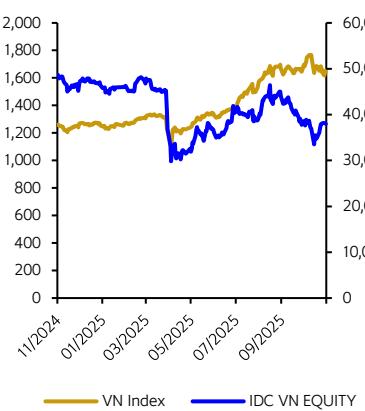




[ Việt Nam / Khu công nghiệp ]

**MUA****Báo Cáo Cập Nhật**

<b>Giá mục tiêu (12 tháng)</b>	<b>VND 54,100</b>
Giá hiện tại (11/11/2025)	VND 39,200
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>38%</b>
VNINDEX	1,593
HNXINDEX	261
Vốn hóa (tỷ VND)	14,876
SLCP lưu hành (triệu CP)	379
Tỷ số giao dịch (triệu CP)	248
52-tuần cao/thấp (VND)	51,391/27,304
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.78
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	107
Cổ đông lớn (%)	Công ty Cổ phần Tập đoàn SSG
	Công ty TNHH Sản xuất và
	Thương mại Bách Việt
Biến động giá	22.50%
Tuyệt đối (%)	-2.7
So với VN-Index (%)	-9.2
	3T      6T      12T

**Tiến Lên**

Ng

(84-28) 6299-8011  
tien.ld@shinhan.com



Please click or scan

**Tổng Công ty IDICO**

Bloomberg Code (IDC.VN) | Reuters Code (IDC.HM)

**Sau cơn mưa trời lại sáng****Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 54,100**

Tổng Công ty IDICO (IDC) tiền thân là tổng Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam được thành lập năm 2000. IDICO hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản Khu công nghiệp (KCN), bất động sản nhà ở & thương mại, năng lượng và các dịch vụ khác. Kết quả kinh doanh trong 9T2025 ghi nhận mức sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ do việc bàn giao đất của IDC bị chững lại trong Q2/2025 trước những bất ổn liên quan đến tình hình thuế quan. Tuy nhiên hoạt động bàn giao đã bắt đầu tăng trưởng trở lại trong Q3/2025 nhờ lượng MOU sẵn có cùng với việc công bố chính sách thuế quan cho từng quốc gia của Mỹ rõ ràng hơn. Chúng tôi đánh giá tình hình sẽ dần cải thiện trong Q4/2025 và năm 2026 nhờ diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn cùng với nhu cầu hồi phục. Chúng tôi định giá cập nhật đối với cổ phiếu IDC ở mức giá VND 54,100 tương ứng với mức sinh lời 38%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để định giá IDC.

**Kết quả kinh doanh 9T/2025 giảm nhẹ, hồi phục trở lại trong Q3/2025**

Lũy kế 9T2025 doanh thu đạt VND 6,428 tỷ (-7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,814 tỷ (-7% YoY). Trong đó kết quả kinh doanh Q3/2025 tăng trưởng tốt với doanh thu thuần đạt VND 2,871 tỷ (+26% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 981 tỷ (+70% YoY). Trong 9T/2025, IDC đã bàn giao được 64 ha đất KCN, diện tích MOU mà IDC đã ký đạt 55ha. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh điện VND 2,786 tỷ (+18% YoY), với biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh điện đạt 10.8% cao hơn mức 7% so với cùng kỳ năm trước.

**Dòng vốn FDI được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng cùng với xu hướng đầu tư hạ tầng**

Theo Cục Thống kê, vốn FDI thực hiện trong 10T2025 ước đạt USD 21.3 tỷ (+8.8% YoY), đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt hơn USD 31.52 tỷ (+15.6% YoY). Mỹ và Việt Nam đã đạt được khuôn khổ thỏa thuận thương mại vào ngày 26/10, qua đó trong đó Mỹ sẽ áp dụng mức thuế đối ứng 0-20% với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam và xem xét áp dụng mức thuế 0% cho một số nhóm sản phẩm. Mặt khác, lượng vốn đầu tư công ước tính đạt VND 1.08 triệu tỷ (+22% YoY) trong năm 2026, cùng với kế hoạch giải ngân đầu tư công trung hạn 2026 – 2030 đạt VND 8.31 triệu tỷ (tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025) sẽ là động lực giúp Việt Nam tiếp tục thu hút nguồn vốn FDI, qua đó cải thiện nhu cầu thuê đất KCN của IDC.

**Triển vọng 2025 và 2026**

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2025 dự kiến đạt 8,744 tỷ đồng (-1% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 2,280 tỷ đồng (-5% YoY), IDC dự kiến cho thuê khoảng 110 ha đất KCN trong năm 2025. Bước sang năm 2026, kết quả kinh doanh của IDC dự kiến tăng trưởng tốt nhờ việc đưa vào cho thuê quỹ đất KCN mở rộng, qua đó chúng tôi ước tính doanh thu năm 2026 dự kiến đạt VND 10,855 tỷ (+24% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 2,724 tỷ (+19% YoY).

**Rủi ro:** (1) Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu; (2) Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm; (3) Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm; (4) Rủi ro pháp lý.

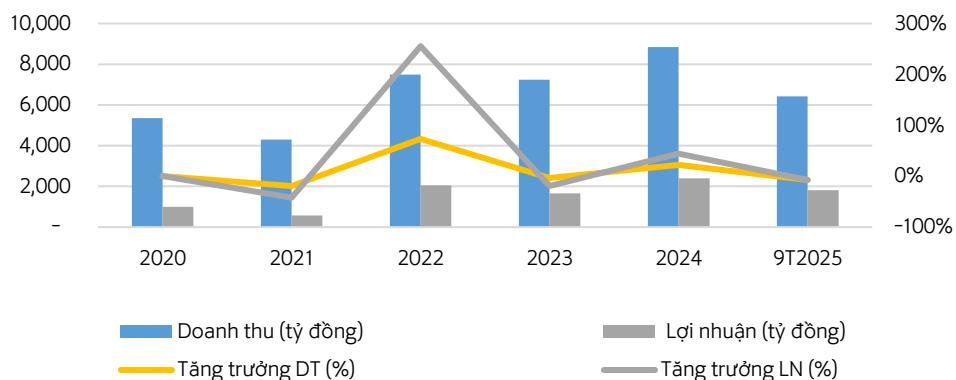
Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>8,846</b>	<b>8,744</b>	<b>10,855</b>	<b>11,539</b>	<b>11,417</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,939	2,813	3,419	3,656	3,170
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>2,392</b>	<b>2,280</b>	<b>2,724</b>	<b>2,905</b>	<b>2,506</b>
EPS (đồng)	5,976	5,013	5,989	6,387	5,509
BPS (đồng)	16,813	17,115	19,105	21,492	23,001
Biên LN HĐKD (%)	33.23	32.17	31.49	31.68	27.77
Biên LNST (%)	27.04	26.08	25.10	25.18	21.95
<b>ROE (%)</b>	<b>35.67</b>	<b>29.82</b>	<b>32.18</b>	<b>31.25</b>	<b>24.97</b>
PER (x)	22.04	7.58	6.34	5.95	6.90
PBR(x)	3.08	2.22	1.99	1.77	1.65
EV/EBITDA (x)	8.68	3.89	3.28	3.04	3.32

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Cập nhật hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh 9T/2025 sụt giảm nhẹ, tình hình bàn giao cải thiện trong Q3/2025

### Doanh thu và lợi nhuận Tổng Công ty IDICO 2020 – 9T/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Kết thúc Q3/2025, doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 2,871 tỷ (+26% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 981 tỷ (+70% YoY). Lũy kế 9T2025 doanh thu đạt VND 6,428 tỷ (-7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,814 tỷ (-7% YoY), trong đó:

**Mảng cho thuê đất KCN:** Doanh thu từ hoạt động cho thuê đất KCN đạt VND 2,236 tỷ (-26% YoY) trong đó diện tích mà IDC đã bàn giao chỉ đạt 64 ha. Lũy kế 9T/2025, tổng giá trị MOU mà IDC đã ký kết đạt 55ha. Doanh thu mảng cho thuê đất sụt giảm so với năm trước chủ yếu do nhà đầu tư tạm hoãn việc bàn giao trước những bất ổn liên quan đến tình hình thuế quan.

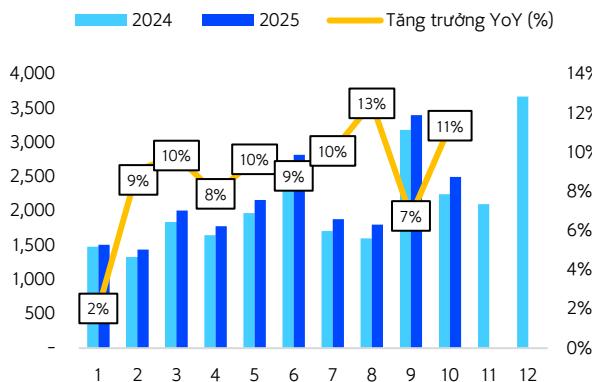
**Mảng kinh doanh điện:** Doanh thu từ hoạt động kinh doanh điện đạt VND 2,786 tỷ (+18% YoY), biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh điện đạt 10.8% cao hơn mức 7% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó doanh thu đến từ mảng phân phối điện tăng trưởng tốt, đóng góp tích cực vào mảng kinh doanh điện của IDC.

**Mảng kinh doanh bất động sản:** Doanh thu từ mảng kinh doanh bất động sản có sự sụt giảm so với cùng kỳ năm trước đạt VND 340 tỷ (-31% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do cùng kỳ năm trước Công ty IDICO – LINCO (IDC sở hữu 51%) chuyển nhượng 1.45 ha đất thương mại (dự án Khu dân cư phường 6, Tân An, Long An) cho Aeon Việt Nam. Nếu xét đến phần doanh thu đột biến từ việc chuyển nhượng đất, doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản từ các dự án khác ghi nhận kết quả tăng trưởng tích cực với sự đóng góp chủ yếu từ dự án ĐTXD Khu trung tâm thương mại, dịch vụ kết hợp nhà ở thuộc KĐT Bắc Châu Giang (Osaka-Garden).

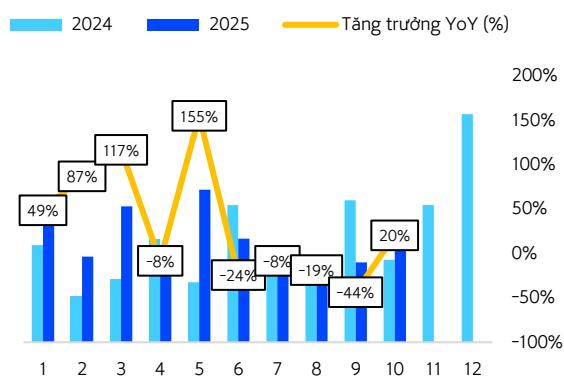
**Các mảng kinh doanh khác:** Các mảng kinh doanh khác của IDICO ghi nhận sự tăng trưởng ổn định trong đó doanh thu từ mảng dịch vụ khu công nghiệp đạt VND 384 tỷ (+12% YoY), doanh thu từ mảng thu phí đường bộ đạt VND 355 tỷ (+4% YoY). Tổng doanh thu khác đạt VND 328 tỷ (-2% YoY).

## Kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng trong tương lai

Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 10T2025 (triệu USD)



Vốn FDI đăng ký 2024 và 10T2025 (triệu USD)



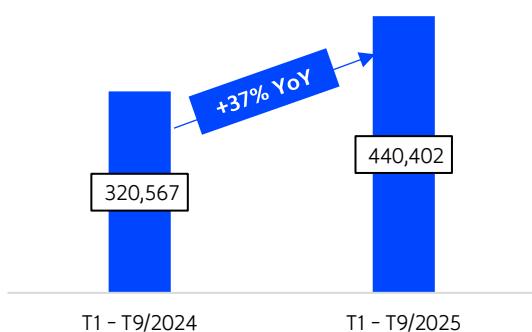
Nguồn: Cục Thống kê, Bộ Tài chính

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt USD 21.3 tỷ, tăng 8.8% so với cùng kỳ và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn USD 31.52 tỷ, tăng mạnh 15.6% so với cùng kỳ năm trước.

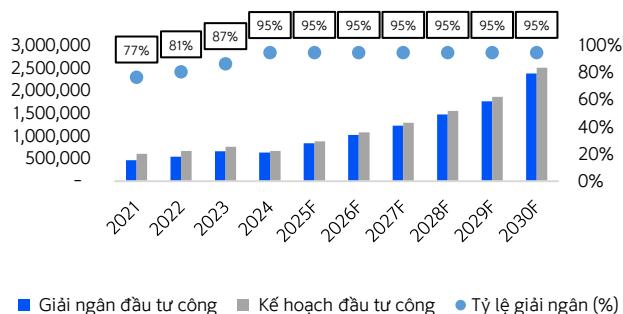
Lượng vốn FDI giải ngân và đăng ký đạt mức kỷ lục cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, trước những biến động về thuế quan, dòng vốn FDI đăng ký đã giảm trong giai đoạn từ tháng 06–09/2025. Sau khi tình hình thuế quan dần ổn định và Mỹ chính thức công bố chính sách thuế đối với các quốc gia, nguồn vốn FDI đăng ký đã ghi nhận xu hướng phục hồi vào tháng 10/2025. Với mức thuế 20%, Việt Nam vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh so với các nước trong khu vực trong việc thu hút đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, vào ngày 26/10, Mỹ và Việt Nam đã đạt được khuôn khổ thỏa thuận thương mại mới, trong đó Mỹ sẽ áp dụng mức thuế đối ứng 0-20% với hàng hóa tùy vào từng hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam và xem xét áp dụng mức thuế 0% cho một số nhóm sản phẩm.

## Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng

Lũy kế giải ngân đầu tư công 9T/2025 (tỷ đồng)



Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021 – 2030F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/09/2025 khoảng VND 440,402 tỷ (+37% YoY), đạt 50% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 9T2025 có sự cải thiện so với 9T2024 khi tăng từ 47.3% lên mức 50%.

Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng mức vốn cân đối chi đầu tư phát triển từ nguồn ngân sách nhà nước năm 2026 dự kiến đạt khoảng 1.12 triệu tỷ đồng, bao gồm: chi đầu tư công ước đạt 1.08 triệu tỷ đồng, chi đầu tư phát triển khác khoảng 40 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng mức vốn đầu tư công năm 2026 được dự báo tăng khoảng 22% so với năm 2025, phản ánh xu hướng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.

## Nguồn vốn đầu tư công gia tăng đáng kể trong giai đoạn 2026 – 2030

Giai đoạn	2021 – 2025	2026 – 2030
Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình	6.3% (ước tính)	10%
Thu ngân sách nhà nước	9.6 triệu tỷ đồng	16.1 triệu tỷ đồng
Chi ngân sách nhà nước	10.9 triệu tỷ đồng	20.9 triệu tỷ đồng
Tổng mức chi đầu tư công	3.4 triệu tỷ đồng	8.31 triệu tỷ đồng
Bội chi ngân sách	3.1-3.2% GDP	5% GDP
Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn	2.5 triệu tỷ đồng	Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng
Tỷ lệ nợ công/ GDP	35-36% GDP	41-42% GDP

Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Về trung hạn, chính phủ dự kiến sẽ gia tăng đáng kể nguồn vốn đầu tư công trong giai đoạn 2026 – 2030. Theo định hướng của Chính phủ giai đoạn 2026 – 2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên được xác định là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư phát triển đạt khoảng VND 8.51 triệu tỷ, tương đương 40% tổng chi ngân sách nhà nước, trong đó: Vốn đầu tư công trung hạn ước đạt VND 8.31 triệu tỷ, tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025.

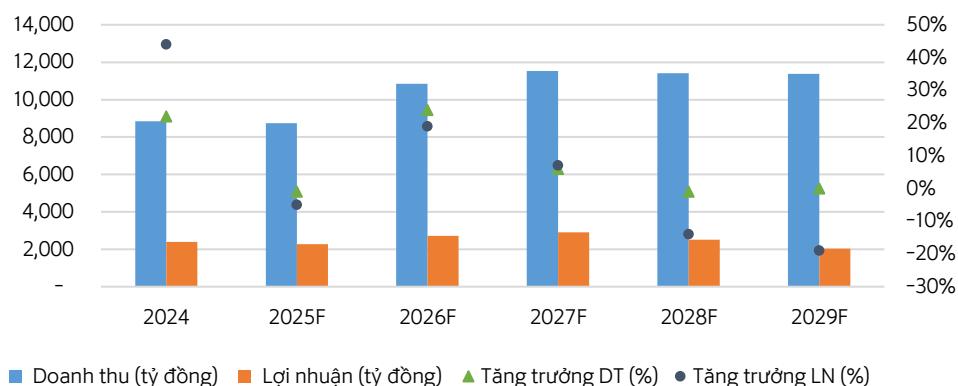
Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn gia tăng mạnh, Chính phủ dự kiến nâng tổng thu ngân sách nhà nước lên mức 16.1 triệu tỷ đồng thông qua việc đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế, qua đó thu ngân sách dự kiến chiếm 18% GDP. Đồng thời, mức bội chi ngân sách được định hướng tăng từ 3.1% lên 5% GDP, kéo theo nợ vay của Chính phủ dự kiến tăng từ VND 2.5 triệu tỷ lên VND 6.55 triệu tỷ, tương đương mức tăng 2.62 lần so với giai đoạn trước. Tỷ lệ nợ công/GDP mục tiêu nâng được nâng từ 35-36% lên khoảng 41-42%. Chúng tôi đánh giá, với tỷ lệ nợ công/GDP quanh ngưỡng 40%, Việt Nam vẫn duy trì được mức độ an toàn tài chính, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và đẩy mạnh phát triển hạ tầng trong trung hạn.

Việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh việc thu hút nguồn vốn FDI trong tương lai. Qua đó tác động tích cực đối với nhu cầu thuê đất khu công nghiệp của IDC.

## Dự phỏng kết quả kinh doanh

### Doanh thu tăng trưởng bền vững với sự đóng góp của bất động sản KCN

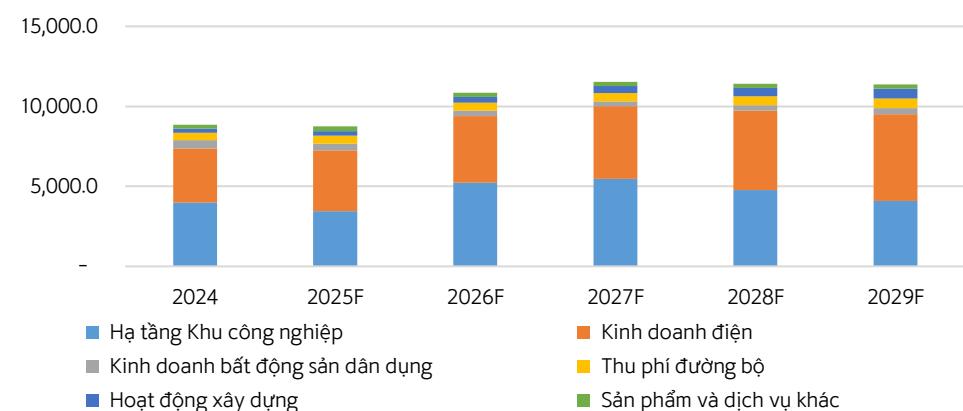
#### Dự phỏng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Tổng Công ty IDICO 2024 – 2029F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

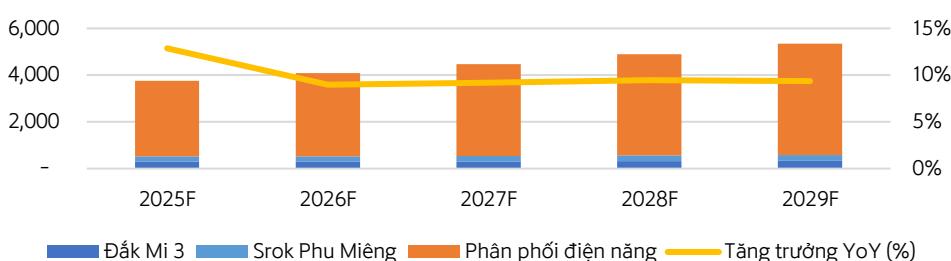
Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần Tổng Công ty IDICO đạt khoảng VND 8,744 tỷ (-1% YoY) trong năm 2025 và VND 10,855 tỷ (+24% YoY) trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 2,280 tỷ (-5% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 2,724 tỷ (+19% YoY).

#### Cơ cấu doanh thu Tổng Công ty IDICO 2024 – 2029F (tỷ đồng)



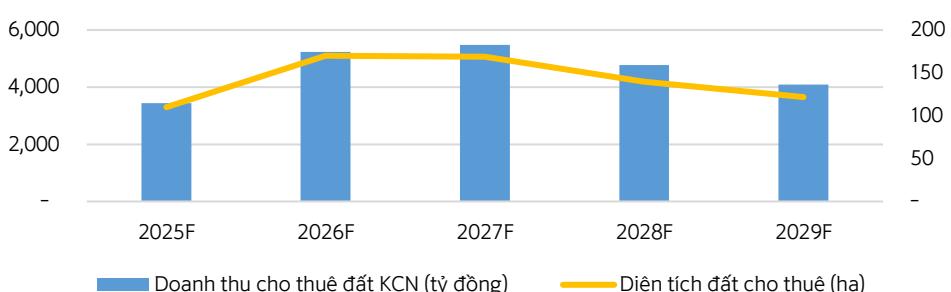
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của IDC trong năm 2025 chủ yếu đến từ mảng kinh doanh điện (chiếm 44% doanh thu và 12% lợi nhuận gộp) và mảng cho thuê đất KCN (chiếm 33% doanh thu và 71% lợi nhuận gộp). Bước sang năm 2026, kết quả kinh doanh của Tổng Công ty IDICO được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trở lại nhờ việc mở rộng hơn 700 ha quỹ đất sẵn sàng cho thuê đến từ các KCN thu từ dự án KCN Tân Phước 1, KCN Mỹ Xuân B1 MR, KCN sinh thái Vinh Quang, KCN Phú Long.

**Mảng kinh doanh điện tăng trưởng ổn định với động lực đến từ mảng phân phối điện****Dự phỏng doanh thu mảng kinh doanh điện 2025F – 2029F**

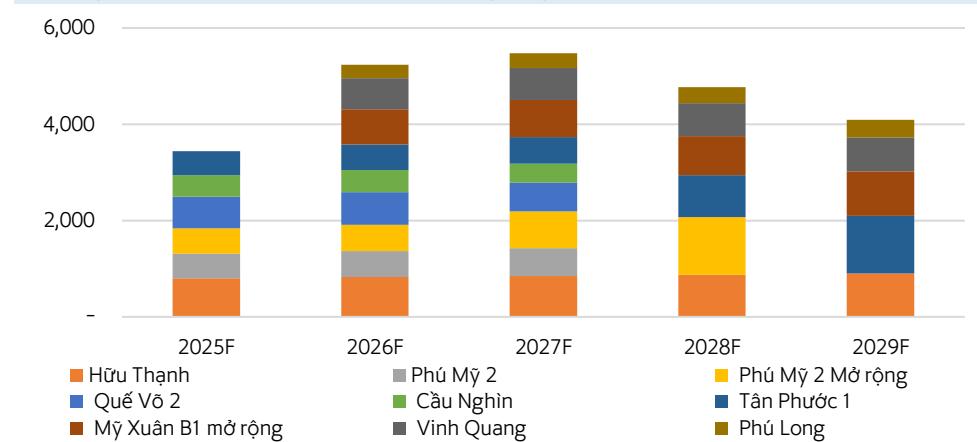
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng điện đạt VND 3,807 tỷ (+13% YoY) trong năm 2025 và VND 4,148 tỷ (+9% YoY) trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng kinh doanh điện sẽ tăng trưởng khoảng 9% trong giai đoạn 2025 – 2029 với động lực chính chủ yếu đến từ mảng phân phối điện cho các khu công nghiệp.

**Diện tích đất KCN cho thuê duy trì ổn định với giá cho thuê được cải thiện****Dự phỏng doanh thu và diện tích cho thuê đất KCN của Tổng Công ty IDICO 2025F – 2029F**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng cho thuê đất KCN trong năm 2025 đạt VND 3,444 (-14% YoY), diện tích cho thuê ước tính đạt 110 ha. Doanh thu 2025 có phần sụt giảm so với cùng kỳ chủ yếu do diện tích cho thuê tại các KCN trong điểm với giá thuê cao như KCN Hữu Thạnh có phần sụt giảm. Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt VND 5,235 tỷ (+52% YoY) với tổng diện tích cho thuê đạt 170 ha. Nguyên nhân chủ yếu nhờ sự đóng góp của các KCN mới như KCN Tân Phước 1, KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng, KCN Vĩnh Quang, KCN Phú Long.

**Dự phỏng doanh thu cho thuê đất theo KCN của Tổng Công ty IDICO 2025F – 2029F**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

## Định giá và Khuyến nghị

### Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 54,100

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với Tổng Công ty IDICO (IDC) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 54,100 tương ứng với mức tăng 38%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, IDC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN
- 2) Dòng tiền tăng trưởng ổn định từ mảng kinh doanh điện
- 3) Mở rộng quỹ sẵn sàng cho thuê thúc đẩy tăng trưởng

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) để định giá Tổng Công ty IDICO (IDC). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu IDC ở mức VND 54,100.

#### Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

Tên dự án	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp định giá	Chiết khấu (%)	Giá trị (tỷ VND)
<b>- Khu công nghiệp</b>				<b>14,454</b>
KCN Hữu Thạnh	100%	RNAV		4,634
KCN Phú Mỹ 2	100%	RNAV		1,586
KCN Phú Mỹ 2 Mở rộng	100%	RNAV		2,207
KCN Quế Võ 2	51%	RNAV		829
KCN Cầu Nghìn	100%	RNAV		1,008
KCN Tân Phước 1	65%	RNAV		1,436
KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng	51%	RNAV		311
KCN Vĩnh Quang	99%	RNAV		1,902
KCN Phú Long	100%	RNAV		541
<b>- Khu đô thị, BDS đầu tư</b>				<b>3,216</b>
<b>- Năng lượng</b>				<b>2,552</b>
<b>- Phí dịch vụ BOT</b>				<b>600</b>
<b>Tổng cộng</b>				<b>20,821</b>
+ Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn				4,453
- Nợ vay				3,136
- Lợi ích cổ đông thiểu số				1,592
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)				20,546
Số lượng cổ phiếu				379,498,823
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>				<b>54,100</b>
Giá hiện tại (VND)				39,200
<b>Upside (%)</b>				<b>38%</b>

Biến	Giá trị
D/E	0.21
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	4%
Chi phí sử dụng vốn	17.4%
Chi phí nợ	6.7%
WACC	15.3%

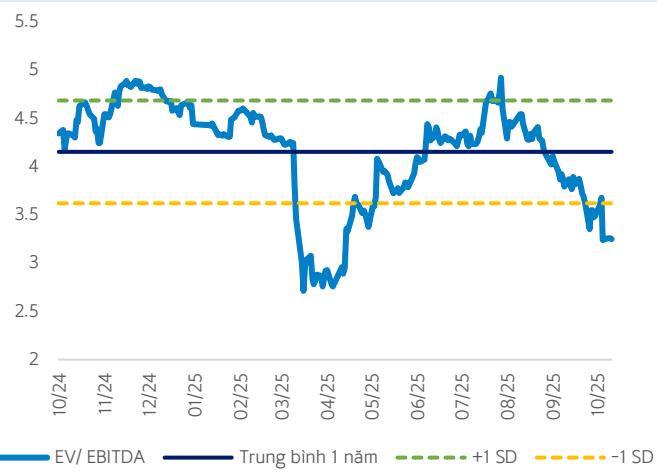
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của IDC và VNINDEX.

## P/E 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## EV/EBITDA 1 năm qua



## P/B 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Giá với các mức P/E

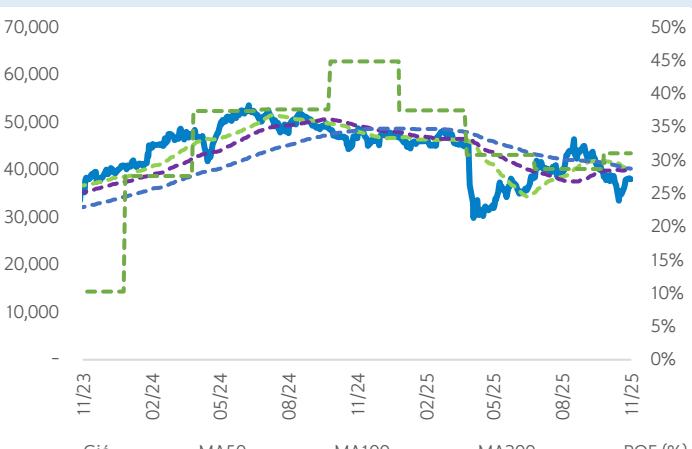


## Giá với các mức P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## ROE và đường trung bình



## Những sự kiện quan trọng của IDC

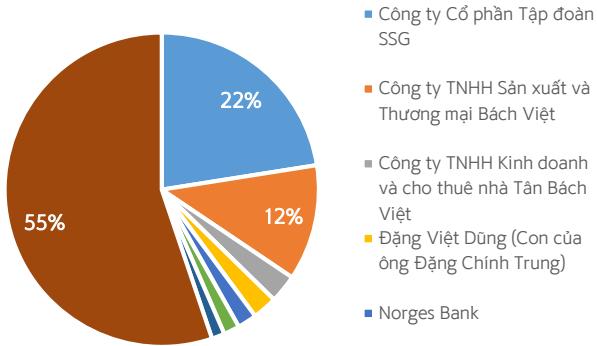


## Tổng quan doanh nghiệp

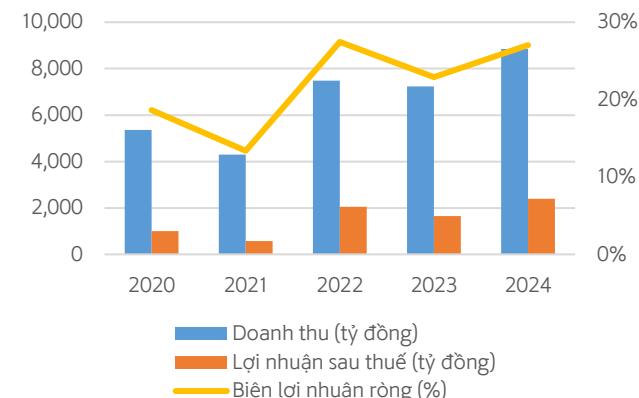
### Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Tổng Công ty IDICO (Hose: IDC) tiền thân là tổng Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam được thành lập năm 2000. IDICO hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản Khu công nghiệp (KCN), bất động sản nhà ở & thương mại, năng lượng và các dịch vụ khác (hoạt động thu phí đường bộ (BOT), hoạt động xây dựng và các dịch vụ KCN...).

Cơ cấu cổ đông của IDC tại Q3/2025 (%)



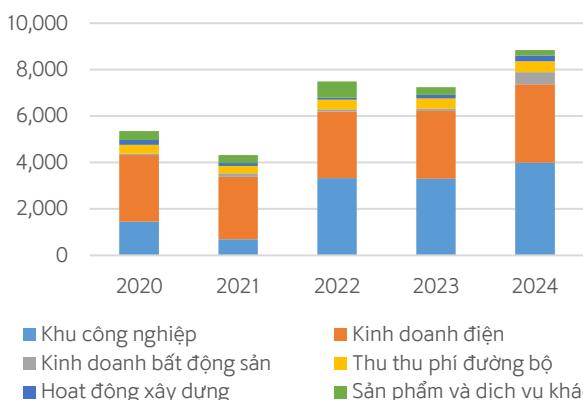
Kết quả kinh doanh của IDC từ 2020 – 2024 (tỷ đồng)



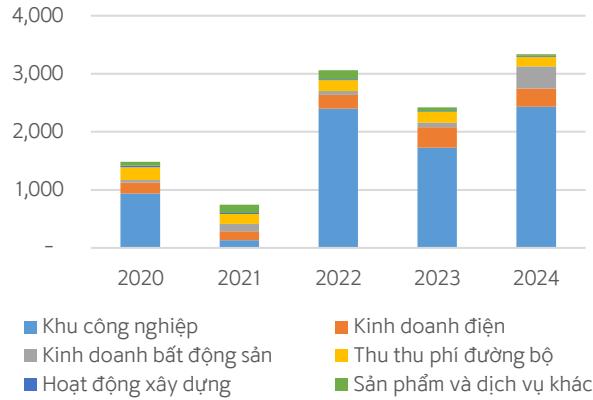
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

IDC được sở hữu phần lớn bởi Công ty Cổ phần Tập đoàn SSG chiếm 22.5% trong cơ cấu cổ đông, trong đó ông Đặng Chính Trung (Tổng giám đốc và là thành viên HĐQT của Tổng Công ty IDICO) đại diện 20.45% cổ phần IDICO của SSG. Trong đó nhà đầu tư tổ chức chiếm 42% trong cơ cấu cổ đông.

Cơ cấu doanh thu của IDC từ 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp của IDC từ 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

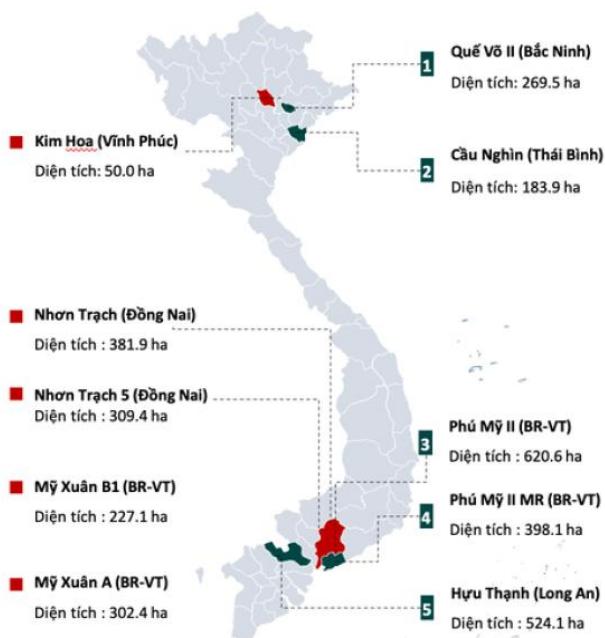
Cơ cấu doanh thu năm 2024 của Tổng Công ty IDICO chủ yếu đến từ mảng cho thuê khu công nghiệp chiếm 45% cơ cấu doanh thu và đóng góp 73% trong lợi nhuận gộp. Mảng kinh doanh điện chiếm 38% cơ cấu doanh thu và đóng góp 10% lợi nhuận gộp. Mảng kinh doanh bất động sản mặc dù chỉ chiếm 6% trong cơ cấu doanh thu nhưng lại đóng góp 11% lợi nhuận gộp cho IDC.

## Mảng cho thuê khu công nghiệp

Một số khách hàng nổi bật của IDICO

**SUNTORY****PEPSICO****HYOSUNG****HEINEKEN**  
HEINEKEN VIETNAM BREWERY**HOA PHAT**  
HOA HỢP CÙNG PHÁT TRIỂN**HONDA****NIPPON STEEL**

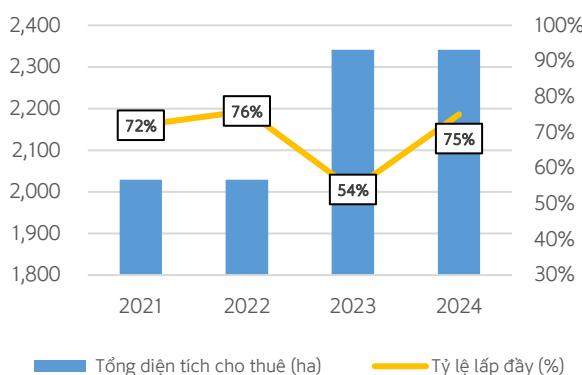
Vị trí địa lý của các KCN IDICO



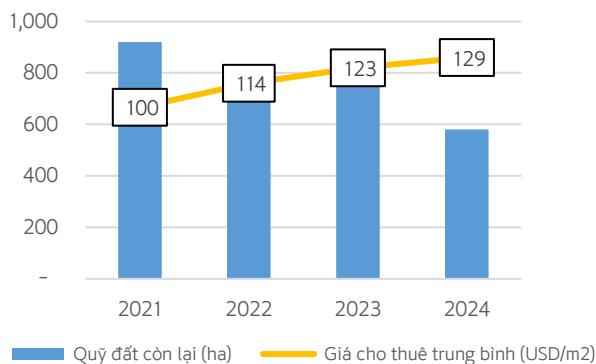
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhhan Việt Nam

Tính đến năm 2024, Tổng Công ty IDICO đang sở hữu 13 khu công nghiệp (KCN) tại nhiều địa phương trên cả nước với tổng diện tích lên tới 4,073 ha, trong đó diện tích đất công nghiệp cho thuê đạt gần 2,341 ha. Hiện nay, tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các KCN của IDC đạt khoảng 75%, tương ứng với quỹ đất chưa cho thuê còn lại khoảng 580 ha. Trong đó, có 9 khu công nghiệp ở phía Nam, 4 khu công nghiệp ở phía Bắc. Phần lớn diện tích đất trống này tập trung tại các tỉnh có nhu cầu cao về hạ tầng khu công nghiệp như Long An, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bắc Ninh và Thái Bình, qua đó tạo dư địa tăng trưởng doanh thu cho thuê đất trong trung và dài hạn.

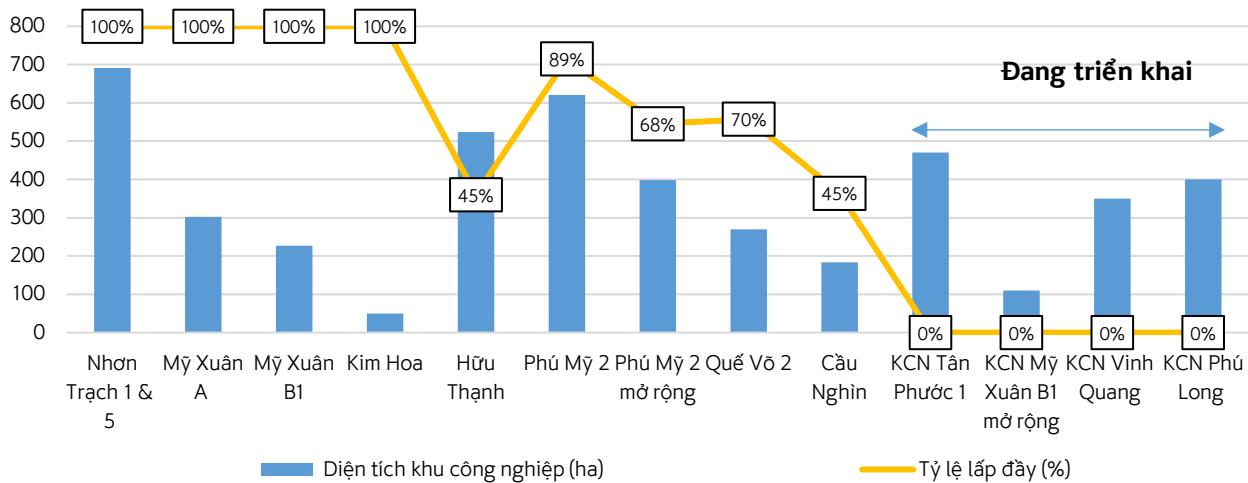
## Diện tích cho thuê và tỷ lệ lấp đầy của IDC từ 2021 – 2024 (tỷ đồng)



## Cơ cấu lợi nhuận gộp của IDC từ 2021 – 2024 (tỷ đồng)



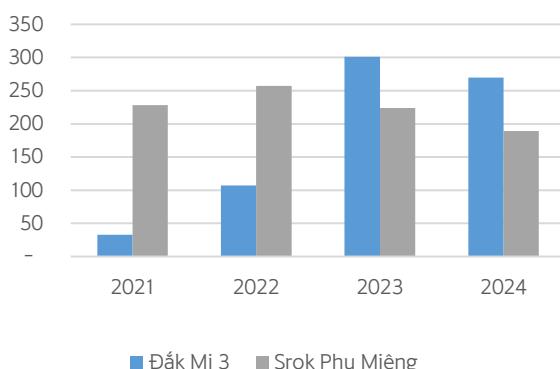
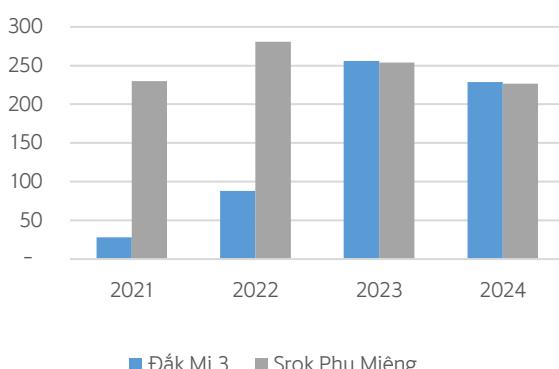
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhhan Việt Nam

**Diện tích và tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp của IDC**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhhan Việt Nam

Các khu công nghiệp của IDICO tọa lạc tại các vùng kinh tế trọng điểm của Việt Nam, sở hữu vị trí chiến lược, thuận lợi trong kết nối giao thông đến sân bay, cảng biển và các thị trường tiêu thụ lớn. Với lợi thế về môi trường đầu tư, hạ tầng kỹ thuật đồng bộ và dịch vụ quản lý vận hành chuyên nghiệp, linh hoạt, các khu công nghiệp của IDICO đã thu hút hơn 280 nhà đầu tư, trong đó phần lớn là doanh nghiệp FDI, với tổng vốn đầu tư đạt gần 8 tỷ USD.

Trong năm 2025, Tổng công ty IDICO – CTCP (IDC) đã mở rộng thêm hơn 700 ha quỹ đất khu công nghiệp, nâng tổng diện tích đất KCN sẵn sàng cho thuê lên khoảng 1,428 ha. Quỹ đất này chủ yếu phân bổ tại các địa phương có tiềm năng thu hút FDI cao như Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bắc Ninh, Hải Phòng và Ninh Bình, qua đó giúp IDC gia tăng lợi thế cạnh tranh và khả năng khai thác dòng tiền ổn định từ mảng cho thuê hạ tầng KCN trong trung và dài hạn.

**Mảng điện kinh doanh điện****Mảng kinh doanh thủy điện****Doanh thu thủy điện của IDC (tỷ đồng)****Sản lượng thủy điện của IDC (triệu kWh)**

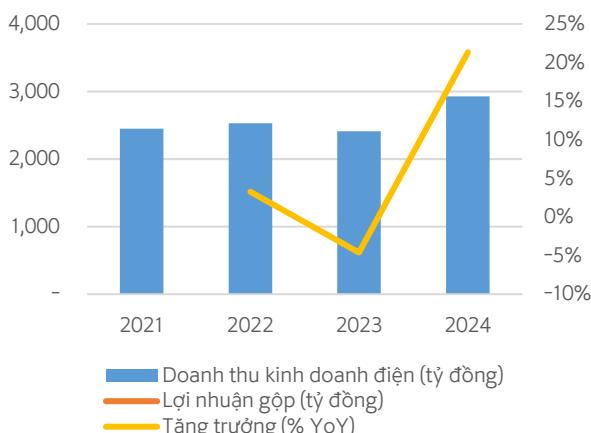
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhhan Việt Nam

Tổng Công ty IDICO đang sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất thiết kế đạt 114 MW, đóng vai trò là nguồn thu ổn định và tạo dòng tiền dài hạn cho công ty

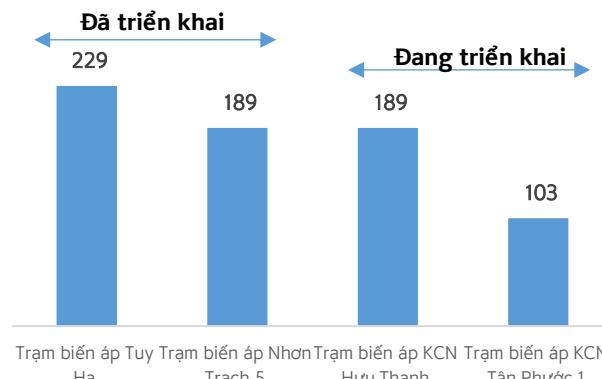
- Nhà máy Thuỷ điện Srok Phu Miêng tọa lạc tại tỉnh Bình Phước, được khởi công xây dựng từ năm 2003 và chính thức đi vào vận hành thương mại từ năm 2006. Dự án có công suất lắp máy đạt 51 MW
- Nhà máy Thuỷ điện Đăk Mi 3 được IDC triển khai xây dựng từ năm 2014, tọa lạc tại tỉnh Quảng Nam, thuộc khu vực miền Trung. Nhà máy có công suất thiết kế 63 MW, được đầu tư với mục tiêu khai thác tối ưu tiềm năng thuỷ năng từ hệ thống sông Vu Gia - Thu Bồn.

## Mảng phân phối điện năng

## Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng kinh doanh điện (ha)



## Công suất phân phối trạm biến áp (MVA)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nhằm thực hiện chiến lược tự chủ về nguồn điện và nâng cao chất lượng hạ tầng dịch vụ trong các khu công nghiệp (KCN), Tổng Công ty IDICO đã và đang đẩy mạnh đầu tư hệ thống trạm biến áp và lưới điện phân phối nội bộ, phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp thứ cấp tại KCN do IDC phát triển cũng như các khu vực lân cận.

Cụ thể, IDC đã hoàn thiện và đưa vào vận hành các trạm biến áp 110/22kV Tuy H   (thuộc KCN Nhơn Tr  ch 1) và trạm biến áp Nhơn Tr  ch 5 (thuộc KCN Nhơn Tr  ch 5) tại tỉnh Đồng Nai. Các trạm này đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung điện ổn định, đáp ứng nhu cầu sử dụng điện ngày càng tăng từ các nhà đầu tư thứ cấp trong khu công nghiệp.

Bên cạnh đó, IDC đang tiếp tục triển khai đầu tư xây dựng thêm 2 trạm biến áp 110/22kV tại KCN H  u Th  nh (tỉnh Long An) và KCN Tân Phước 1 (tỉnh Tiền Giang). Khi hoàn thành, các dự án này sẽ góp phần mở rộng phạm vi kinh doanh điện năng của IDC tại khu vực phía Nam, đồng thời gia tăng giá trị dịch vụ và khả năng cạnh tranh của IDC trong lĩnh vực phát triển khu công nghiệp.

## Mảng kinh doanh bất động sản

Trong năm 2024, mảng kinh doanh bất động sản chiếm khoảng 6% tổng doanh thu thuần của Tổng Công ty IDICO (IDC), tuy nhiên đóng góp tới 11% vào lợi nhuận gộp, cho thấy biên lợi nhuận cao và vai trò hỗ trợ tích cực trong cơ cấu lợi nhuận chung của doanh nghiệp.

Hiện tại, IDC đang sở hữu quỹ đất khoảng 78.7 ha, chủ yếu phân bổ tại các địa phương như Đồng Nai, Long An, Cần Thơ và Hà Nam. Quỹ đất này phục vụ cho các dự án phát triển nhà ở xã hội và khu dân cư, góp phần đa dạng hóa nguồn thu và tận dụng xu hướng đẩy mạnh phát triển nhà ở vừa túi tiền tại các đô thị vệ tinh.

### Một số dự án bất động sản dân dụng của IDC

STT	Dự án đang triển khai	Vị trí	Chủ đầu tư	IDICO sở hữu	Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	Tình hình triển khai
1	Nhà ở công nhân tại KCN Nhơn Trạch (số 1)	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	100.284	Hoàn thành điều chỉnh và được Sở Xây dựng phê duyệt quy hoạch xây dựng 2 khối nhà 9 tầng. Đang nộp hồ sơ điều chỉnh quy hoạch 1:500.
2	Nhà ở công nhân tại KCN Nhơn Trạch (số 2)	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	100.000	
3	Nhà ở xã hội Vĩnh Cửu	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	79.400	Tham gia đấu thầu làm chủ đầu tư dự án.
4	Dự án Hoá An	Đồng Nai	IDICO-URBIZ	100%	38.886	Điều chỉnh quy hoạch xây dựng.
5	Khu tái định cư Nhơn Trạch 1 và chung cư Hiệp Phước	Đồng Nai	IDICO-UDICO	67%	48.676	Giải quyết vấn đề pháp lý, điều chỉnh giấy chứng nhận đầu tư.
6	Khu chung cư phức hợp QL 1K	Đồng Nai	IDICO-UDICO	67%	70.350	Điều chỉnh giấy chứng nhận đầu tư.
7	Khu dân cư Hựu Thạnh và nhà ở công nhân (In Home)	Long An	IDICO-LINCO	51%	470.939	Đã nhận Quyết định bàn giao đất & Giải ngân đầu tư định kỳ. Đã xác định được giá đất Giai đoạn 1 (37.958m <sup>2</sup> ).
8	KDC mở rộng tại Long An	Long An	IDICO-LINCO	51%	30.500	Đã bàn giao 1,7 hecta đất cho AEON triển khai dự án.
9	Trụ sở IDICO-INC010	Cần Thơ	IDICO-INC010	98%	6.427	Đã bán hết Giai đoạn 1 và 2 của dự án
10	Dự án KDC Bắc Châu Giang	Hà Nam	IDICO-CONAC	51%	56.527	Giai đoạn san lấp và giải phóng mặt bằng; kế hoạch khởi công trong 3 tháng tới.

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

## Một số mảng kinh doanh khác

**Mảng BOT:** IDICO hiện là chủ đầu tư của một số dự án hạ tầng giao thông trọng điểm tại các cửa ngõ ra vào TP. HCM và khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam, với vai trò kết nối các vùng kinh tế năng động tại miền Đông và Tây Nam bộ. Tổng mức đầu tư cho các dự án BOT hiện tại của công ty đạt khoảng 2.455 tỷ đồng, với thời gian thu phí kéo dài đến năm 2033.

Các dự án tiêu biểu có thể kể đến gồm:

- Dự án BOT cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 1A đoạn An Sương – An Lạc (TP. HCM)
- Dự án BOT mở rộng Quốc lộ 51 (Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu)

Trong năm 2024, mảng thu phí giao thông tiếp tục ghi nhận doanh thu ổn định ở mức 464 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lưu lượng xe duy trì quanh mức 20 triệu lượt xe/năm. Mảng BOT hiện đóng vai trò là nguồn thu ổn định, hỗ trợ dòng tiền đều đặn cho doanh nghiệp trong bối cảnh các mảng kinh doanh khác có thể biến động theo chu kỳ đầu tư và thị trường.

**Mảng dịch vụ khu công nghiệp:** Các mảng dịch vụ gắn liền với các dự án KCN như mảng cung cấp nước sạch, xử lý nước thải và quản lý khu công nghiệp mang lại nguồn thu ổn định cho IDC.

**Phụ lục: Báo cáo tài chính****Bảng cân đối kế toán**

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>18,800</b>	<b>20,233</b>	<b>21,589</b>	<b>23,155</b>	<b>24,424</b>
Tài sản ngắn hạn	7,422	7,767	8,342	9,108	9,990
Tiền và tương đương tiền	2,188	2,445	2,002	2,160	2,440
Đầu tư TC ngắn hạn	2,264	2,264	2,264	2,264	2,264
Các khoản phải thu	1,569	1,877	2,610	3,126	3,744
Hàng tồn kho	1,401	1,180	1,465	1,558	1,541
Tài sản dài hạn	11,378	12,466	13,247	14,047	14,434
Tài sản cố định	3,069	2,908	2,779	2,653	2,512
Lợi thế thương mại	32	32	32	32	32
Tài sản khác	8,277	9,526	10,435	11,362	11,891
<b>Tổng nợ</b>	<b>11,593</b>	<b>12,146</b>	<b>12,747</b>	<b>13,407</b>	<b>14,103</b>
Nợ ngắn hạn	4,533	4,778	5,041	5,333	5,624
Khoản phải trả	302	319	312	311	314
Vay và nợ thuê tài chính	1,144	1,360	1,621	1,902	2,178
Khác	3,088	3,098	3,109	3,120	3,132
Nợ dài hạn	7,059	7,369	7,706	8,075	8,480
Vay và nợ thuê tài chính	1,992	1,992	1,992	1,992	1,992
Khác	5,067	5,376	5,713	6,082	6,487
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,208</b>	<b>8,087</b>	<b>8,842</b>	<b>9,748</b>	<b>10,321</b>
Vốn góp chủ sở hữu	3,300	3,795	3,795	3,795	3,795
Tháng dư vốn	44	44	44	44	44
Lợi nhuận giữ lại	1,478	1,862	2,617	3,523	4,096
Vốn khác	794	794	794	794	794
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,592	1,592	1,592	1,592	1,592
*Tổng nợ vay	3,136	3,352	3,613	3,894	4,170
*Nợ ròng (tiền)	948	907	1,611	1,734	1,730

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền từ HDKD</b>	<b>4,085</b>	<b>2,695</b>	<b>2,489</b>	<b>3,083</b>	<b>2,936</b>
Lợi nhuận ròng	2,993	2,850	3,405	3,631	3,132
Khấu hao TSCĐ	1,353	709	828	939	1,022
(Lãi) từ HD đầu tư	(173)	-	-	-	-
Lãi vay	(9)	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	407	244	(683)	(235)	(188)
Thay đổi khác	(485)	(730)	(609)	(772)	(614)
<b>Tiền từ HD đầu tư</b>	<b>(1,476)</b>	<b>(1,631)</b>	<b>(1,674)</b>	<b>(1,688)</b>	<b>(1,414)</b>
Chi dùng vốn	(794)	(1,631)	(1,674)	(1,688)	(1,414)
Tiền thu do thanh lý, nhượng	4	-	-	-	-
Thay đổi khác	(685)	-	-	-	-
<b>Tiền từ HD tài chính</b>	<b>(1,755)</b>	<b>(1,302)</b>	<b>(1,257)</b>	<b>(1,237)</b>	<b>(1,242)</b>
Thay đổi vốn cổ phần	188	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(386)	216	261	281	276
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(1,556)	(1,518)	(1,518)	(1,518)	(1,518)
<b>Lưu chuyển tiền thuận trong năm</b>	<b>854</b>	<b>(238)</b>	<b>(443)</b>	<b>158</b>	<b>280</b>
Tổng tiền đầu năm	1,334	2,188	2,445	2,002	2,160
Thay đổi trong tỷ giá	0	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	2,188	1,950	2,002	2,160	2,440

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,846</b>	<b>8,744</b>	<b>10,855</b>	<b>11,539</b>	<b>11,417</b>
Tăng trưởng (%)	22.2	(1.2)	24.1	6.3	(1.1)
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(5,509)</b>	<b>(5,519)</b>	<b>(6,925)</b>	<b>(7,340)</b>	<b>(7,709)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,337</b>	<b>3,224</b>	<b>3,930</b>	<b>4,199</b>	<b>3,707</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	37.7	36.9	36.2	36.4	32.5
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(398)</b>	<b>(412)</b>	<b>(511)</b>	<b>(543)</b>	<b>(538)</b>
<b>LN từ HDKD</b>	<b>2,939</b>	<b>2,813</b>	<b>3,419</b>	<b>3,656</b>	<b>3,170</b>
Tăng trưởng (%)	42.6	(4.3)	21.5	6.9	(13.3)
Biên LN từ HDKD (%)	33.2	32.2	31.5	31.7	27.8
<b>LN khác</b>	<b>54</b>	<b>38</b>	<b>(13)</b>	<b>(25)</b>	<b>(38)</b>
Thu nhập tài chính	168	168	168	168	168
Chi phí tài chính	(136)	(149)	(160)	(173)	(186)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(130)	(149)	(160)	(173)	(186)
Lợi nhuận ròng từ HDKD khác	22	19	(21)	(20)	(20)
<b>LNTT</b>	<b>2,993</b>	<b>2,850</b>	<b>3,405</b>	<b>3,631</b>	<b>3,132</b>
Thuế TNND	(601)	(570)	(681)	(726)	(626)
<b>LNST</b>	<b>2,392</b>	<b>2,280</b>	<b>2,724</b>	<b>2,905</b>	<b>2,506</b>
Tăng trưởng (%)	44.5	(4.7)	19.5	6.6	(13.7)
Biên lợi nhuận ròng (%)	27.0	26.1	25.1	25.2	21.9
LNST cổ đông công ty mẹ	1,996	1,902	2,273	2,424	2,091
Lợi ích CĐTS	396	378	451	481	415
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>3,124</b>	<b>3,000</b>	<b>3,565</b>	<b>3,804</b>	<b>3,318</b>
Tăng trưởng (%)	39.3	(4.0)	18.9	6.7	(12.8)
Biên LN (%)	35.3	34.3	32.8	33.0	29.1
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>4,476</b>	<b>3,708</b>	<b>4,393</b>	<b>4,743</b>	<b>4,339</b>
Tăng trưởng (%)	24.5	(17.2)	18.5	8.0	(8.5)
Biên LN (%)	50.6	42.4	40.5	41.1	38.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

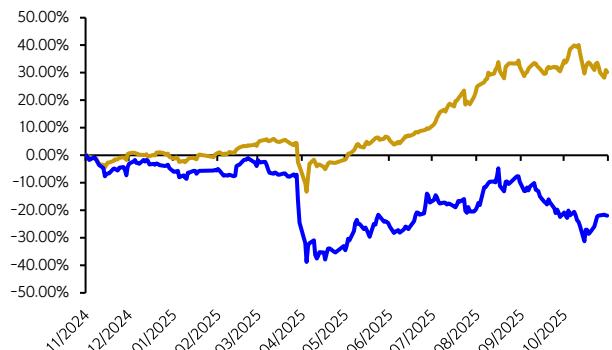
**Chỉ số tài chính**

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	5,976	5,013	5,989	6,387	5,509
BPS (đồng)	16,813	17,115	19,105	21,492	23,001
DPS (đồng)	4,660	4,000	4,000	4,000	4,000
PER (x)	22.0	7.6	6.3	5.9	6.9
PBR (x)	3.1	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	8.7	3.9	3.3	3.0	3.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	27.7	23.4	20.9	18.6	17.4
Lãi cổ tức (%)	3.5	10.5	10.5	10.5	10.5
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	50.6	42.4	40.5	41.1	38.0
Biên LN từ HDKD (%)	33.2	32.2	31.5	31.7	27.8
Biên LNST (%)	27.0	26.1	25.1	25.2	21.9
ROA (%)	13.1	11.7	13.0	13.0	10.5
ROE (%)	35.7	29.8	32.2	31.3	25.0
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	43.5	41.5	40.9	39.9	40.4
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	21.2	24.5	36.7	36.6	39.9
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	48.3	51.2	39.7	40.5	43.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	24.0	20.1	22.2	22.0	17.9
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	55.7	53.9	44.5	47.8	49.5
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	80.8	69.6	73.3	88.5	107.4
Số ngày khoản phải thu (ngày)	20.4	20.5	16.6	15.5	14.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

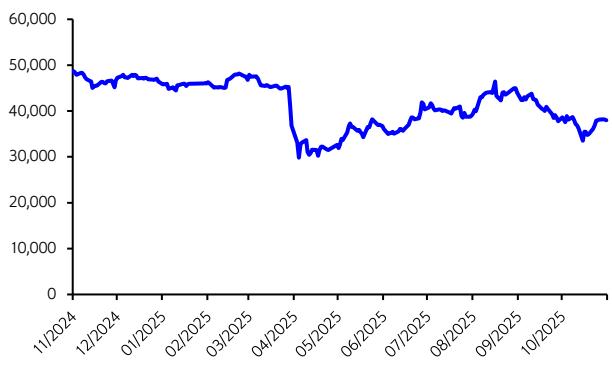
## Tổng Công ty IDICO (IDC)

## Biến động giá cổ phiếu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
03/10/2025 (BC lần đầu)	MUA	51,500	34	7/79
11/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	54,100	39	6/100

## Giá mục tiêu (VNĐ)



Lưu ý: Tính toán chênh lệch lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

## Shinhan Securities Vietnam

## Cổ phiếu

- MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

## Ngành

- TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

### Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: IDC VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongsan-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599