

CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC)

KHẢ QUAN +13,0%

Ngành	BDS KCN & Nhà ở
Ngày báo cáo	01/07/2026
Giá hiện tại	22.750 VND
Giá mục tiêu	24.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	42.400 VND
TL tăng	+8,6%
Lợi suất cổ tức	4,4%
Tổng mức sinh lời	+13,0%

GT vốn hóa	4,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	768 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	10,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	57,8%
SL cổ phiếu lưu hành	180,0 tr
Pha loãng	180,0 tr

	SZC	Peers*	VNI
P/E (trượt)	18,9x	8,8x	15,2x
P/B (ht)	1,2x	1,2x	2,1x
ROE	7,4%	20,9%	15,2%
ROA	2,9%	6,7%	2,3%

* P/B điều chỉnh cho SZC và các công ty cùng ngành

Tổng quan Công ty

SZC là chủ đầu tư KCN và khu đô thị quy mô trung bình với tổng diện tích khoảng 2.300 ha, chủ yếu tọa lạc tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu cũ, hiện là một phần của TP.HCM. SZC là công ty con của Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp (UPCoM: SNZ), tập đoàn Nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh

Chuyên viên Cao cấp

Luu Bích Hồng

Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.098	551	781	944
% YoY	26,1%	-49,8%	41,8%	20,8%
LN HĐKD (tỷ đồng)	474	188	307	390
% YoY	28,2%	-60,4%	63,7%	26,7%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	345	142	230	287
% YoY	14,1%	-58,7%	61,7%	24,5%
EPS	14,2%	-58,7%	61,7%	24,5%
Biên LN gộp	51,0%	43,1%	48,3%	50,3%
Biên LN từ HĐKD	43,1%	34,1%	39,3%	41,3%
Biên LN ròng	31,4%	25,8%	29,4%	30,3%
ROE	10,9%	4,5%	7,3%	8,9%
Nợ ròng/CSH	63,2%	70,2%	84,8%	93,3%
P/E	12,9x	31,3x	19,3x	15,5x
P/B điều chỉnh	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x

Doanh số cho thuê đất hồi phục, phương thức ghi nhận trở lại bình thường hỗ trợ lợi nhuận 2027

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 42% giá mục tiêu xuống mức 24.700 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC). SZC hiện đang giao dịch với mức P/B dự phóng năm 2026/2027 lần lượt ở mức 1,2x/1,2x, thấp hơn mức trung vị 5 năm của công ty là 2,4x. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá tương đối hấp dẫn, do chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận của công ty sẽ bắt đầu phục hồi từ nửa cuối năm 2026 (nhờ được hỗ trợ bởi sự cải thiện của doanh số cho thuê KCN và việc doanh thu hồi phục về mức bình thường).
- Mức giảm đối với giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu đến từ việc chúng tôi (1) hạ dự báo doanh số cho thuê đất KCN trong giai đoạn 2026/2027, (2) kéo dài thời gian hoàn tất cho thuê đất KCN dự kiến, (3) giảm giả định doanh số bán đất KDC Châu Đức trong giai đoạn 2026-2027 do lãi suất năm 2026 dự kiến cao hơn so với cùng kỳ, kết hợp với (4) mức tăng của dư nợ ròng tại cuối quý 1/2026 (được bù đắp một phần bởi việc chúng tôi dời thời gian định giá sang giữa năm 2027).
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ giảm 59% YoY xuống mức 142 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi giả định SZC ghi nhận doanh thu bàn giao đất KCN theo phương pháp phân bổ trong nửa đầu năm 2026 (6T 2026), trước khi quay trở lại phương pháp ghi nhận một lần toàn bộ giá trị hợp đồng từ nửa cuối năm 2026.
- Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng mạnh 62% so với năm 2026, lên mức 230 tỷ đồng, nhờ được thúc đẩy bởi dự báo rằng diện tích bàn giao đất KCN và KĐT Châu Đức sẽ cao hơn so với cùng kỳ.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 63%/51% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/2027, nhằm chủ yếu phản ánh giả định doanh thu KCN thấp hơn do mức giảm của chúng tôi đối với dự báo doanh số bán, diện tích bàn giao đất KCN, và dự báo doanh thu KDC Châu Đức (trong bối cảnh nhu cầu BĐS nhà ở phục hồi chậm).
- Chúng tôi cho rằng SZC sẽ hưởng lợi từ hàng loạt dự án hạ tầng trọng điểm, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang tăng trưởng nhanh, cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (đưa vào khai thác từ tháng 5/2026) và Sân bay Quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1 dự kiến sẽ vận hành trong 6T 2027), nhờ quỹ đất KCN và KĐT lớn (với quy mô khoảng 2.300 ha) của công ty.
- Rủi ro: Doanh số bán đất KCN thấp hơn kỳ vọng và tiến độ mở bán dự án KĐT Châu Đức diễn ra chậm hơn dự kiến.

Doanh số cho thuê đất KCN dự kiến tăng 20% YoY mỗi năm trong giai đoạn 2026-2027 từ mức nền thấp: Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN cải thiện lên mức 25 ha trong năm 2026 và 30 ha trong năm 2027, được hỗ trợ bởi sự phục hồi nhu cầu mở rộng của khách thuê khi những bất định liên quan đến thuế quan hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng KCN Châu Đức có thể duy trì nhu cầu dài hạn, với doanh số cho thuê đất KCN hàng năm giai đoạn 2028-2042 đạt khoảng 33 ha, được hỗ trợ bởi kết nối hạ tầng khu vực được cải thiện và cơ cấu khách thuê đa dạng của SZC trên các lĩnh vực trọng điểm như thép, nhựa, dệt may và điện tử.

Mảng BĐS nhà ở dự kiến bước vào giai đoạn phục hồi từ năm 2027-2028: Chúng tôi kỳ vọng dự án KDC Hữu Phước (41 ha; khoảng 160 căn shophouse và khoảng 500 căn nhà liền kề) sẽ đóng góp lần lượt 23% và 22% vào tổng lợi nhuận gộp của SZC trong năm 2027 và 2028, tăng đáng kể so với mức thấp 8% trong năm 2026. Dự báo của chúng tôi được thúc đẩy bởi kỳ vọng điều kiện lãi suất ổn định và nhu cầu mua nhà gia tăng khi tỷ lệ lấp đầy tại KCN Châu Đức tiếp tục cải thiện. Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu — chỉ cách KCN và KĐT Châu Đức 4 km — dự kiến sẽ là yếu tố hỗ trợ nhu cầu mang tính cấu trúc bổ sung cho dự án. Về dài hạn, dự án KCN và KĐT Châu Đức tiếp tục là động lực tăng trưởng tiềm năng nhờ tiến độ hoàn tất bồi thường giải phóng mặt bằng khoảng 85%.

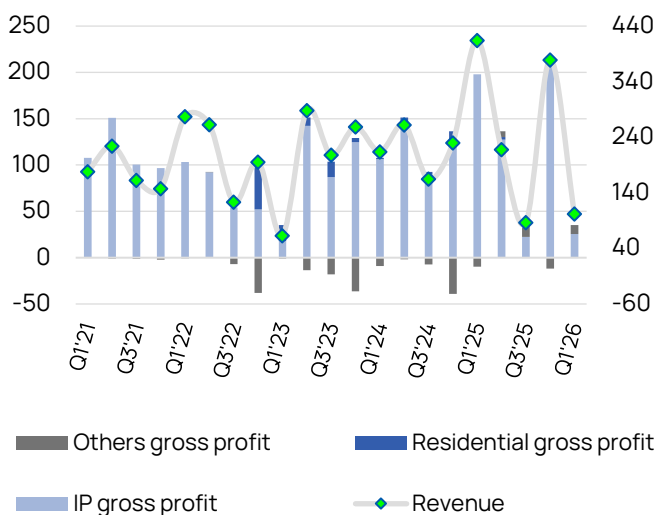
Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận dự kiến giảm mạnh do thay đổi phương pháp kế toán; doanh số cho thuê đất KCN cải thiện so với cùng kỳ

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	2025	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới so với 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	871	1.098	551	-50%	* Việc điều chỉnh giảm chủ yếu phản ánh phương pháp ghi nhận doanh thu thận trọng hơn sau những thay đổi trong khuôn khổ kế toán theo Thông tư số 99/2025/TT-BTC (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026), theo đó chúng tôi giả định công ty sẽ ghi nhận doanh thu bàn giao đất KCN theo phương pháp phân bổ trong 6T 2026 thay vì phương pháp ghi nhận một lần toàn bộ giá trị hợp đồng như trước đây. * Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ trở lại phương pháp ghi nhận doanh thu một lần từ nửa cuối năm 2026, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu mảng KCN tích cực hơn trong nửa cuối năm 2026. Thông tin chi tiết về những thay đổi trong phương pháp kế toán được thảo luận ở trang 6. * Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN năm 2026 đạt khoảng 25 ha (tăng từ mức khoảng 21 ha năm 2025). * Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ mảng KCN năm 2026 đạt 553 tỷ đồng (+10% YoY).
– KCN	765	908	310	-66%	
– KĐT	31	7	26	258%	
– Thu phí	0	101	127	25%	
– Sân golf	55	51	56	10%	
– Khác	19	31	33	8%	
Lợi nhuận gộp	431	560	237	-58%	
Chi phí SG&A	-61	-87	-50	-43%	
Lợi nhuận từ HĐKD	369	474	188	-60%	
Thu nhập tài chính	40	34	28	-20%	
Chi phí tài chính	-35	-27	-37	40%	* Chúng tôi dự kiến chi phí tài chính cao hơn so với cùng kỳ, chủ yếu do phần lớn khoản vay tài trợ cho KĐT & KCN Châu Đức và sân golf không còn được vốn hóa.
Lãi/lỗ ròng khác	0	-38	0	N.M.	
LNTT	375	443	178	-60%	
LNST sau lợi ích CĐTS	302	345	142	-59%	
Biên lợi nhuận gộp	49,5%	51,0%	43,1%		
– KCN	61,0%	61,3%	60,3%		
– KĐT	69,1%	37,2%	69,6%		
Biên LN từ HĐKD	42,4%	43,1%	34,1%		
Biên LN ròng	34,7%	31,4%	25,8%		

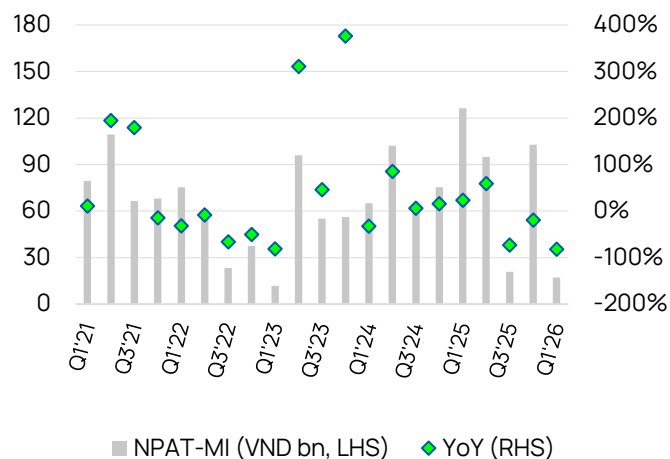
Nguồn: Báo cáo tài chính của SZC, dự báo của Vietcap

Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận gộp hàng quý của SZC



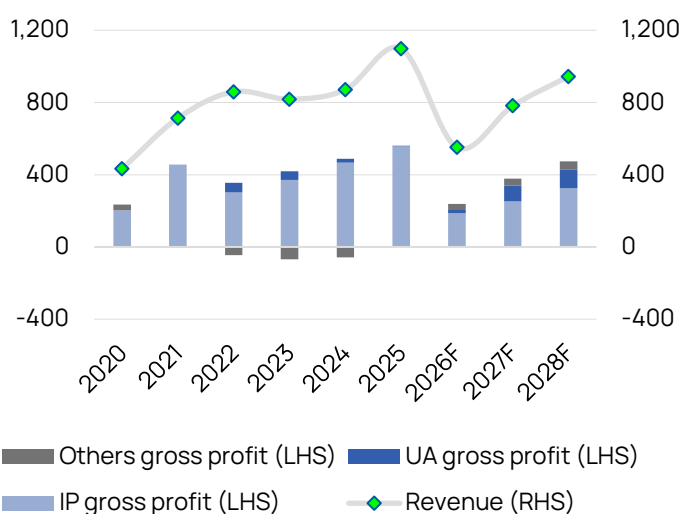
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 3: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của SZC



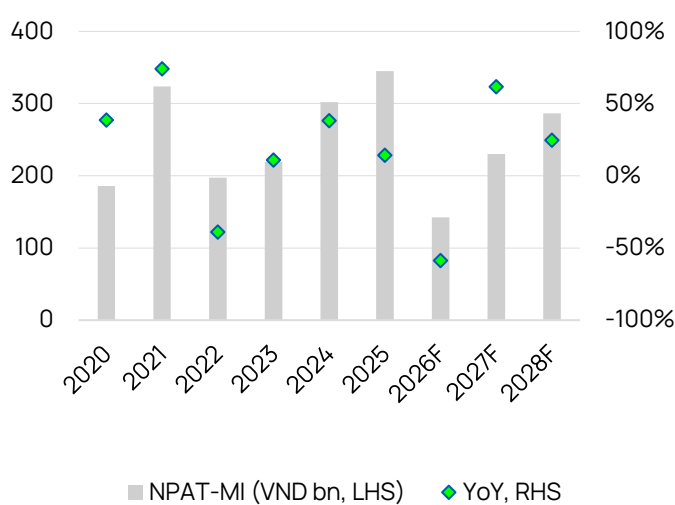
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 4: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 5: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của SZC



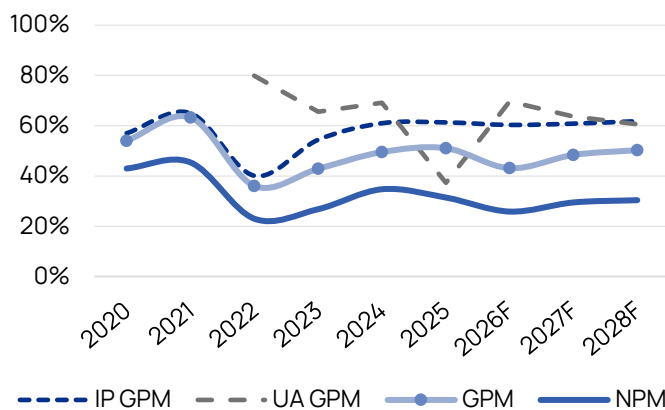
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 6: Dòng tiền từ cho thuê đất KCN & KĐT của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 7: Dự báo biên lợi nhuận gộp của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap. Lưu ý: Không ghi nhận doanh thu mảng KĐT trong năm 2020 và 2021.

Hình 8: Các dự án KCN và KĐT của SZC

Dự án KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SZC	Thời gian mở cho thuê	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	% diện tích đã hoàn tất giải phóng mặt bằng*
KCN Châu Đức	TP.HCM	100%	2008	1.556,1	1.147,5	~560	51%	~85%
Dự án KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SZC	Thời gian mở bán	Tổng diện tích (ha)	Tiến độ hiện tại			
KĐT Hữu Phước	TP.HCM	100%	2021	41	• Shophouse: phần lớn đã được bán trước và bàn giao tính đến cuối quý 1/2026. • Nhà liền kề: Hiện đang hoàn tất các thủ tục pháp lý để đủ điều kiện mở bán. • Nhà ở xã hội: Đang trong quá trình xây dựng.			
KĐT Châu Đức	TP.HCM	100%	2029**	539	Đã hoàn thành quy hoạch 1/500; ban lãnh đạo đặt mục tiêu nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh trong kế hoạch năm 2026.			
TỔNG CỘNG				580				

Nguồn: SZC, Vietcap. Lưu ý: Dự liệu tính đến cuối quý 1/2026; KCN & KĐT Châu Đức tọa lạc tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu cũ, hiện là một phần của TP.HCM; (*) % giải phóng mặt bằng cho cả KCN & KĐT; (**) Dự báo của Vietcap.

Hình 9: Dự báo mảng KCN và KĐT của SZC

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	TT 2026	TT 2027	TT 2028
Doanh số cho thuê đất KCN (ha)	40	67	46	21	25	30	30	20%	20%	0%
Doanh số bán đất KĐT (m²)	10.080	10.976	4.480	4.480	2.240	11.326	13.692	-50%	406%	21%
Doanh thu mảng KCN (tỷ đồng)	752	684	765	908	310	415	527	-66%	34%	27%
Doanh thu mảng KĐT (tỷ đồng)	67	72	31	7	26	136	171	258%	426%	26%
Tổng dòng tiền mảng KCN & KĐT (tỷ đồng)	808	725	1.114	508	579	775	1.053	14%	34%	36%

Nguồn: SZC, dự báo của Vietcap

Hình 10: Các căn shophouse tại dự án khu dân cư Hữu Phước



Nguồn: Vietcap tổng hợp, cập nhật đến tháng 6/2026

Ghi nhận theo phương pháp phân bổ ảnh hưởng đến doanh thu ngắn hạn, nhưng ghi nhận một lần có thể được áp dụng trở lại

Trong quý 1/2026, SZC đã chuyển sang ghi nhận doanh thu bàn giao đất KCN theo phương pháp phân bổ, thay vì phương pháp ghi nhận một lần toàn bộ giá trị hợp đồng như trước đây, khi công ty áp dụng phương pháp ghi nhận doanh thu thận trọng hơn sau những thay đổi theo Thông tư số 99/2025/TT-BTC, có hiệu lực từ ngày 01/01/2026. LNST sau lợi ích CĐTS quý 1/2026 của SZC chỉ đạt 17 tỷ đồng (-86% YoY và -83% QoQ), chủ yếu do sự thay đổi trong phương pháp ghi nhận doanh thu bàn giao đất KCN.

Tại ĐHCD tháng 4/2026 của SZC, cổ đông cũng đã ủy quyền cho HĐQT xem xét điều chỉnh các chỉ tiêu kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2026 (nếu cần thiết) sau khi nhận được hướng dẫn chính thức từ Bộ Tài chính về việc áp dụng các quy định trong Thông tư số 99/2025/TT-BTC đối với mảng kinh doanh khu công nghiệp của công ty.

Chúng tôi kỳ vọng SZC ghi nhận doanh thu bàn giao đất KCN theo phương pháp phân bổ trong nửa đầu năm 2026, trước khi trở lại phương pháp ghi nhận một lần toàn bộ giá trị hợp đồng từ nửa cuối năm 2026. Theo quan điểm của chúng tôi, dưới khuôn khổ của Thông tư 99, việc ghi nhận doanh thu có thể được đánh giá dựa trên bản chất và các điều khoản thành phần của từng hợp đồng. Đối với hoạt động bàn giao đất KCN, phương pháp ghi nhận một lần vẫn có thể được áp dụng trong trường hợp các nghĩa vụ về cơ bản đã hoàn thành và được hỗ trợ bởi các điều khoản hợp đồng, biên bản bàn giao cùng các tài liệu liên quan. [Phản hồi](#) từ Bộ Tài chính cũng cho thấy phương pháp ghi nhận doanh thu một lần vẫn có thể được chấp nhận khi tài liệu chứng minh rõ ràng việc bàn giao đã hoàn tất.

Trong số các chủ đầu tư KCN thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi, KBC, IDC và VGC dự kiến sẽ duy trì phương pháp ghi nhận bàn giao đất KCN một lần khi có đủ cơ sở theo thông tư mới. Trong khi đó, SIP dự kiến sẽ duy trì phương pháp ghi nhận theo phân bổ hiện tại.

Định giá

Chúng tôi định giá SZC theo phương pháp định giá giá trị tài sản ròng có điều chỉnh (RNAV) – phương pháp mà chúng tôi cho là phù hợp nhất đối với các doanh nghiệp BĐS nhằm phản ánh giá trị quỹ đất và tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi tiếp tục định giá (1) các dự án KCN Châu Đức, khu dân cư Hữu Phước và KĐT Châu Đức theo phương pháp CKDT, và (2) các dự án sân golf Châu Đức và BOT 768 theo phương pháp P/B, với mức P/B mục tiêu tương ứng là 0,8x/1,0x do chúng tôi kỳ vọng dự án sân golf Châu Đức sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong trung hạn, trong khi BOT 768 đã hoạt động trở lại từ tháng 4/2025.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 42% giá mục tiêu xuống 24.700 đồng/cổ phiếu, chủ yếu phản ánh (1) mức giảm lần lượt 44%/40% trong dự báo doanh số cho thuê đất KCN năm 2026/2027, và việc kéo dài lộ trình hoàn tất cho thuê đất KCN sang giai đoạn 2026-2042 (so với giai đoạn 2026-2036 trước đây), do doanh số cho thuê đất KCN năm 2025 thấp hơn dự kiến và kỳ vọng của chúng tôi về áp lực cạnh tranh gay gắt tiếp diễn trong trung hạn tại KCN Châu Đức trong bối cảnh nguồn cung mới gia tăng, cùng với (2) mức giảm 17% trong tổng giả định doanh số bán đất KĐT giai đoạn 2026-2027 do mặt bằng lãi suất năm 2026 cao hơn, và (3) số dư nợ vay ròng cao hơn tại thời điểm cuối quý 1/2026. Các yếu tố này được bù đắp một phần bởi (4) việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu từ giữa năm 2026 đến giữa năm 2027.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị
KCN Châu Đức	CKDT	3.469
Dự án KĐT Hữu Phước	CKDT	411
KĐT Châu Đức	CKDT	1.909
Khác*	P/B	644
Tổng giá trị tài sản ròng (NAV) dự phóng		6.433
(+) Tiền và tương đương tiền		585
(-) Tổng nợ vay gộp		-2.578
NAV		4.441
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		180
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		24.700
Tỷ lệ tăng (%)		+8,6%
Lợi suất cổ tức (%)		4,4%
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)		+13,0%
P/B điều chỉnh năm 2026/2027 theo giá mục tiêu		1,32x/1,28x
P/E dự kiến năm 2026/2027 theo giá mục tiêu		33,9x/21,0x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Các dự án khác bao gồm Sân golf Châu Đức, và BOT 768.

Hình 12: Tóm tắt WACC

	Trước đây	Điều chỉnh
Beta	1,4	1,4
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Chi phí VCSH %	17,2%	17,2%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
% nợ vay	50,0%	50,0%
% vốn CSH	50,0%	50,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,0%	13,0%

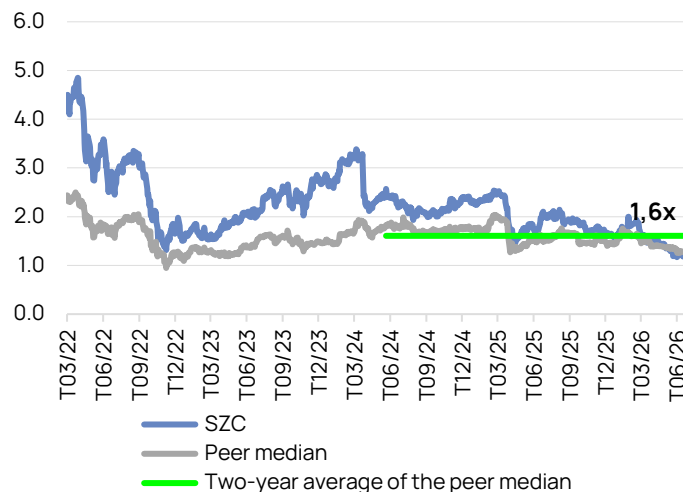
Nguồn: Vietcap

Hình 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi cho SZC liên quan đến những thay đổi trong giả định WACC của chúng tôi, các yếu tố khác không đổi

WACC	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	28.600	26.600	24.700	22.900	21.200

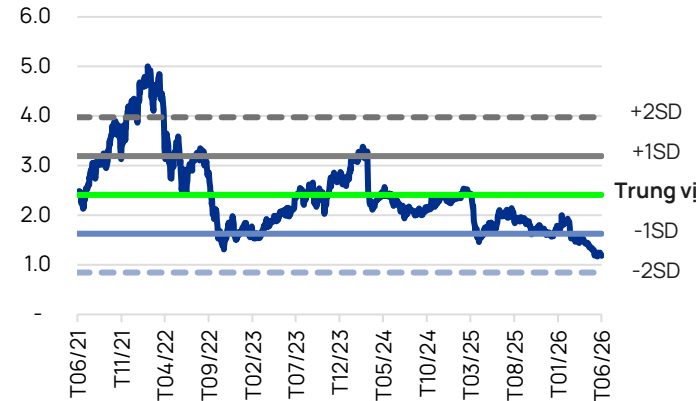
Nguồn: Vietcap

Hình 14: Tỷ lệ P/B điều chỉnh của SZC và các công ty cùng ngành KCN



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 29/06/2026)

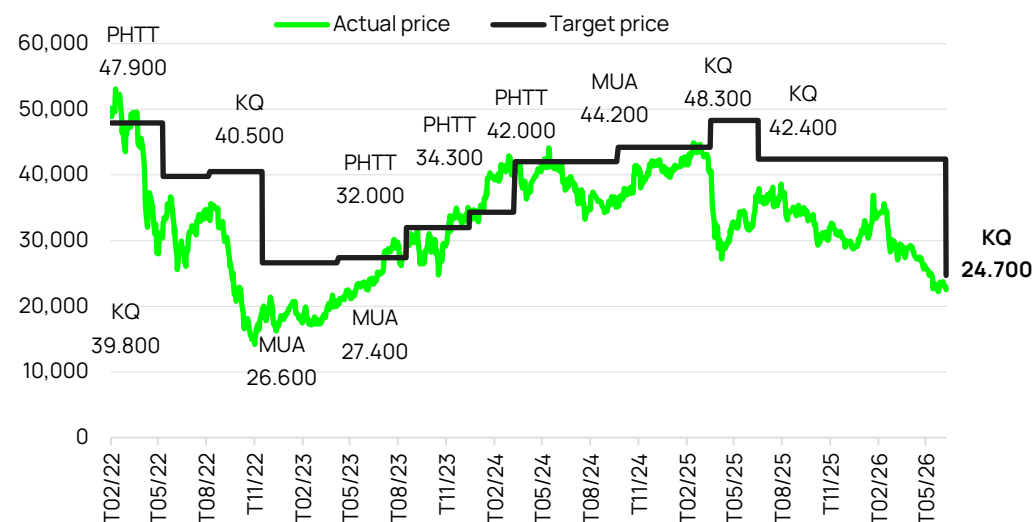
Hình 15: Tỷ lệ P/B điều chỉnh của SZC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 29/06/2026)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 16: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	1.098	551	781	944
Giá vốn hàng bán	-537	-314	-404	-470
Lợi nhuận gộp	560	237	378	475
Chi phí bán hàng	-14	-8	-11	-14
Chi phí quản lí DN	-73	-42	-59	-71
LN từ HĐKD	474	188	307	390
Thu nhập tài chính	34	28	27	25
Chi phí tài chính	-27	-37	-46	-57
Trong đó, chi phí lãi vay	-27	-37	-45	-56
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Thu nhập ròng khác	-38	0	0	0
LNTT	443	178	288	358
Thuế TNDN	-98	-36	-58	-72
LNST trước CĐTS	345	142	230	287
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	345	142	230	287
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	345	142	230	287
EBITDA	809	586	728	833
EPS báo cáo, VND	1.764	728	1.177	1.466
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS (%)	57%	137%	85%	68%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	26,1%	-49,8%	41,8%	20,8%
TT LN HĐKD	28,2%	-60,4%	63,7%	26,7%
TT LNTT	18,3%	-59,9%	61,7%	24,5%
TT EPS báo cáo	14,2%	-58,7%	61,7%	24,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	51,0%	43,1%	48,3%	50,3%
Biên LN từ HĐKD %	43,1%	34,1%	39,3%	41,3%
Biên EBITDA	73,7%	106,3%	93,2%	88,2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,4%	25,8%	29,4%	30,3%
ROE	10,9%	4,5%	7,3%	8,9%
ROA	4,2%	1,7%	2,6%	3,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	1.235	2.392	2.266	2.420
Số ngày phải thu	46	66	40	42
Số ngày phải trả	127	232	173	147
TG luân chuyển tiền	1.153	2.227	2.133	2.315
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7x	1,8x	2,1x	2,4x
CS thanh toán nhanh	0,4x	0,4x	0W,3x	0,3x
CS thanh toán tiền mặt	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
Nợ/Tài sản	30,3%	31,2%	33,5%	34,2%
Nợ/Vốn sử dụng	43,6%	45,9%	49,2%	51,2%
Nợ/Vốn CSH	63,2%	70,2%	84,8%	93,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	17,7x	5,1x	6,8x	7,0x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	417	429	349	344
Đầu tư TC ngắn hạn	35	35	35	35
Các khoản phải thu	124	75	96	121
Hàng tồn kho	1.893	2.220	2.792	3.436
TS ngắn hạn khác	62	62	62	62
Tổng TS ngắn hạn	2.531	2.821	3.335	3.998
TS dài hạn (gộp)	965	1.045	1.125	1.205
- Khấu hao lũy kế	-249	-328	-405	-482
TS dài hạn (ròng)	716	717	719	723
Đầu tư TC dài hạn	57	57	57	57
TS dài hạn khác	4.867	4.981	5.104	5.240
Tổng TS dài hạn	5.640	5.754	5.880	6.019
Tổng Tài sản	8.171	8.576	9.214	10.018
Phải trả ngắn hạn	195	203	179	199
Nợ ngắn hạn	516	567	624	624
Nợ ngắn hạn khác	754	816	806	842
Tổng nợ ngắn hạn	1.464	1.586	1.609	1.665
Nợ dài hạn	1.961	2.111	2.461	2.805
Nợ dài hạn khác	1.543	1.725	1.958	2.277
Tổng nợ	4.969	5.422	6.028	6.748
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	1.800	1.800	1.800	1.800
Thặng dư vốn CP	604	604	604	604
Lợi nhuận giữ lại	591	513	498	524
Vốn khác	208	237	283	341
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	3.203	3.154	3.186	3.270
Tổng cộng nguồn vốn	8.171	8.576	9.214	10.018
SL cổ phiếu lưu hành (tr)	180	180	180	180

LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	705	417	429	349
Thu nhập ròng	345	142	230	287
Khấu hao	336	398	421	443
Thay đổi vốn lưu động	171	-221	-552	-568
Điều chỉnh khác	-615	232	205	332
Tiền từ hoạt động KD	236	552	305	493
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-825	-562	-611	-663
Đầu tư, ròng	336	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-489	-562	-611	-663
Cổ tức đã trả	-179	-180	-180	-180
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-140	52	57	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	304	150	350	344
Tiền từ các hoạt động khác	-20	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-35	22	227	164
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-288	12	-80	-5
Tiền cuối năm	417	429	349	344

Nguồn: SZC, dự báo của Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn