

Vài nét về doanh nghiệp

SZC là nhà phát triển KCN hàng đầu tại Vũng Tàu, sở hữu tổ hợp Khu Công nghiệp Đô thị & Sân Golf Châu Đức tại với tổng diện tích là 2.287ha. Dự án có vị trí đắc địa gần các khu vực kinh tế quan trọng như cảng Cái Mép – Thị Vải. Ngoài ra, SZC đầu tư dự án đường BOT 768.

Khuyến nghị

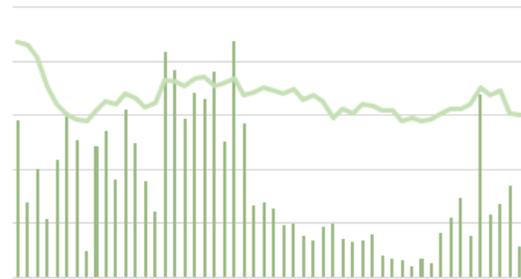
MUA

| | |
|--------------------|---------------|
| Giá mục tiêu (VND) | 36.145 |
| Upside | +21,3% |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|-------------------|
| Phân ngành | KCN, Bất động sản |
| Thị giá (12/03/2026) | 29.800 |
| Biến động 1 năm | 26.920 – 45.480 |
| KLGD bình quân 52T (cp) | 6.603.184 |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | 5.417 |
| P/E | 14,86x |
| P/B | 1,6x |
| Nước ngoài sở hữu (%) | 4,86 |

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Trần Hoàng Tú Linh, CFA
thtlinh@vcbs.com.vn
024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
Bloomberg: VCBS <GO>

TIỀM NĂNG CHỜ KHAI PHÁ

ĐÁNH GIÁ: MUA

Khi nhiều dự án hạ tầng với vai trò rút ngắn khoảng cách từ KCN Châu Đức đến các cụm logistic trọng điểm được vận hành trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực cho tốc độ thuê cũng như tiềm năng tăng giá cho dự án trong thời gian tới. Về dài hạn, động lực tăng trưởng chính của SZC sẽ đến từ quỹ đất dân cư lớn mà doanh nghiệp đang sở hữu.

VCBS dự phóng doanh thu 2026 của SZC đạt **1.183 tỷ đồng (+7,76% yoy)** lợi nhuận thuần đạt **397 tỷ đồng (+15% yoy)**, tương ứng với EPS là 2.095 VNĐ/ cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu SZC với mức định giá hợp lý **36.145 đồng/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Sức bật từ các dự án hạ tầng tại địa phương

Chúng tôi đánh giá các dự án hạ tầng trọng điểm dự kiến đưa vào khai thác từ năm 2026 như cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và đường 991B sẽ hỗ trợ tối ưu thời gian vận chuyển hàng hóa và nâng cao lợi thế logistics của khu vực, qua đó tạo động lực thu hút đầu tư cho KCN Châu Đức.

Giá cho thuê vẫn ở mức cạnh tranh

KCN Châu Đức hiện sở hữu quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê tương đối lớn đồng thời đang có mức giá thuê cạnh tranh so với các mức trung bình khu vực. Do đó, chúng tôi đánh giá dự án vẫn có dư địa tăng giá cho thuê trong bối cảnh mặt bằng giá tại nhiều dự án khác (vốn có giá cao) có xu hướng đi ngang trong thời gian tới.

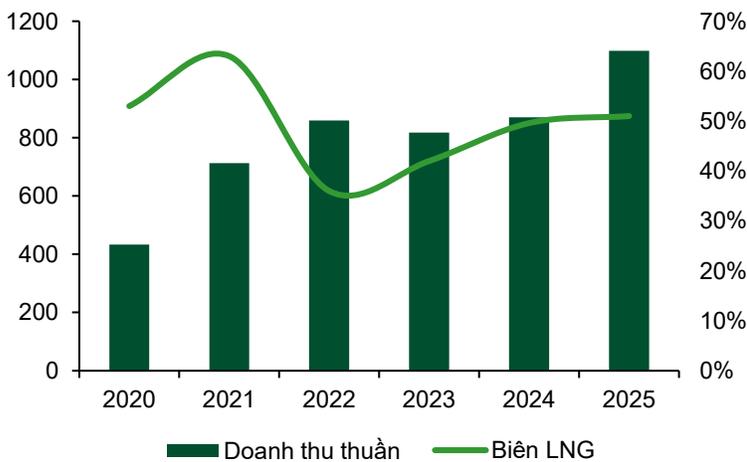
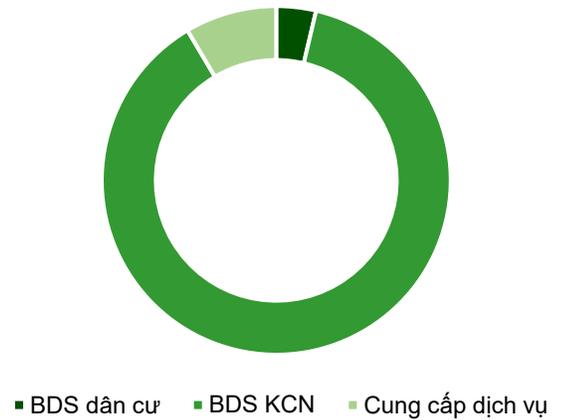
Triển vọng dài hạn cho mảng dân cư

Hoạt động kinh doanh mảng bất động sản dân cư của SZC tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức khi thị trường chưa thực sự phục hồi hoàn toàn. Tuy nhiên về dài hạn, việc các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm được hoàn thiện sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy nhu cầu thực và nâng cao giá trị khai thác quỹ đất của công ty.

| Chỉ tiêu tài chính | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| DTT (tỷ đồng) | 873 | 1.098 | 1.183 | 1.321 |
| +/- yoy (%) | 6,69% | 26,1% | 7,76% | 11,6% |
| LN thuần (tỷ đồng) | 302 | 345 | 397 | 420 |
| +/- yoy (%) | 38,04% | 14,23% | 15% | 5,82% |
| TS LN ròng (%) | 49,37% | 51,08% | 52,70% | 50,19% |
| TS LN thuần (%) | 34,62% | 31,43% | 33,55% | 31,81% |
| EPS - TTM (VND) | 1,616 | 1,766 | 2,095 | 2,217 |

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025

| Đơn vị: Tỷ VND | 2024 | 2025 | %YoY | Đánh giá |
|----------------------------|------|-------|---------|---|
| Doanh thu thuần | 873 | 1,098 | +25,7% | Hoàn thành 118% kế hoạch năm. |
| <i>Cho thuê KCN</i> | 765 | 907 | -18,56% | Diện tích bàn giao trong kỳ khoảng 34,88 ha (-16% yoy). |
| <i>Bất động sản dân cư</i> | 32 | 7 | -78,2% | |
| <i>Thu phí đường bộ</i> | - | 101 | - | Trạm BOT bắt đầu thu phí lại từ Quý 2/2025, doanh thu trung bình mỗi quý ~33 tỷ đồng, biên LNG 49%. |
| Lợi nhuận gộp | 431 | 561 | +30,16% | |
| Doanh thu từ HĐTC | 40 | 34 | -15% | |
| Chi phí tài chính | 35 | 27 | -22,9% | Trong năm đã thanh toán toàn bộ trái phiếu giúp giảm áp lực chi phí tài chính đáng kể. |
| LNST | 302 | 345 | +14,2% | Hoàn thành 114% kế hoạch năm. |

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của SZC (đv: tỷ đồng)

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của SZC


Nguồn: SZC, VCBS tổng hợp

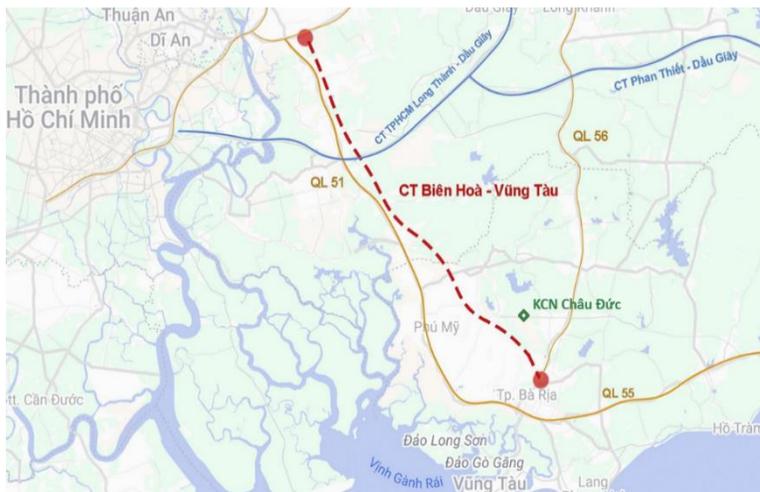
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Sức bật từ các dự án hạ tầng tại địa phương

Chúng tôi đánh giá các dự án hạ tầng trọng điểm dự kiến đưa vào khai thác từ năm 2026 sẽ tạo động lực mạnh mẽ cho khả năng thu hút đầu tư của KCN Châu Đức. Trong đó tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu dự kiến vận hành chính thức từ năm 2026 sẽ rút ngắn đáng kể thời gian di chuyển từ KCN Châu Đức đến Cảng Sân bay Long Thành và các Khu công nghiệp khu vực Đồng Nai. Bên cạnh đó, dự án đường 991B (đã hoàn thành khoảng 86% khối lượng thi công, dự kiến 12/2026 đi vào hoạt động) với vai trò kết nối trực tiếp từ Quốc lộ 51 tới cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, được kỳ vọng sẽ giúp tối ưu thời gian vận chuyển hàng hóa và nâng cao lợi thế logistics cho khu vực.

Chúng tôi kỳ vọng các dự án trên khi đi vào hoạt động sẽ tạo cú hích đáng kể với hoạt động cho thuê Khu công nghiệp, đồng thời hỗ trợ hoạt động kinh doanh của Khu dân cư Hữu Phước hiện đang bán với giá tương đối dễ tiếp cận và trong dài hạn sẽ là Khu đô thị Châu Đức.

Hình 3: Cao tốc Biên hòa – Vũng Tàu



Hình 4: Đường 991B



Nguồn: Vietnamnet, CafeLand

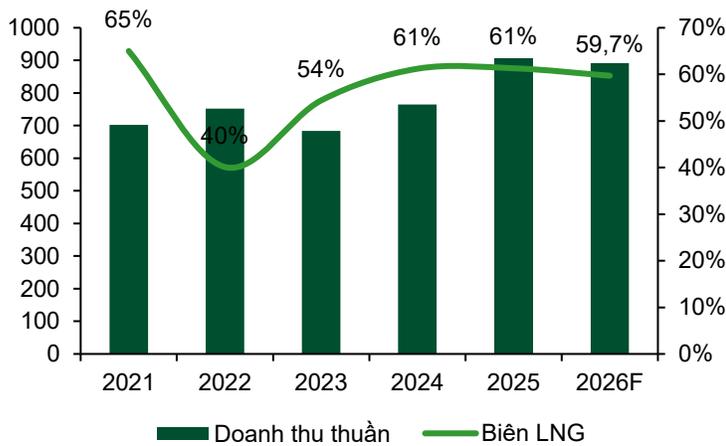
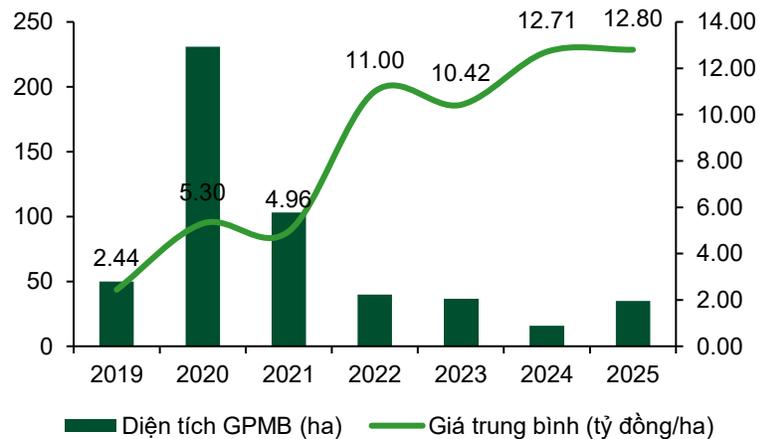
Giá thuê vẫn còn dư địa tăng trưởng

Năm 2026, VCBS dự báo diện tích cho thuê mới tại KCN Châu Đức sẽ đạt 33 ha, doanh thu mảng KCN đạt 892 tỷ đồng. Dự án sở hữu diện tích đất thương phẩm sẵn sàng lớn (khoảng hơn 520 ha), tuy nhiên giá và tỷ lệ lấp tại KCN Châu Đức vẫn tương đối thấp so với các KCN trong khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu (cũ) như KCN Phú Mỹ 2,3. Nguyên nhân lớn đến từ những hạn chế về kết nối giữa KCN này với cảng Cái Mép – Thị Vải hay sân bay Long Thành.

Tuy vậy, những hạn chế về vị trí và khả năng kết nối của KCN Châu Đức sẽ được khắc phục đáng kể khi các tuyến hạ tầng giao thông trọng điểm hoàn tất qua đó giúp giá bán có thêm dư địa tăng giá. Đồng thời, với lợi thế quỹ đất phù hợp triển khai các dự án quy mô lớn cùng cơ cấu khách thuê hiện hữu chiếm 85% là doanh nghiệp FDI thuộc lĩnh vực vật liệu xây dựng và điện tử – phù hợp với định hướng thu hút FDI mới của TP.HCM – chúng tôi kỳ vọng tốc độ cho thuê tại đây sẽ phục hồi tích cực trong thời gian tới.

Bảng 3: Giá thuê các KCN trong khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu (cũ)

| | Châu Đức | Phú Mỹ III | Phú Mỹ II MR |
|-----------------------------------|----------|------------|--------------|
| Giá thuê (usd/kỳ/m ²) | 115-117 | 220 | 139 |
| Tỷ lệ lấp đầy (%) | 53 | >85 | 65 |

Hình 5: Doanh thu, Biên LNG KCN Châu Đức

Hình 6: Tiến độ GPMB dự án KCN – KĐT Châu Đức


Nguồn: SZC, VCBS

Triển vọng dài hạn cho mảng dân cư

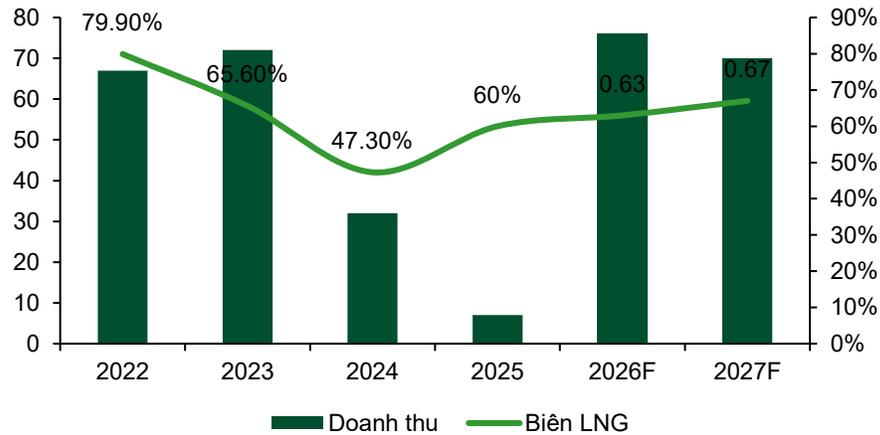
Khu dân cư Hữu Phước (40,5 ha): trong năm 2025, tốc độ bán hàng và ghi nhận doanh thu tại KDC Hữu Phước vẫn khá chậm với việc doanh thu chỉ đạt khoảng 7 tỷ đồng, một phần đến từ việc một vài phần đất chưa hoàn tất GPMB và thị trường khu vực xung quanh chưa thực sự sôi động. Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của dự án sẽ phục hồi tích cực trên nền thấp của năm 2025 nhờ các yếu tố: (1) Tăng cường kết nối đến các vị trí trung tâm sau khi các dự án hạ tầng dần đi vào hoạt động; (2) Tốc độ lấp đầy của Khu công nghiệp Châu Đức kéo theo nhu cầu nhà ở chuyên gia.

Bảng 4: Các sản phẩm đang kinh doanh KDC Hữu Phước

| Sản phẩm | Số lượng | Giá trung bình | Chi tiết |
|-------------------------------------|----------|--|---|
| Nhà ở thương mại | | | |
| - Shophouse (224 m ²) | 70 | 25 tr VNĐ/m ² (~6 tỷ đồng/căn) | Mở bán 63 căn, đã hoàn tất xây dựng. |
| - Nhà liền kề (175 m ²) | 243 | 16 tr VNĐ/m ² (~3 tỷ đồng/căn) | Hoàn tất xây dựng và đang mở bán 54 căn, tốc độ bán khá chậm. |
| Nhà ở xã hội | | | |

| | | | |
|--------|-------|------------------------------|-------------------|
| -Đợt 1 | 210 | 12 - 14tr VNĐ/m ² | Hiện đang mở bán. |
| -Đợt 2 | 1.003 | | Chưa triển khai |

Hình 7: Doanh thu, dòng tiền của KDC Hữu Phước



Nguồn: SZC, VCBS

Khu đô thị Châu Đức (diện tích 498 ha): hiện đang triển khai thiết kế mẫu nhà biệt thự cho lô 111 căn biệt thự gần sân Golf số 1. Dự án đã được bàn giao 410 ha thực địa, đây sẽ là tiềm năng tăng trưởng dài hạn của SZC sau khi triển khai kinh doanh hoàn tất dự án Khu dân cư Hữu Phước.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2026 của SZC đạt **1.183 tỷ đồng (+7,76% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **397 tỷ đồng (+15,01% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.051 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2027, chúng tôi dự phóng doanh thu SZC đạt **1.321 tỷ đồng (+11,62% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **420 tỷ đồng (+5,82% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.170 VNĐ/cổ phiếu**.

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của SZC và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **33.229 VNĐ/ cổ phiếu**.

| | Phương pháp | Giá trị hợp lý (Tỷ đồng) |
|--------------------------------------|-------------|--------------------------|
| KCN Châu Đức | RNAV | 4.370 |
| KDC Hữu Phước | RNAV | 421 |
| KĐT Châu Đức | RNAV | 1.502 |
| Khác | BV/DCF | 631 |
| NAV các dự án | | 6.924 |
| Bất động sản đầu tư | | 1.082 |
| Tiền và đầu tư ngắn hạn | | 452 |
| (Nợ vay ròng) | | (2.476) |
| Giá trị VCSH ròng hợp lý | | 5.981 |
| Số cổ phiếu (triệu) | | 180 |
| Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ) | | 33.229 |

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị trong các năm trước và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **39.062 VND/cổ phiếu**.

| | P/B |
|-------------------------------|-------------|
| 2025 | 1,59 |
| 2024 | 1,78 |
| 2023 | 2,92 |
| 2022 | 2,34 |
| 2021 | 1,97 |
| 2020 | 5 |
| 2019 | 3,29 |
| 2018 | 1,35 |
| Trung vị | 2,16 |
| Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND) | 39.062 |

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu SZC là **36.145 VND/ cổ phiếu**.

| | Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu) |
|--------------------------------|----------------------------------|
| Phương pháp định giá từng phần | 33.229 |
| Phương pháp định giá tương đối | 39.062 |
| Kết hợp 2 phương pháp | 36.145 |

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với việc nhiều dự án hạ tầng với vai trò rút ngắn khoảng cách từ KCN Châu Đức đến các cụm logistic trọng điểm sẽ được hoạt động trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực cho tốc độ thuê cũng như tiềm năng tăng giá cho dự án này trong thời gian tới. Về dài hạn, động lực tăng trưởng chính của SZC sẽ đến từ quỹ đất dân cư lớn mà doanh nghiệp đang sở hữu.

VCBS dự phóng doanh thu 2026 của SZC đạt **1.183 tỷ đồng (+7,76% yoy)** lợi nhuận thuần đạt **397 tỷ đồng (+15% yoy)**, tương ứng với EPS là **2.095 VND/ cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu SZC với mức định giá hợp lý **36.145 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị | Chi tiết |
|------------------|--|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới. |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

Chuyên viên Phân tích

thtlinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>