

BĐS KCN: Nỗi lo thuế quan giảm bớt; mức độ quan tâm cải thiện

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

Đoàn Bảo Anh Tuấn
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@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

- Khi sự không chắc chắn liên quan đến thuế quan giảm bớt, mức độ quan tâm từ khách hàng của các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị của HSC bắt đầu phục hồi trong Q3/2025. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn. Các động lực thúc đẩy đã tăng trưởng cho thị trường BĐS KCN trong thời gian tới đến từ sự hỗ trợ của Chính phủ thông qua các cải cách pháp lý, mở rộng đầu tư cơ sở hạ tầng và cải thiện hiệu quả hành chính.
- Quá trình sáp nhập tỉnh có thể tạm thời làm trì hoãn việc phê duyệt dự án mới, nhưng Chính phủ đang có chủ trương hỗ trợ việc phê duyệt dự án mới nhằm kéo giảm tình trạng thiếu hụt nguồn cung.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SIP, KBC và IDC nhờ có yếu tố nền tảng vững chắc và thành tích đã được kiểm chứng trong việc cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI. Những công ty này đang có vị thế tốt để đón lấy cơ hội từ việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng miền Nam.

Diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu Q2/2025 yếu, kỳ vọng bắt đầu hồi phục từ Q3/2025

Trong Q2/2025, tỷ lệ hấp thụ đất công nghiệp tại TP.HCM giảm 30% so với cùng kỳ và giảm 90% so với cùng kỳ tại Hà Nội do nhiều khách thuê hoãn kế hoạch mở rộng HKKD và chờ Mỹ đưa ra chính sách thuế rõ ràng hơn. Với việc công bố mức thuế cuối cùng – mức thuế bổ sung 20% dành cho Việt Nam với mức miễn trừ thêm cho hàng công nghệ và 50% đối với thép và nhôm - bất ổn liên quan đến chính sách thuế quan đã giảm bớt. Kết quả này cho thấy, Việt Nam có vị thế tốt hơn Ấn Độ và Trung Quốc và chỉ kém hơn một chút so với Thái Lan và Indonesia, nhưng hệ sinh thái công nghiệp, năng lực xuất khẩu và vai trò vững chắc trong xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng tiếp tục tạo điều kiện thuận lợi cho Việt Nam hấp dẫn dòng vốn FDI.

Dựa trên yếu tố này, chúng tôi kỳ vọng diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị sẽ phục hồi trong ngắn hạn, nhờ nhu cầu tăng mạnh sau thời gian 'dồn nén' trong giai đoạn bất ổn về thuế quan. Trong dài hạn, các động lực tăng trưởng chính của ngành sẽ đến từ sự hỗ trợ bền vững của Chính phủ thông qua các chủ trương cải cách pháp lý, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và cải thiện hiệu quả hành chính.

Nguồn cung cải thiện nhờ sự hỗ trợ của quy trình phê duyệt dự án

Mặc dù có nhiều giấy phép được phê duyệt trong những năm gần đây, nguồn cung đất sạch và sẵn sàng cho thuê vẫn còn hạn chế – chỉ tăng khoảng 1,5% so với cùng kỳ ở miền Nam và tăng 3-5% so với cùng kỳ ở miền Bắc – do chậm trễ trong công tác giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng, theo CBRE. Mặc dù trong ngắn hạn, việc ra mắt nguồn cung mới có thể bị trì hoãn do sáp nhập tỉnh, HSC kỳ vọng tác động này sẽ không đáng kể do Chính phủ không ngừng ban hành các chính sách hỗ trợ trong việc phê duyệt pháp lý các dự án mới và đặc biệt là những dự án nhận được nhu cầu cao từ khách hàng FDI tiềm năng.

Định giá và 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 (tất cả đều được khuyến nghị Mua vào) bao gồm SIP (định giá hấp dẫn), KBC (với quỹ đất lớn trên cả phân khúc BĐS KCN và BĐS nhà ở, cùng với thành tích đã được kiểm chứng trong việc cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI hoạt động trong các lĩnh vực điện tử và công nghệ cao, vốn ít bị ảnh hưởng bởi thuế quan so với các lĩnh vực khác), và IDC (một nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu, tập trung vào nhóm khách hàng FDI và có sự hiện diện tích cực tại thị trường miền Nam, nơi hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh). Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với PHR xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 16% tại với giá mục tiêu (không đổi).

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BCM	67,700	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	69,000	4.39	1.92	32.2	30.5	3.05	2.73	-	-
IDC	40,400	Mua vào	-	48,261	-	19.5	9.36	8.92	2.51	2.30	7.53	7.53
KBC	37,600	Mua vào	-	46,000	-	22.3	15.2	8.67	1.41	1.21	-	-
PHR	56,400	Tăng tỷ trọng	Mua vào	65,500	-	16.1	16.2	8.66	2.01	1.79	5.32	5.32
SIP	57,500	Mua vào	-	80,000	4.55	39.1	12.5	12.3	2.44	2.13	2.72	3.13
VGC	60,000	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	60,300	-	0.50	19.8	19.3	3.07	2.90	3.33	3.33

Giá cổ phiếu tại ngày 26/9/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Kỳ vọng khả năng phục hồi tốt hơn trong bối cảnh không thuận lợi

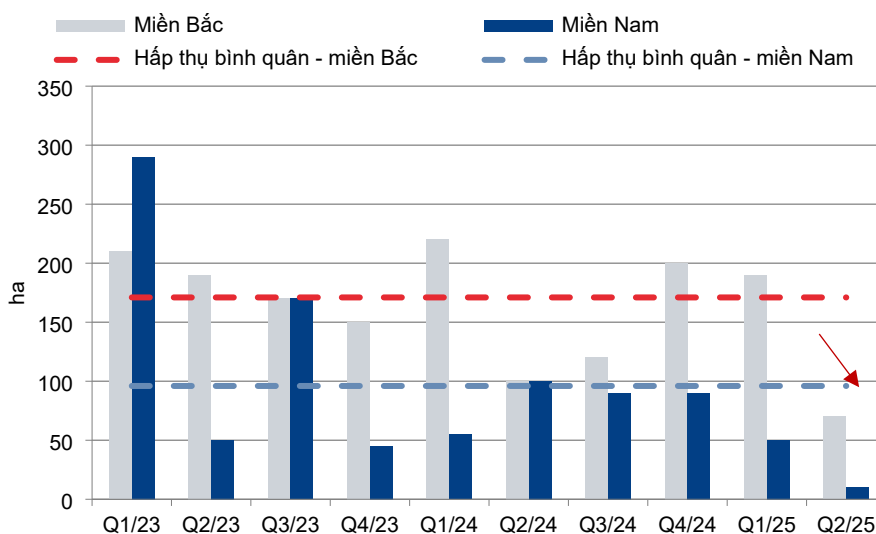
Sau khi tạm thời chững lại trong Q2/2025 do tác động của thuế quan, nhu cầu BĐS KCN đã bắt đầu phục hồi trong Q3/2025, cho thấy triển vọng phục hồi của ngành. Mặc dù việc sáp nhập tỉnh có thể làm chậm quá trình phê duyệt dự án mới và làm tình trạng khan hiếm nguồn cung thêm trầm trọng, chính sách hỗ trợ của Chính phủ có thể sẽ giúp giảm bớt tình trạng này theo thời gian. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu SIP, KBC và IDC nhờ có yếu tố nền tảng vững chắc, thành tích đã được kiểm chứng trong việc cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI và vị thế vững chắc để hưởng lợi từ việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng ở miền Nam.

Tỷ lệ hấp thụ giảm trong ngắn hạn

Trong Q2/2025, tỷ lệ hấp thụ thuần của đất công nghiệp giảm mạnh tại TP.HCM và Hà Nội, lần lượt giảm 30% và 90% so với cùng kỳ (Biểu đồ 1). Tỷ lệ này thấp hơn nhiều so với mức hấp thụ bình quân hàng quý ở cả hai thành phố (tính từ Q1/2023), theo CBRE. Xu hướng này phù hợp với thông tin các nhà phát triển BĐS KCN trao đổi với chúng tôi trong thời gian gần đây rằng nhiều khách thuê đã tạm thời hoãn kế hoạch mở rộng HKKD và yêu cầu thuê mới trong khi chờ có chính sách thuế rõ ràng hơn (lưu ý, Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố mức thuế dành cho Việt Nam lần đầu tiên vào ngày 2/4/2025, sau đó là tạm dừng 90 ngày, bắt đầu từ ngày 9/4/2025). Mức thuế 'cuối cùng' đã được công bố vào ngày 2/7/2025.

Biểu đồ 1: Diện tích đất KCN hấp thụ ròng, Việt Nam

Diện tích hấp thụ giảm trong Q2/2025 do những bất ổn về thuế quan



Nguồn: CBRE

Với mức thuế dành cho Việt Nam đã được công bố và các đối thủ cạnh tranh thu hút vốn FDI chính cũng đã được xác định, những bất ổn liên quan đến thuế quan đã giảm đi rất nhiều. Theo khung thuế mới, Việt Nam phải chịu mức thuế bổ sung 20%, với mức miễn trừ cho các sản phẩm công nghệ, trong khi mức thuế 50% đối với thép và nhôm theo Mục 232 vẫn được giữ nguyên. Nhìn chung, mức thuế này thuận lợi hơn so với những lo ngại ban đầu, với mức thuế bình quân của các ngành nghề tại Việt Nam ở mức 17,9% so với các nước. Các ngành chính vẫn tương đối cạnh tranh – ví dụ, máy móc và thiết bị phải chịu mức thuế bình quân 12,4% (so với mức bình quân của các nước ở mức 13,8%) và đồ nội thất ở mức 21,8% (so với 25,4% của các đối thủ cạnh tranh chính).

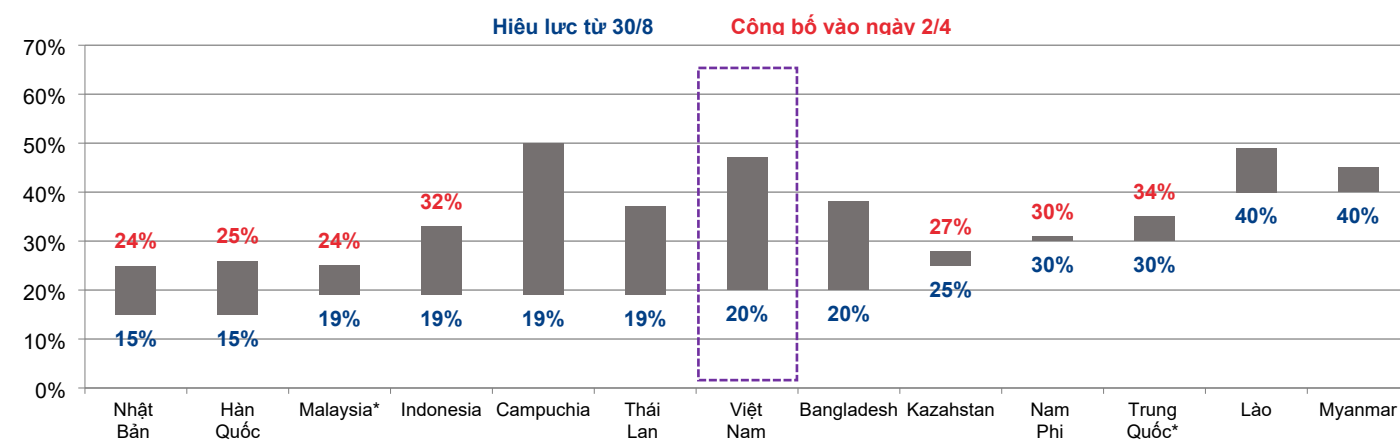
Ngay cả đối với các ngành dệt may và giày dép – những ngành chịu mức thuế tương đối cao lần lượt là 40,2% và 33,6% – Việt Nam vẫn có lợi thế khi so sánh với một số đối thủ cạnh tranh lớn ở châu Á như Trung Quốc (43,6% cho giày dép, 53,4% cho dệt may), Indonesia (34,7% cho giày dép) và Ấn Độ (65% cho dệt may). Thông tin chi tiết

được trình bày trong báo cáo của nhóm nghiên cứu Kinh tế Vĩ mô của HSC: [Trade & FDI FY25-27F: Dancing the tariff tango](#).

Do đó, chúng tôi tiếp tục tin rằng Việt Nam vẫn rất hấp dẫn đối với dòng vốn FDI, nhờ có hệ sinh thái công nghiệp vững chắc, năng lực xuất khẩu tốt và vai trò chiến lược trong việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng – những yếu tố này vượt trội hơn so với bất lợi không đáng kể về thuế quan so với một số nước đối thủ như Thái Lan hoặc Indonesia.

Biểu đồ 2: Thuế “đối ứng” của Mỹ đối với một số quốc gia, thuế tháng 4 và tháng 8

Với mức thuế mới thấp hơn ban đầu, Việt Nam vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ trong khu vực



Ghi chú: ((1) Thuế quan của Trung Quốc bao gồm 20% “thuế fentanyl” và 15% “mức thuế đối ứng”, có hiệu lực đến ngày 10 tháng 11. Sau thời điểm này, mức thuế có thể quay lại mức 34% như kế hoạch ban đầu nếu hai bên không đạt được thỏa thuận; ngoài ra, Mỹ cũng đe dọa sẽ áp thêm 350% thuế đối với Trung Quốc do nước này mua dầu từ Nga và Venezuela, cũng như nhập khẩu thiết bị hàng hải và xếp dỡ hàng hóa. (2) Mỹ cũng đã đe dọa nâng thuế đối với Malaysia lên 25% do nước này mua dầu từ Venezuela. Nguồn: HSC

Điều này phù hợp với nhận định của các nhà phát triển BĐS KCN trong buổi trao đổi gần đây với chúng tôi. Tất cả các công ty đều cho biết mức độ quan tâm của khách thuê nước ngoài bắt đầu hồi phục trong Q3/2025 khi những bất ổn liên quan đến thuế giảm bớt. Cụ thể, BLĐ KBC cho biết, từ tháng 4/2025 đến tháng 6/2025, không có hợp đồng thuê mới nào được ký kết, vì hầu hết khách hàng đang đàm phán Biên bản ghi nhớ và “ngồi chờ” trong bối cảnh bất ổn về thuế quan. Các ngành không bị ảnh hưởng bởi thuế quan – như điện tử, bán dẫn và năng lượng sạch – vẫn vững chắc. Trong khi đó, các khách thuê châu Âu và xuất khẩu hàng hóa sang châu Âu (thay vì Mỹ) vẫn tiếp tục đầu tư như thường lệ. Gần đây, KBC đã ký hợp đồng cho một khách hàng châu Âu thuê 30 ha đất tại KCN Nhơn Hội.

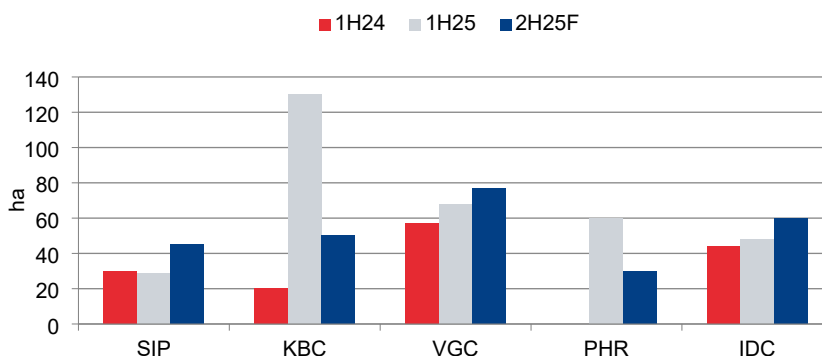
Nhờ chính sách thuế rõ ràng hơn từ Q3/2025, BLĐ KBC cho biết Công ty đang nhận thấy những dấu hiệu ban đầu về sự quan tâm của các khách thuê tiềm năng, chứng tỏ nhu cầu thuê đất công nghiệp có khả năng phục hồi.

