

## Tổng Công ty IDICO (IDC)

**Khả Quan**  
**+33,3%**

Giá hiện tại	VND46.300
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND51.800/VND29.130
Giá mục tiêu	VND58.000
Giá mục tiêu trước đó	NA
Vs Consensus	5,4%
Tiềm năng tăng giá	25,2%
Tỷ suất cổ tức	8,1%
Tổng tỷ suất sinh lời	33,3%

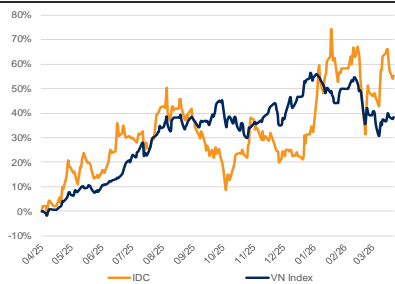
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	708
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,2
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	230
SLCP lưu hành (tr)	379
SLCP pha loãng	379

	IDC	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	9,5x	13,6x	15,1x
P/B hiện tại	2,8x	1,7x	2,2x
ROA	10,6%	5,7%	8,2%
ROE	23,2%	16,9%	16,5%

\*dữ liệu ngày 21/04/2026

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	YTD
Cổ phiếu IDC	12,4	24,9	34,9
VNIndex	6,2	-3,3	1,8

### Cơ cấu sở hữu

SSG Group	22,5%
Sản xuất và Thương Mại Bách Việt	11,9%
Khác	65,6%

### Tổng quan doanh nghiệp

IDC là một trong những chủ đầu tư KCN hàng đầu với 14 dự án KCN đang hoạt động, trải rộng hơn 4.488ha trên khắp cả nước, là chủ đầu tư KCN niêm yết lớn thứ 3 về quỹ đất có thể cho thuê (hơn 400ha). IDC là một trong số ít chủ đầu tư KCN ở Việt Nam được phép phân phối điện trực tiếp cho khách thuê tại các KCN Nhơn Trạch và KCN Hựu Thạnh.

### Chuyên viên phân tích:



**Đặng Huy Hoàng**

hoang.danghuy2@vndirect.com.vn

## Nắm bắt chu kỳ phục hồi

- Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 18,1% và tỷ suất cổ tức 8,1%.
- P/B hiện tại là 2,8x, cao hơn trung vị các công ty cùng ngành (1,7x) và gần tương ứng mức bình quân ba năm của công ty (2,9x). Giá mục tiêu 2026 của chúng tôi tương ứng với mức P/B là 2,4x, với mức ROE là 23%.

### Điểm nhấn tài chính

- Trong bối cảnh triển vọng ngành BĐS KCN được cải thiện, chúng tôi dự phóng doanh thu IDC sẽ tăng 8,8% trong năm 2026, và tăng trưởng rõ rệt hơn trong giai đoạn 2027-28.
- Chúng tôi dự phóng CAGR LN ròng của IDC trong giai đoạn 2026-28 đạt mức 10%/năm, với tỷ lệ ROE duy trì trên 23%.

### Luân điểm đầu tư

#### Triển vọng ngành BĐS KCN dần rõ nét trở lại từ 2026

Sau giai đoạn biến động do câu chuyện thuế quan trong năm 2025, tâm lý thị trường đối với nhóm BĐS KCN đã cải thiện đáng kể. Trong Q1/26, vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực sản xuất, chế biến tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ, đạt trên 4,4 tỷ USD. Trong ngắn hạn, rủi ro địa chính trị tại Trung Đông và áp lực lãi suất có thể tạo ra biến động nhất định đối với dòng vốn; tuy nhiên, khi các yếu tố này hạ nhiệt, đây sẽ là tín hiệu tích cực củng cố đà phục hồi của FDI và nhu cầu thuê đất KCN. Về dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với Việt Nam nhờ nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư theo hướng giảm ma sát thể chế và đẩy mạnh đầu tư công, qua đó tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN.

#### Quỹ đất sẵn sàng cho pha hồi phục trong giai đoạn tới

Hiện nay, lượng diện tích sẵn sàng cho thuê của IDC ở khoảng 400ha, đa phần đến từ hai dự án KCN Hựu Thạnh và KCN Phú Mỹ 2 mở rộng. Trong giai đoạn 2026-27, chúng tôi kỳ vọng hai dự án KCN Tân Phước 1 và KCN Vinh Quang sẽ sẵn sàng đi vào hoạt động, bắt đầu đóng góp vào doanh thu của DN. Khi hai dự án này đi vào hoạt động, quỹ đất sẵn sàng cho thuê của IDC được bổ sung thêm tổng cộng 525ha, tạo ra nền tảng vững chắc cho bức tranh tăng trưởng trong trung hạn. Do vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS KCN của IDC sẽ tăng 19,8%/20,1% svck trong năm 2026-27.

#### Mảng năng lượng duy trì ổn định, bám sát tiến độ lắp đầy KCN

Mảng điện phân phối tiếp tục là nguồn thu ổn định, với sản lượng tăng trưởng theo tiến độ lắp đầy tại các KCN, đặc biệt là Hựu Thạnh. Sản lượng điện phân phối dự kiến duy trì trên 1.700 triệu kWh trong giai đoạn 2026–2027. Ngược lại, mảng thủy điện chịu áp lực trong ngắn hạn khi sản lượng dự kiến giảm khoảng 5% so với mức nền cao của năm 2025 do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino. Tổng thể, doanh thu mảng năng lượng được kỳ vọng duy trì ổn định quanh mức 3.959/3.990 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-27.

#### Chúng tôi đặt giá mục tiêu 2026 ở mức P/B 2,4 lần, với mức ROE 23%

Từ đầu năm, giá cổ phiếu IDC đã tăng hơn 30%, hiện đang giao dịch quanh mức P/B 2,9 lần, tương đương trung bình 3 năm. Với kỳ vọng ngành bước vào chu kỳ phục hồi, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/B 2026 là 2,4 lần, phản ánh quan điểm IDC là doanh nghiệp đầu ngành, sẵn sàng hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi của ngành BĐS KCN với quỹ đất đa dạng, hỗ trợ cho tăng trưởng ổn định trong trung hạn. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của IDC có thể đạt CAGR khoảng 10% trong giai đoạn 3 năm tới, đồng thời duy trì ROE ở mức trên 23% trong giai đoạn 2026–2028.

Tổng quan tài chính	FY24A	FY25A	FY26E	FY27F
Doanh thu thuần	22,2%	(2,9%)	8,8%	11,1%
Tăng trưởng EPS	43,2%	(3,2%)	4,8%	19,5%
Biên LN gộp	37,7%	35,6%	36,4%	37,9%
Biên LN ròng	22,6%	22,5%	21,7%	23,3%
P/E (x)	7,6	7,7	7,5	6,4
Rolling P/B (x)	3,2	2,8	2,6	2,2
ROAE	29,8%	25,0%	23,2%	24,2%
D/E	13,2%	64,4%	40,1%	27,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## KQKD Q4/25: LN ròng duy trì ổn định, bất chấp áp lực từ lo ngại thuế quan

Hình 1: KQKD Q4/25 và 2025

(Tỷ đồng)					KQKD 2025		
	Q4/25	Q4/24	% svck	2025	% svck	FY25E	sv. dự phóng
Doanh thu	2.160	1.955	10,5%	8.588	-6,7%	9.160	93,8%
_ Năng lượng	1.076	1.012	6,3%	3.862	18,0%	4.215	91,6%
_ BĐS KCN	824	626	31,7%	3.444	-22,1%	3.039	113,3%
_ BĐS nhà ở, thương mại	16	41	-60,3%	356	-30,7%	794	44,9%
_ BOT	126	121	3,8%	480	3,5%	464	103,6%
_ Khác	118	155	-23,9%	446	-2,2%	648	68,9%
LN gộp	707	636	11,2%	3.060	-12,9%	2.348	130,3%
Chi phí BH&QLDN	111	125	-11,7%	396	4,8%	384	103,1%
Thu nhập tài chính ròng	66	21	212,3%	176	941,9%	26	689,6%
LNTT	659	540	22,2%	2.918	-7,9%	2.009	145,2%
LN ròng	449	358	25,5%	1.932	-9,5%	1.366	141,4%
Biên LN gộp	32,7%	32,5%	0,2đ	35,6%	-2,1đ %	25,6%	10,0đ %
Biên LN ròng	20,8%	18,3%	2,5đ %	22,5%	-0,1đ %	14,9%	7,6đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tăng trưởng svck tích cực trong Q4/25, trong khi doanh thu cả năm 2025 gần như đi ngang

IDC ghi nhận kết quả doanh thu tích cực trong Q4/25, với doanh thu tăng 10,5% svck, đạt 2.160 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng đến từ mảng năng lượng và sự phục hồi đáng kể của mảng bất động sản khu công nghiệp, được hỗ trợ bởi một số hợp đồng cho thuê khoảng 10 ha ký trong T10/25. Mặc dù doanh thu khu công nghiệp cả năm giảm hơn 20% svck, so với mức nền cao năm 2024, hoạt động cho thuê đã cải thiện rõ rệt trong nửa cuối năm 2025. Diễn biến này cho thấy niềm tin của các doanh nghiệp FDI đối với triển vọng của Việt Nam đang được cải thiện, khi các nhà sản xuất tiếp tục thúc đẩy kế hoạch dịch chuyển và mở rộng sản xuất, bất chấp những lo ngại còn tồn tại liên quan đến thuế quan.

Tính chung cả năm, doanh thu năm 2025 giảm 6,7% svck, đạt 8.588 tỷ đồng. Tổng kết, dù ghi nhận sự phục hồi tích cực trong quý cuối năm, kết quả cả năm 2025 nhìn chung vẫn ở trạng thái đi ngang.

### Biên LN gộp giảm hơn 2đ % svck do mảng KCN giảm

Lợi nhuận gộp năm 2025 giảm 8,3% svck, đạt 3.060 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sụt giảm doanh thu khu công nghiệp, mảng đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào lợi nhuận gộp của IDC. Trong khi đó, biên lợi nhuận mảng năng lượng, đặc biệt là thủy điện, đã cải thiện trong nửa cuối năm 2025 nhờ giá bán bình quân tăng trong bối cảnh điều kiện thời tiết thuận lợi hơn. Tuy nhiên, mức cải thiện từ mảng năng lượng chưa đủ để bù đắp cho sự suy giảm của KCN. Do đó, biên LN gộp của IDC giảm xuống 35,6%, tương đương mức giảm hơn 2đ% svck, phản ánh cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn so với năm 2024.

### LN ròng được hỗ trợ bởi thu nhập tài chính tăng mạnh từ lượng tiền gửi lớn

Dù biên lợi nhuận gộp suy giảm, kết quả lợi nhuận ròng vẫn được hỗ trợ bởi mức tăng đột biến của thu nhập tài chính, tăng 941,9% svck, đạt 271 tỷ đồng. Mức tăng này đến từ lượng tiền gửi có kỳ hạn lớn của IDC, đạt 6.800 tỷ đồng, tăng hơn gấp ba lần so với đầu năm. Một phần tiền gửi được sử dụng làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay ngắn hạn, song vẫn tiếp tục tạo ra nguồn thu lãi đáng kể. Lợi nhuận trước thuế năm 2025 tăng 37,9% svck, đạt 2.918 tỷ đồng. LN ròng đạt 1.932 tỷ đồng, giảm 9,5% svck so với mức nền cao của năm 2024.

### Bảng cân đối kế toán ghi nhận thay đổi đáng chú ý

Doanh thu chưa thực hiện dài hạn tăng mạnh từ 4.600 tỷ đồng lên 5.500 tỷ đồng, nhờ các khoản thu tiền trước cao hơn tại các dự án khu công nghiệp trọng điểm. Mức tăng lớn nhất ghi nhận tại Phú Mỹ II, với doanh thu chưa thực hiện tăng từ 1.400 tỷ đồng lên 2.300 tỷ đồng. Ở chiều ngược lại, IDC gia tăng đòn bẩy để phục vụ danh mục đầu tư, với tổng dư nợ tăng từ 3.136 tỷ đồng lên 5.877 tỷ đồng, kéo theo tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng lên 1,5 lần. Phần lớn các khoản vay được ký kết với lãi suất ưu đãi ở mức 5–6%, phù hợp với chiến lược củng cố năng lực tài chính của IDC trước chu kỳ đầu tư mới.

**Hình 2: Phân tích bảng cân đối kế toán**

Tỷ đồng	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Tiền và tương đương tiền	2.188	2.293	863	792	553
Các khoản phải thu	1.515	1.531	1.560	1.774	1.157
Hàng tồn kho	1.401	1.352	1.327	1.312	1.299
Tài sản cố định	3.069	3.077	3.035	2.979	2.931
BĐS đầu tư & TS đang dở dài hạn	4.959	4.961	5.532	5.374	7.094
Khấu hao	306	201	147	371	268
Nợ vay	3.136	3.413	3.433	4.119	5.877
Tổng nợ vay/VCSH	44%	48%	46%	49%	71%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2026-27: Sẵn sàng cho giai đoạn phục hồi

Hình 3: Dự phóng KQKD 2026-27 của chúng tôi

Đơn vị: tỷ đồng	Thực tế	Dự phóng		% svck	
	2025	2026	2027	2026	2027
Doanh thu	8.588	9.342	10.377	8,8%	11,1%
_BDS KCN	2.910	3.652	4.377	25,5%	19,8%
_Điện	3.862	3.959	3.990	2,5%	0,8%
_BOT	480	480	480	0,0%	0,0%
_BDS dân cư	356	250	530	-29,8%	112,0%
_Khác	446	599	519	34,3%	-13,4%
<b>LN gộp</b>	3.060	3.404	3.937	11,2%	15,6%
% Biên LN gộp	35,6%	36,4%	37,9%	0,8đ %	1,5đ %
Chi phí BH&QLDN	396	409	429	3,3%	4,8%
Thu nhập tài chính ròng	186	92	43	-50,7%	-52,7%
LNTT	2.918	3.032	3.559	3,9%	17,4%
<b>LN ròng</b>	1.932	2.025	2.420	4,8%	19,5%
% Biên LN ròng	22,5%	21,7%	23,3%	-0,8đ %	1,6đ %

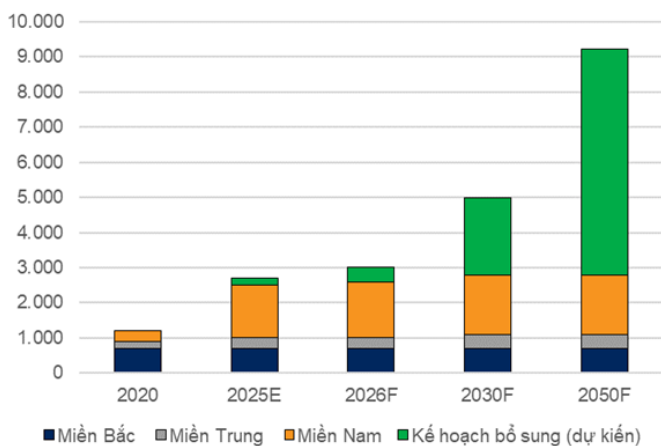
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Bức tranh triển vọng ngành BDS KCN đã có những điểm sáng

Trong những tháng cuối năm 2025, câu chuyện thuế quan của Mỹ đã dần hạ nhiệt, qua đó giảm bớt áp lực lên tâm lý thị trường. Khi sự chú ý không còn tập trung vào rủi ro thuế quan đối ứng, tâm lý đối với nhóm cổ phiếu BDS KCN đã có dấu hiệu cải thiện. Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng bức tranh triển vọng ngành sẽ trở nên rõ ràng hơn, đóng vai trò là nền tảng cho một chu kỳ hồi phục mới.

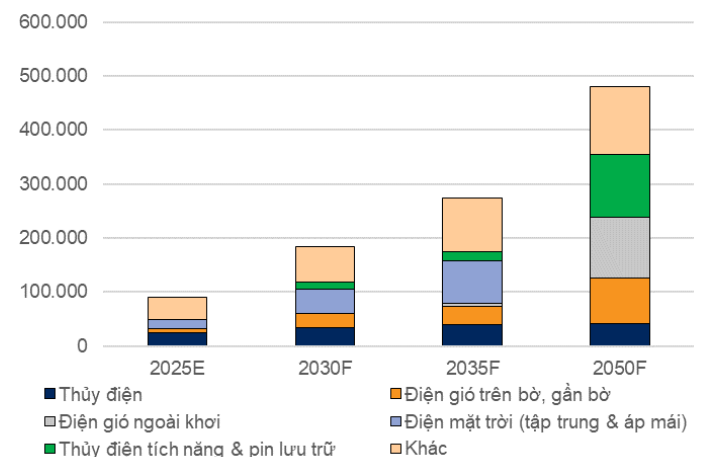
Trong dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về khả năng thu hút FDI của Việt Nam, dựa trên hai yếu tố chính: 1) môi trường đầu tư đang được cải thiện theo hướng gỡ những “điểm nghẽn” thể chế và nới lỏng có kiểm soát các thủ tục, qua đó gia tăng sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài; và 2) việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng giao thông, logistics và năng lượng (đặc biệt là điện xanh) giúp đáp ứng tốt hơn yêu cầu của các doanh nghiệp FDI về một chuỗi cung ứng đồng bộ và ổn định.

Hình 4: Kế hoạch đường cao tốc chính của Việt Nam cho tới năm 2050 (Đơn vị: km)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Việt Nam đẩy mạnh công suất năng lượng sạch (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 6: Môi trường thể chế dễ tiếp cận dành cho các DN FDI**

Chính sách	Ngày ban hành	Hiệu lực (dự kiến)	Mục tiêu	Điểm mới chính	Tác động kỳ vọng
Luật Đầu tư 2025 (Luật số 143/2025/QH15)	11/12/2025	01/03/2026	Sửa đổi Luật Đầu tư 2020, hướng tới môi trường pháp lý minh bạch, hiện đại, thuận lợi cho NĐT.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rút ngắn thủ tục tiền kiểm.</li> <li>- Cho phép thành lập doanh nghiệp trước khi có dự án.</li> <li>- Thu hẹp dự án phải xin chủ trương.</li> <li>- Tăng phân cấp cho địa phương.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rút ngắn thời gian triển khai dự án.</li> <li>- Tăng khả năng dự đoán cho NĐT nước ngoài.</li> <li>- Giảm chi phí tuân thủ thủ tục hành chính.</li> </ul>
Luật Quy hoạch 2025 (Luật số 112/2025/QH15)	10/12/2025	01/03/2026	Khắc phục chông chéo quy hoạch, tăng tính thống nhất và đồng bộ hệ thống quy hoạch quốc gia.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Làm rõ vai trò quy hoạch vùng.</li> <li>- Bổ sung quy hoạch chi tiết ngành.</li> <li>- Chuẩn hóa tiêu chí đánh giá phù hợp quy hoạch.</li> <li>- Mở rộng công bố dữ liệu quy hoạch.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giảm rủi ro vướng quy hoạch cho FDI.</li> <li>- Tăng minh bạch trong tìm kiếm địa điểm.</li> <li>- Hỗ trợ phát triển chuỗi cung ứng liên tỉnh.</li> </ul>
Luật Công nghệ cao (sửa đổi)	10/12/2025	01/07/2026	Nâng cấp khung pháp lý thúc đẩy R&D, đổi mới sáng tạo và hệ sinh thái công nghệ cao.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở rộng định nghĩa công nghệ cao gồm R&amp;D, thiết kế, thử nghiệm.</li> <li>- Ưu đãi tập trung vào R&amp;D thay vì sản xuất.</li> <li>- Làm rõ tiêu chí doanh nghiệp CNC.</li> <li>- Khuyến khích trung tâm thiết kế và đổi mới sáng tạo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thu hút FDI công nghệ cao hơn.</li> <li>- Tăng năng lực R&amp;D nội địa.</li> <li>- Tạo neo giữ FDI dài hạn qua hoạt động đổi mới sáng tạo.</li> </ul>
Nghị định 20/2026/NĐ-CP (hướng dẫn NQ 198/2025/QH15)	01/2026	01/2026	Cụ thể hóa cơ chế ưu đãi có điều kiện nhằm thu hút đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao, R&D và đổi mới sáng tạo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thiết kế ưu đãi theo nguyên tắc "thực chi", gắn với hoạt động R&amp;D, đào tạo, chuyển giao công nghệ.</li> <li>- Ưu đãi thuế gắn với hiệu quả đầu tư và cam kết đổi mới sáng tạo.</li> <li>- Hỗ trợ chi phí đất đai, hạ tầng, đào tạo nhân lực.</li> <li>- Tăng cơ chế phối hợp trung ương và địa phương trong việc lựa chọn dự án chiến lược.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hướng dòng vốn vào các ngành có giá trị gia tăng cao.</li> <li>- Khuyến khích hình thành trung tâm R&amp;D và nâng cấp năng lực sản xuất nội địa.</li> <li>- Tăng chất lượng FDI thay vì chỉ tăng quy mô vốn.</li> <li>- Hỗ trợ hình thành hệ sinh thái công nghệ trong các KCN/FTZ.</li> </ul>

Nguồn: Bộ KH&ĐT, Bộ KH&CN và VNDIRECT RESEARCH

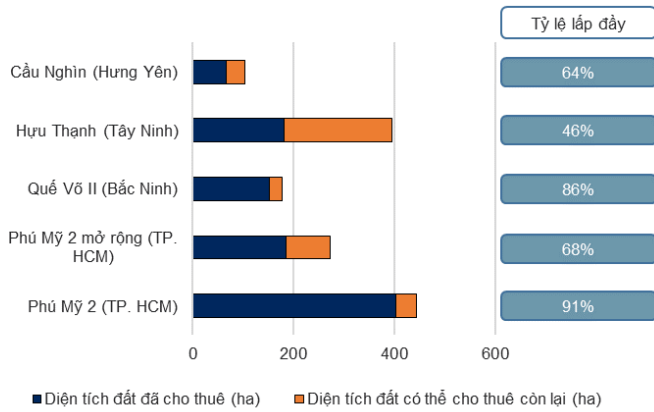
### Hựu Thạnh và Phú Mỹ II mở rộng hiện là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026-27

Quỹ đất của IDC hiện có khoảng 400ha sẵn sàng cho thuê, tập trung chủ yếu tại Hựu Thạnh và cụm Phú Mỹ.

Hựu Thạnh là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2026–2027 với tỷ lệ lấp đầy hiện tại ~46% – thấp hơn mặt bằng các KCN khác của IDC, qua đó còn dư địa lớn để tăng trưởng. Diện tích sẵn có cho thuê còn lại của dự án lớn giúp IDC duy trì tốc độ cho thuê cao trong nhiều năm tới. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng Hựu Thạnh sẽ đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào diện tích bàn giao từ 2026 trở đi, dẫn dắt tăng trưởng toàn danh mục.

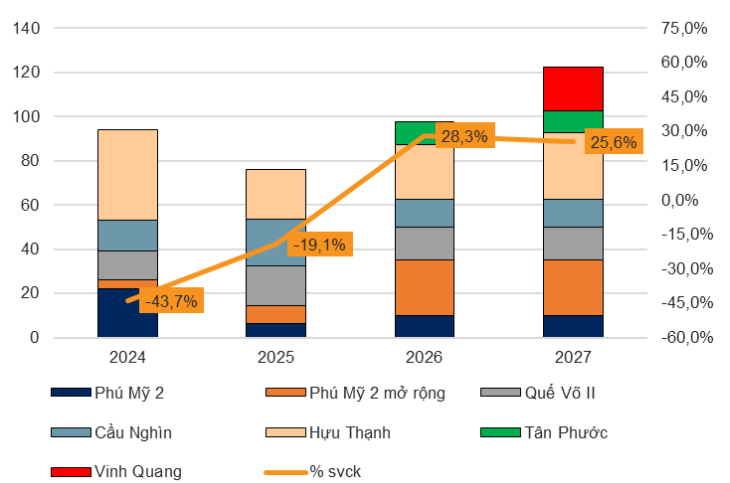
Bên cạnh đó, Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng đóng vai trò bổ trợ với tỷ lệ lấp đầy cao (~91% và ~68%), đồng thời có biên lợi nhuận vượt trội. Dù quỹ đất còn lại không lớn, các hợp đồng ký mới ở mức giá cao hơn sẽ giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận và cải thiện biên trong giai đoạn tới.

**Hình 7: Với năm KCN đang hoạt động, IDC hiện có 400 ha diện tích đất còn lại có thể cho thuê, phần lớn tại tỉnh Long An và BR-VT**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 8: Chúng tôi dự phóng diện tích đất bàn giao (ha) tăng 28%/26% svck trong năm 2026-27**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chuẩn bị bổ sung Vinh Quang và Tân Phước 1 vào quỹ đất, tạo dư địa tăng trưởng trong trung hạn

Ở phía danh mục dự án đang triển khai, Vinh Quang (Hải Phòng) và Tân Phước 1 (Đồng Tháp) là hai dự án gói đầu quan trọng, chuẩn bị bước vào giai đoạn triển khai từ 2026.

- KCN Tân Phước 1 (470ha) đã hoàn thành giải phóng mặt bằng toàn bộ phần diện tích của giai đoạn 1 (360ha) và đang trong quá trình triển khai đầu tư hạ tầng kỹ thuật. Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể bắt đầu bàn giao từ nửa cuối 2026.

**Hình 9: Dự án KCN Tân Phước**



- Vị trí: Xã Tân Lập 1, huyện Tân Phước, tỉnh Tiền Giang; thuận tiện di chuyển đến Long An và TP.HCM bằng đường cao tốc Trung Lương
- Tổng diện tích: 470ha
- Diện tích có thể cho thuê: 363ha
- Tổng mức đầu tư: 5.937 tỷ đồng
- Giá cho thuê kỳ vọng: 120-130 USD/m2/thời hạn thuê
- Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 5/2024
- Thời gian đi vào hoạt động kỳ vọng: 2026

Nguồn: IDC, Google earth, VNDIRECT RESEARCH

- KCN Vinh Quang (~226ha) đã hoàn tất bồi thường khoảng 160ha và dự kiến khởi công trong 2026, sẽ đóng góp từ giai đoạn 2027–2028.

Hình 10: Dự án KCN Vinh Quang



- Vị trí: Xã Vinh Quang, Cộng Hiền, Thanh Lương, H. Vĩnh Bảo, TP. Hải Phòng
- Tổng diện tích: 226ha GD1; 124ha GD2 (tổng 350ha)
- Diện tích có thể cho thuê: 162.2ha
- Tổng mức đầu tư: 3.550 tỷ đồng
- Giá cho thuê kỳ vọng: 130-150 USD/m2/thời hạn thuê
- Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 1/2025

Nguồn: IDC, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, hai dự án này đóng vai trò là nguồn cung đất khu công nghiệp trong trung và dài hạn, giúp IDC duy trì quỹ đất sẵn sàng cho thuê khi các khu công nghiệp hiện hữu dần được lấp đầy, đồng thời đảm bảo tính liên tục của chu kỳ tăng trưởng từ sau năm 2027.

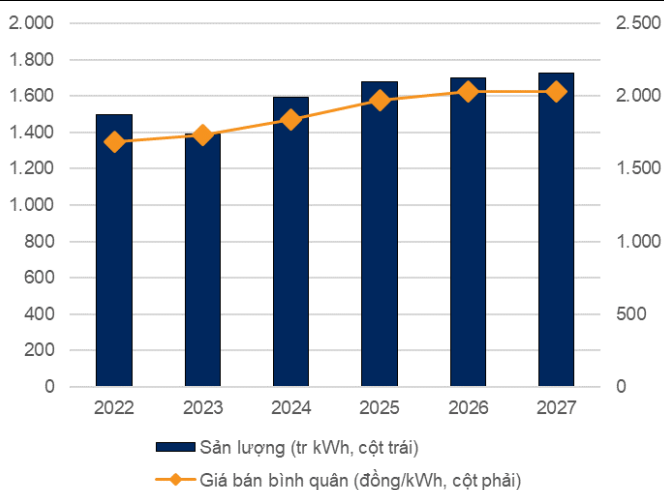
### Phân phối điện duy trì ổn định, thủy điện gặp thách thức ngắn hạn

#### Sản lượng và giá bán bình quân mạng phân phối điện tăng trưởng ổn định

Sản lượng điện phân phối duy trì đà tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2024-25, lần lượt đạt mức tăng 13,1% và 15,4% so với cùng kỳ. Động lực chủ yếu đến từ việc nhiều nhà máy tại KCN Hựu Thạnh bắt đầu đi vào vận hành, tiêu biểu như nhà máy Suntory PepsiCo từ năm 2025, cùng với sự phục hồi hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp thuê đất sau giai đoạn suy giảm trước đó. Song song, giá bán điện bình quân cũng duy trì xu hướng tăng, với mức tăng ước tính khoảng 6,2% trong năm 2024 và tiếp tục tăng khoảng 7,1% trong năm 2025.

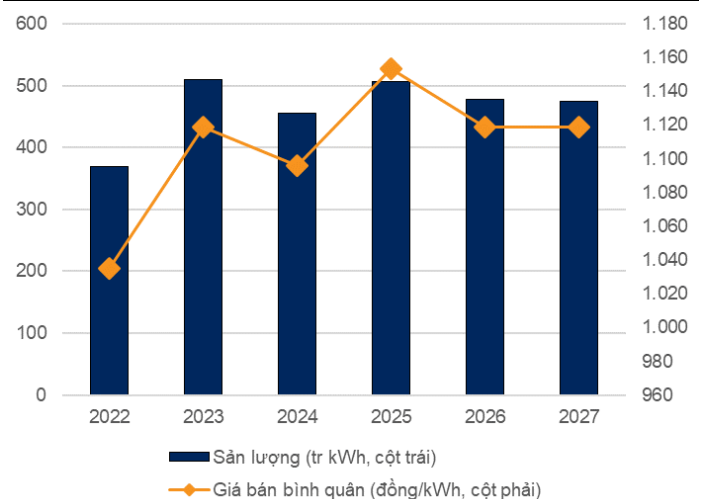
Bước sang giai đoạn 2026-27, tăng trưởng của mạng điện phân phối được kỳ vọng tiếp tục bám sát tiến độ lấp đầy tại các khu công nghiệp, đặc biệt là KCN Hựu Thạnh. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng phân phối điện sẽ duy trì trên mức 1.700 triệu kWh trong năm 2026-27, tăng nhẹ hơn 1,3% so với năm 2025.

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện phân phối sẽ tăng trưởng ổn định trong những năm tới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IDC, UIC

Hình 12: Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện giảm 5% trong năm 2026-27



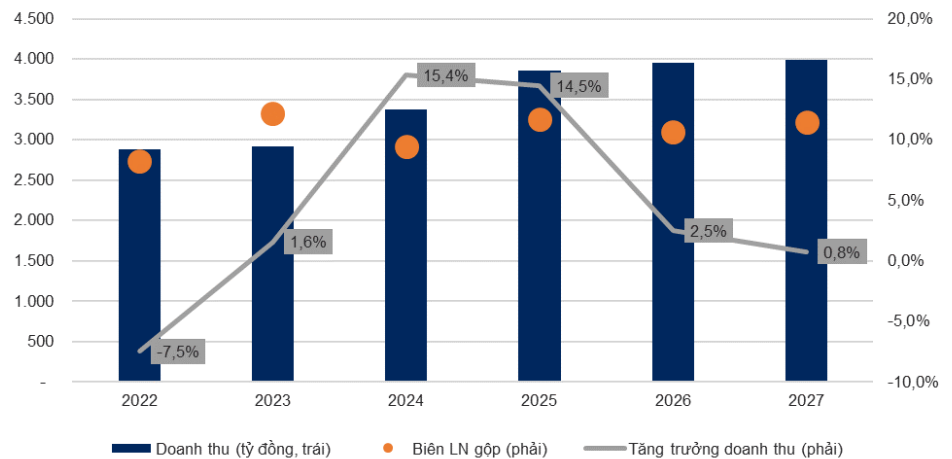
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IDC, ISH

**Trong khi đó, mảng thủy điện dự kiến đối mặt với thách thức ngắn hạn**

Theo dự báo ENSO mới nhất, điều kiện thời tiết trong năm 2026 có xu hướng nghiêng về pha El Nino, khiến lượng nước về hồ suy giảm. Với đặc thù phụ thuộc lớn vào yếu tố thủy văn, sản lượng thủy điện được dự báo sẽ giảm so với mức nền cao của năm 2025 – vốn là năm ghi nhận sản lượng bùng nổ. Trong năm 2026-27, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng thủy điện IDC về mức trung bình 475 triệu kWh mỗi năm, giảm khoảng 5% so với năm 2025.

Tổng thể, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng năng lượng sẽ duy trì ổn định ở mức 3.959/3.990 tỷ đồng trong năm 2026-27, tăng nhẹ 2,5%/0,8% svck.

**Hình 13: Dự phóng của chúng tôi mảng năng lượng của IDC trong giai đoạn 2022-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Mảng BĐS dân cư tiếp tục tập trung phát triển các dự án phụ trợ**

Tiến độ bán hàng tại các dự án BĐS dân cư hiện hữu của IDC như Osaka Garden (Bắc Châu Giang) và KDC mở rộng Phường 6 (Long An) đã ghi nhận phần lớn khối lượng bàn giao trong các năm trước. Do đó, đóng góp từ hai dự án này trong giai đoạn 2026-27 chủ yếu đến từ phần còn lại, với dư địa tăng trưởng không còn nhiều.

Trong giai đoạn tới, dự án KDC & NOCN Hựu Thạnh được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của mảng BĐS dân cư. Dự án đã hoàn tất các bước pháp lý quan trọng, bao gồm việc xác định giá đất giai đoạn 1 (~33,4ha), qua đó sẵn sàng đưa sản phẩm ra thị trường. Chúng tôi đặt dự phóng dựa trên tiến độ lấp đầy của KCN Hựu Thạnh và kỳ vọng dự án có thể bắt đầu mở bán vào cuối năm 2026, trước khi ghi nhận doanh thu rõ nét hơn từ năm 2027.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS dân cư đạt khoảng 250/530 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-27, với đóng góp chủ yếu từ phần bàn giao còn lại tại các dự án hiện hữu và dự án Hựu Thạnh khi bước vào giai đoạn bán hàng.

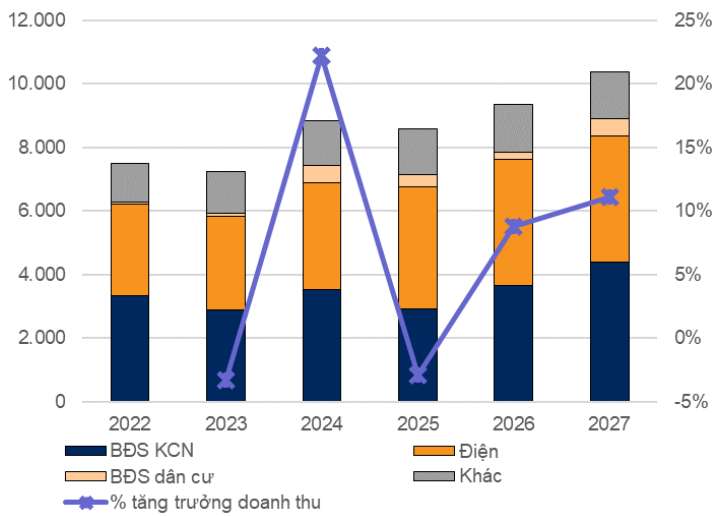
### LN ròng đạt tăng trưởng kép 12% trong 2026-27

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2026, được dẫn dắt bởi sự phục hồi của ngành BĐS KCN và động lực nội tại từ danh mục dự án đang triển khai. Cụ thể, doanh thu mảng KCN được dự phóng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2026–27, chủ yếu nhờ đẩy mạnh bàn giao tại Hựu Thạnh và Phú Mỹ II mở rộng, với diện tích bàn giao dự kiến tăng lần lượt 28%/26% svck. Song song, hai dự án gối đầu là Tân Phước 1 và Vinh Quang sẽ bắt đầu đóng góp từ cuối 2026, tạo nền tảng duy trì tăng trưởng trung hạn.

Ở mảng năng lượng, chúng tôi kỳ vọng duy trì sự ổn định với doanh thu đạt khoảng 3.959/3.990 tỷ đồng trong năm 2026–27, trong đó mảng điện phân phối tăng trưởng bám sát tiến độ lắp đầy KCN, trong khi thủy điện chịu áp lực ngắn hạn do yếu tố thời tiết. Đối với mảng BĐS dân cư, doanh thu dự kiến đạt 250/530 tỷ đồng trong giai đoạn 2026–27, với động lực chính đến từ dự án Hựu Thạnh khi bước vào giai đoạn mở bán từ cuối 2026, cùng phần bàn giao còn lại tại các dự án hiện hữu.

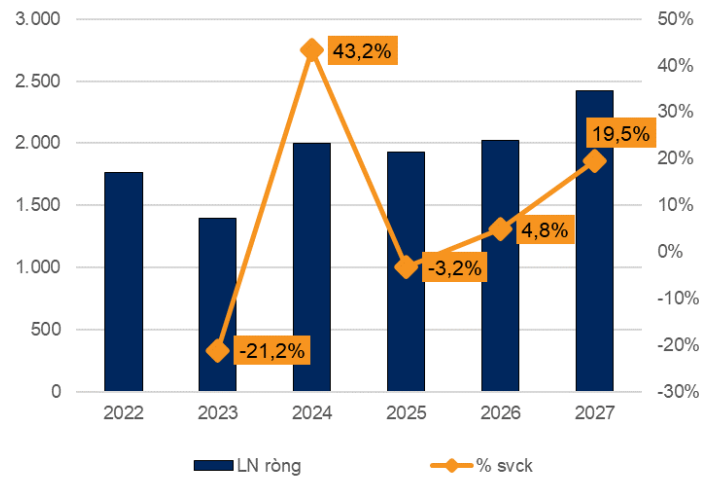
Tổng thể, chúng tôi dự phóng LN ròng IDC tăng 4,8%/19,5% trong năm 2026-27, phản ánh kỳ vọng hồi phục trong năm 2026 và tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm tới.

Hình 14: Dự phóng doanh thu IDC trong năm 2022-27 của chúng tôi (Đơn vị cột trái: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Dự phóng LN ròng IDC trong năm 2022-27 của chúng tôi (Đơn vị cột trái: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **58.000đ/cp**

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho các mảng KCN, BĐS dân cư, năng lượng và BOT. Giá mục tiêu của chúng tôi được xây dựng bởi các giả định WACC: 1) phần bù rủi ro thị trường ở mức 8,1% theo [cập nhật mới nhất của Damodaran](#), và 2) lãi suất phi rủi ro ở mức 3,6% theo trái phiếu chính phủ 10 năm.

Hình 16: Thay đổi trong giả định về WACC

Các giả định	Giá trị
Phần bù rủi ro thị trường	8,1%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Beta	1,1
Chi phí nợ vay	6,9%
Tỷ lệ nợ	41,6%
Tỷ lệ VCSH	58,4%
Chi phí sử dụng vốn	12,8%
<b>WACC</b>	<b>9,77%</b>

Hình 17: Định giá theo phương pháp SOTP

Mảng	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
<b>KCN</b>	<b>DCF (EV)</b>	<b>13.889</b>
_KCN Hữu Thạnh		5.203
_KCN Phú Mỹ 2 mở rộng		2.284
_KCN Phú Mỹ 2		1.106
_KCN Quế Võ		574
_KCN Cầu Nghìn		546
_KCN Tân Phước 1		2.485
_KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng		222
_KCN Vĩnh Quang		1.469
<b>BĐS dân cư</b>	<b>BV, P/B</b>	<b>3.161</b>
<b>Năng lượng &amp; BOT</b>	<b>DCF</b>	<b>5.041</b>
<b>Cộng:</b>		
Tiền và tương đương tiền		7.360
Tài sản khác		211
<b>Trừ:</b>		
Tổng nợ vay		5.877
Lợi ích cổ đông không kiểm soát		1.804
<b>RNAV</b>		<b>21.980</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành		379.498.823
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>58.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kể từ cú sốc thuế quan năm 2025, cổ phiếu IDC cũng chịu áp lực điều chỉnh mạnh theo xu hướng chung của thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá IDC là một trong những cổ phiếu có diễn biến tích cực nhất trong nhóm BĐS KCN khi mặt bằng định giá đã dần ổn định trở lại. Hiện cổ phiếu đang giao dịch quanh mức P/B ~2,8x, gần tương đương với mức trung bình 3 năm (2,9x) và cao hơn trung vị các công ty cùng ngành (1,7x).

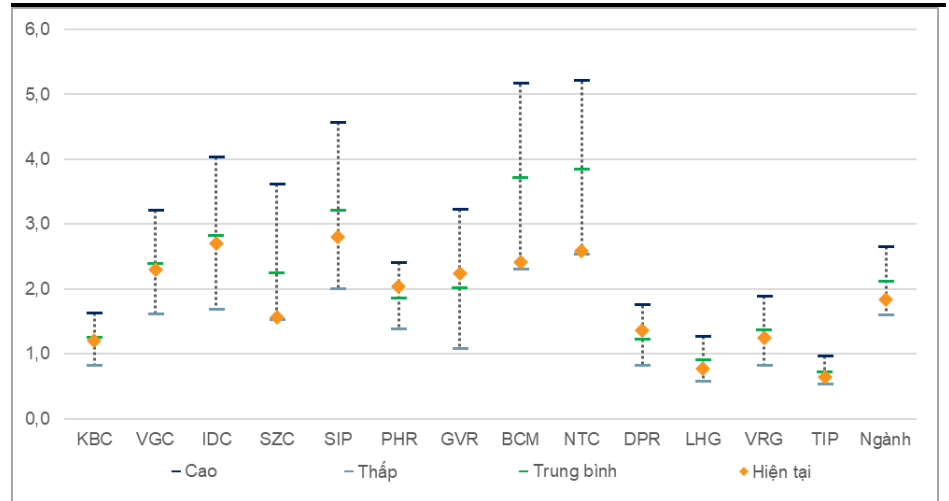
Hình 18: IDC đang giao dịch ở P/B là 2,9, cao hơn trung vị các công ty cùng ngành và tương đương mức bình quân 3 năm gần nhất của công ty



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/B năm 2026 là 2,4x, với quan điểm IDC là DN hàng đầu trong ngành bắt đầu đón nhận xu hướng phục hồi của ngành, và hướng tới tăng trưởng ổn định trong giai đoạn trung hạn. Chúng tôi ước tính CAGR LN ròng 3 năm của IDC ước tính ở mức 10%/năm, và duy trì ROE ở trên mức 23% trong giai đoạn 2026-28.

Hình 19: P/B 3 năm các DN BĐS KCN



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 20: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu tại ngày 17/4/2026)

Công ty	Mã bloomberg	Vốn hóa	Doanh thu 2025	%svck	LN ròng 205	%svck	Tăng trưởng LN	D/E	ROA	ROE	P/E trượt 12T	P/B
							ròng 2025					
		tr USD	tr USD		tr USD		%	%	%	%	x	x
<b>Tổng Công ty IDICO</b>	<b>IDC VN</b>	<b>708</b>	<b>330</b>	<b>-2,9%</b>	<b>91</b>	<b>-2,0%</b>	<b>(6,9)</b>	<b>71,1</b>	<b>9,2</b>	<b>32,0</b>	<b>9,6</b>	<b>2,1</b>
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	5.096	1.113	10,3%	244	65,2%	18,3	4,8	6,6	10,3	24,4	2,4
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	2.181	267	32,7%	135	67,7%	32,7	102,7	5,8	16,5	16,6	2,5
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	1.255	257	140,9%	86	403,7%	133,7	107,1	3,7	9,9	14,5	1,3
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	784	512	11,8%	61	27,0%	26,3	48,3	5,5	16,5	14,7	2,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	565	331	10,3%	58	14,7%	10,2	82,3	5,0	25,9	11,8	2,9
Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	436	234	7,8%	65	17,3%	N/A	36,8	4,4	13,9	9,6	1,6
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	319	65	30,9%	27	74,1%	15,7	1,1	7,6	11,4	17,6	2,1
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	200	42	26,1%	13	27,6%	37,5	77,3	4,2	10,9	15,3	1,6
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	130	15	194,3%	15	49,2%	86,2	11,0	4,9	28,3	10,4	2,7
CTCP Long Hậu	LHG VN	54	17	40,1%	11	47,0%	N/A	10,3	6,1	9,8	4,9	0,8
<b>Trung bình</b>				<b>45,7%</b>		<b>71,9%</b>	<b>39,3</b>	<b>50,2</b>	<b>5,7</b>	<b>16,9</b>	<b>13,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Trung vị</b>				<b>26,1%</b>		<b>47,0%</b>	<b>26,3</b>	<b>48,3</b>	<b>5,5</b>	<b>13,9</b>	<b>14,5</b>	<b>2,1</b>

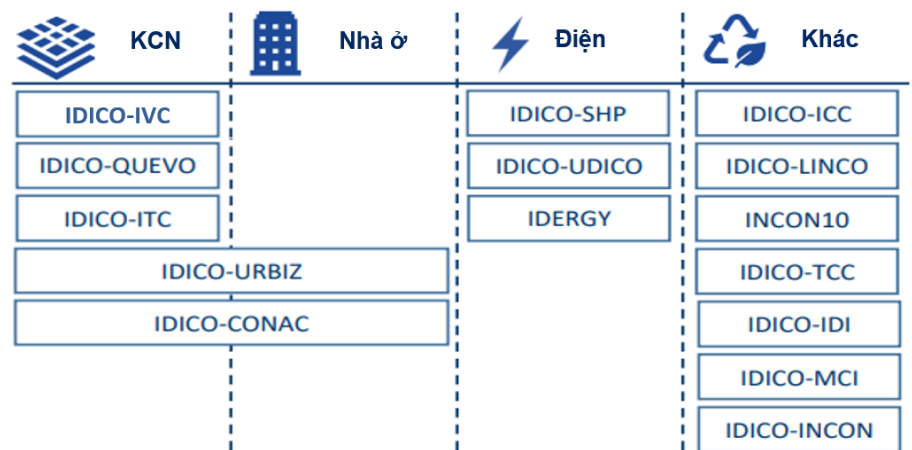
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

## Phụ lục I: Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công ty IDICO (IDC) – CTCP được thành lập năm 2000, là doanh nghiệp nhà nước thuộc Bộ Xây dựng. Sau khi Bộ Xây dựng thoái toàn bộ vốn Nhà nước tại IDC từ năm 2020, hội đồng quản trị đã tái cơ cấu công ty và các công ty con, tập trung vào 4 mảng cốt lõi là: BĐS KCN, BĐS thương mại & dân cư, năng lượng và BOT.

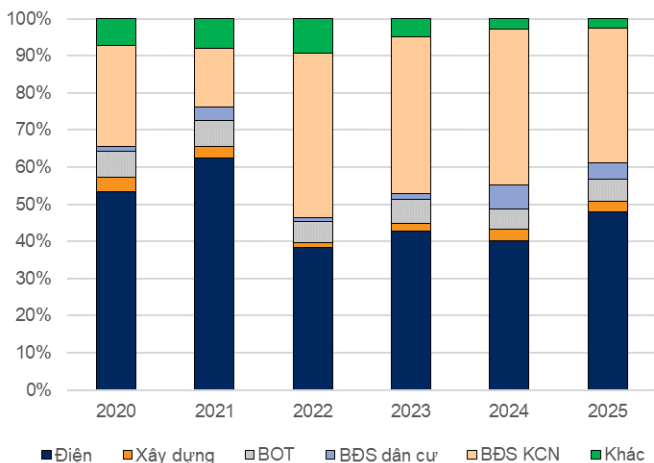
IDC là một trong những đơn vị vận hành BĐS KCN tiên phong tại Việt Nam với KCN Nhơn Trạch 1 đầu tiên được thành lập vào năm 1995. Trong hơn 23 năm qua, IDC đã phát triển trở thành một trong những đơn vị phát triển BĐS KCN hàng đầu với 14 KCN trên khắp miền Nam và miền Bắc Việt Nam. Công ty đang quản lý 9 KCN ở phía Nam và 5 KCN ở phía Bắc, với tổng diện tích 4.488ha.

