Vẫn còn khả năng hồi phục tốt, lo ngại quá mức về thuế quan

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên , Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

- HSC vẫn giữ quan điểm rằng thị trường đã lo ngại quá mức về tác động của thuế quan đối với các nhà phát triển BĐS KCN. Thị trường BĐS Việt Nam có khả năng phục hồi tốt, nhờ tiến hành cải cách pháp lý, đẩy mạnh đầu tư công và triển vọng thương mại được cải thiện. Những yếu tố trên tiếp tục củng cố vai trò quan trọng của Việt Nam như là điểm thu hút dòng vốn FDI trong trung và dài hạn.
- Nhận định này phù hợp với KQKD Q3/2025 vững chắc mà các nhà phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị vừa công bố, đồng thời các công ty này cũng ghi nhận sự quan tâm trở lại của các nhà đầu tư FDI sau khi mức thuế cuối cùng được công bố.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SIP, IDC và KBC nhờ có nền tảng vững chắc và đã được kiểm chứng thông qua việc cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI. Những công ty này đang có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội từ việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng ở miền Nam.

Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu phục hồi, hỗ trợ sức hấp dẫn trong dài hạn

Trong Q3/2025, tỷ lệ hấp thụ đất KCN bắt đầu phục hồi trên cả nước, với TP.HCM (tăng 50% so với quý trước) và Hà Nội (tăng 10-20% so với quý trước). Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ của cả hai thị trường vẫn thấp hơn mức hấp thụ thuần bình quân hằng quý từ Q1/2023 của hai khu khu vực. Trong buổi thảo luận gần đây với chúng tôi, BLĐ công ty cho biết KQKD Q3/2025 vững chắc đã xác nhận quan điểm rằng nhà đầu tư FDI đã bắt đầu quan tâm thị trường Việt Nam trở lại trong quý, nhất là sau khi mức thuế cuối cùng được công bố. Những thông tin này cho thấy khả năng cạnh tranh của thị trường Việt Nam vẫn còn cao, trong khi hệ sinh thái công nghiệp vững chắc, năng lực xuất khẩu tốt và vai trò trong việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng tiếp tục hỗ trợ sức hấp dẫn đối với dòng vốn FDI.

Do đó, với KQKD phục hồi, HSC tin rằng diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu đã chạm đáy trong Q3/2025 và đang trên đà phục hồi trong các quý tiếp theo nhờ: nhu cầu tăng mạnh sau thời gian 'dồn nén', việc đẩy mạnh đầu tư hạ tầng, sự hỗ trợ tích cực của Chính phủ thông qua các cải cách pháp lý và cải thiện hiệu quả hành chính.

Nguồn cung tăng mạnh sau khi sáp nhập tỉnh

Nguồn cung đất có sẵn để cho thuê tăng mạnh sau khi hoàn tất quá trình sáp nhập tỉnh, với mức tăng 17% so với quý trước ở miền Nam và 37% so với quý trước ở miền Bắc, theo CBRE. HSC cho rằng nguồn cung tăng mạnh là nhờ lãnh đạo các tỉnh sẵn sàng hơn trong việc phê duyệt các dự án mới – kết quả của Luật Đầu tư sửa đổi nhằm trao quyền cho UBND cấp tỉnh phê duyệt các dự án đầu tư KCN mới, điều này phản ánh sự hỗ trợ tích cực của Chính phủ đối với các dự án đang được khách hàng FDI tiềm năng quan tâm.

Định giá và khuyến nghị

Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là IDC – nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu tập trung vào lĩnh vực FDI và có sự hiện diện tích cực tại thị trường miền Nam, nơi các dự án đầu tư công đang được đẩy mạnh – và SIP, một viên ngọc ẩn mình ở miền Nam đang có định giá hấp dẫn trong khi KBC là câu chuyện đầu tư hấp dẫn với việc mở khóa quỹ đất lớn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị Mới	Khuyến nghị Cũ	Giá mục tiêu (đồng) Mới	Giá mục tiêu (đồng) Th.đổi (%)	Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần) 2025F	P/E (lần) 2026F	P/B (lần) 2025F	P/B (lần) 2026F	L.suất cổ tức (%) 2025F	L.suất cổ tức (%) 2026F
BCM	67,000	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	72,600	5.22	8.36	26.7	30.1	3.00	2.69	-	-
IDC	41,200	Mua vào	-	56,900	17.9	38.1	8.73	7.81	2.49	2.19	7.28	7.28
KBC	34,900	Mua vào	-	44,500	(3.26)	27.5	17.2	8.93	1.33	1.16	-	-
PHR	56,100	Tăng tỷ trọng	-	66,000	0.76	17.6	12.7	8.51	1.93	1.73	5.35	5.35
SIP	57,700	Mua vào	-	86,000	7.50	49.0	9.58	11.6	2.31	2.01	2.71	3.12
VGC	45,050	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	52,800	(12.4)	17.2	16.6	15.3	2.34	2.23	4.44	4.44

Giá cổ phiếu tại ngày 21/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Lo ngại quá mức; sẵn sàng hồi phục 3

Báo cáo thành phần

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP (BCM) 14
Tổng công ty IDICO - CTCP (IDC) 19
Tổng CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) 25
CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) 31
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG - SVRG CORP (SIP) 37
Tổng CTCP Viglacera (VGC) 45

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Lo ngại quá mức; sẵn sàng hồi phục

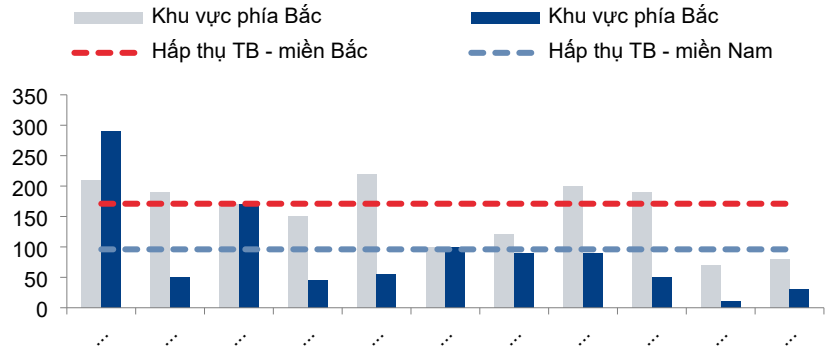
Đà tăng trưởng vốn bắt đầu suy yếu từ Q2/2025 dường như không còn nữa, khi nhu cầu thuê đất KCN của khách hàng bắt đầu phục hồi trong Q3/2025 – với nhiều công ty trong danh sách khuyến nghị ghi nhận doanh thu vững chắc, trong khi nguồn cung tăng mạnh sau khi sáp nhập tỉnh và nhờ quy trình phê duyệt dự án được đẩy nhanh. HSC tiếp tục ưa thích cổ phiếu SIP, IDC và KBC nhờ có nền tảng vững chắc, năng lực cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI đã được kiểm chứng và vị thế vững chắc để hưởng lợi từ việc thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng tại miền Nam.

Nhu cầu – giai đoạn 'ngồi chờ' đã qua khi NĐT quan tâm trở lại

Theo CBRE, tỷ lệ hấp thụ thuần của đất KCN trong Q3/2025 bắt đầu tăng nhẹ ở cả miền Bắc và miền Nam, với TP.HCM và các khu vực xung quanh ghi nhận tỷ lệ phục hồi cao hơn, tăng 50% so với quý trước (so với mức tăng 10-20% so với quý trước ở miền Bắc). Mặc dù có dấu hiệu hồi phục rõ rệt, nhưng tốc độ phục hồi vẫn thấp hơn mức hấp thụ thuần hằng quý bình quân từ Q1/2023 ở cả hai miền. Cụ thể, tỷ lệ hấp thụ thuần giảm khoảng 30% ở miền Bắc và 60% ở miền Nam so với tỷ lệ của năm ngoái (Biểu đồ 1).

Biểu đồ 1: Tỷ lệ hấp thụ ròng BĐS khu công nghiệp

Tỷ lệ hấp thụ bắt đầu phục hồi từ mức đáy Q2/2025, dù vẫn thấp hơn mức trung bình quá khứ



Nguồn: CBRE

Chúng tôi lưu ý rằng nhu cầu tại TP.HCM và các khu vực xung quanh khá vững chắc và đồng đều, nhờ sự quan tâm tích cực từ cả các ngành có tốc độ tăng trưởng cao (như linh kiện điện tử và sản xuất bảng mạch PCB) và các ngành truyền thống (như nhựa và thép). Kết quả này phù hợp với KQKD vững chắc của các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, với 5 trên 6 công ty ghi nhận lợi nhuận cao hơn nhiều so với cùng kỳ, nhờ lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi sau khi bàn giao đất và lợi nhuận cao hơn từ hoạt động cung cấp các dịch vụ tiện ích, chứng tỏ tình hình HĐKD của khách thuê đã trở lại bình thường và đang vững chắc. Đáng lưu ý, IDC ghi nhận KQKD tích cực nhất, với mức lợi nhuận cao nhất và chất lượng lợi nhuận cũng rất cao.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 2: KQKD Q3/2025, các công ty phát triển BĐS KCN

Nhìn chung, toàn ngành ghi nhận kết quả tích cực, vượt dự báo của HSC nhờ diện tích bàn giao đất khu công nghiệp cho khách thuê cao hơn ước tính

Tỷ đồng	Q3/25	% q/q	% y/y	9T25	% y/y	So với 2025	Cao/ thấp hơn dự báo	Ghi chú
Các công ty phát triển KCN								
PHR	259	185.2%	164.0%	446.0	89.0%	94.7%	Cao hơn	Vượt dự báo nhờ doanh thu cao su khả quan và thu từ đền bù đất tại VSIP III
VGC	92	-78.9%	-55.1%	851.0	49.2%	62.5%	Thấp hơn	Thấp hơn dự báo do bàn giao đất khu công nghiệp thấp, trong khi mảng vật liệu xây dựng phục hồi sát dự báo
IDC	842	182.9%	64.7%	1,482.7	-9.5%	90.5%	Cao hơn	Cao hơn dự báo nhờ bàn giao đất khu công nghiệp mạnh và mảng năng lượng ghi nhận kết quả khả quan
KBC	307	-24.1%	56.6%	1,495.2	325.3%	78.6%	Sát db	Diện tích bàn giao thấp hơn một chút so với dự báonhưng được bù đắp nhờ biên lợi nhuận tăng
SIP	366	28.5%	21.2%	1,001.9	18.3%	90.1%	Cao hơn	Giá điện tăng cùng với khoản hỗ trợ bàn giao BĐS nhỏ đã giúp cải thiện lợi nhuận ròng
BCM	416	-71.8%	20.9%	2,249.0	205.6%	103.4%	Cao hơn	Cao hơn dự báo nhờ kết quả kinh doanh tích cực của VSIP
Tổng cộng	**2,283**	**-23.7%**	**37.8%**	**7,525.8**	**71.9%**			

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Tại buổi thảo luận với chúng tôi, BLĐ của các nhà phát triển BĐS KCN cho biết, ngoài KQKD vững chắc trong Q3/2025 còn có sự quan tâm trở lại từ các khách hàng FDI trong quý sau khi mức thuế cuối cùng được công bố. Điều này cho thấy Việt Nam không ở vị thế bất lợi so với các đối thủ cạnh tranh chính như Ấn Độ, Trung Quốc, Indonesia, Malaysia hay Thái Lan.

Hơn nữa, ngày 26/10/2025, Mỹ và Việt Nam cũng đã công bố thỏa thuận nhằm làm sâu sắc thêm mối quan hệ kinh tế song phương và mở rộng cơ hội tiếp cận thị trường cho cả hai bên. Nội dung thỏa thuận phần lớn sát với dự báo, với việc Mỹ giữ nguyên mức thuế 20% đối với hàng hóa Việt Nam. Một chi tiết mới trong tuyên bố này là Mỹ có thể giảm thuế xuống mức 0% đối với một số mặt hàng – như phụ tùng máy bay, dược phẩm và một số sản phẩm nông nghiệp – được liệt kê trong Phụ lục III của Sắc lệnh Hành pháp số 14346, với điều kiện Việt Nam thực hiện đầy đủ các nội dung đã cam kết.

Khoảng một tháng sau (vào ngày 14/11/2025), Tổng thống Donald Trump ký Sắc lệnh nhằm điều chỉnh phạm vi của chính sách thuế đối ứng được công bố lần đầu vào ngày 2/4/2025. Theo sắc lệnh mới, một số sản phẩm nông nghiệp đủ điều kiện (cà phê và trà, trái cây nhiệt đới và nước ép, ca cao và gia vị, chuối, cam, cà chua, thịt bò và một số loại phân bón) sẽ không bị đánh thuế đối ứng và cũng sẽ được loại ra khỏi Phụ lục III của khung PTAAP ("Điều chỉnh thuế tiềm năng đối với các đối tác có định hướng tương đồng").

Theo nhóm nghiên cứu Kinh tế Vĩ mô của HSC, lần điều chỉnh mới nhất này đã kéo giảm mức thuế có hiệu lực của Việt Nam xuống 17,9% từ 18,1% trước đó, với mức thuế liên quan đến rau củ quả giảm xuống còn 2,7% từ 20,7% trước đó.

Chúng tôi kỳ vọng đây là đợt điều chỉnh thuế quan mới nhất trong một loạt động thái nhằm xoa dịu tình hình căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Việt Nam, sau đợt điều chỉnh đầu tiên, khi Mỹ giảm thuế đối ứng từ 46% xuống 20%. Kỳ vọng này dựa trên mức độ lệ thuộc cao của Mỹ vào hàng hóa của Việt Nam, đặc biệt là hàng nông nghiệp và công nghệ. Những mặt hàng này không chỉ có khả năng phục hồi tốt trong bối cảnh bất ổn thương mại mà còn tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (Biểu đồ 3 & 4). Hơn nữa, chúng tôi tin rằng ngay cả khi Mỹ muốn thực hiện cam kết dài hạn (dù khó xảy ra) đối với chiến lược "hồi hương sản xuất", điều này cũng cần một khung thời gian dài để thực hiện, khó có thể kéo dài trong vài quý.

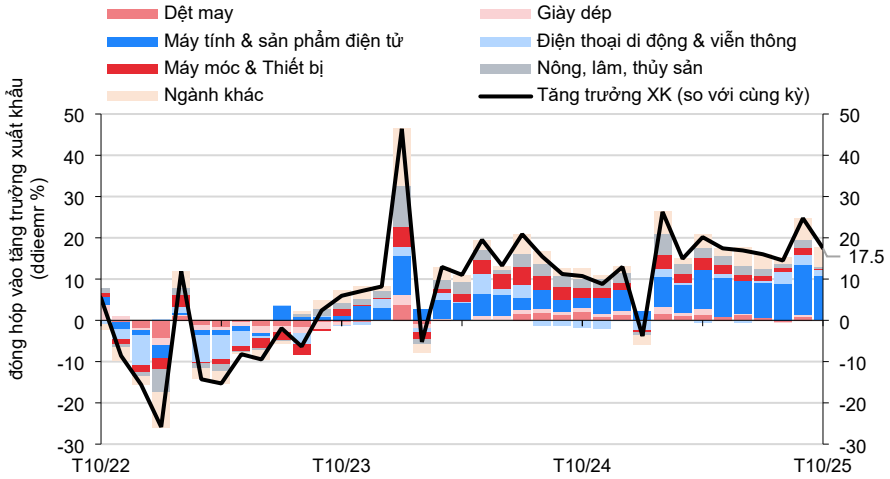
Với chính sách được sửa đổi theo hướng tích cực, triển vọng tươi sáng của kinh tế vĩ mô và việc thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng, nhóm nghiên cứu Kinh tế Vĩ mô của HSC đã điều chỉnh tăng nhẹ dự báo dòng vốn FDI (Bảng 5).

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 3: Tỷ trọng đóng góp vào tăng trưởng xuất khẩu

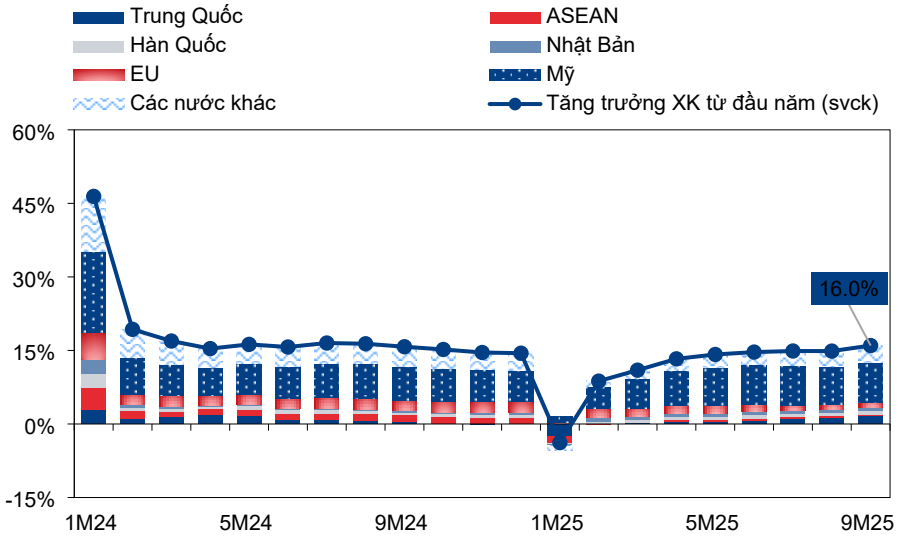
Xuất khẩu tăng 17,5% so với cùng kỳ trong tháng 10 (giảm 1,5% so với tháng trước) and 16.2% y/y in 10M25



Nguồn: NSO, CEIC & HSC

Biểu đồ 4: Tỷ trọng xuất khẩu từ đầu năm theo thị trường chính

Trong 9 tháng đầu năm 2025, xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng nổi bật 27,7% so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Biểu đồ 5: Dự báo FDI giai đoạn 2025-2027

FDI cam kết được dự báo tăng 10%, 0,5% và 10,4%, trong khi FDI giải ngân được dự báo tăng 6,1%, 4,8% và 6,3% lần lượt trong các giai đoạn 2025–27

Tỷ USD	2025F	2026F		2027F	
		Old	New	Old	New
Tổng vốn FDI cam kết	42.0	40.8	44.2	44.9	48.7
Tăng trưởng (%)	10.0%	-3.0%	5.2%	10.0%	10.2%
Tổng vốn FDI giải ngân	26.9	27.7	28.5	29.3	30.3
Tăng trưởng (%)	6.1%	3.0%	5.9%	6.0%	6.3%

Nguồn: HSC

Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng thị trường đã lo ngại quá mức về tác động tiêu cực của thuế quan đối với các nhà phát triển BĐS KCN. Khả năng phục hồi tốt trong hoạt động xuất khẩu giúp Việt Nam trở thành địa điểm thu hút vốn FDI quan

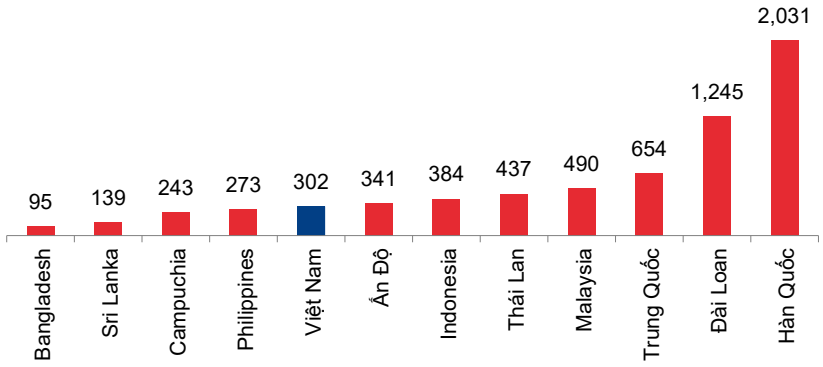
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

trọng trong trung và dài hạn, bên cạnh sự hỗ trợ tích cực của Chính phủ thông qua các cải cách pháp lý, đẩy mạnh đầu tư công. Triển vọng thương mại toàn cầu đang cải thiện cũng đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính cho ngành.

Biểu đồ 6: Tiền lương công nhân (USD/tháng)

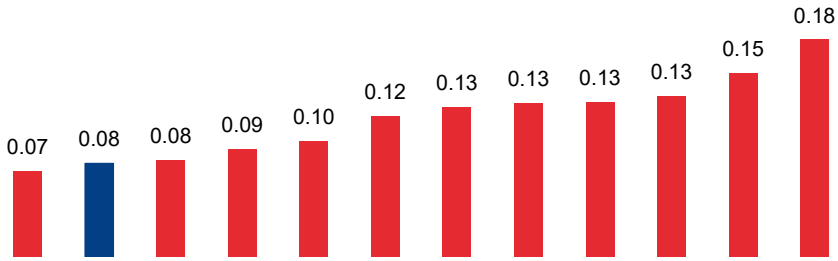
Xét về lao động, Việt Nam vẫn duy trì khả năng cạnh tranh ngay cả khi chịu mức thuế cao hơn 10% so với các nước cùng nhóm



Nguồn: HSC thu thập

Biểu đồ 7: Giá điện công nghiệp (USD/kWh)

Xét về chi phí đầu vào, Việt Nam vẫn duy trì khả năng cạnh tranh ngay cả khi chịu mức thuế cao hơn 10% so với các nước cùng nhóm.



Nguồn: IEA, Global Petrol Prices, HSC thu thập

Nguồn cung – tăng mạnh sau khi sáp nhập tỉnh

Trong Q3/2025, theo báo cáo của Cushman & Wakefield, sau khi Chính phủ hoàn thành việc sáp nhập ranh giới hành chính cấp tỉnh, tổng nguồn cung đất công nghiệp tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (SKEZ: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa Vũng Tàu) mở rộng đáng kể, đạt 34.400 ha, cao hơn 17% so với quý trước và so với quy mô trước khi sáp nhập.

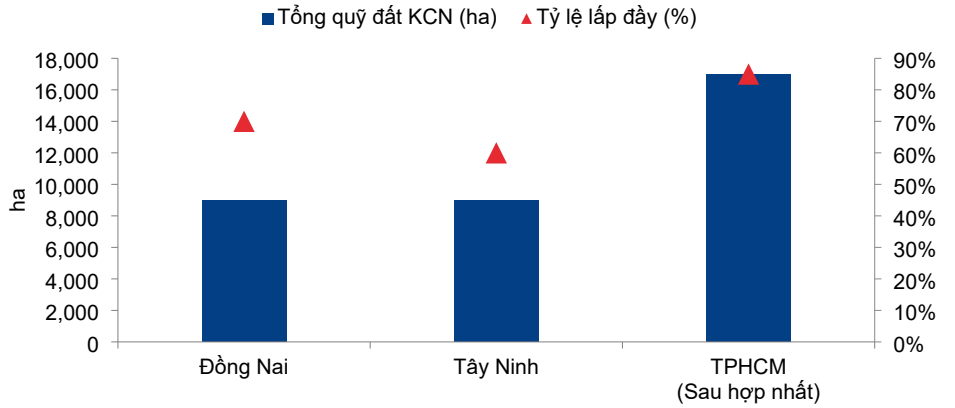
Nguồn cung trong quý tăng sau khi dự án KCN Thủ Thừa ở Tây Ninh được khởi công, bổ sung hơn 100 ha đất có sẵn để cho thuê. Sau khi ranh giới hành chính mới có hiệu lực, TP.HCM (trước đây là TP.HCM, Bình Dương & Vũng Tàu) trở thành địa phương đóng góp nguồn cung lớn nhất (với 47% tổng diện tích đất KCN), củng cố vị thế trung tâm của khu vực.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 8: Nguồn cung đất KCN tại SKEZ, Q3/2025

Tỷ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức cao tại hầu hết các khu vực, trong khi Đồng Nai dẫn đầu về nguồn cung còn trống



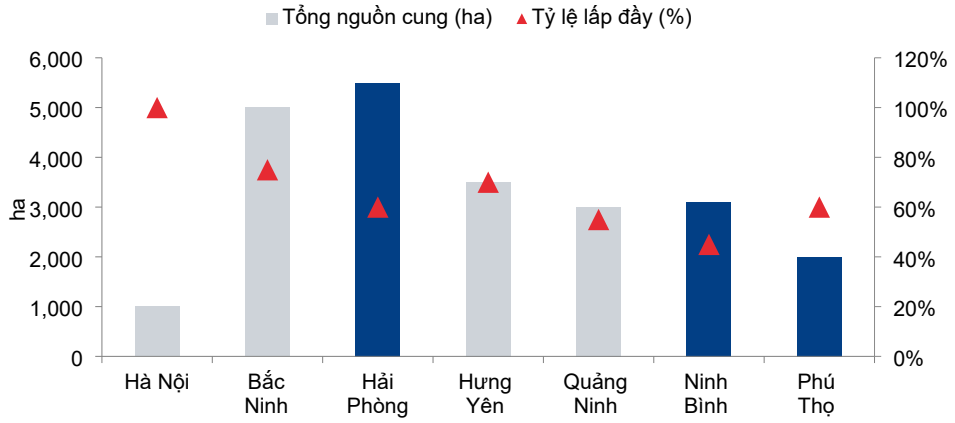
Nguồn: Cushman & Wakefield

Trong khi đó, Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc (NKEZ: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương, Quảng Ninh và Vĩnh Phúc) bổ sung 700 ha đất KCN mới. Nguồn cung mới này chủ yếu đến từ việc khởi công ba dự án KCN tại Phú Thọ, Hải Phòng và Ninh Bình.

Tương tự như ở miền Nam, tổng nguồn cung đất KCN của miền Bắc đạt 23.563 ha, tăng 37% so với quý trước.

Biểu đồ 9: Nguồn cung đất khu công nghiệp tại NKEZ, Q3/2025

Phú Thọ, Hải Phòng và Ninh Bình đã bổ sung thêm 700 ha nguồn cung mới trong quý



Nguồn: Cushman & Wakefield

HSC cho rằng nguồn cung đất KCN của cả hai miền tăng mạnh là nhờ tác động tổng hợp của hai yếu tố: (1) hoàn tất quá trình sáp nhập tỉnh và (2) ban hành quy trình phê duyệt dự án nhanh hơn theo Luật Đầu tư sửa đổi nhằm trao quyền cho UBND cấp tỉnh phê duyệt các dự án KCN mới – trước đây Thủ tướng Chính phủ phê duyệt các dự án có diện tích lớn hơn 75 ha.

Chúng tôi lưu ý rằng việc xác định lại các đơn vị hành chính và nguồn cung mới, tỷ lệ lấp đầy đã giảm xuống 67% đối với Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc và 75% đối với Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Tỷ lệ lấp đầy sụt giảm không nằm ngoài dự kiến và cũng không phản sự suy yếu về nhu cầu của khách hàng – như đã thảo luận ở phần trên.

Trong dài hạn, chúng tôi dự báo nguồn cung ở cả hai miền đều có xu hướng tăng, nhờ (1) mức độ sẵn sàng và khả năng phê duyệt dự án mới của các cơ quan chức năng cấp tỉnh cải thiện và (2) cam kết của Chính phủ trong việc cải thiện môi trường

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

đầu tư nhằm thu hút cho các tập đoàn FDI. Quan trọng hơn hết, sự cam kết mạnh mẽ và liên tục đối với lĩnh vực FDI đóng vai trò then chốt giúp Việt Nam hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng ở mức hai chữ số đầy tham vọng trong giai đoạn 2025–2030.

Giá cho thuê tăng nhẹ, nhưng đà tăng trong tương lai bị giới hạn

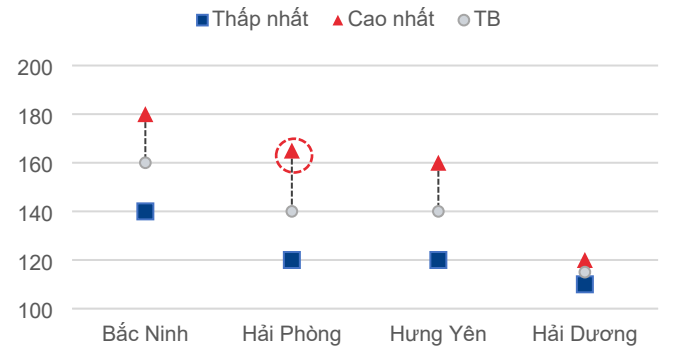
Giá cho thuê bình quân ở cả hai khu vực tăng nhẹ trong Q3/2025, đạt 183 USD/m2/kỳ (tăng 4,1% so với cùng kỳ hoặc 2,3% so với quý trước) cho Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam và 142 USD/m2/kỳ (tăng 4,8% so với cùng kỳ hoặc 2,2% so với quý trước) cho Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc.

Chúng tôi lưu ý rằng giá cho thuê bình quân tăng chủ yếu ở các KCN mới mở bán trong thời gian gần đây (Hải Phòng, Long An và Bình Dương), trong khi giá cho thuê tại các KCN hiện có vẫn tương đối ổn định.

Trong thời gian tới, mặc dù kỳ vọng nhu cầu thuê đất KCN của nhà đầu tư FDI vẫn sẽ vững chắc (nhờ việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, chi phí lao động và chi phí đầu vào cạnh tranh, vị trí chiến lược và sự linh hoạt trong các thỏa thuận thương mại toàn cầu), chúng tôi dự báo đà tăng giá cho thuê trong tương lai sẽ bị hạn chế. Triển vọng khiêm tốn này được đưa ra dựa trên hai yếu tố: nguồn cung dồi dào trong thời gian tới và giá cho thuê ở một số thành phố cấp 1 hiện dao động từ 200–300 USD/m2, trở nên kém cạnh tranh hơn so với các địa phương khác trong khu vực.

Biểu đồ 10: Đất khu công nghiệp, giá cho thuê (USD/m²/thời hạn thuê còn lại), khu vực miền Bắc

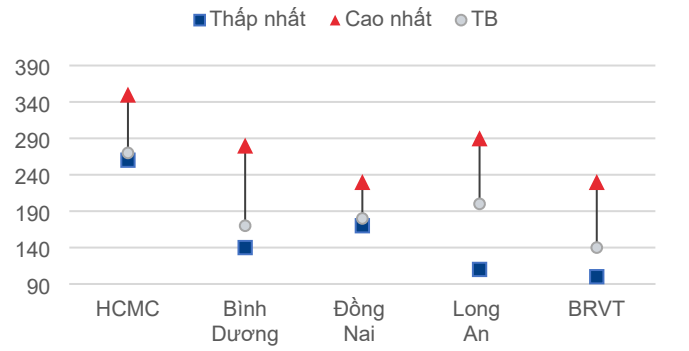
Mức giá cao tại các dự án mới gần đây ở Hải Phòng đã kéo mặt bằng giá thuê bình quân của toàn khu vực tăng lên



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 11: Đất khu công nghiệp, giá cho thuê (USD/m²/thời hạn thuê còn lại), khu vực miền Nam

Được thúc đẩy bởi nhu cầu bền bền vững và rộng khắp, nguồn cung mới khu vực miền Nam đang cho thuê với mức giá cao hơn mặt bằng bình quân thị trường



Nguồn: CBRE

Dự báo lợi nhuận

Dự báo lợi nhuận

Nhìn chung, HSC dự báo tổng lợi nhuận thuần của sáu nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng 18,9% trong năm 2026, dẫn đầu là KBC với mức tăng trưởng 92,1% lên 3,7 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận của SIP và BCM suy yếu sau khi tăng mạnh trong năm 2025. Cho giai đoạn 2024–2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của cả sáu công ty tăng trưởng bình quân với tốc độ CAGR khoảng 20%.

Đối với từng công ty, chúng tôi giảm 5-10% dự báo lợi nhuận đối với VGC trong giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do giảm giả định diện tích đất được bàn giao. Đà tăng trưởng trong năm 2026-2027 dự kiến được thúc đẩy từ hoạt động bàn giao đất KCN và mảng VLXD cải thiện.

Đối với KBC, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 trong khi tăng 9-11% dự báo cho năm 2026-2027, chủ yếu nhờ đóng góp mới từ các dự án KCN Tràng Duệ 3, Kim Thành 2, KCN Lộc Giang. Đà tăng trưởng tích cực trong năm 2026 dự kiến đến từ dự án KCN Tràng Cát và diện tích đất được bàn giao cao hơn.

Đối với IDC, chúng tôi tăng 9-17% dự báo lợi nhuận nhằm phản ánh đóng góp mới từ dự án KCN Vinh Quang (từ năm 2026) và lợi nhuận từ mảng năng lượng, BOT và

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

dịch vụ dự kiến tăng cao. Đà tăng trưởng trong năm 2026-2027 được kỳ vọng sẽ đến từ diện tích đất KCN, đất dân cư được bàn giao cao hơn, cũng như thu lợi nhuận thường xuyên từ mảng năng lượng, BOT, dịch vụ KCN.

Đối với PHR, chúng tôi tăng 27,4% dự báo lợi nhuận thuần lên 600 tỷ đồng, tăng trưởng 27,9%, dựa trên việc tăng giả định giá bán cao su và tiền đền bù đất tại KCN VSIP III. Trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Lợi nhuận năm 2026 dự kiến tăng mạnh là nhờ tiền đền bù đất từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1.

Đối với SIP, chúng tôi điều chỉnh tăng 31% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhờ mảng tiện ích vững chắc và lợi nhuận từ HĐ tài chính tăng cao và tăng 5-6% dự báo cho năm 2026-2027 nhờ đà tăng trưởng tích cực của mảng tiện ích. Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2026 giảm là do không phát sinh hoạt động bàn giao đất KCN và lợi nhuận từ HĐ tài chính thấp hơn so với năm 2025.

Đối với BCM, chúng tôi điều chỉnh tăng 19,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 dựa trên việc đẩy mạnh bàn giao đất KCN và đất ở trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027. Lợi nhuận năm 2026 dự kiến giảm là do diện tích đất ở được bàn giao giảm.

Biểu đồ 12: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty phát triển KCN

Tổng lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 20%

Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	2024	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
PHR	469	600	27.9%	892	48.7%	976	9.4%
VGC	1,105	1,220	10.4%	1,322	8.4%	1,520	15.0%
IDC	1,996	1,791	-10.3%	2,001	11.7%	2,405	20.2%
KBC	382	1,914	401.0%	3,677	92.1%	3,678	0.0%
SIP	1,170	1,458	24.6%	1,200	-17.7%	1,260	5.0%
BCM	2,106	2,599	23.4%	2,301	-11.5%	2,657	15.5%
Tổng cộng	**7,228**	**9,582**	**32.6%**	**11,393**	**18.9%**	**12,496**	**9.7%**

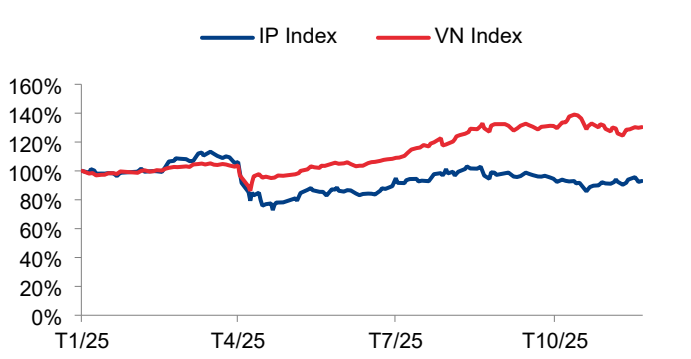
Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Trong năm 2025, các cổ phiếu BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VN Index do tâm lý lo ngại về tác động của thuế quan, trong khi chỉ có giá của cổ phiếu KBC và PHR có diễn biến tích cực. Cổ phiếu của hầu hết các nhà phát triển đều giao dịch với P/B thấp hơn so với bình quân 3 năm và 5 năm.

Biểu đồ 13: Diễn biến giá cổ phiếu từ đầu năm, các công ty phát triển KCN

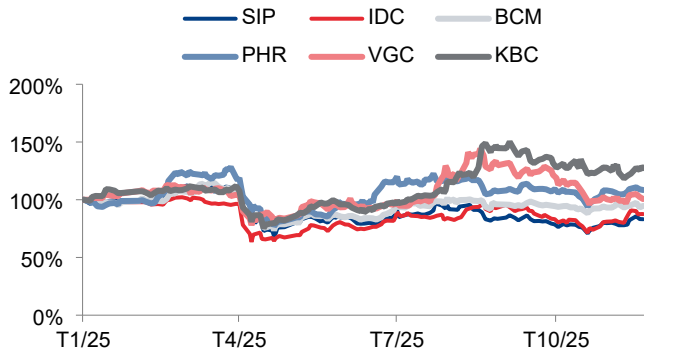
Cổ phiếu các công ty BĐS khu công nghiệp diễn biến kém hơn đáng kể so với chỉ số chung do lo ngại về tác động của thuế quan



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 14: Diễn biến giá cổ phiếu từ đầu năm, các công ty phát triển KCN

Chỉ PHR và KBC tăng giá từ đầu năm đến nay



Nguồn: Bloomberg, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

HSC tăng 18% giá mục tiêu đối với IDC lên 56.900đ chủ yếu nhờ tác động tổng hợp của việc tăng dự báo lợi nhuận, đẩy mạnh phát triển dự án KCN Vinh Quang, tăng định giá cho mảng kho bãi, năng lượng và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026.

Chúng tôi giảm 12,4% giá mục tiêu đối với VGC xuống còn 52.800đ do (1) giảm dự báo lợi nhuận và (2) tăng mức chiết khấu giả định đối với RNAV lên 20% (từ 10%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu quá khứ (21,7%) và phản ánh rủi ro về bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc thoái 38,5% vốn Nhà nước. Rủi ro thoái vốn không thành công có thể tạo áp lực lên giá cổ phiếu, mặc dù quá trình này có thể kéo dài, dẫn đến sự chậm trễ trong các KHKD quan trọng.

Chúng tôi giảm 3,3% giá mục tiêu đối với KBC xuống 44.500đ sau khi điều chỉnh các giả định định giá và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Trong khi đó, chúng tôi tăng nhẹ giá mục tiêu đối với PHR lên 66.000đ (tiềm năng tăng giá: 17,6%), sau khi lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2026.

Chúng tôi tăng lần lượt 8%/5% giá mục tiêu đối với SIP/BCM lên 86.000đ/72.600đ dựa trên việc tăng dự báo lợi nhuận và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với IDC, SIP và KBC vì các cổ phiếu này có định giá rẻ và có triển vọng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi vững chắc. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BCM, VGC lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ sau các đợt điều chỉnh trong thời gian gần đây. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR.

Biểu đồ 15: Các công ty phát triển KCN, định giá

Các công ty phát triển KCN HSC khuyến nghị hiện giao dịch với mức chiết khấu 35,9% so với bình quân 3 năm ở mức 33,7%

Công ty	Khuyến nghị	Thị giá (tại ngày 21/11) (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá (%)	RNAVPS dự phóng (đồng)	Chiết khấu của thị giá so với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm RNAV	P/E trượt dự phóng 1 năm (lần)	PE dự phóng 3 năm (xs)
SIP (*)	Mua vào	57,700	86,000	49.0%	107,241	-46.2%	-45.9%	12.3	14.0
IDC (*)	Mua vào	41,200	56,900	38.1%	71,100	-42.1%	-25.0%	7.9	9.2
KBC	Mua vào	34,900	44,500	27.5%	63,400	-45.0%	-41.0%	10.4	19.7
PHR	Tăng tỷ trọng	56,100	66,000	17.6%	74,300	-24.5%	-24.0%	8.7	12.7
VGC	Tăng tỷ trọng	45,050	52,800	17.2%	66,000	-31.7%	-22.0%	15.4	18
BCM (*)	Tăng tỷ trọng	67,000	72,600	8.4%	90,700	-26.1%	-23.5%	30.9	33.5
TB						**-35.9%**	**30.2%**	**14.3**	**18.6**

(*)Mức chiết khấu bình quân và P/E dự phóng kể từ báo cáo đầu tiên của, với thời gian chưa đến 3 năm
Nguồn: HSC

Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để định giá các công ty BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị và chủ yếu sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án thành phần, cũng như tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi) và phần bù rủi ro vốn CSH 10,25% (không đổi), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi).

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10-30% so với ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu cho từng công ty. Mức chiết khấu giả định dao động từ 10% đến 30% nhằm phản ánh mức chiết khấu so với RNAV trong quá khứ, tình hình quản trị doanh nghiệp và rủi ro tiềm ẩn tại mỗi công ty. Đối với VGC, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV là 20% (từ 10%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu quá khứ (bình quân 21,7%) và phản ánh rủi ro từ bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc thoái 38,5% vốn Nhà nước, trong khi đối với PHR, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV là 10% (không đổi) so với bình quân 3 năm ở mức 24% dựa trên thời điểm phê duyệt dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 đến sớm hơn nhiều so với kỳ vọng. Yếu tố này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh trong hai năm tới.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 16: các giả định chính

DN	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh	Mới WACC	Chiết khấu của thị giá so với RNAV cũ	Chiết khấu của thị giá so với RNAV mới
PHR	4%	10.3%	15.2%	10%	10%
VGC	4%	10.3%	12.2%	10%	20%
IDC	4%	10.3%	13.7%	20%	20%
KBC	4%	10.3%	12.7%	30%	30%
SIP	4%	10.3%	14.5%	20%	20%
BCM	4%	10.3%	11.4%	20%	20%

Nguồn: HSC

Tóm lại, SIP (Mua vào, giá mục tiêu: 86.000đ), IDC (Mua vào, giá mục tiêu: 56.900đ), KBC (Mua vào, giá mục tiêu: 44.500đ) là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, với tiềm năng tăng giá lần lượt là 49%/38%/28%. SIP và IDC có quỹ đất lớn, dòng tiền mạnh, và lợi suất cổ tức cao, trong khi cổ phiếu KBC được định giá rẻ và xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ có các dự án lớn vừa được phê duyệt. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PHR, vì ông ty nhờ hưởng lợi từ giá cao su cao và câu chuyện chuyển đổi đất cao su hấp dẫn.

Trong báo cáo này, chúng tôi kèm theo Báo cáo doanh nghiệp của SIP, IDC, KBC, PHR, VGC và BCM do có điều chỉnh khuyến nghị và/hoặc dự báo lợi nhuận cho những công ty này.

Bảng 17: P/B trượt dự phóng 12 tháng, Các công ty BĐS KCN

Hiện cổ phiếu các công ty BĐS KCN đang có định giá rẻ hơn bình quân P/B

(xs)	SIP	IDC	BCM	PHR	VGC	KBC
Hiện tại	**2.8**	**2.4**	**3.2**	**1.9**	**2.2**	**1.4**
TB 5 năm	3.9	3.4	4.0	2.2	2.6	1.4
TB 3 năm	3.4	3.2	3.9	1.9	2.6	1.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Khuyến nghị

Nhờ giải quyết được phần lớn những bất ổn liên quan đến thuế quan, HSC tin rằng Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI, thúc đẩy diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của các nhà phát triển BĐS KCN phục hồi trong ngắn hạn. Trong trung và dài hạn, các nhà phát triển BĐS KCN vẫn có triển vọng tích cực. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm IDC (nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu tập trung vào khu vực FDI với sự hiện diện tích cực tại thị trường miền Nam, nơi đang đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng) và KBC (với quỹ đất lớn ở cả mảng BĐS KCN và và BĐS nhà ở, cùng với thành tích đã được kiểm chứng trong việc phục vụ khách hàng FDI và việc đẩy mạnh đầu tư vào các dự án BĐS nhà ở). Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng SIP vẫn là một viên ngọc ẩn mình với định giá rẻ.

SIP (Mua vào, Giá mục tiêu: 86.000đ) – SIP là nhà phát triển BĐS KCN lớn ở miền Nam với khoảng 3.200 ha đất có sẵn để cho thuê và mảng dịch vụ tiện ích và BĐS nhà nhà ở mang lại dòng tiền vững chắc.

Dựa trên KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng (đáng chú ý là doanh thu mảng dịch vụ tiện ích tăng cao), HSC điều chỉnh tăng mạnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026, tăng 7,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 86.000đ.

Mảng dịch vụ tiện ích – hưởng lợi từ việc EVN tăng giá điện và sản lượng tiêu thụ của khách thuê ổn định – và việc bàn giao giai đoạn đầu các căn thấp tầng tại dự án Khu đô thị Phước Đông đã củng cố triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn, trong khi quỹ đất công nghiệp lớn mang lại vị thế tốt cho SIP nắm bắt cơ hội từ dòng vốn FDI đang chảy vào trong trung hạn.

SIP hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm khoảng 12,3 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14 lần) và cổ phiếu đang giao dịch với mức chiết khấu khoảng 46% so với ước tính RNAV (sau khi chuyển cơ sở định giá), phản ánh sự lo ngại của thị trường. Tuy nhiên, cổ phiếu đang có tiềm năng tăng giá hấp dẫn nhờ công ty có dòng tiền ổn định từ mảng dịch vụ tiện ích, vị thế tiền mặt

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

thuần và RNAV vững chắc. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đồng thời lưu ý rằng thời điểm ghi nhận doanh thu bán đất và bất kỳ khoản mục không thường xuyên nào vẫn tiềm ẩn những rủi ro chính.

IDC (Mua vào, Giá mục tiêu: 56.900đ) – IDC vẫn là một trong những nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất và đa dạng nhất của Việt Nam, nhờ có quỹ đất có sẵn để cho thuê lớn, với 1.338 ha tại các tỉnh có thế mạnh trong thu hút vốn FDI như Tây Ninh, TP.HCM, Bắc Ninh, Thái Bình và Hải Phòng. Công ty đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng đồng thời nhiều dự án KCN, bao gồm KCN Cầu Nghìn (45 ha còn lại), KCN Hựu Thạnh (222 ha), KCN Phú Mỹ II (41 ha), KCN Phú Mỹ II Mở rộng (88 ha) và KCN Quế Võ II (32 ha), đồng thời chuẩn bị cho các dự án sắp tới như KCN Tân Phước 1 (363 ha), KCN Vinh Quang (162 ha), KCN Mỹ Xuân B1 Mở rộng (83 ha) và KCN Phú Long (301 ha), những dự án này sẽ cùng nhau đẩy mạnh diện tích đất bàn giao đất từ năm 2026 trở đi.

KQKD của mảng năng lượng, BOT và dịch vụ cao hơn kỳ vọng đã hỗ trợ lợi nhuận trong thời gian gần đây, nên chúng tôi đã tăng 9-17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 mặc dù năm 2025 dự kiến giảm từ mức nền cao của năm 2024. Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vốn thấp trong Q3/2025 bắt đầu phục mạnh trong Q4/2025 nhờ khoảng 70–80 ha đất chưa ghi nhận doanh thu và đóng góp sớm hơn dự kiến từ KCN Vinh Quang.

Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 16% trong 1 tháng qua, IDC vẫn đang giao dịch với mức chiết khấu 41% so với RNAV, lớn hơn bình quân 22 tháng ở mức 25%. Đồng thời, công ty cũng giữ vững vị thế tiền mặt thuần 2,3 nghìn tỷ đồng và tạo ra dòng tiền thường xuyên vững chắc. Trong bối cảnh này, và với danh mục dự án được cải thiện thúc đẩy triển vọng lợi nhuận trong trung hạn, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đồng thời vẫn lưu ý rằng các chính sách thuế quan có thể ảnh hưởng đến đà tăng trưởng của diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu.

KBC (Mua vào, Giá mục tiêu: 44.500đ) – KBC là nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu với quỹ đất lớn (trên 5.000 ha) đang được mở khóa nhằm hỗ trợ kế hoạch đẩy mạnh hoạt động bàn giao và tăng trưởng lợi nhuận. Công ty đang triển khai đồng thời nhiều dự án – bao gồm KCN Kim Động Ân Thi, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quế Võ Mở rộng, Tràng Duệ 3, Lộc Giang và Kim Thành 2 – đồng thời bổ sung thêm các dự án dài hạn hơn như Phú Bình, Bình Giang và Sông Hậu 2, mang lại triển vọng lợi nhuận trong nhiều năm.

Tiến triển trong HĐKD gần đây (đáng chú ý là việc tích cực bàn giao đất tại các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và Kim Động Ân Thi) và các khu thương mại có tỷ suất lợi nhuận cao đã hỗ trợ KQKD năm 2025. Dựa trên việc BLĐ tích cực mở rộng danh mục dự án, chúng tôi đã giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 đồng thời tăng khoảng 9-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. So với mức nền thấp của năm 2024, lợi nhuận dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm vững chắc.

KBC cũng có tiềm năng tăng trưởng tích cực đối với mảng BĐS nhà ở – đáng chú ý là dự án Tràng Cát và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu – có thể mang lại giá trị đáng kể nếu các dự án được triển khai suôn sẻ. Mặc dù vậy, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu và thời điểm bàn giao đất vẫn là động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn (khoảng 105 ha đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu vào cuối Q3/2025) và rủi ro triển khai/thời điểm ghi nhận doanh thu đối với các dự án BĐS nhà ở lớn vẫn là điểm lưu ý quan trọng.

Với mức chiết khấu khoảng 45% so với ước tính RNAV (lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 41%) và với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần (thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đồng thời lưu ý đến rủi ro nhu cầu giảm do thuế quan và rủi ro trong quá trình triển khai dự án.

PHR (Tăng tỷ trọng, Giá mục tiêu: 66.000đ): HĐKD của PHR bao gồm sản xuất cao su và BĐS KCN. Công ty sở hữu 33% cổ phần tại KCN NTU III (364 ha, Bình Dương) và 20% lợi ích kinh tế tại KCN VSIP III (1.000 ha, Bình Dương) trong khi công ty cũng đang trong quá trình chuyển đổi khoảng 2.500 ha đất cao su thành đất KCN. Trong đó, tập đoàn đa ngành Thaco đang làm việc với tỉnh Bình Dương để tiếp quản và phát triển các dự án KCN Tân Lập 1 (200 ha, Bình Dương, PHR dự kiến sở hữu 51% cổ phần) và KCN Bắc Tân Uyên 1 (786 ha, Bình Dương) (PHR dự kiến sẽ nhận được tiền đền bù đất)

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 28% lên 600 tỷ đồng, nhờ giá cao su cải thiện và tiền đền bù đất từ dự án KCN VSIP III. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng mạnh 49% lên 893 tỷ đồng nhờ tiền đền bù đất từ dự án Bắc Tân Uyên 1. Dựa trên mức tăng trưởng lợi nhuận 9,3% trong năm 2027 nhờ tiền đền bù đất từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và đóng góp mới từ dự án KCN Tân Lập 1, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 27,6%.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 25%, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 12,7 lần. Câu chuyện chuyển đổi đất cao su thành đất công nghiệp rất hấp dẫn và ngày càng rõ ràng hơn dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm tới.

VGC (Tăng tỷ trọng, Giá mục tiêu: 52.800đ) – VGC vẫn là một trong những nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu của Việt Nam với quỹ đất lớn và có vị trí chiến lược. Công ty đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam mặc dù tiến độ bán hàng có chững lại trong thời gian gần đây. Công ty đang đẩy nhanh tiến độ triển khai đồng thời nhiều dự, bao gồm KCN Phú Hà (271 ha), KCN Tiên Hải (190 ha), KCN Hải Yên (137 ha), KCN Phong Điền (217 ha), KCN Yên Mỹ (207 ha), KCN Yên Phong IIC (141 ha), và KCN Thuận Thành (184 ha), đồng thời chuẩn bị cho các dự án KCN mới như Sông Công II (219 ha), Trần Yên (178,5 ha), và Dốc Đá Trắng (213 ha) dự kiến sẽ đóng góp lợi nhuận đáng kể trong năm 2026-2027. Với khoảng 1.100 ha đất KCN có sẵn để cho thuê còn lại – trong đó khoảng 800 ha nằm ở các tỉnh thu hút nhiều vốn FDI nhất – quỹ đất KCN của VGC dự kiến sẽ củng cố triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, KQKD có thể sẽ ở mức thấp do tiến độ ký hợp đồng cho thuê đất chậm hơn kỳ vọng và diện tích đất được bàn giao giảm. Do đó, chúng tôi giảm 5–10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Mặc dù mảng VLXD tiếp tục phục hồi, với tỷ suất lợi nhuận cải thiện, trong khi mảng BĐS KCN vẫn là động lực tăng trưởng chính của định giá và dòng tiền.

Trong bối cảnh này, và với VGC hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 32% so với RNAV (lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%), chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng, mặc dù vẫn giữ quan điểm thận trọng về đà phục hồi của diện tích đất cho thuê trong khi tâm lý của ngành sản xuất trên toàn cầu vẫn còn bất ổn.

BCM (Tăng tỷ trọng, Giá mục tiêu 72.600đ) – BCM là một trong những nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất Việt Nam, nhờ có quỹ đất lớn trên 6.000 ha và một hệ sinh thái tích hợp theo chiều dọc được xây dựng xung quanh các KCN cốt lõi. Với mức đóng góp lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ VSIP trong Q3/2025, HSC đã tăng 19,5% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng vẫn giữ nguyên phần lớn dự báo cho năm 2026-2027 khi các dự án mới như KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng Mở rộng bắt đầu cho thấy triển vọng lợi nhuận từ năm 2025 trở đi.

Trong khi tâm lý ngành đã cải thiện sau khi các rủi ro liên quan đến thuế quan được làm rõ hơn và khả năng cạnh tranh bền vững của Việt Nam so với các đối thủ trong khu vực, áp lực dòng tiền ngắn hạn và tỷ lệ đòn bẩy cao vẫn là những trở ngại lớn đối với hoạt động mở bán các dự án KCN mới để tạo ra doanh thu.

Mặc dù vậy, BCM tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu vững chắc đối với đất KCN khi VSIP dự kiến cho thuê lần lượt 280/250/318 ha trong giai đoạn năm 2025-2027 và các KCN của BCM tự phát triển dự kiến sẽ bàn giao 45/70/79 ha đất.

Mặc dù giá cổ phiếu tăng 5% trong thời gian gần đây, BCM vẫn đang giao dịch với mức chiết khấu 26% so với RNAV (lớn hơn so với bình quân quá khứ ở mức 23,5%) và cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,9 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 33,5 lần. Trong bối cảnh này, sau khi tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và triển vọng đối với các dự án trong trung hạn được cải thiện, HSC tăng giá mục tiêu lên 72.600đ và nâng khuyến nghị đối với BCM lên Tăng tỷ trọng, đồng thời vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với tỷ lệ đòn bẩy, áp lực thanh khoản và rủi ro trong quá trình triển khai các dự án KCN mới.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

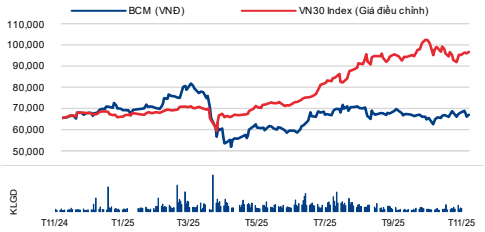
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP (BCM - HSX)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ72,600 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 8.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	67,000
Mã Bloomberg	BCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,000-81,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	69,345
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,631
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,035
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	352
Slg CP NN được mua (tr.đv)	20.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	34.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.96%
Tỷ lệ freefloat	3.84%
Cổ đông lớn	ND tỉnh Bình Dương (95.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.69	(4.15)	2.29
So với chỉ số	5.57	(5.41)	(30.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,511	1,802	39.3
2026F	2,223	1,829	21.5
2027F	2,567	2,240	14.6

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BCM là nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, với hơn 6.000 ha đất cho thuê. Bên cạnh cho thuê đất, BCM đã phát triển một hệ sinh thái toàn diện để hỗ trợ mảng kinh doanh khu công nghiệp cốt lõi

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang
Chuyên Viên , Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng do định giá

- Với tiềm năng tăng giá 8,4% so với giá mục tiêu sau khi được điều chỉnh tăng 5,2% lên 72.600đ, HSC nâng khuyến nghị đối với BCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), nhằm phản ánh việc tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).
- Chúng tôi tăng 19,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%) nhờ đóng góp cao hơn từ VSIP khi diện tích đất được bàn giao trong Q3/2025 tại KCN này cao hơn kỳ vọng, trong khi giữ nguyên phần lớn dự báo cho năm 2026-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 26,1% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3/2025 ở mức 23,5%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD 9 tháng đầu năm 2025

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và triển vọng đối với BCM sau khi công ty công bố KQKD Q3/2025 vượt kỳ vọng nhờ mức đóng góp cao hơn kỳ vọng từ các công ty liên kết/liên doanh (chủ yếu là VSIP).

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025, giữ nguyên dự báo năm 2026-2027

HSC tăng 19,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%), trên doanh thu 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53,6%) nhờ KCN VSIP đóng góp cao hơn vào lợi nhuận sau khi diện tích đất được bàn giao tại KCN này cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ cho thuê lần lượt 280 ha/250 ha/318 ha (so với dự báo trước đó là 240 ha/250 ha/318 ha). Lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 của BCM được dự báo đạt lần lượt 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,5%) và 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%) trên doanh thu 8,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%), 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%). Các dự án KCN Cây Trường và Bàu Bàng Mở rộng được kỳ vọng sẽ mở bán trong năm 2025. Các dự án này sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận ở mảng BĐS KCN của công ty trong giai đoạn 2025-2027. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ cho thuê lần lượt 45 ha/70 ha/79 ha. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 8,1%.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với BCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với tiềm năng tăng giá 8,4% tại giá mục tiêu mới là 72.600đ (điều chỉnh tăng 5,2%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Chúng tôi cho rằng tâm lý tiêu cực của thị trường việc phát hành cổ phiếu không thành công vào đầu năm nay đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. Trong khi đó, tâm lý ngành có thể sẽ cải thiện khi những bất ổn liên quan đến thuế quan đã được giải quyết, nên Việt Nam không bị bất lợi so với các đối thủ cạnh tranh chính như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ và Trung Quốc. Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn còn lo ngại về tỷ lệ đòn bẩy cao và áp lực dòng tiền ngắn hạn trước khi công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu từ hai KCN mới Cây Trường và Bàu Bàng. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 26,1% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3/2025 ở mức 23,5%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,942	1,901	2,691	2,948	3,041
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,425	2,106	2,599 ▲	2,301	2,657
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,511 ▲	2,223	2,567
DPS (đồng)	800	994	-	-	-
BVPS (đồng)	18,814	19,787	22,315	24,880	28,100
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	47.6	34.1	31.1	30.1
P/E ĐC (lần)	28.6	32.9	26.7	30.1	26.1
Lợi suất cổ tức (%)	1.19	1.48	-	-	-
P/B (lần)	3.56	3.39	3.00	2.69	2.38
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	23.4	(11.5)	15.5
ROAE (%)	13.0	10.5	11.9	9.42	9.69

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng mạnh dự báo lợi nhuận năm 2025

Với tiềm năng tăng giá 8,4% so với giá mục tiêu sau khi được điều chỉnh tăng 5,2% lên 72.600đ, HSC nâng khuyến nghị đối với BCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), nhằm phản ánh việc tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Chúng tôi tăng 19,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%) do VSIP có mức đóng góp lợi nhuận cao hơn nhờ diện tích đất được bàn giao tại KCN này trong Q3/2025 cao hơn kỳ vọng, trong khi giữ nguyên phần lớn dự báo cho năm 2026-2027. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng BCM vẫn chịu áp lực dòng tiền do doanh thu cho thuê đất công nghiệp còn chậm và dư nợ còn ở mức cao.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025, giữ nguyên dự báo năm 2026-2027

HSC tăng 19,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,4%), trên doanh thu 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53,6%) nhờ KCN VSIP đóng góp cao hơn vào lợi nhuận sau khi diện tích đất được bàn giao tại KCN này cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng VSIP sẽ cho thuê lần lượt 280 ha/250 ha/318 ha (so với dự báo trước đó là 240 ha/250 ha/318 ha).

Doanh thu năm 2026 và 2027 của BCM được dự báo đạt lần lượt 8,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%) và lợi nhuận thuần 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11,5%), 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%). Các dự án KCN Cây Trường và Bàu Bàng Mở rộng được kỳ vọng sẽ được mở bán trong năm 2025. Các dự án này sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận ở mảng BĐS KCN của công ty trong giai đoạn 2025-2027. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ cho thuê lần lượt 45 ha/70 ha/79 ha.

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 8,1%.

Bảng 18: Điều chỉnh lợi nhuận, BCM

Tỷ đồng	2024A	Dự báo mới 2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	**5,195**	**7,979**	**0.0%**	**53.6%**	**8,443**	**0.0%**	**5.8%**	**8,872**	**0.0%**	**5.1%**
Cho thuê BĐS KCN	*3,327**	*1,344*	*0.0%*	*90.0%*	*2,122*	*0.0%*	*58.0%*	*2,578*	*0.0%*	*21.5%*
Doanh thu BĐS	*-*	*4,979*	*0.0%*	*-*	*4,618*	*0.0%*	*-7.3%*	*4,497*	*0.0%*	*-2.6%*
Dịch vụ	*1,181*	*796*	*0.0%*	*-32.6%*	*804*	*0.0%*	*1.0%*	*840*	*0.0%*	*4.5%*
Khác	*687*	*860*	*0.0%*	*-14.0%*	*898*	*0.0%*	*4.4%*	*957*	*0.0%*	*6.5%*
Lợi nhuận gộp	**3,392**	**4,117**	**0.0%**	**21.4%**	**4,447**	**0.0%**	**8.0%**	**4,840**	**0.0%**	**8.8%**
Lợi nhuận từ công ty liên kết	1,955	1,619	9.1%	-17.2%	1,551	0.0%	-4.2%	2,038	0.0%	31.3%
LNST	2,310	2,617	4.7%	13.3%	2,655	0.0%	1.5%	3,333	0.0%	25.5%
Lợi nhuận thuần	**2,106**	**2,599**	**19.5%**	**23.4%**	**2,301**	**0.0%**	**-11.5%**	**2,657**	**0.0%**	**15.5%**

Ghi chú: (*) Chúng tôi sử dụng số liệu tổng do BCM không công bố số liệu chi tiết doanh thu KCN và BĐS.
Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với BCM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với tiềm năng tăng giá 8,4% tại giá mục tiêu mới là 72.600đ (điều chỉnh tăng 5,2%) sau khi tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Chúng tôi cho rằng tâm lý tiêu cực của thị trường việc phát hành cổ phiếu không thành công vào đầu năm nay đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. Trong khi đó, tâm lý ngành có thể sẽ cải thiện khi những bất ổn liên quan đến thuế quan đã được giải quyết, nên Việt Nam không bị bất lợi so với các đối thủ cạnh tranh chính như Thái Lan, Indonesia, Ấn Độ và Trung Quốc. Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn còn lo ngại về tỷ lệ đòn bẩy cao và áp lực dòng tiền ngắn hạn trước khi công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu từ hai KCN mới Cây Trường và Bàu Bàng.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV/cp ở mức 90.700đ, được điều chỉnh tăng 5,2% sau khi tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 11,4%, với mô hình định giá DCF được sử dụng để xác định giá trị của các KCN và các dự án BĐS nhà ở. Để xác định WACC, chúng tôi tiếp tục sử dụng tỷ suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 1 lần (dựa trên dữ liệu của Bloomberg). Chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25% (không đổi), sau khi cộng phần bù phụ trội không đổi là 1,5 điểm phần trăm vào phần bù rủi ro vốn SCH nội bộ là 8,75% (không đổi).

Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giả định 20% so với ước tính RNAV/cp (không đổi). Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 19. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 20 và giả định mức chiết khấu so với RNAV trong Bảng 21.

Bảng 19: Định giá, BCM

Tỷ đồng	Phương phép	% tỷ lệ sở hữu của BCM	Ngày hiệu lực (giữa năm-2026)
BĐS KCN			**46,817**
BCM	DCF	100%	19,911
VSIP	DCF	42-67%	21,120
Becamex Bình Phước	DCF	56%	5,786
BĐS khu dân cư			**34,658**
Thành phố mới Bình Dương	DCF	100%	28,023
Bàu Bàng, Thới Hòa	DCF	100%	6,636
Mảng khác			**25,177**
TDC	DCF	61%	407
IJC	DCF	50%	973
BW Industrial	DCF	24%	21,433
BWE	DCF	19%	2,364
BĐS đầu tư	BV		707
Đầu tư khác	BV		8,449
Tổng giá trị tài sản			**115,808**
Nợ/(tiền) thuần			(21,939)
RNAV			**93,869**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			1,035.0
RNAV/cp (đồng)			**90,700**
Chiếu khấu giả định			20%
Giá mục tiêu (đồng)			**72,600**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), BCM

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	**9.75%**	**10.25%**	**10.75%**	**11.25%**
Lãi suất phi rủi ro	**3.0%**	84,600	81,600	75,000	75,700	73,000
	3.5%	83,300	80,000	73,700	74,200	71,700
	4.0%	81,700	78,700	**72,600**	73,100	70,600
	4.5%	80,100	77,200	71,200	71,800	69,400
	5.0%	78,800	76,100	70,200	70,700	68,200

Nguồn: HSC Research

Bảng 21: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	82,600	74,300	**72,600**	57,800	49,600
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	23.3%	10.9%	**8.4%**	-13.7%	-26.0%

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

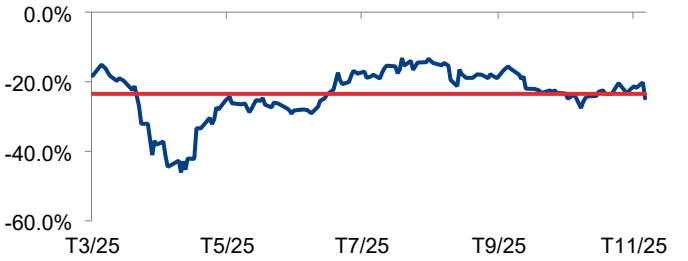
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, BCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 33,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 26,1% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3/2025 ở mức 23,5%.

Bảng 22: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

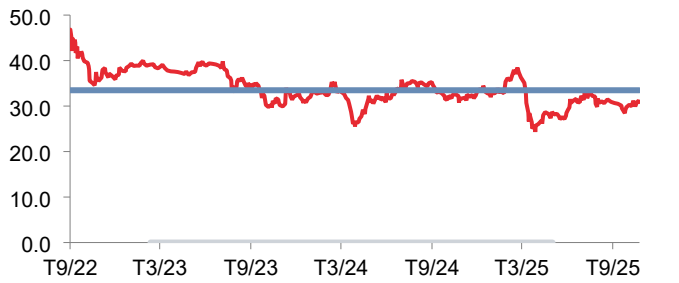
BCM hiện giao dịch với chiếu khấu thị giá so với RNAV là 26,1% (mức TB là 23,5% từ báo cáo lần đầu vào T3/2025)…



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: P/E trượt dự phóng 1 năm, BCM

…và P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,9 lần so với bình quân 3 năm ở mức 33,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	7,883	5,195	7,979	8,443	8,872
Lợi nhuận gộp	4,248	3,392	4,117	4,447	4,840
Chi phí BH&QL	(1,465)	(1,737)	(1,562)	(1,683)	(1,984)
Thu nhập khác	18.7	27.2	0	0	0
Chi phí khác	(127)	(43.5)	0	0	0
EBIT	**2,674**	**1,638**	**2,555**	**2,764**	**2,857**
Lãi vay thuần	(775)	(1,142)	(1,203)	(1,301)	(1,111)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	798	1,955	1,619	1,551	2,038
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	**2,697**	**2,451**	**2,970**	**3,014**	**3,783**
Chi phí thuế TNDN	(416)	(142)	(354)	(359)	(450)
Lợi ích cổ đông thiểu số	143	(204)	(17.8)	(354)	(676)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**2,425**	**2,106**	**2,599**	**2,301**	**2,657**
Lợi nhuận thuần ĐC	**2,425**	**2,106**	**2,599**	**2,301**	**2,657**
EBITDA ĐC	**2,942**	**1,901**	**2,691**	**2,948**	**3,041**
EPS (đồng)	2,343	2,034	2,511	2,223	2,567
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,511	2,223	2,567
DPS (đồng)	800	994	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,035	1,035	1,035	1,035	1,035

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,674	1,638	2,555	2,764	2,857
Khấu hao	(267)	(262)	(136)	(184)	(184)
Lãi vay thuần	(775)	(1,142)	(1,203)	(1,301)	(1,111)
Thuế TNDN đã nộp	(416)	(142)	(354)	(359)	(450)
Thay đổi vốn lưu động	(3,815)	(911)	(2,538)	(1,227)	(1,571)
Khác	(1,086)	(483)	310	335	380
LCT thuần từ HĐKD	**(3,151)**	**(777)**	**(1,094)**	**396**	**288**
Đầu tư TS dài hạn	(115)	(261)	(246)	(220)	(220)
Góp vốn & đầu tư	(859)	(1,286)	0	0	0
Thanh lý	351	(226)	0	0	0
Khác	1,095	614	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**472**	**(1,158)**	**(246)**	**(220)**	**(220)**
Cổ tức trả cho CSH	(828)	(1,029)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	-	-	-	-	-
Tăng/giảm nợ	3,768	3,842	660	537	537
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	**2,940**	**2,814**	**660**	**537**	**537**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,071	1,332	2,210	1,530	2,243
LCT thuần trong kỳ	**262**	**878**	**(680)**	**713**	**605**
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**1,332**	**2,210**	**1,530**	**2,243**	**2,848**
Dòng tiền tự do	**(3,265)**	**(1,038)**	**(1,340)**	**176**	**68.4**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,332	2,210	1,530	2,243	2,848
Đầu tư ngắn hạn	87.3	295	295	295	295
Phải thu khách hàng	7,024	8,066	8,624	8,968	9,524
Hàng tồn kho	19,834	21,206	22,755	24,144	25,265
Các tài sản ngắn hạn khác	164	55.9	55.9	55.9	55.9
Tổng tài sản ngắn hạn	**28,441**	**31,833**	**33,260**	**35,707**	**37,988**
TSCĐ hữu hình	4,210	3,968	3,975	3,954	3,933
TSCĐ vô hình	141	129	114	106	97.9
Bất động sản đầu tư	2,535	2,674	2,792	2,857	2,922
Đầu tư dài hạn	592	592	592	592	592
Đầu tư vào Cty LD,LK	16,634	18,896	20,205	21,421	23,078
Tài sản dài hạn khác	870	684	684	684	684
Tổng tài sản dài hạn	**24,982**	**26,943**	**28,362**	**29,615**	**31,308**
Tổng cộng tài sản	**53,423**	**58,777**	**61,623**	**65,321**	**69,296**
Nợ ngắn hạn	9,385	7,903	8,980	9,184	9,389
Phả trả người bán	747	574	632	695	764
Nợ ngắn hạn khác	11,210	10,765	10,792	11,205	11,205
Tổng nợ ngắn hạn	**22,998**	**21,453**	**22,099**	**22,810**	**23,120**
Nợ dài hạn	10,331	15,725	15,309	15,640	15,972
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	621	1,120	1,120	1,120	1,120
Tổng nợ dài hạn	**10,953**	**16,844**	**16,428**	**16,760**	**17,092**
Tổng nợ phải trả	**33,950**	**38,298**	**38,527**	**39,570**	**40,212**
Vốn chủ sở hữu	19,473	20,479	23,096	25,751	29,084
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**19,473**	**20,479**	**23,096**	**25,751**	**29,084**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**53,423**	**58,777**	**61,623**	**65,321**	**69,296**
BVPS (đ)	18,814	19,787	22,315	24,880	28,100
Nợ thuần*/(tiền mặt)	18,297	21,123	22,463	22,287	22,218

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	53.9	65.3	51.6	52.7	54.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.3	36.6	33.7	34.9	34.3
Tỷ suất LNT (%)	30.8	40.5	32.6	27.3	29.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.4	5.78	11.9	11.9	11.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	(34.1)	53.6	5.81	5.08
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	63.0	(35.4)	41.6	9.55	3.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	42.8	(13.2)	23.4	(11.5)	15.5
Tăng trưởng EPS (%)	42.8	(13.2)	23.4	(11.5)	15.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	23.4	(11.5)	15.5
Tăng trưởng DPS (%)	14.3	24.3	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	34.1	48.9	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.0	10.5	11.9	9.42	9.69
ROACE (%)	8.93	4.84	6.65	6.74	6.44
Vòng quay tài sản (lần)	0.15	0.09	0.13	0.13	0.13
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	(1.18)	(0.47)	(0.43)	0.14	0.10
Số ngày tồn kho	1,992	4,293	2,151	2,206	2,288
Số ngày phải thu	705	1,633	815	819	862
Số ngày phải trả	75.0	116	59.7	63.5	69.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	101	114	105	93.5	82.7
Nợ/tài sản (%)	39.4	43.6	41.8	40.3	38.8
EBIT/lãi vay (lần)	3.45	1.44	2.12	2.12	2.57
Nợ/EBITDA (lần)	7.15	13.5	9.57	8.93	8.84
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.24	1.48	1.51	1.57	1.64
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.1	17.4	11.5	10.9	10.3
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	47.6	34.1	31.1	30.1
P/E (lần)	28.6	32.9	26.7	30.1	26.1
P/E ĐC (lần)	28.6	32.9	26.7	30.1	26.1
P/B (lần)	3.56	3.39	3.00	2.69	2.38
Lợi suất cổ tức (%)	1.19	1.48	-	-	-

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

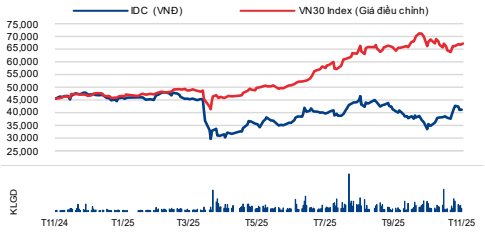
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ56,900 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 38.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	41,200
Mã Bloomberg	IDC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,827-48,208
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,480
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,635
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	593
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	92.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.3%
Tỷ lệ freefloat	60.1%
Cổ đông lớn	phần Tập đoàn SSG (22.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	16.1	(11.2)	(9.49)
So với chỉ số	17.0	(12.4)	(38.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,720	5,094	(7.3)
2026F	5,274	5,497	(4.1)
2027F	6,336	6,685	(5.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

IDC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam với hơn 4.000ha diện tích đất KCN. Ngoài ra, IDC cũng kinh doanh trong lĩnh vực BDS dân dụng, hạ tầng BOT và điện năng.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 18% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vàoy

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 18% giá mục tiêu lên 56.900đ, chủ yếu nhờ tăng dự báo lợi nhuận, định giá lại dự án và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).
- Chúng tôi tăng 9-17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ diện tích đất được bàn giao cải thiện, tăng giả định lợi nhuận từ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 6,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 41% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 22 tháng qua ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,2 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q3/2025 và xem xét lại triển vọng

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và định giá cho IDC sau khi phân tích sâu KQKD Q3/2025 và triển vọng ngành. KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ diện tích đất được bàn giao cải thiện và KQKD vững chắc từ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ KCN. Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu trong Q3/2025 thấp nhưng bắt đầu cải thiện mạnh trong Q4/2025. Trong khi đó, các dự án KCN mới được kỳ vọng sẽ thúc đẩy diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu trong vài năm tới.

Tác động: Tăng 9-17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng, HSC tăng 9,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 (lên 1.791 tỷ đồng, giảm 10,3% so với cùng kỳ) nhờ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ KCN có doanh thu và tỷ suất lợi nhuận cao hơn, cùng với việc điều chỉnh giả định chi phí bán hàng & quản lý. Cho năm FY26-27, chúng tôi tăng 16-17% dự báo lợi nhuận lên 2.001 tỷ đồng (tăng trưởng 11,7%) và 2.405 tỷ đồng (tăng trưởng 20,2%) nhằm phản ánh đóng góp mới từ dự án KCN Vinh Quang (từ năm 2026) và lợi nhuận từ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ dự kiến tăng cao. Chúng tôi dự báo IDC sẽ cho thuê lần 77/ 89/100 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027.

Dự báo mới – cao hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,4% (từ mức nền cao trong năm 2024).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu khá sâu 41% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 22 tháng (từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu) ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,2 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 38% tại giá mục tiêu mới. Với quỹ đất KCN có sẵn để cho thuê lớn tại các tỉnh quan trọng (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 1.338 ha tại Tây Ninh, TP.HCM, Bắc Ninh, Thái Bình, Hải Phòng), HSC tin rằng mảng BĐS KCN của IDC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào các ngành công nghiệp, vật liệu, tiêu dùng thiết yếu mà công ty đang có thế mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối Q3/2025 (2,3 nghìn tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, nền tảng vững chắc để công ty có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 7,3%) trong ba năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,916	4,291	3,894 ▲	4,065	4,933 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,393	1,996	1,791 ▲	2,001 ▲	2,405 ▲
EPS ĐC (đồng)	3,667	5,257	4,720 ▲	5,274 ▲	6,336 ▲
DPS (đồng)	4,644	4,716	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	15,067	17,019	16,519	18,793 ▲	22,129 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.10	2.86	3.81	3.91	3.08
P/E ĐC (lần)	11.2	7.84	8.73	7.81	6.50
Lợi suất cổ tức (%)	11.3	11.4	7.28	7.28	7.28
P/B (lần)	2.73	2.42	2.49	2.19	1.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.7)	43.4	(10.2)	11.7	20.2
ROAE (%)	28.1	37.7	30.1	29.9	31.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng 9-17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 18% giá mục tiêu lên 56.900đ, chủ yếu nhờ tăng dự báo lợi nhuận, định giá lại dự án và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026. Chúng tôi tăng 9–17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ diện tích đất bàn giao tăng cao và lợi nhuận từ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ cải thiện, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6,4%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch với mức chiết khấu 41% so với RNAV (lớn hơn so với bình quân 22 tháng ở mức 25%) và cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,2 lần.

Các dự án KCN mới và BĐS nhà ở thúc đẩy tăng trưởng từ năm 2026

IDC vừa công bố KQKD Q3/2025 tích cực, với lợi nhuận thuần và doanh thu lần lượt đạt 842 tỷ đồng (tăng 65% so với cùng kỳ) và 2,9 nghìn tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ). Kết quả này cao hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi, nhờ bàn giao được diện tích đất KCN lớn 35 ha trong Q3/2025, mảng năng lượng vững chắc (với tăng trưởng doanh thu 18% so với cùng kỳ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện 14%, so với mức bình thường là 8-10%), và sự ổn định của các hoạt HĐKD khác.

Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu trong Q3/2025 đạt 7 ha, thấp hơn kỳ vọng của HSC do vẫn còn bị ảnh hưởng bởi tâm lý tiêu cực về thuế quan. Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu 9 tháng đầu năm 2025 đạt 55 ha (so với 65 ha trong 9 tháng đầu năm 2024), hoàn thành 44% mục tiêu cả năm của IDC ở mức 124 ha. Mặc dù vậy, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu bắt đầu phục hồi trong Q4/2025 (với diện tích đất cho thuê trong tháng 10 cao hơn Q3/2025), sát với dự báo. Tính đến thời điểm hiện tại, chúng tôi ước tính diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu ở mức 70-80 ha, dự kiến sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong 6-9 tháng tới.

Đối với 4 dự án KCN mới (Vinh Quang Giai đoạn 1 (226 ha, Hải Phòng); Tân Phước 1 (470 ha, Đồng Tháp); Mỹ Xuân B1 (110 ha, TP.HCM); Phú Long (412 ha, Ninh Bình)), IDC kỳ vọng bắt đầu bàn giao đất tại KCN Vinh Quang và KCN Tân Phước 1 từ nửa cuối năm 2026 trong khi KCN Mỹ Xuân B1 và KCN Phú Long đang trong giai đoạn đầu đền bù đất. Thời điểm bàn giao dự kiến của KCN Vinh Quang sớm hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi (năm 2028). Do đó, chúng tôi dự báo KCN Vinh Quang sẽ bàn giao đất từ năm 2026 (12 ha, đóng góp 7% vào dự báo lợi nhuận thuần năm 2026).

Nhìn chung, HSC dự báo KCN Tân Phước 1 và KCN Vinh Quang sẽ bàn giao đất từ năm 2026 (10 ha và 12 ha), KCN Mỹ Xuân B1 và KCN Phú Long sẽ bàn giao từ năm 2027 (5 ha cho mỗi dự án). Các dự án mới cùng đóng góp 25% và 33% vào việc diện tích đất bàn giao trong năm 2026 (89 ha) và năm 2027 (100 ha).

Bảng 24: Quỹ đất KCN, IDC

910 ha đất công nghiệp sẽ được tung ra thị trường từ năm 2026 trở đi

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của IDC	Quỹ đất (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tiến độ
Dự án đang triển khai			**3,218**	**1,338**	**39.6%**	
Cầu Nghìn	Thái Bình	100%	184	45	56%	Đang cho thuê & bàn giao
Hựu Thạnh	Long An	100%	524	222	44%	Đang cho thuê & bàn giao
Phú Mỹ II	BR-VT	100%	621	41	91%	Đang cho thuê & bàn giao
Phú Mỹ II mở rộng	BR-VT	100%	398	88	68%	Đang cho thuê & bàn giao
Quế Võ II	Bac Ninh	51%	270	32	82%	Đang cho thuê & bàn giao
Tân Phước	Tiền Giang	65%	470	363	0.0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2026
Mỹ Xuân B1 mở rộng	BR-VT	51%	110	83	0.0%	Đang trong quá trình bồi thường đất
Vinh Quang	Hải Phòng	100%	226	162	0.0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2026
Phú Long	Ninh Bình	75%	415	301	0.0%	Đang trong quá trình bồi thường đất

Nguồn: IDC, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dự báo lợi nhuận mới: Tăng 9-17% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng, HSC tăng 9,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 (lên 1.791 tỷ đồng, giảm 10,3% so với cùng kỳ) nhờ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ KCN có doanh thu và tỷ suất lợi nhuận cao hơn, cùng với việc điều chỉnh giả định chi phí bán hàng & quản lý. Chúng tôi giữ nguyên dự báo dự báo diện tích đất bàn giao trong năm là 78 ha.

Cho năm FY26-27, chúng tôi tăng 16-17% dự báo lợi nhuận lên 2.001 tỷ đồng (tăng trưởng 11,7%) và 2.405 tỷ đồng (tăng trưởng 20,2%) nhằm phản ánh đóng góp mới từ dự án KCN Vinh Quang (từ năm 2026) và lợi nhuận từ mảng năng lượng, BOT và dịch vụ dự kiến tăng cao. Chúng tôi dự báo IDC sẽ bàn giao lần lượt 77/ 89/100 ha đất KCN trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 25: Dự báo lợi nhuận, IDC

Tỷ đồng	2024A	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
Tổng doanh thu	**8,846**	**8,054**	**3.0%**	**-9.0%**	**8,945**	**-3.6%**	**11.1%**	**10,398**	**16.2%**	**5.5%**
Lợi nhuận gộp	3,337	2,799	-4.4%	-16.1%	2,959	-14.7%	5.7%	3,556	20.2%	
Chi phí BH&QL	(398)	(472)	12.5%	18.8%	(504)	2.2%	6.6%	(586)	16.3%	
Lợi nhuận HĐ	2,939	2,327	-7.2%	-20.9%	2,455	-17.5%	5.5%	2,970	21.0%	
Thu nhập tài chính	168	238	20.9%	41.8%	156	3.6%	-34.3%	139	-11.3%	
Chi phí tài chính	(136)	(163)	-0.1%	19.7%	(142)	-0.3%	-13.1%	(110)	-22.3%	
LNTT	2,993	2,402	-5.5%	-19.8%	2,470	-17.2%	2.8%	2,998	21.4%	
Lợi nhuận thuần	**1,996**	**1,638**	**-8.7%**	**-17.9%**	**1,718**	**-15.5%**	**4.9%**	**2,081**	**21.1%**	**1.4%**

Nguồn: HSC

Động lực tăng trưởng cho năm 2026-2027 là bốn dự án KCN mới và những đóng góp mới từ nhà ở công nhân Nhơn Trạch 1 và dự án khu dân cư và nhà ở công nhân Hựu Thạnh, cùng với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định của mảng năng lượng, BOT, kho bãi và dịch vụ KCN.

HSC dự báo không có các khoản mục không thường xuyên nào đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,4% từ mức nền cao trong năm 2024.

Tăng 18% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 38%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 18% ước tính RNAV/cp lên 71.100đ, dựa trên tác động tổng hợp của việc tăng dự báo lợi nhuận, đẩy mạnh việc phát triển dự án KCN Vinh Quang, tăng định giá cho mảng kho bãi, năng lượng và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Để xác định được giá mục tiêu 56.900đ/cp, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV là 20% (không đổi) để phù hợp với mức bình quân 22 tháng là 25% và phản ánh những bất ổn liên quan đến thuế quan.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 38% tại giá mục tiêu mới. Với quỹ đất KCN có sẵn để cho thuê lớn tại các tỉnh quan trọng (tổng diện tích đất KCN có sẵn để cho thuê là 1.338 ha tại Tây Ninh, TP.HCM, Bắc Ninh, Thái Bình, Hải Phòng), HSC tin rằng mảng BĐS KCN của IDC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào các ngành công nghiệp, vật liệu, tiêu dùng thiết yếu mà công ty đang có thế mạnh. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu IDC nhờ bảng CĐKT lành mạnh với vị thế tiền mặt thuần vào cuối Q3/2025 (2,3 nghìn tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động mạnh, nền tảng vững chắc để công ty có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức là 7,3%) trong ba năm tới.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án nhà ở, nhà kho và mảng năng lượng (phân phối điện và nhà máy thủy điện). Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Đối với một số dự án BĐS nhà ở chúng tôi không có thông tin chi tiết về quy hoạch tổng thể 1/500 và mốc thời gian phát triển, các khoản đầu tư vào các công ty liên kết/liên doanh và các tài sản khác, HSC sử dụng phương pháp giá trị sổ sách để định giá các tài sản này.
- Đối với phân khúc BOT, do có mức đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận và định giá, để đơn giản hóa tiến trình định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá trên sổ sách.
- Giả định WACC là 13,7% (từ 15% trước đó). Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, hệ số beta 1,2 lần (từ 1,3 lần), và phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh 10,25% (không đổi - phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ của chúng tôi là 8,75% cộng với phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm đối với các cổ phiếu BĐS trong danh sách khuyến nghị (không đổi)).
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 26. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh trong Bảng 27 và giả định chiết khấu so với RNAV trong Bảng 28.

Bảng 26: Định giá, IDC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của IDC	NPV giữa năm 2026
Khu công nghiệp	DCF	51-100%	18,030
Năng lượng	DCF	52-100%	2,980
BOT	P/B	57.5%	470
BĐS nhà ở	DCF	51-100%	2,399
Kho bãi	DCF	100%	849
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		230
Tổng giá trị định giá lại			**24,957**
(-/+) Nợ/tiền thuần			2,019
Giá trị vốn CSH			**26,976**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			330
RNAV/cổ phiếu (đồng)			**71,100**
Chiết khấu			20%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			**56,900**

Nguồn: HSC

Bảng 27: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, IDC (VND)

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	**9.75%**	**10.25%**	**10.75%**	**11.25%**
Lãi suất phi rủi ro	**3.0%**	59,900	59,000	58,200	57,400	56,600
	3.5%	59,200	58,300	57,500	56,700	56,000
	4.0%	58,500	57,700	**56,900**	56,100	55,400
	4.5%	57,800	57,000	56,200	55,500	54,800
	5.0%	57,100	56,400	55,600	54,900	54,200

Nguồn: HSC

Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) với chiết khấu RNAV, IDC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV	10%	15%	20%	25%	30%
Giá mục tiêu (đồng)	64,000	60,400	**56,900**	53,300	49,800
Tiềm năng tăng giá từ mức thị giá hiện tại	55.3%	46.6%	**38.1%**	29.4%	20.9%

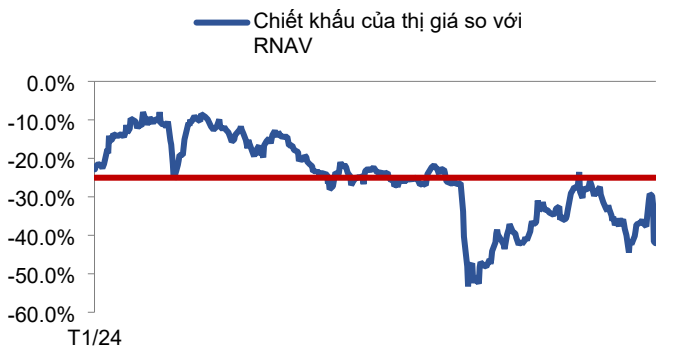
Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 29: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, IDC

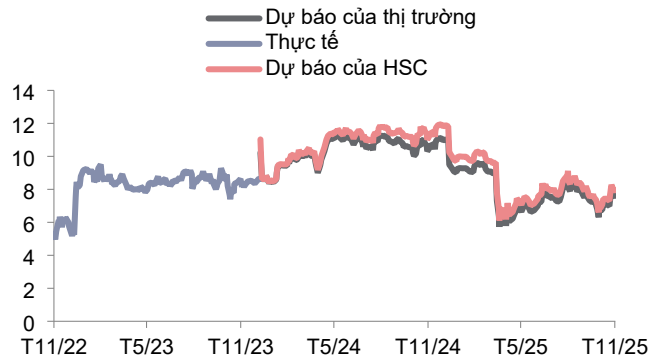
IDC đang giao dịch ở mức thị giá chiết khấu 42% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 25%



Nguồn: HSC

Bảng 30: P/E trượt dự phóng 1 năm, IDC

Hiện là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 9,2 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, IDC đang giao dịch ở mức chiết khấu khá sâu 41% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 22 tháng (từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu) ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,9 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,2 lần.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	7,237	8,846	8,282	9,150	11,158
Lợi nhuận gộp	2,422	3,337	2,889	3,158	3,939
Chi phí BH&QL	(362)	(398)	(411)	(471)	(547)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	**2,060**	**2,939**	**2,478**	**2,687**	**3,392**
Lãi vay thuần	29.2	29.6	141	54.0	(11.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.50	1.34	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(34.7)	22.7	0	0	0
LNTT	**2,056**	**2,993**	**2,619**	**2,741**	**3,381**
Chi phí thuế TNDN	(401)	(600)	(525)	(549)	(678)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(262)	(397)	(303)	(190)	(298)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**1,393**	**1,996**	**1,791**	**2,001**	**2,405**
Lợi nhuận thuần ĐC	**1,391**	**1,995**	**1,791**	**2,001**	**2,405**
EBITDA ĐC	**2,916**	**4,291**	**3,894**	**4,065**	**4,933**
EPS (đồng)	4,221	6,050	4,720	5,274	6,336
EPS ĐC (đồng)	3,667	5,257	4,720	5,274	6,336
DPS (đồng)	4,644	4,716	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	330	330	380	380	380
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	330	330	380	380	380
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,060	2,939	2,478	2,687	3,392
Khấu hao	(857)	(1,353)	(1,417)	(1,378)	(1,540)
Lãi vay thuần	29.2	29.6	141	54.0	(11.5)
Thuế TNDN đã nộp	(401)	(600)	(525)	(549)	(678)
Thay đổi vốn lưu động	555	205	(974)	(701)	(57.3)
Khác	(367)	(42.9)	(4.19)	(3.96)	(3.68)
LCT thuần từ HĐKD	**2,734**	**3,884**	**2,533**	**2,865**	**4,182**
Đầu tư TS dài hạn	(1,108)	(592)	(1,913)	(2,761)	(2,353)
Góp vốn & đầu tư	(1,041)	(3,255)	(1,132)	0	0
Thanh lý	823	2,414	0	0	0
Khác	218	159	(2.00)	(4.00)	(6.00)
LCT thuần từ HĐĐT	**(1,109)**	**(1,274)**	**(3,047)**	**(2,765)**	**(2,359)**
Cổ tức trả cho CSH	(1,532)	(1,556)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
Thu từ phát hành CP	0.06	188	0	0	0
Tăng/giảm nợ	155	(386)	1,099	177	(156)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(1,378)**	**(1,755)**	**(39.4)**	**(961)**	**(1,295)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,087	1,334	2,188	1,634	772
LCT thuần trong kỳ	**247**	**854**	**(554)**	**(862)**	**528**
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.52)	0.24	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**1,334**	**2,188**	**1,634**	**772**	**1,301**
Dòng tiền tự do	**1,626**	**3,292**	**620**	**104**	**1,829**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,334	2,188	1,634	772	1,301
Đầu tư ngắn hạn	910	2,264	3,397	3,397	3,397
Phải thu khách hàng	2,401	1,515	1,132	1,224	1,405
Hàng tồn kho	1,299	1,401	2,035	2,649	2,582
Các tài sản ngắn hạn khác	88.6	54.2	54.2	54.2	54.2
Tổng tài sản ngắn hạn	**6,032**	**7,422**	**8,252**	**8,096**	**8,738**
TSCĐ hữu hình	3,107	2,958	2,663	2,430	2,188
TSCĐ vô hình	114	112	121	125	129
Bất động sản đầu tư	6,151	2,538	2,463	3,596	5,357
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	25.2	25.2	27.2	31.2	37.2
Tài sản dài hạn khác	2,303	5,744	6,614	7,108	6,412
Tổng tài sản dài hạn	**11,700**	**11,377**	**11,889**	**13,290**	**14,123**
Tổng cộng tài sản	**17,732**	**18,800**	**20,141**	**21,386**	**22,861**
Nợ ngắn hạn	938	1,144	1,561	1,894	2,394
Phả trả người bán	314	302	295	328	395
Nợ ngắn hạn khác	1,815	2,275	1,290	1,301	1,312
Tổng nợ ngắn hạn	**3,999**	**4,532**	**4,044**	**4,521**	**5,216**
Nợ dài hạn	2,585	1,992	2,674	2,518	1,862
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	44.7	55.5	55.5	55.5	55.5
Nợ dài hạn khác	4,900	5,011	5,203	5,074	4,946
Tổng nợ dài hạn	**7,529**	**7,059**	**7,933**	**7,648**	**6,864**
Tổng nợ phải trả	**11,528**	**11,591**	**11,977**	**12,169**	**12,080**
Vốn chủ sở hữu	4,972	5,616	6,269	7,132	8,398
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,232	1,592	1,895	2,085	2,384
Tổng vốn chủ sở hữu	**6,204**	**7,208**	**8,164**	**9,217**	**10,782**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**17,732**	**18,800**	**20,141**	**21,386**	**22,861**
BVPS (đ)	15,067	17,019	16,519	18,793	22,129
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,279	(1,316)	(796)	243	(441)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	33.5	37.7	34.9	34.5	35.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	40.3	48.5	47.0	44.4	44.2
Tỷ suất LNT (%)	19.2	22.6	21.6	21.9	21.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.5	20.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(3.32)	22.2	(6.38)	10.5	21.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(25.0)	47.2	(9.24)	4.38	21.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(26.4)	43.4	(10.2)	11.7	20.2
Tăng trưởng EPS (%)	(24.7)	43.3	(22.0)	11.7	20.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.7)	43.4	(10.2)	11.7	20.2
Tăng trưởng DPS (%)	55.4	1.56	(36.4)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	110	78.0	63.6	56.9	47.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.1	37.7	30.1	29.9	31.0
ROACE (%)	14.5	21.0	16.3	16.3	19.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.42	0.48	0.43	0.44	0.50
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.33	1.32	1.02	1.07	1.23
Số ngày tồn kho	98.5	92.8	138	161	131
Số ngày phải thu	182	100	76.6	74.5	71.0
Số ngày phải trả	23.8	20.0	20.0	20.0	20.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	53.2	22.3	47.4	57.2	41.5
Nợ/tài sản (%)	22.4	18.3	22.9	22.7	20.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	296
Nợ/EBITDA (lần)	1.36	0.80	1.18	1.19	0.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.51	1.64	2.04	1.79	1.68
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.06	1.39	1.79	1.74	1.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.10	2.86	3.81	3.91	3.08
P/E (lần)	9.76	6.81	8.73	7.81	6.50
P/E ĐC (lần)	11.2	7.84	8.73	7.81	6.50
P/B (lần)	2.73	2.42	2.49	2.19	1.86
Lợi suất cổ tức (%)	11.3	11.4	7.28	7.28	7.28

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

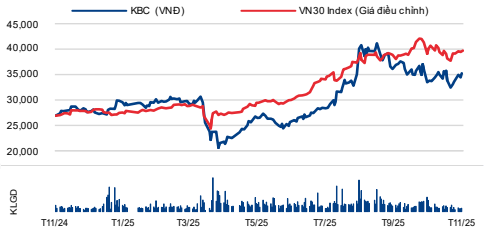
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ44,500 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 27.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	34,900
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,600-41,150
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,867
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,247
Slg CP lưu hành (tr.đv)	942
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	461
Slg CP NN được mua (tr.đv)	364
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.3%
Tỷ lệ freefloat	54.4%
Cổ đông lớn	ành Tâm và Gia Đình (24.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.96	(12.2)	29.7
So với chỉ số	5.85	(13.4)	(12.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,940	2,188	(11.3)
2026F	3,818	3,212	18.9
2027F	3,794	4,188	(9.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Quỹ đất hấp dẫn được mở khóa; Duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3,3% giá mục tiêu xuống còn 44.500đ chủ yếu do điều chỉnh giả định định giá và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Quỹ đất của KBC cũng mang lại những cơ hội mới.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng tăng 9-11% dự báo cho năm 2026-2027 nhờ diện tích đất được bàn giao cao hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 113% từ mức nền thấp trong năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN-Index, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 41%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 19,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và triển vọng đối với KBC sau khi công ty công bố lợi nhuận Q3/2025 và cập nhật tiến độ phát triển các dự án. Dự án KCN Kim Động Ân Thi và Nam Sơn Hạp Lĩnh đạt KQKD tích cực trong năm nay, trong khi thời điểm bàn giao đất tại KCN Tràng Duệ 3 đã được lùi sang năm 2026. Nhìn chung, các dự án của KBC đang được triển khai với tiến độ nhanh hơn – với quỹ đất tại nhiều dự án đang được mở khóa và bổ sung thêm các dự án mới – hỗ trợ cho triển vọng vững chắc trong trung và dài hạn của công ty.

Tác động: Tăng 9-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 ở mức 1.914 tỷ đồng, tăng trưởng 402%. Dự án Kim Động Ân Thi và Nam Sơn Hạp Lĩnh dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025. Chúng tôi tăng lần lượt 10,5% và 8,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027 lên 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 92%) và 3,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ các KCN Quế Võ mở rộng, Tràng Duệ 3, Lộc Giang, Kim Thành 2. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 và 2027 bao gồm 184/177 ha đất KCN, 20/20 ha đất ở tại dự án Tràng Cát (không đổi), dự án Phúc Ninh và các dự án nhà ở xã hội Nếnh và Tràng Duệ.

Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn bình quân dự báo của thị trường cho năm 2026 nhưng thấp hơn cho năm 2025/2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 113%, từ mức nền thấp của năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN-Index, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 41%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 19,7 lần.

Chúng tôi giảm 3,3% ước tính RNAV/cp xuống 63.400đ sau khi điều chỉnh ước tính dư nợ và các giả định định giá, và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026. Giá mục tiêu 44.500đ của chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% so với ước tính RNAV (không đổi) để phản ánh rủi ro thuế quan, tình hình quản trị doanh nghiệp yếu và rủi ro triển khai đối với các dự án BĐS nhà ở có quy mô lớn. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 27,5% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi tiếp tục tin rằng quỹ đất đáng mơ ước của KBC sẽ mang lại nhiều cơ hội phát triển mới cho cả phân khúc khu dân cư và khu công nghiệp.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,026	871	2,628 ▼	5,315	5,455 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,031	382	1,914	3,677 ▲	3,677 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,656	477	1,940 ▼	3,818 ▼	3,794 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	23,633	24,234	26,225	30,132	34,040
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.80	34.8	16.8	10.5	10.5
P/E ĐC (lần)	13.1	73.2	18.0	9.14	9.20
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.48	1.44	1.33	1.16	1.03
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	412	(82.0)	307	96.8	(0.61)
ROAE (%)	11.9	2.08	8.84	13.9	12.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng 9-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 3,3% giá mục tiêu xuống 44.500đ sau khi điều chỉnh giả định định giá và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026. Với quỹ đất đã được mở khóa mang lại nhiều cơ hội mới, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 và tăng 9–11% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 113%, từ mức nền thấp của năm 2024. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN-Index, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với RNAV (lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 41%) và cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 19,7 lần.

Đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án nhằm thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2026

KQKD Q3/2025 của KBC sát với dự báo của HSC, với lợi nhuận thuần đạt 307 tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ) trên doanh thu 1.347 tỷ đồng (tăng 42% so với cùng kỳ). Dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL, 300 ha, Bắc Ninh) là động lực tăng trưởng chính, bàn giao 17 ha đất công nghiệp – thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi – trong khi tỷ suất lợi nhuận vượt kỳ vọng ở mức 88%, nhờ sự hỗ trợ từ các khu thương mại có giá bán cao hơn.

Tính đến cuối Q3/2025, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu đạt tổng cộng 105 ha, bao gồm 50 ha tại KCN Quế Võ mở rộng (140 ha, Bắc Ninh), 30 ha tại KCN Tràng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng) và 25 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (300 ha, Bắc Ninh). Với tiến độ phát triển hiện tại, chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ bàn giao 25 ha đất tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh trong Q4/2025, trong khi việc bàn giao 30 ha tại KCN Tràng Duệ 3 có khả năng sẽ lùi sang năm 2026.

Trong các báo cáo trước, chúng tôi có lưu ý rằng KBC đang trong quá trình đàm phán với CTP Invest Ltd (một tập đoàn bất động sản công nghiệp và hạ tầng hàng đầu châu Âu) để cho thuê 30 ha tại KCN Tràng Duệ 3. Nhìn chung, KCN Tràng Duệ 3 – nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải – có vị thế tốt để trở thành một dự án rất hấp dẫn và đầy hứa hẹn, hưởng lợi từ sự hỗ trợ chính sách mạnh mẽ và được kỳ vọng sẽ thu hút dòng vốn đầu tư lớn.

HSC cũng nhận thấy KBC đang đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án KCN Lộc Giang (466 ha, Long An) và KCN Kim Thành 2 (234 ha, Hải Phòng). Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ bắt đầu bàn giao 10 ha tại KCN Lộc Giang trong năm 2026 và 20 ha tại KCN Kim Thành 2 trong năm 2027. Đối với các dự án mới khác – KCN Phú Bình (675 ha, Thái Nguyên), KCN Kim Bảng (140 ha, Hà Nam), và KCN Sông Hậu 2 (380 ha, Đồng Tháp) – chúng tôi kỳ vọng sẽ có đóng góp lợi nhuận từ năm 2028 trở đi.

Đối với mảng BĐS nhà ở, KBC đã thanh toán xong tiền sử dụng đất cho dự án Tràng Cát và đang đẩy mạnh hoạt động bán buôn tại dự án. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng KBC sẽ bàn giao 20 ha đất mỗi năm trong năm 2026-2027. Tại Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu, KBC đã tiến hành đền bù đất trong Q3/2025 và dự kiến mở bán trong năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo công ty sẽ mở bán các căn hộ thấp tầng trong năm 2027 và sẽ đóng góp lợi nhuận từ năm 2028.

Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm rằng quỹ đất của KBC đang được mở khóa và sẽ thúc đẩy tích cực tăng trưởng lợi nhuận trong những năm tới.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 31: Tiến độ các dự án của KBC

Bổ sung Kim Thành 2, Tràng Duệ 3 và Golf Complex vào nguồn cung trong Q3/2025

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tiến độ
KCN (IP)/cụm KCN (IC)		**4,304**	**2,915**		
KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	90	77	98%	Sẽ bàn giao trong năm 2025
KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	543	314	76%	Đang mở bán và bàn giao
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	200	70%	Đang mở bán và bàn giao
Kim Động Ân Thi	Hưng Yên	225	158	57%	Đang mở bán và bàn giao
KCN Tràng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	0%	Dự kiến bàn giao từ Q4/2025
Cụm KCN Lộc Giang	Long An	466	326	0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2026
KCN Nam Tân Lập	Long An	245	171	0%	2025-26
KCN Quế Võ mở rộng	Bắc Ninh	140	98	0%	2026-27
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2	Long An	50	32	0%	2027-28
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4	Long An	49	31	0%	2027-28
Cụm KCN Tân Tập	Long An	72	46	0%	2027-28
Kim Thành 2	Hải Dương	234	164	0%	2026-27
Phú Bình	Thái Nguyên	675	473	0%	2027-28
Bình Giang gđ1	Hải Dương	148	104	0%	2027-28
Sông Hậu 2	Hậu Giang	380	266	0%	2027-28
Khu dân cư		**1765.6**	**391**	**Unsold units (%)**	
Phúc Ninh	Bắc Ninh	136	45	80%	Đang tính toán phí sử dụng đất
Tràng Duệ	Hải Phòng	42	22	60-70%	Đang được mở bán và bàn giao
Nhà ở công nhân Nếnh	Bắc Giang	12.6	~6	50-60%	Đang được mở bán và bàn giao
Tràng Cát	Hải Phòng	585	196	100%	Đã hoàn tất thủ tục pháp lý, dự kiến đẩy nhanh tiến độ phát triển từ năm 2025
Khu đô thị, sinh thái và sân golf Khoái Châu	Hưng Yên	990	128	100%	Đã được phê duyệt giấy phép đầu tư, quy hoạch tổng thể 1/500

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới: Tăng 9-11% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025 ở mức 1.914 tỷ đồng, tăng trưởng 402% từ mức nền thấp trong năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận mở rộng và việc bàn giao đất tại tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh bù đắp cho sự chậm trễ trong việc bàn giao đất tại KCN Tràng Duệ 3. Dự án KCN Kim Động Ân Thi và Nam Sơn Hạp Lĩnh dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025.

Chúng tôi tăng 10,5% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 lên 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 92%) trong khi tăng 8,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 lên 3,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ KCN Quế Võ mở rộng, Tràng Duệ 3, Lộc Giang, Kim Thành 2. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 và 2027 bao gồm 184/177 ha đất KCN, 20/20 ha đất ở tại dự án Tràng Cát (không đổi), dự án Phúc Ninh và đóng góp từ các dự án nhà ở xã hội Nếnh và Tràng Duệ.

Đối với các dự án KCN mới khác – cụ thể là dự án KCN Bình Giang (Hải Phòng), KCN Phú Bình (Thái Nguyên) và KCN Sông Hậu 2 (Cần Thơ), cũng như Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu – chúng tôi dự báo sẽ có đóng góp lợi nhuận từ năm 2028 trở đi. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy KBC có tiềm năng tăng trưởng tích cực trong dài hạn nhờ có quỹ đất lớn và danh mục dự án mạnh.

HSC dự báo không có các khoản mục không thường xuyên nào đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 113% từ mức nền thấp trong năm 2024.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 32: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, KBC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 107% so với mức nền thấp năm 2024

(Tỷ đồng)	2024A	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	**2,776**	**5,891**	**-11.9%**	**112.2%**	**12,768**	**3.1%**	**116.7%**	**13,142**	**6.0%**	**2.9%**
Lợi nhuận gộp	1,283	3,191	-0.8%	148.6%	6,393	2.4%	100.4%	6,575	4.4%	2.8%
Chi phí BH&QL	(558)	(680)	12.3%	21.8%	(1,205)	2.9%	77.2%	(1,229)	-0.9%	2.1%
Lợi nhuận HĐ	726	2,511	-3.8%	246.1%	5,189	2.2%	106.6%	5,346	5.7%	3.0%
Thu nhập tài chính	451	484	0.0%	7.2%	429	-11.3%	-11.4%	276	-20.8%	-35.5%
Chi phí tài chính	(259)	(544)	26.3%	110.3%	(742)	-0.1%	36.3%	(674)	-1.9%	-9.2%
LNTT	723	2,545	-5.0%	252.3%	4,959	2.6%	94.8%	5,055	5.0%	1.9%
Lợi nhuận thuần	**382**	**1,914**	**0.4%**	**401.2%**	**3,677**	**10.5%**	**92.1%**	**3,678**	**8.7%**	**0.0%**

Nguồn: HSC

Giảm nhẹ 3,3% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 27,5%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 3,3% ước tính RNAV/cp xuống 63.400đ sau khi điều chỉnh ước tính dư nợ và các giả định định giá và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Để xác định giá mục tiêu 44.500đ, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% so với RNAV/cp (không đổi) để phản ánh rủi ro liên quan đến thuế quan, năng lực quản trị doanh nghiệp yếu và rủi ro triển khai đối với các dự án BĐS nhà ở lớn.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án nhà ở. Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá hầu hết các dự án này.
- Giả định WACC theo phương pháp DCF đối với KBC là 12,7% (từ 13,1% trước đó). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% và hệ số beta không đổi 1,2 lần, phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh là 10,25% (không đổi), sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Chúng tôi áp dụng hệ số Ke ở mức 8,8% (sau thuế) nhưng tăng giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH lên 93% từ 99%.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 33. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh và mức chiết khấu giả định so với RNAV trong Bảng 34-35

Bảng 33: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NAV giữa năm 2026
BĐS KCN	DCF	38% to 100%	30,127
Khu đô thị	DCF	87% to 100%	41,059
Tài sản thuần khác, điều chỉnh	BV		9,721
RNAV, gộp			**80,908**
(+) (Nợ)/tiền thuần			(21,164)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			59,744
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			941.7
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			**63,439**
Chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**44,500**

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 34: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định lãi suất phi rủi ro (đồng), KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	9.3%	9.8%	**10.3%**	10.8%	11.3%
3.0%	48,200	47,200	46,100	45,100	44,100
3.5%	47,300	46,300	45,300	44,300	43,300
4.0%	46,500	45,400	**44,500**	43,500	42,600
4.5%	45,600	44,600	43,700	42,700	41,800
5.0%	44,800	43,800	42,900	41,900	41,000

Nguồn: HSC

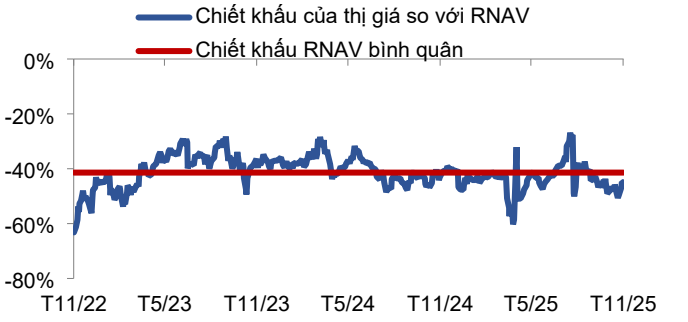
Bảng 35: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chiết khấu RNAV, KBC

Giả định chiết khấu	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	57,100	50,800	**44,500**	38,100	31,800
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	63.6%	45.6%	**27.5%**	9.2%	-8.9%

Nguồn:

Biểu đồ 36: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

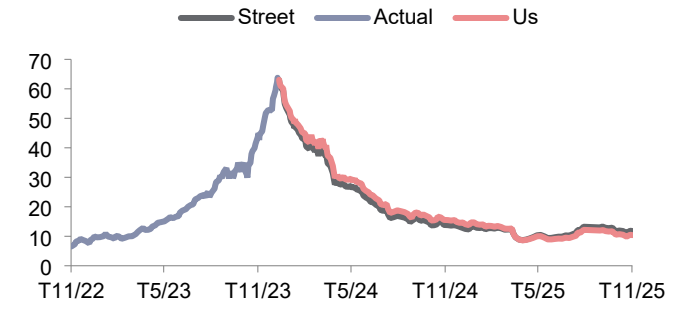
KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 45% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 41%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 37: P/E trượt dự phóng 1 năm, KBC

KBC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 19,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN-Index, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 45% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 41%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 19,7 lần.

Chúng tôi nhận thấy quỹ đất của KBC đang được mở khóa với các dự án đang trong giai đoạn đền bù đất, xây dựng và mở bán. Hơn nữa, các dự án KCN mới và một dự BĐS nhà ở có quy mô lớn trong năm 2025 đảm bảo cho đà tăng trưởng trong trung và dài hạn. Những yếu tố trên giúp KBC có được vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, dự án KDC Tràng Cát chuẩn bị được khởi công và sẽ có đóng góp đáng kể vào định giá của Công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 27,5%.

Rủi ro

Chúng tôi nhận thấy hai nguyên nhân chính dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng: (1) những bất ổn về thuế quan và hàng trung chuyển có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI vào Việt Nam, dẫn đến diện tích cho thuê đất tại các dự án thấp hơn kỳ vọng, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của KBC; và (2) rủi ro trong quá trình triển khai dự án. Các dự án KCN Tràng Cát và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (cả hai đóng góp 50%/ 62% định giá RNAV/vốn CSH: Đây là dự án khu dân cư lớn đầu tiên mà KBC tham gia, do đó có thể thấy được rủi ro trong quá trình triển khai dự án. Nếu việc triển khai dự án này bị trì hoãn, sẽ có rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,618	2,776	5,891	12,768	13,142
Lợi nhuận gộp	3,695	1,283	3,191	6,393	6,575
Chi phí BH&QL	(813)	(558)	(680)	(1,205)	(1,229)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	**2,883**	**726**	**2,511**	**5,189**	**5,346**
Lãi vay thuần	(6.75)	17.6	(5.71)	(31.0)	(39.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(8.09)	15.9	88.1	84.4	107
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	23.4	(36.6)	(48.2)	(283)	(358)
LNTT	**2,891**	**723**	**2,545**	**4,959**	**5,055**
Chi phí thuế TNDN	(646)	(299)	(560)	(1,153)	(1,175)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(214)	(41.1)	(71.5)	(130)	(203)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**2,031**	**382**	**1,914**	**3,677**	**3,677**
Lợi nhuận thuần ĐC	**2,039**	**366**	**1,826**	**3,592**	**3,571**
EBITDA ĐC	**3,026**	**871**	**2,628**	**5,315**	**5,455**
EPS (đồng)	2,646	498	2,034	3,907	3,908
EPS ĐC (đồng)	2,656	477	1,940	3,818	3,794
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	768	768	941	941	941
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	941	941	941
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	768	941	941	941

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,883	726	2,511	5,189	5,346
Khấu hao	(135)	(161)	(205)	(211)	(216)
Lãi vay thuần	(6.75)	17.6	(5.71)	(31.0)	(39.4)
Thuế TNDN đã nộp	(646)	(299)	(560)	(1,153)	(1,175)
Thay đổi vốn lưu động	(382)	3,126	(14,020)	(15,309)	(5,299)
Khác	209	(3,040)	(48.2)	(283)	(358)
LCT thuần từ HĐKD	**2,193**	**690**	**(11,918)**	**(11,376)**	**(1,310)**
Đầu tư TS dài hạn	(1,319)	(156)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(1,649)	(8,037)	0	0	0
Thanh lý	3,302	7,775	0	0	0
Khác	4.09	(968)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**338**	**(1,386)**	**(65.0)**	**(65.0)**	**(65.0)**
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	130	1.00	4,161	0	0
Tăng/giảm nợ	(3,532)	6,379	18,314	(2,915)	(481)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(3,402)**	**6,380**	**22,476**	**(2,915)**	**(481)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,683	786	6,566	17,059	2,703
LCT thuần trong kỳ	**(871)**	**5,684**	**10,493**	**(14,356)**	**(1,856)**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**812**	**6,470**	**17,059**	**2,703**	**848**
Dòng tiền tự do	**874**	**534**	**(11,983)**	**(11,441)**	**(1,375)**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	786	6,566	17,059	2,703	848
Đầu tư ngắn hạn	1,919	1,858	1,858	1,858	1,858
Phải thu khách hàng	9,933	11,547	11,311	14,945	14,888
Hàng tồn kho	12,211	13,867	24,861	37,436	42,613
Các tài sản ngắn hạn khác	442	501	501	501	501
Tổng tài sản ngắn hạn	**25,291**	**34,339**	**55,590**	**57,443**	**60,708**
TSCĐ hữu hình	449	408	381	350	315
TSCĐ vô hình	0.23	0.18	0.18	0.18	0.18
Bất động sản đầu tư	1,201	1,292	1,179	1,065	948
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,375	4,436	4,524	4,608	4,715
Tài sản dài hạn khác	2,104	4,290	4,290	4,290	4,290
Tổng tài sản dài hạn	**8,129**	**10,427**	**10,375**	**10,313**	**10,269**
Tổng cộng tài sản	**33,420**	**44,765**	**65,965**	**67,756**	**70,976**
Nợ ngắn hạn	337	368	5,283	3,849	3,789
Phả trả người bán	436	528	956	2,257	2,325
Nợ ngắn hạn khác	4,887	5,548	5,548	5,548	5,548
Tổng nợ ngắn hạn	**6,579**	**7,404**	**12,937**	**12,687**	**12,732**
Nợ dài hạn	3,322	9,745	23,144	21,664	21,243
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,130	1,134	1,134	1,134	1,134
Nợ dài hạn khác	2,195	5,800	1,920	1,636	1,352
Tổng nợ dài hạn	**6,647**	**16,680**	**26,199**	**24,434**	**23,729**
Tổng nợ phải trả	**13,226**	**24,084**	**39,136**	**37,121**	**36,461**
Vốn chủ sở hữu	18,141	18,602	24,677	28,354	32,031
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,053	2,080	2,151	2,281	2,484
Tổng vốn chủ sở hữu	**20,194**	**20,682**	**26,828**	**30,635**	**34,515**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**33,420**	**44,765**	**65,965**	**67,756**	**70,976**
BVPS (đ)	23,633	24,234	26,225	30,132	34,040
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,873	3,547	11,368	22,809	24,184

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	65.8	46.2	54.2	50.1	50.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	53.9	31.4	44.6	41.6	41.5
Tỷ suất LNT (%)	36.1	13.8	32.5	28.8	28.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.3	41.5	22.0	23.2	23.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	487	(50.6)	112	117	2.93
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	228	(71.2)	202	102	2.64
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	413	(82.0)	399	96.8	(0.61)
Tăng trưởng EPS (%)	31.0	(81.2)	309	92.1	0.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	412	(82.0)	307	96.8	(0.61)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.9	2.08	8.84	13.9	12.2
ROACE (%)	11.3	2.26	5.56	9.60	9.44
Vòng quay tài sản (lần)	0.16	0.07	0.11	0.19	0.19
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.76	0.95	(4.75)	(2.19)	(0.25)
Số ngày tồn kho	2,318	3,392	3,360	2,143	2,369
Số ngày phải thu	1,885	2,824	1,529	856	828
Số ngày phải trả	82.8	129	129	129	129
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.9	23.1	49.9	83.4	78.2
Nợ/tài sản (%)	12.6	24.3	44.5	38.9	36.5
EBIT/lãi vay (lần)	427	N/a	439	167	136
Nợ/EBITDA (lần)	1.40	12.3	10.8	4.88	4.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.84	4.64	4.30	4.53	4.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.28	10.9	7.50	4.36	4.34
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.80	34.8	16.8	10.5	10.5
P/E (lần)	13.2	70.1	17.2	8.93	8.93
P/E ĐC (lần)	13.1	73.2	18.0	9.14	9.20
P/B (lần)	1.48	1.44	1.33	1.16	1.03
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

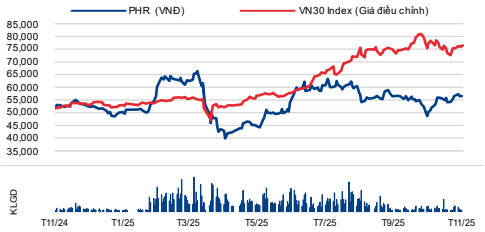
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ66,000 *(từ VNĐ65,500)*
Tiềm năng tăng/giảm: 17.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	56,100
Mã Bloomberg	PHR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,878-66,382
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,560
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,602
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	288
Slg CP lưu hành (tr.đv)	135
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.8%
Tỷ lệ freefloat	20.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Cao su VN (66.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	11.8	(1.60)	8.33
So với chỉ số	12.7	(2.89)	(26.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,341	5,430	(20.1)
2026F	6,460	8,270	(21.9)
2027F	7,055	8,610	(18.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp sản xuất mủ cao su lớn và đang thay đổi chiến lược sang phát triển KCN nhờ vào lợi thế quỹ đất cao su lớn tại tỉnh Bình Dương.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Tăng 27% dự báo lợi nhuận năm 2025; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 66.000đ (tiềm năng tăng giá 17,6%), sau khi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026. Chúng tôi nhận thấy PHR vẫn là một câu chuyện đầu tư hấp dẫn nhờ kế hoạch chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp.
- Chúng tôi tăng 27,4% dự báo lợi nhuận năm 2025 lên 600 tỷ đồng (tăng trưởng 27,9%) trong khi giữ nguyên phần lớn dự báo năm 2026-2027 ở mức 893 tỷ đồng (tăng trưởng 49%) và 976 tỷ đồng (tăng trưởng 9,3%). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 27,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 25% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và các giả định định giá đối với PHR sau khi công ty công bố KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng (259 tỷ đồng, tăng 167% so với cùng kỳ), nhờ giá bán cao su cải thiện và tiền đền bù đất từ dự án KCN VSIP III. Nhìn chung, chúng tôi tăng 27,4% dự báo lợi nhuận năm 2025 lên 600 tỷ đồng (tăng trưởng 27,9%) trong khi tiếp tục kỳ công ty sẽ nhận được tiền đền bù đất từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 trong năm 2026-2027.

Tác động: Tăng 28% dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC tăng 27,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 600 tỷ đồng (tăng trưởng 27,9%) dựa trên giả định giá bán cao su cải thiện và tiền đền bù đất từ dự án KCN VSIP III. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng mạnh 49% lên 893 tỷ đồng nhờ tiền đền bù đất từ dự án KCN Bắc Tân Uyên 1. Dựa trên mức tăng trưởng lợi nhuận 9,3% trong năm 2027 nhờ tiền đền bù đất từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và đóng góp mới từ dự án KCN Tân Lập 1, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 27,6%.

Nhìn chung dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn 18-22% so với bình quân dự báo thị trường cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 27,6%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng nhẹ giá mục tiêu lên 66.000đ (từ 65.500đ - tiềm năng tăng giá: 17,6%). Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV là 10% (không đổi) – thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24% do thời điểm phê duyệt dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 đến sớm hơn nhiều so với dự kiến. Dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm tới khi PHR bàn giao đất để phát triển KCN Bắc Tân Uyên 1 và ghi nhận lợi nhuận từ tiền bồi thường đất.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 25% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	333	410	474 ▲	455 ▲	630 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	622	469	600 ▲	893	976
EPS ĐC (đồng)	4,494	3,391	4,341 ▲	6,460	7,055
DPS (đồng)	5,273	3,253	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	26,922	27,677	29,017	32,478	36,532
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.3	18.2	14.9	16.3	11.9
P/E ĐC (lần)	12.5	16.5	12.9	8.68	7.95
Lợi suất cổ tức (%)	9.40	5.80	5.35	5.35	5.35
P/B (lần)	2.08	2.03	1.93	1.73	1.54
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	28.0	48.8	9.21
ROAE (%)	17.9	12.7	15.6	21.4	20.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dự báo lợi nhuận năm 2026 tăng mạnh; Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 66.000đ (tiềm năng tăng giá: 17,6%), sau khi lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2026. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu PHR nhờ có câu chuyện chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp hấp dẫn và tăng 27% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 lên 600 tỷ đồng trong khi giữ nguyên phần lớn dự báo cho năm 2026-2027, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27,6%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 25% so với ước tính RNAV và cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm.

KQKD Q3/2025 tạo nền tảng cho KQKD năm 2025 vững chắc

KQKD Q3/2025 của PHR cao hơn kỳ vọng của HSC, với lợi nhuận thuần đạt 259 tỷ đồng (tăng 164% so với cùng kỳ) trên doanh thu 617 tỷ đồng, tăng 50% so với cùng kỳ. Lợi nhuận tăng mạnh là nhờ doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng cao su cải thiện và tiền đền bù đất từ dự án KCN VSIP III (giai đoạn 2).

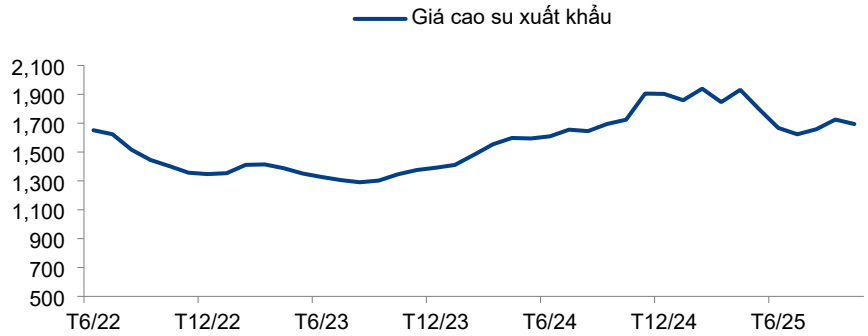
Trong 9 tháng đầu năm 2025, sản lượng tiêu thụ cao su của PHR đạt 20.044 tấn, tăng 15% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân đạt 49 triệu đồng/tấn, tăng 14,4% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ sát với dự báo của chúng tôi, hoàn thành 65% dự báo cho cả năm. Trong khi đó, giá bán bình quân cao hơn 7% so với kỳ vọng của chúng tôi.

Theo Cục Xuất nhập khẩu, Bộ Công Thương, sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam có thể tăng chậm lại do nhu cầu từ Trung Quốc có dấu hiệu suy yếu. Dữ liệu từ cục Hải quan của Trung Quốc cho thấy sản lượng nhập khẩu cao su tăng nhẹ, trong khi báo cáo của Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) cho thấy nguồn cung cao su toàn cầu tăng cao nhưng sản lượng tiêu thụ giảm. Sản lượng cao su của Thái Lan cũng được dự báo tăng cao. Với nguồn cung tăng và nhu cầu suy yếu, giá cao su có khả năng phải chịu áp lực trong ngắn hạn.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ ở mức 30.700 tấn nhưng điều chỉnh tăng giá bán bình quân lên 48,5 triệu đồng/tấn cho cả năm (so với mức giá 49 triệu đồng/tấn trong 9 tháng đầu năm 2025).

Biểu đồ 38: Giá cao su xuất khẩu bình quân, Việt Nam

Giá cao su xuất khẩu bình quân tăng 7,4% trong 10 tháng đầu năm 2025



Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Ngày 29/5/2025, UBND tỉnh Bình Dương đã phê duyệt chủ trương đầu tư và chọn Tập đoàn Thaco làm chủ đầu tư cho dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 (786 ha, Bình Dương). Dự án nằm trên đất cao su của PHR. Theo đó, PHR sẽ nhận được tiền bồi thường từ việc bàn giao đất cho Tập đoàn Thaco. Trong buổi trao đổi gần nhất với HSC, BLĐ cho biết PHR và Tập đoàn Thaco vẫn đang đàm phán giá đền bù.

Lưu ý, chúng tôi phản ánh việc này vào mô hình dự báo lợi nhuận và giả định giá đền bù sẽ là 2,5 tỷ đồng/ha, chia thành hai đợt, với đợt 1 là 1.022 tỷ đồng (1,3 tỷ đồng/sẽ

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

được chi trả trong năm 2026-2027 (sớm hơn một năm so với dự báo trước đó) và đợt 2 là 1,2 tỷ đồng/ha sẽ được chi trả hằng năm khi chủ đầu tư giao đất cho khách thuê (có khả năng từ năm 2026). Cách thức này tương tự với lần bàn giao đất cao su cho VSIP để phát triển dự án KCN VSIP III vào năm 2022-2023.

Bảng 39: Tiến độ các dự án khu công nghiệp, PHR

Bắc Tân Uyên 1 được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong các năm tới

KCN	Tỷ lệ sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Năm bắt đầu cho thuê	Tỷ lệ lấp đầy	Tiến độ dự án
Tân Bình 1	80%	352	244	-	100%	Lấp đầy hoàn toàn
Nam Tân Uyên III	33%	346	255	2024	15%	Đang mở bán & bàn giao
VSIP 3	20%	1,000	650	2023	11%	Đang xây dựng, dự kiến bàn giao trong nửa cuối năm 2025
Tân Lập 1	51%	200	140	2026-2027	0%	Chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương
Bắc Tân Uyên 1	N/a	787	551	2026-2027	0%	Chính sách đầu tư được phê duyệt, dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận từ năm 2026-2027

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng 27,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 600 tỷ đồng (tăng trưởng 27,9%) dựa trên giả định giá bán cao su cải thiện và tiền đền bù đất từ dự án KCN VSIP III. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ tăng mạnh 49% lên 893 tỷ đồng nhờ tiền đền bù đất từ dự án Bắc Tân Uyên 1. Dựa trên mức tăng trưởng lợi nhuận 9,3% trong năm 2027 nhờ tiền đền bù đất từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và đóng góp mới từ dự án KCN Tân Lập 1, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 27,6%.

Chúng tôi dự báo không có khoản mục không thường xuyên trong giai đoạn 2025-2027 Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 27,6%.

Bảng 40: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, PHR

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 27,6% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2024A	2025F	% điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	% điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	% điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	**1,633**	**1,748**	**6.0%**	**7.1%**	**1,750**	**3.3%**	**0.1%**	**2,278**	**3.8%**	**30.1%**
Cao su & gỗ	1,520	1,667	4.9%	9.7%	1,691	3.4%	1.4%	1,792	4.9%	6.0%
Cho thuê KCN	87	70	45.8%	-19.2%	48	0.1%	-31.4%	473	0.0%	884.2%
Lợi nhuận gộp	423	454	18.6%	7.5%	435	9.8%	-4.3%	658	5.7%	51.4%
Chi phí BH&QL	(157)	(154)	1.5%	-1.6%	(157)	0.5%	1.6%	(208)	1.2%	32.4%
Lợi nhuận tài chính	170	185	3.6%	9.1%	169	1.1%	-8.9%	163	6.5%	-3.5%
Thu nhập từ cty LD, LK	56	66	10.0%	17.9%	58	-12.6%	-12.6%	59	-17.6%	3.0%
Thu nhập khác	64	155	82.0%	140.5%	555	-0.8%	259.2%	590	0.2%	6.3%
LNTT	556	706	27.4%	27.0%	1,060	2.7%	50.2%	1,264	2.6%	19.2%
Lợi nhuận thuần	**469**	**600**	**27.4%**	**27.9%**	**893**	**1.2%**	**48.8%**	**976**	**2.1%**	**9.3%**

Nguồn: HSC

Tăng nhẹ giá mục tiêu lên 66.000đ, Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng nhẹ giá mục tiêu lên 66.000đ (từ 65.500đ - tiềm năng tăng giá: 17,6%). Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu giả định so với RNAV là 10% (không đổi) – thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24% do thời điểm phê duyệt dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 đến sớm hơn nhiều so với dự kiến. Dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm tới khi PHR bàn giao đất để phát triển KCN Bắc Tân Uyên 1 và ghi nhận lợi nhuận từ tiền bồi thường đất. Chi tiết như sau:

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Giả định WACC của NLG là 15,2% (không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 9%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Hệ số beta cũng cao hơn ở mức 1,15 lần (không đổi).
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả các KCN. Chúng tôi phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận các KCN Tân Bình 1, Tân Lập 1, VSIP III, Bắc Tân Uyên 1, NTC 3 (NTC 3 thuộc CTCP Nam Tân Uyên (NTC, chưa khuyến nghị). Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá 33% cổ phần NTC mà PHR sở hữu.
- Tổng giá trị tài sản hoạt động gộp của mảng BĐS KCN (bao gồm giá trị của các KCN, khoản đầu tư vào NTC và doanh thu từ việc chuyển nhượng đất) đóng góp bình quân 58% định giá của PHR.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng cao su bao gồm sản xuất và kinh doanh cao su và gỗ. Mảng này đóng góp bình quân 15% định giá của PHR.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).
- Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những các điều chỉnh liên quan đến giả định lãi suất phi rủi ro trong Bảng 41 và giả định mức chiết khấu so với RNAV (Bảng 42, 43).

Bảng 41: Tính toán RNAV, PHR

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của PHR	NAV
BĐS KCN	DCF	20-100%	3,732
Cao su & gỗ	DCF	100%	1,514
Tài sản khác	BV	100%	223
Đầu tư vào NTC	RNAV	33%	2,308
Tổng giá trị định giá lại			**7,777**
(+) (Nợ)/Tiền thuần			2,300
Giá trị của vốn CSH			**10,077**
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			135.5
Giá trị vốn CSH của cổ phiếu			**74,400**
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu			**66,600**

Nguồn: HSC

Bảng 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, PHR

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	71,000	70,000	68,000	67,000	66,000
	3.5%	70,000	69,000	67,000	66,000	65,000
	4.0%	69,000	68,000	**66,000**	65,000	64,000
	4.5%	68,000	67,000	65,000	64,000	63,000
	5.0%	67,000	66,000	65,000	63,000	63,000

Nguồn: HSC

Bảng 43: Phân tích độ nhạy của của giá mục tiêu với giả định RNAV điều chỉnh (đồng), PHR

Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giả định:	0%	5%	10%	15%	20%
Giá mục tiêu	74,400	70,680	**66,000**	63,240	59,520
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		26.0%	**17.6%**	12.7%	6.1%

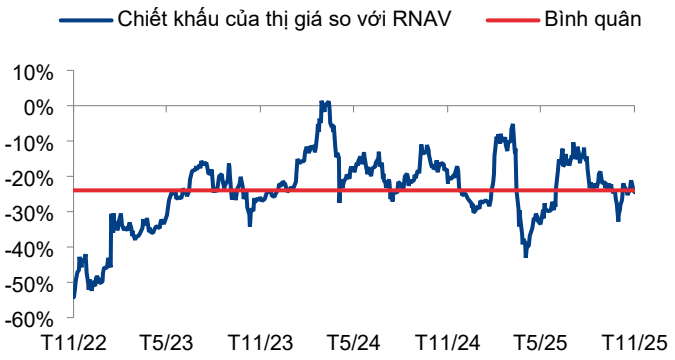
Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 44: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PHR

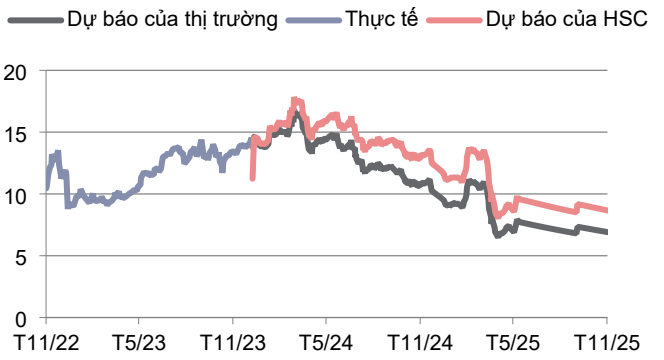
PHR đang giao dịch với mức thị giá chiết khấu của thị giá so với RNAV là 29%, so với bình quân 3 năm là 24%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 45: P/E trượt dự phóng 1 năm, PHR

PHR hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 13,9 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 24%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần. Câu chuyện về việc chuyển đổi đất cao su thành đất KCN rất hấp dẫn và ngày càng rõ ràng hơn, điều này dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận trong hai năm tới.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	1,351	1,633	1,748	1,750	2,278
Lợi nhuận gộp	330	423	454	435	658
Chi phí BH&QL	(135)	(157)	(154)	(157)	(208)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	**195**	**266**	**300**	**278**	**451**
Lãi vay thuần	141	103	112	104	96.7
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	82.4	56.0	66.0	57.7	59.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	376	132	228	620	657
LNTT	**795**	**556**	**706**	**1,060**	**1,264**
Chi phí thuế TNDN	(131)	(60.9)	(102)	(166)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(41.6)	(25.5)	(3.32)	(0.48)	(37.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**622**	**469**	**600**	**893**	**976**
Lợi nhuận thuần ĐC	**609**	**460**	**588**	**875**	**956**
EBITDA ĐC	**333**	**410**	**474**	**455**	**630**
EPS (đồng)	4,592	3,465	4,430	6,592	7,204
EPS ĐC (đồng)	4,494	3,391	4,341	6,460	7,055
DPS (đồng)	5,273	3,253	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	135	135	135	135	135

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	195	266	300	278	451
Khấu hao	(138)	(144)	(174)	(177)	(179)
Lãi vay thuần	141	103	112	104	96.7
Thuế TNDN đã nộp	(131)	(60.9)	(102)	(166)	(250)
Thay đổi vốn lưu động	(42.1)	(152)	229	(198)	140
Khác	(3.57)	(67.7)	40.0	434	448
LCT thuần từ HĐKD	**298**	**232**	**753**	**628**	**1,065**
Đầu tư TS dài hạn	(70.5)	(68.8)	(111)	(751)	(998)
Góp vốn & đầu tư	(1,679)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	1,881	2,042	0	0	0
Khác	214	193	188	186	209
LCT thuần từ HĐĐT	**346**	**517**	**77.2**	**(565)**	**(790)**
Cổ tức trả cho CSH	(714)	(441)	(406)	(406)	(406)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	51.0	(264)	0	745	682
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(663)**	**(705)**	**(406)**	**339**	**275**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	166	146	190	614	1,016
LCT thuần trong kỳ	**(19.9)**	**44.0**	**424**	**402**	**550**
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.13)	0.54	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**146**	**190**	**614**	**1,016**	**1,566**
Dòng tiền tự do	**227**	**163**	**642**	**(123)**	**66.4**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	146	190	614	1,016	1,566
Đầu tư ngắn hạn	1,997	1,683	1,683	1,683	1,683
Phải thu khách hàng	193	200	193	198	218
Hàng tồn kho	322	417	212	407	253
Các tài sản ngắn hạn khác	104	82.3	82.3	82.3	82.3
Tổng tài sản ngắn hạn	**2,762**	**2,572**	**2,785**	**3,386**	**3,802**
TSCĐ hữu hình	1,779	1,809	1,701	1,589	1,475
TSCĐ vô hình	0.59	0.48	0.33	0.18	0.02
Bất động sản đầu tư	185	171	192	216	243
Đầu tư dài hạn	250	172	172	172	172
Đầu tư vào Cty LD,LK	323	379	445	503	562
Tài sản dài hạn khác	861	839	779	1,394	2,253
Tổng tài sản dài hạn	**3,399**	**3,371**	**3,290**	**3,874**	**4,705**
Tổng cộng tài sản	**6,161**	**5,943**	**6,075**	**7,260**	**8,507**
Nợ ngắn hạn	277	60.0	60.0	360	360
Phả trả người bán	47.7	46.5	63.9	65.2	69.4
Nợ ngắn hạn khác	514	465	477	495	515
Tổng nợ ngắn hạn	**881**	**620**	**649**	**968**	**994**
Nợ dài hạn	41.8	0	0	445	1,127
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	4.52	1.68	1.68	1.68	1.68
Nợ dài hạn khác	1,417	1,391	1,308	1,260	1,212
Tổng nợ dài hạn	**1,463**	**1,393**	**1,310**	**1,707**	**2,341**
Tổng nợ phải trả	**2,345**	**2,012**	**1,959**	**2,675**	**3,335**
Vốn chủ sở hữu	3,648	3,750	3,932	4,401	4,950
Lợi ích cổ đông thiểu số	168	181	184	184	222
Tổng vốn chủ sở hữu	**3,816**	**3,931**	**4,116**	**4,585**	**5,172**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**6,161**	**5,943**	**6,075**	**7,260**	**8,507**
BVPS (đ)	26,922	27,677	29,017	32,478	36,532
Nợ thuần*/(tiền mặt)	173	(130)	(554)	(211)	(79.5)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	24.5	25.9	26.0	24.8	28.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	24.7	25.1	27.1	26.0	27.6
Tỷ suất LNT (%)	46.1	28.7	34.3	51.0	42.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	16.5	10.9	14.5	15.7	19.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(20.9)	20.9	7.06	0.11	30.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(11.9)	23.0	15.7	(4.15)	38.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	28.0	48.8	9.21
Tăng trưởng EPS (%)	(29.9)	(24.5)	27.9	48.8	9.29
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	28.0	48.8	9.21
Tăng trưởng DPS (%)	97.6	(38.3)	(7.78)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	115	93.9	67.7	45.5	41.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.9	12.7	15.6	21.4	20.9
ROACE (%)	3.79	5.01	5.58	4.75	6.53
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.27	0.29	0.26	0.29
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.52	0.87	2.51	2.26	2.36
Số ngày tồn kho	115	126	59.9	113	56.9
Số ngày phải thu	69.0	60.2	54.4	54.9	49.1
Số ngày phải trả	17.1	14.0	18.0	18.1	15.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	4.95	(3.38)	(14.0)	(4.70)	(1.51)
Nợ/tài sản (%)	5.30	1.07	1.05	11.1	17.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.98	0.15	0.13	1.78	2.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.13	4.15	4.29	3.50	3.82
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.75	4.57	4.03	4.22	3.30
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.3	18.2	14.9	16.3	11.9
P/E (lần)	12.2	16.2	12.7	8.51	7.79
P/E ĐC (lần)	12.5	16.5	12.9	8.68	7.95
P/B (lần)	2.08	2.03	1.93	1.73	1.54
Lợi suất cổ tức (%)	9.40	5.80	5.35	5.35	5.35

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

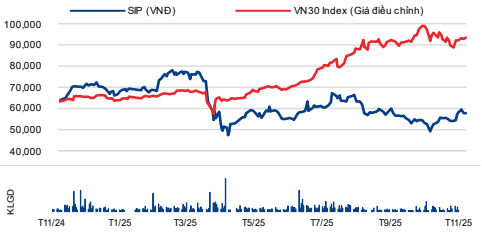
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG - SVRG CORP (SIP - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ86,000 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 49.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	57,700
Mã Bloomberg	SIP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,485-78,042
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,336
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,148
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	461
Slg CP lưu hành (tr.đv)	211
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	103
Slg CP NN được mua (tr.đv)	10.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	44.1%
Tỷ lệ freefloat	53.4%
Cổ đông lớn	ı tư và Phát triển Đô (19.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	14.0	(5.80)	(8.87)
So với chỉ số	14.9	(7.04)	(38.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,773	3,597	60.5
2026F	4,707	4,830	(2.5)
2027F	4,956	5,266	(5.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SIP là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, sở hữu hơn 3.200 ha đất cho thuê tại các KCN phía Nam. Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực tiện ích và bất động sản nhà ở.

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

KQKD vững chắc trong môi trường bất ổn; Duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào và tăng 7,5% giá mục tiêu lên 86.000đ, nhằm phản ánh tác động của việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).
- Chúng tôi tăng lần lượt 31,1%, 5,9% và 4,9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ doanh thu mảng tiện ích cao hơn, ghi nhận doanh thu từ dự án Khu đô thị Phước Đông và lợi nhuận HĐ tài chính cải thiện. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 7,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn 30,6% so với chỉ số VN Index, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 14 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích KQKD Q3/2025 và triển vọng

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và giả định định giá đối với SIP sau khi phân tích KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, vốn cao hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ doanh thu mảng tiện ích cao hơn kỳ vọng. Trong quý, SIP ghi nhận lợi nhuận 366 tỷ đồng (tăng 21,2% so với cùng kỳ và tăng 11,6% so với quý trước) và doanh thu 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ và tăng 4,9% so với quý trước). Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của SIP đạt lần lượt 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng 9,9% so với cùng kỳ) và 1.026 tỷ đồng (tăng 21,2% so với cùng kỳ). Kết quả trên hoàn thành 78% và 92,3% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027

Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng bình quân 14%, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến đạt 1.458 tỷ đồng (tăng trưởng 24,6%) trong năm 2025, 1.200 tỷ đồng (giảm 17,7% so với cùng kỳ) trong năm 2026 và 1.260 tỷ đồng (tăng trưởng 5%) trong năm 2027. HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận chủ yếu dựa trên việc (1) tăng dự báo doanh thu mảng tiện ích, do khách thuê của SIP ít chịu ảnh hưởng từ thị trường Mỹ, (2) phản ánh việc mở bán các căn hộ thấp tầng tại Khu đô thị Phước Đông, và (3) lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn từ các khoản cho vay và tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm là 7,5% và 6,3% trong giai đoạn 2024-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8,3% trong 1 tháng qua, khi thị trường bắt đầu quan tâm cổ phiếu BĐS KCN trở lại, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết trên sàn HoSE từ ngày 23/8/2023 ở mức 14 lần và cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 45,9% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 7%), sát với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45,6%.

Với mức thuế quan cuối cùng được công bố và Việt Nam không ở thế bất lợi so với các đối thủ cạnh tranh chính, HSC cho rằng thị trường đã lo ngại quá mức về tác động tiêu cực của thuế quan đối với các nhà phát triển BĐS KCN. SIP vẫn là một doanh nghiệp đặc biệt với dòng tiền mạnh và mảng tiện ích vững chắc, bên cạnh quỹ đất công nghiệp lớn nằm ở vị trí chiến lược tại miền Nam. Chúng tôi tăng 7,5% giá mục tiêu lên 86.000đ. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,101	1,321	1,628 ▲	1,635 ▲	1,689
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	927	1,170	1,458 ▲	1,200 ▲	1,261
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,248	5,773 ▲	4,707 ▲	4,956 ▲
DPS (đồng)	2,892	1,705	1,565	1,800	1,800
BVPS (đồng)	22,156	23,121	25,024 ▲	28,667 ▲	32,589 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	11.4	11.1	10.8	10.3
P/E ĐC (lần)	12.3	11.0	10.00	12.3	11.6
Lợi suất cổ tức (%)	5.01	2.95	2.71	3.12	3.12
P/B (lần)	2.60	2.50	2.31	2.01	1.77
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	11.5	10.0	(18.5)	5.28
ROAE (%)	24.1	26.3	26.7	18.5	17.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mảng tiện ích vững chắc hỗ trợ lợi nhuận trong dài hạn

HSC tăng 7,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 86.000đ, dựa trên: (1) việc tăng giả định định giá NAV của mảng tiện ích sau khi tăng giả định triển vọng lợi nhuận sau công bố thuế quan của Mỹ; và (2) việc chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 từ giữa năm 2026. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến đạt 1.458 tỷ đồng (tăng trưởng 24,6%) trong năm 2025, 1.200 tỷ đồng (giảm 17,7% so với cùng kỳ) trong năm 2026 và 1.260 tỷ đồng (tăng trưởng 5%) trong năm 2027. Nhà đầu tư đã lo ngại quá mức về tác động của thuế quan. SIP đang được định giá rẻ khi giao dịch với mức chiết khấu 45,9% so với RNAV (sát với bình quân kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45,6%). Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bổ sung thông tin về KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025

KQKD Q3/2025 vừa được công bố của SIP cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc và ổn định lên 366 tỷ đồng (tăng 21,2% so với cùng kỳ và tăng 11,6% so với quý trước) trên doanh thu 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ và tăng 4,9% so với quý trước).

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của SIP đạt lần lượt 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng 9,9% so với cùng kỳ) và 1.026 tỷ đồng (tăng 21,2% so với cùng kỳ). Kết quả trên hoàn thành 78% và 92,3% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Những nội dung chính bao gồm:

Doanh thu cho thuê đất KCN: Ổn định, không có hoạt động bàn giao đất trong Q3/2025, có thể do thời gian thực hiện giao dịch

Doanh thu cho thuê đất KCN vẫn ổn định ở mức 100 tỷ đồng (tăng 10,7% so với cùng kỳ hoặc tăng 9% so với quý trước). Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù công ty không phát sinh hoạt động bàn giao đất trong Q3/2025, diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 63,7% KHKD cho cả năm (và dự báo của chúng tôi) ở mức 28,7 ha/45 ha. Tại buổi trao đổi với chúng tôi trong thời gian gần đây, BLĐ cho biết hiện đang tích cực đàm phán với nhiều khách hàng và dự kiến sẽ công bố diện tích đất mới được cho thuê khi công tác đàm phán hoàn tất.

Bất chấp xu hướng trong quá khứ của SIP là diện tích đất bàn giao luôn cao hơn mục tiêu được đề ra, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo thận trọng để công ty có thể đạt mục tiêu bàn giao 45 ha đất KCN trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng công ty không ghi nhận diện tích đất được bàn giao trong Q3/2025 là do thời điểm thực hiện giao dịch. Chúng tôi cũng lưu ý rằng do phương pháp ghi nhận doanh thu của SIP (*xem thêm ở phần định giá, phương thức hạch toán của công ty*), KQKD của mảng này sát với dự báo của chúng tôi, với doanh thu 9 tháng đầu năm 2025 đạt 310 tỷ đồng, hoàn thành 72,7% dự báo cho năm 2025.

Mảng tiện ích vững chắc, nhờ giá điện tăng và công suất hoạt động của khách hàng cải thiện

Mảng tiện ích vẫn vững chắc, với doanh thu 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ hoặc tăng 2,4% so với quý trước), cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Lưu ý rằng, SIP vận hành phân khúc điện bằng cách mua điện theo giá bán buôn của EVN cho các KCN và bán lại cho khách thuê với phụ phí bảo trì lưới điện 5%. Mặc dù hoạt động này mang lại tỷ suất lợi nhuận khá mỏng, nhưng việc EVN tăng giá điện trong thời gian gần đây (có hiệu lực từ Q2/2025) giúp doanh thu tăng tương ứng trong dài hạn.

Hơn nữa, chúng tôi tin rằng khách thuê của SIP vẫn duy trì hoạt động ổn định và không bị ảnh hưởng đáng kể bởi thuế quan. Do đó, sản lượng điện tiêu thụ vẫn ổn định. Theo BLĐ, 70–80% khách thuê của công ty xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ, do đó tác động của thuế quan đối với hoạt động sản xuất của khách thuê không đáng kể.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BĐS nhà ở – Bàn giao 100/200 căn hộ thấp tầng tại Khu đô thị Phước Đông

SIP đã hoàn thành công tác bán hàng và bàn giao hơn 100 căn hộ thấp tầng tại dự án Khu đô thị Phước Đông, khoảng một nửa trong số 200 căn hộ được mở bán vào tháng 6/2025. Dựa trên giá chào bán trong khoảng 1 tỷ đồng đến 1,5 tỷ đồng/căn, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ vững chắc ở mức 40%. SIP đã ghi nhận 136 tỷ đồng doanh thu từ mảng này tính đến 9 tháng đầu năm 2025. Chúng tôi dự báo các căn hộ còn lại sẽ được mở bán và ghi nhận doanh thu trong giai đoạn Q4/2025–Q1/2026 và đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận HĐ tài chính để phản ánh kế hoạch mở bán các căn hộ này.

Lợi nhuận: Điều chỉnh tăng, chủ yếu nhờ mảng Tiện ích & Bất động sản

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, với chi tiết như sau.

Cho năm 2025, chúng tôi tăng 31,1% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.458 tỷ đồng (tăng trưởng 24,6%) trên doanh thu 8.629 tỷ đồng (tăng trưởng 10,6%) nhằm phản ánh việc cập nhật các giả định liên quan đến:

- **Doanh thu mảng Tiện ích cao hơn:** Nhờ giá điện và công suất hoạt động cao hơn (do khách thuê của SIP ít xuất khẩu sang thị trường Mỹ, điều này được chứng minh bằng KQKD vững chắc trong 9 tháng đầu năm 2025).
- **Bàn giao căn hộ tại Khu đô thị Phước Đông:** Cập nhật mốc thời gian ghi nhận doanh thu cho 200 căn hộ thấp tầng đã được bán tại Khu đô thị Phước Đông sẽ diễn ra trong giai đoạn năm 2025 – nửa đầu năm 2026.
- **Doanh thu HĐ tài chính cải thiện:** Thu nhập từ lãi tiền gửi cao hơn (có thể do lãi suất tăng trong thời gian gần đây) từ các khoản tiền cho vay và tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn.
- **Các khoản lợi nhuận thường xuyên:** Bao gồm các khoản mục khoản mục không thường xuyên khác được SIP ghi nhận trong 9 tháng đầu năm 2025, đạt 37 tỷ đồng.

Cho năm 2026-2027, HSC tăng lần lượt 8,9% và 5,4% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, chủ yếu do cập nhận giả định doanh thu mảng tiện ích và lợi nhuận HĐ tài chính (như đã thảo luận ở phần trên).

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 sẽ đạt 1.200 tỷ đồng (giảm 17,7% so với cùng kỳ, so với mức nền cao trong năm 2025) và 1.260 tỷ đồng (tăng trưởng 5%). Dự báo lợi nhuận dựa trên doanh thu lần lượt là 8.963 tỷ đồng (tăng trưởng 3,9%) và 9.373 tỷ đồng (tăng trưởng 4,6%).

HSC lưu ý rằng nếu không bao gồm khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi năm 2025 của SIP sẽ đạt 1.421 tỷ đồng (tăng trưởng 27,8%). Hiện tại chúng tôi không dự báo bất kỳ khoản lợi nhuận không thường xuyên nào cho năm 2026-2027.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm là 7,5% và 6,3% trong giai đoạn 2024-2027.

Theo quan điểm của chúng tôi, tác động tổng hợp của (1) phương pháp phân bổ doanh thu để ghi nhận doanh thu mảng BĐS KCN và (2) KQKD tích cực của mảng tiện ích mang lại cho SIP lợi thế cạnh tranh vững chắc. Phương pháp này giúp công ty giữ vững KQKD trong các giai đoạn căng thẳng thương mại toàn cầu đồng thời mang lại tiềm năng tăng trưởng khi hoạt động cho thuê đất sôi động trở lại. Mối tương quan này có được là nhờ KQKD của mảng tiện ích có mối quan hệ mật thiết với số lượng khách thuê trong các KCN của SIP. Càng nhiều khách thuê thì doanh thu các phân khúc năng lượng, nước và các dịch vụ giá trị gia tăng khác càng tăng.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 46: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, SIP

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	**8,083**	**8,629**	**6.8%**	**10.6%**
Doanh thu đất KCN	426	426	0.0%	9.4%
Tiện ích & Dịch vụ	7,258	7,609	4.8%	9.1%
BĐS khu dân cư	36	231	542.0%	N/m
Doanh thu khác	364	364	0.0%	-17.5%
Lợi nhuận gộp	**1,200**	**1,364**	**13.7%**	**24.6%**
Lợi nhuận tài chính	383	640	67.2%	26.6%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	0.0%	-7.3%
Chi phí BH&QL	114	155	35.8%	40.9%
LNTT	1,529	1,910	24.9%	22.7%
Lợi nhuận thuần	**1,112**	**1,458**	**31.1%**	**24.6%**
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	37	N/m	-81.0%
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	**1,112**	**1,421**	**27.8%**	**40.1%**
2026F				
Doanh thu thuần	**8,182**	**8,963**	**9.5%**	**3.9%**
Doanh thu đất KCN	491	491	0.0%	15.3%
Tiện ích & Dịch vụ	7,291	8,031	10.1%	5.5%
BĐS khu dân cư	36	77	114.0%	-66.7%
Doanh thu khác	364	364	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	**1,279**	**1,374**	**7.5%**	**0.7%**
Lợi nhuận tài chính	343	323	-5.7%	-49.5%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	0.0%	0.0%
Chi phí BH&QL	120	111	-7.5%	-28.5%
LNTT	1,562	1,647	5.4%	-13.7%
Lợi nhuận thuần	**1,134**	**1,200**	**5.9%**	**-17.7%**
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	-100.0%
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	**1,134**	**1,200**	**5.9%**	**-15.6%**
2027F				
Doanh thu thuần	**8,659**	**9,373**	**8.2%**	**4.6%**
Doanh thu đất KCN	549	549	0.0%	11.8%
Tiện ích & Dịch vụ	7,710	8,460	9.7%	5.3%
BĐS khu dân cư	-	-	N/m	-100.0%
Doanh thu khác	364	364	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	**1,382**	**1,429**	**3.4%**	**4.0%**
Lợi nhuận tài chính	340	358	5.4%	10.8%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	61	0.0%	0.0%
Chi phí BH&QL	126	116	-8.1%	4.3%
LNTT	1,657	1,732	4.5%	5.1%
Lợi nhuận thuần	**1,201**	**1,260**	**4.9%**	**5.0%**
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	**1,201**	**1,260**	**4.9%**	**5.0%**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị: Tăng 7,5% giá mục tiêu; trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SIP đồng thời điều chỉnh tăng 7,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 86.000đ, nhờ (1) việc tăng giả định định giá NAV của mảng tiện ích sau khi tăng giả định triển vọng lợi nhuận sau công bố thuế quan của Mỹ; và (2) việc chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 từ giữa năm 2026.

Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 49% và cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 9,5 lần và 11,6 lần, và có P/B dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 2,3 lần và 2 lần. Trong khi đó, về P/B điều chỉnh – chúng tôi điều chỉnh giá trị sổ sách của SIP dựa trên giả định rằng SIP áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN một lần tương tự như các công ty cùng ngành (được thảo luận chi tiết hơn trong ghi chú bên dưới) – giá mục tiêu mới cho thấy P/B dự phóng năm 2025-2026 sẽ thấp hơn nhiều ở mức 1,3 lần và 1,1 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào. Với (1) quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược tại miền Nam và (2) KQKD vững chắc của mảng tiện ích, chúng tôi nhận thấy SIP sẽ hưởng lợi từ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam, đồng thời cũng sẽ hưởng lợi từ việc đẩy mạnh chi tiêu cho cơ sở hạ tầng công cộng từ năm 2025 đến năm 2030, đặc biệt là ở miền Nam. Do đó, chúng tôi tin rằng với thị giá hiện tại, SIP mang lại rất ít rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng cho NĐT dài hạn vốn đang tìm cách hưởng lợi từ nhà phát triển BĐS KCN có tiềm năng tăng trưởng vững chắc.

Dưới đây là thông tin chi tiết liên quan đến các dự án:

- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án nhà ở, nhà kho và mảng năng lượng (phân phối điện, nước và xử lý chất thải). Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá.
- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 14,5%, khi chúng tôi giữ nguyên giả định phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh ở mức 10,25% (bao gồm phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% và "phần bù phụ trội" 1,5% (như chúng tôi đã áp dụng cho tất cả cổ phiếu BĐS) để phản ánh những đặc điểm riêng của thị trường vốn BĐS trong nước), lãi suất phi rủi ro là 4% và hệ số beta là 1,2 (theo Bloomberg).
- Đối với các khoản đầu tư khác của SIP, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách tương ứng.
- Chúng tôi vẫn giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV là 20%

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 47: Định giá SOTP, SIP

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Định giá (giữa năm-2026)	Phương pháp
KCN		**13,834**	
Đông Nam	100%	716	DCF
Phước Đông – Bời Lời	100%	6,668	DCF
Lê Minh Xuân 3	100%	2,998	DCF
Lộc An - Bình Sơn	69%	2,424	DCF
Long Đức 2	58%	1,027	DCF
Tiện ích & dịch vụ khác s		**6,290**	
Tiện ích – Năng lượng, nước & khác	100%	4,369	DCF
Kho bãi	100%	1,920	DCF
BĐS khu dân cư - Phước Đông UA (Ph. A)	**100%**	**985**	
Dự án khác		**2,527**	
NTC	22%	771	BV
Công ty liên kết		497	BV
Tài sản khác		4,362	BV
Nợ phải trả khác		(3,103)	BV
Tổng tài sản		**23,635**	
Tiền/(nợ) thuần		2,329	
RNAV		**25,965**	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		242	
RNAV/cp		**107,241**	
Chiết khấu RNAV		20.0%	
Giá mục tiêu		**86,000**	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 48: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định, SIP

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh					
		8.3%	9.3%	**10.3%**	11.3%	12.3%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	101,000	95,000	90,000	85,000	81,000
	3.5%	98,000	93,000	88,000	83,000	79,000
	4.0%	96,000	90,000	**86,000**	82,000	78,000
	4.5%	94,000	89,000	84,000	80,000	76,000
	5.0%	92,000	87,000	82,000	79,000	75,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Phân tích độ nhạy với các giả định chiết khấu RNAV, SIP

Chiết khấu RNAV	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%	40.0%
Giá mục tiêu (VND/cp)	107,000	97,000	86,000	75,000	64,000
Tiềm năng tăng giá	85.4%	68.1%	49.0%	30.0%	10.9%

Nguồn: HSC ước tính

Lưu ý về phương pháp ghi nhận doanh thu của SIP

SIP là một trong số ít các công ty phát triển KCN vẫn áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu cho mảng cho thuê BĐS KCN, trong khi phần lớn các công ty cùng ngành (bao gồm toàn bộ các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC) đã chuyển sang phương pháp ghi nhận một lần. Vì khoản tiền nhận trước (tài sản) từ hoạt động cho thuê BĐS KCN được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện (nợ phải trả), nên một khoản lợi nhuận giữ lại đáng kể không được tính vào giá trị sổ sách, dẫn đến chỉ số P/B cao hơn so với những công ty áp dụng phương pháp ghi nhận một lần để ghi nhận toàn bộ doanh thu cho thuê BĐS KCN vào doanh thu trong báo cáo kết quả HĐKD của công ty. Do đó, để so sánh công bằng SIP với các đối thủ, bên cạnh KQKD, HSC cũng đặc biệt chú trọng đến giá trị sổ sách thực của Công ty. Chúng tôi lưu ý rằng phương pháp ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN và việc điều chỉnh thời gian thu tiền từ khách hàng ảnh hưởng đến định giá RNAV của SIP nhưng không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

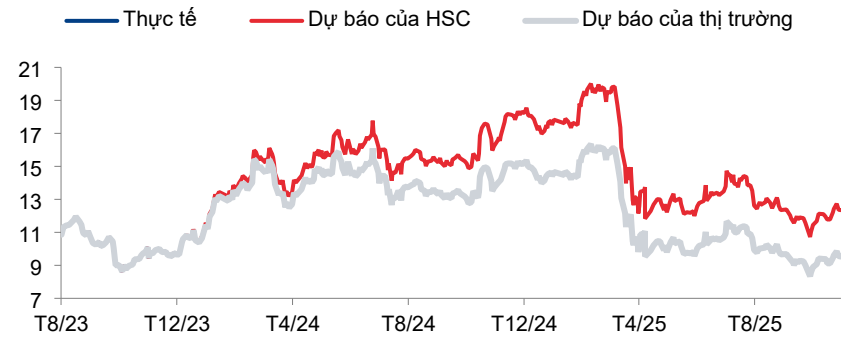
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8,3% trong 1 tháng qua, khi thị trường bắt đầu quan tâm cổ phiếu BĐS KCN trở lại, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết trên sàn HoSE từ ngày 23/8/2023 ở mức 14 lần và cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 45,9% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 7%), sát với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45,6%.

Biểu đồ 50: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

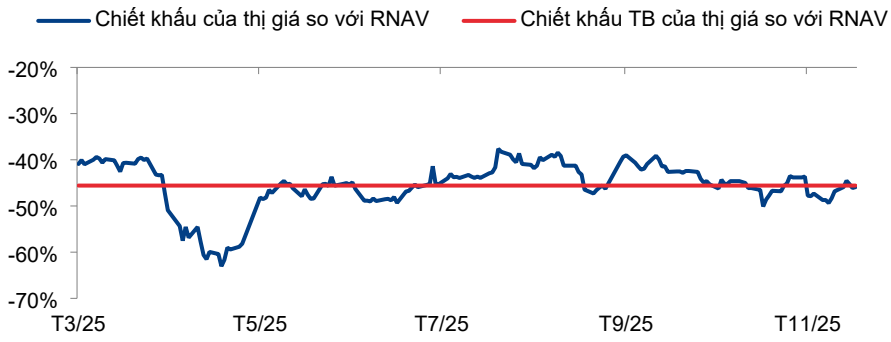
Cổ phiếu SIP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 51: Chiết khấu của thị giá so với RNAVPS, SIP

Hiện SIP đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 45,9%, cao hơn một chút so với bình quân ở mức 45,6% (từ báo cáo lần đầu vào T2/2025)



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	6,677	7,801	8,629	8,963	9,373
Lợi nhuận gộp	930	1,095	1,364	1,374	1,429
Chi phí BH&QL	(109)	(110)	(155)	(111)	(116)
Thu nhập khác	12.8	18.5	70.0	0	0
Chi phí khác	(1.90)	(2.57)	(17.3)	0	0
EBIT	**833**	**1,001**	**1,262**	**1,263**	**1,313**
Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	167	66.8	111
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	71.0	65.3	60.6	60.6	60.6
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	435	582	473	257	247
LNTT	**1,274**	**1,572**	**1,962**	**1,647**	**1,732**
Chi phí thuế TNDN	(271)	(293)	(392)	(329)	(346)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76.8)	(109)	(112)	(118)	(125)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**927**	**1,170**	**1,458**	**1,200**	**1,261**
Lợi nhuận thuần ĐC	**856**	**1,105**	**1,398**	**1,140**	**1,200**
EBITDA ĐC	**1,101**	**1,321**	**1,628**	**1,635**	**1,689**
EPS (đồng)	5,098	5,558	6,023	4,958	5,206
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,248	5,773	4,707	4,956
DPS (đồng)	2,892	1,705	1,565	1,800	1,800
Slg CP bình quân (triệu đv)	182	211	242	242	242
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	182	211	242	242	242
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	182	211	242	242	242

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	833	1,001	1,262	1,263	1,313
Khấu hao	(339)	(385)	(427)	(432)	(437)
Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	167	66.8	111
Thuế TNDN đã nộp	(271)	(293)	(392)	(329)	(346)
Thay đổi vốn lưu động	(1,252)	(654)	(1,896)	1,324	1,494
Khác	(383)	258	418	215	441
LCT thuần từ HĐKD	**(798)**	**621**	**(15.3)**	**2,972**	**3,449**
Đầu tư TS dài hạn	(1,296)	(634)	(716)	(1,713)	(2,422)
Góp vốn & đầu tư	(5,049)	(12,973)	(38.2)	(612)	(400)
Thanh lý	6,529	10,891	(8.76)	0	0
Khác	534	358	80.6	60.6	60.6
LCT thuần từ HĐĐT	**717**	**(2,358)**	**(683)**	**(2,265)**	**(2,761)**
Cổ tức trả cho CSH	(526)	(359)	(379)	(436)	(436)
Thu từ phát hành CP	0.47	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	995	1,912	1,096	(185)	(185)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**470**	**1,553**	**718**	**(620)**	**(620)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	440	829	646	665	752
LCT thuần trong kỳ	**390**	**(184)**	**19.5**	**87.2**	**67.9**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**829**	**646**	**665**	**752**	**820**
Dòng tiền tự do	**(2,094)**	**(13.0)**	**(732)**	**1,259**	**1,028**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	829	646	665	752	820
Đầu tư ngắn hạn	3,139	5,244	5,283	5,895	6,295
Phải thu khách hàng	3,500	4,853	8,507	8,725	8,533
Hàng tồn kho	468	322	53.2	25.5	133
Các tài sản ngắn hạn khác	771	852	911	956	767
Tổng tài sản ngắn hạn	**8,707**	**11,917**	**15,419**	**16,354**	**16,548**
TSCĐ hữu hình	1,247	1,304	1,458	1,616	1,778
TSCĐ vô hình	4.52	4.13	4.48	4.84	5.22
Bất động sản đầu tư	5,443	5,878	5,871	5,874	5,988
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,031	849	849	849	849
Tài sản dài hạn khác	4,627	5,100	5,222	6,341	8,050
Tổng tài sản dài hạn	**12,353**	**13,136**	**13,405**	**14,686**	**16,670**
Tổng cộng tài sản	**21,060**	**25,053**	**28,824**	**31,040**	**33,218**
Nợ ngắn hạn	1,595	2,466	3,723	3,723	3,723
Phả trả người bán	238	241	254	314	286
Nợ ngắn hạn khác	1,042	1,178	1,327	1,326	1,381
Tổng nợ ngắn hạn	**3,061**	**4,144**	**5,588**	**5,649**	**5,677**
Nợ dài hạn	90.7	1,132	972	787	603
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	137	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	13,743	14,776	16,072	17,530	18,915
Tổng nợ dài hạn	**13,971**	**16,042**	**17,177**	**18,450**	**19,651**
Tổng nợ phải trả	**17,032**	**20,185**	**22,765**	**24,099**	**25,328**
Vốn chủ sở hữu	4,028	4,868	6,059	6,941	7,890
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**4,028**	**4,868**	**6,059**	**6,941**	**7,890**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**21,060**	**25,053**	**28,824**	**31,040**	**33,218**
BVPS (đ)	22,156	23,121	25,024	28,667	32,589
Nợ thuần*/(tiền mặt)	857	2,952	4,029	3,757	3,505

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.9	14.0	15.8	15.3	15.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.5	16.9	18.9	18.2	18.0
Tỷ suất LNT (%)	13.9	15.0	16.9	13.4	13.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	18.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.6	16.8	10.6	3.87	4.58
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.0	20.0	23.3	0.40	3.33
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.14)	29.1	26.5	(18.5)	5.28
Tăng trưởng EPS (%)	(52.6)	9.02	8.37	(17.7)	5.02
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	11.5	10.0	(18.5)	5.28
Tăng trưởng DPS (%)	30.9	(41.1)	(8.18)	15.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	56.7	30.7	26.0	36.3	34.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.1	26.3	26.7	18.5	17.0
ROACE (%)	4.74	5.15	5.72	5.20	4.96
Vòng quay tài sản (lần)	0.33	0.34	0.32	0.30	0.29
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	(0.96)	0.62	(0.01)	2.35	2.63
Số ngày tồn kho	29.7	17.5	2.67	1.22	6.12
Số ngày phải thu	222	264	427	420	392
Số ngày phải trả	15.1	13.1	12.8	15.1	13.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	22.6	60.8	67.2	54.7	45.0
Nợ/tài sản (%)	8.26	14.4	16.4	14.7	13.2
EBIT/lãi vay (lần)	13.0	13.0	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.49	2.60	2.80	2.68	2.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.84	2.88	2.76	2.90	2.91
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.70	1.94	2.09	1.98	1.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	11.4	11.1	10.8	10.3
P/E (lần)	11.3	10.4	9.58	11.6	11.1
P/E ĐC (lần)	12.3	11.0	10.00	12.3	11.6
P/B (lần)	2.60	2.50	2.31	2.01	1.77
Lợi suất cổ tức (%)	5.01	2.95	2.71	3.12	3.12

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

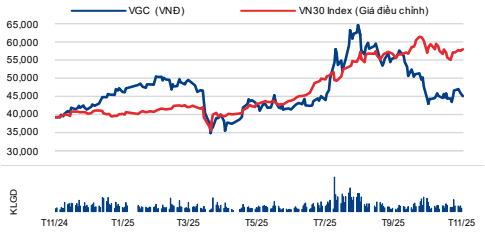
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ52,800 *(giữ nguyên)*
Tiềm năng tăng/giảm: 17.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	45,050
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,920-64,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,020
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,198
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	766
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	17.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.00%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.84	(27.3)	14.8
So với chỉ số	5.72	(28.2)	(22.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,722	2,733	(0.4)
2026F	2,948	3,297	(10.6)
2027F	3,390	4,053	(16.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA
Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.pn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Giảm 12% giá mục tiêu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ định giá

- HSC nâng khuyến nghị đối với VGC lên Tăng tỷ trọng nhưng giảm 12,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá: 17%), nhằm phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá thận trọng hơn.
- Chúng tôi giảm 5-10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, chủ yếu để phản ánh việc đưa ra giả định thận trọng hơn về diện tích đất được bàn giao. Dựa trên dự báo cho năm 2027, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 29% so với chỉ số VN-Index, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 32% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm qua ở mức 22%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

HSC đang xem xét lại dự báo lợi nhuận và định giá đối với VGC sau khi phân tích KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng, với lợi nhuận thuần 92 tỷ đồng (giảm 55% so với cùng kỳ) chủ yếu do diện tích đất KCN được bàn giao giảm, phần nào bù trừ KQKD vững chắc của mảng VLXD. Tại buổi trao đổi trong thời gian gần đây với chúng tôi, BLĐ công ty cho biết hoạt động bán hàng chưa cải thiện mạnh như kỳ vọng, và một số khách hàng vẫn chưa quyết định ký hợp đồng.

Tác động: Giảm 5-10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, với lợi nhuận thuần 92 tỷ đồng, giảm 55% so với cùng kỳ, chủ yếu do diện tích đất KCN được bàn giao thấp, HSC giảm 8,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1.243 tỷ đồng, tăng trưởng 12,5%. Chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên giả định diện tích đất KCN được bàn giao giảm và điều chỉnh chi phí bán hàng & quản lý. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 đạt lần lượt 1.322 tỷ đồng (tăng trưởng 8,3%) và 1.520 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Mức tăng trưởng 19% của năm 2027 dự kiến đến từ sự mở rộng của mảng VLXD cũng như sự đóng góp tích cực hơn của các KCN mới như Sông Công 2, Dốc Đá Trắng và Trấn Yên. Dựa trên những yếu tố này, chúng tôi dự báo VGC sẽ bàn giao 130-135 ha đất KCN trong năm 2026-2027.

Nhìn chung, dự báo mới cho năm 2025 sát với bình quân dự báo thị trường nhưng thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2026-2027 – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 29% so với chỉ số VN-Index, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 32% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm qua ở mức 22%. HSC giảm 2% ước tính RNAV xuống 66.000đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Để xác định giá mục tiêu 52.800đ, HSC tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 20% (từ 10%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân trong quá khứ là 21,7%. Nhìn chung, với tiềm năng tăng giá 17% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VGC lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ.

Với quỹ đất công nghiệp vững chắc với khoảng 1.100 ha đất có sẵn để cho thuê tại các vị trí thuận lợi, VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung-dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và mảng BĐS KCN tiếp tục vững chắc sẽ thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,007	3,869	4,179 ▼	4,858	5,147 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,218	1,105	1,220 ▼	1,322	1,520 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	2,722 ▼	2,948	3,390 ▼
DPS (đồng)	2,076	1,859	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	17,516	18,533	19,255	20,202	21,592
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.69	5.72	5.53	4.83	4.54
P/E ĐC (lần)	16.6	18.3	16.6	15.3	13.3
Lợi suất cổ tức (%)	4.61	4.13	4.44	4.44	4.44
P/B (lần)	2.57	2.43	2.34	2.23	2.09
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	10.4	8.29	15.0
ROAE (%)	15.7	13.7	14.4	14.9	16.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Lợi nhuận giảm được phản ánh vào giá cổ phiếu; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với VGC lên Tăng tỷ trọng nhưng giảm 12,4% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá là 17%) nhằm phản ánh việc giảm 5–10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi giảm giả định diện tích đất được bàn giao. Dựa trên dự báo lợi nhuận cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến tích cực hơn 29% so với chỉ số VN-Index, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 32% so với ước tính RNAV, lớn hơn bình quân 3 năm ở mức 22%.

Doanh thu cho thuê đất giảm trong ngắn hạn, nhưng triển vọng được hỗ trợ bởi quỹ đất vững chắc

VGC công bố KQKD Q3/2025 thấp hơn một chút so với kỳ vọng của HSC. Lợi nhuận thuần đạt 92 tỷ đồng, giảm 55% so với cùng kỳ, trên doanh thu 3.254 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ. Trong 9 tháng đầu năm 2025, VGC đã bàn giao 84 ha đất công nghiệp cho khách thuê (so với 87 ha trong 9 tháng đầu năm 2024). Tại buổi trao đổi trong thời gian gần đây với chúng tôi, BLĐ công ty cho biết hoạt động bán hàng chưa cải thiện mạnh như kỳ vọng, và một số khách hàng vẫn chưa quyết định ký hợp đồng. Chúng tôi giảm nhẹ 5% giả định diện tích đất KCN được bàn giao xuống 110 ha/135 ha/130 ha cho giai đoạn 2025-2027.

Doanh thu mảng VLXD sát với dự báo của chúng tôi trong khi doanh thu 9 tháng đầu năm 2025 tăng 15% so với cùng kỳ và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 15,6% (từ 13,3% trong 9 tháng đầu năm 2024). Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận của mảng này cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025/2026/2027 đạt lần lượt 8,1 nghìn tỷ đồng/8,9 nghìn tỷ đồng/9,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 8-9% mỗi năm và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 16-19%.

Bảng 52: Tiến độ các dự án, VGC

Sông Công II, Trấn Yên và Dốc Đá Trắng sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2026–2027.

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tiến độ
Phú Hà	Phú Thọ	271	58%	Đang bán hàng và bàn giao
Tiền Hải	Hưng Yên	190	50%	Đang bán hàng và bàn giao
Hải Yến	Quảng Ninh	137	70%	Đang bán hàng và bàn giao
Phong Điền	Huế	217	31%	Đang bán hàng và bàn giao
Yên Mỹ	Hưng Yên	207	41%	Đang bán hàng và bàn giao
IIC Yên Phong	Bắc Ninh	141	95%	Đang bán hàng và bàn giao
Thuận Thành	Bắc Ninh	184	22%	Đang bán hàng và bàn giao
Sông Công II	Thái Nguyên	219	0%	Đang xây dựng
Trấn Yên	Yên Bái	178.5	0%	Đang xây dựng
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	213	0%	Đang xây dựng
Tổng cộng		**1,779**	**38%**	

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới: Giảm 5-10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, với lợi nhuận thuần 92 tỷ đồng, giảm 55% so với cùng kỳ, chủ yếu do diện tích đất KCN được bàn giao thấp, HSC giảm 8,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1.243 tỷ đồng, tăng trưởng 12,5%.

Chúng tôi giảm 5-8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên giả định diện tích đất KCN được bàn giao giảm và việc điều chỉnh chi phí bán hàng & quản lý. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 2027 đạt lần lượt 1.322 tỷ đồng (tăng trưởng 8,3%) và 1.520 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Mức tăng trưởng 19% của năm 2027 dự kiến đến từ sự mở rộng của phân khúc VLXD cũng như sự đóng góp tích cực hơn của các KCN mới như Sông Công 2, Dốc Đá Trắng và Trấn Yên. Dựa trên những yếu tố này, chúng tôi dự báo VGC sẽ bàn giao 130-135 ha đất KCN trong năm 2026-2027.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 11,2%.

Bảng 53: Dự báo mới đối với lợi nhuận, VGC

HSC dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CARG là 14,4%

Tỷ đồng	2024	2025F	% điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	% điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	% điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	**11,913**	**12,754**	**-2.8%**	**7.1%**	**14,172**	**-1.1%**	**11.1%**	**15,099**	**-1.9%**	**6.5%**
Lợi nhuận gộp	3,514	3,602	-6.0%	2.5%	3,992	-2.0%	10.8%	4,439	-3.5%	11.2%
Chi phí BH&QL	(1,603)	(1,707)	0.0%	6.5%	(1,806)	-5.3%	5.8%	(1,949)	0.0%	8.0%
Lợi nhuận HĐ	1,912	1,895	-10.8%	-0.9%	2,186	-3.6%	15.4%	2,490	-6.0%	13.9%
LNTT	1,636	1,616	-12.4%	-1.2%	1,881	-4.4%	16.4%	2,199	-7.2%	17.0%
Lợi nhuận thuần	**1,105**	**1,220**	**-10.3%**	**10.4%**	**1,322**	**-4.9%**	**8.3%**	**1,520**	**-8.2%**	**15.0%**

Nguồn: HSC

Giảm 12,4% giá mục tiêu xuống 52.800đ; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 2% ước tính RNAV xuống 66.000đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Để xác định giá mục tiêu 52.800đ, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 20% (từ 10%) để phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân trong quá khứ là 21,7%.

Nhìn chung, với tiềm năng tăng giá 17% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VGC lên Tăng tỷ trọng từ Nắm giữ.

Nhờ có quỹ đất công nghiệp vững chắc, bao gồm khoảng 1.100 ha đất có sẵn để cho thuê (khoảng 800 ha tại các vị trí chiến lược – những tỉnh dẫn đầu về thu hút vốn FDI tại Việt Nam như Bắc Ninh, Hưng Yên, Quảng Ninh), VGC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, trong trung-dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và mảng BĐS KCN tiếp tục vững chắc sẽ thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền cho Công ty. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VGC nhờ bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền mạnh. Đây là nền tảng vững chắc để Công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định trong nhiều năm tới (lợi suất cổ tức đạt 4,4%).

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ ViMariel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án BĐS nhà ở và các khoản đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết.
- Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD cũng như áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% (không đổi) để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu bao gồm BĐS dân dụng và các khoản đầu tư dài hạn, được định giá theo giá trị sổ sách.
- Giả định WACC của VGC theo phương pháp định giá DCF là 12,2% (không đổi). Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh là 10,25% – sau khi cộng 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội đối với mảng BĐS nhà ở/BĐS KCN vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ – hệ số beta thấp hơn là 1,1 lần (không đổi).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 54: Định giá SOTP, VGC

Tỷ đồng	Phương pháp	Sở hữu của VGC	NPV cuối năm 2026
BĐS KCN	DCF, BV	51-100%	20,146
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,794
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		2,552
Tổng giá trị tài sản			**31,492**
(-) Nợ/tiền mặt thuần			(1,944)
Giá trị của vốn CSH			29,548
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448.4
RNAV của cổ phiếu			**66,000**
Chiết khấu giả định			20%
Giá mục tiêu (đồng)			**52,800**

Nguồn: HSC

Bảng 55: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
Lãi suất phi rủi ro	**3.0%**	53,600	54,400	55,200	56,800	57,600
	3.5%	52,000	52,800	53,600	55,200	56,000
	4.0%	51,200	52,000	**52,800**	53,600	54,400
	4.5%	50,400	51,200	52,000	52,800	53,600
	5.0%	49,600	49,600	50,400	51,200	52,000

Nguồn: HSC

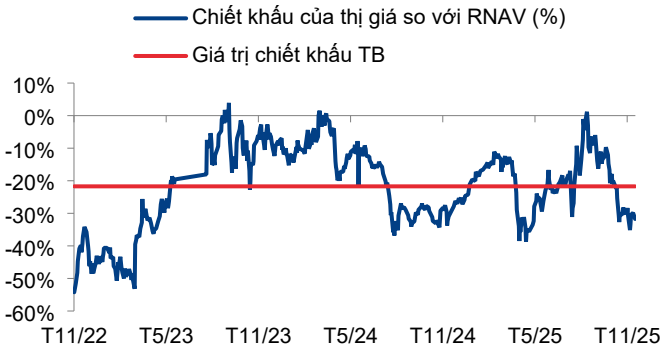
Bảng 56: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV:	0%	10%	**20%**	30%	40%
Giá mục tiêu	66,000	59,400	**52,800**	46,200	39,600
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		31.9%	**17.2%**	2.6%	-12.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 57: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

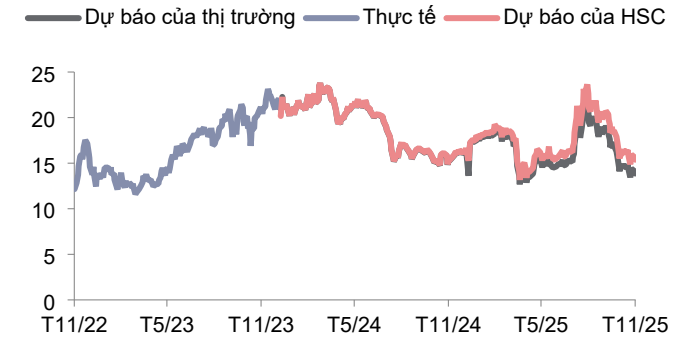
VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 32% so với RNAV, so hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 58: P/E trượt dự phóng 1 năm, VGC

Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 18 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 31% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 29% so với chỉ số VN-Index, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 33% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm qua ở mức 22%.

Rủi ro

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng xảy ra khi (i) sự suy thoái thị trường BĐS nhà ở tác động lên hiệu suất kinh doanh của mảng VLXD mạnh hơn dự kiến (ii) rủi ro thương mại toàn cầu tăng chậm lại, tác động đến quyết định mở rộng

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

HĐKD của các doanh nghiệp FDI. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tiến độ cho thuê đất KCN, cũng như tác động đến định giá và lợi nhuận của Công ty.

Rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng từ việc (i) khởi công xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2: Việc xây dựng nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 sẽ giúp tăng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Do đó, khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng; (ii) quỹ đất mới: VGC đã và đang mua lại một lượng quỹ đất lớn (tại Yên Bái, Hưng Yên, Phú Thọ, v.v.) để mở rộng KCN, nhưng chúng tôi chưa phản ánh điều này vào mô hình dự báo và định giá do thiếu thông tin chi tiết về mốc thời gian phát triển. Dự án này được triển khai sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	13,194	11,913	12,754	14,172	15,099
Lợi nhuận gộp	3,519	3,514	3,602	3,992	4,439
Chi phí BH&QL	(1,568)	(1,603)	(1,707)	(1,806)	(1,949)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**1,951**	**1,912**	**1,895**	**2,186**	**2,490**
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(290)	(284)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(36.4)	(74.8)	(21.4)	4.36	13.3
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(12.1)	14.0	6.30	(19.4)	(19.4)
LNTT	**1,602**	**1,636**	**1,616**	**1,881**	**2,199**
Chi phí thuế TNDN	(440)	(446)	(323)	(375)	(437)
Lợi ích cổ đông thiểu số	55.9	(84.8)	(72.5)	(184)	(242)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**1,218**	**1,105**	**1,220**	**1,322**	**1,520**
Lợi nhuận thuần ĐC	**1,218**	**1,105**	**1,220**	**1,322**	**1,520**
EBITDA ĐC	**5,007**	**3,869**	**4,179**	**4,858**	**5,147**
EPS (đồng)	2,717	2,464	2,722	2,948	3,390
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	2,722	2,948	3,390
DPS (đồng)	2,076	1,859	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,951	1,912	1,895	2,186	2,490
Khấu hao	(3,056)	(1,958)	(2,284)	(2,672)	(2,658)
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(290)	(284)
Thuế TNDN đã nộp	(440)	(446)	(323)	(375)	(437)
Thay đổi vốn lưu động	(1,783)	1,432	(663)	280	157
Khác	218	(157)	6.30	(19.4)	(19.4)
LCT thuần từ HĐKD	**2,702**	**4,483**	**2,936**	**4,453**	**4,563**
Đầu tư TS dài hạn	(3,568)	(2,554)	(2,993)	(3,925)	(3,585)
Góp vốn & đầu tư	(594)	(938)	0	0	0
Thanh lý	86.0	1,132	0	0	0
Khác	311	52.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**(3,764)**	**(2,308)**	**(2,993)**	**(3,925)**	**(3,585)**
Cổ tức trả cho CSH	(931)	(834)	(897)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	294	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,578	(253)	1,027	62.3	262
Khác	(59.8)	(69.5)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**882**	**(1,156)**	**130**	**(834)**	**(634)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,019	1,842	2,861	2,934	2,628
LCT thuần trong kỳ	**(180)**	**1,019**	**73.0**	**(306)**	**344**
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.30	0.35	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**1,842**	**2,861**	**2,934**	**2,628**	**2,972**
Dòng tiền tự do	**(866)**	**1,929**	**(57.4)**	**529**	**978**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,842	2,861	2,934	2,628	2,972
Đầu tư ngắn hạn	627	433	433	433	433
Phải thu khách hàng	1,116	1,092	1,629	1,467	1,847
Hàng tồn kho	4,740	4,372	4,532	4,690	4,331
Các tài sản ngắn hạn khác	779	714	714	714	714
Tổng tài sản ngắn hạn	**9,104**	**9,472**	**10,242**	**9,932**	**10,297**
TSCĐ hữu hình	5,225	5,860	5,761	5,613	5,466
TSCĐ vô hình	160	160	158	156	153
Bất động sản đầu tư	1,942	1,914	1,881	1,973	1,910
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	430	357	335	340	353
Tài sản dài hạn khác	7,229	7,070	7,913	9,224	10,364
Tổng tài sản dài hạn	**14,996**	**15,370**	**16,057**	**17,314**	**18,254**
Tổng cộng tài sản	**24,099**	**24,842**	**26,299**	**27,246**	**28,552**
Nợ ngắn hạn	2,897	2,572	3,069	3,069	3,067
Phả trả người bán	1,576	1,751	1,910	2,143	2,111
Nợ ngắn hạn khác	1,865	2,149	2,149	2,149	2,149
Tổng nợ ngắn hạn	**8,337**	**8,758**	**9,294**	**9,570**	**9,741**
Nợ dài hạn	2,237	2,240	2,770	2,832	3,097
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	161	187	187	187	187
Nợ dài hạn khác	3,414	3,265	3,260	3,260	3,266
Tổng nợ dài hạn	**5,812**	**5,693**	**6,218**	**6,280**	**6,550**
Tổng nợ phải trả	**14,575**	**14,887**	**15,947**	**16,286**	**16,726**
Vốn chủ sở hữu	7,853	8,309	8,633	9,058	9,681
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,671	1,646	1,719	1,902	2,145
Tổng vốn chủ sở hữu	**9,524**	**9,955**	**10,351**	**10,960**	**11,825**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**24,099**	**24,842**	**26,299**	**27,246**	**28,552**
BVPS (đ)	17,516	18,533	19,255	20,202	21,592
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,293	1,952	2,906	3,274	3,192

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	26.7	29.5	28.2	28.2	29.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.9	32.5	32.8	34.3	34.1
Tỷ suất LNT (%)	9.23	9.27	9.57	9.33	10.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.4	27.3	20.0	20.0	19.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.58)	(9.71)	7.06	11.1	6.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	2.03	(22.7)	8.01	16.2	5.95
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	10.4	8.29	15.0
Tăng trưởng EPS (%)	(29.5)	(9.29)	10.4	8.29	15.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	10.4	8.29	15.0
Tăng trưởng DPS (%)	(20.5)	(10.4)	7.57	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	76.4	75.4	73.5	67.9	59.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.7	13.7	14.4	14.9	16.2
ROACE (%)	12.9	12.0	11.5	12.6	13.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.49	0.50	0.53	0.54
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.39	2.34	1.55	2.04	1.83
Số ngày tồn kho	179	190	181	168	148
Số ngày phải thu	42.1	47.5	65.0	52.6	63.2
Số ngày phải trả	59.5	76.1	76.2	76.8	72.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	62.3	46.6	54.5	56.5	54.1
Nợ/tài sản (%)	27.9	27.1	29.0	28.4	28.8
EBIT/lãi vay (lần)	6.50	8.89	7.18	7.53	8.76
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.74	1.83	1.59	1.60
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.09	1.08	1.10	1.04	1.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.78	1.86	1.81	1.66	1.55
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.69	5.72	5.53	4.83	4.54
P/E (lần)	16.6	18.3	16.6	15.3	13.3
P/E ĐC (lần)	16.6	18.3	16.6	15.3	13.3
P/B (lần)	2.57	2.43	2.34	2.23	2.09
Lợi suất cổ tức (%)	4.61	4.13	4.44	4.44	4.44

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)