SIP, một nhà phát triển KCN khác trong danh sách khuyến nghị, cũng cho biết mức độ quan tâm của khách thuê bắt đầu phục hồi khi chính sách thuế quan chính thức được công bố, chủ yếu là khách thuê Trung Quốc. Đáng chú ý, BLĐ SIP chia sẻ tại hội nghị do HSC tổ chức vào tháng 6/2025 rằng khách thuê không xuất khẩu sang Mỹ chiếm đến 60-70% danh mục khách hàng của Công ty, do đó tác động từ thuế quan không đáng kể.

Các nhà phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị, bao gồm PHR, VGC, IDC và BCM, cũng ghi nhận nhu cầu ảm đạm trong Q2/2025 nhưng diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu dự kiến sẽ phục sau khi những bất ổn về thuế quan được giải quyết.

Biểu đồ 3: Doanh số cho thuê chưa ghi nhận trong 6 tháng, Các công ty BĐS KCN thuộc khuyến nghị của HSC

Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê chưa ghi nhận doanh thu của các công ty sẽ hồi phục.



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC tổng hợp

Trong trung và dài hạn, các động lực tăng trưởng chính của ngành sẽ đến từ sự hỗ trợ bền vững của Chính phủ thông qua các chính sách cải cách pháp lý, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và cải thiện hiệu quả hành chính. Kết quả của một cuộc khảo sát gần đây do CBRE thực hiện trên nhóm khách thuê logistics về kế hoạch danh mục BĐS trong 3-5 năm tới cho thấy ý định tích cực mở rộng HĐKD tại Việt Nam, phản ánh niềm tin vững chắc về triển vọng trong dài hạn. Đáng chú ý, các công ty logistics đang trở thành khách hàng quan trọng của mảng kinh doanh BĐS KCN.

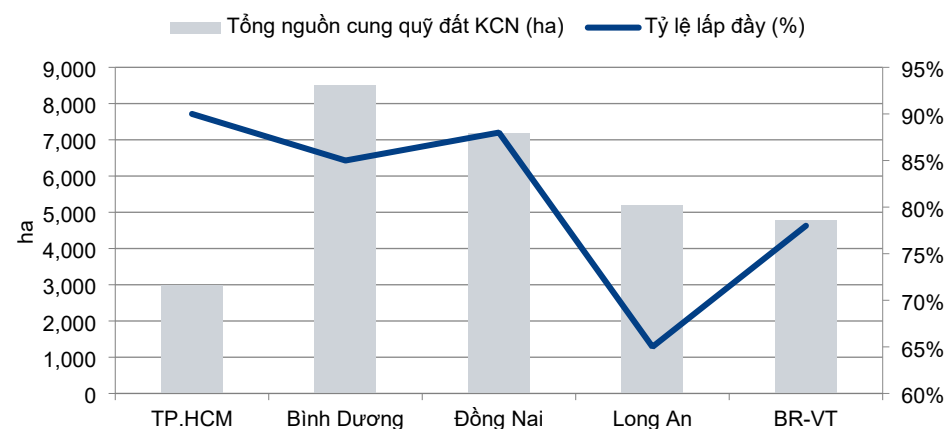
Sáp nhập tỉnh: Tác động không đáng kể đến nguồn cung

Trong Q2/2025, theo báo cáo của Cushman & Wakefield, các Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (bao gồm TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa Vũng Tàu) đã ghi nhận hơn 1.000 ha nguồn cung mới, chủ yếu đến từ KCN Cây Trường và KCN Bà Bằng Mở rộng - Giai đoạn 2, tất cả đều ở Bình Dương, do BCM phát triển. Lượng nguồn cung mới này nâng tổng nguồn cung đất công nghiệp sẵn có lên khoảng 29.255 ha, tăng 2,65% so với quý trước và tăng 3,67% so với cùng kỳ.

Ngoại trừ Long An, tỷ lệ lấp đầy của tất cả các tỉnh khác vẫn ở mức rất cao (trên 80%) do nhu cầu tăng mạnh trong 5 năm qua nhưng nguồn cung còn hạn chế do quy trình phê duyệt nghiêm ngặt.

Biểu đồ 4: Nguồn cung đất KCN tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, Q2/2025

Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao ở hầu hết các khu vực trong khi đó Đồng Nai dẫn đầu về nguồn cung khả dụng



Nguồn: Cushman & Wakefield

Trong khi đó, ở miền Bắc, có khoảng 700 ha nguồn cung mới được bổ sung vào Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc (bao gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương, Quảng Ninh và Vĩnh Phúc). Lượng nguồn cung mới này nâng tổng nguồn

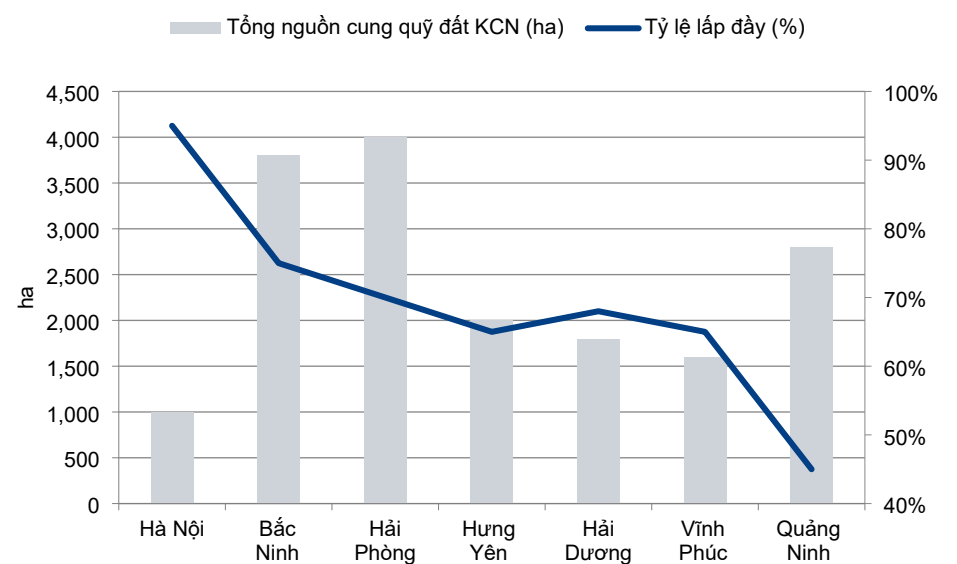
cung đất công nghiệp sẵn có lên khoảng 17.200 ha, tăng 2,8% so với quý trước và tăng 7,5% so với cùng kỳ. Bình quân (ngoại trừ Quảng Ninh, vốn là một khu vực khá mới để phát triển khu công nghiệp) các tỉnh khác có tỷ lệ lấp đầy ổn định ở mức khoảng 70-80%.

Trong buổi thảo luận chuyên đề “The Push and Pull” tại Hội nghị Emerging Vietnam do HSC tổ chức vào tháng 6/2025, bà Dương Thùy Dung, đại diện của CBRE đã cung cấp thông tin chi tiết có giá trị về nguồn cung của Khu công nghiệp trên cả nước. Theo bà Dung, trong ba năm qua, nguồn cung các khu công nghiệp đã được cấp phép mới tương đối dồi dào. Tuy nhiên, số lượng dự án có đất sạch sẵn sàng xây dựng và hoạt động vẫn còn hạn chế.

Ở miền Nam (bao gồm cả các tỉnh cấp 1 và cấp 2), nguồn cung đất sạch hầu như không tăng thêm, chỉ đạt mức tăng trưởng bình quân khoảng 1,5%/năm. Trong khi đó, miền Bắc ghi nhận mức tăng cao hơn là 3-5%/năm. Điều này cho thấy mặc dù nhiều dự án đã được cấp phép, nhưng đất sẵn sàng để cho thuê vẫn khan hiếm do những thách thức trong việc giải phóng mặt bằng và hạ tầng chưa hoàn thiện.

Biểu đồ 5: Nguồn cung đất KCN tại vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, Q2/2025

Tỷ lệ lấp đầy bình quân duy trì ở mức cao khoảng 70-80%



Nguồn: Cushman and Wakefield

Bảng 6: Các dự án mới được phê duyệt hoặc mới khởi công, các công ty BĐS KCN thuộc khuyến nghị của HSC

Mã CK	Các dự án mới được phê duyệt trong 6 tháng đầu năm 2025	Tổng diện tích (ha)	Các dự án mới khởi công trong 6 tháng đầu năm 2025	Tổng diện tích (ha)
SIP	- Long Đức 2 (294ha, Đồng Nai)	294	NI	-
KBC	- Tràng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng) - Kim Thành 2 (225 ha, Hải Phòng) - Quê Võ mở rộng (140 ha, Bắc Ninh) - Sông Hậu 2 (380 ha, Cần Thơ) - Phú Bình (675 ha, Thái Nguyên) - Bình Giang (148 ha, Hải Phòng)	2,220	- Kim Động Ân Thi (225 ha, Hưng Yên) - Lộc Giang (466 ha, Tây Ninh) - Tràng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng)	1,343
VGC	NI	-	- Sông Công II (296 ha, Thái Nguyên) - Trấn Yên (255 ha, Yên Bái) - Dốc Đá Trang (288 ha), Khánh Hòa	839
PHR	NI	-	NI	-
BCM	NI	-	- Cây Trường (700 ha), TP HCM - Bàu Bàng mở rộng (380 ha), TP HCM	1,080
IDC	- Phù Long (415 ha, Ninh Bình) - Vinh Quang (226 ha, Hải Phòng)	641	- Tân Phước 1 (470 ha, Đồng Tháp) - Vinh Quang (226 ha, Hải Phòng)	696

Ghi chú: NI = Không có thông tin.

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC thu thập

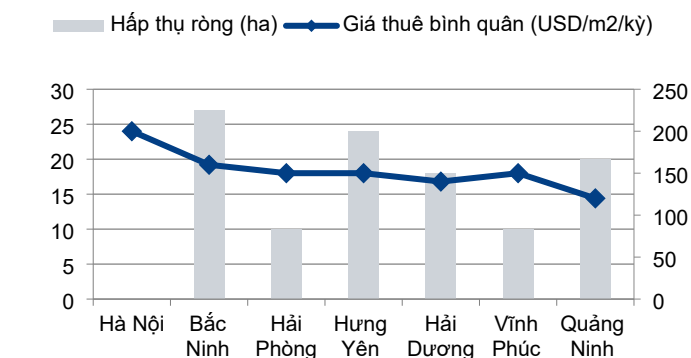
Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ cải thiện khi quy trình phê duyệt được nới lỏng tại các tỉnh, đặc biệt là ở thị trường miền Nam, nơi các cơ quan chức năng thể hiện cam kết mạnh mẽ hơn cùng với một khung pháp lý đã được cải thiện. Ngoài ra, Chính phủ đã giữ vững chủ trương hỗ trợ đối với việc phê duyệt nguồn cung khu công nghiệp mới nhằm đáp ứng nhu cầu của các tập đoàn FDI. HSC kỳ vọng các biện pháp hỗ trợ này sẽ được duy trì, mặc dù việc phê duyệt có thể bị chậm trễ trong ngắn hạn do việc sáp nhập tỉnh.

Chúng tôi đã cập nhật thông tin về các dự án mới của các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị. Nhìn chung, KBC dẫn đầu ngành với 2.220 ha đất được phê duyệt mới tại 6 khu công nghiệp, cùng với việc mở bán 3 khu công nghiệp mới với tổng diện tích 1.343 ha trong nửa đầu năm 2025. IDC cũng ghi nhận đã tăng trưởng vững chắc, với việc có thêm 641 ha từ hai dự án và chuẩn bị có thêm 696 ha đất để xây dựng. Ngược lại, PHR tiếp tục bị bỏ lại phía sau trong cuộc đua mở rộng quỹ đất.

Giá cho thuê: Có dấu hiệu hạ nhiệt

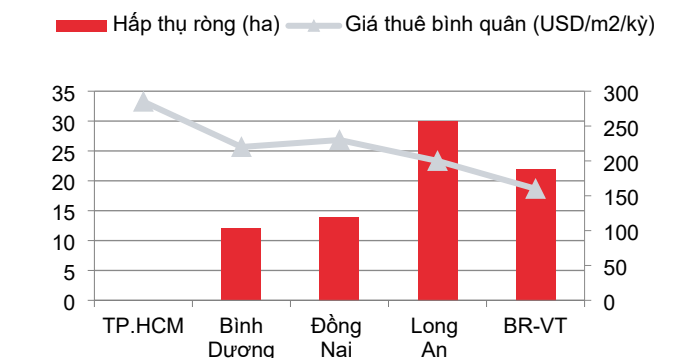
Theo Cushman & Wakefield, giá cho thuê bình quân đối với đất công nghiệp ở miền Bắc đạt 179 USD/m² mỗi kỳ thuê trong Q2/2025, tăng 1,1% so với quý trước và tăng 1,7% so với cùng kỳ. Mức này vẫn thấp hơn so với miền Nam, nơi giá cho thuê bình quân đạt 236 USD/m² mỗi kỳ thuê, tăng 3% so với quý trước và tăng 5% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 7: Diện tích hấp thụ và giá thuê đất KCN, vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc



Nguồn: Cushman & Wakefield

Biểu đồ 8: Diện tích hấp thụ và giá thuê đất KCN, vùng kinh tế trọng điểm phía Nam



Nguồn: Cushman & Wakefield

Tại hội nghị do HSC tổ chức vào tháng 6/2025, bà Dương Thùy Dung, đại diện của CBRE cho biết sau khi tăng giá mạnh trong vài năm qua, tốc độ tăng trưởng đã chững lại trong nửa đầu năm 2025 do nhu cầu giảm nhẹ trong ngắn hạn. Bà Dung cũng cho biết giá cho thuê tại các KCN hàng đầu ở các thành phố cấp 1 ở miền Nam (dao động từ 200-300 USD/m²) đang trở nên kém cạnh tranh hơn so với các đối thủ cạnh tranh trong khu vực. Tuy nhiên, Việt Nam tiếp tục chiếm ưu thế nhờ có bờ biển dài, vị trí chiến lược, chi phí lao động cạnh tranh và đang đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng. Thật vậy, việc phát triển cơ sở hạ tầng là động lực tăng trưởng chính cho các KCN ở miền Bắc trong 3 năm qua và xu hướng này cũng được kỳ vọng sẽ diễn ra ở miền Nam trong 5 năm tới.

Dự báo lợi nhuận

HSC trình bày dự báo lợi nhuận thuần cho 6 nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị (VGC, KBC, IDC, PHR, BCM, SIP) trong Bảng 9 bên dưới. Dựa trên những điều chỉnh trong báo cáo này, chúng tôi tăng 5,2%, 3,3% và 2,8% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho năm 2025, 2026 và 2027 lên 8,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18,6%), 10,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24,2%) và 11,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 11%).

Dự báo tổng lợi nhuận mới tăng cao chủ yếu nhờ đóng góp của BCM sau khi chúng tôi tăng 15-22% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đối với BCM nhằm phản ánh việc tăng giá định diện tích đất được bàn giao trong bối cảnh bớt lo ngại về thuế quan hơn so với trước đây và doanh thu bán đất ở tăng nhanh hơn kỳ vọng. Chúng

tôi cũng điều chỉnh tăng 3-9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đối với SIP, dựa trên các điều chỉnh về nguồn lợi nhuận từ mảng BĐS KCN và mảng tiện ích. Ngược lại, chúng tôi điều chỉnh giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đối với PHR, chủ yếu do điều chỉnh dự báo thu nhập từ tiền bồi thường đất từ dự án đường cao tốc. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với KBC, VGC, IDC.

Trong nhóm các nhà phát triển BĐS KCN, lợi nhuận của SIP có vẻ vững chắc nhất nhờ phương pháp phân phối doanh thu hằng năm và mảng tiện ích vững chắc nhưng chỉ mang lại mức tăng trưởng khá hạn chế trong khi các nhà phát triển BĐS KCN khác chủ yếu phụ thuộc vào hoạt động bán hàng và bàn giao mỗi năm. Điều này vẫn tiềm ẩn rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng nếu tác động của thuế quan nghiêm trọng hơn dự kiến của chúng tôi, làm hoạt động đầu tư của khối FDI chậm lại. Hơn nữa, lợi nhuận của KBC và BCM dự kiến sẽ bao gồm mức đóng góp đáng kể từ mảng BĐS nhà ở (phụ thuộc vào thời điểm bàn giao).

Bảng 9: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty BĐS KCN thuộc khuyến nghị của HSC

Tổng lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 13,6%

Tỷ đồng	2024	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR3 năm
IDC	1,996	1,638	0.0%	-17.9%	1,718	0.0%	4.9%	2,081	0.0%	21.1%	1.4%
SIP	1,170	1,112	9.4%	-5.0%	1,134	7.3%	2.0%	1,201	2.8%	5.9%	0.9%
KBC	382	1,903	0.0%	398.2%	3,328	0.0%	74.9%	3,384	0.0%	1.7%	106.9%
PHR	460	471	-9.1%	2.4%	883	-13.9%	87.5%	956	-4.6%	8.3%	27.6%
VGC	1,105	1,361	0.0%	23.2%	1,390	0.0%	2.1%	1,656	0.0%	19.1%	14.4%
BCM	2187	2,176	21.4%	-0.5%	2,301	21.6%	5.7%	2,657	14.6%	15.5%	6.7%
Tổng cộng	7,300	8,661	5.2%	18.6%	10,754	3.3%	24.2%	11,935	2.8%	11.0%	17.8%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá các nhà phát triển BĐS KCN trong danh sách khuyến nghị, với mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV để xác định giá mục tiêu. Đáng chú ý, các mức chiết khấu giả định của chúng tôi – không thay đổi, ở mức 30% đối với KBC, 20% đối với BCM, IDC và SIP, và 10% đối với PHR và VGC – nhìn chung nhỏ hơn so với bình quân 3 năm tương ứng, phản ánh quan điểm của chúng tôi về đà tăng trưởng của ngành. Chúng tôi vẫn giữ nguyên các giả định định giá cơ bản khác.

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, tất cả đều được khuyến nghị Mua vào, bao gồm **SIP** (một viên ngọc chưa tỏa sáng ở miền Nam với định giá hấp dẫn), **KBC** (với quỹ đất lớn trên cả phân khúc BĐS KCN và BĐS nhà ở, cùng với thành tích đã được kiểm chứng trong việc cung cấp dịch vụ cho khách hàng FDI hoạt động trong các lĩnh vực điện tử và công nghệ cao, vốn ít bị ảnh hưởng bởi thuế quan so với các lĩnh vực khác), và **IDC** (một nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu, tập trung vào nhóm khách hàng FDI và có sự hiện diện tích cực tại thị trường miền Nam, nơi hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh).

Bảng 10: Định giá cổ phiếu, Các công ty BĐS KCN thuộc khuyến nghị của HSC

Mã CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAV/cp (đồng)	Chiết khấu của thị giá so với RNAV dự phòng	RNAV chiết khấu 3 năm bình quân	P/E trượt dự phóng 1 năm	PE trượt dự phóng 3 năm
SIP	Mua vào	57,500	80,000	39.1%	100,219	42.6%	45.0%*	12.5	14.2
KBC	Mua vào	37,600	46,000	22.3%	65,700	42.8%	43.0%	13.1	20.1
IDC	Mua vào	40,400	48,261	19.5%	60,326	33.0%	20.0%	9.0	9.4
PHR	Tăng tỷ trọng	56,400	65,500	16.1%	72,400	22.1%	25.0%	9.1	13.9
VGC	Nắm giữ	60,000	60,300	0.5%	67,000	10.4%	22.0%	19.1	17.3
BCM	Nắm giữ	67,700	69,000	1.9%	86,250	21.5%	23.5%*	30.7	31.9
Bình quân				16.6%		28.7%	31.0%	15.6	17.8

Nghi chú: (*) Từ báo cáo lần đầu của HSC T2/2025 và T3/2025.
 Nguồn: HSC

Lựa chọn hàng đầu

SIP (Mua vào, giá mục tiêu 80.000đ, tiềm năng tăng giá 39%): Với quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược tại miền Nam (3.500 ha), HSC tiếp tục 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 tại miền Nam. Do đó, chúng tôi tin rằng với thị giá hiện tại, SIP có rất ít rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng cho các NĐT dài hạn vốn đang tìm cách hưởng lợi từ nhà phát triển BĐS KCN có tiềm năng tăng trưởng vững chắc.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,9% trong 1 tháng qua hoặc giảm 19,6% kể từ đầu năm, thấp hơn diễn biến của chỉ số VN-Index lần lượt ở mức -0,7% và 30,8%, SIP hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 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 14,2 lần và cổ phiếu cũng có mức chiết khấu bình quân 42,8% so với ước tính RNAV (100.219đ/cp), nhỏ hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45%. Chúng tôi xác định giá mục tiêu theo phương pháp SoTP sau khi giữ nguyên mức chiết khấu giả định 20% so với ước tính RNAV.

KBC (Mua vào, giá mục tiêu 46.000đ, tiềm năng tăng giá 22%): KBC là một trong những nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất Việt Nam, với quỹ đất lớn 2.390 ha trải dài trên nhiều địa điểm khắp cả nước. Công ty đã thu hút thành công các nhà sản xuất công nghệ cao tầm cỡ như LG, Foxconn và Goertek. Bên cạnh các dự án khu công nghiệp, KBC bắt đầu mở rộng sang phát triển các dự án BĐS nhà ở với quy mô lớn đầu tiên của Công ty: khu đô thị Trảng Cát 582 ha ở Hải Phòng và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu 990 ha ở Hưng Yên.

Chúng tôi tin rằng với quỹ đất rộng lớn, KBC sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng tích cực ở cả phân khúc BĐS KCN và BĐS nhà ở. Lợi nhuận được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 107%, nhờ đẩy mạnh hoạt động bàn giao tại các dự án KCN và đẩy nhanh tiến độ xây dựng tại dự án Trảng Cát.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 42% trong 3 tháng qua, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 43% so với RNAV (so với bình quân 3 năm ở mức 43%) và cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,1 lần. Chúng tôi xác định giá mục tiêu theo phương pháp SoTP sau khi giữ nguyên mức chiết khấu giả định 30% so với ước tính RNAV.

IDC (Mua vào, giá mục tiêu 48.261đ, tiềm năng tăng giá 20%): IDC là một trong những nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu Việt Nam, hiện đang vận hành 10 dự án KCN với tổng diện tích đất có sẵn để cho thuê là 450 ha. Lợi thế cạnh tranh chính của công ty nằm ở quỹ đất có chi phí thấp, có vị trí chiến lược tại các vùng công nghiệp trọng điểm. Đáng chú ý, Công ty cũng đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng 4 KCN mới, dự kiến sẽ bổ sung thêm 900 ha vào quỹ đất từ năm 2026. Các dự án này sẽ trở thành động lực tăng trưởng tích cực cho doanh thu và lợi nhuận. Bên cạnh mảng BĐS KCN cốt lõi, IDC cũng tích cực tham gia phát triển bất động sản nhà ở với kế hoạch mở khóa 50 ha đất để bán trong vài năm tới. Ngoài ra, công ty tạo ra dòng tiền ổn định và thường xuyên từ các dự án BOT, nhà máy thủy điện và hoạt động kinh doanh điện trong các KCN của Công ty, giúp nâng cao hơn nữa khả năng tạo ra lợi nhuận và sự ổn định tài chính.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của Công ty sẽ giảm 18% trong năm 2025 từ mức nền cao của năm 2024, trước khi phục hồi 5% trong năm 2026 và 21% trong năm 2027.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 42% trong 3 tháng qua, IDC hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 33% so với ước tính RNAV (60.326đ/cp, không đổi), cao hơn so với bình quân 19 tháng kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu ở mức 20%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,4 lần. Chúng tôi xác định giá mục tiêu theo phương pháp SoTP sau khi giữ nguyên mức chiết khấu giá định 20% so với ước tính RNAV.

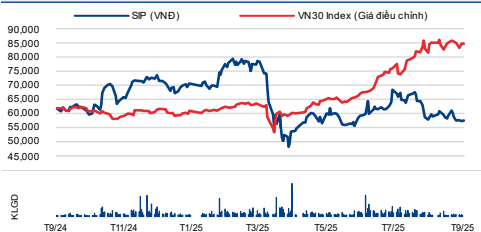
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ80,000 (từ VNĐ76,522)
Tiềm năng tăng/giảm: 39.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	57,500
Mã Bloomberg	SIP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	48,297-79,375
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	57,540
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,106
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	458
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	1 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	(1.88)	(4.03)	(6.89)
So với chỉ số	(2.07)	(24.2)	(32.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,343	3,597	20.7
2026F	4,433	4,830	(8.2)
2027F	4,712	5,266	(10.5)

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

Viên ngọc bị định giá thấp; tăng giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 4,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 80.000đ – dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá – sau khi SIP công bố KQKD nửa đầu năm 2025 và chúng tôi đưa ra nhận định mới liên quan đến ngành BĐS KCN.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng lần lượt 9,4%, 7,3% và 2,9% dựa trên giả định doanh thu mảng tiện ích cải thiện, nhu cầu thuê đất công nghiệp tăng cao và KCN Long Đức 2 bắt đầu có đóng góp vào lợi nhuận chung từ năm 2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 3,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 20% kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 12,5 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 2 năm ở mức 14,2 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi phân tích triển vọng ngành

HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá đối với SIP dựa trên các sự kiện gần đây, cụ thể là: (1) phân tích toàn diện của chúng tôi về triển vọng ngành BĐS KCN, dự kiến sẽ cải thiện khi tình hình bất ổn liên quan đến thuế quan của Mỹ không còn nữa và vị thế hiện tại của Việt Nam so với các địa điểm thu hút vốn FDI khác (như đã thảo luận trong phần Báo nhanh về ngành); và (2) KQKD nửa đầu năm 2025 của SIP.

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

HSC tăng bình quân 6,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 đạt lần lượt 1.112 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ), 1.134 tỷ đồng (tăng trưởng 2%) và 1.201 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) trên doanh thu 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%), 8,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,2%) và 8,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%). Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận chủ yếu do giả định doanh thu từ dịch vụ tiện ích (dịch vụ phân phối điện & nước) tăng (70-80% khách thuê của SIP xuất khẩu sản phẩm sang các thị trường ngoài Mỹ – do đó Công ty ít bị ảnh hưởng bởi thuế quan của Mỹ) cũng như giả định doanh thu từ hoạt động cho thuê đất KCN cải thiện.

Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi và doanh thu thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm là 3,9% và 2,3% (dự báo trước đó: lần lượt tăng trưởng 6,9% và 0%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,9% trong 1 tháng qua hoặc giảm 19,6% kể từ đầu năm, thấp hơn diễn biến của chỉ số VN-Index lần lượt ở mức -0,7% và 30,8%, SIP hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 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 14,2 lần và cổ phiếu cũng có mức chiết khấu bình quân 42,8% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 5,1%), nhỏ hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45%.

Với quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược ở miền Nam, chúng tôi vẫn 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. Do đó, với thị giá hiện tại, chúng tôi tin rằng SIP có rất ít rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng đối với nhà đầu tư dài hạn. Duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 39% tại giá mục tiêu mới được xác định bằng cách giữ nguyên mức chiết khấu giả định 20% so với RNAV.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,101	1,321	1,452 ▲	1,530 ▲	1,632 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	927	1,170	1,112 ▲	1,134 ▲	1,201
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,248	4,343 ▲	4,433 ▲	4,712 ▲
DPS (đồng)	2,892	1,705	1,565 ▼	1,800 ▼	1,800 ▼
BVPS (đồng)	22,156	23,121	23,591 ▲	26,954 ▲	30,628 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	11.4	12.5	11.7	10.8
P/E ĐC (lần)	12.2	11.0	13.2	13.0	12.2
Lợi suất cổ tức (%)	5.03	2.96	2.72	3.13	3.13
P/B (lần)	2.60	2.49	2.44	2.13	1.88
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	11.5	(17.2)	2.07	6.30
ROAE (%)	24.1	26.3	21.0	18.5	17.2

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

Tình hình bất ổn hạ nhiệt; KCN Long Đức 2 hoạt động vào năm 2027

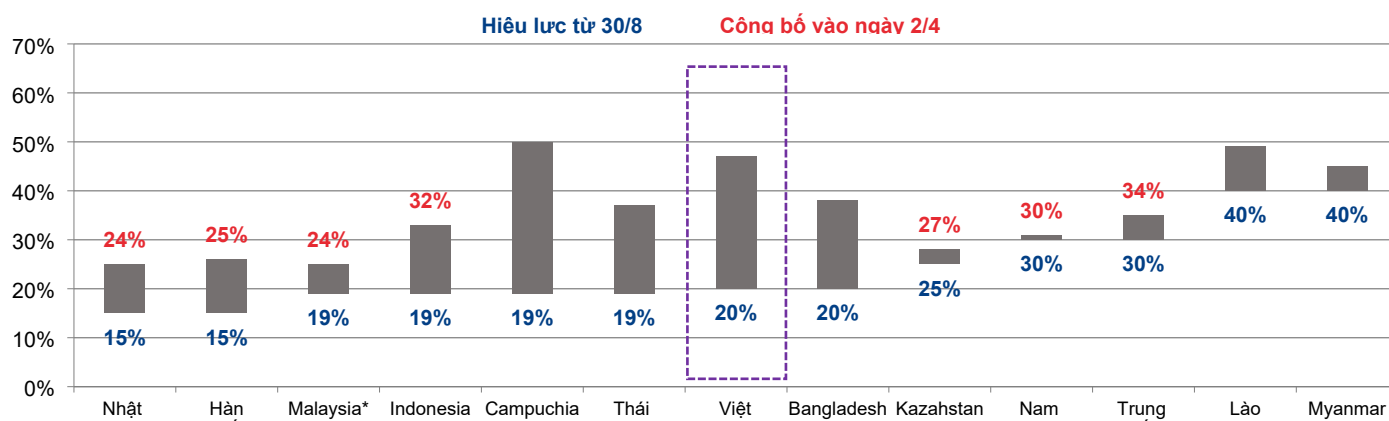
HSC tăng 4,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 80.000đ, dựa trên: (1) việc tăng định giá RNAV đối với mảng BĐS KCN và tiện ích trong bối cảnh triển vọng ngành cải thiện sau khi Mỹ công bố mức thuế mới; và (2) việc đưa dự án KCN Long Đức 2 vào mô hình định giá. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 cũng được điều chỉnh tăng, cho thấy lợi nhuận thuần dự kiến đạt 1.112 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) trong năm 2025, 1.134 tỷ đồng (tăng trưởng 2%) trong năm 2026 và 1.201 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) trong năm 2027.

Cho thuê BĐS KCN: Triển vọng cải thiện nhờ chính sách thuế rõ ràng

Như đã thảo luận trong phần Báo cáo nhanh về ngành, mức thuế ‘đối ứng’ 20% mà Mỹ áp lên hàng xuất khẩu của Việt Nam không chỉ thấp hơn nhiều so với mức 46% được công bố trước đó, mà còn không làm giảm khả năng cạnh tranh của Việt Nam so với các nước khác trong khu vực (Biểu đồ 11). Hơn nữa, tình hình căng thẳng địa chính trị gần đây ở các nước láng giềng càng làm nổi bật sự hấp dẫn của Việt Nam trong mắt nhà đầu tư nước ngoài vốn đang tìm cơ hội mở rộng HKKD.

Bảng 11: Thuế “đối ứng” của Mỹ đối với một số quốc gia, tại thời điểm tháng 4 và tháng 8

Với mức thuế mới thấp hơn ban đầu, Việt Nam vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ trong khu vực



Ghi chú: ((1) Thuế quan của Trung Quốc bao gồm 20% “thuế fentanyl” và 15% “mức thuế đối ứng”, có hiệu lực đến ngày 10 tháng 11. Sau thời điểm này, mức thuế có thể quay lại mức 34% như kế hoạch ban đầu nếu hai bên không đạt được thỏa thuận; ngoài ra, Mỹ cũng đe dọa sẽ áp thêm 350% thuế đối với Trung Quốc do nước này mua dầu từ Nga và Venezuela, cũng như nhập khẩu thiết bị hàng hải và xếp dỡ hàng hóa. (2) Mỹ cũng đã đe dọa nâng thuế đối với Malaysia lên 25% do nước này mua dầu từ Venezuela. Nguồn: HSC

Bảng 12: Mảng cho thuê đất KCN của SIP trong 6 tháng đầu năm 2025, ha

Stt	KCN	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá cho thuê (USD/m ²)	Diện tích cho thuê 6T2025 (Ha)
1	Đông Nam	37%	350	8.41
2	Phước Đông (Khu A)	97.1%	110	9.63
3	Phước Đông (Khu B)	24.9%	90	7.12
	Giai đoạn 2	44.3%		7.12
	Giai đoạn 3	0%		
4	Lê Minh Xuân 3	89%	250	1.5
5	Lộc An - Bình Sơn	67.9%	230	2
Tổng cộng				28.7

Nguồn: SIP, HSC

Đối với trường hợp của SIP (70-80% khách hàng của Công ty chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường ngoài Mỹ - theo BLD; Bảng 13), HSC kỳ vọng tác động từ thuế quan sẽ rất ít. Nhu cầu cho thuê đất KCN của Công ty sẽ bắt đầu phục hồi từ năm 2026. Dựa trên yếu tố này, chúng tôi điều chỉnh nhẹ giá định diện tích BĐS KCN cho thuê của SIP, ở mức 45 ha, 50 ha và 55 ha cho giai đoạn 2025-2027 (so với 45 ha, 47 ha và

50 ha trước đó). Lưu ý rằng dự báo diện tích đất cho thuê trong năm 2025 của chúng tôi khá sát với KHKD khá thận trọng của Công ty đề ra là 44 ha.

Bảng 13: Khách hàng của SIP, sản phẩm sản xuất, thị trường xuất khẩu

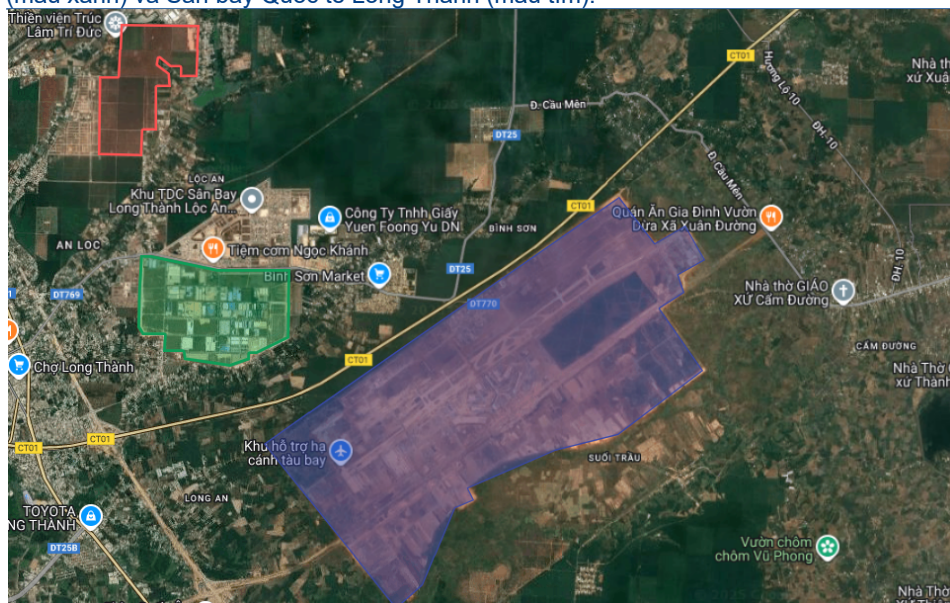
70-80% khách thuê KCN của SIP chủ yếu xuất khẩu sang các nước ngoài Mỹ

Khách thuê	Sản phẩm	Thị trường xuất khẩu
Brotex	Nhuộm sợi	Hồng Kông, Hàn Quốc và Ma Cao
Hantex	Máy mặc	Nhật Bản, Úc và Châu Âu
Gain Lucky	Nhuộm/đồ đan	Nhật Bản, Trung Quốc và Ma Cao
Sailun	Lốp xe	Hoa Kỳ, Canada, Ý
First Solar	Tấm pin mặt trời	Châu Âu và Bắc Mỹ

Nguồn: SIP, HSC

Hình 14: KCN Long Đức 2, 294 ha, Đồng Nai

Khu Long Đức 2 (màu đỏ) có vị trí chiến lược, nằm gần KCN Lộc An – Bình Sơn của SIP (màu xanh) và Sân bay Quốc tế Long Thành (màu tím).



Nguồn: SIP, HSC

KCN Long Đức 2 dự kiến đóng góp lợi nhuận từ năm 2027

Ngoài 4 KCN hiện tại mà Công ty đang vận hành, SIP đã nhận được quyết định chủ trương đầu tư cho KCN Long Đức 2 (294 ha, Đồng Nai) vào tháng 2/2025. KCN mới này nằm ở vị trí chiến lược gần KCN Lộc An Bình Sơn của SIP và Sân bay Quốc tế Long Thành.

BLĐ cho biết chi phí trọn gói để thành lập KCN này là khoảng 50 USD/m², trong khi giá cho thuê hiện tại trên thị trường của các khu KCN lân cận (gần như lấp đầy) là 170-180 USD/m².

Công ty cho biết, công tác đền bù đất đang được tiến hành, phù hợp với tình trạng tăng dư nợ trong Q2/2025 lên 4,7 nghìn tỷ đồng (tăng 53% so với cùng kỳ hoặc tăng 15% so với quý trước). BLĐ đặt mục tiêu bắt đầu cho thuê KCN Long Đức 2 trong năm 2027.

Tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, nhờ mảng tiện ích và KCN Long Đức 2

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

- Cho năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo lợi nhuận lên 1.112 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) trên doanh thu 8.083 tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%), chủ yếu nhờ doanh thu mảng tiện ích cao hơn kỳ vọng (vì phần lớn khách thuê của SIP không bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế của Mỹ, khi 70-80% khách thuê xuất khẩu

sản phẩm sang các thị trường ngoài Mỹ), cùng với hoạt động mở bán và bàn giao đất tại KCN Phước Đông A. Trước đó, chúng tôi cho rằng dự án này sẽ không khởi động trở lại từ năm 2025.

- Cho năm 2026-2027, HSC tăng lần lượt 7,3% và 2,9% dự báo lợi nhuận, chủ yếu dựa trên dự báo diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu cải thiện một chút và nhu cầu sử dụng dịch vụ tiện ích tăng cao. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2026 lên 1.134 tỷ đồng (tăng trưởng 2%), sau đó tăng trưởng 6% trong năm 2027 lên 1.201 tỷ đồng, trên doanh thu 8.182 tỷ đồng (tăng trưởng 1,2%) và 8.659 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%). Lưu ý rằng, cho năm 2027, chúng tôi đã phản ánh dự án KCN Long Đức 2 vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Bảng 15: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, SIP

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025A				
Doanh thu thuần	6,975	8,083	15.9%	3.6%
Doanh thu đất KCN	414	426	2.8%	9.4%
Tiện ích & Dịch vụ	6,207	7,258	16.9%	4.1%
BDS khu dân cư	-	36	N/m	N/m
Doanh thu khác	354	364	2.7%	-17.5%
Lợi nhuận gộp	1,068	1,200	12.3%	9.5%
Lợi nhuận tài chính	328	383	16.6%	-24.3%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	84	61	-27.6%	-7.3%
Chi phí BH&QL	114	114	0.4%	3.8%
LNTT	1,366	1,529	11.9%	-1.7%
LNST	1,093	1,223	11.9%	-4.4%
Lợi nhuận thuần	1,016	1,112	9.4%	-5.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,049	1,154	10.0%	13.7%
2026A				
Doanh thu thuần	7,369	8,182	11.0%	1.2%
Doanh thu đất KCN	473	491	3.8%	15.3%
Tiện ích & Dịch vụ	6,542	7,291	11.5%	0.5%
BDS khu dân cư	-	36	N/m	0.0%
Doanh thu khác	354	364	2.7%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,165	1,279	9.8%	6.6%
Lợi nhuận tài chính	280	343	22.5%	-10.4%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	84	61	-28.3%	0.0%
Chi phí BH&QL	116	120	3.1%	5.0%
LNTT	1,413	1,562	10.6%	2.2%
LNST	1,131	1,250	10.6%	2.2%
Lợi nhuận thuần	1,057	1,134	7.3%	2.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,137	1,232	8.3%	6.8%
2027A				
Doanh thu thuần	7,798	8,659	11.0%	5.8%
Doanh thu đất KCN	544	549	0.9%	11.8%
Tiện ích & Dịch vụ	6,900	7,710	11.7%	5.7%
BDS khu dân cư	-	0	N/m	-99.9%
Doanh thu khác	354	364	2.7%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,277	1,382	8.2%	8.1%
Lợi nhuận tài chính	308	340	10.5%	-0.9%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	86	61	-29.7%	0.0%
Chi phí BH&QL	119	126	5.6%	5.0%
LNTT	1,552	1,657	6.8%	6.0%
LNST	1,242	1,325	6.8%	6.0%
Lợi nhuận thuần	1,168	1,201	2.9%	6.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD “cốt lõi”	1,241	1,292	4.2%	4.9%

Nguồn: HSC ước tính

Đáng chú ý, dự báo mới cho năm 2025 và KQKD nửa đầu năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 dự kiến đạt 493 tỷ đồng (giảm 20,3% so với cùng kỳ) và diện tích đất cho thuê chưa ghi nhận doanh thu năm 2025 đạt 17 ha. Lưu ý rằng, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 thấp hơn so với cùng kỳ là do tác động của nhiều yếu tố, bao gồm chi phí lãi vay cao hơn khi số dư nợ của SIP tăng cao trong thời gian gần đây và do ghi nhận doanh thu tài chính cao nửa cuối năm 2024, khi Công ty thoái vốn tại CTCP Cao su Tây Ninh (TRC, chưa khuyến nghị) và CTCP Khu Công nghiệp và Phát triển Đô thị Cao su Việt Nam (VRG, chưa khuyến nghị). Tổng

số tiền thu được là 622 tỷ đồng (dự báo trước đó của chúng tôi giả định không có hoạt động thoái vốn trong nửa cuối năm 2025).

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 3,9% và 2,3% (dự báo trước đó: 6,9% và 0%).

Định giá và khuyến nghị: Tăng 4,5% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4,5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 80.000đ, dựa trên: (1) tăng giả định định giá NAV cho mảng BĐS KCN và mảng tiện ích sau khi đưa ra giả định triển vọng cải thiện vì Mỹ đã công bố chính sách thuế quan; và (2) phản ánh dự án KCN Long Đức 2 vào mô hình dự báo lợi nhuận. Giả định RNAV được điều chỉnh tăng thêm 5,1% so với dự báo trước đó.

Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 39,1% và cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 12,5 lần và 12,3 lần, và có P/B dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 2,4 lần và 2,1 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 quỹ đất công nghiệp lớn tại các vị trí chiến lược tại miền Nam, chúng tôi tiếp tục 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 công từ năm 2025 đến năm 2030, đặc biệt là ở miền Nam. Do đó, chúng tôi tin rằng với thị giá hiện tại, SIP có rất ít rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng cho các 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 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 so với ước tính RNAV là 20%.
- Chúng tôi giữ nguyên thời điểm định giá vào giữa năm 2026.

Bảng 16: Định giá SOTP, SIP

Tỷ đồng	Lợi ích của SIP	Định giá (giữa năm-2026)	Phương pháp
KCN		13,942	
Đông Nam	100%	724	DCF
Phước Đông – Bời Lời	100%	6,204	DCF
Lê Minh Xuân 3	100%	2,943	DCF
Lộc An - Bình Sơn	69%	2,392	DCF
Long Đức 2	58%	1,679	DCF
Tiện ích & dịch vụ khác s		6,258	
Tiện ích – Năng lượng, nước & khác	100%	4,248	DCF
Kho bãi	100%	2,009	DCF
BDS khu dân cư - Phước Đông UA (Ph. A)	100%	860	
Dự án khác		395	
NTC	22%	771	BV
Công ty liên kết		497	BV
Tài sản khác		2,500	BV
Nợ phải trả khác		(3,372)	BV
Tổng tài sản		21,454	
Tiền/(nợ) thuần		2,810	
RNAV		24,264	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		242	
RNAV/cp		100,219	
Chiết khấu RNAV		20.0%	
Giá mục tiêu		80,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định, SIP

Kích 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					
		8.25%	9.25%	10.25%	11.25%	12.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	95,000	89,000	84,000	80,000	76,000
	3.5%	92,000	87,000	82,000	78,000	74,000
	4.0%	90,000	85,000	80,000	76,000	72,000
	4.5%	88,000	83,000	79,000	75,000	71,000
	5.0%	86,000	81,000	77,000	73,000	69,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Phân tích độ nhạy với các giả định chiết khấu RNAV, SIP

	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%	40.0%
Chiết khấu với các giả định RNAV			20.0%	30.0%	40.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	100,000	90,000	80,000	70,000	60,000
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	73.9%	56.5%	39.1%	21.7%	4.3%

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 BDS 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 BDS 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 số cho thuê BDS KCN vào doanh thu trong báo cáo kết quả HĐKD của họ.

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. Ngoài ra, do phương pháp ghi nhận doanh thu phân bổ của công ty, việc điều chỉnh thời gian thu tiền từ khách hàng

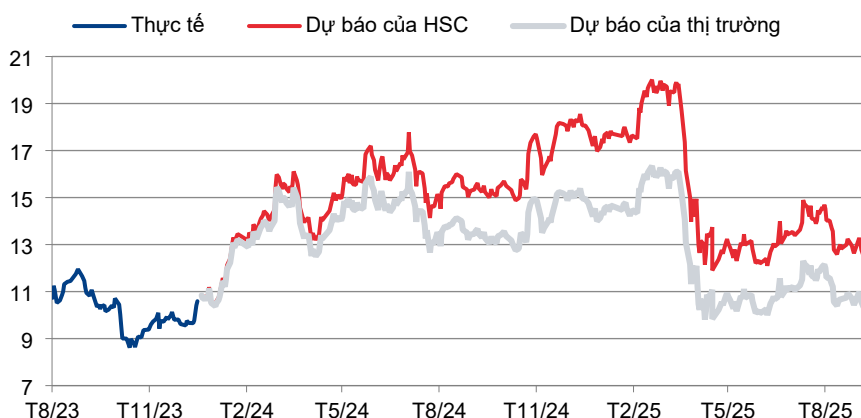
ảnh hưởng đến định giá RNAV của SIP nhưng không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,9% trong 1 tháng qua hoặc giảm 19,6% kể từ đầu năm, thấp hơn diễn biến của chỉ số VN-Index, SIP hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 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 14,2 lần và cổ phiếu cũng có mức chiết khấu 42,8% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 5,1%), nhỏ hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2025 ở mức 45%.

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

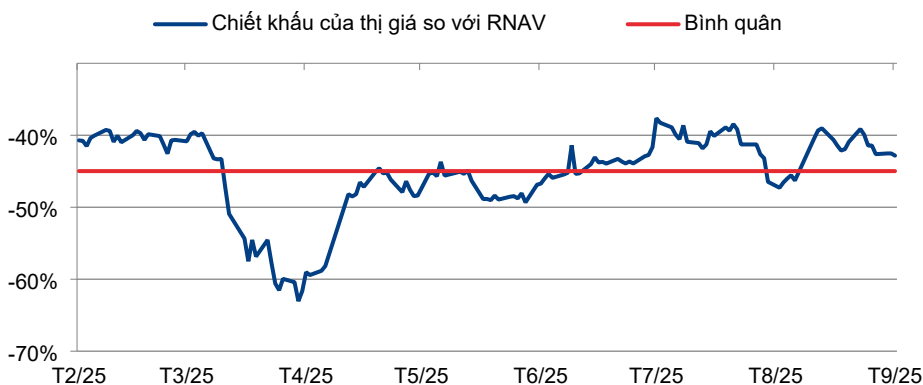
Cổ phiếu SIP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,5 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14,2 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 20: Chiết khấu của thị giá so với RNAVPS, SIP

Hiện SIP đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 42,8%, cao hơn một chút so với bình quân ở mức 45% (từ báo cáo lần đầu vào T2/2025)



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F		12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	6,677	7,801	8,083	8,182	8,659	EBIT	833	1,001	1,085	1,159	1,256
Lợi nhuận gộp	930	1,095	1,200	1,279	1,382	Khấu hao	(339)	(385)	(427)	(432)	(437)
Chi phí BH&QL	(109)	(110)	(114)	(120)	(126)	Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	220	264	273
Thu nhập khác	12.8	18.5	0	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(271)	(293)	(306)	(312)	(331)
Chi phí khác	(1.90)	(2.57)	0	0	0	Thay đổi vốn lưu động	(1,252)	(654)	(366)	1,515	1,085
EBIT	833	1,001	1,085	1,159	1,256	Khác	(383)	258	192	165	219
Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	220	264	273	LCT thuần từ HKKD	(798)	621	1,252	3,222	2,938
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	71.0	65.3	60.6	60.6	60.6	Đầu tư TS dài hạn	(1,296)	(634)	(729)	(1,713)	(2,422)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	Góp vốn & đầu tư	(5,049)	(12,973)	(978)	(849)	0
LN không thường xuyên	435	582	163	79.5	67.1	Thanh lý	6,529	10,891	11.6	0	0
LNTT	1,274	1,572	1,529	1,562	1,657	Khác	534	358	(425)	60.6	60.6
Chi phí thuế TNDN	(271)	(293)	(306)	(312)	(331)	LCT thuần từ HĐĐT	717	(2,358)	(2,121)	(2,501)	(2,361)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76.8)	(109)	(111)	(116)	(124)	Cổ tức trả cho CSH	(526)	(359)	(379)	(436)	(436)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0	Thu từ phát hành CP	0.47	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	927	1,170	1,112	1,134	1,201	Tăng/giảm nợ	995	1,912	1,096	(185)	(185)
Lợi nhuận thuần ĐC	856	1,105	1,051	1,073	1,141	Khác	0	0	0	0	0
EBITDA ĐC	1,101	1,321	1,452	1,530	1,632	LCT thuần từ HĐTC	470	1,553	718	(620)	(620)
EPS (đồng)	5,098	5,558	4,593	4,683	4,962	Tiền & tương đương tiền đầu ki	440	829	646	494	595
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,248	4,343	4,433	4,712	LCT thuần trong kỳ	390	(184)	(151)	100	(43.7)
DPS (đồng)	2,892	1,705	1,565	1,800	1,800	Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	182	211	242	242	242	Tiền & tương đương tiền cuối ki	829	646	494	595	551
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	182	211	242	242	242	Dòng tiền tự do	(2,094)	(13.0)	522	1,509	516
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	182	211	242	242	242						

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F		12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	829	646	494	595	551	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	3,139	5,244	6,222	7,071	7,071	Tỷ suất LN gộp (%)	13.9	14.0	14.8	15.6	16.0
Phải thu khách hàng	3,500	4,853	6,701	6,688	6,483	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.5	16.9	18.0	18.7	18.9
Hàng tồn kho	468	322	325	298	817	Tỷ suất LNT (%)	13.9	15.0	13.8	13.9	13.9
Các tài sản ngắn hạn khác	771	852	827	745	598	Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	18.6	20.0	20.0	20.0
Tổng tài sản ngắn hạn	8,707	11,917	14,569	15,397	15,520	Tăng trưởng doanh thu (%)	10.6	16.8	3.61	1.22	5.83
TSCĐ hữu hình	1,247	1,304	1,458	1,616	1,778	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.0	20.0	9.92	5.39	6.67
TSCĐ vô hình	4.52	4.13	4.48	4.84	5.22	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.14)	29.1	(4.84)	2.07	6.30
Bất động sản đầu tư	5,443	5,878	5,871	5,874	5,988	Tăng trưởng EPS (%)	(52.6)	9.02	(17.4)	1.96	5.96
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	11.5	(17.2)	2.07	6.30
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,031	849	849	849	849	Tăng trưởng DPS (%)	30.9	(41.1)	(8.18)	15.0	0
Tài sản dài hạn khác	4,627	5,100	5,741	6,860	8,569	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	56.7	30.7	34.1	38.4	36.3
Tổng tài sản dài hạn	12,353	13,136	13,923	15,204	17,189						
Tổng cộng tài sản	21,060	25,053	28,492	30,601	32,709	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	1,595	2,466	3,723	3,723	3,723	ROAE (%)	24.1	26.3	21.0	18.5	17.2
Phả trả người bán	238	241	241	286	262	ROACE (%)	4.74	5.15	4.96	4.84	4.83
Nợ ngắn hạn khác	1,042	1,178	1,416	1,392	1,431	Vòng quay tài sản (lần)	0.33	0.34	0.30	0.28	0.27
Tổng nợ ngắn hạn	3,061	4,144	5,603	5,625	5,643	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.96)	0.62	1.15	2.78	2.34
Nợ dài hạn	90.7	1,132	972	787	603	Số ngày tồn kho	29.7	17.5	17.2	15.8	41.0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	137	133	133	133	133	Số ngày phải thu	222	264	355	354	325
Nợ dài hạn khác	13,743	14,776	16,072	17,530	18,915	Số ngày phải trả	15.1	13.1	12.8	15.1	13.1
Tổng nợ dài hạn	13,971	16,042	17,177	18,450	19,651						
Tổng nợ phải trả	17,032	20,185	22,780	24,075	25,294	Cơ cấu vốn					
Vốn chủ sở hữu	4,028	4,868	5,712	6,526	7,416	Nợ thuần*/VCSH (%)	22.6	60.8	74.2	60.6	51.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	Nợ/tài sản (%)	8.26	14.4	16.6	14.9	13.3
Tổng vốn chủ sở hữu	4,028	4,868	5,712	6,526	7,416	EBIT/lãi vay (lần)	13.0	13.0	N/a	N/a	N/a
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,060	25,053	28,492	30,601	32,709	Nợ/EBITDA (lần)	1.49	2.60	3.13	2.86	2.58
BVPS (đ)	22,156	23,121	23,591	26,954	30,628	Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.84	2.88	2.60	2.74	2.75
Nợ thuần*/(tiền mặt)	857	2,952	4,200	3,915	3,774	Định giá					
						EV/doanh thu (lần)	1.69	1.93	2.24	2.18	2.04
						EV/EBITDA ĐC (lần)	10.3	11.4	12.5	11.7	10.8
						P/E (lần)	11.3	10.3	12.5	12.3	11.6
						P/E ĐC (lần)	12.2	11.0	13.2	13.0	12.2
						P/B (lần)	2.60	2.49	2.44	2.13	1.88
						Lợi suất cổ tức (%)	5.03	2.96	2.72	3.13	3.13

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

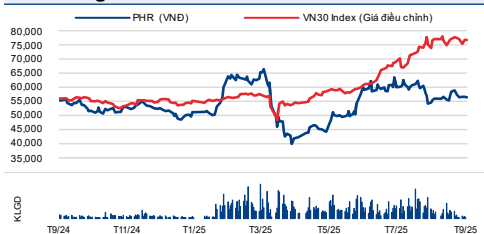
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ65,500 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 16.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	56,400
Mã Bloomberg	PHR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,878-66,382
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,620
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,642
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	289
Slg CP lưu hành (tr.đv)	135
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	25.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.5%
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	1.90	(4.50)	0.79
So với chỉ số	1.70	(24.6)	(26.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,406	4,650	(26.8)
2026F	6,386	5,999	6.5
2027F	6,907	7,159	(3.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PHR là một trong những doanh nghiệp sản xuất mù 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.

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng, tiềm năng tăng giá 16%

- HSC giữ nguyên giá mục tiêu đối với PHR ở mức 65.500đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 16%. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu vẫn còn giá trị đầu tư. PHR vẫn là một câu chuyện đầu tư hấp dẫn nhờ kế hoạch chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do điều chỉnh dự báo tiền bồi thường đất từ dự án đường cao tốc. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 26,7%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần. PHR đang có định giá quá rẻ.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng

HSC cập nhật lại các dự báo lợi nhuận và giá định giá đối với PHR sau khi xem xét lại các giá định về giá bán cao su và danh mục dự án đang triển khai. Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ tiền đền bù đất đất cao su cho dự án đường cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành sẽ thấp hơn ước tính ban đầu. Do đó, dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của PHR được điều chỉnh giảm 5-14%. Trong khi đó, dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 (786 ha) đang trong quá trình đàm phán giá đền bù. Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận lợi nhuận từ dự án này từ năm 2026-2027 trở đi.

Tác động: Giảm 5-14% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do điều chỉnh dự báo tiền bồi thường đất từ dự án đường cao tốc như đã thảo luận ở phần trên. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đạt lần lượt 471 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ), 883 tỷ đồng (tăng trưởng 87%) và 956 tỷ đồng (tăng trưởng 8,3%). Lợi nhuận năm 2025 chủ yếu đến từ mảng cao su, hoạt động bàn giao đất công nghiệp tại KCN NTU III và tiền bồi thường đất tại dự án KCN VSIP III. Chúng tôi kỳ vọng tiền đền bù đất từ dự án Bắc Tân Uyên 1 sẽ được ghi nhận từ năm 2026-2027.

Các dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi – lần lượt thấp hơn 27%/4% so với bình quân dự báo của thị trường năm 2025/2027, nhưng cao hơn 7% so với bình quân dự báo của thị trường năm 2026 – cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 26,7% (dự báo trước đó: 28,8%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với mức bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần.

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp SoTP ở mức 65.500đ, bằng cách giữ nguyên mức chiết khấu giá định 10% so với ước tính RNAV – nhỏ hơn so với bình quân 3 năm do thời điểm phê duyệt dự án KCN Bắc Tân Uyên 1 diễn ra sớm hơn nhiều so với kỳ vọng, thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh trong 2 năm tới khi PHR bàn giao đất và ghi nhận thu nhập từ tiền đền bù đất. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn nhận thấy giá trị đầu tư ở PHR nhờ Công ty có câu chuyện hấp dẫn về việc chuyển đổi đất cao su sang đất công nghiệp trong vài năm tới. Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với PHR xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	333	410	405 ▲	417 ▲	597 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	622	469	471 ▼	883 ▼	956
EPS ĐC (đồng)	4,494	3,391	3,406 ▼	6,386 ▼	6,907
DPS (đồng)	5,273	3,253	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	26,922	27,677	28,082	31,469	35,376
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.4	18.3	17.8	19.0	13.6
P/E ĐC (lần)	12.6	16.6	16.6	8.83	8.17
Lợi suất cổ tức (%)	9.35	5.77	5.32	5.32	5.32
P/B (lần)	2.09	2.04	2.01	1.79	1.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	0.42	87.5	8.15
ROAE (%)	17.9	12.7	12.5	21.9	21.1

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

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

Câu chuyện chuyển đổi đất hấp dẫn, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu đối với PHR ở mức 65.500đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá 16%. Chúng tôi giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do tiền đền bù đất từ dự án đường cao tốc thấp hơn kỳ vọng, cho thấy tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,7% (trước đó: 28,8%) nhưng vẫn giữ nguyên ước tính RNAV. Chúng tôi nhận thấy PHR vẫn còn giá trị đầu tư nhờ câu chuyện chuyển đổi đất cao su trong dài hạn. Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, PHR hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với bình quân 3 năm và với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần (thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần).

KQKD Q2/2025: Tích cực, được hỗ trợ bởi giá cao su

PHR công bố KQKD Q2/2025 vững chắc, với lợi nhuận thuần 90 tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ nhờ giá cao su xuất khẩu cao (tăng 20% so với cùng kỳ, khoảng 50 triệu đồng (1.930 USD) mỗi tấn trong Q2/2025), trên doanh thu 368 tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ. Kết quả này sát với dự báo của chúng tôi.

Ngoài ra, trong Q2/2025, PHR cũng đã ghi nhận 7 tỷ đồng tiền đền bù đất (trong tổng số 15 tỷ đồng) từ việc bàn giao đất cao su cho dự án đường cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành. Như đã thảo luận trước đây, BLĐ cho biết PHR đã bàn giao 60 ha đất cao su cho dự án và sẽ chỉ nhận được 15 tỷ đồng tiền đền bù, thấp hơn so với kỳ vọng trước đó của HSC là 162 tỷ đồng (dựa trên đơn giá 2,5 tỷ đồng/ha và tổng cộng 81 ha). Khoản tiền đền bù thực tế thấp hơn nhiều so với dự kiến vì đây là dự án hạ tầng công cộng.

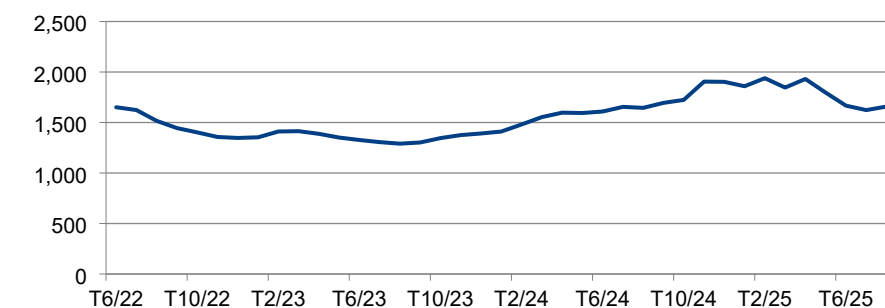
Bảng 21: KQKD Q2/2025, PHR

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	6T24	6T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	272	368	35.1%	595	679	14.1%
Lợi nhuận gộp	57.5	99.5	73.0%	130.0	202.0	55.4%
Chi phí BH&QL	(27.5)	(42.9)	56%	(56.3)	(79.4)	41%
Lợi nhuận HĐ	30.1	56.6	88.4%	73.7	122.6	66.4%
Lợi nhuận từ LD, LK	21	33	53.5%	44	55	26.5%
Lợi nhuận HĐ tài chính	28	27	-2.5%	53	52	-2.6%
Thu nhập khác	2	4	151.5%	2	5	161.1%
LNTT	81	121	49.0%	171	235	36.8%
Lợi nhuận thuần	65	90	39.8%	138	186	34.9%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 22: Giá cao su xuất khẩu, Việt Nam

Giá cao su xuất khẩu tăng 2,1% trong tháng 8



Nguồn: HSC

Đối với Q3/2025, mặc dù PHR chưa công bố giá bán cao su, nhưng chúng tôi lưu ý rằng giá cao su xuất khẩu của Việt Nam đã giảm 15% xuống 1.623 USD/tấn từ mức đỉnh trong tháng 4/2025 là 1.931 USD/tấn, do lo ngại về thuế quan và tình trạng dư thừa nguồn cung kéo dài ở Trung Quốc. Tuy nhiên, giá bán trong tháng 8/2025 đã phục hồi 2,1% so với tháng trước. Mặc dù chúng tôi dự báo giá bán cao su trong

Q3/2025 của PHR có thể giảm xuống dưới 50 triệu đồng/tấn, nhưng giá bán bình quân trong nửa đầu năm 2025 (50 triệu đồng) đã cao hơn nhiều so với dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 44 triệu đồng. Do đó, bất chấp giá sụt giảm trong thời gian gần đây, HSC tin rằng giá bán cao su bình quân trong cả năm 2025 của PHR vẫn có thể đạt mức 46 triệu đồng/tấn. Chúng tôi đã điều chỉnh giả định giá bán lên 46 triệu đồng/tấn cho cả năm 2025 và năm 2026.

KCN Bắc Tân Uyên 1 (786 ha) đang đàm phán giá đền bù

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 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 23: 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	4%	Đang chờ phân bổ đất
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	2026-27	0%	Chờ phê duyệt của tỉnh Bình Dương
Bắc Tân Uyên 1	N/a	787	551	2026-27	0%	Chính sách đầu tư được phê duyệt, dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận từ năm 2026-2027

Nguồn: HSC

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, PHR

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 26,7% 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	1,649	7.9%	1.0%	1,694	6.8%	2.7%	2,195	7.1%	29.5%
Cao su & gỗ	1,520	1,590	8.2%	4.6%	1,635	7.1%	2.8%	1,709	9.3%	4.5%
Cho thuê KCN	87	48	0.0%	-44.6%	48	0.1%	0.0%	473	0.0%	884.2%
Lợi nhuận gộp	423	383	10.6%	-9.4%	396	9.6%	3.3%	623	7.4%	57.4%
Chi phí BH&QL	(157)	(152)	1.6%	-2.9%	(156)	1.7%	2.2%	(205)	2.3%	31.5%
Lợi nhuận tài chính	170	179	2.8%	5.4%	167	1.0%	-6.9%	153	-1.0%	-8.5%
Thu nhập từ cty LD, LK	56	60	8.9%	6.4%	66	11.7%	10.6%	72	14.5%	9.5%
Thu nhập khác	64	85	-54.0%	32.3%	560	-27.2%	558.2%	589	-15.1%	5.3%
LNTT	556	554	-9.1%	-0.3%	1,032	-14.1%	86.3%	1,232	-4.6%	19.4%
Lợi nhuận thuần	469	471	-9.2%	0.3%	883	-13.9%	87.4%	956	-4.7%	8.3%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do điều chỉnh tiền đền bù đất từ dự án đường cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành và điều chỉnh nhỏ trong các giả định định giá.

Chi tiết như sau:

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của PHR đạt 471 tỷ đồng, không đổi so với cùng kỳ, trên doanh thu 1,65 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 1%. Lợi nhuận năm 2025 dự kiến sẽ đến từ mảng cao su, hoạt động bàn giao đất tại KCN NTU III, tiền bồi thường đất tại dự án KCN VSIP III và thu nhập từ việc đền bù đất cho Nhà nước để phát triển dự án đường cao tốc. Đáng chú ý dự báo lợi nhuận mới cho

năm 2025 và KQKD nửa đầu năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 có thể đạt 285 tỷ đồng (giảm 14% so với cùng kỳ) và doanh thu nửa cuối năm 2025 đạt 970 tỷ đồng (giảm 6,5% so với cùng kỳ).

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 đạt 883 tỷ đồng, tăng trưởng 87% và 956 tỷ đồng, tăng trưởng 8,3%. Lợi nhuận năm 2026-2027 dự kiến sẽ đến từ mảng cao su, hoạt động bàn giao đất tại KCN NTU III, tiền bồi thường đất tại dự án KCN VSIP III và thu nhập từ tiền đền bù đất để phát triển dự án BTU1. Chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Tân Lập I sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2027.

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 26,7% (trước đó: 28,8%).

Giữ nguyên giá mục tiêu 65.500đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 65.500đ; với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Câu chuyện về việc chuyển đổi đất cao su thành đất công nghiệp rất hấp dẫn và ngày càng rõ nét hơn. Điều này dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận trong 2 năm tới.

Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với RNAV 10% – thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25% 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.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả các KCN và 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), cũng như áp dụng phương pháp RNAV để định giá 33% cổ phần NTC mà PHR sở hữu.
- Giá định WACC của PHR 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 10,25%, 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%, và hệ số beta là 1,15 lần.
- 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.
- HSC 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.
- Thời điểm định giá là giữa năm 2026 (không đổi).

Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy của giá mục tiêu so với những thay đổi đối với giả định lãi suất phi rủi ro trong Bảng 26 và mức chiết khấu giả định so với RNAV (Bảng 27).

Bảng 25: Tính toán RNAV, PHR

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của PHR	NAV
BDS KCN	DCF	20-100%	3,456
Cao su & gỗ	DCF	100%	1,497
Tài sản khác	BV	100%	343
Đầu tư vào NTC	RNAV	33%	2,200
Tổng giá trị định giá lại			7,496
(+) (Nợ)/Tiền thuần			2,316
Giá trị của vốn CSH			9,812
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			135.5
Giá trị vốn CSH của cổ phiếu			72,400
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu			65,500

Nguồn: HSC

Bảng 26: 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				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	69,500	68,500	67,500	66,000	64,500
	3.5%	68,500	67,500	66,500	65,000	64,000
	4.0%	67,500	66,500	65,500	64,000	63,000
	4.5%	66,500	65,500	64,500	63,500	62,500
	5.0%	65,500	64,500	63,500	62,500	61,500

Nguồn: HSC

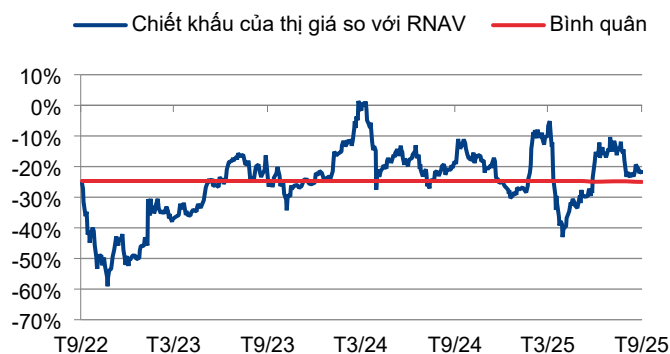
Bảng 27: Phân tích độ nhạy của của giá mục tiêu với giả định RNAV điều chỉnh (đồng), PHR

Chiết khấu/(chênh lệch) so với RNAV giả định:	0%	5%	10%	15%	20%
Giá mục tiêu	72,400	68,780	65,500	61,540	57,920
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		22.0%	16.1%	9.1%	2.7%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 28: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PHR

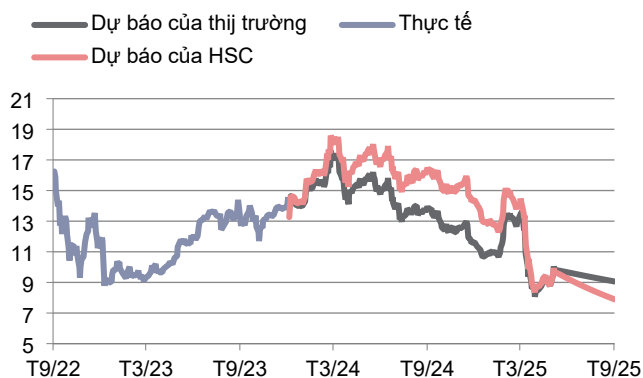
PHR đang giao dịch với mức thị giá chiết khấu của thị giá so với RNAV là 22%, thấp hơn so với bình quân 3 năm là 25%



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, PHR

PHR hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 13,9 lần



Sou HSC rce:

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, PHR đang giao dịch với mức chiết khấu 22%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	1,351	1,633	1,649	1,694	2,195
Lợi nhuận gộp	330	423	383	396	623
Chi phí BH&QL	(135)	(157)	(152)	(156)	(205)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	195	266	231	240	418
Lãi vay thuần	141	103	112	93.8	73.5
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	82.4	56.0	59.5	65.9	72.1
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	376	132	152	633	668
LNTT	795	556	554	1,032	1,232
Chi phí thuế TNDN	(131)	(60.9)	(82.9)	(165)	(246)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(41.6)	(25.5)	(0.47)	15.4	(30.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	622	469	471	883	956
Lợi nhuận thuần ĐC	609	460	461	865	936
EBITDA ĐC	333	410	405	417	597
EPS (đồng)	4,592	3,465	3,475	6,514	7,052
EPS ĐC (đồng)	4,494	3,391	3,406	6,386	6,907
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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	146	190	503	751	1,222
Đầu tư ngắn hạn	1,997	1,683	1,683	1,683	1,683
Phải thu khách hàng	193	200	188	195	211
Hàng tồn kho	322	417	199	411	226
Các tài sản ngắn hạn khác	104	82.3	82.3	82.3	82.3
Tổng tài sản ngắn hạn	2,762	2,572	2,655	3,122	3,425
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	439	505	577
Tài sản dài hạn khác	861	839	782	1,732	2,661
Tổng tài sản dài hạn	3,399	3,371	3,286	4,214	5,128
Tổng cộng tài sản	6,161	5,943	5,941	7,336	8,553
Nợ ngắn hạn	277	60.0	60.0	360	360
Phả trả người bán	47.7	46.5	62.5	64.2	67.1
Nợ ngắn hạn khác	514	465	474	492	511
Tổng nợ ngắn hạn	881	620	645	964	988
Nợ dài hạn	41.8	0	0	680	1,362
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	1,942	2,576
Tổng nợ phải trả	2,345	2,012	1,955	2,906	3,563
Vốn chủ sở hữu	3,648	3,750	3,805	4,264	4,793
Lợi ích cổ đông thiểu số	168	181	181	166	196
Tổng vốn chủ sở hữu	3,816	3,931	3,986	4,430	4,989
Tổng nợ phải trả và VCSH	6,161	5,943	5,941	7,336	8,553
BVPS (đ)	26,922	27,677	28,082	31,469	35,376
Nợ thuần*/(tiền mặt)	173	(130)	(443)	290	499

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	195	266	231	240	418
Khấu hao	(138)	(144)	(174)	(177)	(179)
Lãi vay thuần	141	103	112	93.8	73.5
Thuế TNDN đã nộp	(131)	(60.9)	(82.9)	(165)	(246)
Thay đổi vốn lưu động	(42.1)	(152)	245	(217)	172
Khác	(3.57)	(67.7)	(29.6)	444	461
LCT thuần từ HKKD	298	232	650	572	1,057
Đầu tư TS dài hạn	(70.5)	(68.8)	(113)	(1,087)	(1,068)
Góp vốn & đầu tư	(1,679)	(1,649)	0	0	0
Thanh lý	1,881	2,042	0	0	0
Khác	214	193	181	189	208
LCT thuần từ HĐĐT	346	517	68.5	(898)	(860)
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	980	682
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(663)	(705)	(406)	574	275
Tiền & tương đương tiền đầu kì	166	146	190	503	751
LCT thuần trong kỳ	(19.9)	44.0	312	248	472
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.13)	0.54	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	146	190	503	751	1,222
Dòng tiền tự do	227	163	537	(514)	(11.2)

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	23.2	23.4	28.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	24.7	25.1	24.6	24.6	27.2
Tỷ suất LNT (%)	46.1	28.7	28.5	52.1	43.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	16.5	10.9	14.9	16.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(20.9)	20.9	1.00	2.73	29.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(11.9)	23.0	(1.21)	2.87	43.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	0.42	87.5	8.15
Tăng trưởng EPS (%)	(29.9)	(24.5)	0.31	87.4	8.26
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(30.1)	(24.5)	0.42	87.5	8.15
Tăng trưởng DPS (%)	97.6	(38.3)	(7.78)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	115	93.9	86.3	46.1	42.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.9	12.7	12.5	21.9	21.1
ROACE (%)	3.79	5.01	4.34	4.12	6.00
Vòng quay tài sản (lần)	0.22	0.27	0.28	0.26	0.28
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.52	0.87	2.82	2.38	2.53
Số ngày tồn kho	115	126	57.4	116	52.5
Số ngày phải thu	69.0	60.2	54.2	54.7	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)	(11.5)	6.88	10.5
Nợ/tài sản (%)	5.30	1.07	1.07	14.2	20.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.98	0.15	0.16	2.50	2.89
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.13	4.15	4.12	3.24	3.47
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.78	4.60	4.36	4.68	3.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	23.4	18.3	17.8	19.0	13.6
P/E (lần)	12.3	16.3	16.2	8.66	8.00
P/E ĐC (lần)	12.6	16.6	16.6	8.83	8.17
P/B (lần)	2.09	2.04	2.01	1.79	1.59
Lợi suất cổ tức (%)	9.35	5.77	5.32	5.32	5.32

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

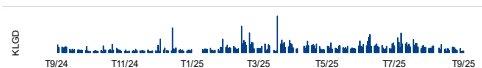
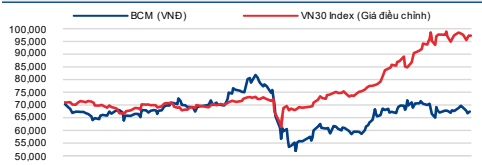
Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ69,000 (từ VNĐ66,100)
 Tiềm năng tăng/giảm: 1.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	67,700
Mã Bloomberg	BCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,000-81,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	67,360
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	70,070
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,653
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	(1.88)	9.02	(4.54)
So với chỉ số	(2.07)	(13.9)	(30.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,102	1,802	16.6
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

Phát hành không thành công để lại nhiều thách thức

- HSC tăng 4,4% giá mục tiêu đối với BCM lên 69.000đ, sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 1,9% tại giá mục tiêu mới.
- Đa phần dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp liên quan đến hoạt động bán đất ở tại dự án Bình Dương New City (BDNC), chúng tôi tăng lần lượt 21,3%, 21,5% và 14,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 của BCM lên 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,3%), 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, BCM hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 31,9 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với RNAV (nhỏ hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3 ở mức 23,5%).

Sự kiện: Kế hoạch phát hành không được thông qua

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và triển vọng của BCM sau khi kế hoạch phát hành không được tiến hành và quan điểm mới nhất của chúng tôi về triển vọng ngành BĐS KCN. Chúng tôi dự báo doanh thu cho thuê đất sẽ thấp và việc hoãn kế hoạch chào bán công khai theo kế hoạch ban đầu có thể mang lại trở ngại cho Công ty trong việc tài trợ vốn cho các dự án trọng điểm.

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

HSC tăng lần lượt 21,3%, 21,5% và 14,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, lên 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,3%), 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%) – chủ yếu dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng cao nhờ doanh thu bán đất tại dự án BDNC. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53,6%) trong năm 2025, 8,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) trong năm 2026 và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%) trong năm 2027. 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 cho giai đoạn 2025-2027 ở phân khúc BĐS KCN của Công ty. Chúng tôi – đơn vị duy nhất đưa BCM vào danh sách khuyến nghị – dự báo lợi nhuận thuần của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, BCM hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 31,9 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với RNAV (nhỏ hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3 ở mức 23,5%). HSC tăng 4,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 69.000đ (dựa trên mức chiết khấu giá định 20% so với RNAV), sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá chỉ 1,9% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi tin rằng việc không thể triển khai kế hoạch phát hành trong năm nay sẽ gây ra áp lực lên dòng tiền của BCM do doanh thu cho thuê đất công nghiệp vẫn yếu và dư nợ của Công ty khá cao. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng các dự án KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng Mở rộng sẽ mở bán trong năm 2025, nhưng doanh thu cho thuê đất KCN vẫn có thể sẽ thấp trong giai đoạn đầu của dự án.

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	2,176 ▲	2,301 ▲	2,657 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,102 ▲	2,223 ▲	2,567 ▲
DPS (đồng)	800	994	-	-	-
BVPS (đồng)	18,814	19,787	22,200	24,766	27,985
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.0	48.0	34.4	31.3	30.3
P/E ĐC (lần)	28.9	33.3	32.2	30.5	26.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.18	1.47	-	-	-
P/B (lần)	3.60	3.42	3.05	2.73	2.42
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	3.32	5.76	15.5
ROAE (%)	13.0	10.5	10.0	9.47	9.73

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

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá; các động lực tăng trưởng còn hạn chế

HSC hạ khuyến nghị đối với BCM xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 4,4% giá mục tiêu lên 69.000đ, tiềm năng tăng giá chỉ 1,9% sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tin rằng BCM sẽ phải đối mặt với những thách thức về dòng tiền sau khi kế hoạch phát hành không được triển khai thành công trong năm 2025. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng các dự án KCN Cây Trường và KCN Bàu Bàng Mở rộng sẽ mở bán trong năm 2025, nhưng doanh thu cho thuê đất KCN vẫn có thể sẽ thấp trong giai đoạn đầu của dự án.

Kế hoạch phát hành không được thông qua

Kế hoạch phát hành 150 triệu cổ phiếu thông qua đấu giá công khai của BCM đã không được thông qua. Chỉ có 2,85% trên tổng số phiếu biểu quyết đã ủng hộ kế hoạch này, trong khi 95,44% số phiếu còn lại là phiếu trắng. Tỷ lệ này đại diện cho cổ phần kiểm soát của UBND tỉnh Bình Dương – nay thuộc quyền quản lý của UBND TP.HCM sau sáp nhập. Mặc dù cổ đông lớn nhất của công ty vẫn chưa đưa ra bình luận về việc không thông qua kế hoạch phát hành, chúng tôi cho rằng việc sáp nhập giữa TP.HCM và Bình Dương có thể là nguyên nhân. Kế hoạch đấu giá có thể được triển khai trở lại sau khi thành phố hoàn tất quá trình sáp nhập.

HSC nhận thấy quyết định trì hoãn kế hoạch đấu giá cổ phiếu sẽ dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn tài trợ cho các dự án quan trọng. Để giải quyết vấn đề này, Công ty đang có kế hoạch đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các dự án KCN hiện có (Bàu Bàng, Mỹ Phước và Thới Hòa), đồng thời tìm kiếm nguồn tài trợ thông qua các khoản vay ngân hàng và phát hành trái phiếu.

Trước đó, BCM có kế hoạch đấu giá 300 triệu cổ phiếu vào ngày 25/4/2025 (tương đương khoảng 29% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá khởi điểm 69.600đ/cp nhưng đã bị hoãn sau khi có thông tin tiêu cực về thuế quan. Sau đó, Công ty đề xuất kế hoạch thay thế là đấu giá 150 triệu cổ phiếu (khoảng 14,5% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá khởi điểm 50.000đ/cp nhưng cuối cùng không được cổ đông thông qua.

KQKD nửa đầu năm 2025 vượt kỳ vọng nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp từ doanh thu bán đất ở tại dự án BDNC

KQKD nửa đầu năm 2025 của BCM cao hơn kỳ vọng của HSC, với lợi nhuận thuần đạt 1.834 tỷ đồng (tăng 4,7 lần so với cùng kỳ), trên doanh thu 4.746 tỷ đồng (tăng 2,4 lần so với cùng kỳ). KQKD vượt dự báo chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp từ doanh thu bán buôn đất ở tại dự án BDNC cao hơn kỳ vọng, đạt mức 72,6%, tăng từ 59,2% trong Q2/2024 và 39,2% trong Q1/2025.

Lợi nhuận thuần và doanh thu nửa đầu năm 2025 đạt lần lượt 102,3% và 59,5% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi trong khi hoàn thành lần lượt 78,6% và 50% mục tiêu LNST và doanh thu thuần của Công ty.

Bảng 30: KQKD 6 tháng đầu năm 2025, BCM

Tỷ đồng	6T24	6T25	So với cùng kỳ	% dự báo của 2025	% kế hoạch 2025 - BCM
Doanh thu thuần	1,968	4,746	141.2%	59.5%	50.0%
Lợi nhuận gộp	1,210	2,612	115.8%		
Thu nhập tài chính	138	153	10.8%		
Chi phí tài chính	(612)	(691)	12.9%		
<i>Lợi nhuận từ công ty liên kết</i>	<i>522</i>	<i>815</i>	<i>56.1%</i>	<i>58.1%</i>	
Chi phí bán hàng	(525)	(518)	-1.3%		
Chi phí quản lý	(368)	(272)	-26.1%		
LNTT	372	2,071	456.7%	86.3%	88.1%
LNST	406	1,847	354.5%	87.3%	78.6%
Lợi nhuận thuần	391	1,834	368.5%	102.3%	

Nguồn: HSC ước tính

Tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC tăng lần lượt 21,3%, 21,5% và 14,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, lên 2,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,3%), 2,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,5%) – chủ yếu dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng cao nhờ doanh thu bán đất ở tại dự án BDNC.

Bảng 31: 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	6.4%	21.4%	4,447	4.4%	8.0%	4,840	4.0%	8.8%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	1,955	1,484	5.9%	-24.1%	1,551	0.0%	4.5%	2,037	0.0%	31.4%
LNST	2,310	2,498	18.1%	8.1%	2,655	18.1%	6.3%	3,333	11.3%	25.5%
Lợi nhuận thuần	2,106	2,176	21.3%	3.3%	2,301	21.5%	5.8%	2,657	14.6%	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

Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 53,6%) trong năm 2025, 8,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) trong năm 2026 và 8,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5,1%) trong năm 2027. 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 giai đoạn 2025-2027 cho phân khúc BĐS KCN của Công ty. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng BCM sẽ cho thuê lần lượt 45 ha/70 ha/79 ha, và VSIP sẽ cho thuê 240 ha/250 ha/318 ha.

Đáng chú ý dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025 và KQKD nửa đầu năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 có thể đạt 342 tỷ đồng (giảm 80,1% so với cùng kỳ) và doanh thu nửa cuối năm 2025 đạt 3.233 tỷ đồng (giảm 0,6% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần dự kiến giảm (so với cùng kỳ) chủ yếu là do đẩy mạnh bàn giao tại các KCN của VSIP trong nửa cuối năm 2024, dẫn đến tỷ lệ đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên kết tăng cao. Tuy nhiên, cho năm 2025, chúng tôi vẫn đưa ra dự báo thận trọng rằng KQKD sẽ yếu hơn, vì chính sách thuế quan của Mỹ có thể ảnh hưởng tiêu cực lên tâm lý thị trường.

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 8,1% (Dự báo trước đó: 3,3%).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với BCM xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) nhưng tăng 4,4% giá mục tiêu lên 69.000đ, tiềm năng tăng giá chỉ 1,9% sau khi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tin rằng việc không thể triển khai kế hoạch phát hành trong năm nay sẽ gây ra áp lực lên dòng tiền của BCM do doanh thu cho thuê đất công nghiệp vẫn yếu và dư nợ của Công ty ở mức cao.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV trên mỗi cổ phiếu ở mức 86.300đ, tăng 4,4% nhờ doanh thu bán đất ở cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giá định 20% so với ước tính RNAV/cp.

Bảng 32: Định giá, BCM

Tỷ đồng	Phương pháp	% tỷ lệ sở hữu của BCM	Ngày hiệu lực (giữa năm-2026)
BĐS KCN			41,711
BCM	DCF	100%	18,391
VSIP	DCF	42-67%	18,208
Becamex Bình Phước	DCF	56%	5,112
BĐS khu dân cư			34,216
Thành phố mới Bình Dương	DCF	100%	27,779
Bàu Bàng, Thới Hòa	DCF	100%	6,437
Mảng khác			26,405
TDC	DCF	61%	456
IJC	DCF	50%	2,690
BW Industrial	DCF	24%	20,895
BWE	DCF	19%	2,364
BĐS đầu tư	BV		707
Đầu tư khác	BV		8,474
Tổng giá trị tài sản			111,513
Nợ/(tiền) thuần			(22,169)
RNAV			89,344
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			1,035
RNAV/cp (đồng)			86,300
Chiều khấu giá định			20%
Giá mục tiêu (đồng)			69,000

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định RNAV trên mỗi cổ phiếu ở mức 86.300đ, tăng 4,4% nhờ doanh thu bán đất ở cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giá định 20% so với ước tính RNAV/cp.

Đáng chú ý, chúng tôi giữ nguyên WACC ở mức 11,4% cho mô hình định giá DCF để định giá các KCN và các dự án dân cư. Để có giá định WACC, HSC tiếp tục áp dụng giá định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, 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% và hệ số beta là 1 lần (dựa trên dữ liệu của Bloomberg).

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 32. 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 33 và giá định mức chiết khấu so với RNAV trong Bảng 34.

Bảng 33: 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%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
3.0%		81,600	78,400	71,700	72,200	69,600
3.5%		80,200	76,800	70,200	71,000	68,200
4.0%		78,500	75,400	69,000	69,700	67,100
4.5%		76,800	73,900	67,700	68,200	65,800
5.0%		75,500	72,600	66,600	67,200	64,800

Nguồn: HSC

Bảng 34: 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	69,000	57,800	49,600
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	22.0%	9.7%	1.9%	-14.6%	-26.7%

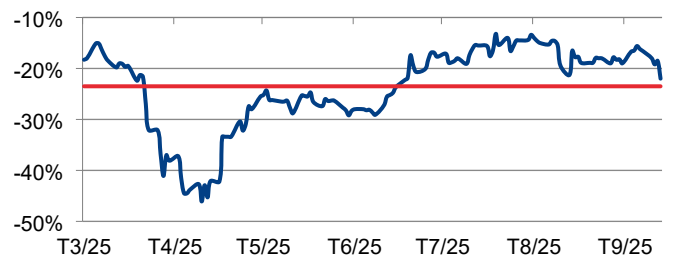
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VN Index, BCM hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 31,9 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 22% so với RNAV (sát với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào giữa tháng 3 ở mức 23,5%).

Biểu đồ 35: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, BCM

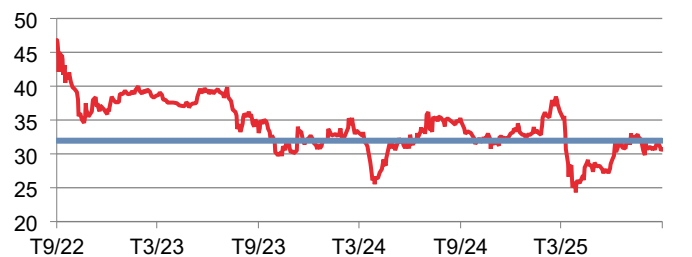
BCM hiện giao dịch với chiết khấu thị giá so với RNAV là 22%, sát với bình quân ở mức 23,5% (từ báo cáo lần đầu vào T3/2025)...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 36: P/E trượt dự phóng 1 năm, BCM

...và P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,7 lần so với bình quân 3 năm ở mức 31,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (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	1,484	1,551	2,037
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	2,697	2,451	2,836	3,014	3,783
Chi phí thuế TNDN	(416)	(142)	(338)	(359)	(450)
Lợi ích cổ đông thiểu số	143	(204)	(322)	(354)	(676)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,425	2,106	2,176	2,301	2,657
Lợi nhuận thuần ĐC	2,425	2,106	2,176	2,301	2,657
EBITDA ĐC	2,942	1,901	2,691	2,948	3,041
EPS (đồng)	2,343	2,034	2,102	2,223	2,567
EPS ĐC (đồng)	2,343	2,034	2,102	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

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	1,546	2,260	2,865
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	33,277	35,723	38,005
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	20,070	21,286	22,942
Tài sản dài hạn khác	870	684	684	684	684
Tổng tài sản dài hạn	24,982	26,943	28,227	29,479	31,172
Tổng cộng tài sản	53,423	58,777	61,504	65,202	69,177
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	22,977	25,632	28,965
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	19,473	20,479	22,977	25,632	28,965
Tổng nợ phải trả và VCSH	53,423	58,777	61,504	65,202	69,177
BVPS (đ)	18,814	19,787	22,200	24,766	27,985
Nợ thuần*/(tiền mặt)	18,297	21,123	22,447	22,270	22,201

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)	(338)	(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)	(1,078)	397	289
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	1,546	2,260
LCT thuần trong kỳ	262	878	(664)	713	605
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,332	2,210	1,546	2,260	2,865
Dòng tiền tự do	(3,265)	(1,038)	(1,324)	177	68.8

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	27.3	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)	3.32	5.76	15.5
Tăng trưởng EPS (%)	42.8	(13.2)	3.32	5.76	15.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.8	(13.2)	3.32	5.76	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	10.0	9.47	9.73
ROACE (%)	8.93	4.84	6.66	6.76	6.46
Vòng quay tài sản (lần)	0.15	0.09	0.13	0.13	0.13
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.18)	(0.47)	(0.42)	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	93.9	82.9
Nợ/tài sản (%)	39.4	43.6	41.9	40.4	38.9
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)	11.2	17.6	11.6	10.9	10.4
EV/EBITDA ĐC (lần)	30.0	48.0	34.4	31.3	30.3
P/E (lần)	28.9	33.3	32.2	30.5	26.4
P/E ĐC (lần)	28.9	33.3	32.2	30.5	26.4
P/B (lần)	3.60	3.42	3.05	2.73	2.42
Lợi suất cổ tức (%)	1.18	1.47	-	-	-

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

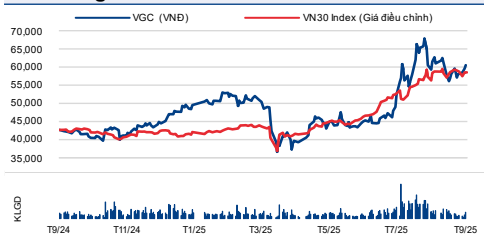
Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ60,300 (giữ nguyên)
 Tiềm năng tăng/giảm: 0.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025)	60,000
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	36,650-67,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	59,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,901
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,019
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	(2.44)	33.0	40.6
So với chỉ số	(2.63)	5.10	2.54
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,037	2,289	32.7
2026F	3,101	2,809	10.4
2027F	3,693	3,398	8.7

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

Hạ khuyến nghị xuống năm giữ do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Năm giữ từ Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá chỉ 0,5% tại giá mục tiêu không đổi 60.300đ. Chúng tôi tin rằng sự cải thiện về triển vọng ngành BĐS KCN đã được phản ánh vào giá cổ phiếu sau các đợt tăng giá trong thời gian gần đây.
- Chúng tôi giữ nguyên các dự báo, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1,36 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%), năm 2026 đạt 1,39 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) và năm 2027 đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%) – với tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN Index 5%, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 11% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi giá cổ phiếu tăng

HSC xem xét lại các dự báo lợi nhuận và định giá cho VGC sau khi phân tích KQKD gần đây, trong bối cảnh giá cổ phiếu tăng mạnh khi tâm lý thị trường cải thiện. Sau khi công bố KQKD Q2/2025 vững chắc một cách bất ngờ (lợi nhuận thuần đạt 438 tỷ đồng, tăng 176,1% so với cùng kỳ, trên doanh thu 3,2 nghìn tỷ đồng, tăng 19,5% so với cùng kỳ), chúng tôi dự báo KQKD nửa cuối năm 2025 sẽ đạt mức vừa phải. Đối với phân khúc BĐS KCN, chúng tôi nhận thấy Công ty chịu ít rủi ro liên quan đến thuế quan hơn, dựa trên mức thuế hiện tại là 20% (40% cho hàng hóa trung chuyển), thấp hơn mức thuế ban đầu là 46%, trong khi phân khúc VLXD dự kiến sẽ phục hồi theo đà phục hồi của thị trường BĐS.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, bao gồm lợi nhuận thuần 1.361 tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%) cho năm 2025, 1.390 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) cho năm 2026 và 1.656 tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%) cho năm 2027, với động lực tăng trưởng của năm 2027 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, Đốc Đá Trắng và Trấn Yên (chúng tôi dự báo VGC sẽ bàn giao 137-145 ha đất công nghiệp mỗi năm trong giai đoạn năm 2025-2027).

Nhìn chung, dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – tương đối cao hơn so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 14,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN Index 5%, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 11% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 60.300đ, tiềm năng tăng giá chỉ 0,5%. Để xác định được giá mục tiêu, chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giá định so với ước tính RNAV không đổi là 10%, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%, phản ánh những cải thiện trong động lực tăng trưởng của ngành BĐS KCN. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Năm giữ. Với quỹ đất công nghiệp vững chắc với khoảng 1.110 ha đất có sẵn để cho thuê tại các vị trí thuận lợi, VGC đang có vị thế tốt để đón nhận dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam. Trong khi đó, trong dài hạn, sự phục hồi của mảng VLXD và đà tăng trưởng vững chắc của mảng BĐS KCN dự kiến 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	4,543	5,013	5,426
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,218	1,105	1,361	1,390	1,656
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	3,037	3,101	3,693
DPS (đồng)	2,076	1,859	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	17,516	18,533	19,569	20,670	22,363
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.03	7.46	6.51	5.91	5.44
P/E ĐC (lần)	22.1	24.3	19.8	19.3	16.2
Lợi suất cổ tức (%)	3.46	3.10	3.33	3.33	3.33
P/B (lần)	3.43	3.24	3.07	2.90	2.68
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
ROAE (%)	15.7	13.7	15.9	15.4	17.2

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

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu không đổi 60.300đ, vì chúng tôi nhận thấy sự cải thiện về triển vọng đa phần đã được phản ánh vào giá cổ phiếu sau đợt tăng giá 33% trong 3 tháng qua, diễn biến tích cực hơn chỉ VN-Index 5%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 1,36 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%), năm 2026 ở mức 1,39 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) và năm 2027 ở mức 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%), cho thấy tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 14,4%. Sau các đợt tăng giá gần đây, cổ phiếu có vẻ sát với giá trị hợp lý, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 11% so với RNAV (nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%) và cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần.

Đẩy nhanh tiến độ xây dựng 3 dự án mới, phù hợp với dự báo

Trong báo cáo gần đây, chúng tôi nhận thấy các yếu tố nền tảng không có những thay đổi đáng kể. Đối với phân khúc BĐS KCN, VGC đã bàn giao 68 ha đất trong nửa đầu năm 2025, tại KCN Thuận Thành (250 ha, Bắc Ninh), KCN Yên Mỹ (280 ha, Hưng Yên), KCN Tiên Hải (294 ha, Thái Bình). Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao đất sẽ được duy trì trong nửa cuối năm 2025 khi những lo ngại về thuế quan đã giảm bớt. Mức thuế hiện tại của Việt Nam là 20% (và 40% cho hàng hóa trung chuyển), so với mức 19% ở Indonesia và Philippines.

Trong số các dự án đang phát triển, có 3 dự án (trong số 9 dự án đã nhận được giấy phép đầu tư trong năm 2024) – KCN Sông Công II (296 ha, Thái Nguyên), KCN Trần Yên (255 ha, Yên Bái) và KCN Dốc Đá Trắng (288 ha, Khánh Hòa) – đều đã được khởi công xây dựng trong năm 2025. Dự án KCN Sông Công II được khởi công vào tháng 3 và 2 dự án còn lại được khởi công trong tháng 8. Các dự án này được thiết kế nhằm phục vụ nhu cầu đa dạng của khách thuê, từ sản xuất nhẹ đến công nghiệp phụ trợ. Nhìn chung, tiến độ triển khai tại các dự án này sát với kỳ vọng của chúng tôi.

Bảng 37: Tiến độ các dự án, VGC

Sông Công II, Trần 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
Tiên Hải	Hưng Yên	190	50%	Đang bán hàng và bàn giao
Hải Yên	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	39%	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
Trần Yên	Yên Bái	178.5	0%	Đang xây dựng
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	213	0%	Đang xây dựng
Tổng		1,779	38%	

Nguồn: HSC

Bảng 38: 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	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	11,913	13,121	10.1%	14,334	9.2%	15,388	7.4%
Lợi nhuận gộp	3,514	3,831	9.0%	4,073	6.3%	4,598	12.9%
Chi phí BH&QL	(1,603)	(1,707)	6.5%	(1,806)	5.8%	(1,949)	8.0%
Lợi nhuận HĐ	1,912	2,124	11.1%	2,268	6.8%	2,649	16.8%
LNTT	1,636	1,845	12.8%	1,967	6.6%	2,370	20.5%
Lợi nhuận thuần	1,105	1,361	23.2%	1,390	2.1%	1,656	19.1%

Nguồn: HSC

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, 2026 và 2027, dự báo lợi nhuận thuần dự kiến đạt 1.361 tỷ đồng (tăng trưởng 23,2%), 1.390 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) và 1.656 tỷ đồng (tăng trưởng 19,1%). Mức tăng trưởng 19% của năm 2027 dự kiến đến từ đà tăng trưởng 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 cơ sở này, chúng tôi dự báo VGC sẽ bàn giao 137-145 ha đất công nghiệp mỗi năm. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14,4%.

Đáng chú ý, dự báo lợi nhuận cho năm 2025 (không đổi) và KQKD nửa đầu năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 có thể đạt 603 tỷ đồng (giảm 18,6% so với cùng kỳ) và doanh thu nửa cuối năm 2025 đạt 7.026 tỷ đồng (tăng 7,1% so với cùng kỳ).

Mức thuế hiện tại của Việt Nam là 20% (và 40% cho hàng hóa trung chuyển), so với mức 19% ở Indonesia và Philippines. Với mức thuế 20%, HSC tin rằng rủi ro thuế quan đã giảm đáng kể so với mức 46% được đề xuất ban đầu, nhưng VGC vẫn có thể phải đối mặt với một số rủi ro liên quan đến hàng hóa trung chuyển do các KCN của Công ty nằm ở miền Bắc.

Giữ nguyên giá mục tiêu 60.300đ, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu 60.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá chỉ 0,5% sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VGC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng). Nhờ có quỹ đất công nghiệp vững chắc, bao gồm khoảng 1.110 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 3,8%).

Để xác định được giá mục tiêu, chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV (không đổi ở mức 67.000đ/cp), nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%, phản ánh những cải thiện trong động lực tăng trưởng của ngành BĐS KCN.

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 ViMarel (ở Cuba) – đối với KCN này chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách và cũng sử dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác, bao gồm một số dự án khu dân cư và các khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết. Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng VLXD.
- 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.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 12,2% trong các mô hình định giá DCF và cũng tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%. Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, 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% và hệ số beta là 1,05 lần.

Bảng 39: Định giá SOTP, VGC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của VGC	NPV giữa năm 2026
BDS KCN	DCF, BV	51-100%	19,840
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,794
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		2,552
Tổng giá trị tài sản			31,186
(-) Nợ/tiền mặt thuần			(1,374)
Giá trị của vốn CSH			29,812
Tổng Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			448.4
RNAV của cổ phiếu			67,000
Chiết khấu giả định			10%
Giá mục tiêu (đồng)			60,300

Nguồn: HSC

Bảng 40: 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%

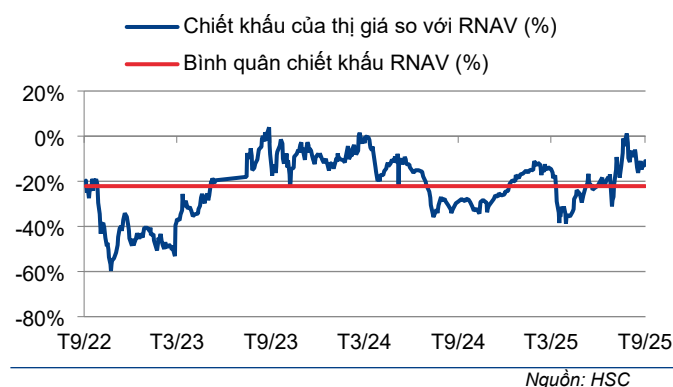
Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	61,200	62,100	63,000	63,900	65,700
	3.5%	59,400	60,300	61,200	62,100	63,900
	4.0%	58,500	59,400	60,300	61,200	62,100
	4.5%	57,600	58,500	59,400	60,300	61,200
	5.0%	55,800	56,700	57,600	58,500	59,400

Nguồn: HSC

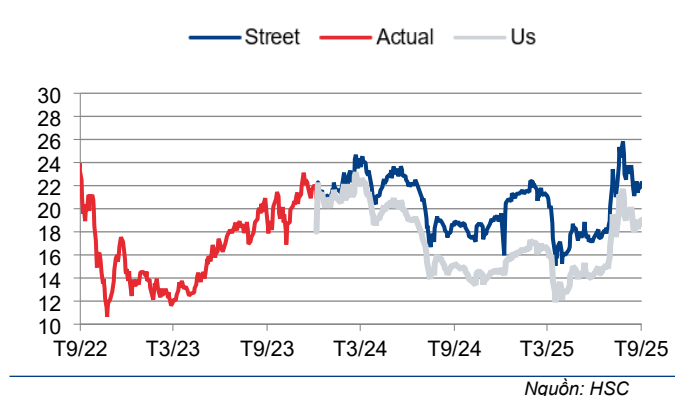
Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng) đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

Giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV:	-10%	0%	10%	20%	30%
Giá mục tiêu	73,700	67,000	60,300	53,600	46,900
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại		11.7%	0.5%	-10.7%	-21.8%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 42: Chiết khấu thị giá so với RNAV quá khứ, VGC
 VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 11% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%

Biểu đồ 43: P/E trượt dự phóng 1 năm, VGC

Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN Index 5%, VGC đang giao dịch ở mức chiết khấu 11% so với RNAV, nhỏ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 17,3 lần.

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 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. Khi dự án này bắt đầu hoạt động, sẽ có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo; (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.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	13,194	11,913	13,121	14,334	15,388
Lợi nhuận gộp	3,519	3,514	3,831	4,073	4,598
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	2,124	2,268	2,649
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(286)	(273)
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	1,845	1,967	2,370
Chi phí thuế TNDN	(440)	(446)	(369)	(392)	(471)
Lợi ích cổ đông thiểu số	55.9	(84.8)	(115)	(184)	(243)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,218	1,105	1,361	1,390	1,656
Lợi nhuận thuần ĐC	1,218	1,105	1,361	1,390	1,656
EBITDA ĐC	5,007	3,869	4,543	5,013	5,426
EPS (đồng)	2,717	2,464	3,037	3,101	3,693
EPS ĐC (đồng)	2,717	2,464	3,037	3,101	3,693
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

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	3,152	3,180	3,537
Đầu tư ngắn hạn	627	433	433	433	433
Phải thu khách hàng	1,116	1,092	1,697	1,435	1,934
Hàng tồn kho	4,740	4,372	4,669	4,627	4,508
Các tài sản ngắn hạn khác	779	714	714	714	714
Tổng tài sản ngắn hạn	9,104	9,472	10,666	10,389	11,126
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	1,747	1,766	1,584
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	15,923	17,107	17,928
Tổng cộng tài sản	24,099	24,842	26,588	27,496	29,054
Nợ ngắn hạn	2,897	2,572	3,069	3,069	3,067
Phả trả người bán	1,576	1,751	1,965	2,120	2,186
Nợ ngắn hạn khác	1,865	2,149	2,149	2,149	2,149
Tổng nợ ngắn hạn	8,337	8,758	9,401	9,568	9,855
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	16,054	16,284	16,841
Vốn chủ sở hữu	7,853	8,309	8,774	9,267	10,026
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,671	1,646	1,761	1,945	2,187
Tổng vốn chủ sở hữu	9,524	9,955	10,534	11,212	12,214
Tổng nợ phải trả và VCSH	24,099	24,842	26,588	27,496	29,054
BVPS (đ)	17,516	18,533	19,569	20,670	22,363
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,293	1,952	2,687	2,722	2,626

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,951	1,912	2,124	2,268	2,649
Khấu hao	(3,056)	(1,958)	(2,419)	(2,745)	(2,777)
Lãi vay thuần	(300)	(215)	(264)	(286)	(273)
Thuế TNDN đã nộp	(440)	(446)	(369)	(392)	(471)
Thay đổi vốn lưu động	(1,783)	1,432	(762)	472	(85.4)
Khác	218	(157)	6.30	(19.4)	(19.4)
LCT thuần từ HĐKD	2,702	4,483	3,154	4,787	4,577
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	3,152	3,180
LCT thuần trong kỳ	(180)	1,019	292	27.6	358
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.30	0.35	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,842	2,861	3,152	3,180	3,537
Dòng tiền tự do	(866)	1,929	161	862	992

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	29.2	28.4	29.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	37.9	32.5	34.6	35.0	35.3
Tỷ suất LNT (%)	9.23	9.27	10.4	9.70	10.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	27.4	27.3	20.0	20.0	19.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.58)	(9.71)	10.1	9.24	7.36
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	2.03	(22.7)	17.4	10.3	8.25
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng EPS (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.5)	(9.29)	23.2	2.12	19.1
Tăng trưởng DPS (%)	(20.5)	(10.4)	7.57	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	76.4	75.4	65.9	64.5	54.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.7	13.7	15.9	15.4	17.2
ROACE (%)	12.9	12.0	12.8	12.9	14.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.49	0.51	0.53	0.54
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.39	2.34	1.49	2.11	1.73
Số ngày tồn kho	179	190	183	165	152
Số ngày phải thu	42.1	47.5	66.7	51.0	65.4
Số ngày phải trả	59.5	76.1	77.2	75.4	73.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	62.3	46.6	51.7	49.5	47.0
Nợ/tài sản (%)	27.9	27.1	28.9	28.2	28.4
EBIT/lãi vay (lần)	6.50	8.89	8.05	7.93	9.70
Nợ/EBITDA (lần)	1.34	1.74	1.69	1.55	1.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.09	1.08	1.13	1.09	1.13
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.29	2.42	2.26	2.07	1.92
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.03	7.46	6.51	5.91	5.44
P/E (lần)	22.1	24.3	19.8	19.3	16.2
P/E ĐC (lần)	22.1	24.3	19.8	19.3	16.2
P/B (lần)	3.43	3.24	3.07	2.90	2.68
Lợi suất cổ tức (%)	3.46	3.10	3.33	3.33	3.33

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

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, TP.HCM
 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