**Hình 21: Cơ cấu tổ chức của IDC**



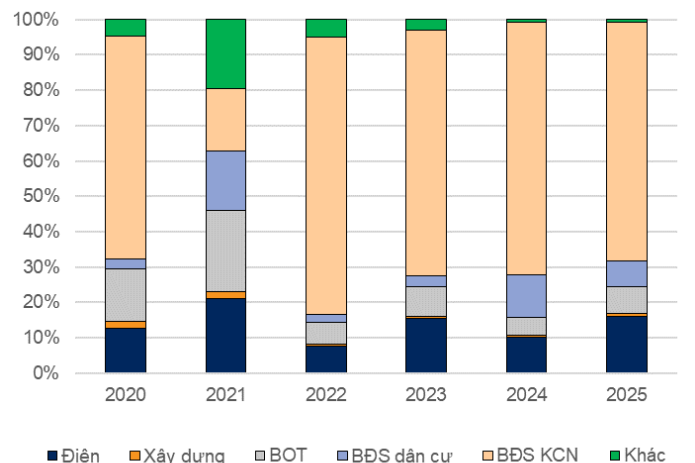
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 22: Cơ cấu doanh thu của IDC có sự thay đổi do chuyển phương thức ghi nhận doanh thu KCN từ phân bổ sang ghi nhận một lần từ năm 2020**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 23: Mảng BĐS KCN đóng góp trọng yếu vào lợi nhuận gộp của IDC từ năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: Các KCN của IDC tính đến cuối Q4/25

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian sử dụng đất	Tỷ lệ lấp đầy tại cuối Q4/25	Diện tích đất còn lại (ha)	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> /thời hạn thuê)
<b>KCN đã lấp đầy</b>								
Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	382	284	458	1998 - 2048	100%		
Nhơn Trạch 5	Đồng Nai	309	229	329	2003 - 2053	100%		
Mỹ Xuân B1	BR-VT	227	160	544	1998 - 2062	100%		
Mỹ Xuân A	BR-VT	302	229	342	2002 - 2052	100%		
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	106	46	252	2003 - 2053	100%		
<b>KCN đang hoạt động</b>								
Phú Mỹ 2	BR-VT	621	443	1.900	2005 - 2055	91%	40	124
Phú Mỹ 2 mở rộng	BR-VT	398	273	1.880	2008 - 2058	68%	87	126
Quế Võ II	Bắc Ninh	270	177	1.489	2007 - 2057	86%	25	150
Cầu Nginh	Thai Bình	184	103	1.160	2012 - 2062	64%	37	81
Hựu Thạnh	Long An	524	395	7.300	2019 - 2069	46%	214	161
<b>KCN sắp triển khai</b>								
Mỹ Xuân B1 mở rộng	BR-VT	110	83	1.989				NA
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	363	5.937				NA
Vinh Quang, GD 1	Hải Phòng	226	163	3.551				NA
Phú Long	Hải Phòng	415	301	4.960				NA

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IDC

Hình 25: Các dự án năng lượng của IDC

Dự án	Vị trí	Công suất thiết kế	Tỷ lệ sở hữu của IDC	Bình luận
Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng	Bình Phước	51 MW	52%	
Nhà máy thủy điện Đăk Mi 3	Quảng Nam	63 MW	100%	
Trạm biến áp 110/22kV Tuy Hạ	Đồng Nai	229 MVA	67%	Phân phối điện tại các KCN Nhơn Trạch 1, 2 và 3
Trạm biến áp 110/22kV Nhơn Trạch 5	Đồng Nai	189 MVA	67%	Phân phối điện tại các KCN Nhơn Trạch 5 và 2
Trạm biến áp 110/22kV Hựu Thạnh	Long An	63MVA, gđ 1 (tổng 189MVA)	67%	Phân phối điện tại KCN Hựu Thạnh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, UIC, ISH

Hình 26: Danh mục dự án bất động sản của IDC

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của IDC (ha)	Diện tích	Ghi chú
<b>Dự án NOXH và Nhà ở công nhân</b>				
Dự án nhà ở công nhân tại KCN Nhơn Trạch (1)	Đồng Nai	100,0%	10,0	Đã hoàn tất điều chỉnh và phê duyệt quy hoạch
Dự án nhà ở công nhân tại KCN Nhơn Trạch (2)	Đồng Nai	100,0%	10,0	xây dựng 2 khối nhà 9 tầng. Đang điều chỉnh GCNĐT
Dự án tái định cư Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước (In Home Hiệp Phước)	Đồng Nai	61,5%	4,9	Đang nộp hồ sơ điều chỉnh Giấy chứng nhận đầu tư
Dự án nhà ở xã hội Vĩnh Bảo	Hải Phòng	100,0%	7,7	Đã nộp đề xuất, đang chờ phê duyệt
Dự án nhà ở xã hội Tân Phước 1	Đồng Tháp	100,0%	60,0	Đã nộp đề xuất, đang chờ phê duyệt
Dự án nhà ở xã hội An Hòa	Đồng Nai	100,0%	0,6	Đã nộp đề xuất, đang chờ phê duyệt
<b>Các dự án thương mại khác</b>				
Khu dân cư & nhà ở công nhân Hựu Thạnh (In Home Hựu Thạnh)	Long An	51,0%	47,1	Đã nhận quyết định giao đất & giải ngân đầu tư định kỳ. Hoàn tất tiền sử dụng đất giai đoạn 1 (33,44ha)
Khu căn hộ trên Quốc lộ 1K Hòa An + In Home Biên Hòa	Đồng Nai	65,5%	7,0	Đang điều chỉnh Giấy chứng nhận đầu tư
Dự án An Hòa	Đồng Nai	100,0%	3,9	Đang điều chỉnh thành dự án nhà ở xã hội
Văn phòng IDICO-INCO 10	Cần Thơ	97,8%	0,5	Đang hoàn thiện nội thất và cho thuê
Dự án Bắc Châu Giang (Osaka Garden)	Hà Nam	51,0%	5,7	Đã bán hết giai đoạn 1 & 2
Mở rộng khu dân cư trung tâm Phường 6 – Long An	Long An	51,0%	30,1	Khu thương mại: đã bàn giao 1,5ha cho Aeon. Phần còn lại ~7.400m <sup>2</sup> chuyển đổi sang đất thương mại. Khu dân cư: đã bán ~12,7ha, còn lại ~1ha

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Báo cáo KQKD

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
Doanh thu thuần	4.301	7.485	7.237	8.846	8.588	9.342	10.377
Giá vốn hàng bán	(3.564)	(4.426)	(4.814)	(5.509)	(5.528)	(5.938)	(6.441)
<b>LN gộp</b>	<b>737</b>	<b>3.060</b>	<b>2.423</b>	<b>3.337</b>	<b>3.060</b>	<b>3.404</b>	<b>3.937</b>
Chi phí QLDN	(189)	(248)	(247)	(275)	(301)	(303)	(319)
Chi phí bán hàng	(71)	(86)	(115)	(123)	(95)	(106)	(110)
<b>LN hoạt động</b>	<b>477</b>	<b>2.726</b>	<b>2.061</b>	<b>2.939</b>	<b>2.664</b>	<b>2.995</b>	<b>3.508</b>
<b>EBITDA</b>	<b>866</b>	<b>3.764</b>	<b>2.917</b>	<b>4.292</b>	<b>3.650</b>	<b>3.856</b>	<b>4.372</b>
Khấu hao	389	1.038	857	1.353	986	861	864
<b>EBIT</b>	<b>477</b>	<b>2.726</b>	<b>2.061</b>	<b>2.939</b>	<b>2.664</b>	<b>2.995</b>	<b>3.508</b>
Doanh thu tài chính	605	144	221	168	322	237	273
Chi phí tài chính	(294)	(186)	(189)	(136)	(146)	(229)	(245)
Thu nhập ròng khác	40	57	(38)	20	78	29	22
Thu nhập từ liên doanh/liên kết	(71)	(123)	1	1	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>756</b>	<b>2.618</b>	<b>2.057</b>	<b>2.993</b>	<b>2.918</b>	<b>3.032</b>	<b>3.559</b>
Chi phí thuế TNDN	(178)	(563)	(401)	(600)	(564)	(606)	(712)
<b>LN ròng</b>	<b>454</b>	<b>1.768</b>	<b>1.394</b>	<b>1.996</b>	<b>1.932</b>	<b>2.025</b>	<b>2.420</b>
LNST của cổ đông không kiểm soát	124	287	262	397	422	401	427

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
<b>Tiền và tương đương tiền</b>	<b>495</b>	<b>1.087</b>	<b>1.334</b>	<b>2.188</b>	<b>553</b>	<b>788</b>	<b>2.211</b>
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.169	1.043	910	2.264	6.807	2.831	2.972
Các khoản phải thu ngắn hạn	763	878	2.401	1.515	1.157	1.328	1.383
Hàng tồn kho	549	1.095	1.299	1.401	1.299	1.473	1.367
Tài sản ngắn hạn khác	59	66	74	54	41	44	48
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.035</b>	<b>4.168</b>	<b>6.018</b>	<b>7.422</b>	<b>9.857</b>	<b>6.463</b>	<b>7.982</b>
Tài sản cố định	5.821	8.581	3.221	3.070	2.931	2.612	2.400
Tài sản dở dang dài hạn	4.608	2.048	1.323	4.959	7.094	8.440	9.917
Tổng các khoản đầu tư dài hạn	393	348	6.310	2.766	2.785	4.203	3.617
Tài sản dài hạn khác	1.220	1.868	850	549	535	845	690
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16.076</b>	<b>17.013</b>	<b>17.720</b>	<b>18.765</b>	<b>23.201</b>	<b>22.563</b>	<b>24.606</b>
Nợ vay ngắn hạn	1.448	748	938	1.144	2.612	1.878	2.245
Các khoản phải trả ngắn hạn	976	1.550	2.968	3.351	2.979	3.081	3.146
Phải trả ngắn hạn khác	26	24	81	37	30	30	30
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.450</b>	<b>2.322</b>	<b>3.986</b>	<b>4.532</b>	<b>5.621</b>	<b>4.989</b>	<b>5.421</b>
Nợ vay dài hạn	2.085	2.720	2.585	1.992	3.265	2.612	2.874
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	6.048	5.191	4.584	4.600	5.529	5.363	5.203
Phải trả dài hạn khác	466	653	360	467	523	367	373
Vốn góp chủ sở hữu	3.042	3.344	3.344	3.344	3.839	3.839	3.839
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	686	1.402	874	1.478	1.722	2.089	2.968
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.028</b>	<b>6.128</b>	<b>6.205</b>	<b>7.208</b>	<b>8.263</b>	<b>9.231</b>	<b>10.736</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.128	1.182	1.232	1.592	1.804	2.204	2.631
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>16.076</b>	<b>17.013</b>	<b>17.720</b>	<b>18.800</b>	<b>23.201</b>	<b>22.563</b>	<b>24.606</b>

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
<b>LN trước thuế</b>	<b>756</b>	<b>2.618</b>	<b>2.057</b>	<b>2.993</b>	<b>2.918</b>	<b>3.032</b>	<b>3.559</b>
Khấu hao	389	1.038	857	1.353	986	861	864
Thuế TNDN đã nộp	(289)	(207)	(540)	(561)	(567)	(608)	(710)
Các khoản điều chỉnh khác	(796)	(5.349)	(2.582)	(4.304)	(3.187)	(4.851)	(4.572)
Thay đổi vốn lưu động	715	3.966	2.943	4.404	3.764	3.723	4.393
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>774</b>	<b>2.066</b>	<b>2.735</b>	<b>3.885</b>	<b>3.914</b>	<b>2.157</b>	<b>3.534</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.066)	(1.497)	(1.110)	(592)	(3.103)	(3.317)	(1.542)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	7	54	148	4	80	0	0
Các khoản khác	118	130	217	159	256	237	273
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(111)	943	(218)	(841)	(4.162)	3.987	(143)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(1.059)</b>	<b>(423)</b>	<b>(1.111)</b>	<b>(1.274)</b>	<b>(7.010)</b>	<b>(596)</b>	<b>(1.412)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	188	20	0	0
Trả vớt góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	(0)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	778	(65)	155	(386)	2.741	0	628
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(724)	(986)	(1.532)	(1.556)	(1.300)	(1.327)	(1.327)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>54</b>	<b>(1.050)</b>	<b>(1.378)</b>	<b>(1.755)</b>	<b>1.461</b>	<b>(1.327)</b>	<b>(698)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	727	495	1.087	1.334	2.188	553	788
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(231)</b>	<b>592</b>	<b>247</b>	<b>855</b>	<b>(1.635)</b>	<b>235</b>	<b>1.423</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>495</b>	<b>1.087</b>	<b>1.334</b>	<b>2.188</b>	<b>553</b>	<b>788</b>	<b>2.211</b>

## Các chỉ số cơ bản

Chỉ số định giá	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
EPS (đồng)	1.514	5.356	4.223	6.050	5.090	5.336	6.376
P/B	3,8	3,3	3,3	2,9	2,9	2,7	2,3
Tỷ suất cổ tức	4,9%	6,0%	9,4%	9,5%	6,9%	7,1%	7,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	73%	171%	75%	94%	54%	56%	55%

### Chỉ số tăng trưởng (svck)

Tăng trưởng doanh thu	-19,7%	74,0%	-3,3%	22,2%	-2,9%	8,8%	11,1%
Tăng trưởng LN ròng	-48,0%	289,1%	-21,2%	43,2%	-3,2%	4,8%	19,5%

### Chỉ số sinh lời

Biên LN gộp	17,1%	40,9%	33,5%	37,7%	35,6%	36,4%	37,9%
Biên EBITDA	20,1%	50,3%	40,3%	48,5%	42,5%	41,3%	42,1%
Biên LN ròng	10,6%	23,6%	19,3%	22,6%	22,5%	21,7%	23,3%
ROA	3,8%	12,4%	9,5%	13,1%	11,2%	10,6%	12,1%
ROE	11,6%	36,8%	26,9%	35,7%	30,4%	27,7%	28,5%

### Chỉ số đòn bẩy

Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I)	5,4	15,7	12,1	24,0	21,5	14,5	15,8
Nợ vay/VCSH	70,3%	56,6%	56,8%	43,5%	71,1%	48,6%	47,7%
Nợ vay ròng/VCSH	17,3%	21,8%	20,6%	-18,3%	-17,9%	9,4%	-0,6%

### Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5
Vòng quay các khoản phải thu	5,0	8,5	5,9	6,4	5,8	5,8	7,7
Số ngày phải thu	72,5	42,4	60,8	56,5	62,4	61,7	46,7
Vòng quay các khoản phải trả	4,1	5,9	3,2	2,8	2,7	3,1	3,3
Số ngày phải trả	88,0	60,7	112,4	128,6	132,7	116,8	108,0
Vòng quay hàng tồn kho	6,5	5,4	4,0	4,1	4,1	4,3	4,5
Số ngày tồn kho	55,0	66,9	89,5	88,2	87,9	84,0	79,4
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,8	1,5	1,6	1,8	1,3	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,3	1,2	1,3	1,5	1,0	1,2

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích & Tư vấn đầu tư**

Email: [phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng**

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

**Đặng Huy Hoàng – Chuyên viên Phân tích**

Email: [hoang.danghuy2@vndirect.com.vn](mailto:hoang.danghuy2@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – P. Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>