



BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

**VỮNG VÀNG TRƯỚC NHỮNG
CƠN GIÓ**



Đỗ Thạch Lam, CFA – lam.dt@vdsc.com.vn
Nguyễn Thị Quỳnh Giao – giao.ntq@vdsc.com.vn



Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Sau giai đoạn chứng lại trong 2024-2025 do những nút thắt về chính sách pháp lý và ảnh hưởng từ thuế đối ứng của Hoa Kỳ, chúng tôi kỳ vọng các công ty KCN sẽ ghi nhận kết quả khả quan về việc cho thuê đất trong năm 2026, khi: 1/ Chính sách thương mại và các mức thuế quan giữa các quốc gia đã trở nên rõ ràng; 2/ Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế cạnh tranh dài hạn (chi phí sản xuất cạnh tranh, hạ tầng đang cải thiện).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị cổ phiếu KCN phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn. Trong đó, chúng tôi ưa thích các Công ty có quỹ đất sẵn sàng cho thuê, hưởng lợi từ sự phát triển hạ tầng và thu hút sự quan tâm của doanh nghiệp FDI trong thời gian tới, bao SIP (Mua, GMT: 78.400 đồng/cp) và KBC (Tích lũy, GMT: 41.300 đồng/cp). Ngoài ra một số doanh nghiệp có quỹ đất được thu hồi để phát triển KCN, dự kiến ghi nhận doanh thu từ chuyển đổi đất, đáng chú ý là PHR (Mua, GMT: 75.800 đồng/cp) và TRC (Mua, GMT: 97.800 đồng/cp)

Triển vọng bán hàng hồi phục trong 2026, khi chính sách thuế quan định hình

- Trong 2025, trước những thông tin không tích cực từ chính sách thuế của Hoa Kỳ, cũng đã ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam. Tuy nhiên về mặt số liệu, thì giá trị vốn FDI đăng ký cấp mới (loại trừ lĩnh vực BĐS) dự kiến tiếp tục ghi nhận tăng trưởng và đạt 36,7 tỷ USD (+15%YoY– cho thấy doanh nghiệp vẫn duy trì kế hoạch đầu tư tại Việt Nam, nhờ lợi thế chiến lược (địa lý, hạ tầng và các chính sách khác). Diện tích đất cho thuê tại thị trường miền Bắc và Nam ghi nhận sự sụt giảm, tuy nhiên sự tăng trưởng về giá trị đăng ký mới (tại các dự án) là tiền đề cho việc thuê đất tại các KCN sẽ hồi phục tích cực trong 2026 trở về sau.
- Nhà đầu tư hiện hữu (nổi bật là các doanh nghiệp TQ) vẫn tin tưởng vào môi trường tại Việt Nam để mở rộng hoạt động kinh doanh và dịch chuyển chuỗi sản xuất của họ sang các quốc gia lân cận (bao gồm Việt Nam).
- Trong 2026, miền Bắc dự kiến tiếp tục là thị trường thu hút dòng vốn FDI nhờ: 1/ Hạ tầng hoàn thiện, với hệ thống đường cao tốc kết nối các tỉnh tại thị trường cấp I và với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng, 2/ Giá thuê cạnh tranh. Với Miền Nam, sau giai đoạn kinh doanh trầm lắng trong 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung từ các KCN tại thị trường miền Nam sẽ cải thiện, khi: 1/ Các công ty tập trung hoàn thiện quỹ đất trong 2025 (giải phóng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất) để đảm bảo đủ diện tích cho thuê với khách hàng; 2/ Hạ tầng được tập trung đầu tư và hoàn thiện trong giai đoạn 2025-2026, kết nối các trung tâm công nghiệp lớn và với cụm cảng nước sâu tại Vũng Tàu giúp tăng sức cạnh tranh.
- Về dài hạn, Chúng tôi nhận thấy xu hướng thu hút vốn FDI đã có sự chuyển dịch và chọn lọc hơn; những lĩnh vực thuần về sản xuất gia công sẽ không còn ưu đãi, trong khi các lĩnh vực mà Việt Nam định hướng phát triển (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ...) sẽ là trọng tâm thu hút vốn – và cũng là những nhóm khách hàng lớn của các KCN trong thời gian tới.



Triển vọng KQKD: Doanh thu đột biến từ các doanh nghiệp cho thuê đất cho khách hàng lớn

- Doanh thu từ cho thuê đất KCN kỳ vọng phục hồi: Với các công ty trong danh sách theo dõi, chúng tôi kì vọng diện tích ký mới (cho thuê và hợp đồng ghi nhớ – MOU) và doanh thu từ cho thuê đất KCN sẽ hồi phục trong năm 2026 nhờ có quỹ đất tập trung tại các thị trường trọng điểm. Một số doanh nghiệp có quỹ đất tiềm năng để cho thuê gồm KBC (Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 03 và Quế Võ 2 mở rộng) và SIP (Phước Đông, Lộc An Bình Sơn và Lê Minh Xuân 03).
- Doanh thu đáng chú ý từ chuyển đổi đất: Việt Nam đang trong quá trình đẩy mạnh chuyển đổi đất trồng cao su (chủ yếu nằm trên phần diện tích cây cao su của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam - GVR và các doanh nghiệp liên quan) thành KCN để đáp ứng nhu cầu FDI tại khu vực Đông Nam Bộ, đồng thời tăng hiệu quả sử dụng quỹ đất của Tập đoàn. Chúng tôi nhận thấy sau giai đoạn hoàn thiện chủ trương đầu tư và quy hoạch các KCN trong 2025, một số doanh nghiệp dự kiến ghi nhận doanh thu từ chuyển đổi đất gồm PHR (từ KCN Chuyên ngành cơ khí) và TRC (từ KCN Hiệp Thạnh giai đoạn 1)

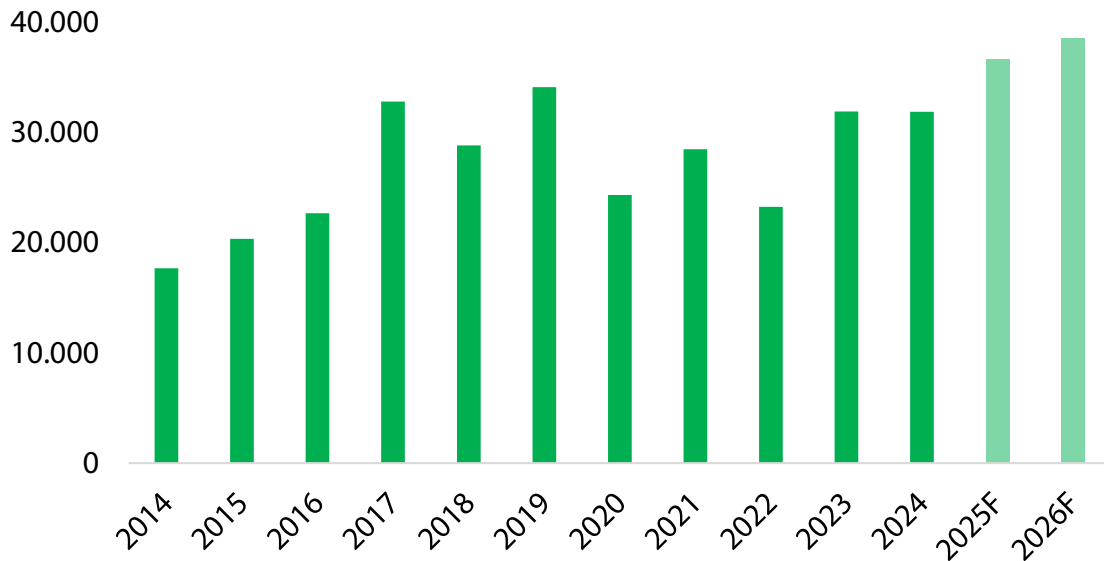
[Rủi ro]

Những thay đổi mới về chính sách thuế quan, sự phát triển hạ tầng không như kỳ vọng... là những yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng cho thuê đất của doanh nghiệp trong năm

Quá trình đền bù GPMB và thu hồi đất – của chủ đầu tư KCN - chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng tới kỳ vọng ghi nhận doanh thu từ chuyển đổi đất của doanh nghiệp.

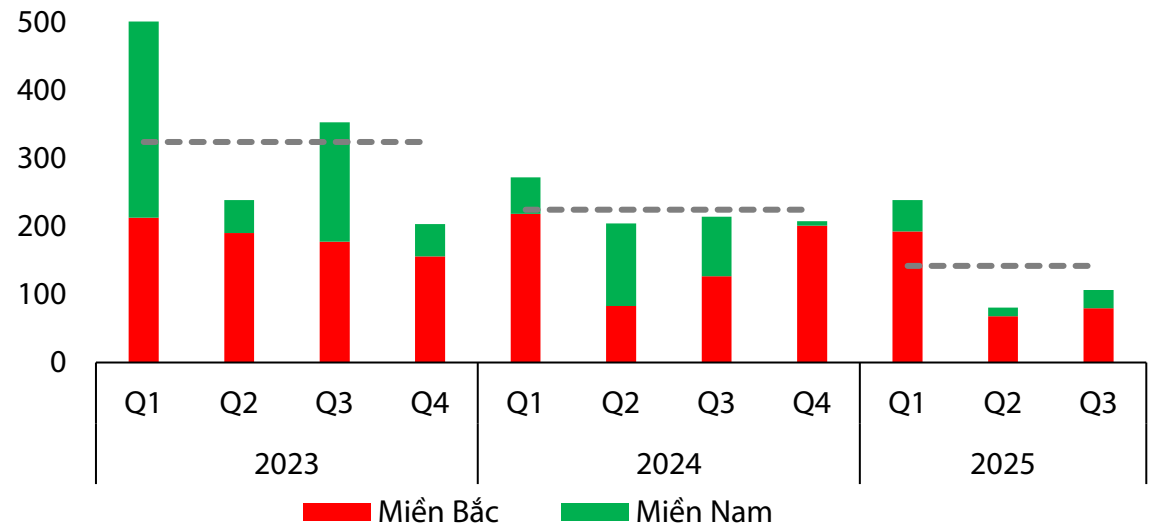
- Giá trị vốn FDI đăng ký vào Việt Nam: Trong năm 2025, trước những thông tin không tích cực từ chính sách thuế của Hoa Kỳ (trong tháng 4), cũng đã ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam. Tuy nhiên về mặt số liệu, thì giá trị vốn FDI đăng ký cấp mới (loại trừ lĩnh vực BĐS) dự kiến tiếp tục ghi nhận tăng trưởng và đạt 36,7 tỷ USD (+15%YoY, trong đó riêng trong 10T2025 đã ghi nhận mức tăng trưởng 15%) – cho thấy doanh nghiệp vẫn duy trì kế hoạch đầu tư tại Việt Nam, nhờ lợi thế chiến lược (địa lý, hạ tầng và các chính sách khác).
- Tuy nhiên, diện tích đất cho thuê tại thị trường miền Bắc và Nam ghi nhận sự sụt giảm (đặc biệt tại thị trường miền Nam), cho thấy xu hướng chờ đợi chính sách thuế quan rõ ràng của khách hàng, khi họ mới ở giai đoạn thành lập/tăng vốn đầu tư cho các dự án chứ chưa chính thức thuê đất. Tuy nhiên, sự tăng trưởng về giá trị đăng ký mới (tại các dự án) là tiền đề cho việc thuê đất tại các KCN sẽ hồi phục tích cực trong 2026 trở về sau.

Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2013-2026 (triệu USD, loại trừ ngành BĐS)



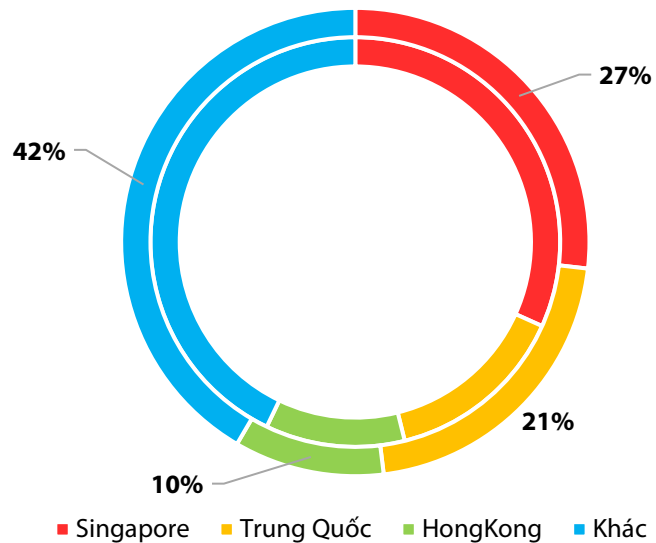
Nguồn: GSO, CBRE, CTCK Rồng Việt.

Diện tích đất cho thuê tại Miền Bắc và Nam, giai đoạn 2023-2025 (ha)



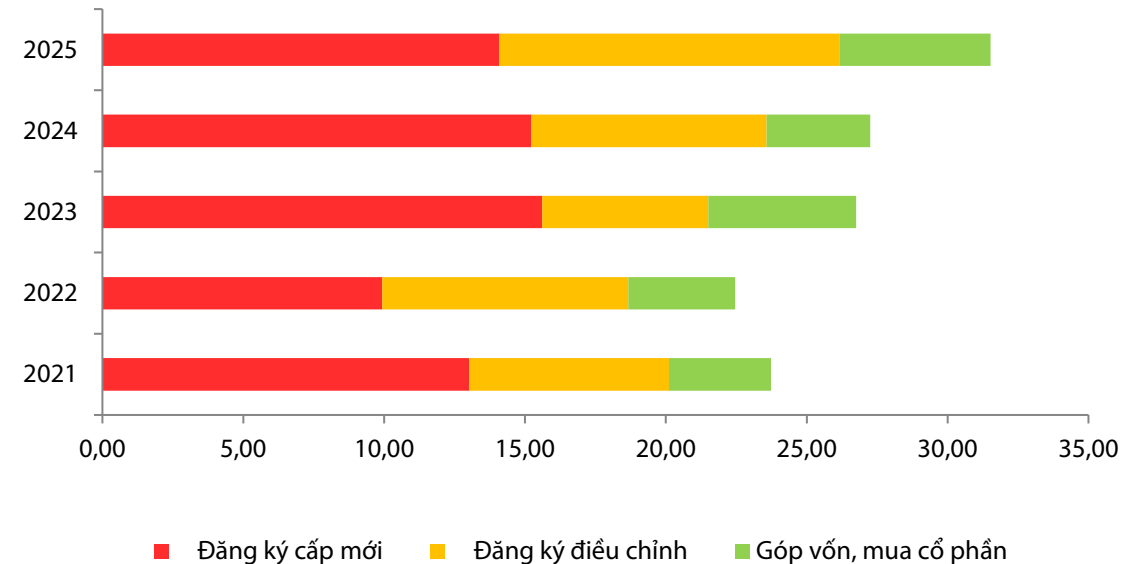
- Từ năm 2023, Trung Quốc bắt đầu tăng tốc đầu tư vào Việt Nam và nằm trong số các nước có vốn đăng ký mới cao nhất (nhà đầu tư Singapore thì tập trung vào lĩnh vực BĐS). Tính đến cuối tháng 10/2025, vốn FDI của Trung Quốc chiếm gần 23% tổng giá trị vốn đăng ký mới, ngoài tập trung vào hoạt động sản xuất, gia công truyền thống (đồ gỗ gia dụng, giày da, may mặc), còn có xu hướng dịch chuyển dòng vốn đầu tư sang các ngành công nghiệp kỹ thuật cao hơn (sản xuất linh kiện, phụ tùng cho các ngành điện tử, ô tô...).
- Nhìn vào số liệu vốn đầu tư nước ngoài đăng ký theo lĩnh vực, thì trong năm 2025, nguồn vốn mới tập trung ở mục “Đăng ký điều chỉnh” – cho thấy trong khi các nhà đầu tư mới duy trì xu hướng chờ đợi, thì nhà đầu tư hiện hữu vẫn tin tưởng vào môi trường tại Việt Nam để mở rộng hoạt động kinh doanh và dịch chuyển chuỗi sản xuất của họ từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận (bao gồm Việt Nam).

Tỷ trọng vốn FDI đăng ký mới (theo quốc gia) giai đoạn 2024-2025



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt. Vòng trong là 2024

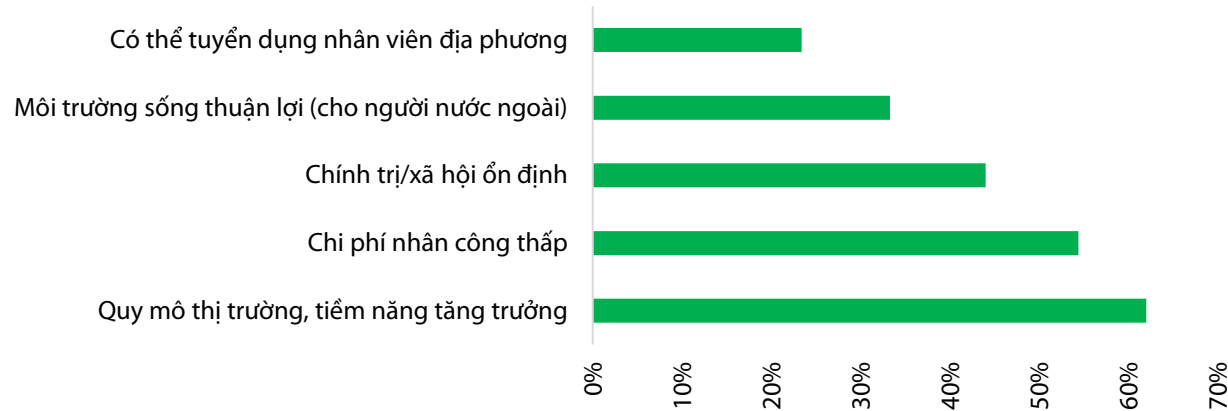
Vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam theo loại hình, mười tháng các năm 2021-2025 (Tỷ USD)



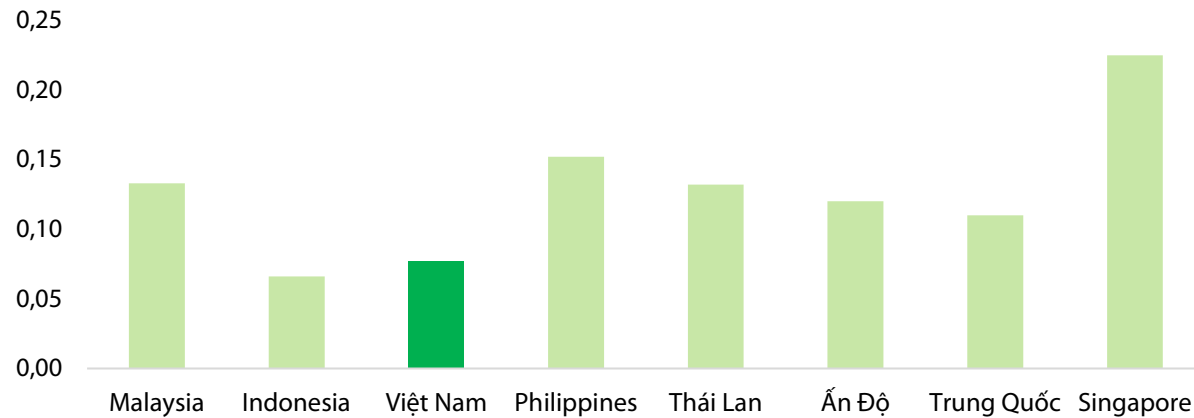
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Sang giai đoạn 2026 trở về sau, chúng tôi kỳ vọng giá trị FDI (cho lĩnh vực sản xuất) có thể tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trung bình 5%/năm, khi: 1/ Chính sách thương mại và các mức thuế quan giữa các quốc gia đã trở nên rõ ràng; 2/ Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế cạnh tranh dài hạn (chi phí sản xuất cạnh tranh, hạ tầng đang cải thiện), và 3/ Tiềm năng tiêu thụ nội địa (khi Việt Nam đang duy trì cơ cấu dân số trẻ).

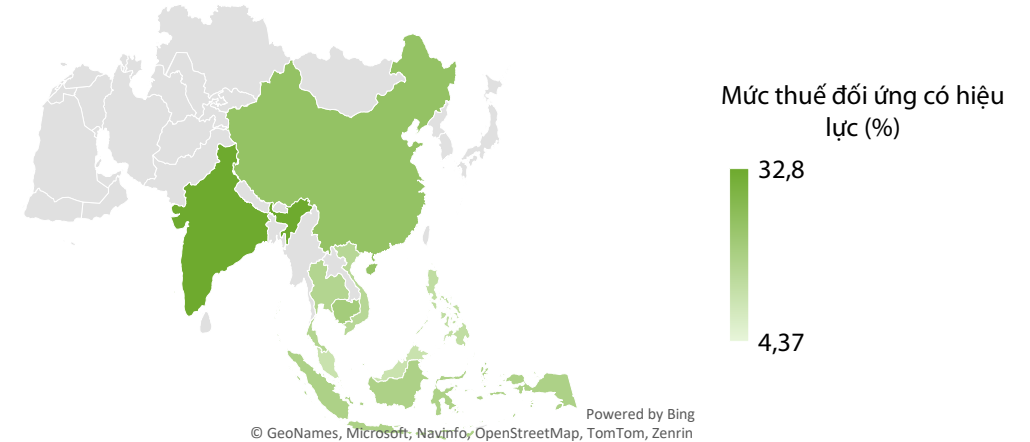
Lợi thế về môi trường kinh doanh tại Việt (khảo sát của Jetro)



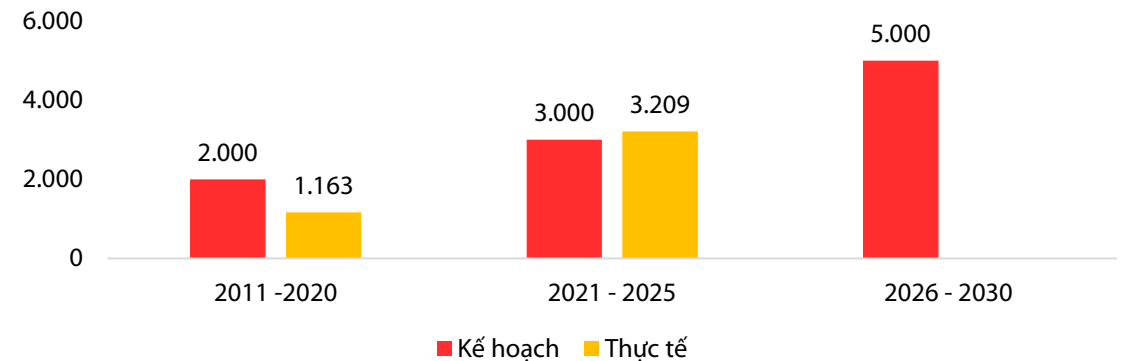
Giá điện bình quân cho hoạt động sản xuất (USD/Kwh)



So sánh mức thuế đối ứng có hiệu lực của Hoa Kỳ với các quốc gia Châu Á (tính tới cuối 2025)



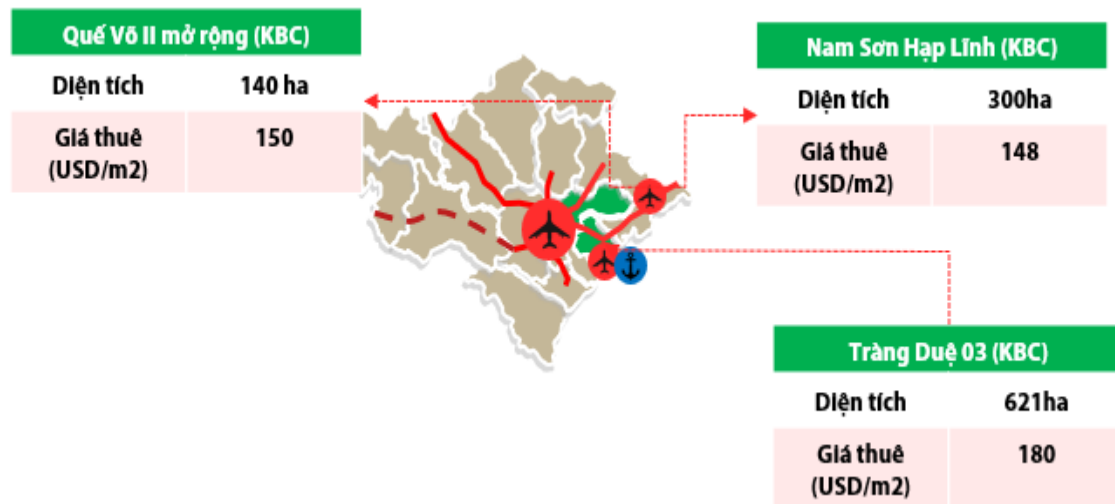
Kế hoạch và mục tiêu đường bộ cao tốc qua các giai đoạn (km)



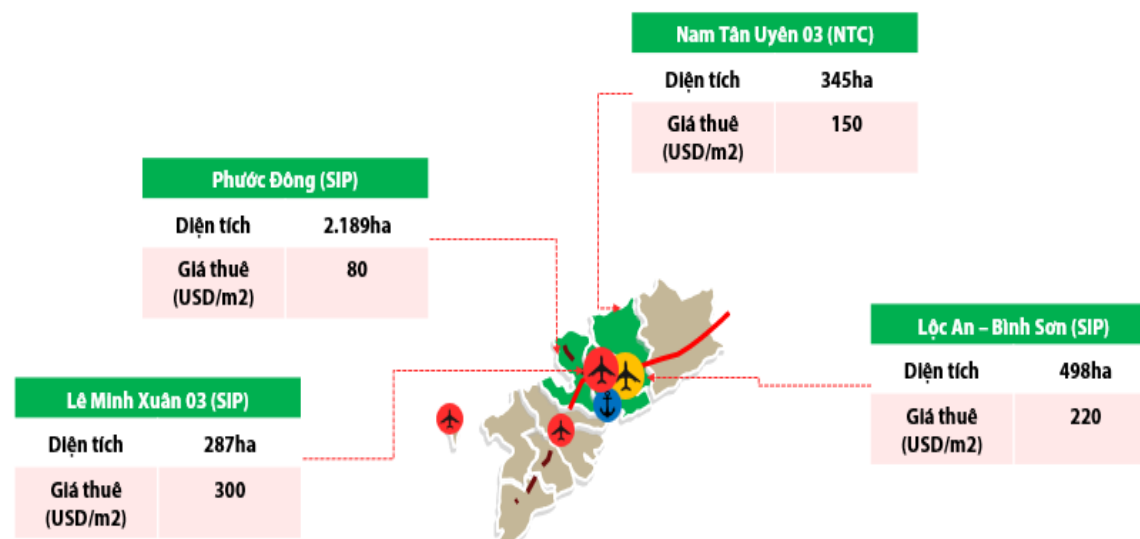
Nguồn: Finnpro, Jetro, Globalpetroprices, OECD, CGDEV, CTCK Rồng Việt

- **Miền Bắc:** Dự kiến tiếp tục là thị trường thu hút dòng vốn FDI nhờ: 1/ Hạ tầng hoàn thiện, với hệ thống đường cao tốc kết nối các tỉnh tại thị trường cấp I và với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng, 2/ Giá thuê cạnh tranh. Trong danh mục Công ty chúng tôi theo dõi, KBC là cái tên nổi bật với các KCN dự kiến triển khai trong năm 2026 (Tràng Duệ 03, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quế Võ 2 mở rộng).
- **Miền Nam:** Sau giai đoạn kinh doanh trầm lắng trong 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung từ các KCN tại thị trường miền Nam sẽ cải thiện, khi: 1/ Các công ty tập trung hoàn thiện quỹ đất trong 2025 (giải phóng mặt bằng, tính tiền sử dụng đất) để đảm bảo đủ diện tích cho thuê với khách hàng; 2/ Hạ tầng được tập trung đầu tư và hoàn thiện trong giai đoạn 2025-2026, kết nối các trung tâm công nghiệp lớn và với cụm cảng nước sâu tại Vũng Tàu giúp tăng sức cạnh tranh. Trong danh mục Công ty chúng tôi theo dõi có quỹ đất KCN đáng chú ý, gồm SIP (Phước Đông, Lộc An Bình Sơn), NTC (Nam Tân Uyên 3).

Hệ thống hạ tầng tại miền Bắc và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2026



Hệ thống hạ tầng tại miền Nam và các KCN (đang theo dõi) dự kiến triển khai trong 2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp. Nét gạch là các dự án dự kiến triển khai giai đoạn 2025-2026

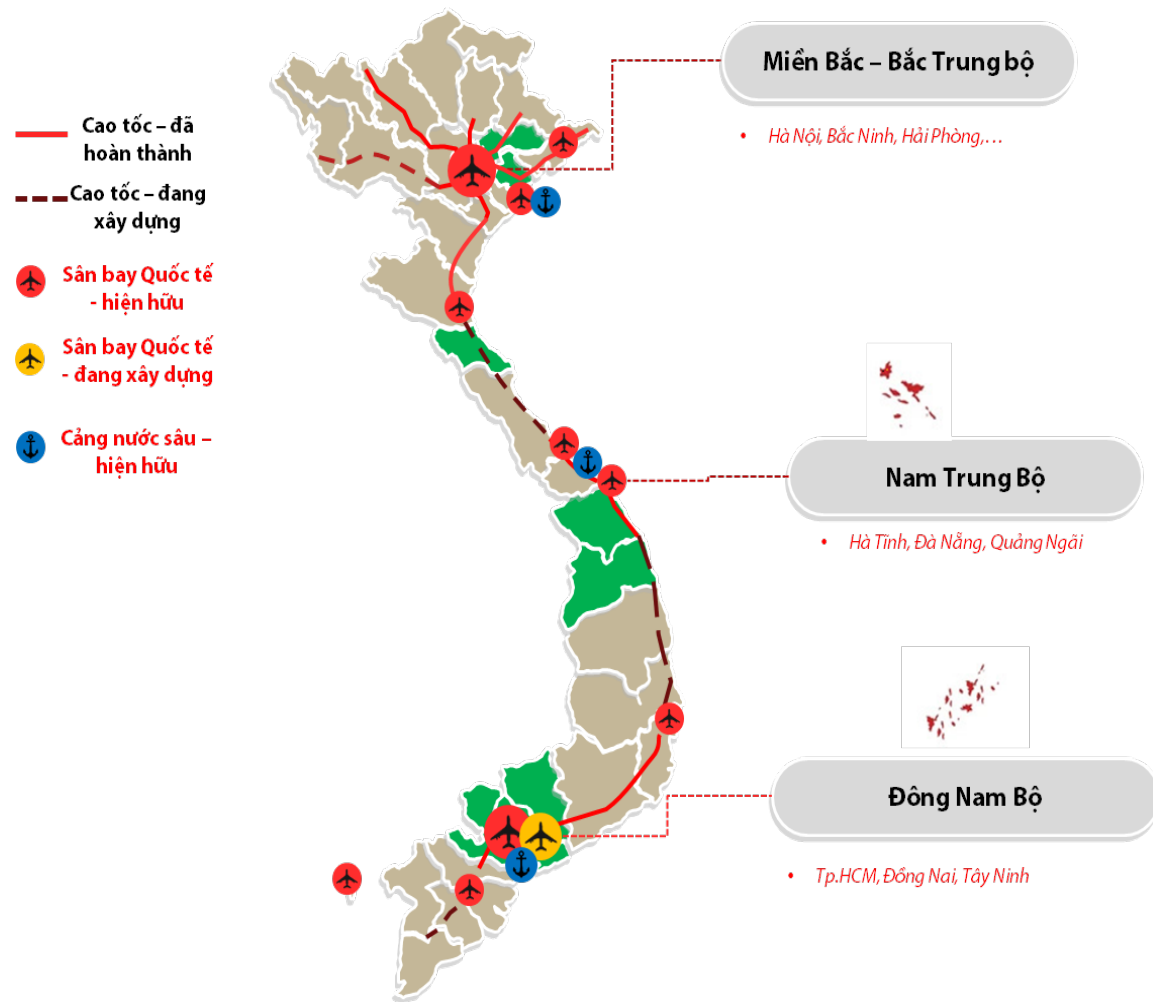
- Luật Đầu tư 2025 đã có những bước tiến mới trong việc rút gọn thủ tục đầu tư - đặc biệt liên quan tới cấp giấy chứng nhận chủ trương đầu tư cho các dự án mới, với việc :1/ Thu hẹp phạm vi dự án phải chấp thuận chủ trương đầu tư, cho cho các dự án trong lĩnh vực đặc biệt (liên quan đến hạ tầng, môi trường, an ninh,...), 2/Phân cấp thẩm quyền phê duyệt dự án, bao gồm Chính phủ và UBND Tỉnh, 3/ Mở rộng áp dụng cơ chế "luồng xanh" (thủ tục đầu tư đặc biệt) cho các dự án tại KCN. Qua đó, các doanh nghiệp FDI (liên quan tới hoạt động sản xuất) sẽ rút gọn được thủ tục liên quan và sớm đưa dự án đã đăng ký vào hoạt động.
- Đáng chú ý hơn, Luật Thuế thu nhập Doanh nghiệp đã có những thay đổi theo hướng siết hơn các điều kiện được ưu đãi thuế; lĩnh vực được ưu đãi thuế TNDN tập trung tới các dự án liên quan tới lĩnh vực công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ, hoặc các dự án có quy mô lớn (mức đầu tư trên 12 nghìn tỷ đồng,...).
- Chúng tôi nhận thấy xu hướng thu hút vốn FDI đã có sự chuyển dịch và chọn lọc hơn; những lĩnh vực thuần về sản xuất gia công sẽ không còn ưu đãi, trong khi các lĩnh vực mà Việt Nam định hướng phát triển (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ,...) sẽ là trọng tâm thu hút vốn – và cũng là những nhóm khách hàng lớn của các KCN trong thời gian tới.

Một số trường hợp được ưu đãi thuế TNDN được quy định trong Luật Thuế Thu Nhập Doanh Nghiệp 2025

Các trường hợp được ưu đãi thuế TNDN	Các mức ưu đãi thuế
Dự án thuộc ngành nghề ưu đãi (điểm a, b, c, d, đ, e khoản 2 Điều 12: sản xuất công nghệ cao, công nghiệp hỗ trợ, năng lượng tái tạo,...) Dự án có quy mô vốn lớn (vốn đầu tư tối thiểu 12.000 tỷ đồng,...) Dự án trong khu công nghệ cao, khu nông nghiệp công nghệ cao, hoặc khu kinh tế KCN nằm trên khu vực khó khăn/đặc biệt khó khăn	Miễn thuế trong 4 năm đầu& giảm 50% trong 9 năm tiếp theo Hưởng thuế TNDN 10% trong 15 năm đầu
Dự án thuộc ngành ưu đãi khác (điểm m, n, o khoản 2 Điều 12): Sản xuất thép cao cấp, sản xuất lắp ráp ô tô, sản xuất thiết bị cho lĩnh vực nông nghiệp,... Doanh nghiệp vừa và nhỏ.	Hưởng thuế TNDN 17% trong 10 năm đầu.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kế hoạch phát triển hạ tầng của Việt Nam giai đoạn 2025-2026, cùng với các vùng kinh tế trọng điểm



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Với định hướng phát triển lĩnh vực với giá trị gia tăng cao (công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ, cơ khí,...), Việt Nam cũng đồng thời phát triển các Khu kinh tế lớn - với lợi thế về hạ tầng phát triển và được hưởng ưu đãi về thuế TNDN.

Chúng tôi cho rằng chính sách này tương đối hợp lý, với việc: 1/ Thu hút các doanh nghiệp quy mô lớn đầu tư chuỗi giá trị tại các Vùng Kinh tế trọng điểm; 2/ Các doanh nghiệp nội địa có cơ hội nhận chuyển giao công nghệ, và tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị của doanh nghiệp FDI.

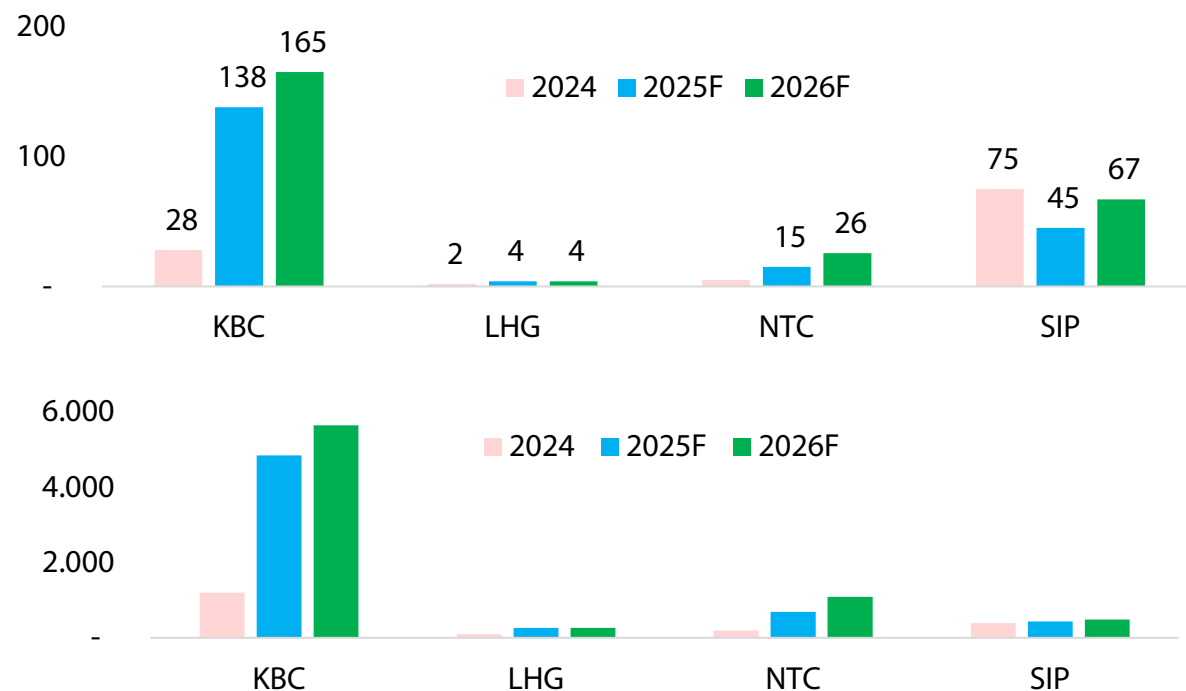
Các Khu kinh tế lớn, định hướng phát triển và KCN tiêu biểu

KHU KINH TẾ	ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN
Đình Vũ – Cát Hải (Hải Phòng)	Ngành nghề chính: Dịch vụ cảng biển, logistics, công nghiệp và dịch vụ KCN đáng chú ý: Trảng Duệ và Trảng Duệ 3 (KBC)
Vũng Áng (Hà Tĩnh)	Công nghiệp nặng, năng lượng, khai khoáng KCN Đáng chú ý: Vinhomes Vũng Áng (VHM)
Chu Lai (Quảng Ngãi)	Ngành nghề chính: điện tử, dệt may, cơ khí ô tô KCN đáng chú ý: Thaco Chu Lai
Nam Phú Yên (Đắk Lắk)	Ngành nghề chính: Công nghiệp, Logistic KCN đáng chú ý: Hòa Tâm (HPG)
Các khu thương mại tự do (Đà Nẵng, Hải Phòng, Tp.HCM)	Ngành nghề chính: Thương mại, logistics, dịch vụ tài chính, khu công nghệ cao

Doanh thu và hợp đồng mới từ cho thuê đất kì vọng phục hồi

- Với các công ty trong danh sách theo dõi, chúng tôi kì vọng diện tích ký mới (cho thuê và hợp đồng ghi nhớ – MOU) và doanh thu từ cho thuê đất KCN sẽ hồi phục trong năm 2026 nhờ có quỹ đất tập trung tại các thị trường trọng điểm. Một số doanh nghiệp có quỹ đất tiềm năng để cho thuê gồm KBC (Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ 03 và Quế Võ 2 mở rộng) và SIP (Phước Đông, Lộc An Bình Sơn và Lê Minh Xuân 03).
- Chúng tôi nhận thấy một số KCN đã nhận được sự chú ý của các khách hàng quy mô lớn trong nửa cuối 2025, ngoài UBND các tỉnh đẩy mạnh hỗ trợ hoạt động GPMB và tính tiền sử dụng đất tại các KCN mới, qua đó giúp doanh nghiệp đảm bảo diện tích liền thửa để cho thuê với khách hàng trong 2026 trở về sau.

Diện tích ký mới (ha, hình trên) và doanh thu từ cho thuê đất KCN(tỷ đồng, hình dưới) của các công ty trong danh mục theo dõi



Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Các hợp đồng thuê đất dự kiến ghi nhận trong 2026, của công ty trong danh mục theo dõi

CÔNG TY	HỢP ĐỒNG LỚN
KBC	- KCN Trảng Duệ 03: Doanh nghiệp đã ký MOUs cho thuê 30ha với các khách hàng trong 2025 (BW,...) - KCN Quế Võ 2 mở rộng: ký MOUs cho thuê 50ha với Luxshare trong 2025
SIP	- KCN Lộc An – Bình Sơn: ký MOUs cho thuê đất với Transimex (TMS) – một trong những doanh nghiệp logistic quy mô lớn tại miền Nam - KCN Lê Minh Xuân 03: ký MOUs cho thuê 8ha với doanh nghiệp kho bãi quy mô lớn trong 2025

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Doanh thu đáng chú ý từ chuyển đổi đất

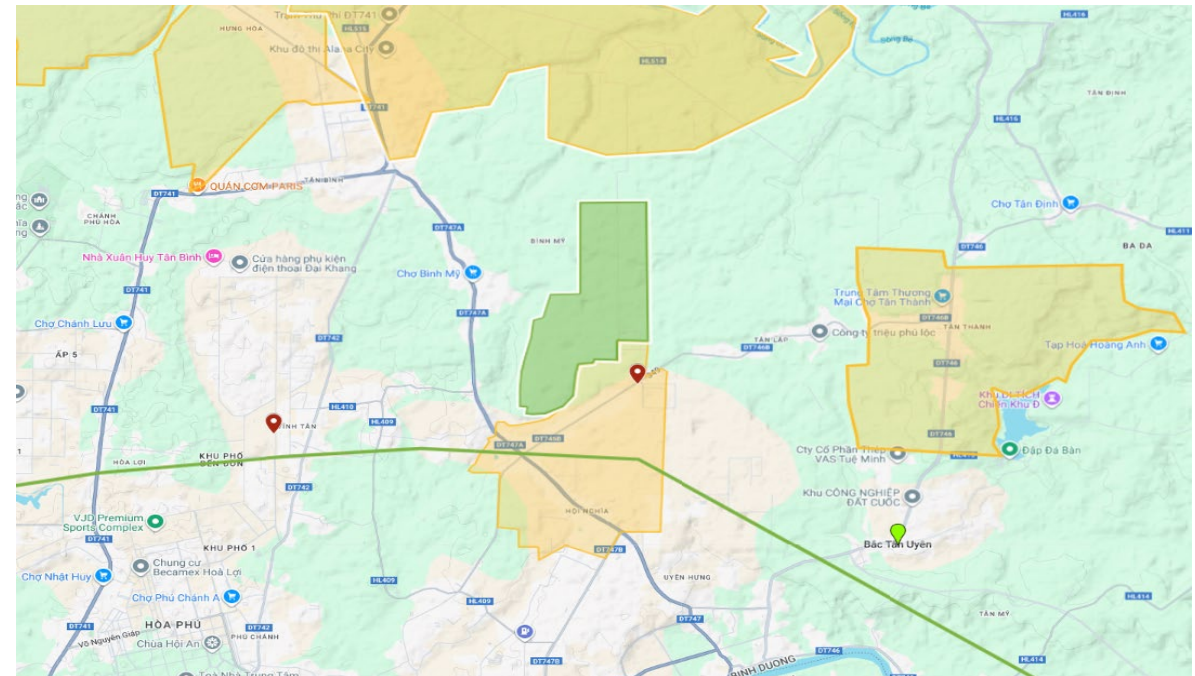
- Việt Nam đang trong quá trình đẩy mạnh chuyển đổi đất trồng cao su (chủ yếu nằm trên phần diện tích cây cao su của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam - GVR và các doanh nghiệp liên quan) thành KCN để đáp ứng nhu cầu FDI tại khu vực Đông Nam Bộ, đồng thời tăng hiệu quả sử dụng quỹ đất của Tập đoàn
- Chúng tôi nhận thấy sau giai đoạn hoàn thiện chủ trương đầu tư và quy hoạch trong 2025, GVR và các công ty liên quan sẽ tập trung thu hồi đất (hiện trạng chủ yếu là đất cao su, nên quá trình thu hồi đất sẽ tương đối thuận lợi); là cơ sở cho các doanh nghiệp có quỹ đất được thu hồi ghi nhận doanh thu đột biến trong 2026. Một số doanh nghiệp dự kiến ghi nhận doanh thu từ chuyển đổi đất gồm PHR (từ KCN Chuyên ngành cơ khí) và TRC (từ KCN Hiệp Thạnh giai đoạn 1)

Các dự án KCN nằm trên nông trường cao su và dự kiến triển khai thu hồi đất trong 2026

Tên KCN	Vị Trí (Tỉnh)	Quy Mô (ha)	Thời Gian triển khai
Hiệp Thạnh (giai đoạn 1)	Phước Thạnh, Tây Ninh	495	2025-2027
KCN chuyên ngành cơ khí (Thaco)	Tân Uyên, Bình Dương	786	2025-2028
Bắc Đồng Phú giai đoạn 2	Đồng Phú, Bình Phước	317	2025-2030
Minh Hưng III giai đoạn 2	Minh Hưng, Bình Phước	483	2026-2030
Nam Đồng Phú giai đoạn 2	Đồng Phú, Bình Phước	480	Sau 2025

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Vị trí dự kiến của KCN chuyên ngành cơ khí (Thaco, màu xanh) cùng nông trường cao su của PHR (màu vàng)

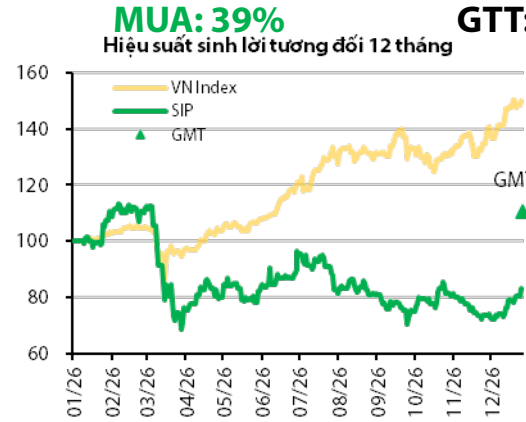


Nguồn: GGmaps, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	GTKL.BQ 3T (tr.đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Suất sinh lãi kỳ vọng 12 tháng tới %	Sở hữu NN còn lại %	P/E		P/B		ROE Forward	EPS			GTSS/CP			Tăng trưởng 2026	
								2026F	TB 5 năm	2026F	TB 5 năm		2024A	2025F	2026F	2024A	2025F	2026F	Doanh thu % (*)	LNST- CĐCTM % (*)
SIP	13.849	20.882	78.400	57.200	2.000	37,1	45,9	9,6	13,3	2,2	3,9	20,2	5.530	5.308	4.992	20.585	20.613	23.605	7,0	-6,0
KBC	35.457	155.951	41.300	37.650	0	10,7	38,7	10,1	31,2	1,2	1,5	13,8	555	2.017	3.419	24.234	26.123	29.542	81,7	69,5
LHG	1.528	2.911	46.000	30.550	1.900	50,6	41,8	4,9	9,6	0,7	1,2	21,1	3.675	5.158	5.226	33.179	36.946	40.831	7,0	1,3
PHR	8.943	26.145	75.800	66.000	1.000	14,8	35,0	4,6	12,8	1,6	2,3	49,8	3.465	4.745	12.319	27.682	29.777	35.633	0,2	159,6
TRC	2.460	7.950	97.800	82.000	0	19,3	47,2	3,7	12,7	1,1	0,7	84,1	7.598	10.770	20.801	62.559	65.305	69.672	11,6	93,1
NTC	3.768	3.000	194.000	157.000	4.000	23,6	0,0	7,9	16,7	1,8	6,1	79,6	11.676	16.657	19.682	51.698	68.355	88.037	56,8	18,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 20/01/2026.
 * Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2026
 Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
 N.R: Không đánh giá
 N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
 LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ

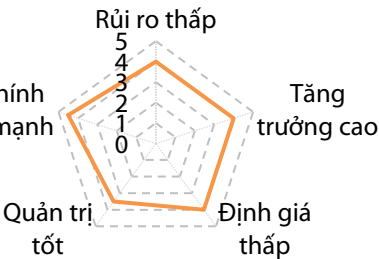




GTT: 57.000

GMT: 78.400

Tài chính
lành mạnh



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.849
SLCPĐLH (triệu CP)	242
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	377
GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)	21
SH NHĐTNN còn lại (%)	45,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	48,61 – 82,43

TÀI CHÍNH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.800	8.142	8.711
LNST – CDM (tỷ đồng)	1.164	1.390	1.406
ROA (%)	5%	6%	6%
ROE (%)	31%	31%	26%
EPS (đồng)	4.977	5.283	5.342
GTSS (đồng)	19.601	20.589	23.931
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	13,0	13,2	13,1
P/B (x)	3,3	3,4	2,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng diện tích cho thuê hồi phục, với đóng góp chủ yếu từ KCN Phước Đông

- Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mới ở KCN Phước Đông sẽ hồi phục và đạt 67ha (+50%YoY) nhờ 1/ Giá cho thuê cạnh tranh (giá thuê trung bình ở USD80/m2/chu kỳ, thấp hơn 50% so với thị trường cấp I), 2/ Vị trí tiềm năng (gần cao tốc Mộc Bài – TP.HCM, kết nối giữa thị trường Campuchia và Việt Nam), và 3/ Dịch vụ cung cấp điện và xử lý nước sạch – phù hợp với doanh nghiệp sản xuất và gia công. Ngoài ra, Công ty sẽ đẩy mạnh để hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông trong năm 2026, đảm bảo đủ diện tích đất liền thửa để bàn giao cho khách hàng.
- Tại các thị trường cấp I, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục đẩy mạnh kinh doanh tại (1) KCN Lê Minh Xuân 03 với việc thu hút nhóm nhà đầu tư kinh doanh nhà xưởng và (2) KCN Lộc An Bình Sơn có thể hưởng lợi từ đưa sân bay Long Thành vào hoạt động (thu hút các doanh nghiệp logistic).

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh duy trì ổn định

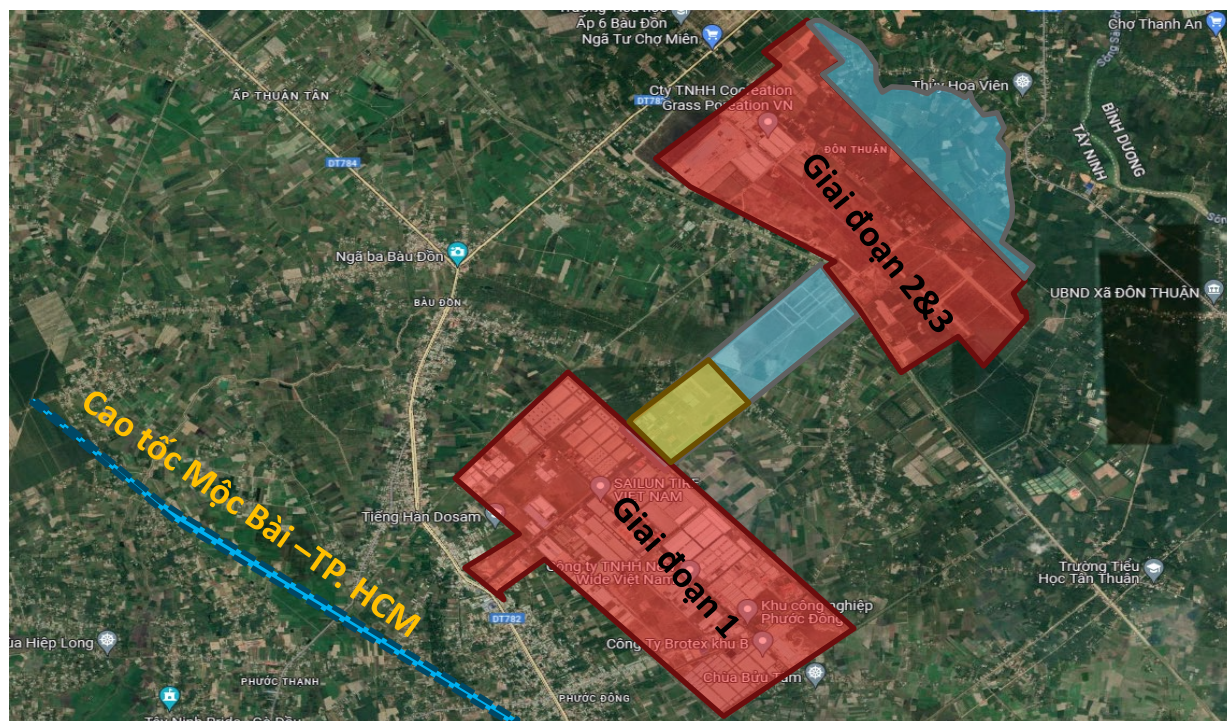
- Tổng doanh thu ước đạt 8.700 tỷ đồng (+7%YoY), nhờ các động lực từ: 1/ 7.166 tỷ đồng (+10%YoY) từ cung cấp dịch vụ điện, nước tại các KCN, khi tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng lên; 2/ 487 tỷ đồng (+12%YoY) khi doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng đã ký trong năm 2025. Lợi nhuận gộp trong năm dự kiến đạt 1.461 tỷ đồng (+7%YoY).
- LNST-CDM ước đạt 1.406 tỷ đồng (tương đương so với 2025). Loại trừ khoản thoái vốn bất thường năm 2025, LN từ HĐKD thường xuyên ước tăng trưởng 7%; EPS năm 2026 đạt 5.000 đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng; tiến độ GPMB của KCN Phước Đông chậm hơn dự kiến

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2026 kỳ vọng hồi phục và đạt 67ha (+50%YoY), chủ yếu đến từ: 1/ 40ha (+30%YoY) tại KCN Phước Đông – lợi thế từ giá thuê và triển vọng phát triển hạ tầng tại khu vực; 2/ 15ha từ KCN Lộc An Bình Sơn – lợi thế về vị trí khi sân bay Long Thành được đưa vào khai thác từ 2026

Đẩy mạnh bán hàng tại KCN Phước Đông giai đoạn 2&3 trong năm 2026 – lợi thế từ quỹ đất quy mô lớn



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

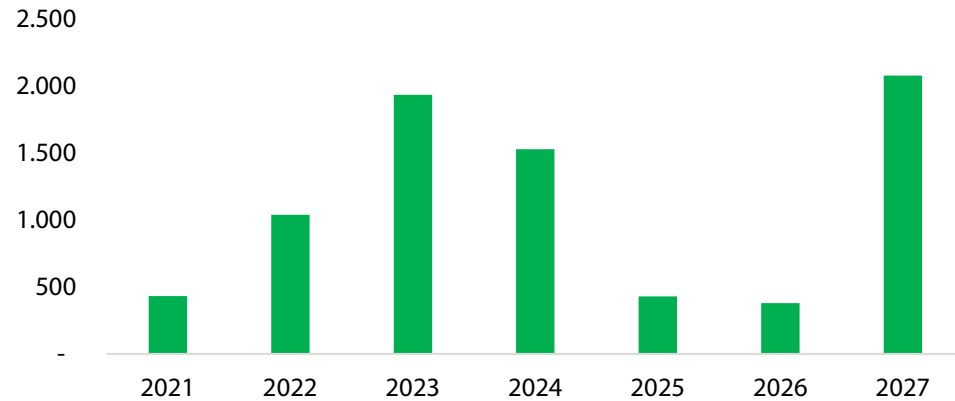
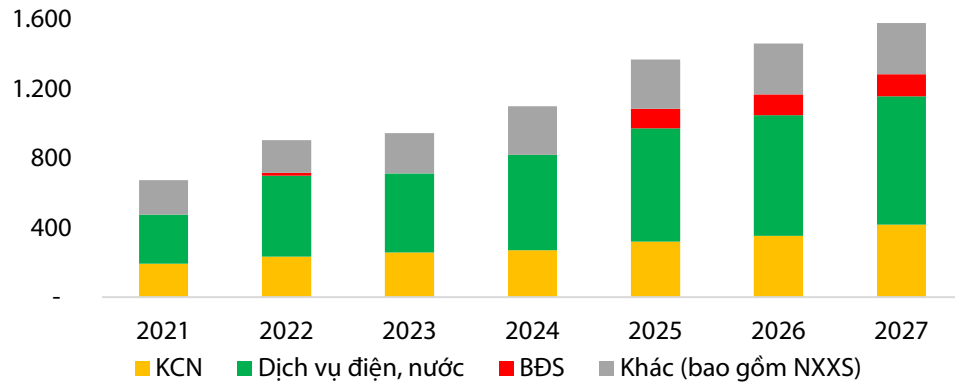
Lợi thế vị trí của KCN Lộc An Bình Sơn (Đồng Nai) – hưởng lợi từ sự phát triển hạ tầng khi sân bay Long Thành đi vào hoạt động



Nguồn: SIP, CTCK Rừng Việt

- Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính duy trì tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2025-2027 đến từ: 1/ Hoạt động cho thuê đất KCN tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực, 2/ Cung cấp dịch vụ điện nước trong KCN duy trì tăng trưởng - khi tỷ lệ lấp đầy tại các KCN tăng lên. Dòng tiền của doanh nghiệp cũng sẽ hồi phục mạnh mẽ từ 2027 trở về sau (sau khi hoạt thành đầu tư tại các KCN).

Dự phòng lợi nhuận gộp (hình trên) và dòng tiền FCFE của doanh nghiệp (hình dưới) trong giai đoạn 2021-2027 (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá của SIP

Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
KCN	63%-100%	DCF	8.612
Dịch vụ KCN (điện, nước,...)	100%	P/CF (5.0x)	5.733
Tài sản khác	100%		2.078
Tổng			16.423
(+) Tiền & tương đương tiền			5.742
(+) Đầu tư ngắn hạn			992
(+) Khoản đầu tư khác			1.041
(-) Nợ			(5.212)
Giá trị TS ròng			18.986
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			242
Giá mục tiêu (đồng)			78.400

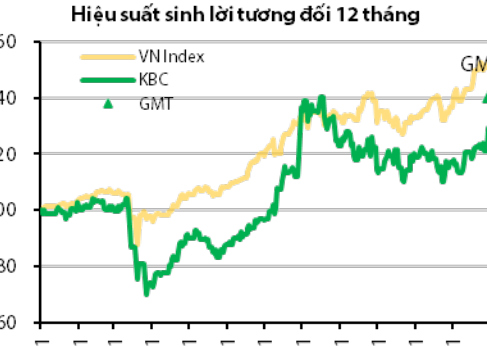
Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 10%

GTT: 37.600

GMT: 41.300

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



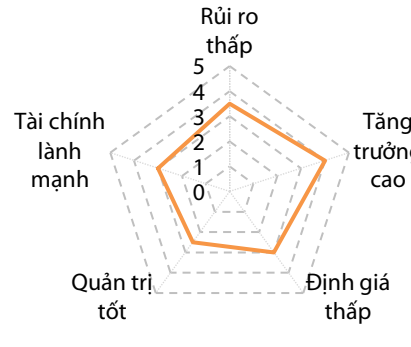
Rủi ro thấp

Tài chính lành mạnh

Quản trị tốt

Định giá thấp

Tăng trưởng cao



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	35.457
SLCPĐLH (triệu CP)	942
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	4.464
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	156
SH NHĐTNN còn lại (%)	36,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	20,05 – 43,1

TÀI CHÍNH

	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.776	6.402	11.620
LNST-CĐM (tỷ đồng)	426	1.899	3.179
ROA (%)	1,1	4,0	6,0
ROE (%)	2,3	8,8	12,1
EPS (đồng)	555	2.017	3.376
GTSS (đồng)	24.234	26.123	29.498
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	49,0	17,5	10,2
P/B (x)	1,1	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tích lũy quỹ đất là tiền đề cho sự tăng trưởng của hoạt động cho thuê đất KCN

- KBC là một trong những công ty KCN niêm yết có quy mô lớn, với các dự án nằm tại các thị trường cấp I ở cả miền Bắc và miền Nam với tổng diện tích ~2.500ha, bao gồm một số KCN đang triển khai đầu tư: 1/ Miền Bắc có Trảng Duệ 03 (TD03, 621ha,) và Quế Võ 2 mở rộng (140ha); 2/ Miền Nam có Tân Phú Trung (TPT, 543ha) và Lộc Giang (466ha).
- Sau giai đoạn đẩy mạnh GPMB để có tích lũy quỹ đất trong 2025, sang năm 2026 chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hưởng lợi kép từ đẩy mạnh việc: i/ phát triển và cho thuê tại các KCN mới và ii/ Sự trở lại của dòng vốn từ doanh nghiệp FDI.Tổng diện tích cho thuê có thể đạt 165ha (+20%YoY), tập trung tại KCN Trảng Duệ 03, Quế Võ 2 mở rộng và Nam Sơn Hạp Lĩnh.

BĐS – doanh thu từ chuyển nhượng KĐT Trảng Cát, tập trung đầu tư dự án Hưng Yên

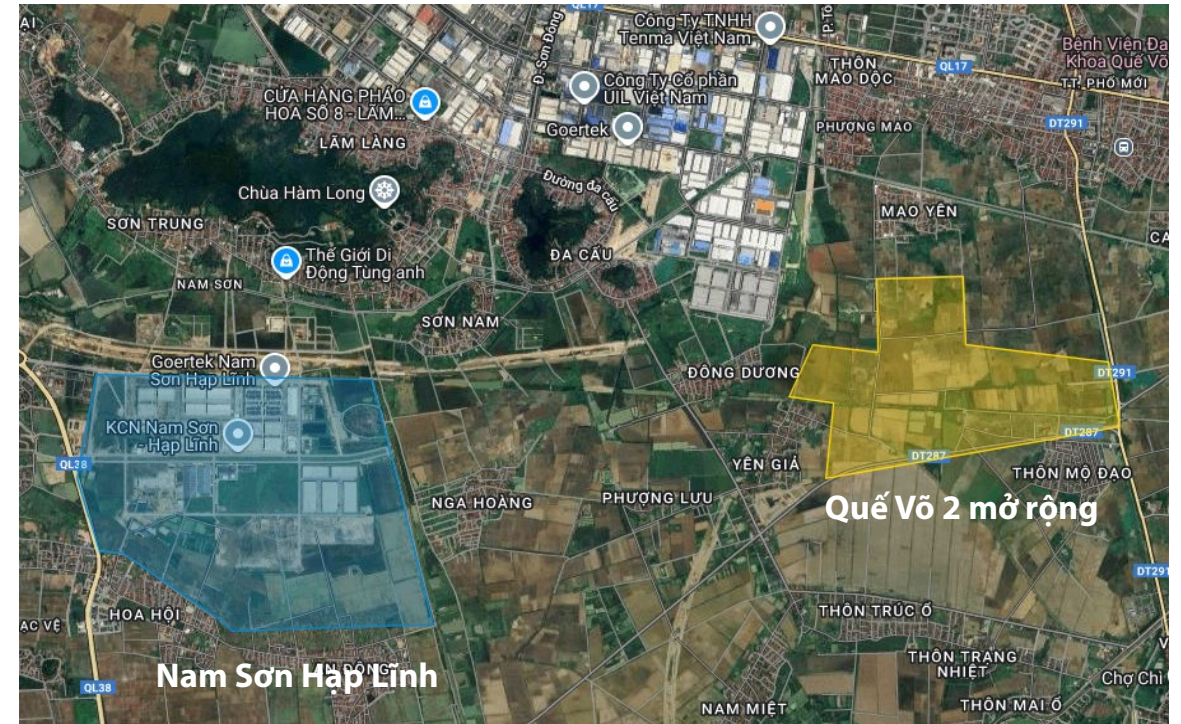
- Khu đô thị Trảng Cát đã hoàn thành tiến sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (~5,3 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026 – trong bối cảnh hạ tầng khu vực đang được cải thiện. Dòng tiền này được kỳ vọng sẽ giúp doanh nghiệp giảm áp lực nợ vay, và có thể tiếp tục đầu tư dự án BĐS quy mô lớn tại Hưng Yên- The Trump International Hưng Yên (888ha, đang tiến hành GPMB), nổi bật với tổ hợp sân Golf và khu đô thị cao cấp.
- Với triển vọng khả quan từ hoạt động cho thuê đất KCN và BĐS, doanh thu và LNST của doanh nghiệp dự kiến ghi nhận kết quả tích cực và lần lượt đạt 11,6 nghìn tỷ (+82%YoY) và 3,2 nghìn tỷ đồng (+70%YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ pháp lý chậm hơn kỳ vọng, khiến việc ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng
- Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn – lãi suất tăng hơn kỳ vọng ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2026 kỳ vọng đạt 165ha (+20%YoY), chủ yếu đến từ: 1/ 20ha (+17%YoY) tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, khi tiến độ GPMB được hoàn thiện trong giai đoạn 2025-2026; 2/ 30ha từ KCN Trảng Duệ 03 (là phần diện tích đã ký MOU trong năm 2025) khi KCN này đã hoàn thành việc giao đất cho 200ha đầu tiên; 3/ 50ha từ KCN Quế Võ II mở rộng – với khách hàng chính là Luxshare (đã ký MOU trong 2025).

Hiện trạng các KCN tập trung kinh doanh trong năm 2026 của KBC –Trảng Duệ 03, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Quế Võ II mở rộng



Nguồn : Google map, CTK Rong Việt

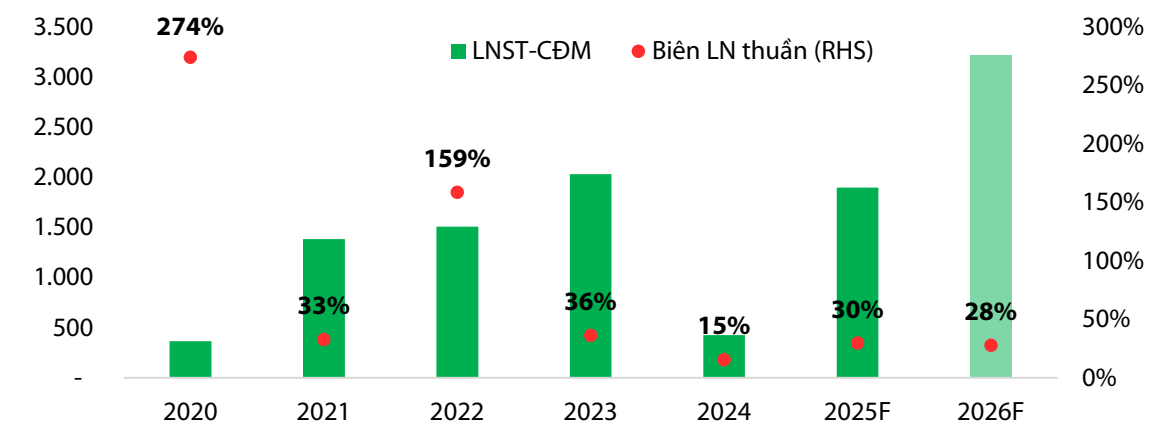
- Khu đô thị Trảng Cát, với việc hoàn thành tiền sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (~5,3 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026.

Hiện trạng dự án khu đô thị Trảng Cát, và kỳ vọng về phát triển hạ tầng tại khu vực



Nguồn : Google map, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận sau thuế - CDM của KBC giai đoạn 2020-2026 (tỷ đồng)



Tổng hợp định giá theo phương pháp so sánh của KBC

		P/B				
		1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
2025	26.123	31.347	33.960	36.572	39.184	41.796
2026	29.498	35.398	38.348	41.298	44.247	47.197

Nguồn : CTCK Rồng Việt

MUA: 51%

GTT: 30.500

GMT: 46.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành

Bất động sản

Vốn hóa (tỷ đồng)

1.528

SLCPĐLH (triệu CP)

50

KLBO 3 tháng (nghìn CP)

97

GTGDĐBO 3 tháng (tỷ đồng)

3

SH NĐTNN còn lại (%)

40,2

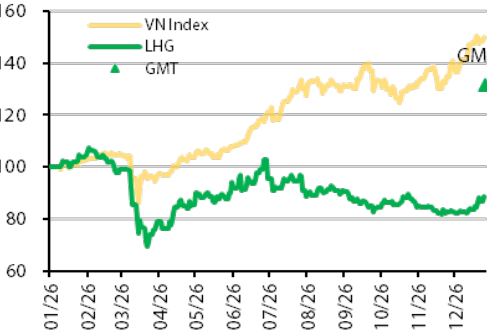
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

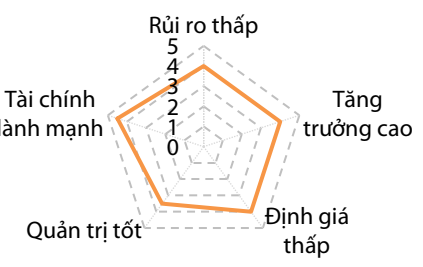
24,05 – 37,7

TÀI CHÍNH

	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	395	412	593
LNST (tỷ đồng)	166	169	249
ROA (%)	5,5	5,4	7,5
ROE (%)	10,6	10,1	13,2
EPS (đồng)	3.323	3.385	4.974
GTSS (đồng)	31.885	35.227	40.125
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.900	1.900	1.900
P/E (x)	9,0	10,3	7,0
P/B (x)	0,9	1,0	0,9

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng





LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh ổn định từ cho thuê đất tại KCN Long Hậu 03

- Hoạt động cho thuê đất với KCN Long Hậu 03 (LH03), trong năm 2025 đã ghi nhận sự phục hồi, với diện tích cho thuê đạt 4ha (đến từ việc công ty hoàn thành việc giao đất đợt 8). Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2026, doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh GPMB với phần diện tích còn lại (thu hồi ~4ha diện tích đất), và hoàn thành việc tính tiền sử dụng đất và giao đất đợt cuối (9,4ha còn lại). Theo đó, Công ty có diện tích liền thửa tại KCN LH03 để bàn giao cho khách hàng trong giai đoạn 2026 trở về sau.
- Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục cho thuê ~4ha trong 2026, tương ứng doanh thu từ cho thuê đất KCN đạt 262 tỷ đồng (tương đương so với 2025). Ngoài ra, KCN Long Hậu 03 giai đoạn 2 (diện tích 90ha) kỳ vọng sẽ hoàn thành chủ trương đầu tư trong 2026 và tăng diện tích kinh doanh của doanh nghiệp trong dài hạn

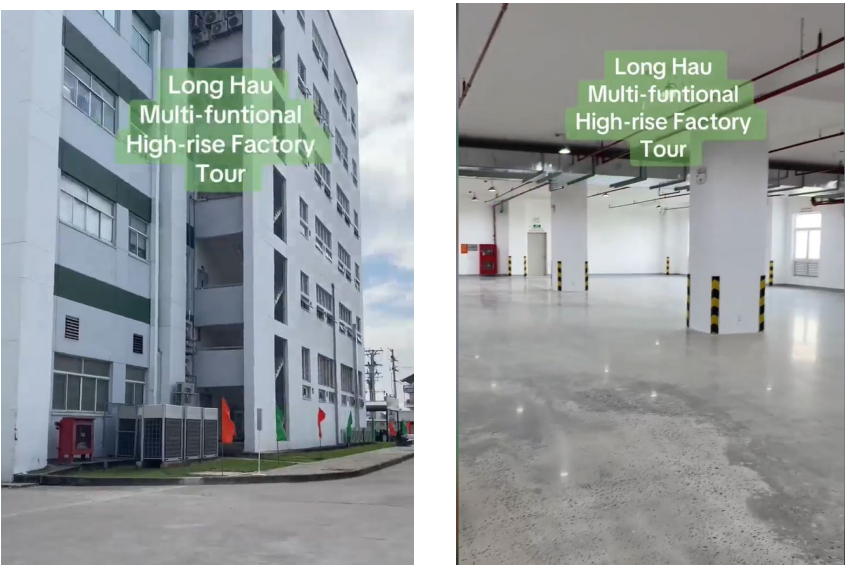
Dòng tiền ổn định từ cho thuê nhà xưởng xây sẵn (NXXS)

- Với lợi thế từ: 1/ Kinh nghiệm khai thác NXXS, với tổng diện tích khai thác trên 15ha, 2/ Quy mô NXXS trung bình ở 3.000m2, phù hợp với khách hàng quy mô vừa và nhỏ, LHG duy trì được tỷ lệ đầy trên 90% tại các NXXS, tương đương dòng tiền trung bình mang về đạt 200 tỷ đồng/năm (tương đương tỷ suất cho thuê ở ~20%).
- Trong năm 2026, công ty tiếp tục: 1/ đưa vào hoạt động dự án NX cao tầng tại KCN LH1 (diện tích thương phẩm 26.000m2), 2/ Mở rộng thêm 46.000m2 NX lô 3A ở KCN LH3; qua đó tổng diện tích NXXS của doanh nghiệp có thể đạt 22ha (+27%YoY), đem lại tiềm năng về tăng trưởng dòng tiền trong giai đoạn 2026 trở về sau.

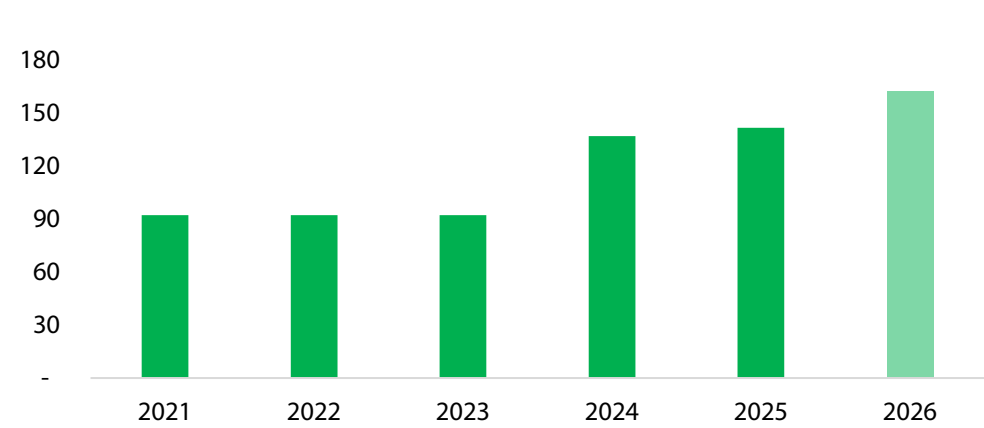
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Dự án Khu dân cư – tái định cư Long Hậu 03 hoàn thành GPMB sớm hơn kỳ vọng, giúp đóng góp vào triển vọng tương lai của doanh nghiệp

Dự án NX cao tầng tại KCN LH1 (diện tích thương phẩm 26.000m2) đưa vào hoạt động trong cuối 2025



Diện tích NXXS cho thuê giai đoạn 2020-2026 (nghìn m2)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Bảng : Tổng hợp định giá LHG

Tài sản	% sở hữu	Phương pháp	Định giá (tỷ đồng)
KCN	100%	DCF	292
NXXS	100%	DCF	.,057
BĐS	100%	BV	142
Dịch vụ KCN	100%	Thu nhập ròng	210
Tổng			1.701
(+) Tiền & tương đương tiền			100
(+) Đầu tư ngắn hạn			917
(+) Khoản đầu tư khác			103
(-) Nợ			(185)
(-) Nghĩa vụ khác			(337)
Giá trị TS ròng			2.298
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			50
Giá mục tiêu (đồng)			45.950

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Mua: 20%

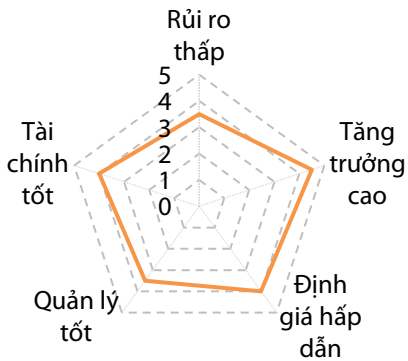
GTT: 65.000

GMT: 75.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.943
SLCPĐLH (triệu CP)	135
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	437
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	26
SH NĐTNN còn lại (%)	35,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	39 – 69,6

Doanh thu (tỷ đồng)	1.633	1.803	1.806
LNST (tỷ đồng)	469	643	1.669
ROA (%)	7,8	10,3	23,5
ROE (%)	12,7	16,5	37,7
EPS (đồng)	2.229	3.796	9.855
GTSS (đồng)	27.682	29.777	35.633
Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.000	3.000	3.000
P/E (x)	15,3	10,7	4,1
P/B (x)	1,9	1,7	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng kinh doanh cao su kỳ vọng duy trì ổn định

- Năm 2026, mảng kinh doanh cao su của PHR được kỳ vọng duy trì sự ổn định, với sản lượng khai thác ước đạt 25.664 tấn (-2,8% YoY) và giá bán bình quân khoảng 48 triệu đồng/tấn, tương ứng doanh thu khoảng 1.598 tỷ đồng (-1,3% YoY). Trong bối cảnh diện tích cao su thu hẹp để phục vụ phát triển KCN, mảng cao su vẫn giữ vai trò dòng tiền chủ lực cho doanh nghiệp (mang lại bình quân 240 tỷ đồng/năm).

Thu nhập từ bồi thường & hợp tác KCN là động lực tăng trưởng chính năm 2026

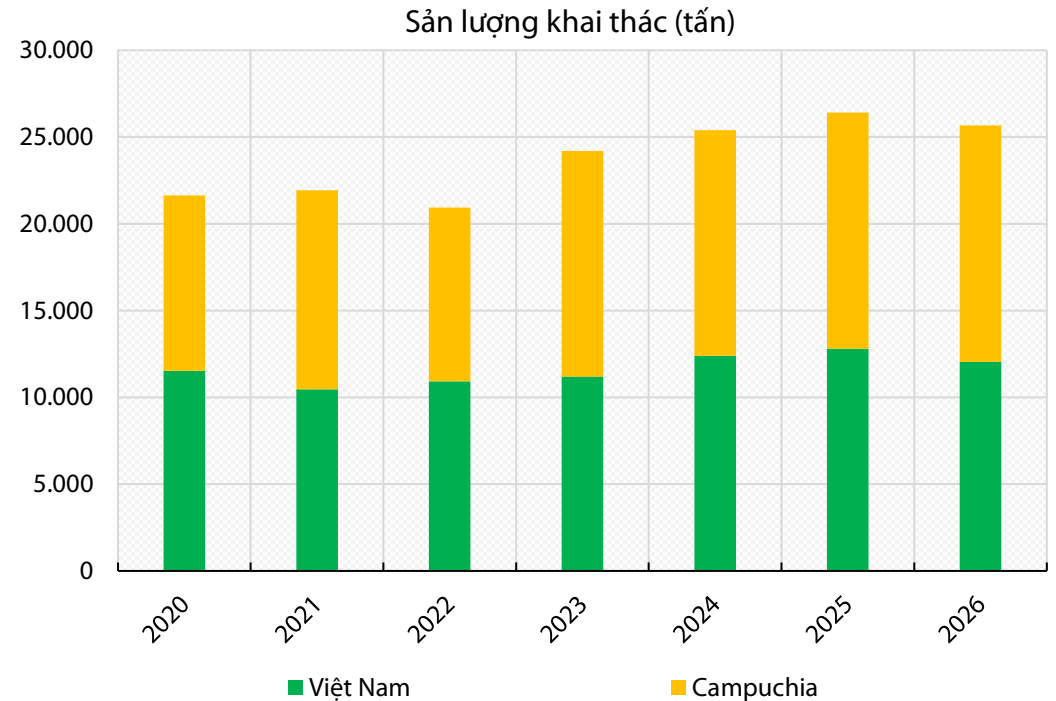
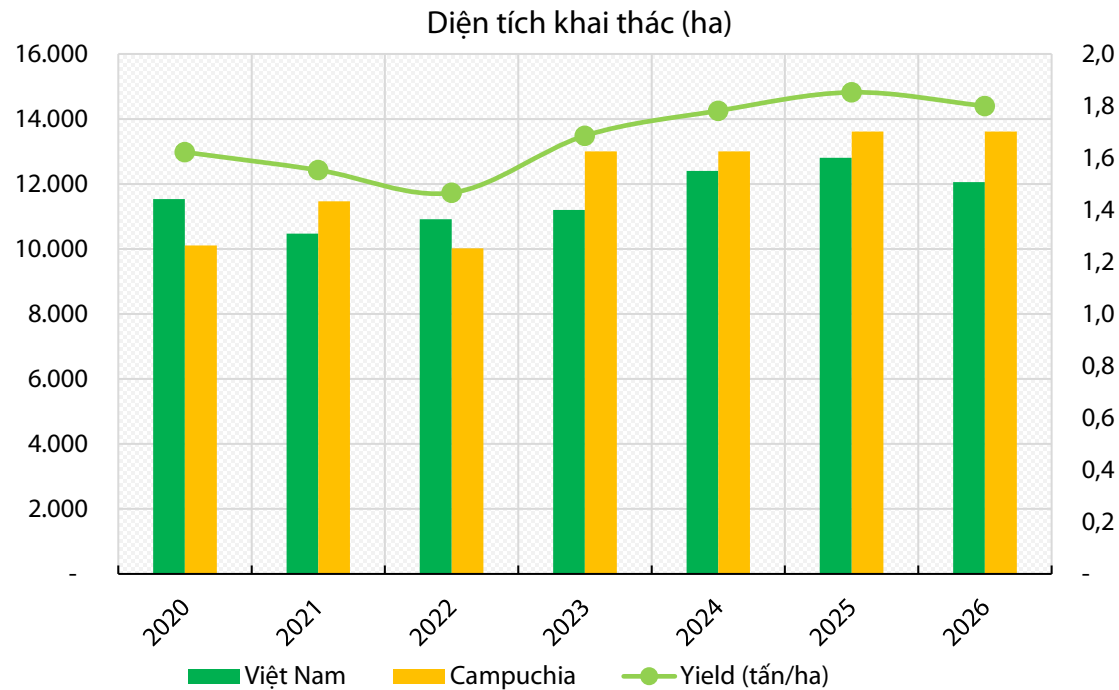
- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính PHR có thể ghi nhận tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 (Thaco) trong hai năm 2026–2027 (tổng diện tích khoảng 786 ha và đơn giá ước tính ~2,5 tỷ đồng/ha). Trong đó riêng cho năm 2026 chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận doanh thu từ đền bù với diện tích ~400 ha (tương đương ghi nhận doanh thu ~1.000 tỷ đồng).
- Bên cạnh đó, PHR còn ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên kết (tại NTC và VSIP III). Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng VSIP III có thể bàn giao khoảng 68 ha đất KCN, qua đó PHR có thể ghi nhận ~307 tỷ đồng thu nhập (20% lợi nhuận gộp), giúp đa dạng hóa nguồn lợi nhuận và củng cố triển vọng tăng trưởng trung hạn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng với quỹ đất sẵn sàng cho thuê, NTC sẽ có thể ghi nhận được doanh thu cho thuê khoảng 25 ha vào 2026, đóng góp đáng kể vào lợi nhuận liên doanh liên kết của PHR.
- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 của PHR đạt 1.806 tỷ đồng (tương đương 2025), trong khi LNST đạt 1.669 tỷ đồng (tăng 1,59 lần so với cùng kỳ 2025). Dự báo này dựa trên: 1/ Doanh thu mảng cao su giảm nhẹ 1,3% YoY do diện tích vùng trồng thu hẹp phục vụ phát triển KCN (giá bán bình quân vẫn duy trì quanh 48 triệu đồng/tấn); và 2/ Đóng góp lớn từ thu nhập đền bù dự án Bắc Tân Uyên 1, cùng với lợi nhuận từ các khoản đầu tư liên doanh, liên kết như VSIP III và NTC.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thời tiết cực đoạn ảnh hưởng đến hoạt động khai thác mủ cao su.

- Trong năm 2026, diện tích khai thác cao su của PHR tại Việt Nam dự kiến duy trì quanh ~6.696 ha, giảm nhẹ so với các năm trước do một phần quỹ đất được chuyển đổi phục vụ phát triển KCN. Theo đó, sản lượng khai thác cao su tại Việt Nam năm 2026 ước đạt ~12.053 (-2,8% YoY), trong khi sản lượng tại Campuchia giữ ổn định ở mức ~13.612 tấn nhờ diện tích không thay đổi. Với yield bình quân duy trì quanh 1,8–1,9 tấn/ha, tổng sản lượng khai thác hợp nhất năm 2026 của PHR ước đạt ~25.664 tấn, giảm nhẹ so với mức đỉnh năm 2025.
- Dù sản lượng giảm nhẹ, doanh thu mủ cao su năm 2026 kỳ vọng tiếp tục duy trì ổn định ở mức ~1.598 tỷ đồng (-1,29% YoY), nhờ giá bán bình quân cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì quanh 48 triệu đồng/tấn. Trong bối cảnh đó, mủ cao su tiếp tục đóng vai trò nguồn tạo dòng tiền đều đặn cho doanh nghiệp (mang lại bình quân 240 tỷ đồng/năm).

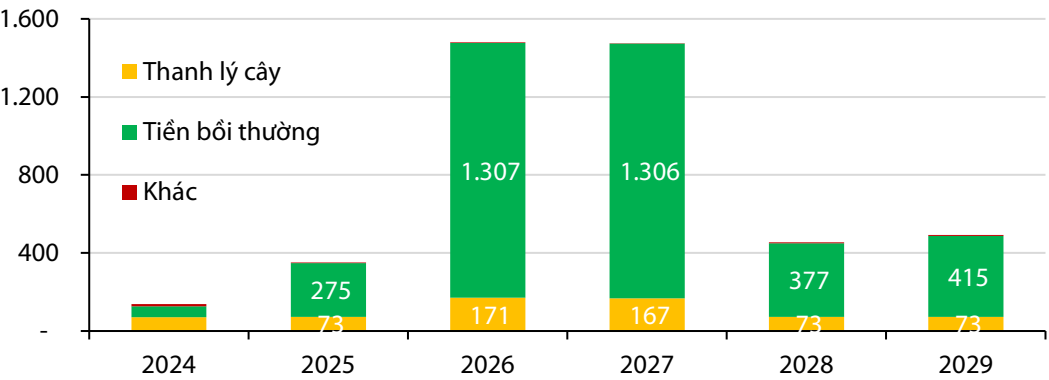
Diện tích khai thác cao su tại Việt Nam giảm nhẹ do phục vụ phát triển khu công nghiệp khiến sản lượng năm 2026 ước tính giảm so với cùng kỳ



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng PHR có thể ghi nhận tiền đền bù từ dự án Bắc Tân Uyên 1 trong hai năm 2026–2027, với tổng diện tích khoảng 786 ha và đơn giá ước tính ~2,5 tỷ đồng/ha. Trong đó riêng cho năm 2026 chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ ghi nhận doanh thu từ đền bù với diện tích ~400 ha (tương đương ghi nhận doanh thu ~1.000 tỷ đồng)
- Bên cạnh khoản đền bù, PHR được hưởng phần thu nhập từ 20% lợi nhuận gộp từ dự án VSIP III, với thu nhập ước đạt ~275–307 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2026–2027, dựa trên kỳ vọng KCN VSIP III bàn giao khoảng 68 ha/năm.

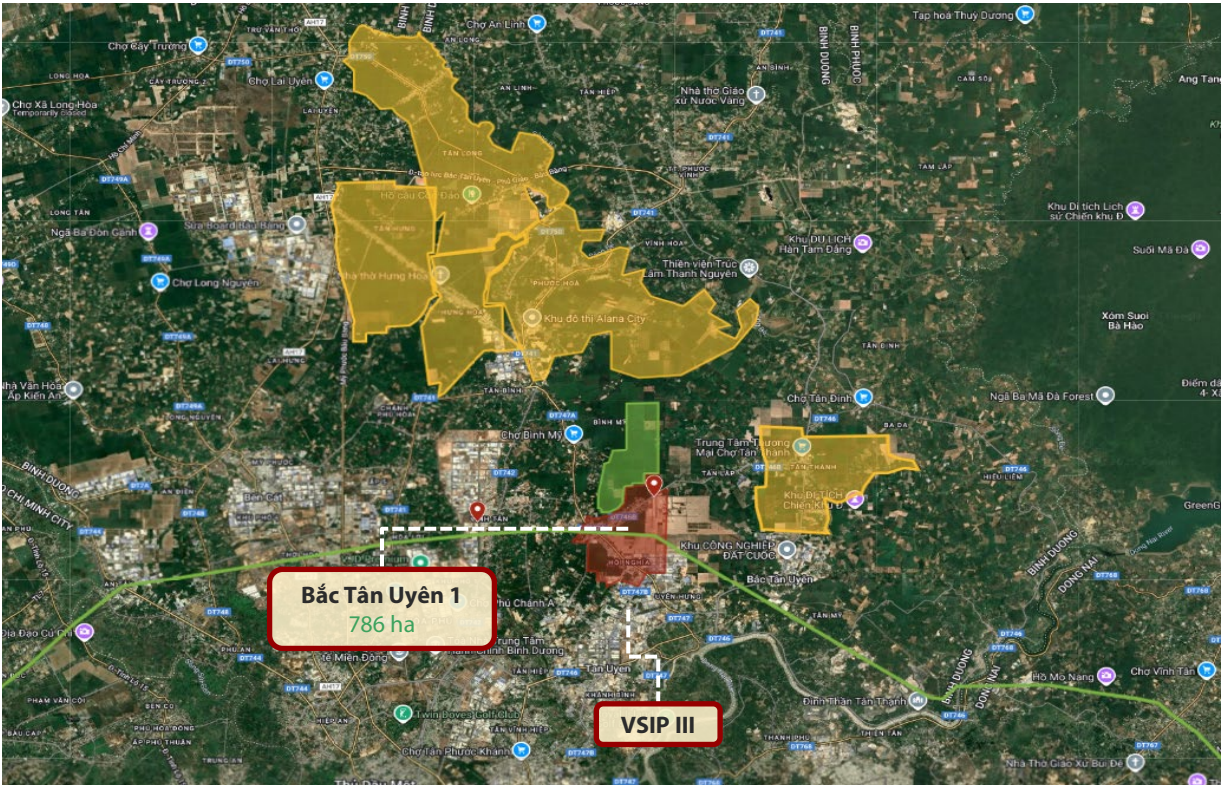
Ước tính tiền bồi thường - từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và từ diện tích cho thuê tại dự án VSIP III (20% lợi nhuận gộp) (tỷ đồng)



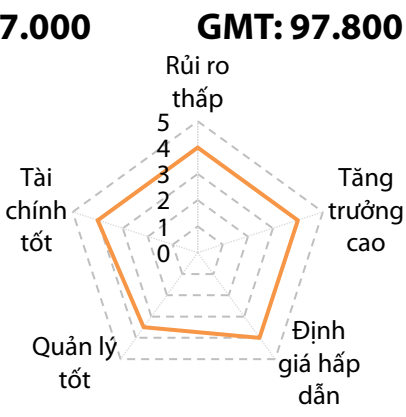
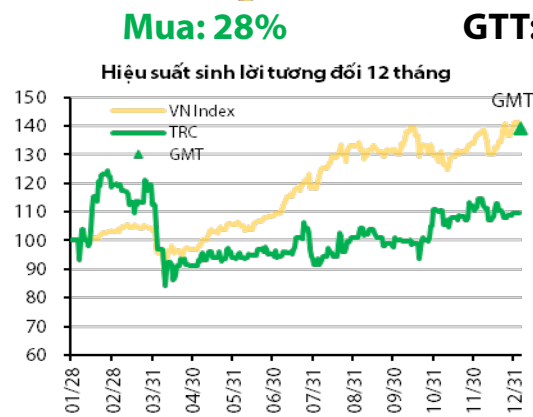
Bảng độ nhạy giá cổ phiếu của PHR theo Giá đền bù (VND)

		Chi phí nợ				
		1,5	2	2,5	3	3,5
Chi phí vốn	12,8%	74.500	76.700	78.800	81.000	83.200
	13,3%	73.400	75.600	77.800	80.000	82.200
	13,8%	72.500	74.700	75.900	79.000	81.200
	14,3%	71.600	73.800	75.900	78.100	80.300
	14,8%	70.700	72.900	75.100	77.300	79.400

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp. Ghi chú: màu vàng (nông trường cao su).



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng) 2.301
SLCPĐLH (triệu CP) 30
KLBO 3 tháng (nghìn CP) 83
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng) 6
SH NHĐTNN còn lại (%) 47,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) 50 - 88,5

TÀI CHÍNH

	2024A	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	744	864	965
LNST (tỷ đồng)	221	323	624
ROA (%)	11%	14%	27%
ROE (%)	13%	17%	31%
EPS (đồng)	7.598	10.770	20.801
GTSS (đồng)	62.559	65.305	69.672
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.500	3.544	10.401
P/E (x)	7,0	9,1	4,7
P/B (x)	0,8	1,5	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng cao su là động lực cốt lõi, với triển vọng tăng trưởng về mặt sản lượng

Năm 2026, tổng sản lượng khai thác cao su của TRC được dự báo đạt khoảng 19.437 tấn (+12,2% YoY) nhờ sự cải thiện đồng thời về: 1/ cơ cấu tuổi cây và 2/ năng suất khai thác. Do đó, mảng cao su của TRC được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì ở mặt bằng cao từ 47 – 50 triệu đồng/tấn trong trung hạn.

- Nông trường của công ty mẹ tại Việt Nam, dựa vào độ tuổi, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng diện tích cao su trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 tuổi) dự kiến sẽ tăng liên tục trong giai đoạn 2025–2029 từ 53% lên 76%. Với năng suất bình quân kỳ vọng duy trì quanh mức ~2,1 tấn/ha, sản lượng khai thác của công ty mẹ năm 2026 kỳ vọng đạt khoảng 10.672 tấn (+8,5% YoY).
- Đối với nông trường Siem Reap (công ty con tại Campuchia), triển vọng tăng trưởng còn rõ nét hơn nhờ cơ cấu tuổi cây thuận lợi. Trong năm 2025, ước tính trên 80% diện tích vườn cây đã nằm trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 năm) và dự kiến đạt 100% từ năm 2026 trở đi. Cùng với đó, năng suất khai thác được kỳ vọng cải thiện từ khoảng 1,3 tấn/ha lên 1,4 tấn/ha, giúp sản lượng khai thác tại Siem Reap năm 2026 ước đạt ~8.765 tấn (+17,9% YoY). Nhờ chi phí khai thác thấp hơn so với Việt Nam (do chi phí nhân công thấp hơn), nông trường Siem Reap không chỉ là động lực tăng trưởng sản lượng mà còn đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện biên lợi nhuận hợp nhất của TRC.

Thu nhập đền bù từ KCN Hiệp Thạnh là chất xúc tác giúp tăng trưởng lợi nhuận 2026

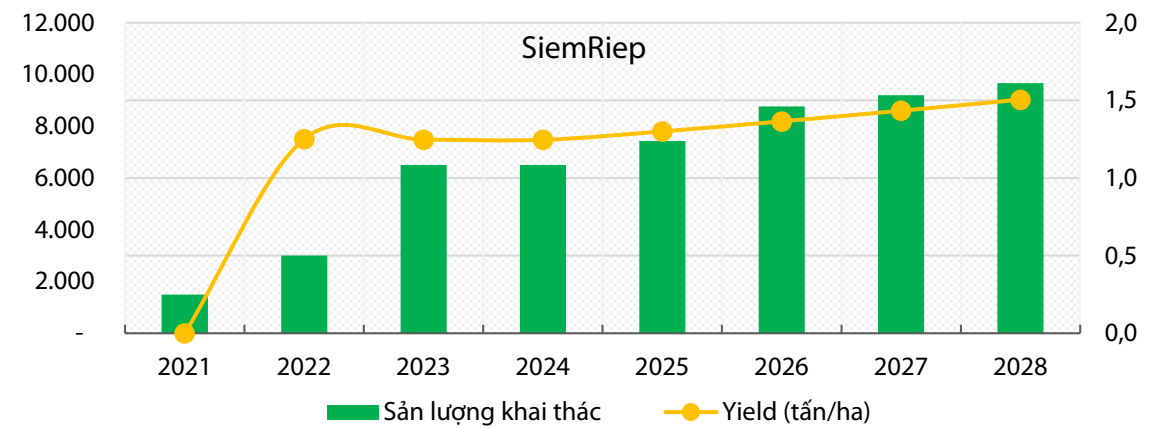
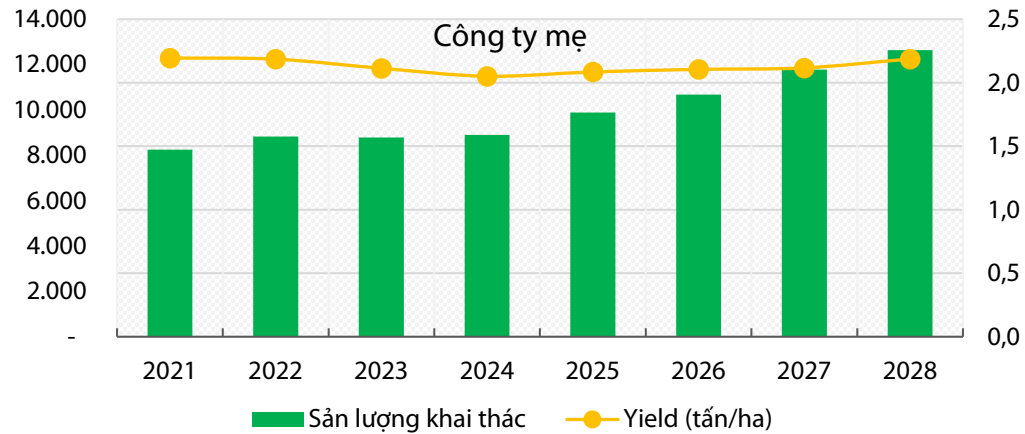
- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng TRC sẽ bắt đầu ghi nhận tiền đền bù cho khoảng 248 ha đất tại KCN Hiệp Thạnh trong năm 2026 (trên tổng quỹ đất 496 ha, với đơn giá đền bù kỳ vọng khoảng 1,3 tỷ đồng/ha). Kết hợp giữa tăng trưởng sản lượng từ mảng cao su trong bối cảnh giá duy trì mức cao và khoản thu nhập đền bù tại KCN Hiệp Thạnh, doanh thu và LNST-CĐM của TRC năm 2026 lần lượt ước đạt 965 tỷ đồng (+11,6% YoY) và 642 tỷ đồng (+93% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

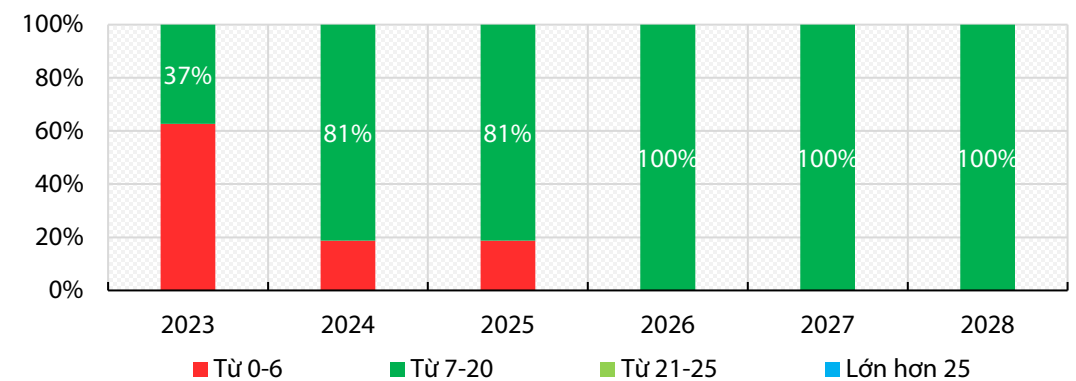
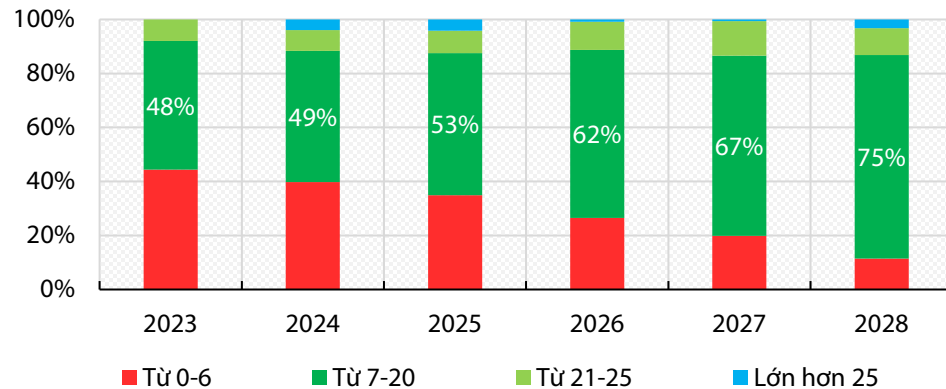
- Rủi ro giảm giá: 1/ Thời tiết cực đoan; 2/ Căng thẳng hoặc xung đột kéo dài giữa Thái Lan – Campuchia có thể làm gián đoạn hoạt động khai thác và thu hoạch tại nông trường Siem Reap.
- Rủi ro tăng giá: Quy hoạch tỉnh Tây Ninh điều chỉnh hoàn thành sớm hơn kỳ vọng, khiến việc đền bù tại các quỹ đất còn lại diễn ra nhanh hơn ước tính.

- Tổng sản lượng khai thác năm 2026 dự báo đạt ~19.437 tấn (+12,2% YoY), trong đó sản lượng công ty mẹ đạt ~10.672 tấn (+8,5% YoY) và nông trường Siem Reap đạt ~8.765 tấn (+17,9% YoY). Tăng trưởng sản lượng đến từ cơ cấu tuổi cây ngày càng thuận lợi, khi tỷ trọng diện tích trong độ tuổi khai thác ổn định (7–20 năm) gia tăng tại cả hai nông trường, cùng với yield duy trì ~2,1 tấn/ha tại Việt Nam và cải thiện lên ~1,4 tấn/ha tại Siem Reap.
- Trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên được kỳ vọng duy trì ở mức 47–50 triệu đồng/tấn, măng cao su không chỉ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng mà còn đảm bảo đóng góp ổn định cho doanh thu và dòng tiền của TRC trong trung hạn.

Sản lượng khai thác tăng trưởng nhờ cơ cấu tuổi cây thuận lợi và năng suất cải thiện tại cả hai nông trường



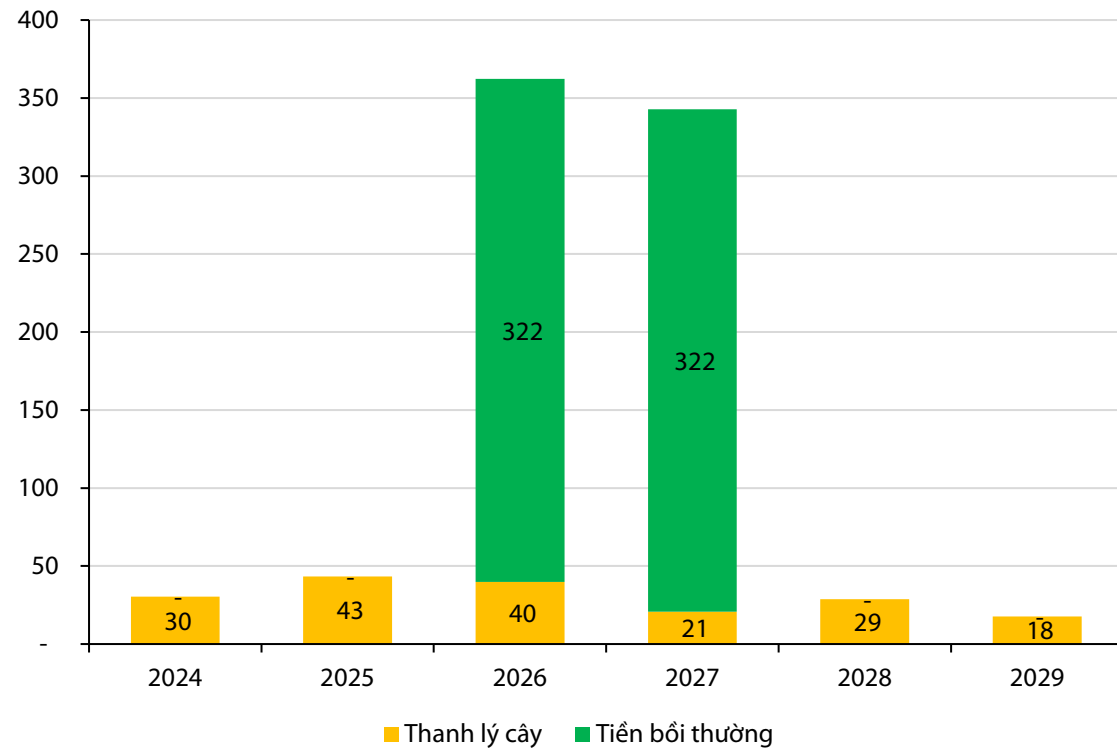
Nông trường cao su công ty mẹ gia tăng tỷ trọng diện tích nhóm 7–20 tuổi, trong khi Siem Reap kỳ vọng nhóm này đạt 100% từ năm 2026



Nguồn: TRC, CTCK Rông Việt ước tính

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng TRC sẽ ghi nhận tiền đền bù đất tại KCN Hiệp Thạnh trong giai đoạn 2026–2027, với tổng diện tích 496 ha được đền bù lần lượt đạt 248 ha – 248 ha. Với đơn giá đền bù ước tính khoảng 1,3 tỷ đồng/ha, tổng giá trị tiền đền bù mà TRC có thể nhận về ước đạt ~645 tỷ đồng, qua đó đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh và trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận của TRC trong giai đoạn 2026–2027.
- Bên cạnh KCN Hiệp Thạnh, TRC hiện còn sở hữu hai quỹ đất cao su lớn nằm trong khu vực nghiên cứu phát triển KCN của tỉnh Tây Ninh, gồm KCN Thanh Đức (2.765 ha) và KCN Bến Củi (500 ha). Các quỹ đất này là các KCN dự kiến được thành lập **trong trường hợp tỉnh được bổ sung chỉ tiêu đất KCN, điều chỉnh chỉ tiêu quy hoạch sử dụng đất**, do đó chúng tôi kỳ vọng hai KCN này sẽ được xem xét phê duyệt chủ trương sau năm 2030 – dự địa tăng trưởng dài hạn cho TRC.

Ước tính tiền bồi thường từ KCN Hiệp Thạnh (hình trái) và vị trí quỹ đất cao su của TRC nằm trong khu vực nghiên cứu phát triển KCN của tỉnh Tây Ninh (hình phải)



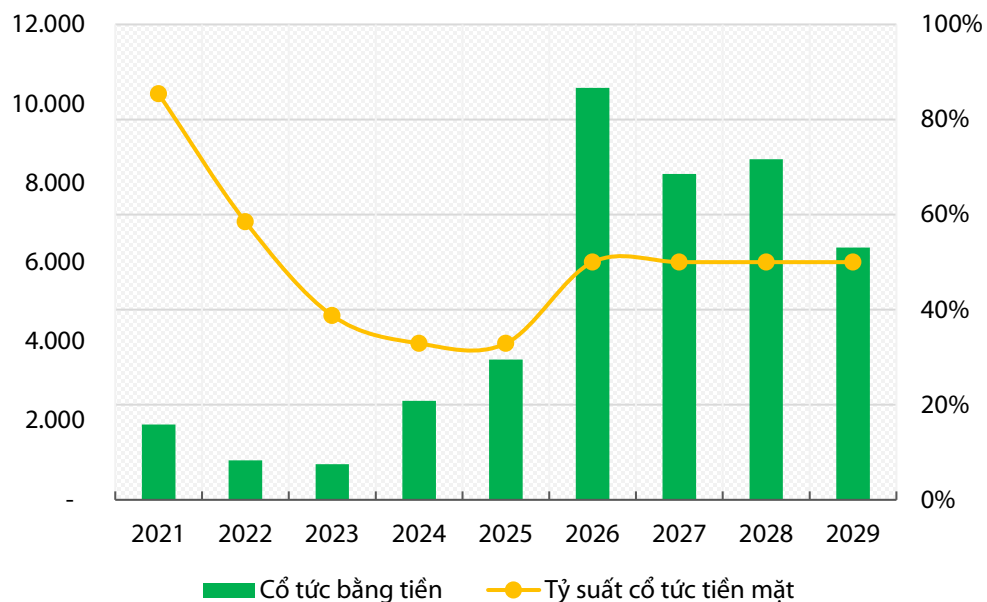
Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt

- Trong giai đoạn 2023–2024, tỷ suất cổ tức tiền mặt của TRC duy trì ở mức thấp, chủ yếu do: 1/ lợi nhuận biến động theo giá mủ cao su, với mức lợi nhuận thấp 2023 khi giá bán bình quân giảm và 2/ giai đoạn đầu khai thác của nông trường Siem Reap với yield còn thấp. Do đó, Công ty ưu tiên giữ lại dòng tiền phục vụ cho hoạt động sản xuất – tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức tiền mặt lớn. Từ năm 2026 trở đi, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của TRC sẽ tăng trở lại quanh mức ~50%, nhờ (1) nông trường Siem Reap bước vào độ tuổi khai thác ổn định, với yield cải thiện lên ~1,4 tấn/ha, và (2) dòng tiền bổ sung từ tiền đền bù KCN Hiệp Thành trong giai đoạn 2026–2028. Với đặc thù mô hình kinh doanh cao su thuần, TRC phù hợp với nhà đầu tư tìm kiếm cổ phiếu có dòng tiền và cổ tức tiền mặt ổn định trong trung hạn.
- Với giá thị trường khoảng 80.000 đồng/cp, cổ phiếu TRC đang giao dịch với mức giá trị hợp lý khoảng ~22%, chưa bao gồm lợi suất cổ tức tiền mặt kỳ vọng phục hồi từ năm 2026. Điều này củng cố quan điểm TRC là cổ phiếu cao su thuần có định giá hấp dẫn, vừa có câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2026–2028, vừa phù hợp với nhà đầu tư ưa thích cổ tức.

Cổ tức bằng tiền (đồng/cp, cột trái) và tỷ suất cổ tức tiền mặt ước tính



Dự án	Phương pháp	NPV (tỷ VNĐ)	Sở hữu (%)	Giá trị (tỷ VNĐ)
Mảng kinh doanh cao su	DCF	2,133	100%	2,133
Mảng thanh lý cây cao su	FCFF	103	100%	103
Thu nhập GPMB	FCFF	406	100%	406
Tổng cộng				2,643
(+ Tiền và tương đương tiền)				185
(+ Đầu tư ngắn hạn)				-
(+ Đầu tư dài hạn)				151
(-) Nợ vay				(46)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-
Giá trị tài sản ròng				2,933
SLCP lưu hành (triệu CP)				30
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				97,751

Nguồn: TRC, CTCK Rồng Việt ước tính

MUA: 27%

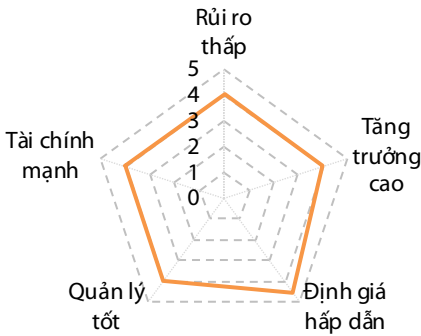
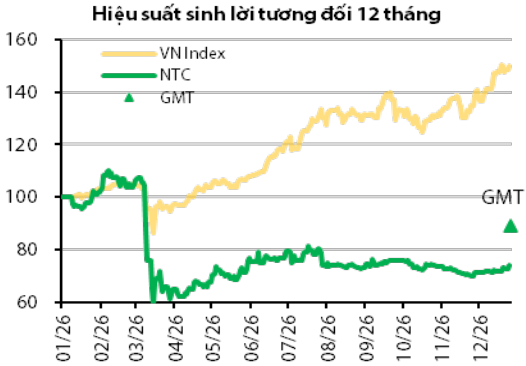
GTT: 157.500

GMT: 194.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2024A 2025F 2026F



Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (Tỷ đồng)	3.768
SLCPĐLH (triệu CP)	24
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	18
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	3
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	121,3 - 244

Doanh thu (tỷ đồng)	368	632	1.109
LNST (tỷ đồng)	280	342	468
ROA (%)	5,6	6,4	8,5
ROE (%)	25,5	24,2	25,8
EPS (đồng)	11.676	14.249	19.513
GTSS (đồng)	51.698	65.947	85.460
Cổ tức tiền mặt (đồng)	6.000	6.000	6.000
P/E (x)	15,3	12,6	9,2
P/B (x)	3,5	2,7	2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hạ tầng ngày càng hoàn thiện giúp tăng tỷ lệ bán hàng

- KCN Nam Tân Uyên 3 hưởng lợi trực tiếp từ việc nâng cấp và mở rộng các tuyến giao thông trọng điểm tại Bình Dương như ĐT746, ĐT742, Vành đai 3 TP.HCM và các tuyến kết nối về cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành. Các dự án này giúp rút ngắn thời gian kết nối tới cảng Cát Lái, ICD Sóng Thần và sân bay Long Thành trong tương lai, qua đó nâng cao khả năng thu hút các doanh nghiệp sản xuất và logistics, hỗ trợ tiến độ ký hợp đồng và mức giá cho thuê tại NTC3.

Quỹ đất sẵn sàng cho thuê là lợi thế khi ngành KCN quay lại quỹ đạo phát triển

- Trong bối cảnh ngành khu công nghiệp chịu tác động từ thuế quan, nhu cầu cho thuê nhìn chung có dấu hiệu chậm lại trong ngắn hạn. Tuy nhiên, NTC vẫn duy trì được mức độ tăng trưởng trong năm 2025 nhờ các hợp đồng MoU đã ký trước đó tại KCN Nam Tân Uyên 3 (với tổng diện tích đã ký Mous khoảng 90 ha). Trong đó, NTC đã ký hợp đồng chính thức 47 ha và bàn giao khoảng 17 ha trong giai đoạn 2024–2025, với phương thức ghi nhận doanh thu một lần.
- Bước sang năm 2026, chúng tôi kỳ vọng NTC sẽ hoàn tất ký hợp đồng chính thức cho 43 ha Mous còn lại, đồng thời tiếp tục bàn giao đất cho khách thuê. Theo đó, doanh thu bàn giao KCN năm 2026 ước đạt khoảng 1.088 tỷ đồng (+62% YoY), tương ứng diện tích bàn giao khoảng 25 ha. Đối với phần diện tích chưa ký Mous, giá thuê mới ước tính khoảng 160 USD/m².

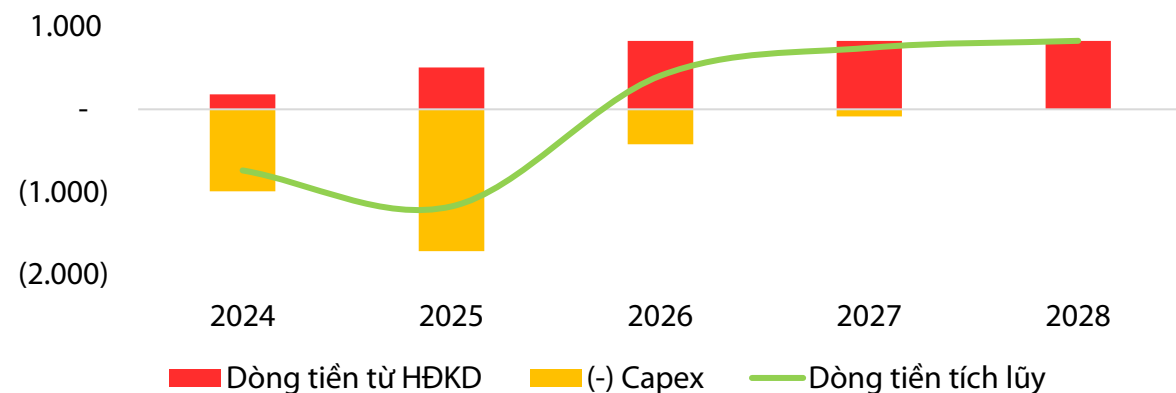
Thu nhập từ công ty liên kết và cổ tức tiếp tục bổ sung dòng tiền ổn định

- Bên cạnh hoạt động KCN, chúng tôi kỳ vọng các khoản đầu tư vào công ty liên kết tiếp tục mang lại dòng cổ tức khoảng 60 tỷ đồng trong năm 2026. Trên cơ sở đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ năm 2026 của NTC được ước tính lần lượt đạt 1.109 tỷ đồng (+75% YoY) và 468 tỷ đồng (+36,8% YoY), tương ứng tăng trưởng mạnh so với năm 2025.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tình hình thuế quan chưa rõ ràng ảnh hưởng đến tốc độ cho thuê.

Dòng tiền dự án NTU3 – với giả định giá thuê tăng 2%/năm và giá thuê mới hiện tại là 160 USD/m²



Vị trí dự án NTU 3



Nguồn: NTC, CTCK Rổng Việt

Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu NTC dựa trên các kịch bản về giá cho thuê và chi phí sử dụng vốn (Ke)

Ke	Giá thuê năm đầu (USD/m ²)					
		160.0	165.0	170.0	175.0	180.0
	12.0%	198.000	198.000	199.000	199.000	200.000
	13.0%	196.000	196.000	197.000	197.000	198.000
	14.0%	194.000	194.000	195.000	195.000	196.000
	15.0%	192.000	192.000	193.000	193.000	194.000
	16.0%	190.000	190.000	191.000	192.000	192.000

Tổng hợp định giá NTC (tỷ đồng)

Dự án	Giá trị (tỷ VNĐ)
KCN NTU 3	2.854
(+) Tiền và tương đương tiền	238
(+) Đầu tư ngắn hạn	1.542
(+) Đầu tư vào công ty liên kết	580
(+) Đầu tư dài hạn khác	1.900
(-) Nợ vay	(2.465)
Giá trị tài sản ròng	4.648
SLCP lưu hành (triệu CP)	24.0
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	194.000



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT



Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE