

Việt Nam: Ngành BĐS Khu công nghiệp
04 December 2025
IDC
MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+33,0%**
Đóng cửa: **29/10/2025**
Giá hiện tại: **37.900 đồng**
Giá mục tiêu 12T: **50.400 đồng**

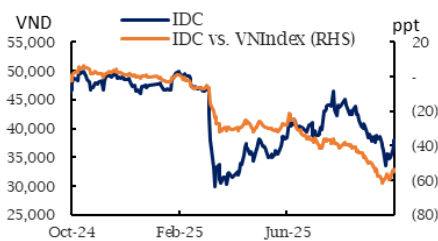
Tiêu điểm

- ▶ **Triển vọng thuế quan:** Việt Nam vẫn duy trì sức hút mạnh mẽ đối với các nhà sản xuất đa quốc gia.
- ▶ **Quỹ đất lớn từ 04 dự án KCN mới** – tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng trong dài hạn.
- ▶ **Việc bàn giao dự án Bắc Châu Giang và bàn giao đất cho Aeon** sẽ hỗ trợ lợi nhuận 2025E
- ▶ **IDC vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn về tỷ suất cổ tức** dù tỷ lệ chi trả có khả năng giảm. Chúng tôi dự báo tỷ suất cổ tức sau khi giảm là 5,3% - vẫn cao hơn mức bình quân ngành là 3,0%.

Quan điểm

- ▶ **Làn sóng dịch chuyển sản xuất vẫn đang tiếp diễn**, tiếp tục củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp
- ▶ **Hoạt động cho thuê được kỳ vọng sẽ tăng tốc** khi các yếu tố bất định về thuế quan dần hạ nhiệt
- ▶ **Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn** giúp IDC khai thác nhu cầu trong ngắn hạn.
- ▶ **Định giá hấp dẫn.** P/B của IDC hiện tương đương với thời điểm mới công bố thuế quan.
- ▶ **Khuyến nghị MUA lần đầu** với GMT 50.400 đồng, tương đương TSSL 12T là 38,3%.

Tổng quan doanh nghiệp: Tổng công ty IDICO (IDC) là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực KCN, hiện phát triển và quản lý 13 KCN trên toàn quốc với tổng diện tích 4.073 ha. Mảng KCN cốt lõi chiếm 67% NAV theo ước tính của chúng tôi. Ngoài ra, các lĩnh vực kinh doanh khác bao gồm năng lượng (thủy điện & điện mặt trời gác mái) và truyền tải điện (chiếm 16%); xây dựng cơ sở hạ tầng đô thị; phát triển bất động sản nhà ở; và dự án BOT đường cao tốc.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	546,5
GTGD BQ 6T (triệu USD)	4,0
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	379,5
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	60,0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	11,2
Cổ đông lớn (%)	37,0
Tiền mặt ròng 2025E (tỷ đồng)	1.764
P/B 2025E (x)	2,2
Tỷ suất cổ tức 2025E (%)	5,3
Room ngoại còn lại (%)	37,8

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

	2023A	2024A	2025E	2026E
Doanh thu	7.237	8.846	8.695	10.806
LNST	1.394	1.996	1.825	2.463
EPS (đồng)	4.223	6.050	5.531	6.491
+/- EPS (%)	-25%	43%	-9%	17%
P/B (x)	3,6	2,6	3,3	2,6
P/E (x)	12,9	7,2	9,1	7,8
Tỷ suất cổ tức (%)	7,3%	8,0%	5,3%	5,3%
DPS (đồng)	4.000	3.725	2.000	2.000

Nguồn: FiinproX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Hoàng Châu Giang
giang.hoang@yuantaresearch.com.vn

Nguyễn Khắc Minh Tâm
tam.nguyen@yuantaresearch.com.vn

Bloomberg code: YUTA
<http://yuantaresearch.com.vn>

Tổng Công ty IDICO – CTCP (IDC)
Nền tảng cơ bản vững chắc, cơ hội đầu tư hấp dẫn

Ngành bất động sản khu công nghiệp của Việt Nam vẫn là bên hưởng lợi chính từ xu hướng dịch chuyển “China +1”. Với lợi thế cạnh tranh bền vững về chi phí, cơ sở hạ tầng được cải thiện và môi trường chính sách hỗ trợ, Việt Nam vẫn là một trong những điểm đến hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư FDI có nhu cầu mở rộng sản xuất.

Những thách thức ngắn hạn khó có thể làm chệch hướng động lực dài hạn. Những bất ổn về địa chính trị đã làm giảm hoạt động cho thuê trong năm nay, nhưng chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê sẽ tăng tốc trở lại từ 2H2025 khi những lo ngại về thuế quan hạ nhiệt. Quan điểm này được củng cố bởi dòng vốn FDI mạnh mẽ từ đầu năm đến nay, cho thấy niềm tin bền vững của nhà đầu tư và sự khẳng định về sức hấp dẫn của Việt Nam, hỗ trợ triển vọng tích cực trong trung hạn cho thị trường BĐS khu công nghiệp.

Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn cho phép IDC nắm bắt nhu cầu trong ngắn hạn. Tính tại Q2/2025, IDC có khoảng 440 ha đất thương phẩm KCN sẵn sàng cho thuê, nằm tại các tỉnh công nghiệp lớn ở cả miền Bắc và miền Nam Việt Nam. Do đó, doanh nghiệp có vị thế tốt để khai thác nhu cầu thuê đất KCN trong giai đoạn 3-4 năm tới khi nguồn cung vẫn còn hạn chế, trước khi làn sóng các KCN mới được phê duyệt đi vào hoạt động.

Bổ sung 04 dự án KCN vào danh mục dài hạn. Tính từ năm 2024, IDC đã nhận được phê duyệt đầu tư 04 dự án KCN mới, tăng thêm hơn 1.200 ha vào quỹ đất KCN. Đây là nguồn cung đáng kể, đáp ứng nhu cầu cho thuê trong tương lai và củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.

Định giá hấp dẫn với P/B ở mức ~2,4x, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 3 năm. Được hỗ trợ bởi nền tảng cơ bản vững chắc, dòng tiền mạnh mẽ và chất xúc tác từ các dự án sắp tới – IDC đang là một cơ hội đầu tư hấp dẫn. Mặc dù tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt có khả năng giảm, nhưng tỷ suất cổ tức tiền mặt 5,3% (đã giảm theo giả định của chúng tôi) vẫn ở mức hấp dẫn, tạo bộ đệm rủi ro giảm giá cho các nhà đầu tư dài hạn.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu đối với IDC với giá mục tiêu 50.400 đồng, tương đương TSSL kỳ vọng 12 tháng là 38,3%.

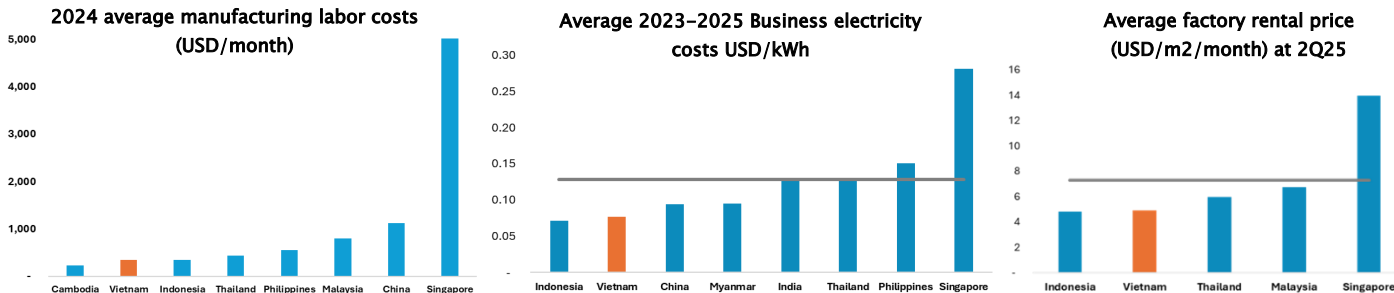
ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Luận điểm đầu tư

Việt Nam vẫn giữ vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng “China +1”. Theo quan điểm của chúng tôi, thuế quan không làm thay đổi câu chuyện tăng trưởng của ngành sản xuất Việt Nam. Khi các công ty đa quốc gia đa dạng hóa cơ sở sản xuất để tăng cường khả năng phục hồi của chuỗi cung ứng, các lợi thế của Việt Nam về (1) chi phí lao động, chi phí điện, giá thuê đất khu công nghiệp; và (2) vị trí chiến lược (giáp biên giới với Trung Quốc và nằm trên tuyến thương mại toàn cầu trọng yếu) tiếp tục giúp Việt Nam trở thành một trong những điểm đến sản xuất hấp dẫn nhất trong khu vực.

Hình 1: Chi phí vẫn là lợi thế cạnh tranh then chốt của Việt Nam



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Cushman & Wakefield, Dezan Shira & Associates, Yuanta Việt Nam

Dòng vốn FDI mạnh mẽ khẳng định sức hấp dẫn về sản xuất trong dài hạn của Việt Nam. Vốn FDI đăng ký trong 9T2025 tăng +8,5% YoY lên mức cao kỷ lục, cho thấy niềm tin bền vững của nhà đầu tư nước ngoài bất chấp những bất ổn về thuế quan vẫn đang tiếp diễn. Các ngành chế biến, chế tạo tiếp tục chiếm ưu thế cả trong giải ngân FDI lũy kế (83% tổng giải ngân FDI trong 9T2025) và tổng FDI lũy kế cho các dự án mới (58,7%) trong 9T2025.

Danh mục khu công nghiệp đa dạng của IDC trên cả miền Bắc và miền Nam giúp công ty có thể thu hút khách thuê từ các ngành sản xuất điện tử và công nghiệp hỗ trợ.

Ngoài lợi thế về chi phí, Việt Nam còn sở hữu mạng lưới FTA rộng, nhân khẩu học thuận lợi, chính trị ổn định, phát triển cơ sở hạ tầng được thúc đẩy, và cải cách hành chính ấn tượng trong năm qua tiếp tục nâng cao sức cạnh tranh của Việt Nam trong mắt các nhà sản xuất FDI. Những yếu tố này đã giúp Việt Nam trở thành một trong những quốc gia hưởng lợi lớn nhất từ chiến lược “China +1”. Điều này được thể hiện qua việc Việt Nam xếp thứ 2 trong “Chỉ số Sản xuất Châu Á mới nổi 2024” (Emerging Asia Manufacturing Index), chỉ đứng sau Trung Quốc—vượt lên trên các nước còn lại trong ASEAN, Ấn Độ và Bangladesh.

Hình 2: Chỉ số Sản xuất Châu Á mới nổi -- Emerging Asia Manufacturing Index

Tier	BD	CN	IN	ID	MY	PH	TH	VN
Final Ranking	8	1	4	5	3	7	6	2

Nguồn: Dezan Shira & Associates

Thuế quan là điểm hạn chế, nhưng Việt Nam vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh. Thuế nhập khẩu của Mỹ đối với hàng hóa Việt Nam hiện ở mức 20% (giảm mạnh từ mức công bố ban đầu 46%), tương đương với mức thuế 19% áp dụng cho các nước trong khu vực và thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (30% hoặc thậm chí cao hơn). Ngoài ra, mức thuế 20% này còn được giảm nhẹ nhờ việc miễn thuế đối với các mặt hàng điện tử, và chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm các điều chỉnh theo từng nhóm hàng, xét tới việc phân lớn sản xuất xuất khẩu của Việt Nam là đến từ các doanh nghiệp FDI (bao gồm cả doanh nghiệp Mỹ).

Sự khác biệt nhỏ về thuế suất khó có thể làm giảm sức hút của Việt Nam trong chiến lược “China+1”. Mức thuế 40% đối với hàng trung chuyển có thể đáng lo ngại hơn do hiện đang thiếu các thông tin cụ thể. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ dẫn đến sự tăng tốc của quá trình nội địa hóa sản xuất, khi các nhà sản xuất FDI mở rộng việc sản xuất trực tiếp tại Việt Nam.

Do đó, về dài hạn, chính sách thuế của Mỹ có thể làm tăng nhu cầu đối với đất KCN và nhà xưởng tại Việt Nam.

Quỹ đất mạnh mẽ cùng cố tăng trưởng cả trong ngắn hạn và dài hạn. IDC là một trong những nhà phát triển KCN hàng đầu Việt Nam, với quỹ đất lớn và vị trí tốt ở cả miền Bắc và miền Nam, phù hợp với nhu cầu đa dạng của nhiều nhà đầu tư. Hiện tại, tỷ lệ lấp đầy KCN của Việt Nam vẫn ở mức cao—hơn 80% ở miền Bắc và 89% ở miền Nam—và chúng tôi cho rằng thị trường vẫn sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ lấp đầy cao trong 3–4 năm tới.

Điều này tạo ra cơ hội thuận lợi cho các nhà phát triển có diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn có thể nắm bắt nhu cầu và chốt mức giá thuê hấp dẫn. Với khoảng 440 ha đất sẵn sàng cho thuê, IDC - theo quan điểm của chúng tôi - có vị thế rất thuận lợi để hưởng lợi từ tình hình này trong những năm tới.

Bên cạnh đó, việc có thêm 04 KCN mới được phê duyệt với tổng diện tích thương phẩm là 910 ha tạo ra nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn của công ty.

Hình 3: Danh mục dự án KCN của IDC

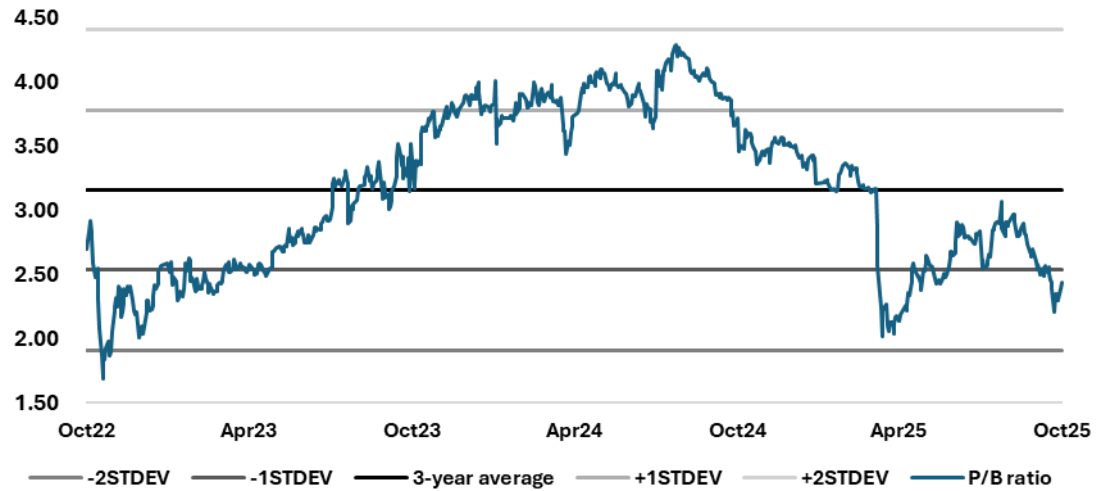
No.	Project	Location	Area (ha)	Gross leasable area (ha)	Occupancy rate	Current ALP (USD/m2)	Start date	Investor	IDC's Ownership	Total investment (VND bn)	Occupancy rate / Status
IPs with remaining leasable area											
1	Huu Thanh IP	Long An	524	395	44%	161	2019	IDICO	100.00%	6,922	44%
2	Phu My II IP	BR-VT	621	443	90%	125	2005	IDICO	100.00%	1,601	90%
3	Phu My II Expansion IP	BR-VT	398	273	67%	126	2008	IDICO	100.00%	1,899	67%
4	Que Vo II IP	Bac Ninh	270	177	82%	150	2007	IDICO-Quevo	54.94%	1,500	82%
5	Cau Nghin IP	Thai Binh	184	124	61%	81	2012	IDICO	100.00%	1,160	61%
Total			1996	1413		–					
Available for sale soon											
13	Tan Phuoc I IP	Tien Giang	470	363	0%	N/A	2024	IDICO	65.00%	5,937	approved
12	My Xuan B1 Expansion IP	BR-VT	111	83	0%	N/A	2024	IDICO-CONAC	51.00%	1,989	approved
11	Vinh Quang IP - Phase 1	Hai Phong	226	163	0%	N/A	2025	IDICO-IVC	99.99%	3,551	approved
14	Phu Long IP	Ninh Binh	415	301	0%	N/A	2025	IDICO-Ninh Bin	75.00%	4,960	approved
Total			1222	910						10,499	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại 1H2025)

Danh mục khu công nghiệp đa dạng ở các vị trí chiến lược. Các khu công nghiệp của IDC nằm ở các trung tâm công nghiệp trọng điểm phía Bắc và phía Nam, thu hút khách thuê đa dạng thuộc nhiều ngành công nghiệp khác nhau.

- **KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng (HCMC – Bà Rịa - Vũng Tàu cũ):** Nằm cách cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải chỉ 1 km, phù hợp cho các ngành công nghiệp nặng và các ngành phụ thuộc vận tải biển.
- **KCN Quế Võ II (Bắc Ninh):** Nằm trong “hành lang điện tử” của Việt Nam, đón nhu cầu từ chuỗi cung ứng liên kết với Trung Quốc.
- **KCN Hữu Thạnh (Long An) & Tân Phước 1 (Đồng Tháp – Tiền Giang cũ):** Gần TP.HCM và Đồng bằng sông Cửu Long, phù hợp cho ngành tiêu dùng, F&B và dược phẩm.
- **KCN Vinh Quang (Hải Phòng):** Gần các cảng biển và các cụm công nghệ cao phía Bắc, phù hợp với ngành sản xuất điện - điện tử.

Hình 4: Chỉ số P/B của IDC



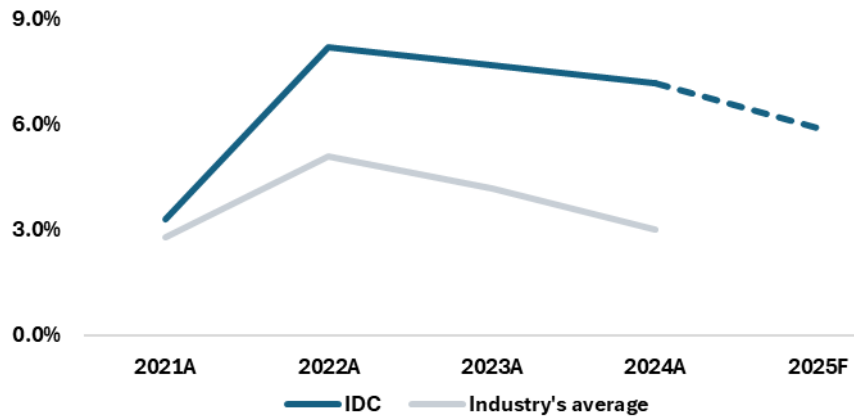
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Định giá hấp dẫn với P/B thấp hơn -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 3 năm, trong bối cảnh (1) Nền tảng cơ bản vững chắc: Triển vọng lợi nhuận bền vững, hoạt động cho thuê ổn định, các nguồn thu nhập định kỳ và các dự án mới được phê duyệt. (2) Tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn tạo bộ đệm cho rủi ro giảm giá. Dù tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt có khả năng giảm, theo dự phóng của chúng tôi, IDC vẫn duy trì mức tỷ suất cổ tức khoảng 5,3%, giữ vị thế là cổ phiếu phòng thủ trong nhóm bất động sản KCN.

IDC vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn về lợi suất mặc dù tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt năm 2025 có khả năng giảm. IDC đã chi trả cổ tức tiền mặt 3.000-4.000 đồng / cổ phiếu, tương đương tỷ suất cổ tức 7%-8% trong giai đoạn 2021-2024. Năm 2025, IDC có kế hoạch chi trả cổ tức 35% / mệnh giá, trong đó một phần sẽ được trả bằng cổ phiếu, phần còn lại sẽ bằng tiền mặt. Ban lãnh đạo cho biết việc giảm tỷ trọng tiền mặt nhằm tích lũy vốn cho các dự án KCN mới được phê duyệt.

Dù tỷ trọng cổ tức tiền mặt giảm so với các năm trước, mức tỷ suất cổ tức tiền mặt 5,3% theo dự phóng của chúng tôi, vẫn cao hơn mức trung bình ngành là 3,0% (tính theo mức chi trả cổ tức tiền mặt năm 2024 của các cổ phiếu BĐS KCN).

Hình 5: Tỷ suất cổ tức của IDC cao hơn mức trung bình ngành



Mức trung bình của ngành được tính bằng cách sử dụng trung bình cộng của 08 nhà phát triển KCN (không bao gồm IDC) có chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Nguồn: Fiinx, Yuanta Việt Nam

Mục lục

Luận điểm đầu tư	2
BDS Khu công nghiệp: Cốt lõi bền vững của IDC	6
Ngành KCN: Vàng giữa những bất ổn tiếp diễn	6
<i>Triển vọng ngành tích cực với động lực dài hạn mạnh mẽ</i>	<i>6</i>
<i>Nguồn cung: Thắt chặt trong ngắn hạn, mở rộng trong dài hạn — IDC có vị thế thuận lợi</i>	<i>11</i>
<i>Tỷ lệ lấp đầy ổn định và giá thuê tăng đều: Tín hiệu duy trì sức hút đối với NGT</i>	<i>12</i>
<i>Tác động của thuế quan: Duy trì sức hấp dẫn của Việt Nam</i>	<i>13</i>
Tổng quan mảng kinh doanh Khu công nghiệp của IDC	14
<i>Quan điểm của chúng tôi về triển vọng mảng KCN của IDC: Nắm bắt trong ngắn hạn, củng cố dài hạn</i>	<i>22</i>
 BDS Nhà ở: Doanh thu đột biến trong năm 2025	23
Mảng kinh doanh điện: Mảnh ghép hỗ trợ hệ sinh thái và động lực từ tăng trưởng doanh thu KCN Hữu Thạnh	25
<i>Truyền tải điện</i>	<i>26</i>
<i>Mảng sản xuất điện</i>	<i>28</i>
 Mảng BOT: Nguồn thu ổn định và đều đặn	30
Tổng quan doanh nghiệp: Bền trụ cột của hệ sinh thái	31
Triển vọng doanh nghiệp: Chững lại trong 1H2025 nhưng sẽ tăng tốc trở lại từ nửa cuối năm	33
KQKD 1H2025: Suy giảm do các bất định liên quan đến thuế quan	33
Dự phóng KQKD 2025-2026F	34
Định giá & Rủi ro	35
Định giá	35
Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi	36
Appendix: Important Disclosures	38
Ratings Definitions	38
Global Disclaimer	38

BDS Khu công nghiệp: Cốt lõi bền vững của IDC

Ngành KCN: Vững vàng giữa những bất ổn tiếp diễn

Triển vọng ngành tích cực với động lực dài hạn mạnh mẽ

Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng ngành BDS KCN Việt Nam vẫn tích cực, với tăng trưởng dài hạn được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

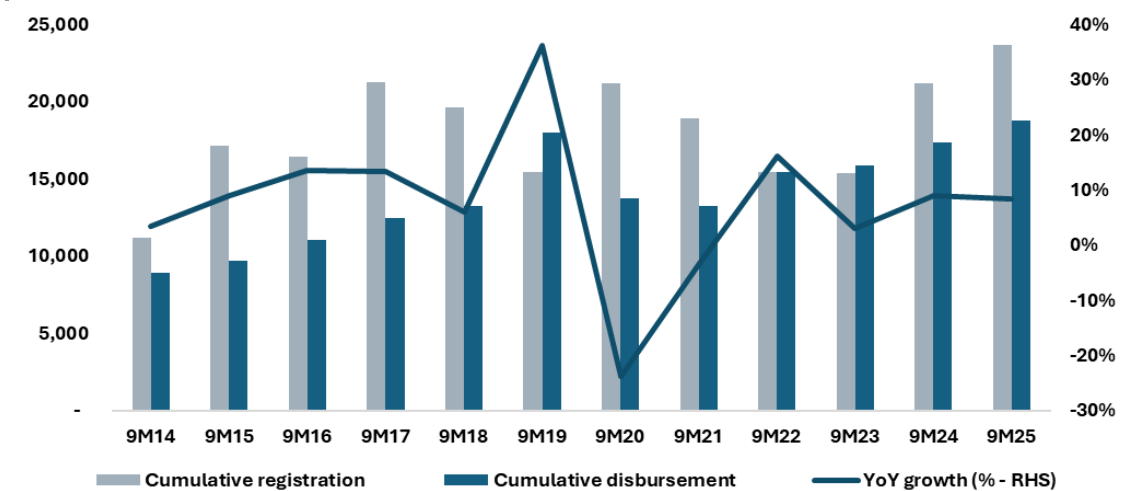
Xu hướng "China +1" vẫn là động lực mạnh mẽ của ngành BDS KCN Việt Nam. Chi phí lao động tăng, các quy định được siết chặt, thay đổi nhân khẩu học và rủi ro địa chính trị khiến việc phụ thuộc vào một thị trường duy nhất ngày càng trở nên rủi ro. Do đó, nhiều nhà sản xuất đã theo đuổi chiến lược "China+1" trong những năm gần đây và dịch chuyển một phần sản xuất sang các quốc gia khác.

Việt Nam nổi lên như lựa chọn hấp dẫn nhờ lợi thế cạnh tranh rõ rệt. Các tập đoàn đa quốc gia như Samsung, Foxconn và các nhà cung cấp chính của Apple đã mở rộng hoạt động tại Việt Nam để hạn chế rủi ro và tối ưu hóa chi phí. Quan trọng hơn, xu hướng dịch chuyển này không bị gián đoạn bởi những lo ngại về thuế quan — thể hiện qua dòng vốn FDI tiếp tục tăng mạnh trong 9T2025, ngay cả sau khi có các tuyên bố về thuế quan của Mỹ vào tháng 4.

Dòng FDI bền bỉ phản ánh cam kết dài hạn của các nhà đầu tư nước ngoài. Bất chấp lo ngại thuế quan, FDI giải ngân 9T2025 đạt 18,8 tỷ USD (+8,4% YoY) — theo chúng tôi là mức cao nhất từ trước đến nay cho giai đoạn 9 tháng. FDI đăng ký mới và bổ sung cũng đạt mức cao kỷ lục, tăng mạnh 11,9% YoY lên 23,7 tỷ USD. Trong đó, FDI đăng ký mới giảm -8,6% YoY xuống còn 12,39 tỷ USD, trong khi FDI bổ sung cho các dự án hiện hữu tăng +48,0% YoY lên 11.32 tỷ USD — mức cao nhất trong lịch sử, cho thấy cam kết dài hạn mạnh mẽ từ các nhà đầu tư hiện hữu.

Trong tổng FDI đăng ký mới, ngành chế biến—chế tạo tiếp tục chiếm ưu thế, (7,27 tỷ USD, chiếm 58,7% tổng FDI đăng ký mới trong 9T2025) — phản ánh vai trò của ngành trong nền kinh tế sản xuất định hướng xuất khẩu của Việt Nam.

Hình 6: FDI đăng ký và giải ngân 9 tháng đầu năm (tỷ USD)



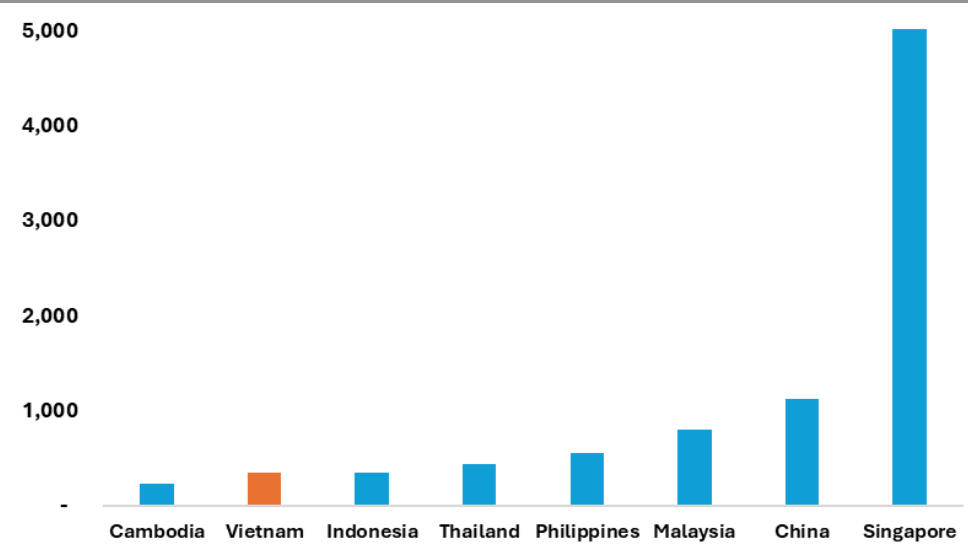
Nguồn: TCTK, Yuanta Việt Nam

Trước đó, FDI đăng ký tăng trưởng với CAGR là 6,6% trong giai đoạn 2014-2024, trong khi FDI giải ngân ghi nhận mức tăng CAGR nhanh hơn là 7,5% trong cùng kỳ.

Sức hấp dẫn dài hạn của Việt Nam được củng cố bởi các lợi thế sau:

1. **Khả năng cạnh tranh về chi phí:** Chi phí lao động, giá thuê đất công nghiệp và chi phí điện của Việt Nam tương đối thấp so với các quốc gia cùng khu vực.

Hình 7: Chi phí lao động sản xuất bình quân 2024 (USD/tháng) trong khu vực vs. Trung Quốc

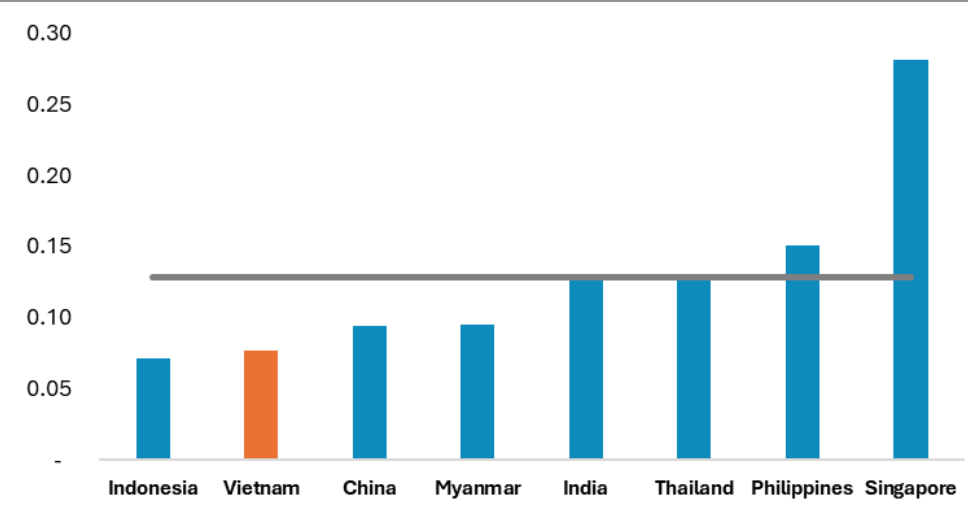


Source: Dezan Shira & Associates, Yuanta Vietnam

Chi phí đóng vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp khi lựa chọn địa điểm sản xuất; chi phí lao động gia tăng ở Trung Quốc là một trong những lý do chính thúc đẩy xu hướng "China +1".

Chi phí lao động tại Việt Nam thấp hơn so với hầu hết các quốc gia khác trong khu vực và chỉ bằng khoảng 1/3 so với Trung Quốc. Mặc dù mức lương tối thiểu được điều chỉnh tăng trong năm 2025, Việt Nam vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh về chi phí lao động so với khu vực.

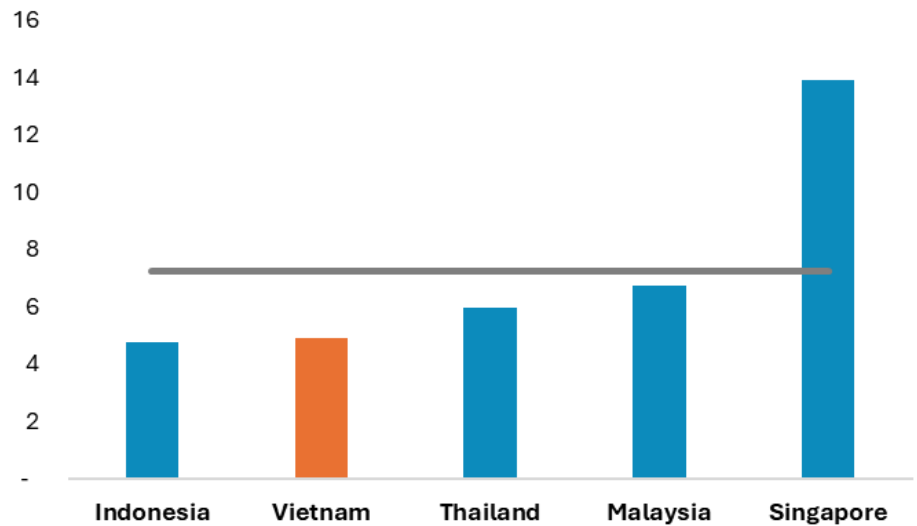
Hình 8: Giá điện kinh doanh bình quân giai đoạn 2023-2025 trong khu vực (USD/kWh)



Nguồn: Globalpetrolprices, Yuanta Việt Nam

Với mức giá chỉ USD 0,08/kWh, chi phí điện tại Việt Nam thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khu vực (USD 0,13/kWh), tạo lợi thế lớn cho sản xuất công nghiệp và làm tăng sự hấp dẫn của Việt Nam về mặt chi phí.

Hình 9: Giá thuê nhà xưởng bình quân (USD/m²/tháng) trong khu vực tại Q2/2025

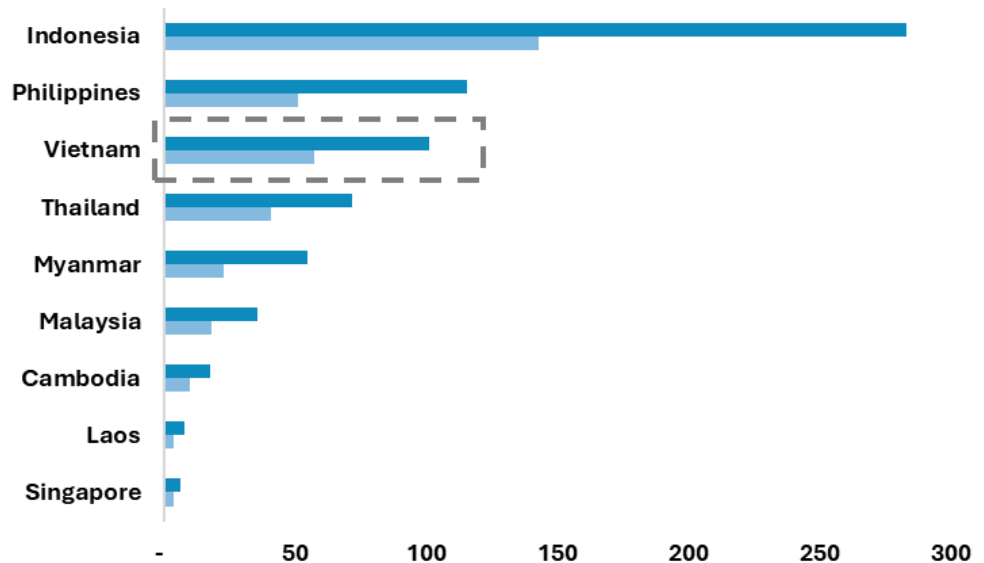


Nguồn: Cushman & Wakefield, Yuanta Việt Nam

Tương tự, Việt Nam cũng duy trì lợi thế về chi phí giá thuê đất công nghiệp, với giá thuê nhà xưởng trung bình tại các khu công nghiệp ở mức xấp xỉ 5 USD/m²/tháng — thấp hơn nhiều so với mức bình quân khu vực là 7 USD/m²/tháng.

- Nhân khẩu học:** Việt Nam đang ở trong thời kỳ “dân số vàng”. Việt Nam là quốc gia đông dân thứ 03 ở Châu Á với dân số vượt hơn 100 triệu người, và sở hữu lực lượng lao động lớn thứ 02, tạo nguồn cung lao động bền vững và mạnh mẽ gồm những lao động trẻ, có tay nghề ngày càng được nâng cao.

Hình 10: Việt Nam có dân số lớn thứ 3 và lực lượng lao động lớn thứ 2 tại Đông Nam Á năm 2024 (đơn vị: triệu người)



Nguồn: World Bank, Yuanta Việt Nam

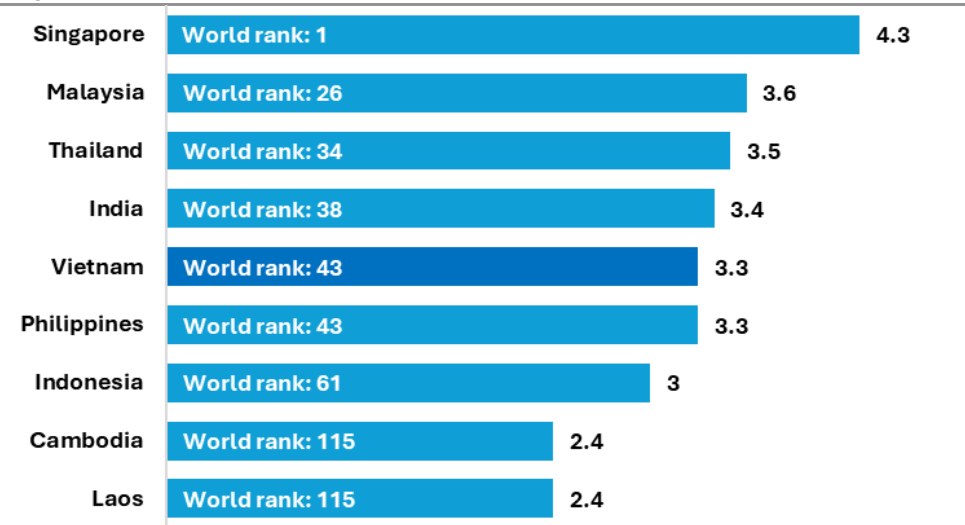
- Vị trí chiến lược:** Đường bờ biển dài 3.200 km mang lại lợi thế về các cảng nước sâu và khả năng tiếp cận các tuyến hàng hải quốc tế. Việt Nam nằm gần Trung Quốc, giúp các nhà đầu tư có thể đa dạng hóa sản xuất trong khi vẫn giữ kết nối với các chuỗi cung ứng hiện hữu. Lợi thế địa lý này giúp tối ưu logistics, hỗ trợ xuất khẩu quy mô lớn và củng cố vai trò của Việt Nam như một trung tâm thương mại trong khu vực.
- Chính trị ổn định:** Môi trường chính trị ổn định giúp tạo sự tin cậy và tầm nhìn dài hạn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Sự nhất quán của Việt Nam trong việc duy trì các chính sách ủng hộ đầu tư là một yếu tố quan trọng đối với doanh nghiệp trong các ngành đầu tư dài hạn.
- Cải cách hành chính:** Chính phủ đã đẩy nhanh các cải cách nhằm tinh giản các thủ tục hành chính, tăng cường tính minh bạch và gia tăng sự bảo vệ đối với các nhà đầu tư — qua đó tiếp tục củng cố vị thế của Việt Nam là một điểm đến đầu tư thuận lợi.

6. **Các chính sách hỗ trợ phát triển công nghiệp:** Một mối quan ngại lớn của các nhà đầu tư FDI khi chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam là hệ sinh thái công nghiệp hỗ trợ còn hạn chế. Để giải quyết vấn đề này, Chính phủ đã ban hành Nghị định 205/2025/ND-CP (sửa đổi bổ sung Nghị định 111/2015/ND-CP) nhằm thúc đẩy sự phát triển của các ngành công nghiệp hỗ trợ.

Có hiệu lực từ ngày 01/09/2025, Nghị định 205 bổ sung các chính sách về công nghệ, nguồn nhân lực, tiêu chuẩn môi trường, khuôn khổ pháp lý và ưu đãi đầu tư — nhằm mục tiêu củng cố liên kết sản xuất trong nước, mở rộng tích hợp chuỗi cung ứng toàn cầu, và thúc đẩy công nghiệp hóa, hiện đại.

7. **Phát triển cơ sở hạ tầng giao thông - logistics:** Theo WTO, Việt Nam xếp hạng 43 toàn cầu và hạng 4 trong ASEAN về Chỉ số Hiệu quả Logistics (LPI) năm 2023, dựa trên 6 trụ cột tiêu chí: hải quan, hạ tầng, chi phí vận chuyển, năng lực logistics, khả năng theo dõi đơn hàng và độ tin cậy giao hàng.

Hình 11: Việt Nam xếp hạng 43 toàn cầu và hạng 4 trong ASEAN về Chỉ số Hiệu quả Logistics (LPI) năm 2023



Nguồn: WTO, Yuanta Việt Nam

Việt Nam hiện đang bước vào một giai đoạn mới của việc mở rộng cơ sở hạ tầng nhằm hỗ trợ tăng trưởng công nghiệp. Mới đây, Việt Nam đã tổ chức sự kiện khởi công 250 dự án mới trên toàn quốc, trong đó có nhiều dự án logistics trọng điểm, góp phần đáng kể trong việc nâng cao năng lực vận tải và thương mại.

Hình 12: Các dự án hạ tầng logistics nổi bật khởi công ngày 19/08

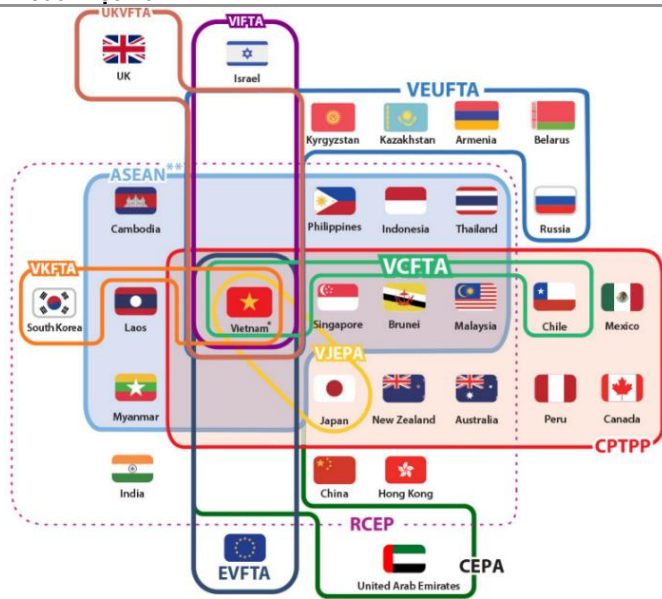
Dự án	Vị trí	TMĐT dự kiến (tỷ đồng)
Sân bay Quốc tế Gia Bình	Bắc Ninh	120.839 tỷ đồng (2021-2030) 61.455 tỷ đồng (đến năm 2050)
Cảng biển Hòn Khoai	Cà Mau	15.000 tỷ đồng
Cảng biển Bãi Gốc	Đắk Lắk	24.000 tỷ đồng
Cảng biển Bãi Gốc	Hà Tĩnh Quảng Trị	12.548 tỷ đồng
Cao tốc Vân Ninh – Cam Lộ	Quảng Trị	9.919 tỷ đồng
Cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành	Đồng Nai	19.965 tỷ đồng
Cao tốc Dầu Giây – Tân Phú	Đắk Nông Bình Phước	8.496 tỷ đồng
Mở rộng Cao tốc TP. HCM – Long Thành	TP. HCM Đồng Nai	16.386 tỷ đồng

Nguồn: Yuanta Việt Nam, Internet

Hội nhập thương mại sâu rộng hỗ trợ tăng trưởng dựa vào xuất khẩu. Tính đến tháng 06/2025, Việt Nam đã ký kết 17 Hiệp định Thương mại Tự do (FTA), tạo điều kiện cho hàng hóa Việt Nam tiếp cận tới hầu hết các thị trường toàn cầu lớn bao gồm EU, Nhật Bản, Hàn Quốc, các thành viên của CPTPP và RCEP.

Những hiệp định này giúp giảm bớt các rào cản thương mại và đồng thời củng cố vị thế của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu — qua đó hỗ trợ nhu cầu bất động sản khu công nghiệp trong dài hạn.

Hình 13: Mạng lưới FTA của Việt Nam



Nguồn: Asia Briefing

Nhìn chung, Việt Nam sở hữu bộ lợi thế giúp thu hút sự quan tâm mạnh mẽ từ các doanh nghiệp FDI. Trong năm 2024, Việt Nam xếp thứ 2 trong Chỉ số Sản xuất Châu Á Mới Nổi (Emerging Asia Manufacturing Index), chỉ sau Trung Quốc, và dẫn trước các nước khác trong khối ASEAN và Ấn Độ.

Bộ chỉ số này đánh giá năng lực cạnh tranh sản xuất dựa trên 8 nhóm tiêu chí (với trọng số tương ứng):

- A. Kinh tế (13%) -- Đánh giá sự ổn định, sức mạnh tài chính và tiềm năng tăng trưởng.
- B. Rủi ro Chính trị (6%) -- Đánh giá rủi ro quản trị và tính minh bạch.
- C. Môi trường Kinh doanh (19%) -- Đánh giá các điều kiện về quy định và hoạt động.
- D. Thương mại Quốc tế (12%) -- Đo lường độ mở đối với thương mại toàn cầu.
- E. Chính sách Thuế (5%) -- Kiểm tra chính sách thuế và các ưu đãi sản xuất.
- F. Cơ sở Hạ tầng (21%) -- Đánh giá chất lượng cơ sở hạ tầng vật chất.
- G. Lực lượng Lao động (5%) -- Đánh giá quy mô và kỹ năng lao động.
- H. Đổi mới Sáng tạo (5%) -- Đánh giá năng lực R&D và đổi mới sáng tạo.

Hình 14: Chỉ số Sản xuất Châu Á Mới Nổi -- Emerging Asia Manufacturing Index

Tier	BD	CN	IN	ID	MY	PH	TH	VN
A Economy	5	4	2	1	7	6	8	3
B Political Risk	8	3	6	5	1	7	4	2
C Business Environment	7	8	2	6	1	5	4	3
D International Trade	8	2	7	5	3	6	4	1
E Tax Policy	6	4	7	5	3	5	1	2
F Infrastructure	7	1	5	6	3	8	2	4
G Workforce	4	7	1	5	3	2	8	6
H Innovation	8	1	4	3	2	7	6	5
Final Ranking	8	1	4	5	3	7	6	2

Nguồn: Dezan Shira & Associates

Nguồn cung: Thắt chặt trong ngắn hạn, mở rộng trong dài hạn — IDC có vị thế thuận lợi

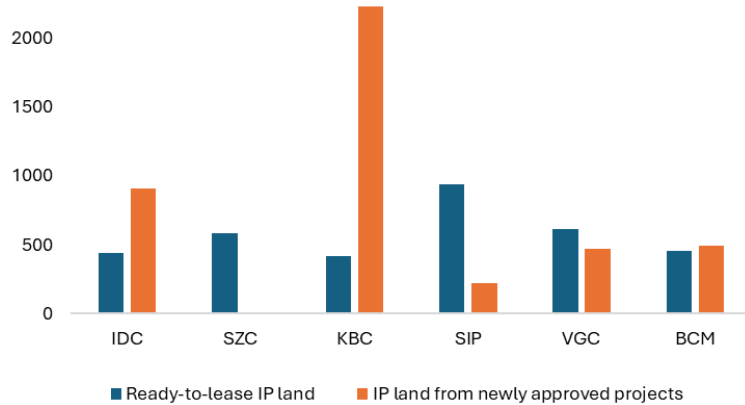
Việc phê duyệt các dự án KCN mới đã tăng tốc mạnh mẽ trong năm qua. Chỉ riêng năm 2024, có 31 dự án mới được cấp phép, bổ sung khoảng 9.600 ha đất công nghiệp. Động lực này tiếp tục kéo dài sang 1H2025, với việc bổ sung 39 dự án được phê duyệt, tương đương hơn 11.100 ha. Xu hướng này đánh dấu mức tăng mạnh mẽ và rõ rệt trong việc phê duyệt các dự án KCN mới so với năm 2023, khi chỉ có 13 KCN mới được phê duyệt với tổng diện tích khoảng 3.858ha.

Từ năm 2024 đến hết 1H2025, các KCN mới được phê duyệt tập trung ở Bắc Giang (12 KCN mới với 1.892 ha đất công nghiệp), Thái Nguyên (5 KCN mới với 1.694 ha đất công nghiệp) và Hải Phòng (4 KCN mới với 1.276 ha đất công nghiệp) ở phía Bắc; và Đồng Nai (4 KCN mới với 2.581 ha đất công nghiệp) và Bình Dương (3 KCN với 1.668 ha) ở phía Nam.

Sự gia tăng đột biến trong số lượng các KCN mới được phê duyệt, bắt đầu từ 2H2024, đồng nghĩa với việc nguồn cung lớn sẽ đến trong vòng 3-4 năm tới. Tuy nhiên, điều này cũng đồng thời làm gia tăng cạnh tranh trong ngành, tạo áp lực lên tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của các nhà phát triển do chi phí giải phóng mặt bằng gia tăng.

Hiện tại, tỷ lệ lấp đầy KCN vẫn duy trì ở mức cao — 80% ở miền Bắc và 89% ở miền Nam, giữ nguyên so với năm 2024. Tình trạng này mang lại lợi thế cho các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn và sẵn sàng khai thác trong ngắn hạn, trước khi tình hình trở nên cạnh tranh hơn trong những năm tới. Chúng tôi tin rằng IDC đang có vị thế rất thuận lợi trong bối cảnh này.

Hình 15: Quỹ đất KCN của các nhà phát triển KCN (ha)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN ước tính

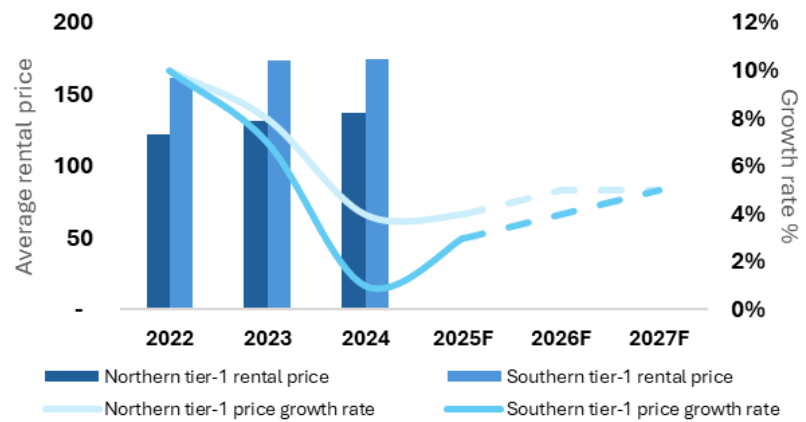
Tỷ lệ lấp đầy ổn định và giá thuê tăng đều: Tín hiệu duy trì sức hút đối với NĐT

Theo CBRE, giá thuê đất công nghiệp trung bình năm 2024 tại các thị trường cấp 1 đạt USD 137/m²/năm ở miền Bắc và USD 175/m²/năm ở miền Nam, tương ứng tăng +4% YoY và +1% YoY. Đây là mức tăng chậm lại so với giai đoạn 2022–2023, khi giá thuê tăng +8–10% mỗi năm ở miền Bắc và +7–10% ở miền Nam. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các dự án hạ tầng mới trên toàn quốc cùng nhu cầu KCN gia tăng sẽ tiếp tục hỗ trợ giá thuê trong những năm tới.

Mặc dù chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố bất định liên quan đến thuế quan khiến hoạt động cho thuê chậm lại, cả tỷ lệ lấp đầy và giá thuê đều duy trì ổn định. Theo CBRE, tính đến Q2/2025, tỷ lệ lấp đầy trung bình tại miền Bắc ở mức trên 80%, với giá thuê ổn định ở mức USD 139/m² (không đổi QoQ, +8,3% YoY). Tại miền Nam, tỷ lệ lấp đầy đạt 89%, trong khi giá chào thuê trung bình giữ ở mức USD 179/m² so với Q1/2025. Sự ổn định này cho thấy khả năng chống chịu tốt của thị trường và củng cố triển vọng tích cực cho phần còn lại của năm 2025 và các năm tiếp theo.

CBRE dự báo giá thuê sẽ cải thiện trong những năm tới, dù không còn duy trì tốc độ cao như giai đoạn 2022–2023. Cụ thể, giá thuê đất công nghiệp được kỳ vọng tăng 4–8% mỗi năm tại miền Bắc và 3–7% mỗi năm tại miền Nam trong giai đoạn 2025–27E. Giai đoạn sau đó, chúng tôi kỳ vọng đà tăng giá thuê sẽ chậm lại khi nguồn cung mới sẵn sàng cho thuê bắt đầu tăng mạnh vào cuối thập kỷ.

Hình 16: Giá thuê đất KCN bình quân (USD/m²/chu kỳ thuê) và tốc độ tăng trưởng tại các thành phố cấp 1 tại Miền Bắc và Miền Nam (%)



Nguồn: CBRE, Yuanta Việt Nam

Tác động của thuế quan: Duy trì sức hấp dẫn của Việt Nam

Hiện tại, mức thuế áp lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đang ở mức 20% trên tất cả các nhóm sản phẩm — thấp hơn đáng kể so với mức 46% từng được đề xuất vào ngày 02/04 và cũng thấp hơn mức 30% của Trung Quốc. Dù mức này cao hơn một chút so với một số nước trong khu vực, khoảng chênh lệch khiêm tốn này khó có thể làm suy giảm lợi thế cạnh tranh của Việt Nam. Ngược lại, điều này tiếp tục củng cố vai trò của Việt Nam như một điểm đến sản xuất có chi phí hợp lý và đáng tin cậy cho các nhà sản xuất toàn cầu theo xu hướng "China +1".

Hình 17: Mức thuế quan của Mỹ

Khu vực	Quốc gia	Mức thuế công bố ngày 02/04	Mức thuế công bố ngày 31/07, có hiệu lực 07/08
Đông Nam Á	Indonesia	32%	19%
	Thái Lan	36%	19%
	Philippines	17%	19%
	Campuchia	49%	19%
	Lào	48%	40%
	Malaysia	24%	19%
	Brunei	24%	25%
	Myanmar	44%	40%
	Trung Quốc	34%	30% (*)
Đông Á	Đài Loan	32%	20%
	Hàn Quốc	25%	15%
	Nhật Bản	24%	15%
	Ấn Độ	26%	50% (**)
Nam Á	Bangladesh	37%	20%
	Sri Lanka	44%	20%
	Pakistan	30%	19%
	Afghanistan	10%	15%

Nguồn: Yuanta Việt Nam, Internet
(*) Mỹ đã công bố mức thuế suất mới 30% đối với Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 10/11
(**) Mỹ đã công bố mức thuế suất mới 50% đối với Ấn Độ, có hiệu lực từ ngày 27/08

Mức thuế 40% áp dụng cho các sản phẩm trung chuyển vẫn chưa có hướng dẫn cụ thể, nhưng về tổng thể, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tạo ra động lực mạnh mẽ hơn nữa để các nhà sản xuất FDI đẩy mạnh mở rộng hệ sinh thái sản xuất trực tiếp tại Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy một xu hướng rõ ràng hướng tới tỷ lệ nội địa hóa cao hơn. Cụ thể, điều này có thể dẫn đến việc gia tăng tỷ trọng các công đoạn sản xuất được thực hiện trong nước — qua đó thúc đẩy nhu cầu đối với nhà xưởng, đất KCN và cơ sở hạ tầng hỗ trợ.

Cũng cần lưu ý rằng Sắc lệnh Hành pháp 14257 của Mỹ cho phép miễn thuế đối với nhiều nhóm hàng giá trị cao (ví dụ: smartphone, laptop, các linh kiện điện tử chủ lực) — vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Dù các miễn trừ này áp dụng cho tất cả các quốc gia và do đó không mang lại lợi thế riêng biệt cho Việt Nam, chúng vẫn góp phần duy trì sức hấp dẫn của Việt Nam trong xu hướng "China +1". Kết hợp với vị trí địa lý gần Trung Quốc — tạo ra lợi thế về logistics và liên kết chuỗi cung ứng — Việt Nam tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của các nhà đầu tư có nhu cầu đa dạng hóa cơ sở sản xuất.

Hiện nay, Tòa án Tối cao Hoa Kỳ đang xem xét tính hợp pháp trong chính sách thuế của Tổng thống Trump. Vụ kiện sẽ được tranh luận vào tháng Mười Một và kết quả dự kiến được công bố vào đầu năm 2026. Theo trao đổi với chuyên gia thương mại toàn cầu (bao gồm cả cựu quan chức Mỹ hiện đang làm việc trong lĩnh vực tư nhân liên quan đến thương mại), khả năng cao Tòa án Tối cao sẽ yêu cầu Chính quyền áp dụng một quy trình phân tích chặt chẽ và có trọng tâm hơn trước khi áp thuế.

Nếu chính quyền Trump thua kiện, chúng tôi cho rằng triển vọng đối với ngành KCN Việt Nam sẽ càng được củng cố. Một phán quyết như vậy sẽ không loại bỏ quyền của Tổng thống trong việc áp thuế vì lý do an ninh quốc gia, nhưng sẽ buộc quá trình này phải dựa trên phân tích chi tiết thay vì các mức thuế áp trên diện rộng. Lượng tài liệu bắt buộc phải chuẩn bị cho thấy cách tiếp cận sẽ có trọng tâm hơn — và theo chúng tôi, và Việt Nam rõ ràng khó có thể là mục tiêu chính của các chính sách như vậy.

Một phán quyết tích cực sẽ có khả năng thúc đẩy tâm lý và dòng vốn chảy mạnh hơn vào khu vực Đông Nam Á, trong đó Việt Nam sẽ là bên hưởng lợi nổi bật nhờ vai trò đã được khẳng định như một trung tâm sản xuất và điểm đến của xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng.

Tổng quan mảng kinh doanh Khu công nghiệp của IDC

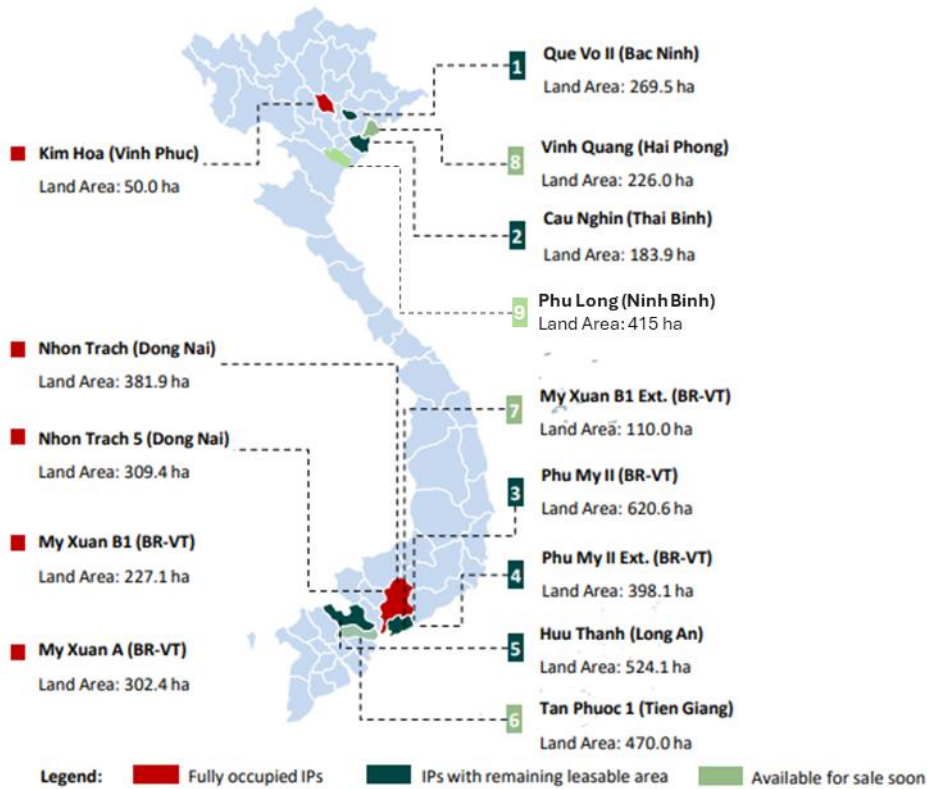
Mảng khu công nghiệp (KCN) tiếp tục là trụ cột của IDC và là nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất trong năm 2024 (chiếm 45% tổng doanh thu).

IDC đang vận hành 10 KCN, bao gồm 5 KCN đã lấp đầy hoàn toàn và 5 KCN đang cho thuê với tổng diện thương phẩm (GLA) còn lại trên 440 ha (số liệu tại ngày 30/06/2025). Bên cạnh đó, IDC còn có thêm 4 KCN mới được chấp thuận đầu tư trong năm 2024 và 2025 với tổng diện tích thương phẩm là 910ha.

Các KCN của IDC phân bố tại các khu vực công nghiệp ở Miền Bắc (Bắc Ninh, Hải Phòng, Vĩnh Phúc và Thái Bình) và Miền Nam (Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu và Long An). Phạm vi địa lý rộng cho phép IDC linh hoạt nắm bắt nhu cầu thuê khác nhau tại các khu vực. Ban lãnh đạo cũng cho biết doanh nghiệp đặc biệt thận trọng trong việc lựa chọn địa điểm phát triển KCN, ưu tiên các khu vực có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong tương lai.

Với tổng diện tích ký kết MOU và hợp đồng thuê khoảng 100 ha trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng IDC sẽ duy trì tốc độ cho thuê hiện tại trong 3–4 năm tới để lấp đầy quỹ đất thương phẩm còn lại. Điều này đồng nghĩa với việc 4 KCN mới cần phải sẵn sàng cho thuê muộn nhất vào năm 2029.

Hình 18: Bản đồ dự án KCN của IDC



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam
Lưu ý: Chúng tôi sử dụng tên các tỉnh thành trước khi sáp nhập.

Ngoài việc cho thuê đất công nghiệp và cơ sở hạ tầng, IDC còn cung cấp dịch vụ cho thuê NXXS/NKXS. Đây là sản phẩm phù hợp với những nhà sản xuất lần đầu đầu tư vào Việt Nam, cần cơ sở sản xuất sẵn sàng có để có thể vận hành nhanh chóng.

Tuy nhiên, tổng diện tích cho thuê của mảng này còn nhỏ so với tổng diện tích cho thuê của các KCN, chỉ khoảng 3,6 ha tính đến Q1/2025. Do đó, theo ước tính của chúng tôi, doanh thu từ dịch vụ này chỉ đóng góp khoảng 2% vào tổng doanh thu mảng KCN.

Hình 19: Danh mục dự án KCN của IDC

No.	Project	Location	Area (ha)	Gross leasable area (ha)	Occupancy rate	Current ALP (USD/m2)	Start date	Investor	IDC's Ownership	Total investment (VND bn)	Occupancy rate / Status
IPs with remaining leasable area											
1	Huu Thanh IP	Long An	524	395	44%	161	2019	IDICO	100.00%	6,922	44%
2	Phu My II IP	BR-VT	621	443	90%	125	2005	IDICO	100.00%	1,601	90%
3	Phu My II Expansion IP	BR-VT	398	273	67%	126	2008	IDICO	100.00%	1,899	67%
4	Que Vo II IP	Bac Ninh	270	177	82%	150	2007	IDICO-Quevo	54.94%	1,500	82%
5	Cau Nghin IP	Thai Binh	184	124	61%	81	2012	IDICO	100.00%	1,160	61%
Total			1996	1413		-					
Available for sale soon											
13	Tan Phuoc I IP	Tien Giang	470	363	0%	N/A	2024	IDICO	65.00%	5,937	approved
12	My Xuan B1 Expansion IP	BR-VT	111	83	0%	N/A	2024	IDICO-CONAC	51.00%	1,989	approved
11	Vinh Quang IP - Phase 1	Hai Phong	226	163	0%	N/A	2025	IDICO-IVC	99.99%	3,551	approved
14	Phu Long IP	Ninh Binh	415	301	0%	N/A	2025	IDICO-Ninh Bin	75.00%	4,960	approved
Total			1222	910						10,499	
Fully occupied											
6	My Xuan B1 IP	BR-VT	227	160	100%	-	1998	IDICO-CONAC	51.00%	544	100%
7	Nhon Trach I IP	Dong Nai	382	284	100%	-	1998	IDICO-URBIZ	100.00%	458	100%
8	Nhon Trach V IP	Dong Nai	309	229	100%	-	2006	IDICO	100.00%	329	100%
9	My Xuan A IP	BR-VT	302	232	100%	-	2002	IDICO	100.00%	343	100%
10	Kim Hoa IP	Vinh Phuc	50	46	100%	-	2003	IDICO	100.00%	252	100%
Total			1271	952		-					

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại 1H2025)

Trong năm 2025, IDC đặt mục tiêu tổng diện tích đất ký MOU & hợp đồng đạt 124 ha, tập trung vào KCN Hữu Thạnh (40 ha), KCN Cầu Nghìn (35 ha) và KCN Quế Võ II (21 ha). Tuy nhiên, trong 1H2025, doanh nghiệp chỉ ký được 48 ha, bao gồm KCN Quế Võ II (16 ha), KCN Hữu Thạnh (13 ha) và KCN Cầu Nghìn (10 ha).

Dựa trên tốc độ thực hiện 1H2025, IDC đang chậm hơn so với kế hoạch cả năm 2025E. Tuy nhiên, với việc mức độ bất định liên quan đến thuế quan đã giảm bớt trong các tháng gần đây, chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê sẽ cải thiện trong 2H2025.

- **KCN Hữu Thạnh (Long An):**

Hình 20: KCN Hữu Thạnh (Long An)



- Vị trí: Bến Lức, Long An
- Tổng diện tích: 524ha, GLA: 395ha
- Tỷ lệ lấp đầy: 44%
- Các ngành thu hút đầu tư: sản xuất công nghiệp, dược phẩm, chế biến thực phẩm
- Khách thuê nổi bật: FPT Retail (FRT), Suntory, Dược Cửu Long (DCL)

Long An là cửa ngõ quan trọng kết nối giữa khu vực Đông Nam Bộ và ĐBSCL, tọa lạc trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, giáp ranh TP. HCM. KCN Hữu Thạnh thu hút các khách thuê trong các ngành hàng tiêu dùng, F&B, dược phẩm, logistics và các ngành công nghiệp hỗ trợ. Với vị trí chỉ cách TP. HCM 20 km, cách Cao tốc TP. HCM – Trung Lương 15 km, và cách Sân bay Tân Sơn Nhất 40 km, khu công nghiệp này đặc biệt phù hợp cho sản xuất nhẹ, kho vận và phân phối phục vụ thị trường miền Nam cũng như các đầu mối xuất khẩu như cảng Cát Lái và Hiệp Phước.

Tỷ lệ lấp đầy hiện tại của Hữu Thạnh ở mức 43%, tương ứng khoảng 225 ha GLA còn lại có thể cho thuê. Trong 1H2025, KCN Hữu Thạnh đã ký được 13 ha MOU & hợp đồng (tương đương 33% kế hoạch cả năm).

Hoạt động cho thuê bị ảnh hưởng bởi tâm lý thận trọng của nhà đầu tư nước ngoài, dẫn đến tâm thế “chờ đợi và quan sát”. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tâm lý sẽ cải thiện trong thời gian tới khi các bất ổn thuế quan dần hạ nhiệt.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê trong 20H2025 sẽ tăng so với nửa đầu năm (HoH) và diện tích MOU & hợp đồng ký mới trong năm 2025 sẽ tương đương năm 2024.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng Hữu Thạnh là KCN có chi phí đầu tư/m² cao nhất trong danh mục các KCN đang cho thuê của IDC. Mức biên lợi nhuận gộp thấp và tỷ trọng đóng góp doanh thu gia tăng của KCN này nhiều khả năng sẽ gây áp lực giảm lên biên lợi nhuận gộp chung của mảng KCN trong các năm tới.

Giá thuê bình quân (ALP)

Giá thuê bình quân tại KCN Hữu Thạnh tăng +4% YoY tính đến Q2/2025. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, mức giá hiện tại vẫn thấp hơn khoảng 14% so với mặt bằng khu vực. Điều này cho thấy Hữu Thạnh vẫn còn dư địa tăng giá đáng kể trong tương lai, qua đó có thể hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp như đã đề cập ở trên.

Nhu cầu & Cạnh tranh

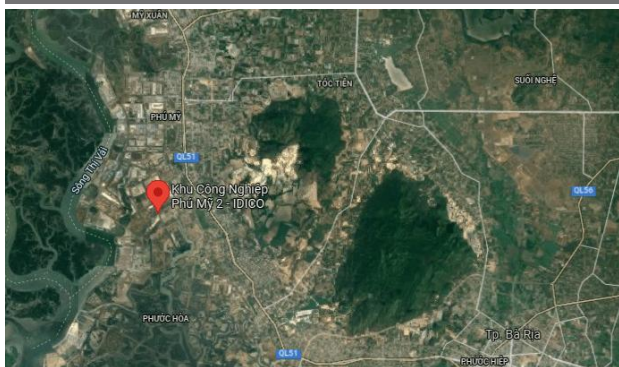
Theo UBND tỉnh Long An, tỉnh hiện có 26 KCN đang hoạt động với tổng diện tích đã cho thuê gần 2.900 ha, đạt tỷ lệ lấp đầy 67,72%. Điều này đồng nghĩa vẫn còn khoảng 1.380 ha đất có thể cho thuê. Do đó, KCN Hữu Thạnh đang đối mặt với mức độ cạnh tranh cao và có thể phải tận dụng mức giá thuê tương đối thấp của mình làm lợi thế để thu hút khách thuê.

Tuy nhiên, theo dữ liệu của Cushman & Wakefield, tổng diện tích hấp thụ rỗng tại các thành phố cấp 1 phía Nam đạt khoảng 80 ha trong Q1/2025, tăng +25% QoQ / +11,11% YoY. Đáng chú ý, Long An đóng góp đến 60,5% con số này, cho thấy sức hút ngày càng lớn của tỉnh như một điểm đến trọng yếu đối với nhu cầu thuê đất KCN tại thị trường phía Nam.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo diện tích MOU & hợp đồng ký mới trong năm 2025 sẽ tương đương mức thực hiện năm 2024 và thấp hơn một chút so với mục tiêu 2025 của công ty. Chúng tôi kỳ vọng ALP tăng 4–5%/năm, phù hợp với mức tăng trung bình hàng năm trong khu vực.

- KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng (Bà Rịa – Vũng Tàu):

Hình 21: KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng (Bà Rịa – Vũng Tàu)



- Vị trí: Bà Rịa – Vũng Tàu
- Tổng diện tích: 1019ha, GLA: 717ha
- Tỷ lệ lấp đầy: 81%
- Các ngành thu hút đầu tư: công nghiệp nặng, logistics, vật liệu xây dựng nhờ lợi thế về vận tải biển
- Khách thuê nổi bật: Hyosung, NCKNpon Steel, Hòa Phát.

Nằm trong Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, Bà Rịa–Vũng Tàu — nay trực thuộc TP.HCM — là nơi đặt cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải, một trong số ít các cảng tại Đông Nam Á có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải lớn quốc tế. Với kết nối thuận lợi qua Quốc lộ 51, cao tốc Long Thành – Dầu Giây, và vị trí gần TP.HCM (70 km) và sân bay Long Thành (35 km), tỉnh đóng vai trò nổi bật như một trung tâm logistics và thu hút FDI



Các KCN Phú Mỹ II và Phú Mỹ II Mở Rộng, chỉ cách Cảng Cái Mép–Thị Vải 1 km, thu hút khách thuê trong các ngành công nghiệp nặng và xuất khẩu trọng diderm như hóa dầu, thép, năng lượng, hóa chất, đóng tàu và logistics.

Giá thuê bình quân tại KCN Phú Mỹ II & Phú Mỹ II mở rộng tăng khoảng ~10% YoY tính tại 2Q25, phản ánh nhu cầu cải thiện trở lại sau giai đoạn giá thuê đi ngang trong 2022–2024.

Chúng tôi dự báo hoạt động cho thuê tại Phú Mỹ II & Phú Mỹ II Mở Rộng sẽ tăng nhẹ YoY trong năm 2025 nhưng sẽ giảm trong các năm tiếp theo do tỷ lệ lấp đầy đã cao và lượng lớn quỹ đất có thể cho thuê tại các KCN khác ở khu vực Bà Rịa–Vũng Tàu. Tỷ lệ lấp đầy hiện tại của các KCN đang hoạt động tại BR-VT đạt gần 70%, với khoảng 2.200 ha GLA chưa cho thuê.

Đáng chú ý, theo ước tính của chúng tôi, giá thuê trung bình tại Phú Mỹ II và Phú Mỹ II Mở Rộng đang cao hơn mức bình quân khu vực, cho thấy dư địa hạn chế trong việc tăng giá trong những năm tới.

- KCN Quế Võ II (Bắc Ninh):

Hình 22: KCN Quế Võ II (Bắc Ninh)



- Vị trí: Bắc Ninh
- Tổng diện tích: 270ha, GLA: 177ha
- Tỷ lệ lấp đầy: 82%
- Các ngành thu hút đầu tư: sản xuất điện tử, máy móc, thiết bị, phụ kiện.
- Khách thuê nổi bật: Innotek, VKCNaco, DST.

Bắc Ninh là một trung tâm công nghiệp trọng điểm và là nơi đặt trụ sở của các nhà đầu tư FDI lớn như Samsung, Foxconn, Amkor, Canon, và Goertek. Sản xuất linh kiện bán dẫn và điện tử chiếm tỷ trọng chủ đạo trong các KCN của tỉnh. Bắc Ninh cũng là một trung tâm công nghiệp lớn của Việt Nam, với nhiều nhà máy và các khu công nghiệp tập trung.



KCN Quế Võ II (Bắc Ninh) nằm dọc theo Quốc lộ 18, tọa lạc trong cụm công nghiệp trọng điểm của Bắc Ninh. Vị trí này mang lại kết nối giao thông thuận lợi, cách Quốc lộ 1A 15 km, sân bay Nội Bài 52 km, cảng Hải Phòng 75 km và biên giới Việt-Trung 137 km.

KCN này chủ yếu thu hút khách thuê trong các ngành điện tử, thiết bị điện, cơ khí chính xác và phụ tùng ô tô với vị trí thuận lợi cho các hoạt động xuất nhập khẩu và tích hợp chuỗi cung ứng ở Miền Bắc Việt Nam.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Theo TCTK, vốn FDI đăng ký trong 1H2025 tại Bắc Ninh đạt 3 tỷ USD (+19% YoY), đứng thứ 2 toàn quốc. Đáng chú ý, phần lớn tăng trưởng FDI 6T2025 đến từ nguồn vốn cho dự án hiện hữu (~74% tổng vốn), thay vì dự án mới.

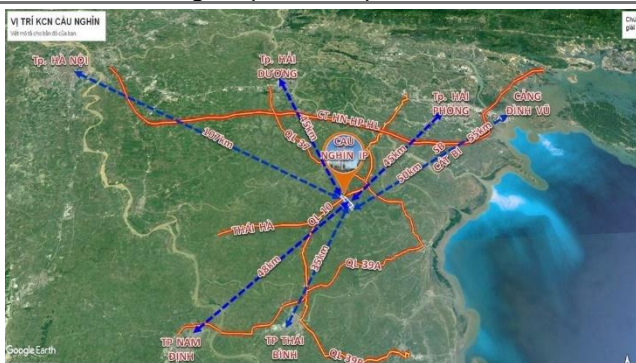
Các dự án FDI điện tử lớn tại Bắc Ninh như: Samsung SDI (pin và mô-đun), Amkor (bán dẫn), Goertek, Luxshare, AAC Technologies (linh kiện âm thanh và thiết bị thông minh) đều tiếp tục tăng vốn để mở rộng công suất và nâng cao hàm lượng công nghệ.

Chúng tôi tin rằng các nhà đầu tư FDI đang chuyển ngày càng nhiều công đoạn có giá trị gia tăng về Việt Nam nhằm củng cố tuyên bố “Made in Vietnam”, nhằm giảm thiểu rủi ro liên quan đến hàng hóa “transshipment”.

Do đó, chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với diện tích MOU & hợp đồng ký mới tại Quế Võ II trong thời gian tới, dù kết quả 1H2025 mới đạt 16 ha.

- KCN Cầu Nghìn (Thái Bình):

Hình 23: KCN Cầu Nghìn (Thái Bình)



- Vị trí: Thái Bình
- Tổng diện tích: 184ha, GLA: 124ha
- Tỷ lệ lấp đầy: 61%
- Các ngành thu hút đầu tư: đa dạng.
- Khách thuê nổi bật: Donafoods, Shengli.

KCN Cầu Nghìn, nằm dọc theo Quốc lộ 10, cách Cảng Hải Phòng 45 km và cách Sân bay Cát Bi 40 km, mang lại khả năng kết nối liên vùng. KCN này chủ yếu thu hút các ngành sản xuất nhẹ và công nghiệp hỗ trợ như dệt may, giày dép, điện tử và chế biến thực phẩm, những ngành được hưởng lợi từ chi phí lao động thấp và cơ sở hạ tầng sẵn có.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

KCN Cầu Nghìn bắt đầu cho thuê vào năm 2022. Với GLA còn lại khoảng 100 ha, tỷ lệ lấp đầy hiện tại là khoảng 61%. Công tác giải phóng mặt bằng đã hoàn thành 75%, với 15 ha còn lại dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm 2025.

Giá thuê bình quân của KCN Cầu Nghìn tăng +11% YoY trong Q2/2025, là mức tăng nhanh nhất trong tất cả các KCN của IDC. Tuy nhiên, mức giá thuê này vẫn thấp hơn một chút so với mức trung bình khu vực. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới, tiệm cận mức bình quân khu vực.

Chúng tôi dự báo diện tích MOU và hợp đồng ký mới năm 2025 sẽ nhích tăng so với 2024. Dự báo này dựa trên tỷ lệ lấp đầy năm 2024 của KCN là 53% và mức thuế suất 20% đã được điều chỉnh cho Việt Nam, theo đánh giá của chúng tôi sẽ tiếp tục củng cố sức hấp dẫn của Việt Nam — đặc biệt là khu vực phía Bắc — đối với dòng vốn FDI từ khu vực Bắc Á.

- **Các dự án sắp tới:**

Hình 24: Các dự án mới của IDC

Project	Location	Area (ha)	Gross leasable area (ha)	Investor	IDC's Ownership	Total investment (VND bn)	Occupancy rate / Status
Tan Phuoc I IP	Tien Giang	470	363	IDICO	65.00%	5,937	Project approved on May 2024
My Xuan B1 Expansion IP	BR-VT	111	83	IDICO-CONAC	51.00%	1,989	Project approved on Sep 2024
Vinh Quang IP - Phase 1	Hai Phong	226	163	IDICO-IVC	99.99%	3,551	Project approved on Jan 2025
Phu Long IP	Ninh Binh	415	301	IDICO-Ninh Binh	75.00%	4,960	Project approved on Mar 2025
Total		1222	910			10,499	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam (Dữ liệu tại 1H2025)

IDC đã nhận được chấp thuận đầu tư cho 4 dự án mới trong năm 2024 (KCN Mỹ Xuân I Mở Rộng tại BR-VT và KCN Tân Phước I tại Tiền Giang) và năm 2025 (KCN Vinh Quang – nằm ở Hải Phòng và KCN Phú Long nằm ở Ninh Bình). Bốn dự án này dự kiến bổ sung khoảng 910ha đất thương phẩm trong tương lai.

IDC ước tính tổng vốn đầu tư cho 04 KCN này là hơn 10 nghìn tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, công ty đã thu xếp đủ nguồn vốn cho các dự án trên.

Với thời gian trung bình 3–4 năm từ khi được chấp thuận đầu tư đến khi đi vào vận hành, chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ bắt đầu khai thác đúng thời điểm các KCN hiện hữu được lấp đầy.

Ngoài ra, việc thông qua "1 Luật sửa 4 Luật" đã đóng vai trò là chất xúc tác cho lĩnh vực bất động sản công nghiệp. Các cải cách này nhằm tinh giản quy trình đầu tư bằng cách cắt giảm các thủ tục hành chính trùng lặp và kéo dài.

Dù vậy, truyền thông trong nước phản ánh rằng các nút thắt về quy định vẫn còn và chỉ có một số thay đổi nhỏ xảy ra. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng thay đổi đáng chú ý nhất nằm ở sự chuyển biến về tư duy và thái độ chủ động hơn của các cấp chính quyền — yếu tố có vai trò then chốt trong việc đẩy nhanh quá trình triển khai dự án. Hiện tại quá trình này vẫn cần chờ thêm các quyết định hướng dẫn cụ thể.

Trong năm 2025, IDC tập trung giải phóng mặt bằng chủ yếu tại KCN Tân Phước I, cũng như KCN Mỹ Xuân B1 Mở Rộng và KCN Vinh Quang.

Hình 25: KCN Tân Phước I (Tiền Giang)



Tọa lạc tại tỉnh Tiền Giang, KCN Tân Phước I có vị trí chiến lược giữa TP.HCM và Đồng bằng sông Cửu Long, với khả năng kết nối thuận lợi thông qua các tuyến cao tốc HCM–Trung Lương và Trung Lương–Mỹ Thuận. KCN cách TP. Cần Thơ khoảng 90 km và hưởng lợi từ hệ thống đường thủy nội địa với các cảng cạn, giúp tăng hiệu quả tiếp cận các cảng biển và sân bay lớn phục vụ cho hoạt động logistics và thương mại.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Theo Ban Quản lý các KCN tỉnh Tiền Giang, các chính sách đền bù, hỗ trợ và tái định cư cho công tác giải phóng mặt bằng đã hoàn tất và hiện đang trong giai đoạn xin ý kiến từ các cấp thẩm quyền. Đồng thời, IDC cũng đã nộp hồ sơ đánh giá tác động môi trường lên Bộ Nông nghiệp và Môi trường để thẩm định.

Các KCN khác tại tỉnh Tiền Giang bao gồm KCN Long Giang với khoảng 60ha đất thương phẩm (tỷ lệ lấp đầy 85%), KCN Dịch vụ Dầu khí Xoài Rạp có diện tích 285,3ha (đang chờ bàn giao về tỉnh quản lý), và KCN Bình Đông với diện tích 211,96ha và đất thương phẩm 160,4ha (đã nhận quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư và nhà đầu tư vào năm 2023).

KCN Phú Long (Ninh Bình) -- có vị trí địa lý thuận lợi nằm dọc theo đường Cao tốc Đông–Tây 8 làn xe đang xây dựng, tuyến đường sẽ kết nối Quốc lộ 45 với Cao tốc Bắc–Nam. KCN cũng nằm gần Quốc lộ 1A và tuyến đường sắt Bắc–Nam.

Hiện trạng đất của dự án chủ yếu là đất trồng cây lâu năm (93,3% tổng diện tích, chủ yếu là trồng dừa), không có đất lúa, điều này sẽ giúp quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất diễn ra thuận lợi hơn.

KCN dự kiến thu hút các nhà sản xuất trong lĩnh vực điện tử, linh kiện ô tô và các ngành công nghiệp hỗ trợ. IDC có kế hoạch bắt đầu đầu tư hạ tầng từ Q4/2025, với mục tiêu bắt đầu cho thuê vào Q2/2026.

KCN Vinh Quang – Giai đoạn 1 (Hải Phòng) – với vị trí thuận lợi trong việc tận dụng mạng lưới logistics phát triển của Hải Phòng, bao gồm Cảng nước sâu Lạch Huyện và Cao tốc Hà Nội–Hải Phòng. KCN này được định vị để thu hút các ngành công nghiệp giá trị cao, định hướng xuất khẩu. Dự án sẽ được phát triển theo mô hình khu công nghiệp sinh thái. Hải Phòng đang ưu tiên chuyển đổi các KCN truyền thống sang mô hình KCN sinh thái, thúc đẩy các tiêu chuẩn phát triển bền vững, bảo vệ môi trường và kinh tế tuần hoàn. DEEP C và Nam Cầu Kiền là hai KCN đã và đang thí điểm mô hình này.

Theo IDC, công tác đền bù và chuẩn bị mặt bằng đang diễn ra rất nhanh, với 160ha đầu tiên đã hoàn thành. Ban lãnh đạo kỳ vọng phần diện tích còn lại sẽ được giải phóng trong năm nay. Việc thi công hạ tầng sẽ bắt đầu ngay sau đó, với mục tiêu bàn giao đất vào Q4/2026.

KCN Mỹ Xuân B1 – Conac Mở Rộng (Bà Rịa–Vũng Tàu) -- Tiếp nối thành công của dự án Mỹ Xuân B1 hiện hữu, dự án mở rộng này được triển khai nhằm đón đầu nhu cầu gia tăng của khách thuê trong Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Vị trí chiến lược gần cụm cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải và nằm trong hệ sinh thái công nghiệp phát triển giúp dự án trở thành điểm đến hấp dẫn cho các nhà sản xuất thuộc lĩnh vực công nghiệp nặng, hóa dầu và logistics.

Quan điểm của chúng tôi về triển vọng mảng KCN của IDC: Nắm bắt trong ngắn hạn, củng cố dài hạn

Chúng tôi có quan điểm tích cực về triển vọng của mảng KCN của IDC, được hỗ trợ bởi 03 yếu tố chính:

- (1) **Triển vọng ngành thuận lợi:** Thị trường KCN Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng dài hạn, được thúc đẩy bởi sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu, sức hấp dẫn của Việt Nam với vai trò trung tâm sản xuất, cùng chính sách thuế quan của Mỹ vốn không làm suy yếu lợi thế cạnh tranh của Việt Nam. Những yếu tố này tạo nền tảng cho kỳ vọng của chúng tôi về dòng vốn FDI duy trì ổn định và nhu cầu đất công nghiệp tiếp tục gia tăng.
- (2) **Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn:** Với khoảng 440 ha đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê tại các vị trí chiến lược ở các vùng công nghiệp trọng điểm Miền Bắc và Miền Nam, IDC đang ở vị thế thuận lợi để đón nhu cầu trong 3–4 năm tới, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung mới còn hạn chế trước khi các KCN mới được phê duyệt gần đây đi vào hoạt động. Quỹ đất sẵn có này mang lại triển vọng lợi nhuận trong trung hạn.
- (3) **Danh mục dự án tăng mạnh** – Các dự án sắp triển khai bao gồm KCN Phú Long (Ninh Bình), KCN Vĩnh Quang (Hải Phòng), mở rộng Mỹ Xuân B1 (BR-VT) và KCN Tân Phước I (Tiền Giang) sẽ bổ sung khoảng 1.222ha tổng diện tích đất (tương đương 910ha đất thương phẩm). Nguồn cung mới này sẽ đảm bảo đà tăng trưởng bền vững cho IDC trong dài hạn.

Tuy nhiên, câu chuyện tăng trưởng của IDC cũng đối mặt một số rủi ro. Một số yếu tố có thể tác động tiêu cực đến triển vọng của IDC bao gồm:

Chi phí bồi thường tăng: Luật Đất đai 2024, có hiệu lực từ năm 2025, đưa ra cơ chế bồi thường theo giá thị trường, có thể làm tăng đáng kể chi phí giải phóng mặt bằng, gây áp lực lên biên lợi nhuận của IDC.

Chiến lược lựa chọn vị trí KCN của IDC: Dù kết nối giao thông là yếu tố then chốt, ban lãnh đạo cho biết công ty ưu tiên chọn các khu vực có tỷ trọng đất nông nghiệp cao nhằm giảm chi phí đền bù và đảm bảo hiệu quả sinh lời của dự án.

Từ góc nhìn của chúng tôi, chiến lược này đi kèm một số đánh đổi:

- **Quỹ đất hạn chế tại các vị trí đắc địa:** Ở những tỉnh có nhu cầu cao và có hệ sinh thái công nghiệp phát triển, nguồn cung đất nông nghiệp có thể chuyển đổi thành đất KCN rất hạn chế. Điều này có thể giới hạn IDC trong việc mở rộng quỹ đất tại các khu vực có nhu cầu cao.
- **Thách thức trong việc thu hút khách thuê lớn:** Mặt khác, nếu IDC chuyển mục tiêu sang các tỉnh có quỹ đất nông nghiệp dồi dào — thường là những nơi có ít KCN hiện hữu — doanh nghiệp có thể đối mặt với thách thức trong việc thu hút các khách thuê lớn. Việt Nam đang trải qua một sự chuyển dịch cơ cấu sang các ngành có giá trị gia tăng cao như điện tử, xe điện, năng lượng mặt trời và bán dẫn. Những ngành này, được dẫn dắt bởi các nhà sản xuất quy mô lớn cùng hệ sinh thái vệ tinh đi kèm, thường yêu cầu hạ tầng đồng bộ và hệ sinh thái công nghiệp phụ trợ phát triển. Những khách thuê như vậy ít có khả năng đặt nhà máy tại các khu vực có giá thuê tốt nhưng hệ sinh thái sản xuất công nghiệp kém phát triển.

Những địa điểm này có thể thu hút các nhà sản xuất nhỏ đang tìm cách tối ưu chi phí. Tuy nhiên, nhóm này thường thuê diện tích nhỏ, có thể kéo dài tốc độ lấp đầy của KCN. Các KCN nằm ngoài cụm khu công nghiệp lớn đã hình thành cũng có nguy cơ đối mặt với nhu cầu yếu hơn từ các khách thuê cao cấp, đòi hỏi phải tăng cường hoạt động tiếp thị và có thể phải đưa ra nhiều ưu đãi hơn.

Do đó, chiến lược lựa chọn địa điểm của IDC, mặc dù giúp tối ưu chi phí đền bù và tốc độ giải phóng mặt bằng, có thể làm chậm tốc độ lấp đầy nếu doanh nghiệp không cân bằng tốt giữa việc mở rộng quỹ đất và nhu cầu thực tế của khách thuê.

BDS Nhà ở: Doanh thu đột biến trong năm 2025

Mảng bất động sản nhà ở của IDC đóng vai trò chiến lược, hỗ trợ cho mảng cốt lõi là bất động sản khu công nghiệp. Với việc phát triển các khu dân cư và đô thị liền kề với các khu công nghiệp, IDC hướng tới xây dựng hệ sinh thái tích hợp nhằm hỗ trợ khách thuê công nghiệp đồng thời khai thác hiệu quả quỹ đất.

Do đó, mặc dù không phải là động lực tăng trưởng doanh thu chính của IDC, mảng bất động sản nhà ở vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao giá trị tổng thể của cơ sở hạ tầng khu công nghiệp của IDC (ví dụ, nhà ở cho công nhân, chuyên gia, tiện ích dịch vụ) qua đó củng cố chiến lược tăng trưởng dài hạn của công ty.

Trong những năm gần đây, mảng bất động sản dân cư đóng góp doanh thu trung bình khoảng 100 tỷ đồng/năm, chủ yếu đến từ doanh thu cho thuê từ nhà ở công nhân tại Nhơn Trạch và chuyển nhượng các lô đất tại dự án khu dân Trung tâm cư mở rộng Phường 6 (TP. Tân An, Long An).

Tuy nhiên, trong năm 2024, doanh thu từ mảng này tăng mạnh +4,2x YoY nhờ doanh thu từ dự án Bắc Châu Giang (Osaka Garden) và việc bàn giao khoảng 1,5 ha đất thương mại cho AEON tại dự án khu dân Trung tâm cư mở rộng ở Long An.

1. Bắc Châu Giang - Osaka Garden

Dự án Bắc Châu Giang – Osaka Garden (Phủ Lý, Hà Nam), do công ty con của IDC là CTCP Đầu tư Xây dựng Dầu khí IDICO (IDICO-CONAC) (UPCoM: ICN – Không đánh giá) là chủ đầu tư, có tổng diện tích đất 5,6 ha.

Dự án được quy hoạch bao gồm 17 căn shophouse, 70 căn biệt thự đơn lập và song lập, 40 căn nhà phố, cùng với một tòa nhà căn hộ/trung tâm thương mại hỗn hợp cao 15-20 tầng.

Trong số 110 căn biệt thự được quy hoạch, ICN đã được chấp thuận chuyển nhượng quyền sử dụng đất 65 lô cho người mua tự xây dựng, và trực tiếp thi công 45 căn biệt thự còn lại. Dự án cũng đã được phê duyệt việc bán sản phẩm shophouse.

Hình 26: Dự án Osaka Garden với các căn shophouse đang được xây dựng tính đến tháng 5/2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tính đến cuối năm 2024, ICN đã bán 40/43 lô đất và 10/10 căn shophouse, ghi nhận 239 tỷ đồng doanh thu, với biên lợi nhuận gộp 62%, tương đương 148 tỷ đồng lợi nhuận gộp.

Trong 1H2025, ICN đã ghi nhận 199 tỷ đồng doanh thu từ dự án này, và chúng tôi kỳ vọng đóng góp doanh thu cả năm 2025 sẽ đạt xấp xỉ 290 tỷ đồng khi công ty chuyển nhượng các căn còn lại và thu các khoản thanh toán tồn đọng từ khách hàng.

Công tác thiết kế xây dựng cho 45 căn biệt thự đang được tiến hành, ban lãnh đạo đang trong quá trình lựa chọn đơn vị tư vấn thiết kế để phát triển phương án thiết kế tối ưu nhất.

2. Chuyển nhượng đất cho Aeon

Năm 2022, công ty con của IDC là CTCP Đầu tư Xây dựng IDICO Long An (UpCOM: LAI – Không đánh giá), đã ký hợp đồng chuyển nhượng 21.870 m² đất dịch vụ thương mại và giáo dục cho Aeon Việt Nam.

Aeon đang sử dụng quỹ đất này để xây dựng trung tâm thương mại đầu tiên tại ĐBSCL, đồng thời là dự án trung tâm thương mại thứ 08 tại Việt Nam. Dự án có tên thương mại là Aeon Mall Tân An, quy mô gần 30.000 m², và tổng mức đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng. Trung tâm thương mại này đã bắt đầu vận hành thử nghiệm vào tháng 9.

IDC đã ghi nhận 276,6 tỷ đồng doanh thu từ việc chuyển nhượng 1,456 ha đất cho Aeon trong năm 2024, và công ty dự kiến chuyển nhượng thêm 0,73 ha trong năm 2025.

Dựa trên kế hoạch năm 2025 của LAI, chúng tôi ước tính IDC sẽ ghi nhận khoảng 190 tỷ đồng từ phần chuyển nhượng còn lại.

Hình 27: Aeon mall Tân An tính đến tháng 9/2025



Nguồn: Internet

Ngoài ra, IDC còn sở hữu danh mục các dự án nhà ở khác đang ở các giai đoạn phát triển khác nhau, được tóm tắt trong bảng dưới đây.

Hình 28: Danh mục dự án BĐS Nhà ở của IDC

No.	Project	Location	Project Owner	IDICO's own	Land Area sqm	Status
Social & Workers' Housing Projects					1,320,739	
1	Nhon Trach worker housing 1	Dong Nai	IDICO-URBIZ	100.0%	100,284	Completed adjustment and was approved for the construction planning for 2 9-level building blocks
2	Nhon Trach worker housing 2	Dong Nai	IDICO-URBIZ	100.0%	100,000	Submitting documents to adjust 1/500 plan
3	Huu Thanh residential area and workers' housing project (In Home Huu Thanh)	Long An	IDICO-LINCO (LAI)	51.0%	470,939	Received land-handover decision and Periodic Investment Disbursement. Completed land price for Phase 1 (33.44ha)
4	Nhon Trach 1 Resettlement Project and Hiep Phuoc apartment building (In Home Hiep Phuoc)	Dong Nai	IDICO-UDICO (UIC)	66.9%	48,676	Submit application for adjustment of Investment Certificate
5	Vinh Cuu social housing project	Dong Nai	IDICO-URBIZ	100.0%	600,840	Research and propose investment project
Other commercial projects					471,283	
6	Apartment complex on National Route 1K Hoa An + In Home Bien Hoa	Dong Nai	IDICO-UDICO (UIC)	66.9%	70,350	Adjusting Investment Certificate
7	An Hoa project	Dong Nai	IDICO-URBIZ	100.0%	38,886	Adjusting construction planning
8	INDICO-INCO 10 head office	Can Tho	IDICO-INCO 10 (I10)	97.8%	4,627	Under construction
9	Bac Chau Giang Project (Osaka Garden)	Ha Nam	IDICO-CONAC (ICN)	51.0%	56,527	Sold out Phase 1 & 2
10	Central residential area expansion Ward 6 - Long An	Long An	IDICO-LINCO (LAI)	51.0%	300,893	Handed-over 1.5ha to Aeon. The remaining ~ 0.73 ha is being converted to commercial land. Residential area: Sold~12.7ha, remaining ~1ha

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Lưu ý: Chúng tôi sử dụng tên các tỉnh thành trước khi sáp nhập.

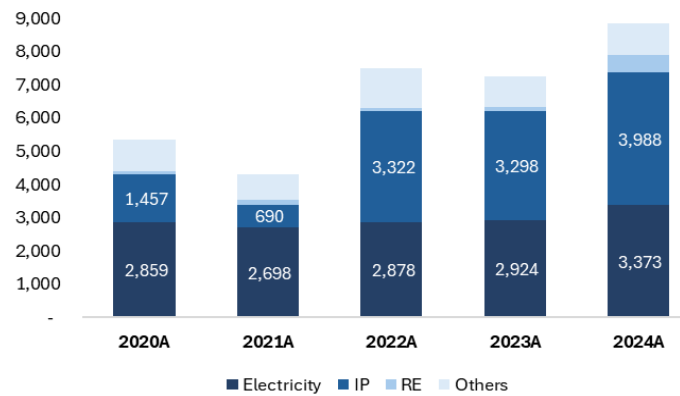
Mảng kinh doanh điện: Mảnh ghép hỗ trợ hệ sinh thái và động lực từ tăng trưởng doanh thu KCN Hữu Thạnh

Trong quá khứ, mảng điện luôn đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào tổng doanh thu của IDC. Tuy nhiên, kể từ khi IDC thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu KCN vào năm 2022, tỷ trọng doanh thu từ mảng điện đã giảm đáng kể.

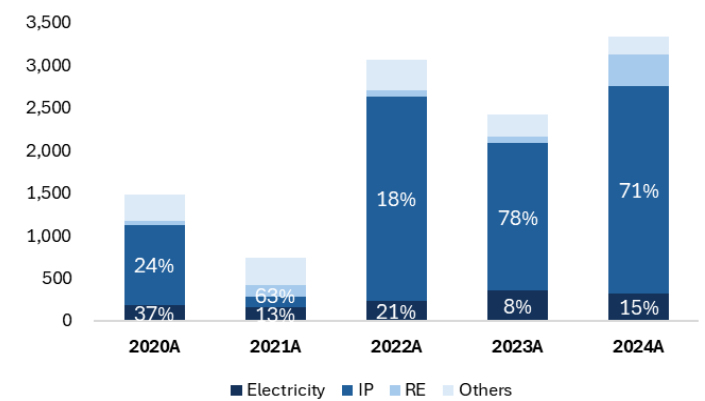
Mảng này vẫn duy trì doanh thu đều đặn khoảng 3 nghìn tỷ đồng mỗi năm, do vậy, dù tỷ trọng đóng góp giảm từ 53% trong năm 2020 xuống còn 35% trong năm 2024, mảng điện vẫn tiếp tục là một cầu phần lớn trong doanh thu của IDC.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của mảng điện chỉ đạt 9% trong giai đoạn 2019-2024, do đó, tỷ trọng đóng góp của mảng này vào lợi nhuận gộp hợp nhất nhỏ hơn nhiều so với tỷ trọng đóng góp vào doanh thu hợp nhất. Theo đó, mảng điện chỉ chiếm trung bình khoảng 13% tổng lợi nhuận gộp của IDC.

Hình 29: Cơ cấu doanh thu IDC (tỷ đồng)



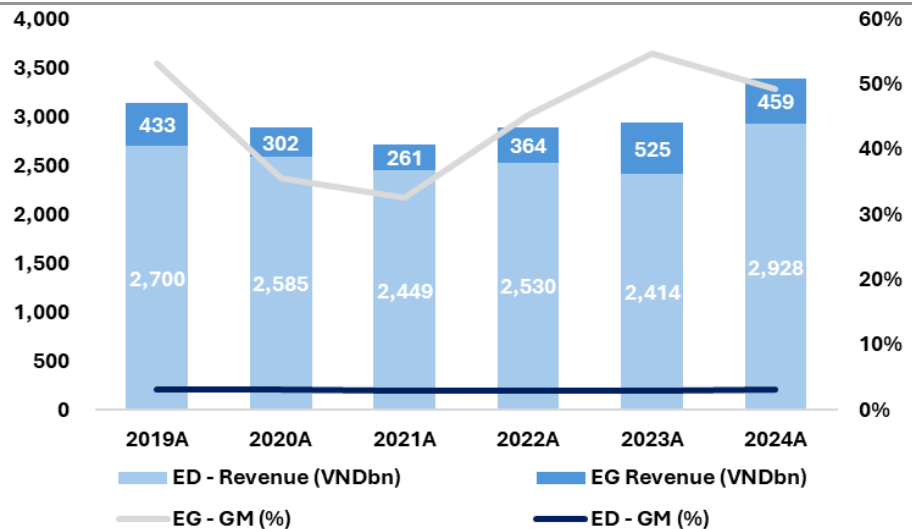
Hình 30: Cơ cấu lợi nhuận gộp IDC (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biên lợi nhuận gộp của toàn bộ mảng kinh doanh điện của IDC (bao gồm truyền tải điện và sản xuất điện) ở mức thấp vì khoảng 85% doanh thu của mảng này đến từ truyền tải điện – mảng có biên lợi nhuận gộp rất mỏng, chỉ khoảng 3% trong giai đoạn 2019-2024. Mảng sản xuất điện, mặc dù ghi nhận biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều (trung bình khoảng 50% trong giai đoạn 2019-2024), lại có quy mô nhỏ nên không có nhiều tác động đến lợi nhuận chung.

Hình 31: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất điện (EG) và truyền tải điện (ED)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Truyền tải điện

Hoạt động truyền tải điện đóng vai trò hỗ trợ nhưng thiết yếu trong hệ sinh thái KCN tích hợp của IDC. Công ty được Bộ Công Thương cấp phép xây dựng các trạm biến áp 110/22kV và hoạt động như đơn vị phân phối cấp 2 – mua điện từ EVN và bán lại cho khách thuê trong KCN.

Biên lợi nhuận gộp mỏng do IDC phải bán lại điện theo giá quy định, chỉ cộng thêm một mức nhỏ để bù đắp chi phí vận hành.

Tính đến cuối năm 2024, IDC đang truyền tải điện cho hơn 1.500 ha đất khu công nghiệp, bao gồm các KCN Nhơn Trạch 1, 2, 3, và 5 cùng với KCN Hựu Thạnh. Mảng kinh doanh này đóng góp doanh thu ổn định khoảng 2.500 tỷ đồng/năm, với lợi nhuận gộp khoảng 80 tỷ đồng mỗi năm.

Hình 32: Trạm biến áp

Trạm Biến Áp	Địa điểm	Năm hoạt động	Tổng công suất	Tình trạng	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Tổng đầu tư tính đến 2024 (tỷ đồng)
Trạm biến áp Tuy Hạ 110/22kV	KCN Nhơn Trạch 1 (Đồng Nai)	1997	229MVA	Đã hoàn thành và đang vận hành	N/A	-
Trạm biến áp Nhơn Trạch 5 110/22kV	KCN Nhơn Trạch V (Đồng Nai)	2011	189MVA	Đã hoàn thành và đang vận hành	178,1	-
Trạm biến áp Hựu Thạnh 110/22kV	KCN Hựu Thạnh (Long An)	2022	189 MVA	Giai đoạn 1 (63 MVA) hoàn thành và đang vận hành	284	136

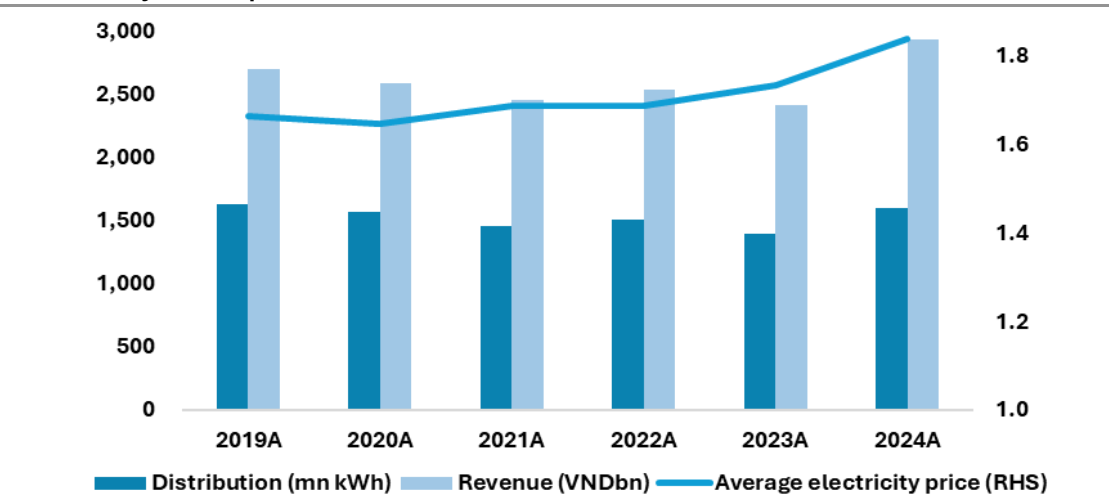
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Mặc dù không phải là mảng đóng góp lớn vào lợi nhuận do giá bán bị hạn chế và biên lợi nhuận khiêm tốn, mảng truyền tải điện mang lại một nguồn doanh thu định kỳ ổn định. Chúng tôi kỳ vọng doanh số truyền tải điện sẽ tăng trưởng ổn định về sản lượng khi tỷ lệ lấp đầy tăng lên, đặc biệt (trong ngắn hạn) là tại KCN Hựu Thạnh.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp từ truyền tải điện gắn liền với: 1) Tỷ lệ lấp đầy; 2) Số lượng nhà máy đang thực sự vận hành; 3) Mức độ tiêu thụ điện trên mỗi khách thuê, vốn thay đổi tùy thuộc vào ngành công nghiệp (ví dụ công nghiệp nặng so với công nghiệp nhẹ).

Các KCN Nhơn Trạch I và V hiện chiếm 70%-80% doanh thu truyền tải điện của IDC. Đối với KCN Hựu Thạnh, mặc dù diện tích cho thuê cao tính đến cuối năm 2024, số lượng nhà máy đi vào hoạt động vẫn còn thấp, dẫn đến sản lượng điện truyền tải tại KCN này tương đối thấp.

Hình 33: Truyền tải điện



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Sản lượng truyền tải điện đã giảm trong giai đoạn Covid-19 do kinh tế trì trệ và nhiều nhà máy phải tạm đóng cửa, đơn hàng sụt giảm, làm giảm sản xuất và nhu cầu tiêu thụ điện.

Ngay cả đến năm 2023, hoạt động sản xuất – đặc biệt là nhóm dệt may, vốn chiếm ~35% sản lượng điện tiêu thụ tại KCN Nhơn Trạch – vẫn chưa phục hồi hoàn toàn.

Tuy nhiên, sản lượng điện đã bật tăng trở lại trong 2024 khi sản xuất tăng tốc, được hỗ trợ bởi sự phục hồi hậu Covid, ngoài ra việc điều chỉnh giá điện có hiệu lực từ tháng 10/2024 (Quyết định 2699/QĐ-BCT) đã góp phần thúc đẩy doanh thu truyền tải điện của IDC tăng đáng kể 21% YoY trong năm 2024.

Bước sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng, mặc dù với tốc độ chậm hơn so với sự phục hồi mạnh mẽ của năm 2024. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu mảng này là 7% YoY trong năm 2025. Sự điều tiết này một phần phản ánh mức nền cao nhưng cũng là do nhu cầu yếu hơn từ một số nhóm khách hàng nhất định. Đặc biệt là ngành dệt may – nhóm tiêu thụ điện lớn và đang chịu tác động từ biến động thuế quan liên quan đến quy tắc xuất xứ.

Mặc dù vậy, chúng tôi xem sự chậm lại trong năm nay là tạm thời, với hoạt động sản xuất sẽ phục hồi sau khi những bất ổn về thuế quan được xoa dịu.

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu truyền tải điện sẽ tiếp tục tăng trưởng, được hỗ trợ bởi tỷ lệ lắp đầy tăng lên tại KCN Hữu Thạnh và việc mở rộng trạm biến áp Hữu Thạnh (Giai đoạn 1 hoàn thành năm 2024, với Giai đoạn 2 và 3 sẽ tiếp nối). Với tỷ lệ lắp đầy mới 44% (1H2025), KCN Hữu Thạnh vẫn còn dư địa đáng kể để tăng sản lượng điện. Chúng tôi dự báo CAGR doanh số truyền tải điện tại KCN Hữu Thạnh đạt 4% trong giai đoạn 2025E-2029E.

Ngoài ra, khung giá điện mới của EVN cũng sẽ tiếp tục hỗ trợ doanh thu mảng này.

Mảng sản xuất điện

IDC hiện vận hành hai nhà máy thủy điện: Srok Phú Miêng và Đăk Mi 3. Hai nhà máy này ghi nhận 460 tỷ đồng doanh thu trong 2024, chiếm 14% doanh thu mảng điện và 5% tổng doanh thu hợp nhất của IDC. Hai nhà máy cung cấp khoảng 490 triệu kWh/năm cho lưới điện quốc gia với biên lợi nhuận gộp trung bình 50%, cao hơn nhiều so với biên lợi nhuận gộp của mảng truyền tải điện.

Hình 34: Nhà máy thủy điện

Dự án	Địa điểm	Sản lượng (triệu kWh/năm)	Công suất (MW)	Năm xây dựng	Năm vận hành	Tỷ lệ sở hữu của IDC	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
Đăk Mi 3	Quảng Nam	212	63	2014	2017	100%	1.626
Srok Phu Miêng	Bình Phước	228	51	2003	2006	52%	1.149

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yunta Việt Nam

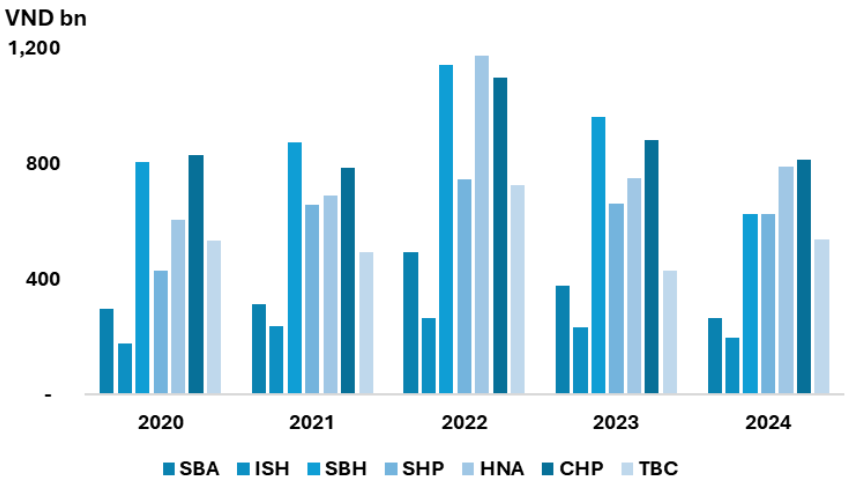
Sản xuất thủy điện vốn mang tính thời vụ, với sản lượng thường tăng mạnh vào giữa năm khi điều kiện thủy văn thuận lợi nhất. Ngược lại, sản lượng thủy điện thường thấp hơn vào đầu năm do tập trung tích trữ nước để chuẩn bị cho mùa khô (thường trùng với nhu cầu điện cao điểm do thời tiết).

Trong năm La Niña, sản lượng thường cao nhờ lượng nước dồi dào; ngược lại, trong các năm khô hạn, hệ thống điện quốc gia sẽ ưu tiên tích nước để đảm bảo an toàn hệ thống, hạn chế sản lượng phát trong mùa khô.

Trong những năm có hiện tượng La Niña, các nhà máy thủy điện thường đạt sản lượng và tỷ lệ sử dụng công suất cao. Ngược lại, trong những năm khô hạn, NSMO (Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia) sẽ coi thủy điện chủ yếu như nguồn dự trữ cho lưới điện quốc gia, với việc giữ nước trong các hồ chứa để bảo vệ sự ổn định của hệ thống.

Điều này hạn chế sản lượng phát điện trong mùa khô và làm giảm tính linh hoạt trong việc vận hành, vì các nhà máy điện chỉ được ưu tiên phát điện trong mùa mưa, khi xả lượng nước thừa.

Hình 35: Xu hướng doanh thu của các công ty thủy điện bám sát chu kỳ thủy văn

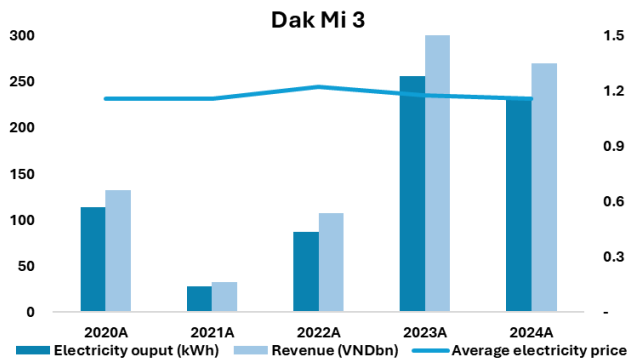


Nguồn: Fiinpro, Yunta Việt Nam

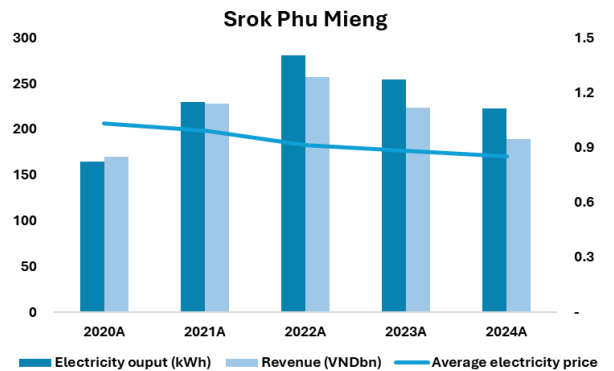
Doanh thu mảng thủy điện của IDC bị tác động kép trong năm 2024 từ điều kiện thủy văn không thuận lợi, dư cung trong hệ thống và cơ chế giá thay đổi.

- Đối với Thủy điện Srok Phu Miêng (Bình Phước): Lượng nước đổ vào hồ chứa thấp hơn đáng kể so với mức bình thường, đạt 166 m3/s so với 215 m3/s vào năm 2023, do thời tiết nắng nóng kéo dài và mùa mưa đến muộn.
- Đối với Thủy điện Đăk Mi 3 (Quảng Nam): Lượng nước đổ về trong 1H2024 đủ cho sản xuất điện, nhưng NSMO (Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia) vẫn hạn chế huy động để đảm bảo tích nước cho mùa khô.
- Trong khi đó, vào giờ cao điểm buổi sáng, hệ thống còn bị dư cung vì sự đóng góp nguồn điện mặt trời.
- Ngoài ra, theo Quyết định số 158/QĐ-ĐTĐL (ngày 29 tháng 12 năm 2023) của Cơ quan Điều tiết Điện lực, tỷ lệ điện thanh toán theo giá hợp đồng (tỷ lệ alpha) đối với các nhà máy thủy điện đã tăng từ 90% trong năm 2023 lên 98% trong năm 2024, dẫn đến giá bán điện bình quân (chưa bao gồm thuế) giảm 5% YoY.

Hình 36: Nhà máy Thủy điện Đắk Mi 3



Hình 37: Nhà máy Thủy điện Srok Phu Mieng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Ngược lại, điều kiện thời tiết trong 1H2025 thuận lợi hơn so với 1H2024, đây là một tín hiệu tích cực cho các nhà máy thủy điện. Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia đã dự báo pha thời tiết Trung tính sẽ kéo dài đến tháng 07/2026. Dựa trên dự báo dài hạn này, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thủy điện của IDC sẽ phục hồi tốt so với nền thấp năm 2024.

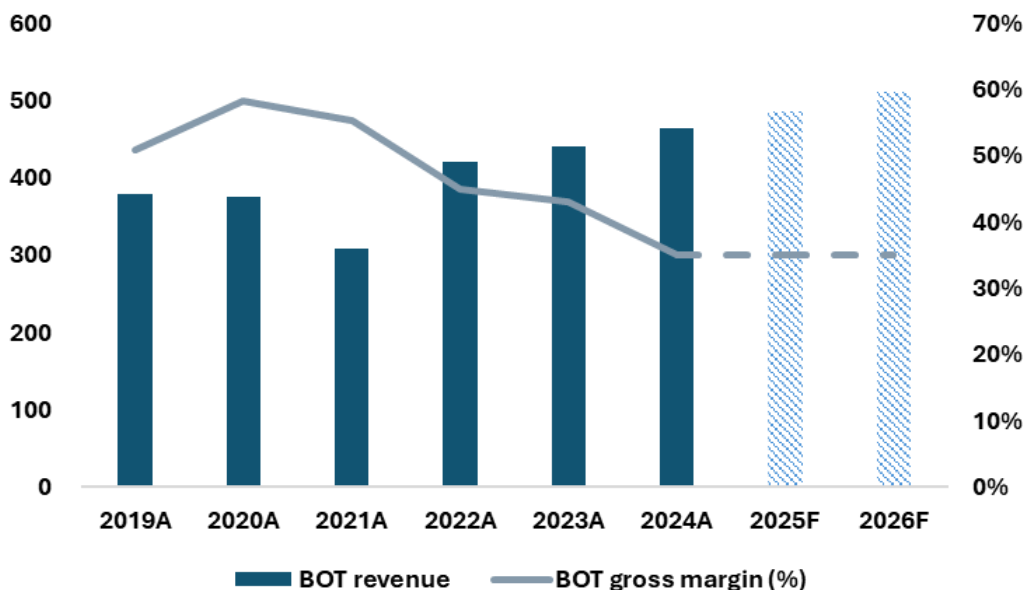
Tuy nhiên, rủi ro thời tiết vẫn hiện hữu, lũ lụt và hạn hán có thể làm gián đoạn hoạt động. Nhà máy Thủy điện Đắk Mi 3 vận hành dưới công suất trong suốt giai đoạn 2020-2022 do thiệt hại bởi bão lũ, trước khi nổi lại sản xuất bình thường sau đó.

Ngoài mảng thủy điện truyền thống, IDC đang mở rộng sang năng lượng tái tạo (điện mặt trời áp mái). IDERGY JSC, công ty con do IDC sở hữu 99.99%, được thành lập tháng 9/2022 để dẫn dắt chiến lược phát triển năng lượng tái tạo. Đến cuối năm 2024, IDERGY đã hoàn thành 8 dự án với tổng công suất 13,2 MWp. Mục tiêu 03 năm tới của công ty là mở rộng công suất lên 100-120 MWp.

Mảng BOT: Nguồn thu ổn định và đều đặn

Dự án BOT của IDC tiếp tục tạo ra nguồn doanh thu ổn định, với tỷ lệ đóng góp giảm trong những năm gần đây do sự thay đổi trong phương pháp ghi nhận doanh thu của mảng KCN.

Hình 38: Doanh thu mảng BOT (tỷ đồng) và biên LN gộp (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi không xem đây là mảng cốt lõi trong chiến lược hiện tại của IDC, nhưng giữ vai trò là dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp

Hình 39: Tóm tắt dự án BOT của IDC

Dự án	Chiều dài (km)	Chi phí đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Năm hoạt động	Năm chuyển giao dự kiến
BOT Quốc lộ 1A (Đoạn An Sương – An Lạc)	13,6	2.831	2004	2032

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Dự án BOT đoạn An Sương – An Lạc thuộc Quốc lộ 1 được triển khai theo hai giai đoạn, với thời gian thu phí dự kiến kéo dài đến Q4/2032.

Dự án được phê duyệt vào năm 2000 với Giai đoạn I bao gồm xây dựng đoạn đường dài 13,6 km với chiều rộng 36,2 m (08 làn xe), và tổng mức đầu tư hơn 831 tỷ đồng. Tuyến đường đã hoàn thành và đưa vào khai thác cuối năm 2004.

Giai đoạn II, được xây dựng sau đó, bao gồm các hạng mục lớn như cầu vượt tại Tỉnh lộ 10, Tỉnh lộ 10B, Hương Lộ 2 và nút giao Gò Mỹ. Tổng mức đầu tư cho Giai đoạn II đạt khoảng 2.000 tỷ đồng.

IDC đã hoàn tất toàn bộ các hạng mục thuộc Giai đoạn II và dự kiến tiến hành đàm phán, cập nhật dữ liệu quyết toán để xác định chính xác thời điểm kết thúc thu phí của dự án vào cuối năm 2025.

Giống như hầu hết các doanh nghiệp trong ngành, mảng BOT đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi những gián đoạn trong thời kỳ đại dịch nhưng đã phục hồi sau đó.

Trong tương lai, chúng tôi dự báo doanh thu BOT sẽ tăng trưởng khoảng 5% hàng năm, được thúc đẩy bởi lưu lượng giao thông tăng, phù hợp với mức tăng trưởng được ghi nhận trong giai đoạn 2023-2024.

Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ có một lần điều chỉnh mức thu phí trong giai đoạn trước 2032. Chúng tôi giả định mức điều chỉnh tăng 6%, tương đương với các dự án BOT khác. Do thời điểm cụ thể chưa được công bố, chúng tôi đặt giả định việc điều chỉnh sẽ diễn ra trong 2-3 năm tới. Tuy nhiên, thời điểm tăng phí có ảnh hưởng không đáng kể đến định giá tổng thể của IDC.

Biên lợi nhuận gộp của mảng BOT chịu áp lực trong những năm gần đây do trích lập chi phí sửa chữa và bảo trì. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ ổn định (và thậm chí có thể cải thiện) dựa trên mức giảm chi phí trích lập trong 1H2025. Theo ước tính của chúng tôi, dự án BOT này sẽ tạo ra dòng tiền FCFF khoảng 260 tỷ đồng mỗi năm cho đến năm 2032, khi thời gian thu phí kết thúc.

Hiện tại, công tác xây dựng đã hoàn tất và dự phòng cho kế hoạch sửa chữa hàng năm đã được trích lập đầy đủ, do vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho IDC trong suốt phần còn lại của thập kỷ.

Tổng quan doanh nghiệp: Bốn trụ cột của hệ sinh thái

Lịch sử hình thành: Tổng công ty IDICO (IDC) được thành lập vào năm 2000, là một doanh nghiệp Nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng. Công ty chính thức được niêm yết trên HOSE vào năm 2019. Năm 2020, Bộ Xây dựng đã thoái toàn bộ 36% cổ phần.

Sau khi Nhà nước thoái vốn, IDC đã triển khai chương trình tái cơ cấu toàn diện tập trung vào việc tinh gọn bộ máy tổ chức và rà soát lại mô hình sở hữu tại các công ty con. Quá trình chuyển đổi này đã được hoàn tất vào năm 2022, giúp IDC chuyển mình thành một tổng công ty, linh hoạt hơn và có trọng tâm chiến lược rõ ràng.

Chiến lược hậu tái cơ cấu tập trung vào 04 trụ cột kinh doanh cốt lõi:

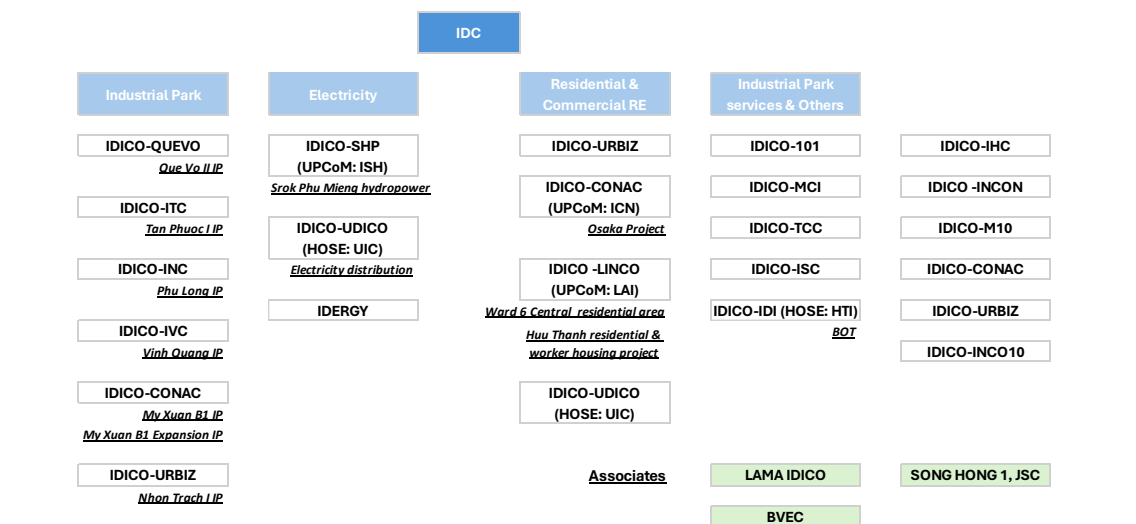
- (1) Phát triển Khu công nghiệp: Đầu tư, xây dựng, phát triển và vận hành cơ sở hạ tầng các khu công nghiệp.
- (2) Sản xuất và Truyền tải điện: Đầu tư, xây dựng và quản lý vận hành các nhà máy thủy điện và các trạm biến áp trong khu công nghiệp.
- (3) Bất động sản Nhà ở và Thương mại: Phát triển và vận hành kinh doanh tại các khu đô thị và khu dân cư (bao gồm nhà ở).
- (4) Dịch vụ phụ trợ KCN: Đầu tư xây dựng, cấp thoát nước và các dự án thu gom & xử lý nước thải.

Cơ cấu tổ chức: IDC hiện hoạt động theo mô hình tổng công ty, với công ty mẹ nắm quyền kiểm soát danh mục các công ty con và công ty liên kết trải rộng trên cả bốn mảng cốt lõi.

Các công ty con chủ chốt bao gồm một số công ty đại chúng như: 1) UIDICO (HOSE: UIC – Không đánh giá) quản lý các hoạt động truyền tải điện; 2) IDICO-CONAC (UPCoM: ICN – Không đánh giá) quản lý mảng xây dựng, KCN và bất động sản; 3) IDCO Shrok Phú Miêng (UPCoM: ISH – Không đánh giá) quản lý thủy điện Shrok Phú Miêng; 4) IDICO LINCO (UPCoM: LAI – Không đánh giá) quản lý mảng bất động sản và xây dựng.

Cơ cấu này cho phép IDC duy trì sự linh hoạt trong vận hành đồng thời tối ưu phân bổ vốn và thực hiện danh mục đầu tư đa dạng.

Hình 40: Cơ cấu tổ chức của IDC

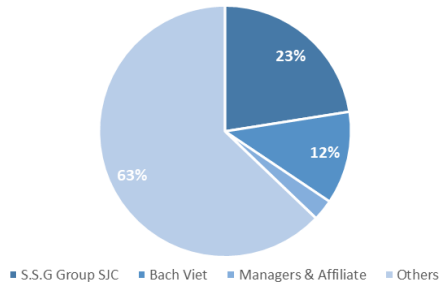


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

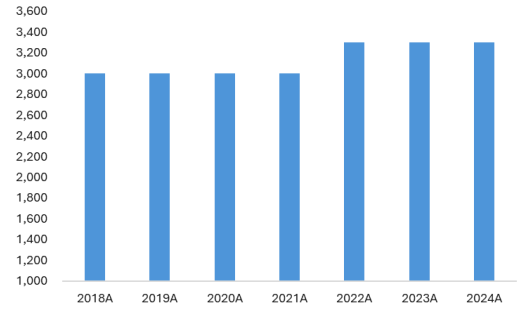
Cơ cấu cổ đông & vốn điều lệ:

Công ty đặt mục tiêu tăng vốn điều lệ lên 4,0-5,0 nghìn tỷ đồng (so với 3,795 nghìn tỷ đồng tại Q2/2025) để hỗ trợ việc triển khai đầu tư vào các dự án khu công nghiệp mới.

Hình 41: Cơ cấu cổ đông của IDC (%)



Hình 42: Vốn điều lệ (tỷ đồng)



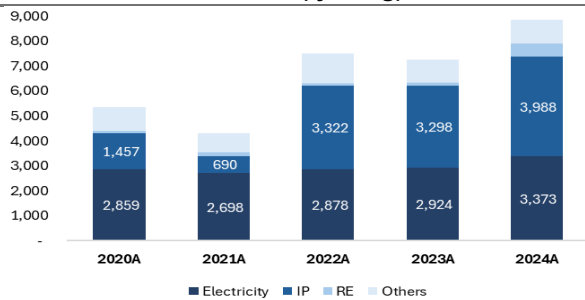
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Mô hình kinh doanh:

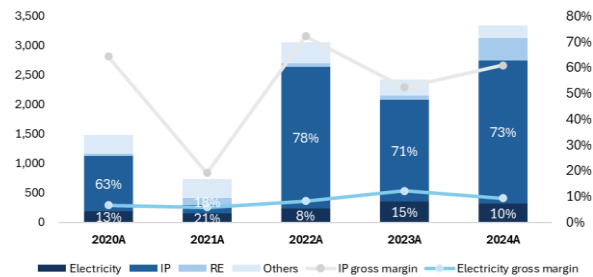
Doanh thu của công ty chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng KCN và điện, đóng góp lần lượt 39% và 37% trong năm 2024. Trong khi điện từ lâu đã là nguồn doanh thu chính, tỷ trọng của mảng KCN đã tăng vọt từ khoảng 13% lên khoảng 40% sau khi có sự thay đổi trong chính sách ghi nhận doanh thu. Theo phương pháp mới, thu nhập từ cho thuê đất KCN được ghi nhận một lần khi khách thuê đáp ứng đầy đủ điều kiện, thay vì phân bổ theo thời hạn thuê như trước.

Mặc dù cả hai mảng đều có tỷ trọng doanh thu đáng kể, lợi nhuận gộp lại phụ thuộc nhiều vào việc cho thuê KCN. Điều này là do biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh điện thấp, chỉ khoảng 10%.

Hình 43: Cơ cấu doanh thu IDC (tỷ đồng)



Hình 44: Cơ cấu LN gộp IDC (%)

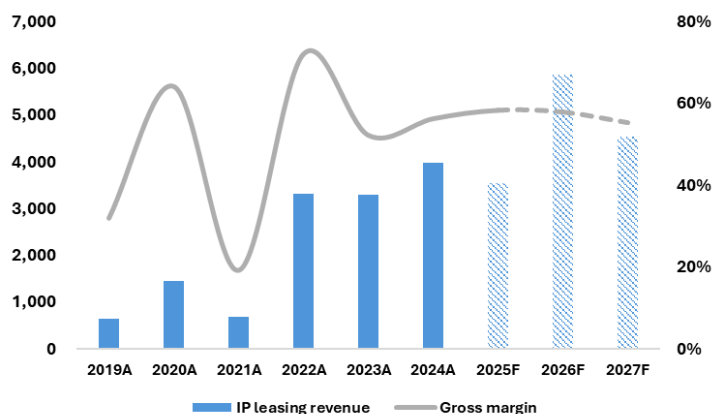


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Việc thay đổi chính sách ghi nhận doanh thu cũng gây ra biến động đáng kể trong doanh thu và lợi nhuận gộp KCN của IDC trong giai đoạn 2020-2024. Cụ thể, một số hợp đồng cũ đủ điều kiện ghi nhận doanh thu một lần sẽ được ghi nhận toàn bộ phần tiền trả trước vào doanh thu.

Đáng chú ý, nhiều hợp đồng này đến từ các KCN đã lấp đầy như Mỹ Xuân A, Mỹ Xuân B1 và Nhơn Trạch V—những dự án hoàn thành từ nhiều năm trước khi chi phí đền bù – giải phóng mặt bằng còn thấp. Vì vậy, biên lợi nhuận mảng KCN tăng đột biến trong các năm có ghi nhận doanh thu hồi tố lớn, điển hình như 2020 (KCN Mỹ Xuân A) và 2022 (KCN Mỹ Xuân B1, KCN Nhơn Trạch V), được thể hiện trong biểu đồ dưới đây. Đối với các hợp đồng mới, IDC đều ghi nhận doanh thu một lần.

Hình 45: Doanh thu cho thuê KCN của IDC (tỷ đồng) và biên LN gộp (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Triển vọng doanh nghiệp: Chững lại trong 1H2025 nhưng sẽ tăng tốc trở lại từ nửa cuối năm

KQKD 1H2025: Suy giảm do các bất định liên quan đến thuế quan

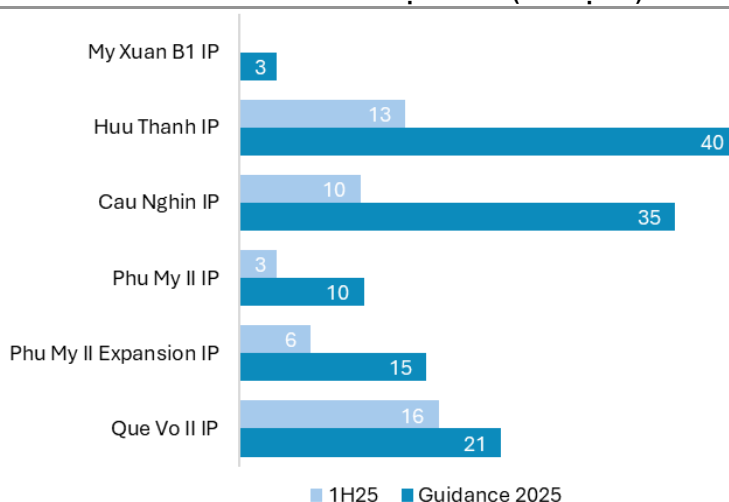
IDC ghi nhận KQKD quý 2 suy yếu – điều không quá bất ngờ trong bối cảnh hoạt động cho thuê chịu gián đoạn sau các thông báo áp thuế của Mỹ ngày 02/04.

Doanh thu và LNTT 1H2025 chỉ đạt 40% kế hoạch cả năm. Tổng doanh thu 1H2025 đạt 3.557 tỷ đồng (-23% YoY) và LNTT đạt 1.040 tỷ đồng (-40% YoY). Mức giảm sâu này chủ yếu đến từ mảng KCN, do hoạt động cho thuê chậm lại khi khách thuê trì hoãn quyết định vì các bất định thuế quan.

	1H24	1H25		Comment
	Value	Value	YoY	
Total revenue	4,615	3,557	-23%	
IP	2,353	1,083	-54%	In 1H25, IDC had 47.8ha leased (39% of IDC's full-year target of 123.5ha).
Electricity	1,468	1,738	18%	4.8% increase in electricity price and stable operation of factories in IP supports the electricity revenue
RE	369	267	-28%	No contribution from land transfer to Aeon mall in 1H25
BOT	226	233	3%	BOT operations posted modest growth
Gross profit	1,908	1,096	-43%	The proportion of revenue from energy segment (which has low gross margin) increased, putting pressure on gross margin
Financial revenue	70	128	82%	Interest income, which accounts for 96% of the financial revenue, increased 82% YoY
Financial expense	(70)	(69)	-1%	
SG&A	(184)	(179)	-2%	
PBT	1,737	1,040	-40%	
PAT	1,381	833	-40%	
PATMI	1,128	641	-43%	

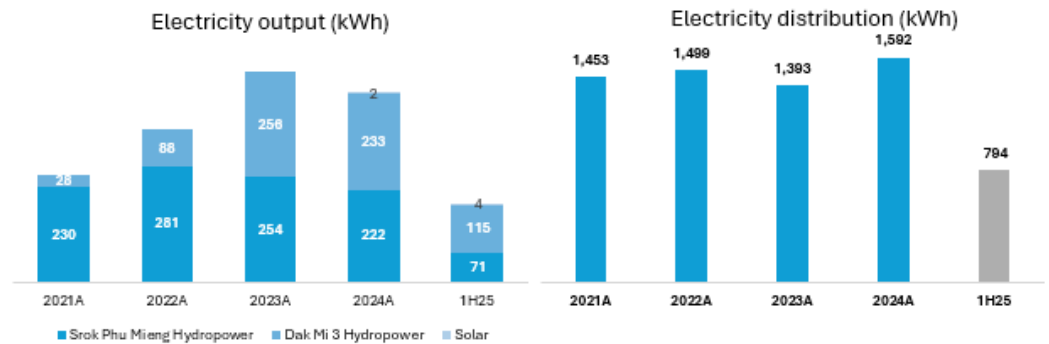
Trong năm 2025, công ty đặt kế hoạch 8.918 tỷ đồng doanh thu (-1% YoY) và 2.596 tỷ đồng LNTT (-13% YoY), phản ánh quan điểm khá thận trọng của ban lãnh đạo đối với triển vọng kinh doanh năm 2025.

Hình 46: Diện tích cho thuê đất 1H2025 so với kế hoạch 2025 (đơn vị: ha)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

Hình 47: Sản xuất điện và Truyền tải điện 1H2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

Dự phóng KQKD 2025-2026F

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 của IDC sẽ đạt 8.7 nghìn tỷ đồng (-1% YoY) và lợi nhuận ròng đạt 1.8 nghìn tỷ đồng (-9% YoY), tương đương EPS là 5.530 đồng.

	2024A	2025E		2026E		Forecast
	Value	Value	YoY	Value	YoY	
Total revenue	8,846	8,695	-2%	10,806	24%	
IP	3,988	3,552	-11%	5,864	65%	We forecast total leased area in 2025 to reach ~100ha, broadly flat vs. 2024 but 24% below the company's full-year guidance. Our forecast reflects a slower leasing in 1Q25 due to tariff impacts but a recovery in 2H25, bringing full-year activity in line with last year Looking ahead, we expect a decline in 2026F leased hectares, mainly due to Que Vo II IP approaching full occupancy, limiting new land available for lease. However, as investors take wait-and-see in 2025, we expect part of the land delivery in 2025 will be shift to 2026
Electricity	3,373	3,613	7%	3,786	5%	Support by (1) electricity distribution as the occupancy rate in Huu Thanh IP increases and an increase in resale prices under the new EVN price framework, and (2) electricity generation due to more favorable weather conditions compared to last year
RE	532	558	5%	109	-80%	We estimate RE 2025E revenue to rise +5% YoY, mainly by (1) land transfer to Aeon Mall in 2025 and (2) recognition of pre-sales from Bac Chau Giang project
BOT	464	487	5%	513	5%	BOT revenue is expected to grow at 5% YoY, supported by higher traffic volume
Gross profit	3,337	3,057	-8%	4,121	35%	2025's gross profit expected to decrease due to decrease in IP revenue (which has higher GM) and increase in electricity revenue (which has lower GM)
PBT	2,993	2,735	-9%	3,691	35%	
PAT	2,393	2,188	-9%	2,953	35%	
PATMI	1,996	1,825	-9%	2,463	35%	

Định giá & Rủi ro

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA lần đầu đối với IDC. Giá mục tiêu của chúng tôi là 50.400 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá kỳ vọng +33,0% so với giá đóng cửa ngày 29/10.

Phương pháp định giá SOTP của chúng tôi có bao gồm mô hình NPV riêng cho 4 dự án KCN mới được phê duyệt, dự kiến bắt đầu cho thuê trong 3–4 năm tới. Việc định giá nhóm dự án này dựa trên dự phóng CAPEX và dòng tiền cho thuê trong tương lai, đồng thời cộng thêm một mức “risk-premium” 3% vào tỷ suất chiết khấu để phản ánh mức độ rủi ro cao hơn của dự án mới.

Phần bù rủi ro 3% phản ánh 02 rủi ro chính của các khu công nghiệp mới:

- 1) Rủi ro phát triển dự án: các dự án KCN mới có độ bất định lớn hơn, bao gồm rủi ro chậm tiến độ, đội vốn và thủ tục pháp lý kéo dài.
- 2) Rủi ro cho thuê & triển khai: dòng tiền của các dự án mới sẽ phụ thuộc vào khả năng thu hút khách thuê trong bối cảnh cạnh tranh. Tốc độ lấp đầy và mức giá cho thuê của các KCN tương lai khó có thể dự đoán hơn so với các KCN hiện hữu đã ổn định.

Nhìn chung, bốn dự án này đóng góp khoảng 22% vào tổng giá trị định giá của chúng tôi cho mảng KCN của IDC, trong khi mảng này chiếm 67% NAV ước tính của tổng công ty. Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp DCF để định giá mảng điện, chiếm 18% NAV ước tính.

Hình 48: Tóm tắt định giá IDC

No	Project	Ownership	Valuation method	Total value	IDC's value
Industrial parks				13,930	12,756
1	Huu Thanh IP	100%	DCF	4,392	4,392
2	Phu My II IP	100%	DCF	680	680
3	Phu My II Expansion IP	100%	DCF	1,470	1,470
4	Que Vo II IP	55%	DCF	772	424
5	Cau Nghin IP	100%	DCF	779	779
6	Tan Phuoc I IP (*)	65%	DCF	1,352	879
7	My Xuan B1 Expansion IP (*)	51%	DCF	314	160
8	Vinh Quang IP - Phase 1 (*)	100%	DCF	1,150	1,150
9	Phu Long IP (*)	75%	DCF	793	595
10	Others		DCF	2,228	2,228
Residential real estates					1,239
Energy				4,546	3,456
1	Srok Phu Mieng	51%	DCF	1,308	667
2	Dak Mi 3	100%	DCF	1,880	1,880
3	Electricity distribution	67%	DCF	1,358	909
BOT				898	516
Others					1,125
Total					19,093
Net debt					-1,764
Minority Interest					1,720
NAV					19,136
No. of share (billion)					0.38
Fair Value (VND/share)					50,400

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Lưu ý: (*): Những KCN mới được phê duyệt gần đây

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

Bất định trong hoạt động cho thuê và bàn giao đất KCN: Sau giai đoạn trì hoãn quyết định đầu tư của các khách thuê tiềm năng trong 2H2024–1H2025, chúng tôi kỳ vọng các khách thuê sẽ nối lại các cam kết trước đó trong 2H2025, từ đó thúc đẩy tốc độ ký hợp đồng và bàn giao đất. Tuy nhiên, việc IDC giảm đầu tư chi phí vốn – sau giai đoạn hoạt động cho thuê trầm lắng – có thể ảnh hưởng đến tiến độ bàn giao đất.

Trong khi đó, mức thuế mới thấp hơn sẽ hỗ trợ khả năng thu hút FDI của Việt Nam, nhưng tâm lý nhà đầu tư vẫn rất nhạy cảm với các cuộc đàm phán thuế quan Mỹ–Việt và những dịch chuyển lớn hơn của thương mại toàn cầu. Bất kỳ thay đổi hoặc cú sốc chính sách nào cũng có thể ảnh hưởng tới quyết định của các nhà sản xuất FDI — bao gồm cả khả năng tác động theo hướng tích cực hơn. Điều này tạo ra rủi ro đối với dự phóng của chúng tôi.

Ngoài ra, với nhiều KCN mới vừa nhận được giấy chứng nhận đầu tư, nguồn cung BĐS công nghiệp dự kiến sẽ tăng mạnh trong 3–4 năm tới, có thể làm gia tăng mức độ cạnh tranh. Mặc dù chúng tôi đã phản ánh yếu tố này vào dự báo nhu cầu và giá thuê, nhưng các động lực cung–cầu trong dài hạn vẫn là yếu tố khó dự báo chính xác.

- **Chi tiêu đầu tư, tiến độ và thời gian thời gian có thể sai lệch so với ước tính của chúng tôi:** Phát triển các KCN mới là một quá trình có chu kỳ dài, trong đó chi phí có thể biến động đáng kể. Chi phí xây dựng có thể tăng lên, trong khi bồi thường và giải phóng mặt bằng thường cao hơn so với dự kiến ban đầu.

Về mặt triển khai, IDC đã thể hiện sự linh hoạt khi điều chỉnh tốc độ đầu tư phù hợp với nhu cầu cho thuê thực tế. Ví dụ, công ty đã giảm tốc độ đầu tư giai đoạn 2023–2024 trong bối cảnh hoạt động cho thuê yếu hơn kỳ vọng.

Tuy nhiên, trong thời gian tới, nhu cầu thuê mạnh hơn hoặc tâm lý nhà đầu tư cải thiện có thể thúc đẩy IDC đẩy nhanh tiến độ xây dựng hạ tầng, từ đó dẫn đến sai khác so với các giả định hiện tại của chúng tôi về quy mô và thời điểm giải ngân đầu tư chi phí vốn.

- **Các KCN mới có thể bắt đầu cho thuê sớm hơn dự kiến:** Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định thời gian 3–4 năm từ lúc được cấp chấp thuận đầu tư cho đến khi bắt đầu cho thuê đối với 4 KCN mới được phê duyệt, dựa trên hồ sơ lịch sử của IDC. Tuy nhiên, các cải cách thủ tục gần đây ở nhiều cấp chính quyền nhằm tháo gỡ điểm nghẽn của thị trường BĐS có thể đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng và xây dựng, qua đó có khả năng rút ngắn thời gian bắt đầu cho thuê của các KCN này.
- **Sự sụt giảm FDI đăng ký mới 9T2025:** Thực tế, số liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy tổng vốn FDI đăng ký mới giảm -8,6% YoY xuống còn 12,39 tỷ USD. Tuy nhiên, tổng vốn FDI vào Việt Nam trong 9M2025 đạt mức cao kỷ lục 28,54 tỷ USD (+15,2% YoY). Vốn bổ sung cho các dự án hiện hữu tăng mạnh +48% YoY, đạt 11,32 tỷ USD. Số lượng dự án đăng ký mới tăng +17,4% YoY lên 2.926 dự án.

Số liệu lũy kế từ đầu năm cho thấy dòng vốn FDI đang được phân bổ vào số lượng lớn các dự án quy mô vừa và nhỏ, thay vì các dự án quy mô rất lớn như trước đây. Điều này có thể được xem là dấu hiệu các nhà đầu tư nước ngoài thận trọng hơn khi cam kết vốn vào các dự án quy mô lớn. Nếu đúng như vậy, yếu tố này có thể ảnh hưởng đến triển vọng ngắn hạn/trung hạn của ngành KCN.

Tuy nhiên, chúng tôi không quá lo ngại trong bối cảnh mức thuế mới thuận lợi hơn. Các thông tin gần đây về việc các tập đoàn công nghệ hàng đầu tiếp tục mở rộng nhà máy tại Việt Nam cho thấy vấn đề thuế quan chỉ là lực cản ngắn hạn, không phải trở ngại mang tính cấu trúc đối với Việt Nam. Dữ liệu cũng cho thấy các doanh nghiệp SME nước ngoài vẫn đang chủ động tìm kiếm cơ hội và mở rộng hiện diện tại Việt Nam.

PROFIT AND LOSS (VND bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue	8,846	8,695	10,806	9,754
Cost of goods sold	(5,509)	(5,639)	(6,685)	(6,513)
Gross profits	3,337	3,057	4,121	3,241
Operating expenses	(398)	(392)	(487)	(440)
Operating profits	2,939	2,664	3,634	2,801
Financial income	168	168	168	168
Financial expenses	(136)	(119)	(132)	(145)
Net other income/(expenses)	20	20	20	20
Gain/(loss) from joint ventures	1	1	1	1
Profit/(loss) before tax	2,993	2,735	3,691	2,846
Income tax expenses	(600)	(547)	(738)	(569)
Net profit/(loss) after tax	2,393	2,188	2,953	2,276
Minority interests	397	363	490	377
Attributable to parent company	1,996	1,825	2,463	1,899
EBITDA	4,292	3,804	5,542	4,347
EPS basis reported, VND	6,050	5,531	6,491	5,004
EPS fully diluted, VND	6,050	4,810	6,491	5,004

KEY RATIOS	2024A	2025E	2026E	2027E
Growth (% YoY)				
Revenue	22.2%	-1.7%	24.3%	-9.7%
Operating Income	42.6%	-9.4%	36.4%	-22.9%
EBITDA	47.1%	-11.4%	45.7%	-21.6%
Net profit	44.5%	-8.6%	35.0%	-22.9%
Total assets	6.1%	-2.1%	9.0%	0.9%
Total equity	16.2%	5.1%	22.4%	11.1%
Profitability ratio (%)				
Gross margin	37.7%	35.2%	38.1%	33.2%
Operating margin	33.2%	30.6%	33.6%	28.7%
EBITDA margin	48.5%	43.7%	51.3%	44.6%
Net margin	27.1%	25.2%	27.3%	23.3%
ROE	33.2%	28.9%	31.8%	22.1%
ROA	12.7%	11.9%	14.7%	11.2%
ROIC	28.4%	25.2%	30.5%	20.3%
Liquidity ratio (x)				
Current ratio (X)	1.6	1.8	2.2	2.4
Quick ratio (X)	1	1	2	2
Financial structure (x)				
Total liabilities/Equity	1.6	1.4	1.2	1.0
Total liabilities/Total Assets	0.6	0.6	0.5	0.5
Net Debt/Equity	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3

KEY METRICS	2024A	2025E	2026E	2027E
BVPS	17,019	15,432	19,230	21,555
PE (x)	7.2	9.1	7.8	10.1
PB (x)	2.6	3.3	2.6	2.3
ESP	6,050	5,531	6,491	5,004
DPS	3,725	2,000	2,000	2,000
Dividend yield (%)	8.0%	5.3%	5.3%	5.3%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BALANCE SHEET (VND bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Total assets	18,800	18,408	20,059	20,244
Current Assets	7,422	6,942	8,827	8,997
Cash equivalent & ST investment	4,452	4,681	5,972	6,249
Accounts receivable	1,515	603	1,091	985
Inventories	1,401	1,604	1,710	1,710
Other current assets	54	54	54	54
Long-term Assets	11,377	11,466	11,233	11,246
Long-termtrade receivables	103	103	103	103
Net fixed assets	3,070	2,983	2,894	2,803
Long-terminvestment assets	7,497	7,687	7,557	7,665
LT Investment	228	228	228	228
LT other assets	479	465	451	447
Total Resources				
Total liabilities	11,591	10,831	10,786	9,945
Current liabilities	4,532	3,826	4,031	3,790
Accounts payable	347	361	428	417
ST debts	1,144	905	1,176	986
Unearned ST revenue	1,144	661	661	661
Others	1,897	1,900	1,767	1,727
Long-term liabilities	7,059	7,005	6,755	6,154
Long-term debts	1,992	2,012	2,434	2,438
Long-termunearned revenue	4,600	4,579	3,881	3,290
Others	467	414	441	427
Shareholder's equity	7,208	7,577	9,273	10,299
Chartered capital	3,300	3,795	3,795	3,795
Additional paid-in capital	44	44	44	44
Treasury stocks	-	-	-	-
Others	794	794	794	794
Retained earnings	1,478	1,223	2,665	3,547
Minority interest	1,592	1,720	1,975	2,118

CASH FLOW (VND bn)	2024A	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow	3,884	2,943	3,333	3,160
Net profit before tax	2,993	2,735	3,691	2,846
Dep, & amortisation	1,353	1,140	1,909	1,546
Change in working capital	205	168	(1,332)	(549)
Dividend and interest	(570)	(547)	(738)	(569)
Change in others	(96)	(552)	(197)	(113)
Investment cash flow	(1,274)	(1,420)	(1,950)	(1,785)
Net capex	(589)	(1,362)	(1,892)	(1,727)
Change in debt instruments	(845)	(218)	(218)	(218)
Change in LT investment	-	-	-	-
Dividend and interest received	159	160	160	160
Financing cash flow	(1,755)	(1,784)	(303)	(1,181)
Proceeds from issue of shares	188	0	0	0
Net change in debt	(386)	(219)	692	(186)
Dividend paid	(1,556)	(1,565)	(995)	(995)
Net change in cash flow	854	(261)	1,080	194
Beginning cash flow	1,333	2,188	1,927	3,007
Ending Cash Balance	2,188	1,927	3,007	3,201

Appendix: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157, Section 3, Ren'ai Road, TaKcNei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Manager

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Sales Manager

Tel: +84 28 3622 6868

jason.lu@yuanta.com.vn

Phuc Pham

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868

phuc.pham@yuanta.com.vn

Linh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

linh.nguyen2@yuanta.com.vn