

## Tổng Công ty IDICO (HNX: IDC)

### Thu hút đầu tư công nghệ cao tạo động lực phát triển mới

- Q4/25, lợi nhuận (LN) ròng tăng trưởng 26% svck nhờ mảng cho thuê đất KCN tích cực trở lại sau sự kiện thuế quan. LN ròng năm 2025 đạt tương đương năm trước;
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 tăng 5%/15% svck nhờ chính sách mới về thu hút vốn vào lĩnh vực công nghệ cao sẽ kích cầu cho ngành KCN;
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu IDC và nâng giá mục tiêu thêm 24% lên 58,000 đồng/CP.

### KQKD năm 2025 ổn định bất chấp rủi ro từ chính sách thuế quan của Mỹ

Tiếp đà hồi phục từ quý trước, trong Q4/25, doanh thu tăng trưởng 10% svck, trong đó đóng góp nổi bật là mảng KCN với mức tăng 36% svck. Nhờ đó, LN ròng tăng 26% svck, đạt 449 tỷ đồng. Năm 2025 là năm đầy thách thức đối với ngành KCN trong bối cảnh bất ổn từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ. IDC vẫn duy trì KQKD tương đương năm trước, mức tăng trưởng âm của mảng BĐS KCN và nhà ở được bù đắp bởi mức tăng tích cực ở mảng năng lượng, BOT và thu nhập tài chính. Qua đó, LN ròng chỉ giảm nhẹ 3% svck, đạt 1,932 tỷ đồng, vượt dự phóng của chúng tôi.

### Ngành KCN bước vào giai đoạn phát triển mới

Ngay từ đầu năm 2026, Việt Nam định hướng xây dựng chính sách mới thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao. Chúng tôi cho rằng đây là tiền đề cho bước chuyển mình của ngành KCN, từ xây dựng KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao. IDC có những lợi thế về quỹ đất KCN sinh thái gần 700 ha và năng lực phát triển KCN xanh. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cho thuê đất KCN năm 2026-27 tăng trưởng tích cực, tăng 41% và 37% svck. Qua đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 có thể tăng 5%/15% svck, tăng thêm 18%/3% so với dự phóng trước đây của chúng tôi.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 58,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi nâng giá mục tiêu với cổ phiếu IDC thêm 24% nhờ nâng kỳ vọng tăng giá cho thuê đất KCN hàng năm từ 0% lên 3-7%/năm tùy dự án khi ngành xuất hiện những động lực mới. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua tích lũy cổ phiếu KCN, trong đó cổ phiếu IDC đang có mức định giá hấp dẫn (tiềm năng tăng giá 22%). Luận điểm đầu tư: (1) IDC là một trong những doanh nghiệp KCN hưởng lợi từ chính sách mới về thu hút vốn đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao (2) Quỹ đất KCN mở rộng thêm 1,200 ha đảm bảo cho phát triển trong trung hạn và (3) Chính sách cổ tức cao bằng tiền, khoảng 30-40%.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	8.846	8.588	9.310	11.028
LN ròng	1.996	1.932	2.027	2.328
Tăng trưởng doanh thu thuần	22,2%	-2,9%	8,4%	18,5%
Tăng trưởng LN ròng	43,2%	-3,2%	5,0%	14,8%
Biên LN gộp	37,7%	35,6%	36,0%	35,8%
Biên EBITDA	50,6%	47,1%	44,1%	41,4%
ROAE	37,7%	32,0%	29,4%	29,5%
ROAA	10,9%	9,2%	8,8%	9,9%
EPS (VND/cổ phiếu)	6.049	5.446	5.342	6.136
BVPS (VND/cổ phiếu)	17.018	17.021	19.297	22.357

(Nguồn: IDC, MBS Research)

### KHẢ QUAN

VND 58,000

### Giá mục tiêu

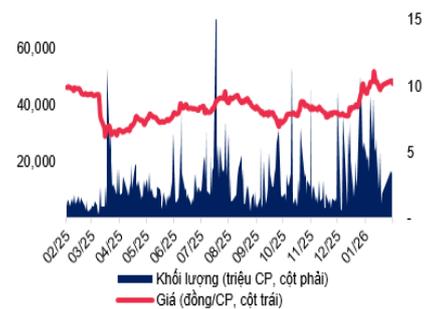
So với giá thị trường

+22%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng LN ròng năm 2026-27 thêm 18%/3% so với dự phóng trước

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	47,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	51,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28,700
Vốn hóa (tỷ VND)	18,026
P/E (TTM)	9.3
P/B	2.8
Tỷ suất cổ tức (%)	3.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	14,4%

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

- (1) Đổi mới chính sách trong thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao là tiền đề cho bước chuyển mình của ngành KCN, thay đổi từ xây dựng KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao và hạ tầng số. IDC có nhiều lợi thế trong thu hút dòng vốn đầu tư mới nhờ chiến lược phát triển KCN sinh thái, năng lực tự sản xuất và phân phối nguồn năng lượng xanh trong các KCN của công ty;
- (2) IDC mở rộng nhanh quỹ đất KCN mới cho phát triển trung hạn. 4 KCN mới được cấp phép gồm Tân Phước 1, Vinh Quang giai đoạn 1, Phú Long và Mỹ Xuân B1 mở rộng, tổng quỹ đất KCN tăng thêm 1,200 ha;
- (3) Định giá hấp dẫn với tiềm năng tăng giá là 22%. Chính sách cổ tức bằng tiền cao hàng năm, khoảng 30-40%.

#### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro từ chính sách thuế quan bất ổn của Mỹ khiến nhu cầu thuê đất KCN giảm sút;
- (2) 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;
- (3) 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 cho rằng ngành BĐS KCN sẽ có những bước chuyển mình nhờ đổi mới trong thu hút vốn FDI và vốn đầu tư trong nước cho phát triển công nghệ cao. Chúng tôi thay đổi giả định về tiềm năng tăng giá cho thuê đất KCN, qua đó giá mục tiêu tăng thêm 24% lên **58,000 đồng/cổ phiếu**.

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>18.069</b>	<b>DCF</b>	Chúng tôi thay đổi giả định tăng trưởng giá thuê từ 0% lên 3-7% tùy thuộc từng dự án.
Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng	100%	6.117	6.117		
Cầu Nghìn	100%	775	775		
Hựu Thạnh	100%	4.805	4.805		
Quế Võ 2	55%	1.089	598		
Tân Phước 1	65%	3.049	1.982		
Mỹ Xuân B1 mở rộng	51%	956	487		
Vinh Quang	100%	1.602	1.602		
Phú Long	75%	2.270	1.702		
<b>BĐS nhà ở</b>			<b>1,223</b>	<b>BV</b>	

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về IDC	Phương pháp	Ghi chú
<b>Năng lượng</b>			<b>2.503</b>	<b>DCF</b>	
Srok Phu Miêng	51%	881	449		
Đrăk Mi 3	100%	1.342	1.342		
Trạm biến áp 110/22 kV	67%	1.063	712		
<b>BOT</b>			<b>356</b>	<b>DCF</b>	
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>22.152</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền			553		
(+) Đầu tư ngắn và dài hạn			6.981		
(-) Nợ vay			5.877		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			1.804		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>22.005</b>		
Số lượng cổ phiếu			379.498.823		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>			<b>58.000</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 (%)	
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Becamex IDC	BCM	64,600	89,300	Khả quan	66,861	19.2	30.4	2.9	2.7	16.5	12.6	5.8	4.7
Kinh Bắc	KBC	35,000	40,500	Khả quan	32,961	15.4	19.6	1.3	1.3	9.9	6.7	3.8	2.5
IDICO	IDC	47,500	58,000	Khả quan	18,026	9.3	8.9	2.8	2.5	32.0	29.4	9.2	8.8
Sonadezi Châu Đức	SZC	34,300	44,900	Khả quan	6,174	17.9	18.5	1.9	1.8	10.9	10.2	4.2	3.8
Viglacera	VGC	50,900	61,200	Khả quan	23,225	16.6	14.2	2.5	2.3	15.6	16.1	5.4	5.2
<b>Trung bình ngành</b>						<b>15.7</b>	<b>18.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>17.0</b>	<b>15.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.0</b>

(Nguồn: Fiinpro, MBS Research)

## Tổng hợp KQKD Q4/25 và năm 2025

### Năm 2025 doanh thu và LN ròng đều giảm nhẹ 3% svck

Hình 3: KQKD Q4/25 và năm 2025 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/25	svck (%)	2025	svck (%)	% MBS dự phóng	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>2.160</b>	<b>10%</b>	<b>8.588</b>	<b>-3%</b>	<b>102%</b>	
- KCN	674	36%	2.910	-17%	93%	Năm 2025, doanh thu ghi nhận một lần giảm 21% svck, doanh thu phân bổ tăng 15% svck. Diện tích cho thuê mới đạt 80.6 ha, thấp hơn so với 100.6 ha của năm trước.
- Điện	1.076	6%	3.862	14%	103%	
Điện sản xuất	180	-5%	554	25%	89%	Q4/25, sản lượng điện đạt tương đương cùng kỳ. Năm 2025, sản lượng điện tăng 22% svck, đạt 558 triệu kWh, trong đó sản lượng điện tại Srok Phu Miêng và Đrăk Mi 3 lần lượt đạt 251 và 299 triệu kWh.
Điện phân phối	896	9%	3.308	13%	105%	Năm 2025, sản lượng điện phân phối tăng 5% svck, đạt 1,679 triệu kWh, nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tăng trong các KCN của IDC.
- BĐS	16	-60%	356	-33%	68%	Doanh thu BĐS giảm mạnh do không ghi nhận giao dịch chuyển nhượng đất lớn.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>707</b>	<b>11%</b>	<b>3.060</b>	<b>-8%</b>	<b>104%</b>	
Biên LNG	33%	0%	36%	-2 điểm%	1 điểm%	
- KCN	61%	-9 điểm%	65%	1 điểm%	7 điểm%	Q4/25, biên LNG giảm do KCN Hợp Thạnh đóng góp lớn vào doanh thu có biên LNG thấp. Nhìn chung, biên LNG năm 2025 tương đương svck.
- Điện	14%	-1 điểm%	12%	2 điểm%	1 điểm%	
Điện sản xuất	61%	-3 điểm%	58%	6 điểm%	6 điểm%	
Điện phân phối	5%	1 điểm%	4%	1 điểm%	1 điểm%	
- BĐS	53%	-29 điểm%	57%	-14 điểm%	-13 điểm%	
Chi phí quản trị & bán hàng	111	-12%	396	0%	87%	
% SG&A/Doanh thu	5%	-1%	5%	0%	-1%	
Doanh thu tài chính	109	105%	322	92%	123%	Doanh thu tài chính tăng mạnh chủ yếu do lãi tiền gửi và cho vay tăng (Q4/25: +105% svck, năm 2025: +93% svck). Lượng tiền và tiền gửi cuối kỳ tăng 65% so với đầu năm.
Chi phí tài chính	42	33%	146	7%	81%	
LNTT	659	22%	2.918	-3%	115%	
<b>LN ròng</b>	<b>449</b>	<b>26%</b>	<b>1.932</b>	<b>-3%</b>	<b>119%</b>	Năm 2025, LN ròng giảm nhẹ 3% svck, cao hơn so với dự phóng của chúng tôi do mảng KCN tích cực trở lại trong Q3&4 sau khi Mỹ công bố thuế đối ứng và doanh thu tài chính cao hơn dự phóng của chúng tôi.

(Nguồn: IDC, MBS Research)

## Tăng dự phóng LN ròng 2026-27 thêm 18%/3% nhờ triển vọng tích cực của mảng KCN

Hình 4: Dự phóng KQKD 2026-27

Các tiêu chí KQKD	2025	2026	svck (%)	Thay đổi	2027	svck (%)	Thay đổi	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>8.588</b>	<b>9.310</b>	<b>8%</b>	<b>0%</b>	<b>11.028</b>	<b>18%</b>	<b>-5%</b>	
- KCN	2.910	4.091	41%	4%	5.619	37%	5%	Chúng tôi tăng dự phóng diện tích đất bàn giao trong năm 2026-27 từ 96/112 ha lên 101/130 ha và tăng giá định tăng trưởng giá thuê đất hàng năm lên 3-7% tùy thuộc từng dự án để phản ánh triển vọng tích cực của ngành KCN trong giai đoạn mới nhờ đổi mới chính sách thu hút vốn đầu tư và rủi ro thuế quan của Mỹ phai dần.
- Điện	3.862	3.947	2%	-3%	4.041	2%	-3%	
Điện sản xuất	554	447	-19%	-20%	437	-2%	-22%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu điện sản xuất do điều kiện thời tiết được dự báo chuyển sang pha El Nino vào cuối năm nay và có thể kéo dài sang năm 2027.
Điện phân phối	3.308	3.500	6%	0%	3.605	3%	0%	Giữ nguyên theo dự phóng trước
- BĐS	356	245	-31%	-12%	314	28%	4%	Doanh thu BĐS năm 2026-27 đến từ bàn giao phần còn lại tại dự án Bắc Châu Giang và mở bán dự án NOCN Hựu Thạnh.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.060</b>	<b>3.350</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>3.944</b>	<b>18%</b>	<b>-5%</b>	
- KCN	1.888	2.501	32%	10%	3.127	25%	-4%	
- Điện	451	397	-12%	1%	395	0%	-1%	
Điện sản xuất	319	256	-20%	-11%	250	-2%	-13%	
Điện phân phối	133	140	6%	31%	145	3%	31%	
- BĐS	204	135	-34%	21%	110	-18%	-45%	
<b>Biên LNG</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>0%</b>	<b>3 điểm%</b>	<b>36%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	
- KCN	65%	61%	-4 điểm%	3 điểm%	56%	-5 điểm%	2 điểm%	Chúng tôi dự phóng biên LNG giảm do chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai mới có hiệu lực.
- Điện	12%	10%	-2 điểm%	0%	10%	0%	0%	
Điện sản xuất	58%	57%	0%	6 điểm%	57%	0%	6 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	4%	4%	0%	1 điểm%	4%	0%	1 điểm%	Biên LNG mảng điện phân phối duy trì ở mức 4%
- BĐS	57%	55%	-2 điểm%	15 điểm%	35%	-20 điểm%	-15 điểm%	Chúng tôi thay đổi dự phóng tiến độ bàn giao nhà dự án NOCN Hựu Thạnh từ năm 2026 sang năm 2027.
Chi phí quản trị & bán hàng	396	502	27%	0%	634	26%	-7%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	5%	5%	1%	0%	6%	0%	0%	Tỷ lệ duy trì ổn định ở mức 5-6%
Doanh thu tài chính	322	411	28%	59%	401	-3%	21%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu tài chính do (1) tăng dự phóng lượng tiền trung bình năm, (2) công ty chuyển từ nắm giữ tiền gửi kỳ hạn ngắn dưới 3 tháng sang tiền gửi có kỳ hạn dài với lãi suất cao hơn và (3) lãi suất tiền gửi năm 2026-27 được dự báo cao hơn so với năm trước.
Chi phí tài chính	146	162	11%	-4%	160	-1%	-5%	
<b>LNTT</b>	<b>2.918</b>	<b>3.090</b>	<b>6%</b>	<b>17%</b>	<b>3.549</b>	<b>15%</b>	<b>1%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>1.932</b>	<b>2.027</b>	<b>5%</b>	<b>18%</b>	<b>2.328</b>	<b>15%</b>	<b>3%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 lên 18%/3% so với dự phóng trước nhờ mảng KCN được kỳ vọng phục hồi sau cú sốc thuế quan và thu nhập tài chính tăng.

### Mảng KCN: Chính sách mới về thu hút vốn đầu tư công nghệ cao

Thông qua Nghị định 20/2026 và mới đây là dự thảo Nghị quyết về kinh tế vốn đầu tư nước ngoài, chúng tôi nhận thấy Việt Nam đang định hướng, xây dựng chính sách thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao, đổi mới sáng tạo và phát triển bền vững. Chính sách mới sẽ định hình xu hướng dòng vốn, cấu trúc ngành và nhóm doanh nghiệp hưởng lợi trong trung – dài hạn. Đối với ngành BĐS KCN, chúng tôi cho rằng chính sách mới sẽ kích cầu trực tiếp cho ngành. Đây sẽ là bước chuyển mình cho ngành KCN, thay đổi từ KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao.

Đứng trước cơ hội phát triển mới, IDC có nhiều lợi thế để đón đầu dòng vốn đầu tư mới: (1) Phát triển hai KCN mới là Tân Phước 1 (470 ha) và Vinh Quang (226 ha) theo hướng KCN sinh thái. Nhờ vị trí thuận lợi và tiềm năng phát triển lớn, công ty kỳ vọng hai KCN mới sẽ là điểm đến lý tưởng của dòng vốn chất lượng cao, đặc biệt từ các nhà đầu tư ưu tiên tiêu chí phát triển bền vững. Dự kiến hai KCN này được đưa vào khai thác trong năm 2026-27; (2) Hợp tác chiến lược với VinEnergy, VinFast, V-Green và Xanh SM để thúc đẩy phát triển hệ sinh thái xanh và di chuyển xanh trong các KCN (3) Xây dựng hệ thống năng lượng mặt trời áp mái trên các dự án nhà xưởng xây sẵn (NXXS) do IDC phát triển và trực tiếp phân phối điện trong các KCN thông qua trạm biến áp do IDC quản lý.

Hình 5: KCN Tân Phước 1



Hình 6: KCN Vinh Quang



(Nguồn: IDC)

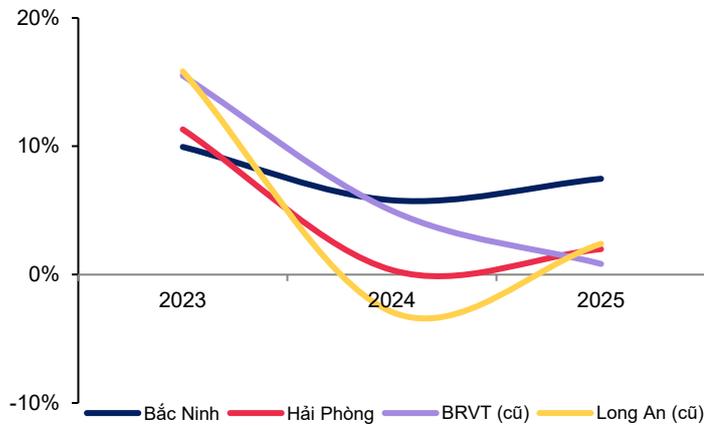
Hình 7: Dự án KCN đang triển khai

KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2026F			2027F		
						Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu
Phú Mỹ 2	TPHCM	100%	621	443	91%	137	15	578	144	20	833
Phú Mỹ 2 MR	TPHCM	100%	398	273	68%	139	18	704	146	10	423
Cầu Nghìn	Hưng Yên	100%	184	103	64%	93	13	333	96	15	408
Hựu Thạnh	Tây Ninh	100%	524	395	46%	168	30	1.417	176	35	1.788
Quê Vô 2	Bắc Ninh	55%	269	177	86%	150	10	430	161	10	474
Tân Phước 1	Đồng Tháp	65%	470	363	0%	130	10	359	134	15	571
Mỹ Xuân B1 MR	TPHCM	51%	110	83	0%	150	5	211	158	10	456
Vinh Quang	Hải Phòng	100%	226	163	0%	-	-	-	134	15	592
Phú Long	Ninh Bình	75%	415	301	0%	-	-	-	-	-	-

(Nguồn: IDC, MBS Research)

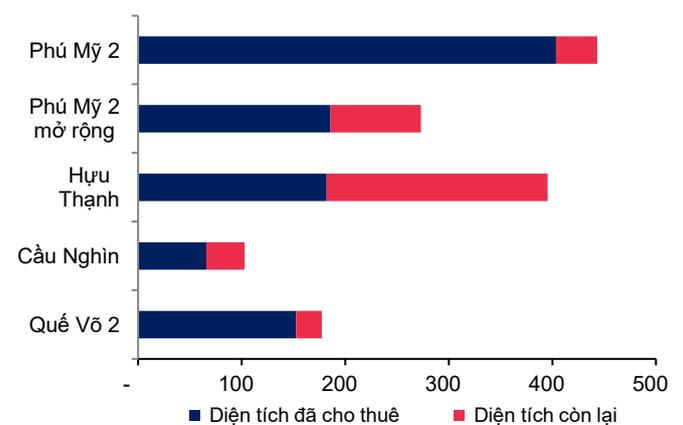
Mới đây, Toà án tối cao Mỹ đã bác bỏ thuế đối ứng của Trump áp đặt lên các nước, chính sách thuế mới của Trump phải được Quốc hội thông qua. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy rủi ro trong chính sách thuế của Mỹ hạ nhiệt. Lợi thế thương mại của Việt Nam được duy trì, doanh nghiệp FDI tiếp tục kế hoạch đầu tư sản xuất tại Việt Nam. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất KCN của IDC tăng trưởng trở lại trong năm 2026-27. Chúng tôi tăng dự phóng diện tích bàn giao đất thêm 5/18 ha so với dự phóng trước, đạt 101/130 ha trong 2026-27. Hai KCN mới Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng đang được xây dựng cơ sở hạ tầng, dự phóng diện tích bàn giao đạt 10/15 ha và 5/10 ha trong 2026-27. Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê năm 2026-27 tăng trưởng ở mức 3-7% tùy thuộc vị trí từng dự án. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN năm 2026-27 đạt 4,091 tỷ đồng (+41% svck)/5,619 tỷ đồng (+37% svck), tăng lần lượt 4%/5% so với dự phóng trước.

Hình 8: Tăng trưởng giá thuê KCN tại các khu vực chính có dự án của IDC



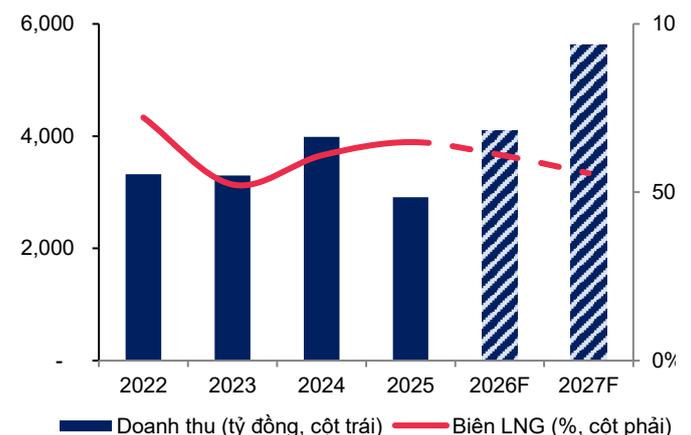
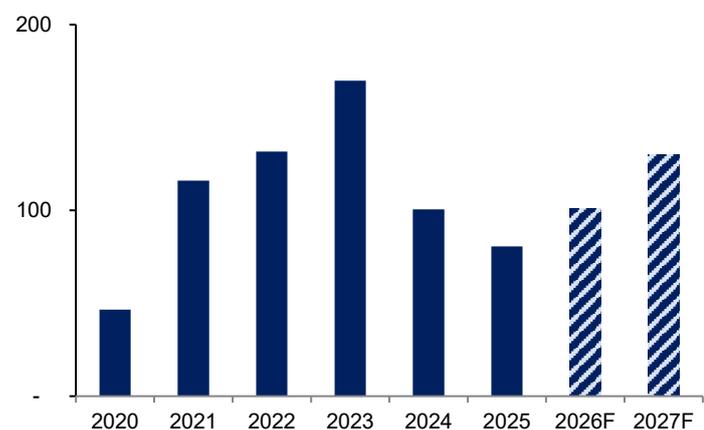
(Nguồn: Cushman and Wakefield, MBS Research)

