Báo cáo cổ phiếu: IDC

Quý 3 hụt vì bàn giao đất ít; giá chỉ trả cho quỹ đất đang cho thuê, Tân Phước 1 và Vinh Quang chưa được tính – tích lũy từng phần

Tổng Công ty IDICO – CTCP (HNX: IDC) · hạ tầng KCN, dịch vụ KCN, phân phối điện và thủy điện, BOT, nhà ở · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 34,9 nghìn đ (06/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ (SOTP)	LNST MẸ Q3/2026	LNST MẸ 2026F	P/B · CỔ TỨC	QUỸ ĐẤT KCN CHƯA GHI NHẬN
34,9 nghìn đ · 06/11/2026	**35,7–45,4** nghìn đ · +2% đến +30%	**493** tỷ đ · cùng kỳ 842	**1.984** tỷ đ · +3% so 2025	**2,01x** phân vị 3 năm 3% · cổ tức 8,6%	**~1.480 ha** hạng A 478 · B 608 · C 391

GÓC NHÌN AAS	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2027F
TÍCH LŨY TỪNG PHẦN	**34,9** nghìn đ	**35,7–45,4** nghìn đ	**29,5–40,0** nghìn đ	**≥ 45,2** nghìn đ	**2.178** tỷ đ

Hành động: tích lũy 1/3 ở giá hiện tại (P/B 2,01x, cổ tức tiền 8,6%), thêm khi BCTC quý 4 xác nhận bàn giao ≥ 20 ha hoặc giá lùi ~32 nghìn; chốt lời từng phần từ 45,2 nghìn. **Nâng lên MUA** nếu 2026 bàn giao ≥ 60 ha và Tân Phước 1/Vinh Quang có hợp đồng thuê đầu tiên. **Hạ về NẮM GIỮ** nếu quý 4 bàn giao dưới 12 ha hoặc kế hoạch LNTT 2027 dưới 2.600 tỷ.

KẾT LUẬN

Quý 3/2026 LNST mẹ 493 tỷ (−41%): đất KCN chỉ bàn giao ~15 ha (LN gộp KCN 507 tỷ so với 1.006 tỷ cùng kỳ) và thủy điện kém; lãi tiền gửi 154 tỷ đỡ một phần. AAS dự báo quý 4 ~611 tỷ (~22 ha), cả năm 2026 ~1.984 tỷ (+3%), LNTT ~98% kế hoạch; 2027 ~2.178 tỷ khi Tân Phước 1, Vinh Quang bắt đầu bàn giao.

IDC vẫn ghi nhận đất KCN một lần sau TT99, nên AAS định giá theo các phần: điện, dịch vụ, BOT, tiền ròng ~13,5 nghìn đ/cp; cộng quỹ đất hạng A lên 35,7 nghìn, ngang giá hiện tại; cộng hạng B (Tân Phước 1, Vinh Quang GĐ1, Mỹ Xuân B1 mở rộng) lên 45,4 nghìn. P/B 2,01x ở phân vị 3% trong 3 năm, cổ tức 8,6%: rủi ro giảm có giới hạn, phần tăng nằm ở khu mới. AAS tích lũy từng phần.

HẠ TẦNG KCN

1.459 tỷ LN gộp 9T/2026 (76% tổng)

- Bàn giao 9T ~39 ha, ký mới ~95 ha
- Hạng A ~478 ha, dồn ở Hựu Thạnh
- Khu mới cho thuê từ 2027

ĐIỆN, DỊCH VỤ, BOT

650 tỷ LN gộp 9T/2026 (ước)

- Điện DT 2.870 tỷ, biên 8,6%
- Dịch vụ KCN +17%
- BOT thu phí đến 2033

TÀI CHÍNH, CỔ ĐÔNG

1.547 tỷ tiền ròng 30/09/2026

- Lãi tiền gửi 9T 430 tỷ
- Cổ tức tiền 3.000 đ/cp/năm
- Nhóm SSG 34,43%

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 5.832 tỷ (−9%), LNTT 1.927 tỷ (−15%, 66% kế hoạch năm), LNST mẹ 1.373 tỷ (−7%); quý 3 493 tỷ.
2. **Quý 3 giảm vì KCN và thủy điện:** LN gộp KCN 507 tỷ (cùng kỳ 1.006), biên điện 10,4% (cùng kỳ 14,1%); lãi tiền gửi 154 tỷ (+82%).
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 611 tỷ (338 đến 1.194); năm 2026 1.984 tỷ (+3%); 2027 2.178 tỷ (+10%).
4. **Định giá:** lõi (điện, dịch vụ, BOT, tiền ròng) 13,5 nghìn + KCN hạng A = 35,7 nghìn ≈ giá; + hạng B = 45,4 nghìn đ/cp.
5. **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**: P/B 2,01x (phân vị 3 năm 3%), cổ tức 8,6%. Tích lũy 29,5–40,0 nghìn, mua mạnh dưới 29,5 nghìn, chốt lời từ 45,2 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: hệ sinh thái KCN; đất KCN tạo phần lớn lợi nhuận, điện tạo phần lớn doanh thu, lãi tiền gửi trả chi phí chung

- **Bốn trụ của hệ sinh thái:** (1) phát triển hạ tầng KCN, cho thuê đất trả tiền một lần (14 KCN, ~4.474 ha); (2) dịch vụ trong KCN (phí quản lý, nước sạch, xử lý nước thải, nhà xưởng xây sẵn); (3) điện: phân phối trong KCN qua UDICO (64,51%) và hai nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng (51,78%), Đắk Mi 3 (100%); (4) thu phí BOT QL1A An Sương – An Lạc (59,68%, đến 2033). Thêm BĐS nhà ở, nhà ở công nhân.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) số ha KCN bàn giao × giá thuê (~48 tỷ/ha bình quân 9T/2026, ~182 USD/m²); (2) biên đất theo cơ cấu khu (Hựu Thạnh biên thấp hơn Phú Mỹ II); (3) biên điện theo thủy văn; (4) lãi tiền gửi trên ~7,0 nghìn tỷ tiền gửi; (5) tỷ lệ thiểu số (Quế Võ II 54,94%, Tân Phước 1 65%).
- **Vốn chạy trong chuỗi:** hàng tồn kho 8.164 tỷ, gần như toàn bộ là chi phí dở dang KCN (Hựu Thạnh 2.973, Tân Phước 1 1.405, Vinh Quang 785) và nhà ở công nhân Hựu Thạnh (860); tài trợ bằng vay 5.497 tỷ, tiền khách thuê trả trước và lợi nhuận giữ lại.

ĐẦU VÀO: ĐẤT, ĐIỆN, VỐN

Quỹ đất 14 KCN, ~4.474 ha
~1.477 ha thương phẩm chưa ghi nhận
5 khu đang cho thuê (hạng A), 3 khu mới (B), 2 khu chờ (C) · Trên BCTC: hàng tồn kho 8.164 tỷ (Hựu Thạnh 2.973, Tân Phước 1 1.405, Vinh Quang 785)

Điện mua lưới EVN; 2 nhà máy thủy điện 114 MW
55% chi phí theo yếu tố 9T/2026
Srok Phu Miêng 51 MW, Đắk Mi 3 63 MW · Trên BCTC: TSCĐ 2.786 tỷ

→

ĐẦU TƯ HẠ TẦNG

GPMB, san nền, đường, trạm điện, xử lý nước
7.742 tỷ kế hoạch đầu tư 2026
từ 2026 (TT99) vốn đầu tư KCN đi qua hàng tồn kho, không còn qua BĐS đầu tư, XDCB · Trên BCTC: hàng tồn kho, vay 5.497 tỷ

Trạm biến áp, lưới phân phối trong KCN
481 MVA, 1.679 triệu kWh 2025
Tuy Hạ, Nhơn Trạch V, Hựu Thạnh · Trên BCTC: TSCĐ hữu hình

→

GHI NHẬN DOANH THU

Cho thuê đất KCN trả tiền một lần
1.870 tỷ DT 9T/2026 (~39 ha)
ghi nhận một lần khi bàn giao, kể cả sau TT99 · Trên BCTC: DT KCN; DT chưa thực hiện 5.593 tỷ là hợp đồng cũ phân bổ dần

Bán điện cho doanh nghiệp trong KCN, thủy điện bán EVN
2.870 tỷ DT 9T/2026
biên mỏng (8,6%) nhưng ổn định, lớn lên theo lấp đầy · Trên BCTC: DT bán hàng

Phí quản lý, nước, nước thải, nhà xưởng; phí BOT
818 tỷ DT 9T/2026
dòng tiền định kỳ; BOT thu đến 2033 · Trên BCTC: DT dịch vụ

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn KCN (đất, hạ tầng, dịch vụ)	14,8
Giá vốn điện (mua EVN, vận hành thủy điện)	45,0
Giá vốn BOT, BĐS, xây lắp, khác	7,6
Bán hàng + quản lý	4,6
Tài chính, khác ròng (lãi tiền gửi)	−4,9
Thuế TNDN	6,6
Cổ đông thiểu số	2,9
= LNST cổ đông mẹ	23,5

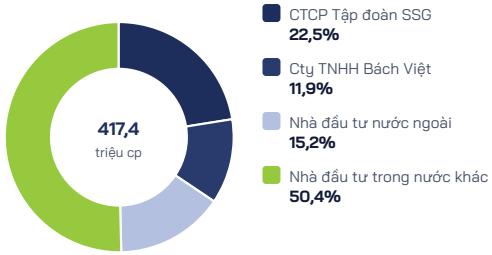
KCN chỉ chiếm 40% doanh thu nhưng 76% LN gộp 9T/2026; điện chiếm 49% doanh thu, chỉ 13% LN gộp. Lãi tiền gửi bù gần hết bán hàng, quản lý và lãi vay.

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 3/2026, soát xét 6T/2026 (thuyết minh bộ phận, chi phí theo yếu tố, hàng tồn kho); BCTN 2025 của IDC; AAS tính. Số ha 9T/2026 là ước tính công khai, BCTC không công bố.

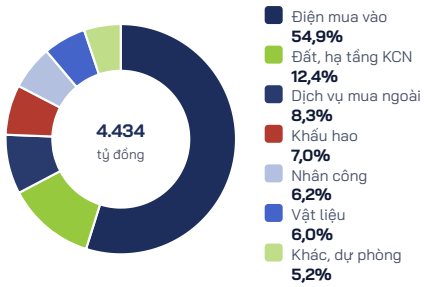
Cổ đông: nhóm SSG (SSG 22,50% + Bách Việt 11,93%) nắm 34,43%; khối ngoại ~15,2%

- **Cổ đông lớn:** CTCP Tập đoàn SSG 22,50% và Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Bách Việt 11,93% (cùng nhóm, đại diện vốn là Chủ tịch HĐQT và thành viên HĐQT kiêm Tổng giám đốc). Nhà nước đã thoái hết vốn; không có cổ đông Nhà nước.
- **Khối ngoại ~15,2%** (room 49%, còn ~34%); cổ phiếu tự do ~65%. Vốn góp 4.174 tỷ sau đợt thưởng 10% (07/2026).
- **Lợi ích cổ đông thiểu số 2.103 tỷ:** đối tác ở UDICO, Srok Phu Miêng, IDI (BOT), Quế Võ, Tân Phước 1, CONAC. Phần LNST thuộc thiểu số 9T/2026 11% (2025: 18%), dao động theo khu bàn giao.

Cơ cấu cổ đông — % vốn



Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố 9T/2026 — % tổng



Nguồn: BCTN 2025 (cơ cấu cổ đông 31/12/2025); kho AAS (room khối ngoại 06/11/2026); thuyết minh chi phí theo yếu tố BCTC quý 3/2026.

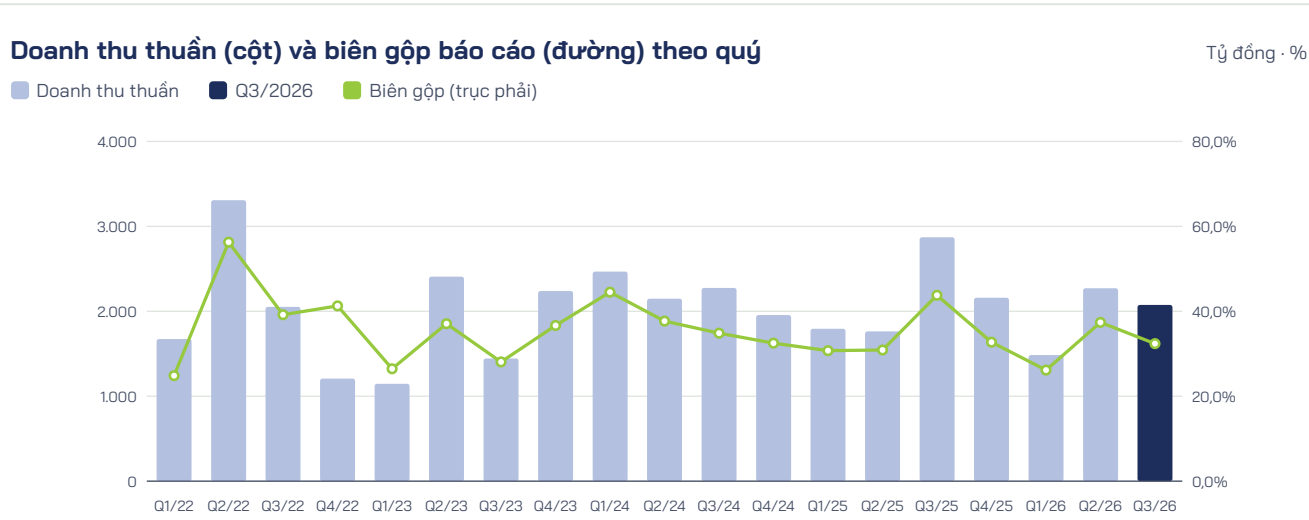
2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNTT 1.927 tỷ (–15%), đạt 66% kế hoạch; quý 3 LNST mẹ 493 tỷ (–41%) vì bàn giao đất ít

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	4.301	7.485	7.237	8.846	8.588	6.428	5.832	–9%
LN gộp trước khấu hao	1.118	3.440	2.804	3.718	3.441	2.639	2.212	–16%
Biên trước khấu hao	26,0%	46,0%	38,7%	42,0%	40,1%	41,0%	37,9%	–3,1 điểm
CPBH trừ khấu hao	–69	–84	–113	–120	–93	–75	–58	n/m
QLDN trừ khấu hao	–182	–241	–241	–268	–295	–204	–201	n/m
EBITDA	**866**	**3.115**	**2.450**	**3.329**	**3.054**	**2.360**	**1.953**	**–17%**
Khấu hao thường xuyên	–389	–389	–389	–390	–390	–292	–311	n/m
EBIT	477	2.726	2.061	2.939	2.664	2.068	1.642	–21%
Tài chính ròng + liên kết	240	–165	34	34	176	110	263	+139%
Thu nhập khác ròng	40	57	–38	20	78	81	23	–72%
LNTT	756	2.618	2.057	2.993	2.918	2.259	1.927	–15%
LNST cổ đông mẹ	**454**	**1.768**	**1.394**	**1.996**	**1.932**	**1.483**	**1.373**	**–7%**
Biên gộp báo cáo (sau KH)	17,1%	40,9%	33,5%	37,7%	35,6%	36,6%	32,7%	–3,9 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất IDC (kho AAS; năm theo BCTC năm, 9T theo BCTC quý); AAS tính. Khấu hao thường xuyên 2022–2024 là ước tính (xem bảng khấu hao); 9T/2025 theo số trình bày lại trong BCTC quý 3/2026.

- **Quý 3/2026 giảm vì KCN:** doanh thu 2.076 tỷ (–28%), LN gộp 672 tỷ (–47%); riêng LN gộp KCN 507 tỷ so với 1.006 tỷ cùng kỳ. Doanh thu cho thuê đất quý 3 ~680 tỷ (~15 ha) so với ~1.400 tỷ quý 3/2025; công ty giải trình do biến động doanh thu các hợp đồng cho thuê hạ tầng.
- **Lãi tiền gửi đỡ lợi nhuận:** doanh thu tài chính quý 3 154 tỷ (cùng kỳ 85), 9T 430 tỷ, chủ yếu lãi tiền gửi trên ~7,0 nghìn tỷ tiền gửi kỳ hạn 3–12 tháng. Lãi vay vào chi phí 9T 172 tỷ (cùng kỳ 99).
- **Lợi nhuận mẹ giảm ít hơn hợp nhất:** 9T/2026 LNST hợp nhất –15%, LNST mẹ –7%, vì phần thiểu số giảm từ 331 xuống 168 tỷ (năm 2025 nhiều đất bàn giao ở Quế Võ II, công ty con 54,94%).
- **Năm 2020, 2022 trong kho là số trình bày lại:** cộng 4 quý lệch số năm (2020 LNTT –714 tỷ, 2022 +629 tỷ); bảng dùng số năm, chuỗi quý giữ số quý gốc.

Doanh thu thuần (cột) và biên gộp báo cáo (đường) theo quý



Nguồn: BCTC hợp nhất IDC; AAS tính.

3 Bức tranh theo mảng: KCN tạo 76% LN gộp 9T/2026; điện, BOT, dịch vụ là phần định kỳ ~870 tỷ LN gộp/năm

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Hạ tầng KCN (đất + dịch vụ KCN)	**2.620**	**2.320**	**–11%**	**1.661**	**1.459**	**63%**
Điện (phân phối + thủy điện)	2.786	2.870	+3%	301	248	9%
Xây lắp	157	82	–48%	15	11	13%
Thu phí BOT (QL1A An Sương – An Lạc)	355	369	+4%	159	155	42%
BĐS nhà ở	340	50	–85%	196	21	42%
Khác (VLXD, thương mại…)	171	142	–17%	22	16	11%
Tổng	**6.428**	**5.832**	**–9%**	**2.353**	**1.909**	**33%**

Nguồn: thuyết minh thông tin bộ phận, BCTC hợp nhất quý 3/2026 (doanh thu thuần sau loại trừ nội bộ, LN gộp); tổng các mảng khớp KQKD hợp nhất; AAS tính.

Quý 3, tỷ đồng	DT Q3/2025	DT Q3/2026	LNG Q3/2025	LNG Q3/2026	Biên Q3/2026	Δ LNG
Hạ tầng KCN (đất + dịch vụ KCN)	**1.537**	**835**	**1.006**	**507**	**61%**	**–499**
Điện (phân phối + thủy điện)	1.048	1.018	148	105	10%	–42

Quý 3, tỷ đồng	DT Q3/2025	DT Q3/2026	LNG Q3/2025	LNG Q3/2026	Biên Q3/2026	Δ LNG
Xây lắp	49	23	5	2	10%	−2
Thu phí BOT (QL1A An Sương – An Lạc)	122	125	51	49	39%	−2
BĐS nhà ở	73	10	40	2	17%	−38
Khác (VLXD, thương mại…)	42	65	8	6	9%	−2
Tổng	**2.871**	**2.076**	**1.257**	**672**	**32%**	**−585**

Nguồn: quý 3 = 9T (BCTC quý 3) − 6T (BCTC soát xét bán niên) theo từng bộ phận. AAS tính.

- **KCN:** DT 9T/2026 2.320 tỷ (−11%), gồm cho thuê đất ~1.870 tỷ (−16%) và dịch vụ KCN ~450 tỷ (+17%); LN gộp 1.459 tỷ, biên 63%. Quý 3 biên 61%, thấp hơn 6T (64%), phù hợp với việc bàn giao dồn vào Hựu Thạnh – khu có giá vốn cao hơn.
- **Điện: doanh thu tăng, biên giảm:** DT 9T 2.870 tỷ (+3%), LN gộp 248 tỷ (−18%), biên 8,6% (9T/2025 10,8%). Phân phối điện trong KCN tăng theo lấp đầy; thủy điện giảm do thời tiết bất lợi (quý 3 doanh thu thủy điện ~121 tỷ, −30%).
- **BOT ổn định:** DT 9T 369 tỷ (+4%), biên 42%; quyền thu phí đến 2033.
- **BĐS nhà ở gần như dừng:** DT 9T chỉ 50 tỷ (9T/2025 340 tỷ); dự án nhà ở công nhân Hựu Thạnh (~860 tỷ dở dang), Nhơn Trạch đang chờ pháp lý, bàn giao.

4 KCN: vẫn ghi nhận một lần sau TT99; 9T/2026 chỉ bàn giao ~39 ha, quỹ đất ngắn hạn dồn vào Hựu Thạnh, khu mới cho thuê từ 2027

- **Cách ghi nhận:** từ 01/01/2026 IDC áp dụng TT99 phi hồi tố; hợp đồng thuê đất trả tiền một lần vẫn ghi nhận toàn bộ khi bàn giao (DT KCN 9T 2.320 tỷ), chỉ hợp đồng trả hằng năm hoặc nhận trước theo kỳ mới phân bổ. Vì vậy lợi nhuận KCN là lợi nhuận một lần theo đợt bàn giao; AAS định giá quỹ đất theo dòng tiền, không nhân P/E.
- **Doanh thu chưa thực hiện 5.593 tỷ không phải backlog:** đây là tiền thuê đất các hợp đồng cũ (Phú Mỹ II 2.233 tỷ, Phú Mỹ II mở rộng 1.318 tỷ, Mỹ Xuân B1, Quế Võ II) đã thu, phân bổ ~282 tỷ trong 12 tháng tới. Tiền đã nằm trong quỹ.
- **Bàn giao 9T/2026 ~39 ha** (ước tính công khai; BCTC không công bố số ha), doanh thu cho thuê đất ~1.870 tỷ (~47,9 tỷ/ha). Ký mới 9T ~95 ha (gồm hợp đồng 34 ha ở Phú Mỹ II và biên bản ghi nhớ 41 ha ở Tân Phước 1), cao hơn nhiều mức bàn giao: phần chênh là doanh thu của các quý tới.
- **TT99 chuyển ~6.270 tỷ sang hàng tồn kho:** XDCB dở dang và nguyên giá BĐS đầu tư của các KCN đang cho thuê, đang xây (Hựu Thạnh, Tân Phước 1, Vinh Quang, Cầu Nghìn, Phú Mỹ II mở rộng) được phân loại lại vào hàng tồn kho từ quý 2/2026 (số đầu năm trình bày lại). Không ảnh hưởng lợi nhuận; từ 2026 tiền đầu tư hạ tầng KCN đi qua CFO.

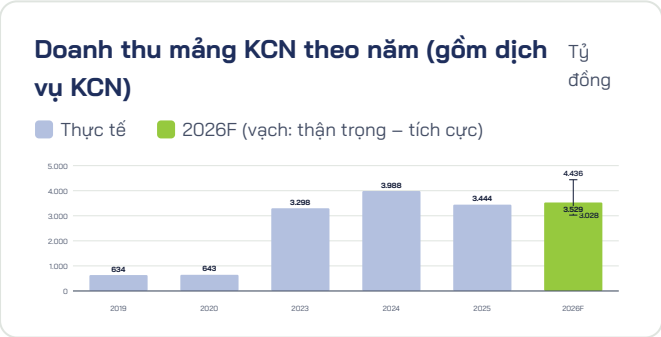
Hàng tồn kho theo dự án, tỷ đồng	30/09/2026	Ghi chú
KCN Hựu Thạnh (Tây Ninh)	2.973	đang cho thuê; ~216 ha còn lại (ước)
KCN Tân Phước 1 (Đồng Tháp)	1.405	khởi công 09/2026; +50% từ đầu năm
KCN Vinh Quang (Hải Phòng)	785	xong GPMB GĐ1, đang san nền
Nhà ở công nhân Hựu Thạnh	860	BĐS dở dang
Khác (KCN, BĐS khác)	2.141	

Hàng tồn kho theo dự án, tỷ đồng	30/09/2026	Ghi chú
Tổng hàng tồn kho	**8.164**	**đầu năm trình bày lại ~7.396 tỷ (TT99)**

Nguồn: thuyết minh hàng tồn kho, BCTC hợp nhất quý 3/2026 (số theo dự án làm tròn theo thông tin công khai); thuyết minh 41 (phân loại lại theo TT99).

Hạng pháp lý	Số KCN	Ha còn lại	Giá thuê bình quân (USD/m²)	Giá trị hiện tại phần cty mẹ (tỷ)	Đ/cp
A: đang cho thuê, đã có hạ tầng	5	478	175	9.268	22.202
B: có chủ trương, đang GPMB/xây dựng, cho thuê từ 2027	3	608	146	4.033	9.662
C: mới có chủ trương	2	391	131	1.021	2.446
Tổng	**10**	**1.477**	**151**	**14.323**	**34.310**
Giá thị trường đang trả cho quỹ đất (vốn hóa – phần không phải đất)				**8.930**	**21.392**

Nguồn: BCTN 2025 (diện tích, tỷ lệ lấp đầy, tổng mức đầu tư từng khu), BCTC quý 3/2026 (tỷ lệ sở hữu, dở dang); AAS ước diện tích còn lại và giá thuê. Giá trị hiện tại: dòng tiền sau thuế chiết khấu 12,5%/năm, giá thuê +3%/năm, nhân xác suất pháp lý (A 0,95; B 0,75 và chậm 1 năm; C 0,40 và chậm 2 năm) và tỷ lệ sở hữu của IDC.



- **Quỹ đất hạng A còn ~478 ha**, trong đó Hựu Thạnh ~216 ha (giá ~175 USD/m², biên ~56% theo tổng mức đầu tư 8.000 tỷ cho 395 ha); các khu cũ Phú Mỹ II, Phú Mỹ II mở rộng, Quế Võ II, Cầu Nghìn còn ít đất và sàng lọc ngành nghề.
- **Hạng B ~608 ha**: Tân Phước 1 (362,8 ha, IDC 65%), Vinh Quang GĐ1 (162,2 ha, 99,99%), Mỹ Xuân B1 mở rộng (83,4 ha, 51%); cho thuê, bàn giao từ 2027.
- **Thị trường đang trả 8.930 tỷ cho quỹ đất**, chỉ bằng 96% giá trị hạng A; hạng B, C chưa được tính vào giá.

Nguồn: báo cáo bộ phận BCTC IDC; AAS ước (2026F = 9T thực tế + quý 4 dự báo).

5 Điện, dịch vụ KCN, BOT: phần định kỳ ~400 tỷ LNST mẹ/năm, lớn lên theo lấp đầy; thủy điện năm 2026 kém do thời tiết

Mảng điện	2019	2020	2023	2024	6T/2025	9T/2025	6T/2026	9T/2026
DT (tỷ)	3.111	2.859	2.924	3.373	1.738	2.786	1.851	2.870
LN gộp (tỷ)	312	190	357	318	153	301	143	248
Biên gộp	**10,0%**	**6,7%**	**12,2%**	**9,4%**	**8,8%**	**10,8%**	**7,7%**	**8,6%**

Nguồn: báo cáo bộ phận BCTC IDC (kiểm toán 2020, 2024; soát xét 6T/2026; quý 3/2026); AAS tính.

- **Phân phối điện là doanh thu lớn nhất:** UDICO bán 1.679 triệu kWh năm 2025 (+5%) cho doanh nghiệp trong KCN qua các trạm 481 MVA; doanh thu 2025 ~3.308 tỷ, biên mỏng nhưng ổn định. Tăng theo tỷ lệ lấp đầy Hựu Thạnh, Phú Mỹ II.
- **Thủy điện quyết định biên điện:** Srok Phu Miêng (51 MW) và Đắk Mi 3 (63 MW) phát 550 triệu kWh năm 2025 (thủy văn thuận lợi). 2026 thời tiết bất lợi: biên điện 9T 8,6% so với 10,8%. Đắk Mi 3 ở miền Trung có mùa nước quý 4; AAS giả định biên điện quý 4 10% (thận trọng 8%).

- **Dịch vụ KCN ~450 tỷ DT 9T/2026 (+17%):** phí quản lý (~146 tỷ năm 2025, tăng 3–5%/năm), nước sạch (22,6 triệu m³), xử lý nước thải (12 triệu m³), nhà xưởng xây sẵn (70.213 m², lấp đầy 100%). Đây là dòng tiền lặp lại, AAS định giá bằng P/E 10x.
- **BOT QL1A An Sương – An Lạc:** DT ~480 tỷ/năm, LN gộp ~211 tỷ; quyền thu đến 2033, đã có dự phòng sửa chữa lớn 486 tỷ. Giá trị = dòng tiền 7 năm còn lại.

6 Tài chính: tiền gửi 7.044 tỷ vượt nợ vay 5.497 tỷ; lãi tiền gửi 9T 430 tỷ, nhưng sẽ giảm khi giải ngân 7.742 tỷ đầu tư năm 2026–2027

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	3.523	3.136	5.877	5.310	5.497
Tiền + tiền gửi kỳ hạn	2.243	4.453	7.360	7.221	7.044
Tiền ròng (+) / nợ ròng (−)	**−1.279**	**1.316**	**1.483**	**1.912**	**1.547**
Người mua trả tiền trước	458	307	100	271	97
Vốn chủ cổ đông mẹ	4.972	5.616	6.459	6.763	7.255
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.232	1.592	1.804	2.068	2.103
Hàng tồn kho (gồm dở dang KCN từ 2026)	1.299	1.402	1.302	7.741	8.164

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
LNST hợp nhất	2.055	1.656	2.392	2.354	1.814	1.542
CFO	**2.065**	**2.796**	**4.085**	**3.914**	**2.944**	**212**
Chi đầu tư TSCĐ, BĐS đầu tư	−1.497	−1.171	−794	−3.103	−1.803	−357
Cổ tức đã trả (gồm cho cổ đông thiểu số)	−986	−1.532	−1.556	−1.300	−646	−711

Nguồn: BCTC hợp nhất IDC (kho AAS); AAS tính. Từ 2026 (TT99) chi đầu tư hạ tầng KCN đi qua tồn kho trong CFO; 9T/2025 trong kho là số chưa trình bày lại.

- **Tiền ròng 1.547 tỷ:** tiền và tương đương 470 tỷ + tiền gửi kỳ hạn 6.574 tỷ − vay ngắn hạn 2.282 và dài hạn 3.215 tỷ. Một phần tiền gửi đang cầm cố cho khoản vay; quyền sử dụng đất KCN tương lai cũng thế chấp vay ngân hàng.
- **Lãi tiền gửi tăng gấp 5 trong 2 năm:** doanh thu tài chính quý 1/2024 31 tỷ → quý 3/2026 154 tỷ (~1,5 tỷ/ngày). Lãi vay 9T/2026 cả phần vốn hóa ~290 tỷ (vốn hóa 119 tỷ); khi Tân Phước 1, Vinh Quang hoàn thành, lãi vay vốn hóa chuyển dần vào chi phí.
- **CFO 9T/2026 chỉ 212 tỷ** vì tồn kho tăng (tiền đầu tư Tân Phước 1 +50%, Hựu Thạnh) nay nằm trong CFO thay vì chi đầu tư; đây là thay đổi trình bày, không phải lợi nhuận kém chất lượng.
- **Cổ tức tiền 3.000 đ/cp/năm** (hai đợt 15%) suốt 2023–2026, lợi suất 8,6% ở giá 34,9 nghìn; cộng thưởng cổ phiếu 15% (08/2025) và 10% (07/2026). Ký quỹ góp vốn 350 tỷ của đối tác vào VTA Global Port (cảng) là nợ phải trả; IDC đặt cọc 150 tỷ cho MOU với BĐS Thành Phương (09/2026).

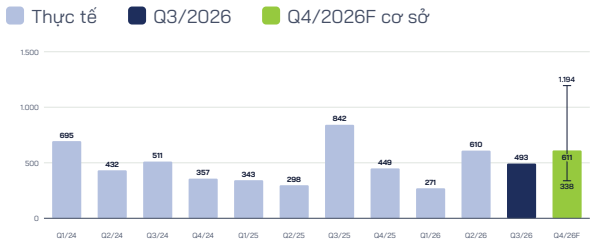
7 Dự báo: quý 4/2026 LNST mẹ ~611 tỷ; cả năm ~1.984 tỷ (+3%), LNTT ~98% kế hoạch; 2027 ~2.178 tỷ khi Tân Phước 1, Vinh Quang bắt đầu bàn giao

Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
Đất KCN bàn giao (ha)	12	22	40	~15	–
DT KCN (đất + dịch vụ)	708	1.210	2.116	835	824
LN gộp KCN	**417**	**769**	**1.379**	**507**	**512**
LN gộp điện	82	106	132	105	116
LN gộp BOT, BĐS, xây lắp, khác	55	68	135	59	79
Doanh thu thuần	1.925	2.505	3.604	2.076	2.160
EBITDA	530	929	1.642	667	694
Khấu hao	–101	–101	–101	–101	–97
Tài chính ròng, khác	57	90	118	108	63
LNTT	486	918	1.659	674	659
Cổ đông thiểu số	–51	–81	–133	–48	–91
LNST cổ đông mẹ	**338**	**611**	**1.194**	**493**	**449**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế (Q4/2025 theo mảng = năm – 9T; LN gộp mảng ước).

LNST cổ đông mẹ theo quý, Q4/2026F có vạch thận trọng – tích cực

Tỷ đồng



Cầu nối LNTT Q4/2025 → Q4/2026F (cơ sở)

Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2026F	7.757	8.336	9.436	KH 9.474 (gồm DT tài chính); 2025: 8.588
LNTT 2026F	2.413	**2.845**	3.586	KH 2.903 (98%); 2025: 2.918
LNST mẹ 2026F (9T 1.373 + Q4)	**1.711**	**1.984**	**2.568**	**2025: 1.932 (+3%)**
Đất KCN bàn giao 2026F (ha, ước)	51	61	79	ký mới 2025: 76 ha
LNTT 2027F	1.830	3.110	4.572	
LNST mẹ 2027F	**1.259**	**2.178**	**3.255**	**+10% so 2026F**

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
EPS 2027F (đồng)	3.016	5.216	7.798	P/E 2027F cơ sở 6,7x

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 (tổng doanh thu 9.474 tỷ, LNTT hợp nhất 2.903 tỷ).

- **Quý 4/2026 cao hơn quý 3 nếu bàn giao ~22 ha:** mỗi 1 ha ≈ 22 tỷ LNST mẹ. Hợp đồng 34 ha Phú Mỹ II ký trong quý 3 là nguồn bàn giao lớn nhất có thể vào quý 4; nếu lùi sang 2027, quý 4 về kịch bản thận trọng.
- **Kế hoạch LNTT 2.903 tỷ** cần LNTT quý 4 ~976 tỷ (cơ sở 918): khả thi nhưng không chắc. Lịch sử: quý 4 chỉ là quý lãi cao nhất 1/8 năm (2018–2025).
- **2027 tăng 10%:** ~80 ha (Hựu Thạnh, Phú Mỹ II, Cầu Nghìn + Tân Phước 1, Vinh Quang nửa cuối năm) ở biên 58% (khu mới biên thấp hơn); lãi tiền gửi giảm (420 tỷ), lãi vay tăng (260 tỷ) khi giải ngân hạ tầng.
- **Mốc theo dõi:** số ha bàn giao, ký mới quý 4 (hội nghị tổng kết cuối năm); BCTC quý 4 (cuối 01/2027); khởi công, ký hợp đồng ở Tân Phước 1 và Vinh Quang; kế hoạch 2027, cổ tức tại ĐHĐCĐ (04/2027).

8 Định giá: giá 34,9 nghìn chỉ ngang giá trị phần lõi + KCN hạng A (35,7 nghìn); tính cả Tân Phước 1, Vinh Quang lên 45,4 nghìn (+30%)

Thành phần (phần cty mẹ)	Cách tính	Tỷ đồng	Đ/cp
Điện (phân phối + thủy điện)	LNST mẹ chuẩn hóa 2027F 172 tỷ × P/E 8x	1.376	3.295
Dịch vụ KCN	LNST 2027F 232 tỷ × P/E 10x	2.317	5.551
BOT An Sương – An Lạc	Dòng LNST mẹ đến 2033, chiết khấu 12%	492	1.180
Chi phí chung không phân bổ	20% CPBH + QLDN × (1 – 20%) × 8x	–519	–1.244
Nhà ở, nhà ở công nhân	Dở dang ~1.360 tỷ × 0,9 × sở hữu bình quân 65%	796	1.906
Tiền ròng điều chỉnh	Tiền + tiền gửi 7.044 – vay 5.497 – ký quỹ VTA 350 – cổ tức phải trả	1.177	2.820
Quỹ đất KCN hạng A	5 khu, dòng tiền chiết khấu 12,5%, xác suất 0,95	9.268	22.202
Quỹ đất KCN hạng B	3 khu, xác suất 0,75, chậm 1 năm	4.033	9.662
Giá trị hợp lý (A + B)		**18.940**	**45.372**
+ KCN hạng C (Phú Long, Vinh Quang GĐ2)	xác suất 0,40, chậm 2 năm	1.021	47.818

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 417,45 triệu; tiền, nợ tại 30/09/2026.

- **Vì sao SOTP, không P/E:** lợi nhuận KCN là doanh thu cho thuê đất ghi một lần; nhân P/E là coi quỹ đất như dòng lợi nhuận vĩnh viễn. P/E 4 quý 8,0x trông rẻ (phân vị 3 năm 18%), nhưng mỗi năm IDC "bán" một phần quỹ đất hữu hạn.
- **Phần không phải đất ~13,5 nghìn đ/cp:** điện, dịch vụ KCN, BOT, nhà ở, tiền ròng trừ chi phí chung. Phần này lặp lại hằng năm và đủ trả cổ tức tiền 3.000 đ/cp.
- **Thị trường trả 8.930 tỷ cho quỹ đất**, xấp xỉ giá trị hạng A (9.268 tỷ): giá hiện tại chưa tính Tân Phước 1, Vinh Quang, Mỹ Xuân B1 mở rộng (4.033 tỷ sau xác suất 0,75). Rủi ro chính của giá trị này là tốc độ cho thuê và chi phí bồi thường ở khu mới.
- **So với lịch sử:** P/B 2,01x ở phân vị 3% trong 3 năm (trung vị 2,89x), z –1,27; P/E 8,0x, z –1,20. Lợi suất cổ tức tiền 8,6%.

Hiện tại (06/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2019	Phân vị 3 năm	z 3 năm	Trung vị 3 năm
P/B (BCTC quý 3/2026)	2,01x	25%	3%	−1,27	2,89x
P/E 4 quý (đến quý 3/2026)	8,0x	18%	18%	−1,20	9,3x
P/E 2026F (cơ sở)	7,3x				
P/E 2027F (cơ sở)	6,7x				
Lợi suất cổ tức tiền	8,6%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC IDC; AAS tính. Phân vị và z lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý; dòng hiện tại dùng BCTC quý 3/2026 vừa công bố.

P/B	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
≤ 1,4x	+62%	80%	360
1,4–1,7x	+92%	83%	46
1,7–2,0x	+155%	77%	53
2,0–2,3x	+63%	63%	184
2,3–2,6x	+51%	75%	201
> 2,6x	−8%	35%	821

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
< −1,5	+122%	40%	41
−1,5 … −0,5	+24%	41%	149
−0,5 … 0,5	+35%	73%	446
0,5 … 1,5	−5%	43%	417
> 1,5	+48%	60%	363

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 02/2019 xếp theo P/B hoặc z P/B, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh. Các phiên chồng lấn nên số phiên không phải số lần độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B (BVPS 30/09)	Căn cứ	Hành động
≤ 29,5	≤ 1,70x	P/B ≤ 1,7x: LS 250 phiên trung vị +92% (nhóm 1,4–1,7x), có lãi 83% số phiên; dưới giá trị lõi + KCN hạng A	**MUA**
29,5 – 40,0	**1,70 – 2,30x**	**Giá hiện tại 34,9 nghìn (P/B 2,01x); nhóm 2,0–2,3x: trung vị +63%, có lãi 63%; ≈ giá trị lõi + hạng A 35,7 nghìn**	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
40,0 – 45,2	2,30 – 2,60x	Nhóm 2,3–2,6x: trung vị +51%, có lãi 75%; tiến dần tới giá trị A + B 45,4 nghìn	**NẮM GIỮ**
> 45,2	> 2,60x	P/B > 2,6x: trung vị −8%, chỉ 35% số phiên có lãi sau 250 phiên (n 821); vượt giá trị A + B	**CHỐT LỜI TỪNG PHẦN**

Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 17.380 đ.

9 Giao dịch: các quy tắc định giá đều đang giữ cổ phiếu; P/B trên 2,6x là vùng bán đáng tin nhất trong lịch sử IDC

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính IDC. Hiện z P/B −1,27, z P/E −1,20: cả hai đều ở vùng rẻ.
- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 03/2020 (khi đủ 250 phiên để tính z) trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** hai quy tắc z đặt trước đều thua mua và giữ (+2,3% và +7,1% so với +22,5%/năm), vì IDC tăng mạnh 2021–2022 khi z đã cao. Ngưỡng P/B 2,0/2,6x thắng (+29,2%/năm, sụt giảm −17%) nhưng được đặt sau khi xem bảng P/B nên có thể khớp quá với quá khứ.

- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–4 lệnh trong ~6 năm; P/E của IDC dao động theo đợt bàn giao KCN, nên tín hiệu P/E dễ sai.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả bốn quy tắc đều đang giữ cổ phiếu; P/B 2,01x còn xa vùng bán 2,6x. Bằng chứng mạnh nhất của lịch sử là P/B > 2,6x: chỉ 35% số phiên có lãi sau 12 tháng; P/B 2,0–2,3x: 63%.

Quy tắc (03/2020–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	116	+2,3%	−61%	2	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	158	+7,1%	−34%	2	Có
P/B < 2,0x mua, > 2,6x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	553	+29,2%	−17%	4	Có
P/E < 8x mua, > 12x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	100	0,0%	−47%	2	Có
Mua và giữ	**387**	**+22,5%**	**−68%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 06/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

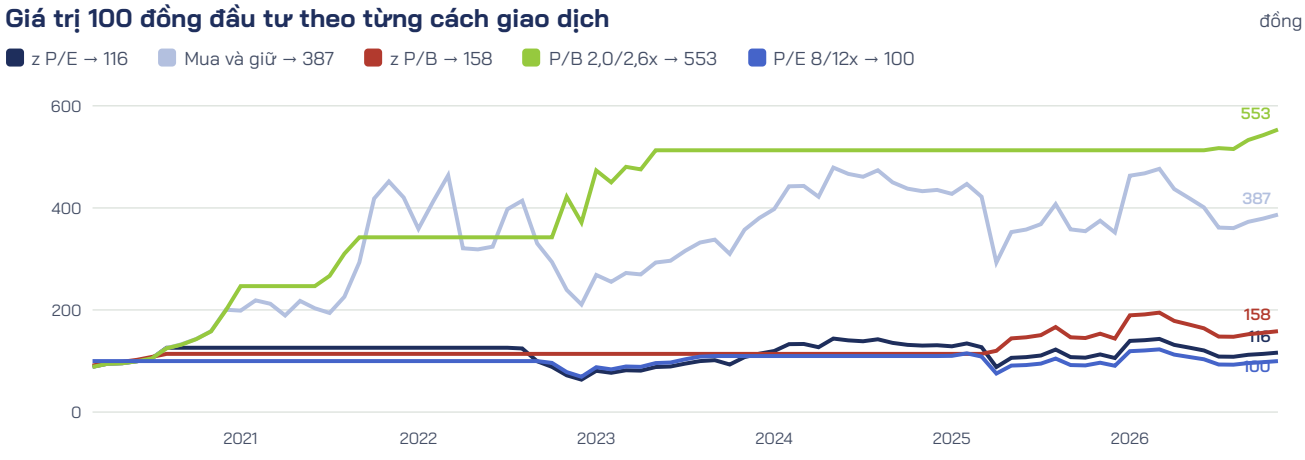
Yếu tố hỗ trợ

- **Tiền ròng 1.547 tỷ**, cổ tức tiền 3.000 đ/cp (8,6%).
- **Ký mới 9T ~95 ha**, cao hơn bàn giao: doanh thu dời sang quý tới.
- **Khu mới Tân Phước 1, Vinh Quang** chưa được tính vào giá.

Rủi ro

- **Bàn giao chậm**: quỹ đất ngắn hạn dồn vào Hựu Thạnh; Phú Mỹ II sàng lọc ngành.
- **Khu mới biên thấp**, cần vốn lớn; lãi tiền gửi giảm, lãi vay tăng.
- **Thủy văn** làm biên điện dao động; nhu cầu FDI chịu ảnh hưởng thuế quan.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH IDC

- **Chưa có cổ phiếu:** mua 1/3 ở 34,9 nghìn (P/B 2,01x, cổ tức 8,6%); thêm 1/3 nếu BCTC quý 4 xác nhận bàn giao ≥ 20 ha hoặc giá lùi về ~32 nghìn; phần cuối dưới 29,5 nghìn (P/B 1,7x) hoặc khi Tân Phước 1, Vinh Quang ký hợp đồng thuê đầu tiên.
- **Đang nắm giữ:** giữ, nhận cổ tức; chốt lời từng phần từ 45,2 nghìn (P/B 2,6x ≈ giá trị A + B). Giảm 1/3 nếu giá đóng cửa dưới 31 nghìn (đáy 52 tuần ~29 nghìn, –11%) kèm BCTC quý 4 bàn giao dưới 12 ha.
- **Kỳ vọng thời gian:** 9–18 tháng; lợi nhuận KCN theo đợt bàn giao nên giá dao động mạnh quanh ngày công bố BCTC quý và số ha cuối năm.
- **Nâng lên MUA** nếu 2026 bàn giao ≥ 60 ha và Tân Phước 1/Vinh Quang có hợp đồng thuê đầu tiên, hoặc giá dưới 29,5 nghìn. **Hạ về NẮM GIỮ** nếu quý 4 bàn giao dưới 12 ha, kế hoạch LNTT 2027 thấp hơn 2.600 tỷ, hoặc tiền ròng chuyển sang nợ ròng trước khi khu mới cho thuê.
- **Mốc theo dõi:** số ha bàn giao, ký mới 2026 (cuối năm); BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027); tiến độ Tân Phước 1, Vinh Quang; kế hoạch 2027 và cổ tức tại ĐHĐCĐ (04/2027).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.