

Tổng Công ty IDICO (HNX: IDC) Đà tăng trưởng chậm lại trong 2025

- Q3/24 LN ròng tăng trưởng 218% svck. Luỹ kế 9T24, LN ròng tăng 95% svck nhờ bàn giao 90 ha diện tích đất KCN và chuyển nhượng BĐS, cao hơn dự kiến và hoàn thành 98% dự phóng cả năm của chúng tôi;
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2024-26 tăng 30%/1%/5% svck nhờ hai dự án KCN mới được đưa vào vận hành;
- Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với IDC với giá mục tiêu 55,500 đ/CP.

Các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng trong 9T24

Q3/24, doanh thu cho thuê đất KCN đạt 892 tỷ đồng (+100% svck), doanh thu sản xuất và phân phối điện đạt 893 tỷ đồng (+22% svck). Qua đó, tổng doanh thu và LN ròng lần lượt đạt 2,276 tỷ đồng (+58% svck) và 511 tỷ đồng (+218% svck). Luỹ kế 9T24, doanh thu đạt 6,891 tỷ đồng (+38% svck) và LN ròng đạt 1,639 tỷ đồng (+95% svck). Trong kỳ, IDC bàn giao khoảng 90 ha đất cho thuê KCN, giá cho thuê KCN trung bình đạt 135 USD/m², diện tích cho thuê ký mới đạt 65 ha, hoàn thành 45% kế hoạch. Như vậy, 9T24, doanh thu và LN ròng lần lượt đạt 82% và 98% dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024-26 tăng trưởng 30%/1%/5% svck nhờ đưa vào khai thác hai dự án KCN mới

Năm 2024, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 30% svck, tăng thêm 9% so với dự phóng trước do ghi nhận thêm lợi nhuận từ dự án Bắc Châu Giang GĐ1. Sang năm 2025-26, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng 1% và 5% svck, cao hơn 7% và 5% so với dự phóng trước nhờ công ty đưa vào vận hành hai KCN mới (Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng) sau khi được chấp thuận chủ trương đầu tư. Công ty dự kiến ghi nhận lợi nhuận từ bàn giao phần diện tích đất còn lại cho Aeon tại KDC mở rộng phường 6 và dự án Bắc Châu Giang GĐ2 trong 2025. Mảng điện sản xuất tích cực hơn nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi khi vào pha La Nina, mảng điện phân phối ổn định sau khi đưa vào vận hành trạm biến áp Hựu Thạnh.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 55,500 đồng/CP

Chúng tôi định giá cổ phiếu IDC dựa trên phương pháp SOTP, giữ nguyên giá mục tiêu là 55,500 đồng/CP. Giá cổ phiếu giảm trong thời gian qua phản ánh rủi ro cho thuê đất ký mới đang chậm hơn kế hoạch có thể khiến đà tăng trưởng trong năm 2025-26 không còn cao như năm 2024. Rủi ro giảm giá của IDC gồm (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sau khi Luật Đất Đai mới có hiệu lực.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,237	8,556	8,961	10,063
LN ròng	1,394	1,807	1,821	1,916
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.3%	18.2%	4.7%	12.3%
Tăng trưởng LN ròng	-21.2%	29.7%	0.8%	5.2%
Biên LN gộp	33.5%	38.2%	36.1%	34.7%
Biên EBITDA	42.8%	45.0%	42.8%	39.8%
ROAE	28.1%	34.7%	31.2%	29.3%
ROAA	8.0%	9.7%	9.3%	9.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,223	5,475	5,518	5,806
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,069	16,484	18,941	20,681

(Nguồn: IDC, MBS Research)

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

VND 55,500

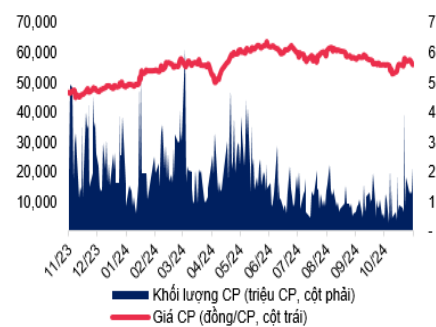
So với giá thị trường

2.4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh tăng EPS năm 2024-26 lên 9%/7%/5% so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	54,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	63,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	44,800
Vốn hóa (tỷ VND)	17,886
P/E (TTM)	8.2
P/B	3.4
Tỷ suất cổ tức (%)	7.4%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn SSG	22.5%
Bách Việt	11.9%



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

Tổng Công ty IDICO – CTCP

Tóm tắt KQKD Q3/24 và 9T24

9T24 doanh thu và LN ròng tăng trưởng lần lượt 38% và 95% svck

Hình 1: Tình hình KQKD Q3/24 và 9T24 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q3/24	qoq (%)	yoy (%)	9T24	yoy (%)	So với dự phóng	Đánh giá
Doanh thu	2,276	6%	58%	6,891	38%	82%	
- KCN	892	9%	100%	3,019	52%	84%	Q3/24 IDC bàn giao 23 ha đất cho thuê KCN ghi nhận 1 lần (Hựu Thạnh: 18 ha, Phú Mỹ 2: 2 ha, Cầu Nghìn: 1.3 ha và phần còn lại của Quế Võ 2), trong đó có 10 ha từ hợp đồng ký từ năm trước. Luỹ kế 9T24, IDC bàn giao khoảng 90 ha đất cho thuê KCN, giá cho thuê KCN trung bình đạt 135 USD/m2 (+11% svck).
- Điện	893	14%	22%	2,361	14%	70%	
Điện sản xuất	128	102%	13%	256	-20%	42%	Q3/24 sản lượng điện sản xuất đạt 145 triệu kWh (+7% svck), trong đó sản lượng tại Srok Phu Miêng và Đrăk Mi 3 lần lượt đạt 90 triệu kWh (-2% svck) và 55 triệu kWh (+27% svck). Luỹ kế 9T24, sản lượng điện tại Srok Phu Miêng và Đrăk Mi 3 lần lượt đạt 154 triệu kWh (-12% svck) và 116.5 triệu kWh (-20% svck) do điều kiện thời tiết không thuận lợi.
Điện phân phối	765	7%	24%	2,105	20%	76%	Sản lượng điện phân phối đạt 421 triệu kWh (+18% svck) trong Q3/24 và 1,158 triệu kWh (+13% svck) nhờ đưa vào vận hành trạm biến áp Hựu Thạnh GB 1 (63 MVA).
- BĐS	121	37%	544%	490	567%	129%	Doanh thu BĐS tăng cao hơn dự phóng của chúng tôi do LINCO (IDC nắm giữ 51%) mở bán dự án KDC Bắc Châu Giang.
LNG	793	-2%	96%	2,701	69%	89%	
Biên LNG	35%	-3 điểm %	+7 điểm %	39%	+7 điểm %	+3 điểm %	
- KCN	58%	-7 điểm %	+11 điểm %	63%	+10 điểm %	+9 điểm %	Biên LNG được cải thiện do bàn giao được nhiều diện tích đất tại Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng có biên LNG cao (>70%).
- Điện	11%	6 điểm %	-2 điểm %	7%	-4 điểm %	-5 điểm %	Biên LNG giảm do điện phân phối có biên LNG thấp tăng tỷ trọng trong doanh thu.
Điện sản xuất	57%	29 điểm %	-10 điểm %	42%	-13 điểm %	-14 điểm %	Biên LNG giảm do điều kiện thủy văn kém
Điện phân phối	3%	0 điểm %	0 điểm %	3%	0 điểm %	0 điểm %	
- BĐS	61%	-15 điểm %	-15 điểm %	71%	2 điểm %	-6 điểm %	Biên LN góp đạt 71% tăng 2 điểm phần trăm svck. Đây là mức biên khá cao so với trung bình ngành BĐS (chỉ khoảng 40-50%).
Chi phí quản trị & bán hàng	88	-3%	-2%	272	8%	57%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	4%	0 điểm %	-2 điểm %	4%	-1 điểm %	-2 điểm %	
Doanh thu tài chính	44	13%	52%	115	-13%	53%	
Chi phí tài chính	34	-2%	-20%	104	-29%	54%	
LNTT	717	-3%	180%	2,453	89%	95%	
LN ròng	511	18%	218%	1,639	95%	98%	Doanh thu và LN ròng 9 tháng lần lượt đạt 82% và 98% dự phóng cả năm của chúng tôi.

(Nguồn: IDC, MBS Research)

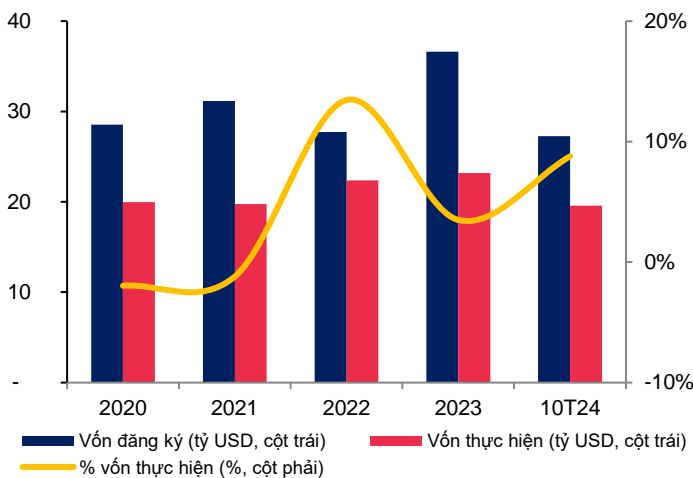
Mảng KCN: Động lực tăng trưởng đến từ dự án mới

Dòng vốn FDI tiếp tục là điểm sáng

10T24, vốn FDI đăng ký và giải ngân lần lượt đạt 27.3 tỷ USD (+1.9% svck) và 19.6 tỷ USD (+8.8% svck). Đây là mức tăng trưởng tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn khi nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ. Dòng vốn FDI duy trì đà tăng tốt là nhờ: (1) các hiệp định FTA đã ký (2) năng suất lao động đang được cải thiện tích cực (3) chi phí điện hấp dẫn (4) cơ sở hạ tầng giao thông được đầu tư. Chúng tôi cho rằng Việt nam vẫn là điểm đến ưa thích của dòng vốn sản xuất nhờ chiến lược Trung Quốc +1, đặc biệt sau kết quả bầu cử tại Mỹ - chính sách thuế quan của Tổng thống mới sẽ khiến dòng vốn đầu tư chảy ra khỏi Trung Quốc để tìm đến các quốc gia đang là đối tác chiến lược của Mỹ, trong đó có Việt Nam - và FED phát đi tín hiệu tiếp tục hạ lãi suất trong thời gian tới.

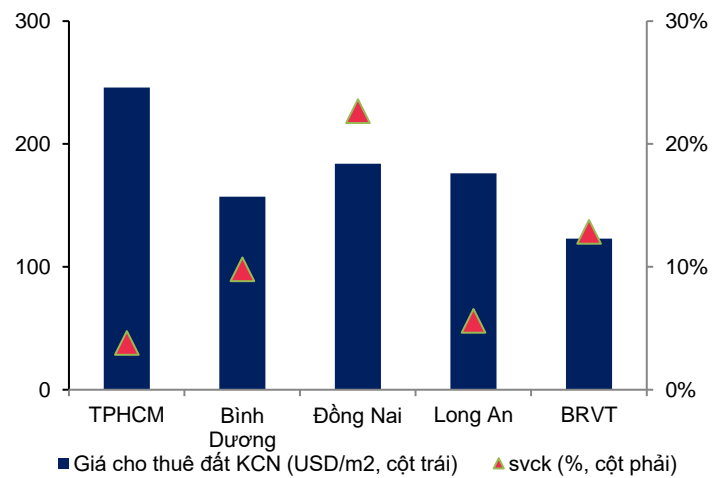
Theo Cushman&Wakefield (CW), nhu cầu thuê đất KCN ở KVPN vẫn ở mức cao trong Q3/24 với diện tích đất thuê đạt 108 ha, tăng 37,2% qoq nhưng giảm 6,6% svck, giá cho thuê đất KCN trung bình đạt 176 USD/m² (+5.6% yoy). Long An và Bà Rịa Vũng Tàu (BRVT), hai tỉnh có quỹ đất công nghiệp lớn, dẫn đầu diện tích cho thuê với tỷ lệ hấp thụ đạt 85%. Nhờ đó, giá cho thuê đất KCN tại Long An và BRVT tăng 6% và 13% svck.

Hình 2: Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam duy trì đà tăng



(Nguồn: Bộ KH&ĐT)

Hình 3: Giá cho thuê đất KCN tại KVPN



(Nguồn: CW, MBS Research)

Dự án KCN mới đang dần hoàn thiện pháp lý

Hình 4: 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	2024			2025			2026		
						Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu
Dự án đã lấp đầy														
Kim Hoa	Vĩnh Phúc	100%	50	46	100%									
Mỹ Xuân B1	BRVT	51%	227	160	100%									
Mỹ Xuân A	BRVT	100%	302	229	100%									
Nhon Trạch 1	Đồng Nai	100%	382	284	100%									
Nhon Trạch 5	Đồng Nai	100%	309	229	100%									
Dự án đang triển khai														
Phú Mỹ 2	BRVT	100%	621	443	87%	124	25	843	130	18	650	137	15	573

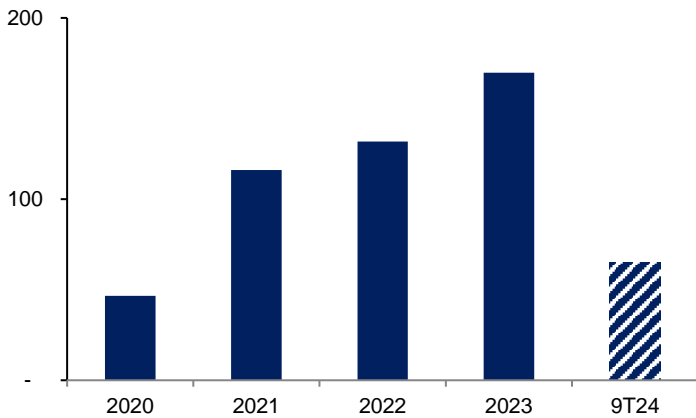
KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	2024			2025			2026		
						Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu	Giá cho thuê	Diện tích cho thuê	Doanh thu
Phú Mỹ 2 MR	BRVT	100%	398	273	65%	126	15	514	132	18	661	139	18	708
Cầu Nghìn	Thái Bình	100%	184	103	41%	81	15	331	85	10	236	89	13	329
Hựu Thạnh	Long An	100%	524	395	37%	161	30	1,314	169	30	1,407	178	35	1,758
Quế Võ 2	Bắc Ninh	51%	269	177	72%	150	15	612	158	10	437	165	10	468
Tân Phước 1	Tiền Giang	65%	470	363	0%	-	-	-	105	5	146	110	15	468
Mỹ Xuân B1 MR	BRVT	51%	110	83	0%	-	-	-	-	-	-	165	5	234

(Nguồn: IDC, MBS Research)

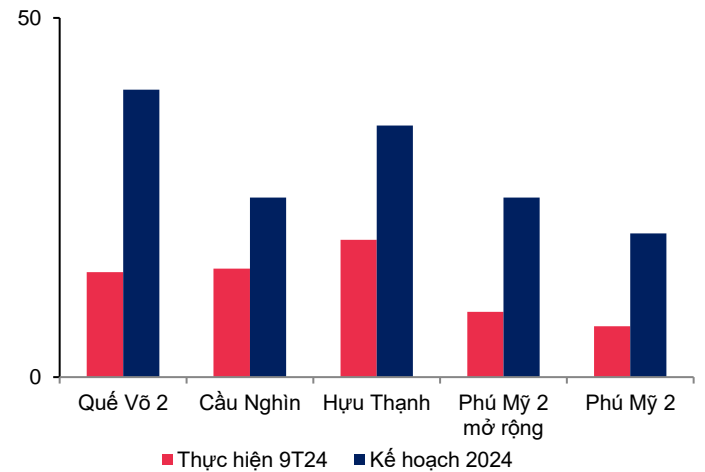
Tiến độ cho thuê đất KCN chậm hơn so với kế hoạch

9T24 IDC ký cho thuê được 65 ha, thấp hơn nhiều so với 9T23 (122 ha), mới chỉ đạt 45% kế hoạch cho thuê năm 2024 (145 ha). Theo phía công ty, nguyên nhân tiến độ cho thuê chậm lại là do một số khách thuê lớn từ Hàn Quốc và Nhật Bản đang chờ đợi chính sách mới tại Việt Nam và kết quả bầu cử ở Mỹ. Khách hàng mới chỉ thuê diện tích nhỏ nhà xưởng để thử nghiệm môi trường đầu tư tại Việt Nam trước khi đưa ra quyết định.

Hình 5: Diện tích cho thuê đất KCN

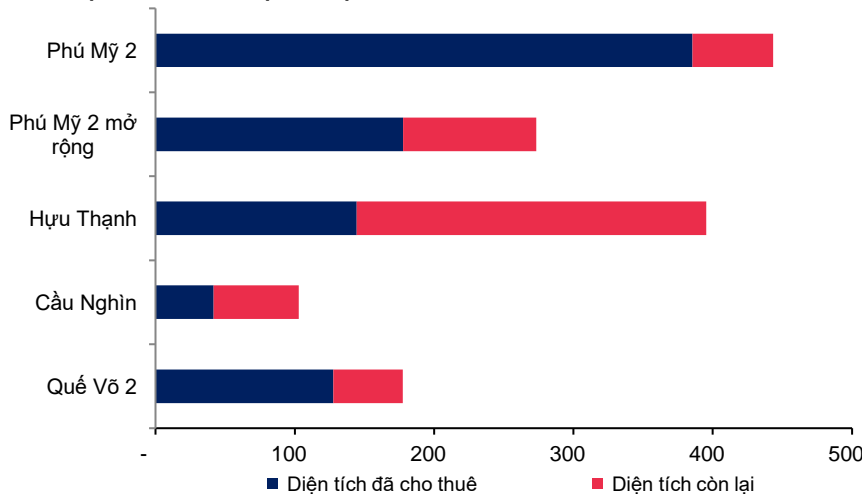


Hình 6: Tiến độ cho thuê đất chậm hơn so với kế hoạch



(Nguồn: IDC)

Hình 7: Diện tích cho thuê tại các dự án KCN cuối Q3/24



(Nguồn: IDC, MBS Research)

Dự án KCN mới được chấp thuận đầu tư

Dự án KCN Tân Phước 1 ở Tiền Giang đã được chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 31/05/2024. Dự án có diện tích quy hoạch là 470 ha, diện tích đất thương phẩm là 362.8 ha, vốn đầu tư gần 6,000 tỷ đồng, thời gian hoạt động trong 50 năm. Công ty cũng đã xin được giấy chứng nhận đầu tư dự án và hiện đang thực hiện công tác về GPMB và tiền sử dụng đất, dự kiến đưa vào vận hành từ cuối năm 2025. Giá cho thuê đất vào khoảng 100 USD/m² tương đương với một số KCN khác gần đó, biên LNG tối thiểu 40%. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đem lại dòng tiền từ năm 2025 và sẽ lấp đầy trong 15 năm, lâu hơn so với KCN khác bởi vị trí dự án cách khá xa so với trung tâm kinh tế, cảng biển, sân bay.

Dự án KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng mới được chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 17/09/2024. Dự án có diện tích quy hoạch là 110 ha, diện tích đất thương phẩm là 83 ha, vốn đầu tư gần 2,000 tỷ đồng, thời gian hoạt động trong 50 năm. Hiện công ty đang làm thủ tục xin giấy chứng nhận đầu tư dự án và dự kiến đưa vào vận hành vào năm 2026. Giá cho thuê đất khoảng 150-200 USD/m². Chúng tôi dự phóng doanh thu đem lại khoảng 800-1,000 tỷ đồng mỗi năm, biên LNG vào khoảng 50%.

Ngoài ra, IDC đang nghiên cứu triển khai KCN Vinh Quang (350 ha) và 6 KCN khác (~1,500 ha). Tổng diện tích quỹ đất mới khoảng 1,850 ha. Các dự án đang trong quá trình chờ phê duyệt đầu tư hoặc đang triển khai quy hoạch 1/2000 hoặc đang xin chủ trương đầu tư.

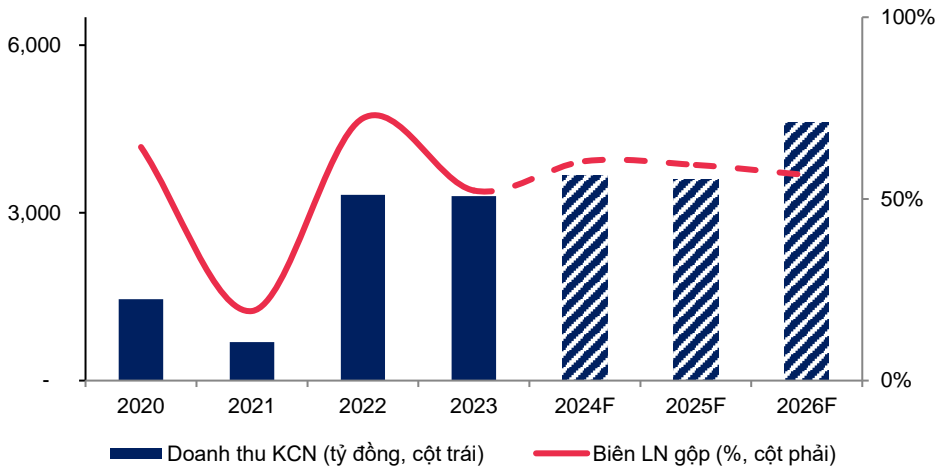
Hình 8: Vị trí KCN Tân Phước 1



(Nguồn: IDC)

Chúng tôi giảm dự phóng diện tích đất KCN bàn giao năm 2024 từ 105 ha xuống 100 ha, sang năm 2025 diện tích đất KCN bàn giao đạt 91 ha giảm 9% svck do hợp đồng ký mới thấp hơn nhiều so với kế hoạch có thể ảnh hưởng đến diện tích bàn giao vào năm sau. Nhưng diện tích bàn giao sẽ tăng trở lại vào năm 2026 lên 111 ha tăng 22% svck nhờ đưa hai dự án KCN mới vào khai thác. Qua đó, chúng tôi dự phóng, năm 2024-26, doanh thu cho thuê đất KCN đạt 3,668/3,604/4,617 tỷ đồng tăng trưởng 11%/-2%/28% svck. Biên LNG duy trì ở mức cao trên 50%, giá cho thuê tăng trưởng trung bình ở mức 5%/năm.

Hình 9: Dự phóng doanh thu cho thuê đất KCN



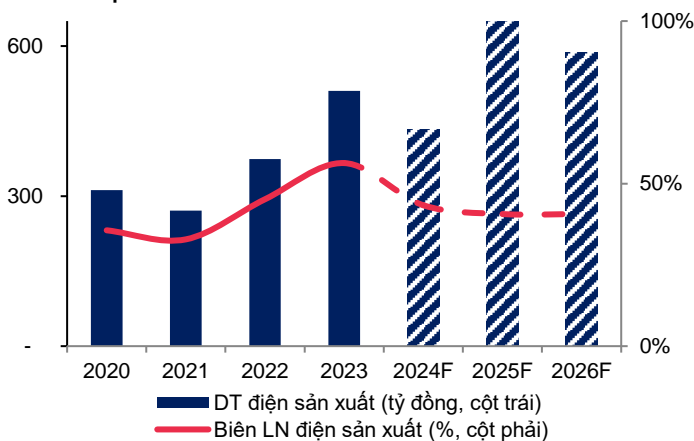
(Nguồn: IDC, MBS Research)

Mảng năng lượng: Phân phối điện phù hợp với dự phóng của chúng tôi

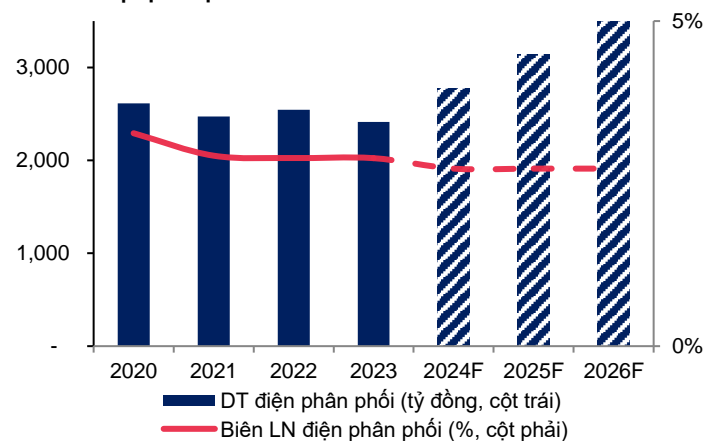
IDC đang sở hữu 02 dự án thủy điện Srok Phu Miêng (51 MW) và Đăk Mi 3 (63 MW). Sau khi giảm 32% svck trong 6T24, sản lượng điện sản xuất đã tăng 7% svck đạt 145 triệu kWh trong Q3/24 do điều kiện thủy văn thuận lợi hơn khi chuyển sang pha La Nina. Hiện tượng này được dự báo kéo dài đến T2/25 với xác suất 50%. Đây là yếu tố tích cực cho thủy điện nhưng sản lượng điện thương phẩm còn phụ thuộc vào huy động từ EVN, hiện đang có xu hướng giảm gần đây. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu điện đi 29%/1%/10% xuống còn 433/648/588 tỷ đồng trong năm 2024-26.

Công ty cũng đang sở hữu 03 trạm biến áp (Tuy Hạ, Nhơn Trạch 5, Hữu Thạnh GD1) có tổng công suất 481 MVA. Kết quả kinh doanh trong 9T24 phù hợp với dự phóng của chúng tôi sau khi trạm biến áp Hữu Thạnh GD1 được đưa vào vận hành đúng tiến độ. Theo kế hoạch của công ty, dự án sẽ triển khai tiếp GD2 vào năm 2025, giúp tăng công suất lên 544 MVA. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu phân phối điện trong năm 2024-26 như báo cáo trước, lần lượt đạt 2,776/3,138/3,500 tỷ đồng.

Hình 10: Điện sản xuất



Hình 11: Điện phân phối



(Nguồn: IDC, MBS Research)

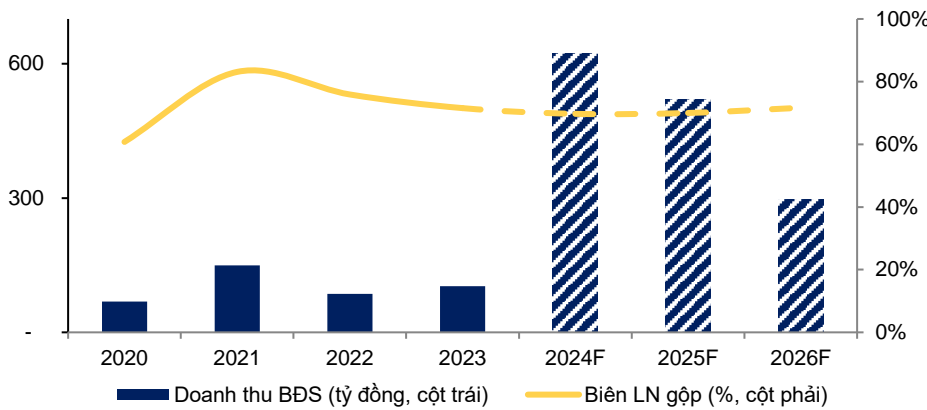
Mảng khu dân cư: Lợi nhuận đột biến nhờ chuyển nhượng đất cho AEON và mở bán KDC Bắc Châu Giang

Đầu năm 2024, IDC đã chuyển nhượng cho AEON một phần dự án KDC Trung tâm mở rộng phường 6, đã được thanh toán 267 tỷ đồng. Hiện còn khoảng 7,000 m2 đất giá trị 170 tỷ đồng đang hoàn thiện pháp lý chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang giáo dục và y tế, dự kiến sẽ ghi nhận vào năm sau.

Ngoài ra, CONAC – IDC nắm giữ 51% cổ phần – đã mở bán dự án KDC Bắc Châu Giang. Công ty được chia 35 căn nhà phố liền kề trong GD1, doanh thu dự kiến là 242 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2024; 24 căn shophouse trong GD2, doanh thu dự kiến khoảng 350 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2025; và 1 toà chung cư hỗn hợp 15-20 tầng thuộc GD3 đang hoàn thiện pháp lý. Việc mở bán dự án này nằm ngoài dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu BĐS năm 2024-25 thêm 64% và 230% so với dự phóng trước, qua đó doanh thu BĐS đạt 622/520/296 tỷ đồng tăng trưởng 504%/-16%/-43% svck do tính thêm doanh thu từ phần diện tích đất còn lại chuyển nhượng cho Aeon và dự án Bắc Châu Giang GD 1&2.

Hình 12: HQKD mảng kinh doanh BĐS



(Nguồn: IDC, MBS Research)

Hình 13: Cập nhật tiến độ triển khai dự án BĐS tới cuối Q3/24

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	Đã có GPXD cho 2 block 9 tầng
Khu NOCN KCN Nhơn Trạch (GD2)	Đồng Nai	IDICO - URBIZ	100%	10	
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 chờ giấy phép 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 mục đích sử dụng đất.

(Nguồn: IDC, MBS Research)

Chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận IDC năm 2024-26 lên 9%/7%/5% so với dự phóng trước

Hình 14: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 – 26

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	svck (%)	Thay đổi	2025	svck (%)	Thay đổi	2026	svck (%)	Thay đổi	Đánh giá
Doanh thu	7,237	8,556	18%	2%	8,961	5%	-1%	10,063	12%	6%	Chúng tôi cho rằng IDC có thể vượt kế hoạch doanh thu trong năm nay nhờ tăng trưởng mảng KCN
- KCN	3,298	3,668	11%	2%	3,604	-2%	-6%	4,617	28%	12%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu KCN năm 2025-26 nhờ dự án Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng dự kiến đưa vào vận hành trong 2 năm tới.
- Điện	2,924	3,209	10%	-5%	3,786	18%	0%	4,087	8%	-2%	
Điện sản xuất	510	433	-15%	-29%	648	50%	-1%	588	-9%	-10%	Năm 2024, doanh thu điện sản xuất có thể thấp hơn 15% svck do EVN giảm huy động từ thủy điện. Sang năm 2025-26, doanh thu tích cực hơn nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi khi vào pha La Nina.
Điện phân phối	2,414	2,776	15%	0%	3,138	13%	0%	3,500	12%	0%	Giữ nguyên theo dự phóng trước.
- BDS	103	622	504%	64%	520	-16%	230%	296	-43%	69%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu năm 2024-25 nhờ đã bán hết hàng tại dự án Bắc Châu Giang GD 1&2.
Lợi nhuận gộp	2,423	3,267	35%	8%	3,232	-1%	6%	3,494	8%	9%	
- KCN	1,725	2,215	28%	15%	2,138	-3%	3%	2,611	22%	18%	
- Điện	357	264	-26%	-38%	349	32%	-24%	334	-4%	-28%	
Điện sản xuất	287	188	-35%	-45%	263	40%	-29%	239	-9%	-35%	
Điện phân phối	70	76	9%	-6%	86	13%	-6%	96	12%	-6%	
- BDS	74	434	489%	49%	364	-16%	205%	212	-42%	57%	
Biên LNG	33%	38%	5 điểm %	2 điểm %	36%	-2 điểm %	2 điểm %	35%	-1 điểm %	1 điểm %	
- KCN	52%	60%	8 điểm %	7 điểm %	59%	-1 điểm %	6 điểm %	57%	-3 điểm %	3 điểm %	Biên LNG cải thiện nhẹ nhờ ghi nhận doanh thu từ KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng có biên LNG cao trên 70%.
- Điện	12%	8%	-4 điểm %	-4 điểm %	9%	1 điểm %	-3 điểm %	8%	-1 điểm %	-3 điểm %	
Điện sản xuất	56%	43%	-13 điểm %	-13 điểm %	41%	-3 điểm %	-16 điểm %	41%	0 điểm %	-16 điểm %	
Điện phân phối	3%	3%	0 điểm %	0 điểm %	3%	0 điểm %	0 điểm %	3%	0 điểm %	0 điểm %	Biên LNG mảng điện phân phối duy trì ở mức 3%
- BDS	72%	70%	-2 điểm %	-7 điểm %	70%	0 điểm %	-6 điểm %	72%	2 điểm %	-5 điểm %	
Chi phí quản trị & bán hàng	362	(506)	40%	6%	(494)	-2%	3%	(556)	12%	10%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	5%	6%	1 điểm %	0 điểm %	6%	0 điểm %	0 điểm %	6%	0 điểm %	0 điểm %	Tỷ lệ duy trì ổn định ở mức 5-6%
Doanh thu tài chính	221	231	5%	8%	259	12%	6%	240	-7%	-4%	
Chi phí tài chính	189	(194)	3%	0%	(193)	-1%	0%	(185)	-4%	0%	
LNTT	2,057	2,805	36%	9%	2,794	0%	7%	2,967	6%	9%	
LN ròng	1,394	1,807	30%	9%	1,821	1%	7%	1,916	5%	5%	Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm 2024-26 nhờ đưa hai KCN mới vào vận hành, ghi nhận lãi từ dự án Bắc Châu Giang và chuyển nhượng đất cho Aeon.
EPS	4,223	5,475	30%	9%	5,518	1%	7%	5,806	5%	5%	

(Nguồn: IDC, MBS Research)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI tích cực hơn sau kết quả bầu cử Mỹ và FED bắt đầu hạ lãi suất;
- (2) Dự án KCN mới (Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng) tạo động lực tăng trưởng cho năm 2025-26;
- (3) Tình hình tài chính lành mạnh, chính sách cổ tức bằng tiền cao hàng năm, (khoảng 30-40%).

Định giá

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu IDC với giá mục tiêu **55,500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 7.8% bao gồm cả tỷ suất cổ tức 5.5%.

Hình 15: Định giá cổ phiếu IDC

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về IDC	Phương pháp	Ghi chú
BDS KCN			14,870		Đối với các dự án KCN có doanh thu tương đối ổn định, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với mức WACC là 12.9%.
Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng	100%	6,235	6,235	DCF	
Cầu Nghìn	100%	705	705	DCF	
Hựu Thạnh	100%	4,515	4,515	DCF	
Quế Võ 2	51%	1,315	671	DCF	
Tân Phước 1	65%	1,929	1,254	DCF	
Mỹ Xuân B1 mở rộng	51%	807	412	DCF	
Khác	100%	1,078	1,078	BV	
BDS nhà ở			2,182	BV	Đối với mảng BDS, phần lớn là quyền sử dụng đất, chi phí GPMB, tiền sử dụng đất của dự án. Chúng tôi định giá theo giá trị BV.
Năng lượng			2,026		
Srok Phu Miêng	51%	976	498	DCF	
Đràk Mi 3	100%	1,074	1,074	DCF	
Trạm biến áp	67%	678	454	DCF	Mảng điện phân phối tăng trưởng dài hạn ở mức 3%/năm
BOT			239	DCF	Chúng tôi dự phóng doanh thu dự án BOT QL1A An Sương – An Lạc tăng trưởng đều hàng năm ở mức 3%, biên LNG ở mức 36%. Dự án BOT QL51 mở rộng đã dừng thu phí từ ngày 13/01/2023 do vướng mắc pháp lý nên chúng tôi không đưa vào định giá. Công ty đã trích lập dự phòng 100% đối với dự án này.
Tổng giá trị tài sản			19,317		
(+) Tiền & tương đương tiền			1,288		
(+) Đầu tư ngắn hạn và dài hạn			1,792		

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về IDC	Phương pháp	Ghi chú
(-) Nợ vay			2,651		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			1,422		
Giá trị doanh nghiệp			18,324		
Số lượng cổ phiếu			329,999,929		
Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)			55,526		

(Nguồn: MBS Research)

Hình 16: 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	65,800	82,500	Khả quan	68,103	38.4	34.1	3.5	2.5	9.4	8.4	3.3	3.6
Kinh Bắc	KBC	26,900	39,200	Khả quan	20,649	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.5
Sonadezi Châu Đức	SZC	39,750	39,300	Trung lập	7,154	22.2	20.7	2.3	2.2	13.4	10.9	4.2	4.0
Idico	IDC	54,200	55,500	Trung lập	17,886	9.9	9.8	3.3	2.9	34.7	31.2	9.7	9.3
Trung bình ngành						24.0	21.2	2.7	2.3	16.0	14.5	5.1	5.1

(Nguồn: MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sau khi Luật Đất đai mới có hiệu lực.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025	2026	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	7,237	8,556	8,961	10,063	LN trước thuế	2,057	2,805	2,794	2,967
Giá vốn hàng bán	(4,814)	(5,289)	(5,729)	(6,569)	Khấu hao	857	852	852	852
Lợi nhuận gộp	2,423	3,267	3,232	3,494	Thuế đã nộp	(401)	(810)	(784)	(779)
Chi phí quản lý DN	(247)	(329)	(326)	(398)	Các khoản điều chỉnh khác	(45)	(839)	291	188
Chi phí bán hàng	(115)	(176)	(168)	(158)	Thay đổi VLD	193	2,442	(1,108)	89
LN từ HĐKD	2,061	2,761	2,738	2,939	LCTT từ HĐKD	2,735	4,489	2,044	3,314
EBITDA thuần	2,917	3,612	3,589	3,790	Đầu tư TSCĐ	(1,110)	(1,337)	(1,455)	(1,583)
LN trước thuế & lãi vay	2,061	2,761	2,738	2,939	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	148	-	-	-
Thu nhập lãi	221	231	259	240	LCTT từ đầu tư	(1,111)	(1,419)	(1,573)	(1,746)
Chi phí tài chính	(189)	(194)	(193)	(185)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	-	-
Thu nhập ròng khác	(38)	25	27	22	Tiền vay ròng nhận được	155	(791)	(77)	(177)
TN từ các Cty LK & LD	1	(18)	(38)	(50)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,057	2,805	2,794	2,967	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,532)	(1,320)	(990)	(1,320)
Thuế TNDN	(401)	(810)	(784)	(779)	LCTT từ hoạt động TC	(1,378)	(2,111)	(1,067)	(1,497)
Lợi nhuận sau thuế	1,656	1,995	2,010	2,187	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,087	1,334	2,293	1,696
Lợi ích cổ đông thiểu số	(262)	(188)	(189)	(271)	LC tiền thuần trong năm	246	959	(597)	70
LN ròng	1,394	1,807	1,821	1,916	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,333	2,293	1,696	1,766
Chi trả cổ tức	(1,320)	(1,320)	(990)	(1,320)	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận giữ lại	74	487	831	596	Tăng trưởng doanh thu thuần	-3.3%	18.2%	4.7%	12.3%
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025	2026	Tăng trưởng EBITDA	-22.5%	23.8%	-0.6%	5.6%
Tiền và tương đương tiền	1,333	2,293	1,696	1,766	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-24.4%	34.0%	-0.8%	7.3%
Đầu tư ngắn hạn	910	1,244	1,251	1,299	Tăng trưởng LN trước thuế	-21.4%	36.4%	-0.4%	6.2%
Phải thu khách hàng	844	850	632	672	Tăng trưởng LN ròng	-21.2%	29.7%	0.8%	5.2%
Hàng tồn kho	1,299	1,429	1,572	1,729	Tăng trưởng EPS	-24.8%	26.7%	0.8%	5.2%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,013	7,233	6,665	7,094	Biên LN gộp	33.5%	38.2%	36.1%	34.7%
Tài sản cố định	3,107	3,076	3,060	3,062	Biên EBITDA	42.8%	45.0%	42.8%	39.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-	Biên LN ròng	19.3%	21.1%	20.3%	19.0%
BĐS đầu tư	2,348	2,357	2,416	2,531	ROAE	28.1%	34.7%	31.2%	29.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	8.0%	9.7%	9.3%	9.5%
Đầu tư vào công ty LD, LK	25	25	25	25	ROIC	14.3%	18.8%	17.3%	17.1%
Khoản đầu tư dài hạn khác	6,113	6,768	7,330	7,940	Vòng quay tài sản	42%	46%	46%	50%
Tổng tài sản dài hạn	11,707	12,338	12,943	13,668	Cổ tức chi trả/LN ròng	94.7%	73.1%	54.4%	68.9%
Tổng tài sản	17,720	19,571	19,608	20,762	Tổng nợ vay/VCSH	56.8%	39.8%	33.8%	28.5%
Vay & nợ ngắn hạn	938	848	929	982	Nợ vay ròng/VCSH	35.3%	6.4%	12.2%	8.2%
Phải trả người bán	314	298	312	313	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12.4%	2.2%	4.9%	3.4%
Phải trả ngắn hạn khác	2,735	3,923	3,111	3,585	Khả năng thanh toán lãi vay	11.1	14.1	14.2	15.9
Tổng nợ ngắn hạn	3,986	5,069	4,352	4,881	Số ngày phải thu	43	36	26	24
Vay & nợ dài hạn	2,585	1,884	1,725	1,495	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	99	99	100	96
Các khoản phải trả khác	4,944	5,759	5,671	5,681	Số ngày phải trả tiền bán	24	21	20	17
Tổng Nợ dài hạn	7,529	7,642	7,396	7,176	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.4	1.5	1.5
Tổng nợ	11,516	12,712	11,749	12,057	Khả năng thanh toán nhanh	1.2	1.1	1.2	1.1
Vốn điều lệ	3,300	3,300	3,300	3,300	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.7	0.7	0.6
Thặng dư vốn cổ phần	44	44	44	44	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS	4,223	5,475	5,518	5,806
LN giữ lại	874	1,341	2,151	2,726	BVPS	15,069	16,484	18,941	20,681
Các quỹ thuộc VCSH	755	755	755	755	P/E	12.8	9.9	9.8	9.3
Vốn chủ sở hữu	4,973	5,440	6,251	6,825	P/B	3.6	3.3	2.9	2.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,232	1,420	1,609	1,880					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,205	6,860	7,860	8,705					
Tổng nợ và VCSH	17,720	19,571	19,608	20,762					

(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

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

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly