

TRIỂN VỌNG NGÀNH KHU CÔNG NGHIỆP 2H26F

TÂM LÝ THẬN TRỌNG TRUNG LẬP

- Tài liệu này được chuẩn bị bởi KIS Vietnam Securities Corp nhằm giúp các khách hàng của chúng tôi đầu tư vào chứng khoán. Tài liệu này được bảo vệ bản quyền và không được sao chép, phân phối, chuyển tiếp hoặc thay đổi dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý của KIS Vietnam Securities Corp.
- Tài liệu này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản tài liệu này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của tài liệu này và nó không nên được tin cậy như vậy. Công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này hoặc nội dung của tài liệu này. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và tài liệu phân tích này không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Cổ phiếu trong báo cáo này được lựa chọn dựa trên sự đồng thuận và các mô hình định lượng của KIS Vietnam Securities Corp, do đó có thể không trùng khớp với các khuyến nghị của KIS Vietnam Securities Corp.
- Nội dung của tài liệu này phản ánh chính xác quan điểm của nhà phân tích. Dưới bất kỳ hình thức nào, không có áp lực hoặc can thiệp từ bên ngoài trong quá trình phân tích hoặc chuẩn bị tài liệu này.

Ngành BĐS Khu công nghiệp 2H26F

Tâm lý thận trọng

Đánh giá	TIÊU CỰC	TRUNG LẬP	TÍCH CỰC
Triển vọng 2H26F	• Triển vọng Ngành: • Nguồn cung: Tăng trưởng nguồn cung đất KCN cho thuê ngắn hạn tiếp tục bị hạn chế, dự báo chỉ tăng 3% n/n trong năm 2026F. Tuy nhiên, nguồn cung mới dự kiến sẽ tăng bùng nổ từ năm 2027F trở đi. Động lực chính đến từ lượng lớn dự án được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn cuối năm 2024 đến giữa năm 2025F (tập trung chủ yếu tại các thủ phủ miền Bắc như Hải Phòng, Bắc Ninh) đi qua chu kỳ phát triển tiêu chuẩn 2–3 năm. • Nhu cầu: Hoạt động thu hút khách thuê có sự phân hóa mạnh mẽ theo khu vực và ngành nghề. Khu vực miền Bắc duy trì lợi thế so sánh rõ rệt khi thu hút hiệu quả dòng vốn sản xuất công nghệ cao và tiếp tục mở rộng các siêu phức hợp công nghiệp (như Samsung Thái Nguyên, LG Hải Phòng). Ngược lại, tỷ lệ hấp thụ tại khu vực miền Nam vẫn tương đối trầm lắng do cầu suy yếu ở phân khúc sản xuất truyền thống.. • Giá thuê & Biên lợi nhuận: Được hỗ trợ bởi nguồn cung ngắn hạn hạn chế, chi phí xây dựng gia tăng và các tiêu chuẩn phát triển kỹ thuật/môi trường khắt khe hơn đối với KCN mới, giá chào thuê KCN trung bình sẽ duy trì đà tăng. Trong năm 2026F, giá thuê trung bình dự báo tăng 5% n/n tại miền Bắc và 4% n/n tại miền Nam, qua đó củng cố biên lợi nhuận gộp ổn định cho các doanh nghiệp có vị thế tốt.		
Khuyến nghị	• Dựa trên các phân tích trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với Ngành Bất động sản KCN. Chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp phát triển KCN tập trung ở miền Bắc sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn để đón dòng vốn công nghệ cao, đồng thời duy trì quan điểm thận trọng đối với các doanh nghiệp phía Nam đang đối mặt với tình trạng chậm bàn giao đất kéo dài ở các phân khúc sản xuất truyền thống.		

DANH SÁCH THEO DÕI NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

Bảng 1. Danh sách theo dõi của KIS Research

Mã	Khuyến nghị	GMT	Tăng giá	LNST 3Q26F		LNST 4Q26F		LNST 2026F		ROE 2026F	PE Fw 26F	PB Fw 26F	Tỷ suất cổ tức
		VND/CP	%	tỷ đồng	n/n, %	tỷ đồng	n/n %	tỷ đồng	n/n, %	%	lần	Lần	%
IDC	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	N/A	-	696	(29)	973	80	2,440	4	30.1	7.4	2.1	8.1
PHR	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	N/A	-	706	267	643	916	2,744	416	51	3.2	1.7	4.0
SZC	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	N/A	-	51	95	69	(47)	138	(60)	4	27.4	1.2	4.8

Nguồn: Bloomberg, KIS Research



BĐS Khu công nghiệp 2H26F – Tâm lý thận trọng

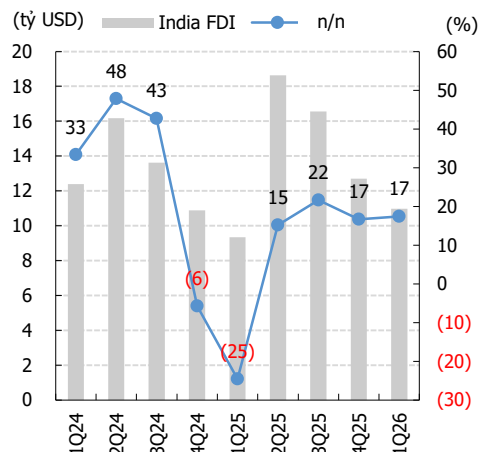
I. Phân tích ngành

- 1. 2H26F – Nhu cầu mang tính tập trung**
- 2. 2H26F – Áp lực nguồn cung mới thấp & giá
thuê gia tăng**

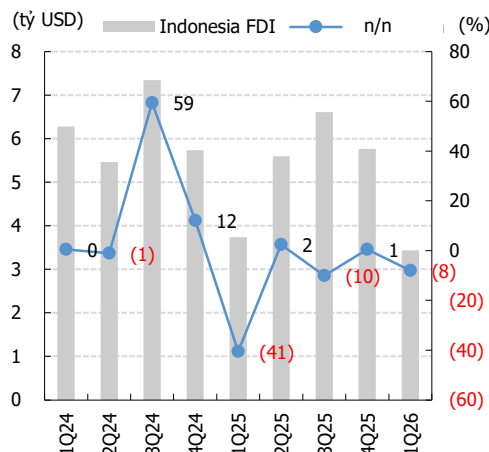
1. Nhu cầu KCN 2H26F

1H26 – FDI toàn cầu phân hóa theo ngành; vốn FDI vào Việt Nam duy trì đà tăng trưởng

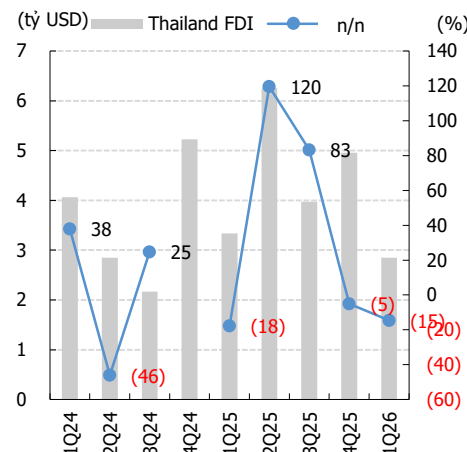
Hình 1. FDI của Ấn Độ



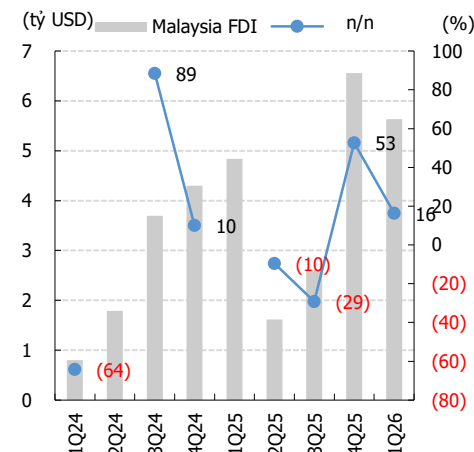
Hình 2. FDI của Indonesia



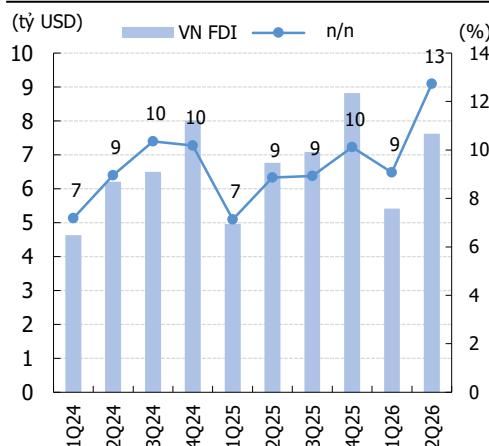
Hình 3. FDI của Thái Lan



Hình 4. FDI của Malaysia



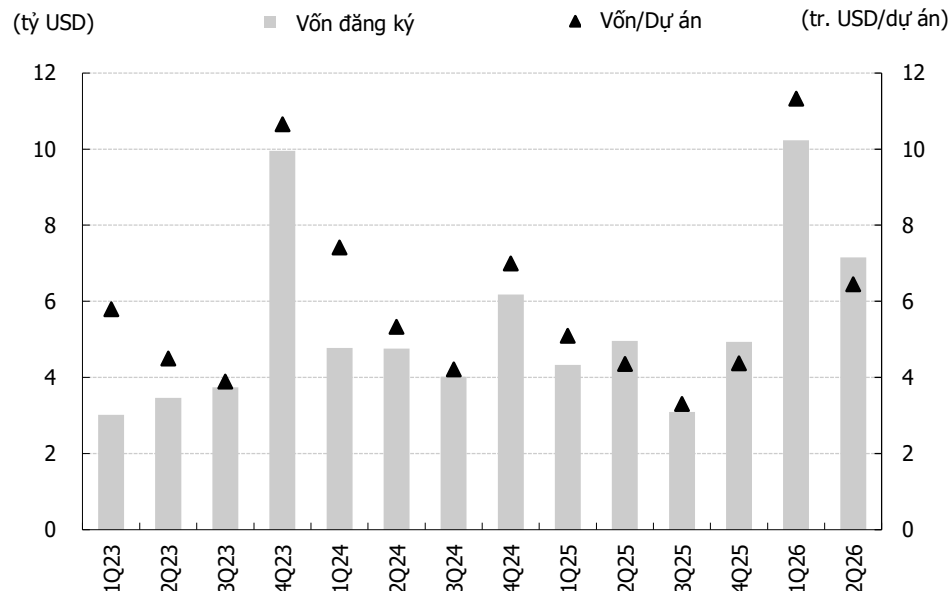
Hình 5. FDI của Việt Nam



- Ấn Độ hưởng lợi từ dòng vốn Hoa Kỳ nhắm vào các Trung tâm Năng lực Toàn cầu (GCC) tập trung vào công nghệ, cùng với động lực chiến lược từ chương trình Khuyến khích Sản xuất Gắn với Sản lượng (PLI) ngành bán dẫn. Trong khi đó, tăng trưởng cốt lõi của Indonesia được thúc đẩy bởi chiến lược chế biến sâu khoáng sản do Trung Quốc hỗ trợ, đặc biệt trong chuỗi giá trị niken và xe điện (EV).
- Tại Thái Lan, ghi nhận các khoản đầu tư lớn vào trung tâm dữ liệu từ Singapore; dù dòng vốn tạm thời giảm tốc trong 1Q26, đầu tư từ Trung Quốc vẫn duy trì tích cực. Đồng thời, Malaysia nổi lên là quốc gia hưởng lợi chính trong khu vực nhờ thu hút sự dịch chuyển các trung tâm dữ liệu AI của các tập đoàn công nghệ lớn (Big Tech) Hoa Kỳ từ Singapore sang khu kinh tế đặc biệt Johor—hệ quả từ việc Singapore thắt chặt các tiêu chuẩn bền vững đối với trung tâm dữ liệu.
- Vốn FDI giải ngân của Việt Nam duy trì đà tăng trưởng, có sự tương quan chặt chẽ với sự mở rộng số dự tiên gửi/tiền đặt cọc của các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN niêm yết được lựa chọn.

1H26 – Hoạt động cho thuê duy trì tích cực khi vốn FDI giải ngân tiếp tục tăng

Hình 7. Vốn FDI đăng ký trong 6T26 tăng 11% n/n

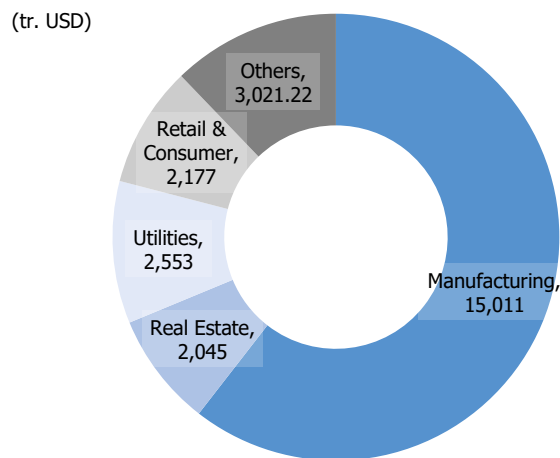


- Tiền đặt cọc thuê đất ngắn hạn đi ngang, phản ánh cầu trong ngắn hạn ổn định; trong khi đó, tiền đặt cọc dài hạn tăng liên tục, cho thấy khách thuê đang trì hoãn việc bàn giao đất—một tín hiệu cho thấy tâm lý thận trọng. Xu hướng này phần lớn đến từ các doanh nghiệp BĐS KCN phía Nam (SNZ, SIP). Ngược lại, doanh nghiệp KCN tập trung ở phía Bắc như VGC ghi nhận số dư ngắn hạn tăng liên tục, nhấn mạnh nhu cầu ngay trong ngắn hạn mạnh mẽ hơn tại miền Bắc (Hình 6).
- Sự phân hóa này xuất phát từ các ngành nghề mà mỗi khu vực thu hút: miền Bắc thu hút sản xuất công nghệ cao, trong khi miền Nam thu hút các phân khúc sản xuất truyền thống. Đồng thời, quy mô vốn trung bình trên mỗi dự án tăng mạnh, phản ánh sự tập trung vốn vào một số siêu dự án (Hình 7).

1. Nhu cầu KCN 2H26F

2H26F – Nhu cầu thuê đất KCN sắp tới tập trung ở một số siêu dự án

Hình 8. FDI đăng ký theo ngành 5T26



Hình 9. FDI đăng ký theo tỉnh thành 5T26

Tỉnh	Vùng	Tổng vốn FDI (triệu USD)	Tăng trưởng n/n
Thái Nguyên ¹	Bắc	7,634	29.0x
Bắc Ninh	Bắc	1,791	+42%
Hà Nội	Bắc	1,728	+47%
Ninh Bình	Bắc	1,073	+4%
Hải Phòng	Bắc	809	+27%
Phú Thọ	Bắc	642	3.2x
Nghệ An ²	Trung	2,282	18.6x
TP. HCM ^{3,4}	Nam	4,105	+2%
Tây Ninh	Nam	1,909	+94%
Đồng Nai	Nam	815	+56%
Còn lại		2,002	
Tổng		24,807	+35%

Hình 10. Các dự án lớn trong 6T26

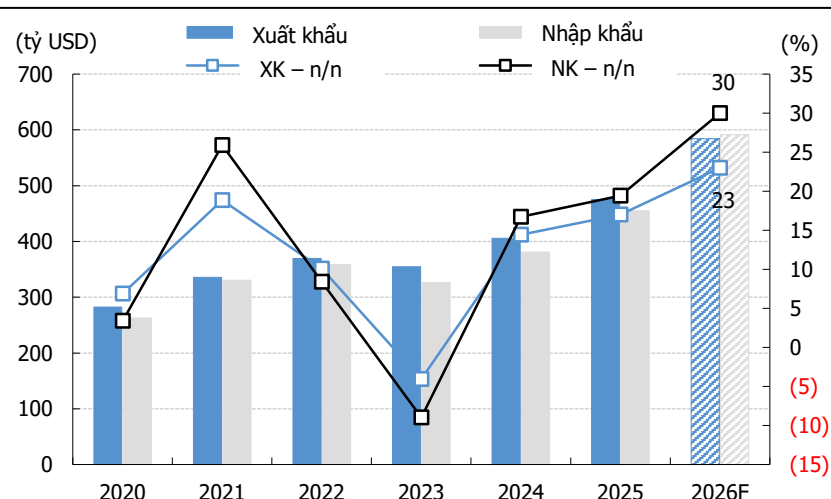
Dự án	Ngành	Tỉnh	Vốn đăng ký (USD bn)
Samsung đóng gói kiểm thử ¹	Bán dẫn	Thái Nguyên	4.0 + 1.5
LG Innotek đóng gói kiểm thử	Bán dẫn	Hải Phòng	1.0
Seojin	Vật liệu	Bắc Ninh	0.45
Posco Battery Materials	Vật liệu	Thái Nguyên	0.4
LNG Quỳnh Lập ²	Tiện ích	Nghệ An	2.2
Cảng trung chuyển Cần Giowf	Logistics	TP. HCM	4.9
AI Data Center Tân Phú ³	Công nghệ	TP. HCM	2.1
Nhà Bè Metrocity ⁴	Bất động sản	TP. HCM	2.2
Thủ Thiêm Eco Smart City	Bất động sản	TP. HCM	1.2
Evolution Data Center	Công nghệ	TP. HCM	0.5

- Tổng FDI đăng ký trong 1H26 đạt USD34.65bn (+61% yoy), chủ yếu nhờ ngành chế biến chế tạo, cùng với sự tăng trưởng mạnh ở phân khúc tiện ích công cộng xuất phát từ các dự án điện LNG.
- FDI đăng ký tăng mạnh trong 1H26, với quy mô trung bình mỗi dự án mở rộng đáng kể trong 1Q26 và 2Q26 nhờ một số siêu dự án. Các dự án nổi bật gồm: (1) Nhà máy đóng gói và kiểm thử bán dẫn của Samsung (2) Nhà máy điện LNG Quỳnh Lập (3) Trung tâm Dữ liệu AI Tân Phú (4) Nhà Be Metro City (Tháng 6/2026). **Lưu ý rằng các siêu dự án như thế này không cần nhiều đất KCN.**

2. 2H26F – Triển vọng Thương mại và FDI

Xuất khẩu tăng tốc trong 2H26F, dòng vốn FDI tiếp tục phân hóa trước rủi ro thuế quan

Hình 11. Xuất khẩu/nhập khẩu dự báo tăng 23%/30% n/n



Hình 12. Kịch bản thuế quan sau khi điều tra Section 301

10-20%

Tốt: Mỹ áp mức thuế cơ sở 10% kết hợp với mức thuế cảnh báo, nhờ những tiến triển tích cực từ phía Việt Nam đối với các vấn đề phía Mỹ đặt ra.

20-25%

Cơ sở: Mỹ áp mức thuế cảnh báo do tiến độ giải quyết chưa đạt kỳ vọng của phía Mỹ; mức thuế này tương đương với các điều khoản đã đàm phán trước đó.

35-45%

Xấu: Mỹ áp dụng biện pháp mạnh tay, thực thi mức thuế tối đa đối với toàn bộ các vi phạm được xác định của Việt Nam.

Điều tra theo Section 301

- Chúng tôi cho rằng các cuộc điều tra về lao động cưỡng bức, dư thừa năng lực sản xuất và sở hữu trí tuệ là các bước đệm thuật mang tính chiến lược để Hoa Kỳ điều chỉnh mức thuế quan trở lại các mức đã đàm phán với các quốc gia mục tiêu, bắt đầu từ mức cơ sở 10% (Điều 122). Với sự can thiệp chủ động và quyết liệt của Chính phủ nhằm xây dựng lập luận thuyết phục trình USTR, chúng tôi dự báo USTR sẽ chấp nhận các điều khoản này cùng với một cảnh báo về sở hữu trí tuệ; đây tiếp tục là kịch bản cơ sở của chúng tôi (mức thuế 20-25%) với xác suất xảy ra là 50%.

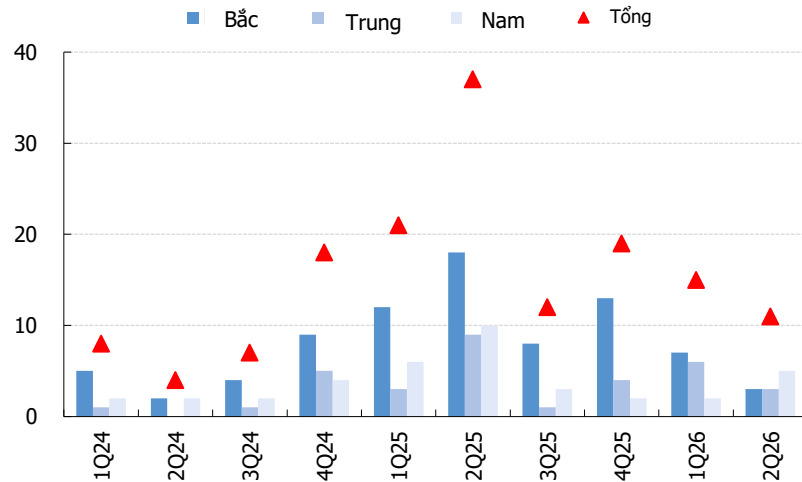
Trade and FDI outlook

- Xuất khẩu dự kiến sẽ tăng tốc trong 2H26F nhờ đơn hàng mới tăng, trong khi giá dầu và cước vận tải hạ nhiệt giúp giảm áp lực lên nhập khẩu. Dự báo xuất/nhập khẩu cả năm 2026F tăng lần lượt 23%/30%, thu hẹp thâm hụt thương mại.
- Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vẫn tiếp chảy vào Việt Nam sau khi Mỹ kết thúc điều tra. **Đồng thời, Nghị quyết 10-NQ/TW đánh dấu bước ngoặt chiến lược trong thu hút FDI hướng tới các ngành công nghệ cao—thường có chi phí vốn lớn nhưng yêu cầu quỹ đất hạn chế.**

3. 2H26F – Nguồn cung KCN

Nguồn cung tiềm năng tập trung ở các tỉnh phía Bắc

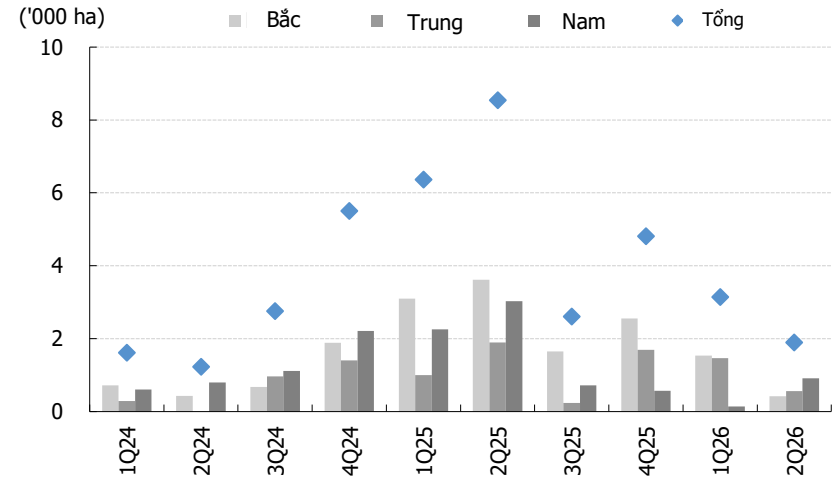
Hình 13. Số lượng KCN chấp thuận CTĐT giai đoạn 2024-1H26



Hình 15. 10 tỉnh có diện tích KCN chấp thuận CTĐT lớn nhất giai đoạn 2024-1H26

Tỉnh	2024	2025	1H26	2024-1H26
Đồng Nai	2,287	3,286	134	5,708
Hải Phòng	230	3,118	-	3,348
Bắc Ninh	709	1,972	356	3,037
Ninh Bình	914	1,604	-	2,518
Thái Nguyên	296	1,678	499	2,473
Tây Ninh	937	708	511	2,156
HCMC	470	1,623	-	2,093
Hưng Yên	465	1,204	200	1,868
Gia Lai	-	1,029	668	1,697
Phú Thọ	-	1,145	409	1,554
Others	4,784	4,947	2,257	11,988
Total	11,092	22,313	5,034	38,440

Hình 14. Diện tích KCN chấp thuận CTĐT giai đoạn 2024-1H26

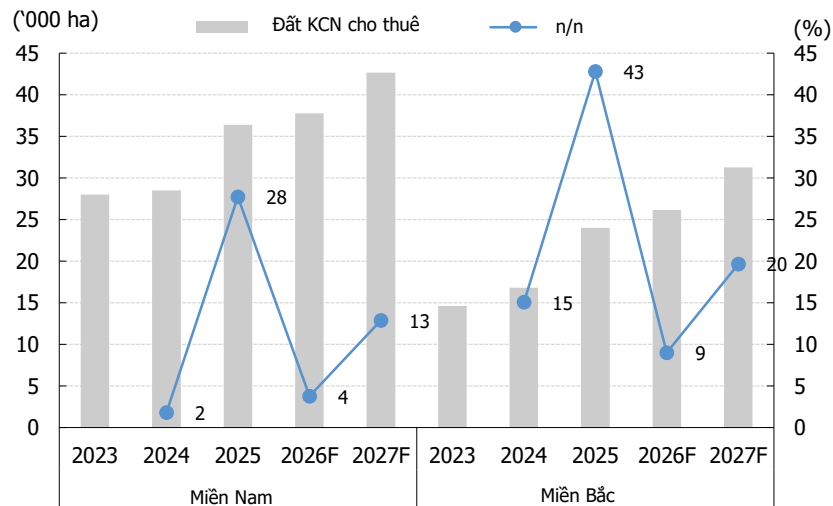


- Dữ liệu của chúng tôi cho thấy các quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư tập trung dày đặc vào giai đoạn cuối năm 2024 đến giữa năm 2025F, tập trung chủ yếu tại các tỉnh phía Bắc như Hải Phòng và Bắc Ninh.
- Xét tới thời gian triển khai từ khi nhận chấp thuận chủ trương đầu tư đến khi chính thức thu hút nhà đầu tư thường kéo dài 2–3 năm, **nguồn cung đất KCN dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2027F.**

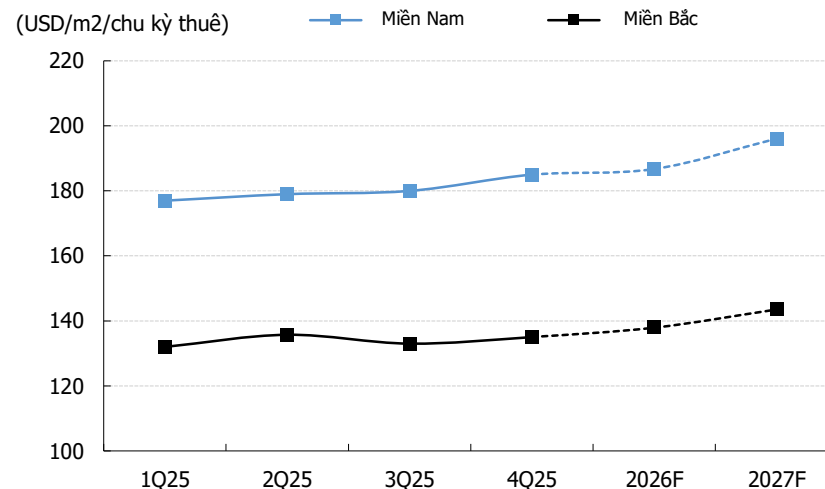
3. 2H26F – Nguồn cung KCN

Tăng trưởng nguồn cung hạn chế; chi phí tăng đẩy giá thuê KCN lên cao

Hình 16. Nguồn cung đất KCN cho thuê KV miền Bắc/ miền Nam dự báo tăng 4%/9% n/n



Hình 17. Giá thuê KV miền Bắc/ miền Nam dự báo tăng 4%/5% n/n, khi nguồn cung tăng ít



- Chúng tôi dự báo **nguồn cung đất KCN cho thuê tại miền Nam/miền Bắc tăng lần lượt 4%/9% yoy trong năm 2026F**, và sẽ tăng tốc trong năm 2027F khi các KCN được phê duyệt vào cuối năm 2024 bắt đầu mở bán.
- Hoạt động thu hút khách thuê sẽ có sự phân hóa do sự gia tăng tâm lý thận trọng từ các nhà sản xuất truyền thống, mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp KCN phía Bắc. Sự phân hóa này cũng diễn ra ngay trong nội bộ từng vùng, khi dòng vốn đầu tư năm 2026F dự kiến sẽ tiếp tục tập trung mạnh vào các cụm công nghiệp và sản xuất công nghệ cao, như Thái Nguyên (Samsung) và Hải Phòng (LG).
- Về giá thuê, giá thuê KCN trung bình sẽ tiếp tục đà tăng do các yếu tố động lực nêu trên. Đáng chú ý, **giá thuê trung bình tại khu vực phía Bắc dự báo tăng 5% trong năm 2026F, trong khi khu vực phía Nam tăng 4%.**

Nguồn: Cushman & Wakefield, Quy hoạch tỉnh, KIS Research

Ghi chú: Giá cho thuê dựa vào dữ liệu của Cushman & Wakefield và phân tích của chúng tôi;

Dự phóng diện tích đất KCN cho thuê dựa vào thời gian phát triển KCN từ 12-24 tháng, thay đổi lớn trong 3Q25 và 2025 là do sát nhập tỉnh/thành

true friend

KIS Viet Nam
Securities Corporation



BĐS Khu công nghiệp 2H26F – Tâm lý thận trọng

II. Phân tích Doanh Nghiệp

1. IDC – Doanh thu đi ngang
2. PHR – Khoản tiền đền bù đất lớn
3. SZC – Chính sách kế toán mới làm sai lệch sự cải thiện trong bàn giao đất

1. IDC – (Không xếp hạng)

Doanh thu đi ngang

Luận điểm đầu tư

- **KCN:** Doanh thu cả năm đi ngang do diện tích bàn giao dự kiến không thay đổi, khiến kết quả 2H26F phụ thuộc lớn vào việc thực hiện các hợp đồng gói đầu (backlog). Tân Phước 1 và Vinh Quang Giai đoạn 1 hiện chưa được đưa vào dự báo 2026F của chúng tôi.
- **Năng lượng & BĐS:** Mảng năng lượng sẽ duy trì mức tăng trưởng nhẹ, trong khi BĐS dân cư đi ngang do số lượng bàn giao khiêm tốn tại dự án Khu dân cư Hữu Thạnh.

Rủi ro cần lưu ý

- Doanh số bán đất KCN chậm hơn dự kiến.
- Diễn biến bất lợi từ thuế quan của Hoa Kỳ đối với Việt Nam.

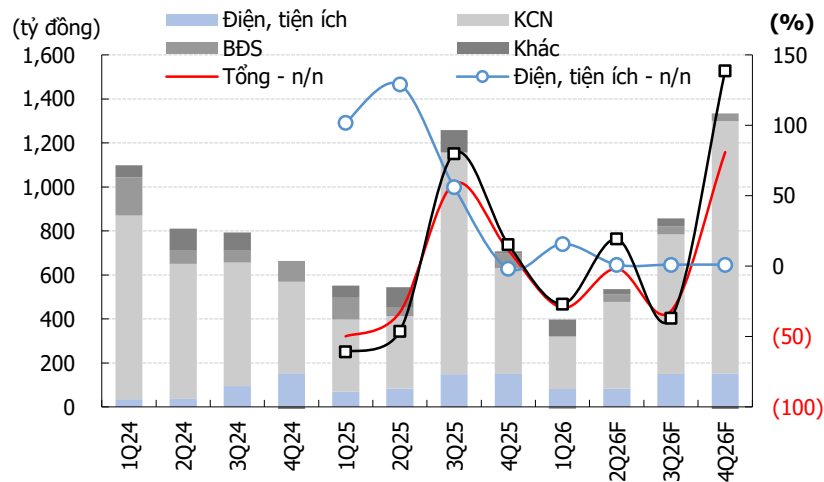
Bảng 2. Dự phóng KQKD của IDC 2026F

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025A	2026F
Doanh thu thuần	1,486	1,760	2,270	3,013	8,846	8,588	8,528
Năng lượng	884	931	1,059	1,086	3,373	3,862	3,960
KCN	406	547	928	1,640	3,988	3,444	3,521
Còn lại	196	281	283	287	1,486	1,282	1,047
Tăng trưởng (%)	-17.2	-0.2	-20.9	39.5	22.2	-2.9	-0.7
Năng lượng	8.3	1.0	1.0	1.0	15.4	14.5	2.6
KCN	-31.1	10.8	-39.6	99.0	20.9	-13.6	2.2
Lợi nhuận gộp	389	535	857	1,278	3,337	3,060	3,059
% n/n	-29.5	-1.7	-31.9	80.8	37.7	-8.3	-0.4
% Biên LNG	26.2	30.4	37.7	42.4	37.7	35.6	35.9
Lợi nhuận hoạt động	316	464	799	1,149	2,939	2,664	
% n/n	-29.6	1.2	-31.2	92.7	42.6	-9.4	2.4
% Biên LNHD	21.3	26.4	35.2	38.1	33.2	31.0	31.9
LNST	338	433	696	973	2,392	2,354	2,440
% n/n	-19.0	4.0	-29.0	80.1	44.5	-1.6	3.6
% Biên LNR	22.7	24.6	30.7	32.3	27.0	27.4	28.6
% ROE					37.7	32.0	30.1
Tỷ số							
PE					9.2	6.5	7.4
PB					2.6	1.7	2.1
DY					9.6	7.6	8.1

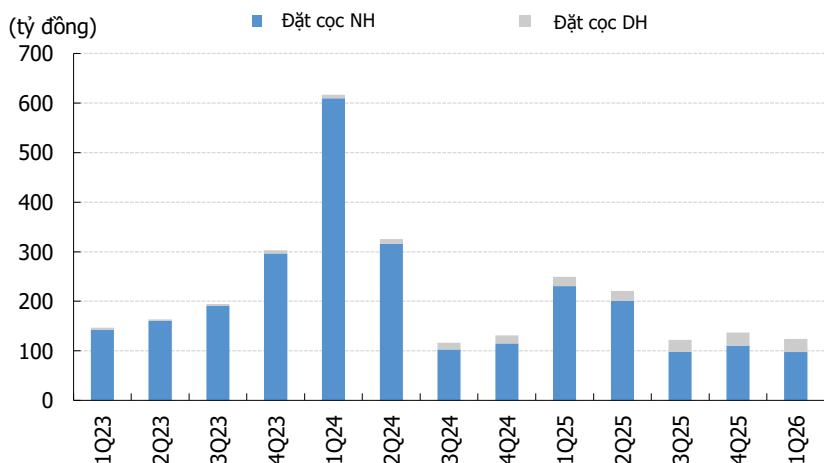
1. IDC – (Không xếp hạng)

Doanh thu đi ngang

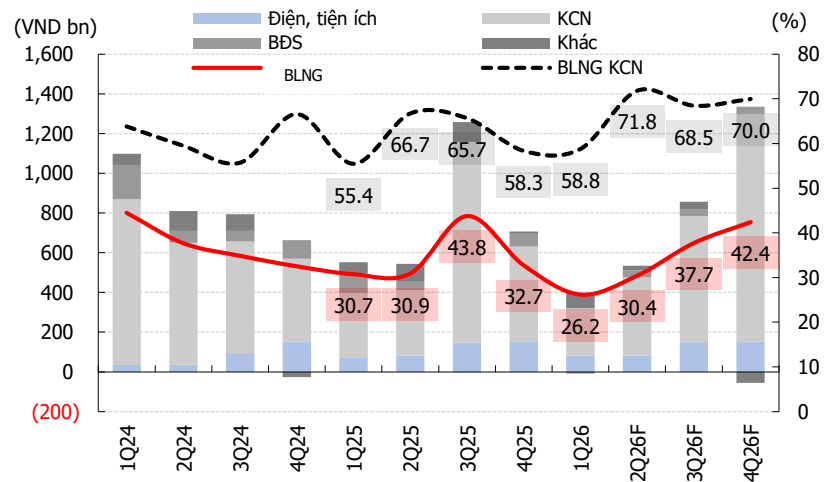
Hình 18. Doanh thu KCN dự kiến tăng mạnh về cuối năm nhờ các hợp đồng gói đầu, nhưng doanh thu cả năm vẫn đi ngang



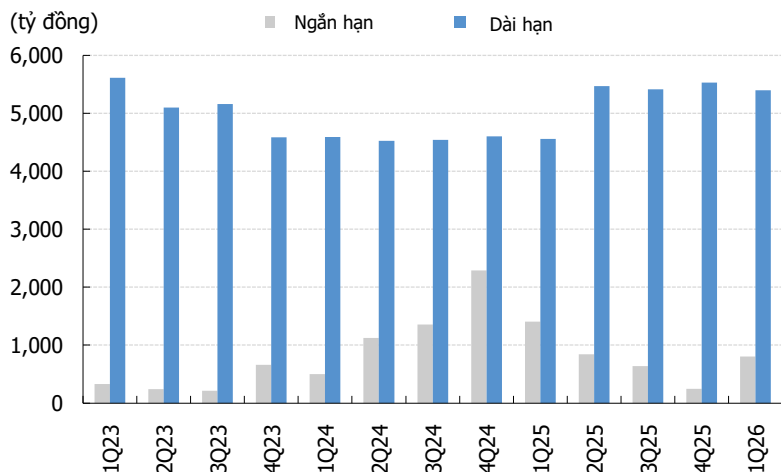
Hình 20. Tiền cọc hợp đồng thuê vẫn thấp do nhu cầu yếu; tuy nhiên, có thể phục hồi khi các KCN mới sẵn sàng mở bán



Hình 19. Biên lợi nhuận gộp mảng KCN có thể cải thiện trong các quý còn lại nhờ giá cho thuê bình quân cao hơn



Hình 21. Doanh thu ghi nhận tăng vọt sau các đợt bàn giao đất, sau đó đi ngang do nhu cầu suy yếu



2. PHR – (Không xếp hạng)

Khoản tiền đền bù đất lớn

Luận điểm đầu tư

- **Cao su & KCN:** Doanh thu sẽ suy yếu trong các quý còn lại do sản lượng đã dồn vào 1Q26 và giá bán bình quân đi ngang, khiến doanh thu mảng cao su và KCN cả năm đi ngang.
- **Đền bù đất:** Lợi nhuận tiếp tục phụ thuộc lớn vào tiền đền bù đất. Chúng tôi ghi nhận dự báo năm 2026F đạt 832 tỷ từ THACO và 2,100 tỷ từ VSIP 3.

Rủi ro cần lưu ý

- Tiền đền bù đất bị chậm trễ hoặc thấp hơn dự kiến.
- Giá cao su giảm không như kỳ vọng của chúng tôi.

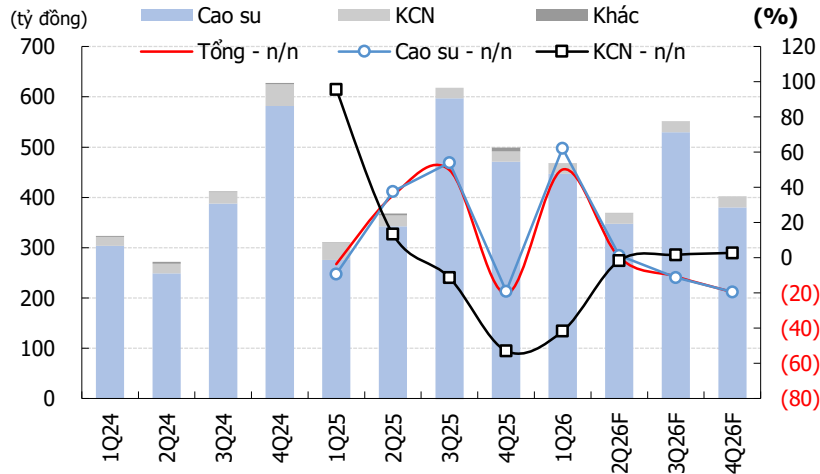
Bảng 3. Dự phóng KQKD của PHR 2026F

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025A	2026F
Doanh thu thuần	468	369	551	401	1,635	1,795	1,788
Cao su	447	348	530	380	1,522	1,687	1,704
KCN	20	21	21	21	106	97	83
Tăng trưởng (%)	50.1	0.2	-10.7	-19.6	20.8	9.8	-0.4
Cao su	62.1	1.6	-11.8	-18.9	35.1	10.8	1.0
KCN	-41.7	-40.1	-1.6	1.7	-52.9	-8.1	-14.4
Lợi nhuận gộp	116	136	117	86	424	504	456
% n/n	13.5	37.7	-19.5	-45.2	28.7	18.9	-9.5
% Biên LNG	24.9	37.0	31.3	21.4	26.0	28.1	25.5
Lợi nhuận hoạt động	74	96	65	1	254	271	236
% n/n	13.0	70.8	-41.8	-98.9	29.8	6.4	-18.3
% Biên LNHD	15.9	26.0	11.8	0.2	15.6	15.1	13.2
LNST	285	1,110	706	643	483	497	2,744
% n/n	277.4	1,172.6	266.9	916.3	-27.0	2.9	415.7
% Biên LNR	61.0	301.1	128.2	160.3	29.5	27.7	153.5
% ROE					12.5	12.3	51.0
Tỷ số							
PE					18.8	19.5	3.2
PB					2.1	2.1	1.7
DY					5.8	2.3	4.0

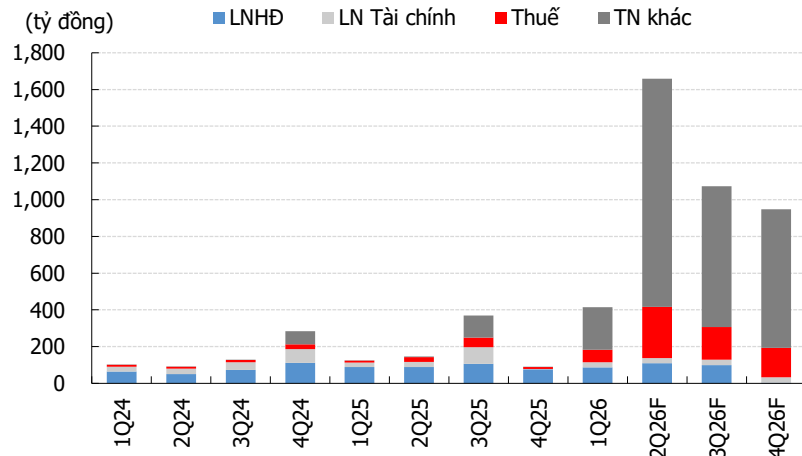
2. PHR – (Không xếp hạng)

Khoản tiền đền bù đất lớn

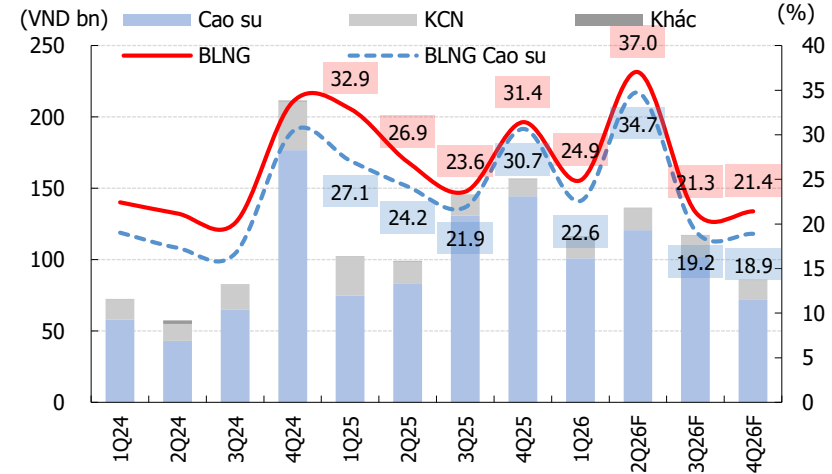
Hình 22. Doanh thu cao su giảm tốc trong các quý cuối năm 2026, các mảng khác duy trì đi ngang



Hình 24., nhưng tiền đền bù đất mới là là động lực chính cho tăng trưởng LNTT của PHR trong năm 2026



Hình 23. Biên LNG mảng cao su dự kiến suy yếu trong các quý cuối do sản lượng giảm và giá bán trung bình đi ngang...



- Chúng tôi dự báo doanh thu mảng cao su trong các quý còn lại sẽ giảm, do PHR đã dồn sản lượng khai thác vào 1Q26, dẫn đến sản lượng các kỳ sau thấp hơn trong khi giá cao su bình quân cũng đi ngang. Theo đó, doanh thu cả năm 2026F của cả mảng cao su và KCN dự kiến sẽ đi ngang.
- LNST của PHR vẫn phụ thuộc lớn vào thu nhập từ đền bù đất từ VSIP và THACO. Cho cả năm 2026F, chúng tôi dự báo công ty sẽ ghi nhận 832 tỷ từ THACO và 2,100 tỷ từ VSIP.

3. SZC – (Không xếp hạng)

Chính sách kế toán mới làm sai lệch sự cải thiện trong bàn giao đất

Luận điểm đầu tư

- **Mảng KCN:** Mặc dù mục tiêu bàn giao 20 ha đất trong 3Q26F và 4Q26F, việc bắt buộc chuyển sang chính sách hạch toán phân bổ doanh thu sẽ khiến doanh thu mảng và LNST cả năm giảm mạnh.
- **Mảng ngoài KCN:** Doanh thu BĐS dân cư sẽ tăng bùng nổ +98% nhờ bàn giao tại Khu đô thị Hữu Phước, trong khi doanh thu phí BOT mở rộng ~11% trong các quý còn lại (tăng trưởng 47% cả năm).

Rủi ro cần lưu ý

- Doanh số bán đất KCN chậm hơn dự kiến.
- Diễn biến bất lợi từ thuế quan của Hoa Kỳ đối với Việt Nam.
- Doanh thu và LNST sụt giảm do chính sách kế toán mới.

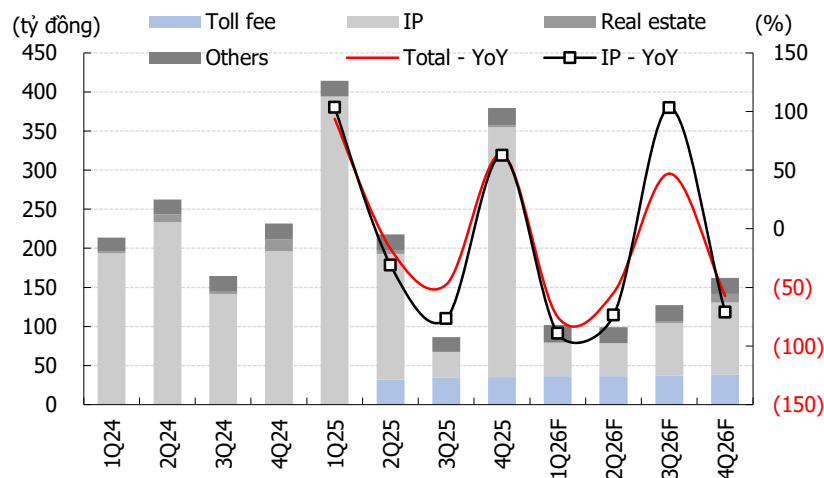
Bảng 4. Dự phóng KQKD của SZC 2026F

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024A	2025A	2026F
Doanh thu thuần	102	99	127	162	873	1,098	490
Thu phí đường bộ	36	36	37	38	0	101	148
KCN	42	42	67	92	796	915	244
Bất động sản	1	0	2	11	55	51	14
Tăng trưởng (%)	-75.4	-54.5	47.1	-57.3	6.7	25.8	-55.3
Thu phí đường bộ	-	13.9	8.1	9.8	-	-	46.5
KCN	-89.3	-73.7	103.2	-71.2	5.3	14.9	-73.1
Lợi nhuận gộp	35	35	54	72	433	561	195
% n/n	-81.5	-74.7	41.2	-63.7	23.6	29.5	-65.2
% Biên LNG	34.1	34.9	42.3	44.3	49.6	51.1	39.8
Lợi nhuận hoạt động	24	19	38	56	372	474	138
% n/n	-84.4	-83.9	21.2	-66.5	25.8	27.5	-70.9
% Biên LNHD	23.8	19.2	30.1	34.7	42.6	43.2	28.1
LNST	21	31	51	69	299	345	138
% n/n	-86.4	-73.5	94.5	-46.5	36.4	15.5	-60.1
% Biên LNR	16.8	25.4	31.8	33.9	34.2	31.4	28.1
% ROE					12.3	10.9	4.3
Tỷ số							
PE					18.1	11.6	27.4
PB					1.7	1.2	1.2
DY					2.9	3.4	4.8

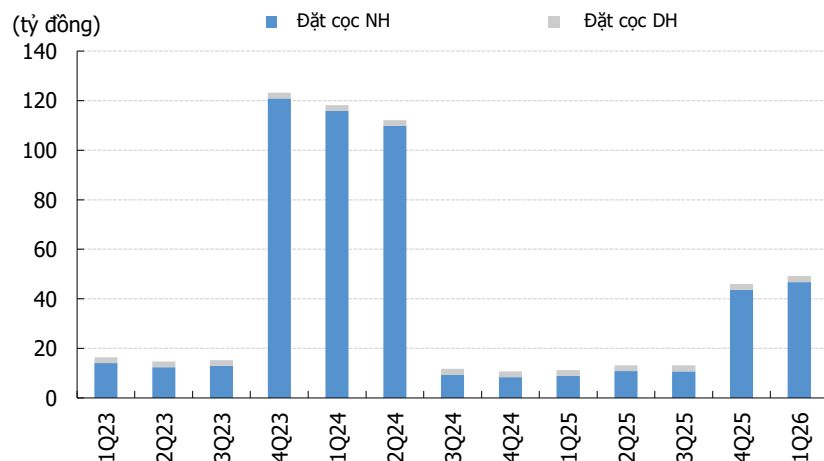
3. SZC – (Không xếp hạng)

Chính sách kế toán mới làm sai lệch sự cải thiện trong bàn giao đất

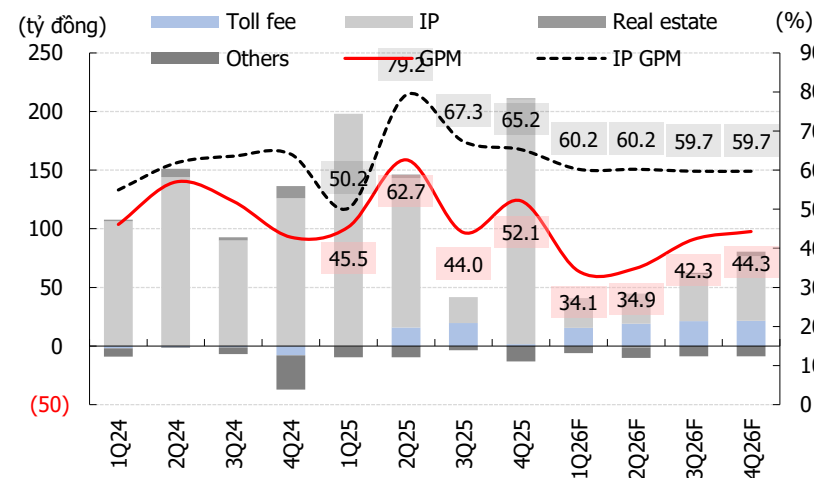
Hình 25. Doanh thu SZC sụt giảm về mặt con số báo cáo do áp dụng chính sách kế toán mới



Hình 27. Tiền đặt cọc hợp đồng thuê KCN của SZC tăng vọt từ 4Q25 nhờ các cam kết thuê mới



Hình 26. Biên LNG mảng KCN dự kiến thu hẹp do một số chi phí cố định vẫn tiếp tục phát sinh



Hình 28. SZC chuyển sang hạch toán phân bổ doanh thu KCN từ 1Q26, thúc đẩy doanh thu chưa thực hiện tăng mạnh