Hình 9: Diện tích đất cho thuê tại các KCN (ha)



(Nguồn: IDC)

Hình 10: Dự phóng diện tích và doanh thu cho thuê đất KCN



(Nguồn: IDC, MBS Research)

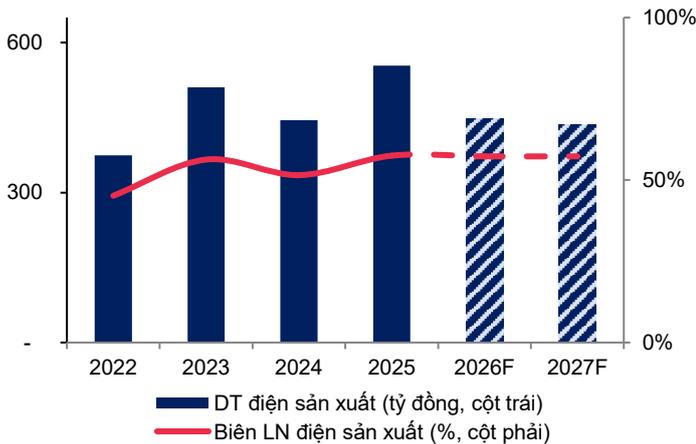
**Mảng năng lượng: Điều kiện thời tiết chuyển sang pha El Niño làm giảm sản lượng điện sản xuất**

IDC sở hữu 02 dự án thủy điện Srok Phu Miêng (51 MW) và Đăk Mi 3 (63 MW). Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), điều kiện thời tiết đang có xu hướng chuyển từ pha trung tính sang pha El Niño, với xác suất xảy ra El Niño vào cuối năm nay vào khoảng 60% và có thể kéo dài sang năm 2027. Do đó, năm 2026-27, chúng tôi giảm dự phóng doanh thu điện sản xuất đi

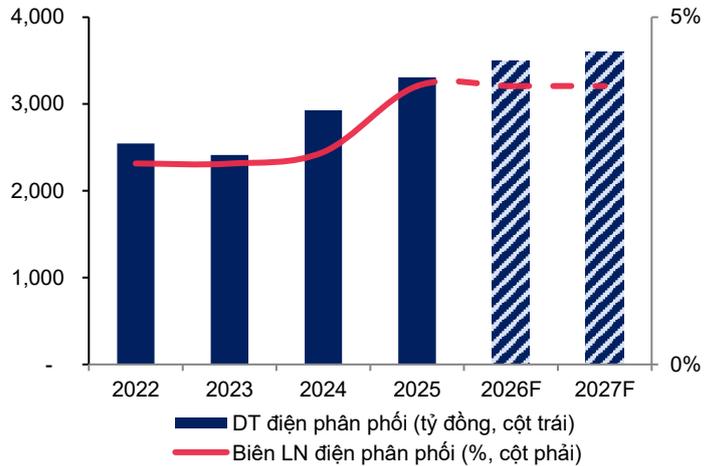
20%/22% so với dự phóng trước, đạt 447 tỷ đồng (-19% svck)/437 tỷ đồng (-2% svck).

Công ty đang vận hành 03 trạm biến áp (Tuy Hạ, Nhơn Trạch 5, Hựu Thạnh GD1) có tổng công suất 481 MVA. Công ty đang triển khai tiếp trạm biến áp Hựu Thạnh GD2, giúp tăng công suất lên 544 MVA. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu phân phối điện trong năm 2026-27 như báo cáo trước, lần lượt đạt 3,500 tỷ đồng (+6% svck)/3,605 tỷ đồng (+3% svck).

Hình 11: Điện sản xuất



Hình 12: Điện phân phối



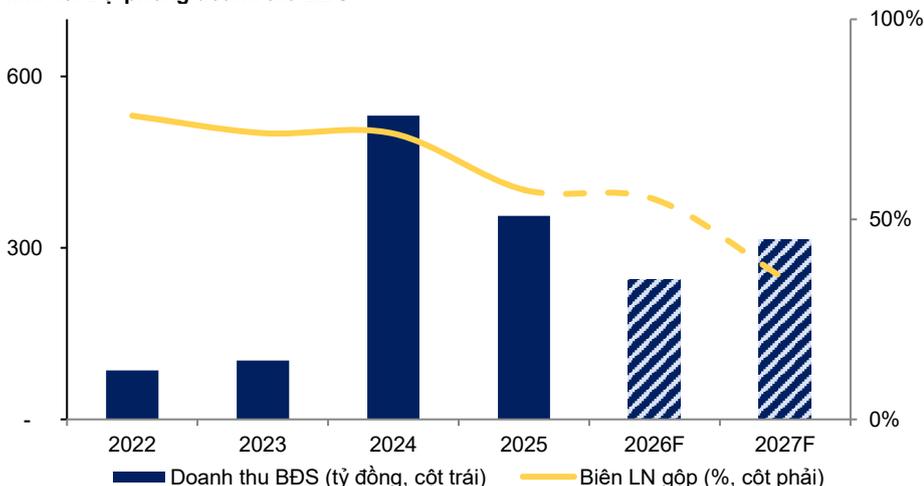
(Nguồn: IDC, MBS Research)

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

Mới đây, IDC đã khởi công dự án KDC NOCN Hựu Thạnh có quy mô 47,1 ha, vốn đầu tư hơn 1,700 tỷ đồng và dự án NOXH Mỹ Xuân B1 có quy mô 3,4 ha, vốn đầu tư 850 tỷ đồng. Năm 2026-27, doanh thu BĐS đến từ bàn giao phần còn lại tại dự án Bắc Châu Giang và dự án KDC NOCN Hựu Thạnh, dự phóng doanh thu đạt 245 tỷ đồng (-31% svck)/314 tỷ đồng (+28% svck), thay đổi -12%/+4% so với dự phóng trước. Biên LNG giảm xuống do biên LNG dự án NOXH và NOCN thấp, chỉ khoảng 10-15%.

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 Vĩnh Quang (5,000 căn) và 14 ha khu vực KCN Phú Long (7,000 căn).

Hình 13: Dự phóng doanh thu BĐS



(Nguồn: IDC, MBS Research)

Hình 14: Cập nhật tiến độ triển khai dự án BĐS tới cuối 2025

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích dự án (ha)	Hiện trạng
Khu NOCN KCN Nhơn Trạch (GĐ1)	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	10.0	Đã có GPXD cho 2 block 9 tầng
Khu NOCN KCN Nhơn Trạch (GĐ2)	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 GĐ1 (33.4 ha)
Khu TĐC Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước	Đồng Nai	IDICO - UDICO	64.5%	4.9	Đã nộp hồ sơ để điều chỉnh giấy phép đầu tư
NOXH Tân Phước 1	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	60.1	Đang chờ quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư
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 sang NOXH
Toà nhà văn phòng IDICO – INCO10	Cần Thơ	IDICO – INCO10	98%	0.5	Hoàn thiện và khai trương từ ngày 09/02/2026
KDC Bắc Châu Giang	Hà Nam	IDICO - CONAC	51%	5.7	Đã bán hết GĐ 1&2
KDC Trung tâm mở rộng phường 6	Long An	IDICO - LINCO	51%	30.1	Khu thương mại: Bàn giao 1.5 ha cho Aeon. Đang chuyển đổi 7,400 m2 sang đất thương mại. Khu dân cư: Đã bán 12.7 ha, còn lại khoảng 1 ha.

(Nguồn: IDC)

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKDK					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	8.846	8.588	9.310	11.028	LN trước thuế	2.993	2.918	3.090	3.549
Giá vốn hàng bán	(5.509)	(5.528)	(5.960)	(7.084)	Khấu hao	1.353	986	852	852
Lợi nhuận gộp	3.337	3.060	3.350	3.944	Thuế đã nộp	(601)	(564)	(587)	(674)
Chi phí quản lý DN	(275)	(301)	(361)	(469)	Các khoản điều chỉnh khác	(43)	(220)	188	328
Chi phí bán hàng	(123)	(95)	(141)	(165)	Thay đổi VLD	283	714	(271)	(1.415)
LN từ HKDK	2.939	2.664	2.848	3.310	<b>LCTT từ HKDK</b>	<b>4.085</b>	<b>3.914</b>	<b>3.342</b>	<b>2.622</b>
EBITDA thuần	4.292	3.650	3.699	4.162	Đầu tư TSCĐ	(794)	(3.103)	(1.044)	(1.096)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.939</b>	<b>2.664</b>	<b>2.848</b>	<b>3.310</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	80	-	-
Thu nhập lãi	168	322	411	401	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1.476)</b>	<b>(7.010)</b>	<b>331</b>	<b>(2.445)</b>
Chi phí tài chính	(136)	(146)	(162)	(160)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	188	20	-	-
Thu nhập ròng khác	20	78	31	30	Tiền vay ròng nhận được	(386)	2.741	(1.970)	348
TN từ các Cty LK & LD	2	0	(38)	(32)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.993</b>	<b>2.918</b>	<b>3.090</b>	<b>3.549</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.556)	(1.300)	(1.138)	(1.138)
Thuế TNDN	(601)	(564)	(587)	(674)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1.755)</b>	<b>1.461</b>	<b>(3.108)</b>	<b>(791)</b>
Lợi nhuận sau thuế	2.392	2.354	2.503	2.875	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.334	2.188	553	1.118
Lợi ích cổ đông thiểu số	(396)	(422)	(476)	(546)	LC tiền thuần trong năm	854	(1.635)	565	(613)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.996</b>	<b>1.932</b>	<b>2.027</b>	<b>2.328</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2.188</b>	<b>553</b>	<b>1.118</b>	<b>504</b>
Chi trả cổ tức	(1.320)	(569)	(1.138)	(1.138)					
Lợi nhuận giữ lại	676	1.363	889	1.190	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
					Tăng trưởng doanh thu thuần	22%	-3%	8%	18%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	Tăng trưởng EBITDA	47%	-15%	1%	12%
Tiền và tương đương tiền	2.188	553	1.118	504	Tăng trưởng LN từ HKDK	43%	-9%	7%	16%
Đầu tư ngắn hạn	2.264	6.807	5.228	6.501	Tăng trưởng LN trước thuế	46%	-3%	6%	15%
Phải thu khách hàng	760	783	683	731	Tăng trưởng LN ròng	43%	-3%	5%	15%
Hàng tồn kho	1.401	1.299	1.367	1.436	Tăng trưởng EPS	40%	-7%	-2%	11%
Tổng tài sản ngắn hạn	7.422	9.857	9.111	9.961					
Tài sản cố định	2.957	2.822	2.800	2.793	Biên LN gộp	38%	36%	36%	36%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên EBITDA	51%	47%	44%	41%
BĐS đầu tư	2.539	2.574	2.436	2.316	Biên LN ròng	23%	22%	22%	21%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	38%	32%	29%	29%
Đầu tư vào công ty LD, LK	26	41	39	31	ROAA	11%	9%	9%	10%
Khoản đầu tư dài hạn khác	5.744	7.799	8.439	8.811	ROIC	19%	14%	15%	15%
Tổng tài sản dài hạn	11.378	13.345	13.820	14.057					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>18.800</b>	<b>23.201</b>	<b>22.931</b>	<b>24.018</b>	Vòng quay tài sản	48%	41%	40%	47%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	66%	29%	56%	49%
Vay & nợ ngắn hạn	1.144	2.612	1.378	1.637	Tổng nợ vay/VCSH	44%	71%	41%	38%
Phải trả người bán	302	324	316	320	Nợ vay ròng/VCSH	13%	64%	29%	33%
Phải trả ngắn hạn khác	3.088	2.685	3.517	2.700	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	5%	23%	12%	16%
Tổng nợ ngắn hạn	4.533	5.621	5.212	4.656	Khả năng thanh toán lãi vay	23	19	18	21
Vay & nợ dài hạn	1.992	3.265	2.529	2.618					
Các khoản phải trả khác	5.067	6.053	5.588	5.434	Số ngày phải thu	31	33	27	24
Tổng Nợ dài hạn	7.059	9.318	8.117	8.052	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	93	86	84	74
<b>Tổng nợ</b>	<b>11.593</b>	<b>14.938</b>	<b>13.329</b>	<b>12.708</b>	Số ngày phải trả tiền bán	20	21	19	16
Vốn điều lệ	3.300	3.795	3.795	3.795	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.6	1.8	1.7	2.1
Thặng dư vốn cổ phần	44	44	44	44	Khả năng thanh toán nhanh	1.3	1.5	1.5	1.8
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.0	1.3	1.2	1.5
LN giữ lại	1.478	1.722	2.586	3.747					
Các quỹ thuộc VCSH	794	898	898	898	<b>Định giá</b>				
Vốn chủ sở hữu	5.616	6.459	7.323	8.484	EPS	6,049	5,446	5,342	6,136
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.592	1.804	2.279	2.825	BVPS	17,018	17,021	19,297	22,357
Tổng vốn chủ sở hữu	7.208	8.263	9.603	11.310	P/E	7.9	8.7	8.9	7.7
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>18.800</b>	<b>23.201</b>	<b>22.931</b>	<b>24.018</b>	P/B	2.8	2.8	2.5	2.1

(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

Đình Hà Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyện

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

### Logistics - Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh