161)	(146)	Thay đổi VLD	193	283	550	58
LN từ HKKD	2,061	2,939	2,472	2,586	<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>2,735</b>	<b>4,085</b>	<b>2,699</b>	<b>3,062</b>
EBITDA thuần	2,917	4,292	3,324	3,437	Đầu tư TSCĐ	(1,110)	(794)	(1,432)	(1,559)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2,061</b>	<b>2,939</b>	<b>2,472</b>	<b>2,586</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	148	4	-	-
Thu nhập lãi	221	168	262	258	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1,111)</b>	<b>(1,476)</b>	<b>(655)</b>	<b>(1,604)</b>
Chi phí tài chính	(189)	(136)	(180)	(169)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	188	0	-
Thu nhập ròng khác	(38)	20	26	21	Tiền vay ròng nhận được	155	(386)	(423)	(165)
TN từ các Cty LK & LD	1	2	(34)	(45)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,057</b>	<b>2,993</b>	<b>2,547</b>	<b>2,651</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,532)	(1,556)	(990)	(1,320)
Thuế TNDN	(401)	(601)	(705)	(693)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1,378)</b>	<b>(1,755)</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(1,485)</b>
Lợi nhuận sau thuế	<b>1,656</b>	<b>2,392</b>	<b>1,842</b>	<b>1,958</b>	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,087	1,334	2,188	2,820
Lợi ích cổ đông thiểu số	(262)	(396)	(224)	(234)	LC tiền thuần trong năm	246	854	632	(27)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,394</b>	<b>1,996</b>	<b>1,618</b>	<b>1,724</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,333</b>	<b>2,188</b>	<b>2,820</b>	<b>2,793</b>
Chi trả cổ tức	(1,320)	(1,320)	(990)	(1,320)	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Lợi nhuận giữ lại	74	676	628	404	Tăng trưởng doanh thu thuần	-3%	22%	-5%	11%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	Tăng trưởng EBITDA	-23%	47%	-23%	3%
Tiền và tương đương tiền	1,334	2,188	2,820	2,793	Tăng trưởng LN từ HKKD	-24%	43%	-16%	5%
Đầu tư ngắn hạn	910	2,264	1,455	1,543	Tăng trưởng LN trước thuế	-21%	46%	-15%	4%
Phải thu khách hàng	844	760	614	650	Tăng trưởng LN ròng	-21%	43%	-19%	7%
Hàng tồn kho	1,299	1,401	1,543	1,697	Tăng trưởng EPS	-25%	40%	-19%	7%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,018	7,422	7,225	7,520	Biên LN gộp	33%	38%	35%	33%
Tài sản cố định	3,107	2,957	2,929	2,917	Biên EBITDA	43%	51%	42%	39%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN ròng	19%	23%	19%	18%
BĐS đầu tư	6,151	2,539	2,688	2,901	ROAE	28%	38%	27%	27%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	8%	11%	8%	9%
Đầu tư vào công ty LD, LK	25	26	169	65	ROIC	14%	19%	15%	15%
Khoản đầu tư dài hạn khác	2,305	5,744	6,412	6,930	Vòng quay tài sản	42%	48%	44%	47%
Tổng tài sản dài hạn	11,703	11,378	12,309	12,922	Cổ tức chi trả/LN ròng	95%	66%	61%	77%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17,720</b>	<b>18,800</b>	<b>19,534</b>	<b>20,442</b>	Tổng nợ vay/VCSH	57%	44%	34%	29%
Vay & nợ ngắn hạn	938	1,144	989	1,053	Nợ vay ròng/VCSH	35%	13%	-1%	-3%
Phải trả người bán	314	302	312	314	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12%	5%	-1%	-1%
Phải trả ngắn hạn khác	2,735	3,088	2,963	3,432	Khả năng thanh toán lãi vay	11	23	14	15
Tổng nợ ngắn hạn	3,986	4,533	4,264	4,799	Số ngày phải thu	43	31	27	25
Vay & nợ dài hạn	2,585	1,992	1,725	1,495	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	99	93	102	99
Các khoản phải trả khác	4,944	5,067	5,504	5,488	Số ngày phải trả tiền bán	24	20	21	18
Tổng Nợ dài hạn	7,529	7,059	7,229	6,982	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.6	1.7	1.6
<b>Tổng nợ</b>	<b>11,516</b>	<b>11,593</b>	<b>11,492</b>	<b>11,782</b>	Khả năng thanh toán nhanh	1.2	1.3	1.3	1.2
Vốn điều lệ	3,300	3,300	3,300	3,300	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	1.0	1.0	0.9
Thặng dư vốn cổ phần	44	44	44	44	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS	4,223	6,049	4,903	5,225
LN giữ lại	874	1,478	2,087	2,472	BVPS	15,069	17,018	18,865	20,031
Các quỹ thuộc VCSH	755	794	794	794	P/E	11	8	9	9
Vốn chủ sở hữu	4,973	5,616	6,226	6,610	P/B	3	3	2	2
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,232	1,592	1,816	2,050					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,205	7,208	8,042	8,660					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>17,720</b>	<b>18,800</b>	<b>19,534</b>	<b>20,442</b>					

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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

Địa chỉ:

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

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

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

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

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hằng

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly