Báo cáo cổ phiếu: SIP

Lợi nhuận đều từ điện KCN và tiền thuê đất phân bổ, P/E thấp nhất từ giữa 2023; điểm cần soi là 6 nghìn tỷ cho vay và trái phiếu – tích lũy từng phần

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HOSE: SIP) · hạ tầng KCN Phước Đông, Đông Nam, Lê Minh Xuân 3, Lộc An – Bình Sơn; phân phối điện, nước trong KCN · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 50,1 nghìn đ (06/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ 9T/2026	LNST MẸ 2026F	P/E · P/B	TIỀN THUÊ ĐẤT ĐÃ THU, CHỜ GHI NHẬN
50,1 nghìn đ · 06/11/2026	**69,1** nghìn đ · +38%	**1.078** tỷ đ · +8% so cùng kỳ	**1.422** tỷ đ · +7% so 2025	**8,7x** P/B 2,34x · cổ tức 10%	**15,1** nghìn tỷ đ · +1.702 tỷ trong 9T

GÓC NHÌN AAS	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2027F
TÍCH LŨY TỪNG PHẦN	**50,1** nghìn đ	**69,1** nghìn đ	**49,2–62,0** nghìn đ	**≥ 77,0** nghìn đ	**1.493** tỷ đ

Hành động: tích lũy 1/3 ở giá hiện tại (P/E 8,7x, P/B 2,34x; P/E thấp nhất từ 05/2023, cổ tức tiền 10%); thêm khi BCTC quý 4 làm rõ khoản cho vay qua công ty chứng khoán hoặc giá dưới 49,2 nghìn; chốt lời từng phần từ 77,0 nghìn. **Nâng lên MUA** nếu SIP công bố bên vay, tài sản đảm bảo hoặc thu hồi phần lớn khoản cho vay. **Hạ về THEO DÕI** nếu phát sinh dự phòng cho khoản cho vay, trái phiếu.

KẾT LUẬN

SIP có lợi nhuận đều nhất nhóm KCN: tiện ích KCN (điện, nước, nhà xưởng) và tiền thuê đất phân bổ tạo 91% LN gộp, lãi trên tài sản tài chính tạo 44% LNTT. 9T/2026 LNST mẹ 1.078 tỷ (+8%); quý 3 344 tỷ giảm vì cùng kỳ có lãi bán nhà phố. AAS dự báo quý 4 ~344 tỷ, cả năm ~1.422 tỷ (+7%), 2027 ~1.493 tỷ. Số dư tiền thuê đất chờ ghi nhận tăng 1.702 tỷ trong 9T – mức ký mới mạnh nhất từ 2020.

Giá trị hợp lý 69,1 nghìn đ/cp (P/E 11x lõi 2027F 66,0 nghìn; các phần 72,3 nghìn). Điểm trừ là 6,0 nghìn tỷ cho vay qua công ty chứng khoán và trái phiếu doanh nghiệp (T&T 1.001 tỷ) chưa minh bạch bên vay, tài sản đảm bảo; AAS đã chiết khấu rủi ro các khoản này. P/B 2,34x, z P/E −1,51: rủi ro giảm có giới hạn; AAS tích lũy từng phần.

TIỆN ÍCH KCN

735 tỷ LN gộp 9T/2026 (69% tổng)

- DT điện, nước 5.730 tỷ (+11%)
- Biên ổn định ~12%
- Nhà xưởng lấp đầy ~90%

CHO THUÊ ĐẤT, QUỸ ĐẤT

236 tỷ LN gộp 9T/2026, biên 69%

- Chờ ghi nhận 15.077 tỷ, ~3,3%/năm
- Quỹ đất còn ~937 ha
- Phước Đông GĐ3 bồi thường 89%

TÀI SẢN TÀI CHÍNH

13.808 tỷ tại 30/09/2026

- Lãi 9T 602 tỷ, lợi suất 6,8%
- Cho vay qua CTCK 4.223 tỷ
- Trái phiếu 1.792 tỷ (mới)

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 7.003 tỷ (+11%), LNTT 1.466 tỷ (+7%), LNST mẹ 1.078 tỷ (+8%), đã vượt kế hoạch LNST cả năm; quý 3 344 tỷ.
2. **Lõi tăng đều:** LN gộp tiện ích KCN + cho thuê đất 9T 971 tỷ (+12%); lãi tiền gửi, cho vay 602 tỷ (+60%).
3. **Dự báo cơ sở:** LNST mẹ quý 4/2026 344 tỷ (dải 80% 290–469); năm 2026 1.422 tỷ (+7%); 2027 1.493 tỷ (+5%).
4. **Định giá:** 50% P/E 11x lõi 2027F (66,0 nghìn) + 50% các phần (72,3 nghìn) = 69,1 nghìn đ/cp (+38%).
5. **Rủi ro chính:** cho vay qua công ty chứng khoán 4.223 tỷ (31% có tài sản đảm bảo), trái phiếu 1.792 tỷ mua mới quý 3, tạm ứng nội bộ 636 tỷ.
6. **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**: tích lũy 49,2–62,0 nghìn, mua mạnh dưới 49,2 nghìn, chốt lời từ 77,0 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: KCN "bán lẻ" điện cho khách thuê và giữ tiền thuê đất trả trước; lợi nhuận đều vì doanh thu đất phân bổ theo thời hạn thuê

- **Ba nguồn lợi nhuận:** (1) tiện ích KCN: mua điện EVN, cấp nước, xử lý nước thải, cho thuê nhà xưởng cho ~1.504 ha khách thuê – 89% doanh thu, 69% LN gộp 9T/2026; (2) cho thuê đất: khách trả trước cả thời hạn thuê, SIP ghi doanh thu dần ~3,3%/năm số dư – 22% LN gộp; (3) lãi trên 13,8 nghìn tỷ tài sản tài chính sinh ra từ chính tiền trả trước đó – 44% LNTT.
- **Khác với KCN ghi nhận một lần (IDC, VGC, KBC):** SIP phân bổ tiền thuê đất theo thời hạn thuê từ trước TT99, nên lợi nhuận không giật theo đợt bàn giao; P/E có ý nghĩa và được dùng cùng định giá theo các phần.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) doanh thu điện, nước theo lấp đầy và giá điện; (2) số dư doanh thu chưa thực hiện (15.077 tỷ) × tỷ lệ phân bổ ~3,4%/năm; (3) lợi suất trên tài sản tài chính (6,8% quý 3/2026) và chất lượng các khoản cho vay, trái phiếu; (4) chi phí lãi vay vốn lưu động mảng điện.

ĐẦU VÀO: ĐẤT, ĐIỆN LƯỚI, VỐN KHÁCH TRẢ TRƯỚC

Quỹ đất 5 KCN ~3.205 ha (2.441 ha thương phẩm)
~937 ha còn trống
Phước Đông (Tây Ninh), Đông Nam, Lê Minh Xuân 3 (TP.HCM), Lộc An – Bình Sơn (Đồng Nai) · Trên BCTC: BĐS đầu tư 6.417 tỷ, XDCB 2.206 tỷ, tạm ứng bồi thường 2.820 tỷ

Điện mua EVN theo giá bán buôn KCN
89% chi phí theo yếu tố 9T/2026
chủ yếu dịch vụ mua ngoài (điện); trạm 110 kV Phước Đông, Lê Minh Xuân · Trên BCTC: giá vốn điện, nước

→

HẠ TẦNG, TIỆN ÍCH

GPMB, san nền, đường, trạm điện, xử lý nước thải
chi phí còn phải làm 3.263 tỷ
trích trước cho phần đất đã cho thuê · Trên BCTC: chi phí phải trả dài hạn

Nhà xưởng xây sẵn 160.478 m², lấp đầy 90%
515 tỷ DT tiện ích khác 9T
nhà xưởng, hơi, nước thải, duy tu · Trên BCTC: DT tiện ích KCN khác

→

GHI NHẬN DOANH THU

Cho thuê đất trả tiền một lần, PHÂN BỔ theo thời hạn thuê
342 tỷ DT 9T/2026, biên 69%
tiền đã thu nằm ở doanh thu chưa thực hiện 15.077 tỷ, ghi dần ~3,3%/năm · Trên BCTC: DT cho thuê lại đất

Bán lẻ điện, nước cho doanh nghiệp trong KCN
5.730 tỷ DT 9T (82% tổng)
biên ~9%, lớn lên theo lấp đầy và giá điện · Trên BCTC: DT điện, nước KCN

Tiền khách trả trước gửi ngân hàng, cho vay
602 tỷ lãi 9T/2026
tiền gửi 7.188, cho vay 4.223, trái phiếu 1.792 tỷ · Trên BCTC: DT tài chính

→

100 ĐỒNG DOANH THU THUẦN 9T/2026

Giá vốn điện, nước (mua EVN, cấp nước)	74,7
Giá vốn tiện ích, nhà xưởng, đất	5,5
Giá vốn BĐS, hàng hóa, xây dựng, khác	4,5
Bán hàng + quản lý	1,5
Tài chính, liên kết, khác ròng (lãi tiền gửi, cho vay)	–7,2
Thuế TNDN	4,1
Cổ đông thiểu số	1,4
= LNST cổ đông mẹ	15,4

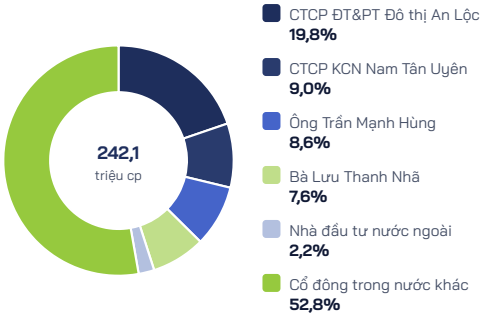
Điện, nước chiếm 82% doanh thu nhưng chỉ 46% LN gộp; cho thuê đất chỉ 5% doanh thu mà 22% LN gộp. Lãi tài chính bằng 44% LNTT.

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 3/2026, soát xét 6T/2026 (thuyết minh doanh thu, giá vốn, chi phí theo yếu tố, đầu tư tài chính); BCTN 2025 của SIP; AAS tính.

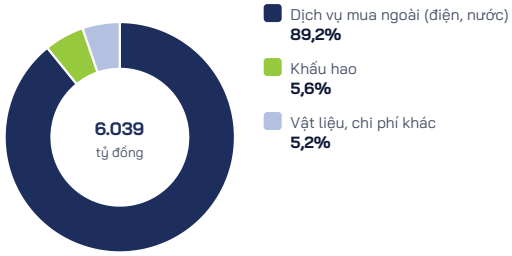
Cổ đông: không có cổ đông kiểm soát; An Lộc 19,79%, Nam Tân Uyên 9,00%; khối ngoại ~2,2%

- **Cổ đông lớn (23/03/2026):** CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị An Lộc 19,79%, CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC) 9,00%, ông Trần Mạnh Hùng 8,64%, bà Lưu Thanh Nhã 7,56%. Tập đoàn Cao su (VRG, sáng lập 2007) không còn trong nhóm cổ đông lớn; SIP lại nắm 21,76% NTC – sở hữu chéo.
- **Khối ngoại ~2,2%** (room 49%); cổ đông cá nhân trong nước 61,8%. Vốn góp 2.421 tỷ sau ba đợt cổ tức cổ phiếu 2023–2025.
- **Thiểu số 568 tỷ:** chủ yếu VRG Long Thành (SIP 69%, chủ đầu tư Lộc An – Bình Sơn, Long Đức 2). Phần LNST thuộc thiểu số 9T/2026 8,5%.

Cơ cấu cổ đông — % vốn



Chi phí sản xuất, kinh doanh theo yếu tố 9T/2026 — % tổng



Nguồn: BCTN 2025 (cơ cấu cổ đông 23/03/2026); room khối ngoại 06/11/2026; thuyết minh chi phí theo yếu tố BCTC quý 3/2026.

2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNST mẹ 1.078 tỷ (+8%), đã vượt kế hoạch năm; quý 3 344 tỷ (–6%) vì cùng kỳ có lãi bán nhà phố

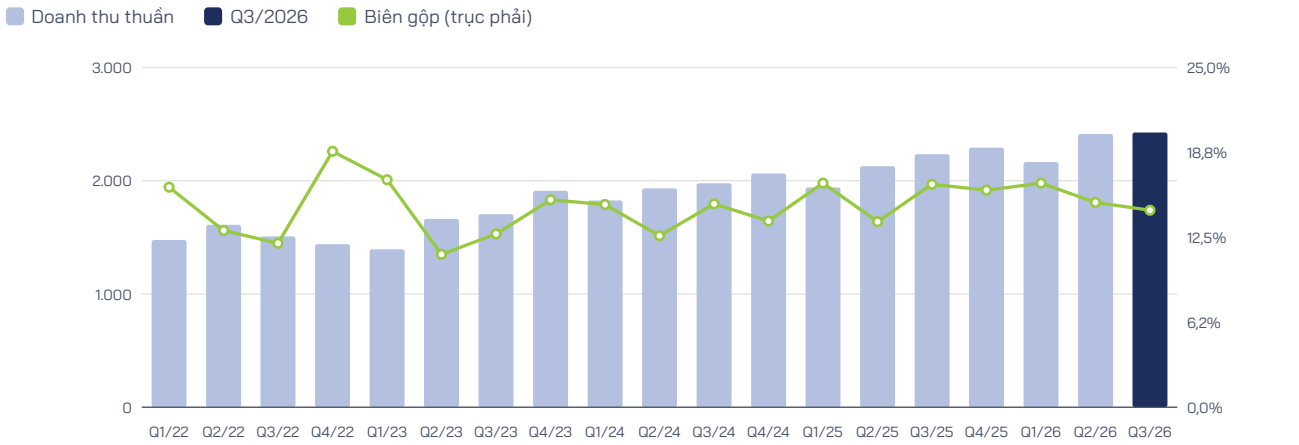
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	5.578	6.035	6.677	7.801	8.596	6.304	7.003	+11%
LN gộp trước khấu hao	968	1.139	1.266	1.477	1.761	1.292	1.408	+9%
Biên trước khấu hao	17,4%	18,9%	19,0%	18,9%	20,5%	20,5%	20,1%	–0,4 điểm
CPBH	–12	–15	–13	–22	–76	–47	–33	n/m
QLDN trừ khấu hao	–85	–89	–92	–85	–92	–62	–73	n/m
EBITDA	**871**	**1.035**	**1.161**	**1.370**	**1.593**	**1.183**	**1.303**	**+10%**
Khấu hao	–197	–241	–339	–385	–422	–317	–339	n/m
EBIT	674	794	822	985	1.171	866	964	+11%
Tài chính ròng + liên kết	431	445	442	571	621	513	426	–17%
Thu nhập khác ròng	6	6	11	16	46	–6	76	n/m
LNTT	1.111	1.246	1.274	1.572	1.839	1.373	1.466	+7%
LNST cổ đông mẹ	**835**	**977**	**927**	**1.170**	**1.323**	**1.002**	**1.078**	**+8%**

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Biên gộp báo cáo (sau KH)	13,9%	14,9%	13,9%	14,0%	15,6%	15,5%	15,3%	−0,2 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất SIP (năm kiểm toán, 9T theo BCTC quý); AAS tính. Khấu hao theo thuyết minh chi phí theo yếu tố; 2021 theo LCTT.

- **9T/2026:** doanh thu 7.003 tỷ (+11%), LN gộp 1.072 tỷ (+10%), LNTT 1.466 tỷ (+7%), LNST mẹ 1.078 tỷ – 123% kế hoạch LNST hợp nhất cả năm (874 tỷ, đặt thận trọng như mọi năm; 2025 vượt 76%).
- **Quý 3 giảm vì BĐS:** LN gộp 352 tỷ (−4%); bỏ BĐS (quý 3/2025 bàn giao nhà phố Phước Đông, LN gộp 59 tỷ; quý 3/2026 2 tỷ), LN gộp ba mảng lõi tăng +14%.
- **Lãi tài chính tăng, lãi vay tăng nhanh hơn:** doanh thu tài chính quý 3 243 tỷ (cùng kỳ 174), chi phí lãi vay 89 tỷ (cùng kỳ 46) do vay ngắn hạn 4.599 tỷ tài trợ vốn lưu động mảng điện; dự phòng chứng khoán, đầu tư 9T 44,7 tỷ.
- **Khoản một lần 9T/2026:** lãi thanh lý hợp đồng hợp tác kinh doanh với Thế Hệ Mới 67,8 tỷ (quý 2, thu nhập khác) và lãi liên kết NTC 47,8 tỷ (9T); bỏ hai khoản này và BĐS, LNST mẹ lõi 9T tăng ~6%.

Doanh thu thuần (cột) và biên gộp báo cáo (đường) theo quý



Nguồn: BCTC hợp nhất SIP; AAS tính.

3 Bức tranh theo mảng: tiện ích KCN tạo 69% LN gộp, cho thuê đất 22%; cả hai tăng 10–13%/năm, đều đặn

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Điện, nước trong KCN	**5.185**	**5.730**	**+11%**	**440**	**497**	**9%**
Tiện ích KCN khác, nhà xưởng	432	515	+19%	213	238	46%
Cho thuê đất (phân bổ)	**311**	**342**	**+10%**	**212**	**236**	**69%**
Bán BĐS	137	74	−46%	78	43	58%
Hàng hóa, thành phẩm	83	121	+47%	11	26	21%
Dịch vụ xây dựng	15	45	+208%	2	4	8%
Vận chuyển, dịch vụ khác	142	175	+23%	22	28	16%
Tổng	**6.304**	**7.003**	**+11%**	**977**	**1.072**	**15%**

Nguồn: thuyết minh doanh thu thuần, giá vốn theo loại (BCTC hợp nhất quý 3/2026 TM 25, 27; soát xét 6T/2026 TM 25.1, 26); tổng các dòng khớp KQKD hợp nhất; AAS tính. Báo cáo bộ phận của SIP chỉ có hai nhóm (KCN gồm điện, nước; hoạt động khác) nên AAS dùng thuyết minh theo loại.

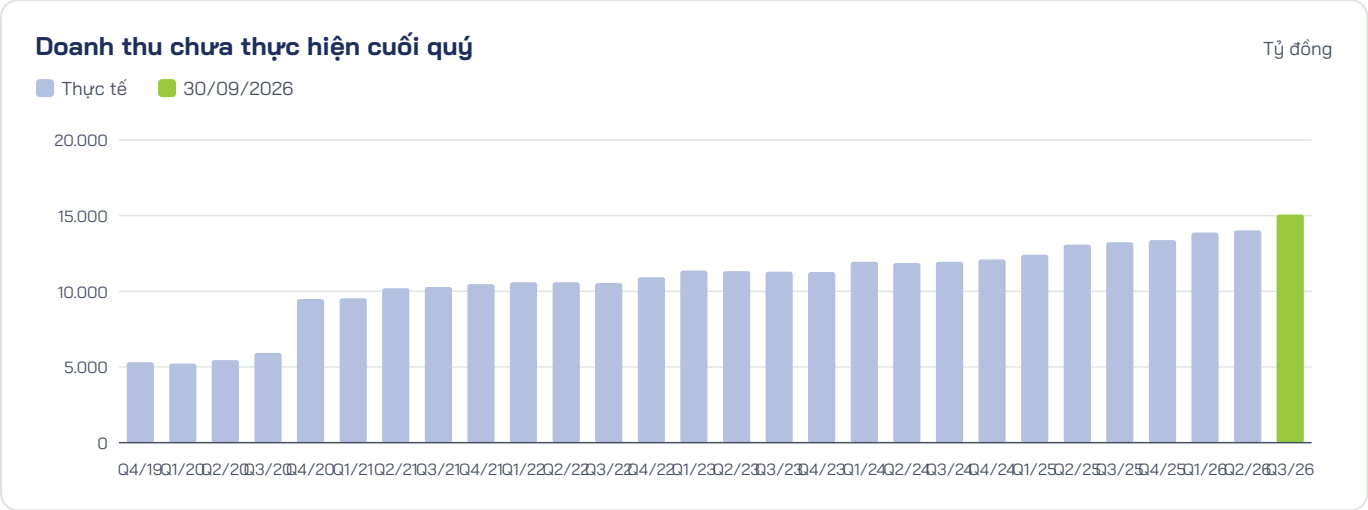
Quý 3, tỷ đồng	DT Q3/2025	DT Q3/2026	LNG Q3/2025	LNG Q3/2026	Biên Q3/2026	Δ LNG
Điện, nước trong KCN	**1.796**	**2.052**	**162**	**182**	**9%**	**+20**
Tiện ích KCN khác, nhà xưởng	141	167	63	72	43%	+9
Cho thuê đất (phân bổ)	**101**	**116**	**67**	**79**	**69%**	**+12**
Bán BĐS	103	3	59	2	44%	−58
Hàng hóa, thành phẩm	30	24	5	5	19%	0
Dịch vụ xây dựng	13	12	2	1	11%	0
Vận chuyển, dịch vụ khác	50	52	8	10	20%	+2
Tổng	**2.234**	**2.426**	**366**	**352**	**14%**	**−15**

Nguồn: quý 3 = 9T (BCTC quý 3/2026) − 6T (soát xét); 6T tách vận chuyển riêng, AAS gộp vào "dịch vụ khác" cho cùng cách trình bày với 9T.

- **Điện, nước:** DT 9T 5.730 tỷ (+11%), biên 8,7% (9T/2025 8,5%). SIP mua điện EVN theo giá bán buôn KCN và bán lại theo biểu giá bán lẻ: chênh lệch giá là phí phân phối, nên LN gộp tăng theo sản lượng và mỗi lần EVN tăng giá. Quý 3 DT +14%.
- **Tiện ích khác (nhà xưởng, hơi, nước thải, duy tu):** DT 9T 515 tỷ (+19%), biên 46%; nhà xưởng lấp đầy ~90%, Lê Minh Xuân 3 xây thêm 14.000 m².
- **Cho thuê đất:** DT 9T 342 tỷ (+10%), biên 69%. Đây là phần phân bổ của tiền thuê đã thu; tăng chậm nhưng gần như chắc chắn.
- **BĐS, hàng hóa, xây dựng, vận chuyển:** nhỏ và không đều; BĐS 9T 74 tỷ (9T/2025 137), dở dang còn ~73 tỷ (Khu dân cư Thuận Lợi) nên không phải động lực.
- **Quý 4 công ty dồn điều chỉnh giữa điện, nước và tiện ích khác:** quý 4/2025 biên điện, nước 5,3%, tiện ích khác 63%; gộp lại 10,9%, sát cả năm. AAS dự báo hai dòng này gộp thành "tiện ích KCN".

4 Cho thuê đất: tiền thuê đã thu 15.077 tỷ sẽ ghi dần ~510 tỷ/năm; riêng 9T/2026 số dư tăng 1.702 tỷ – ký thuê mới mạnh nhất từ 2020

- **Cách ghi nhận:** khách thuê trả trước tiền thuê đất cho cả thời hạn (đến 2057–2058 ở Phước Đông); SIP ghi vào doanh thu chưa thực hiện rồi phân bổ đều theo thời gian còn lại. Tỷ lệ phân bổ ổn định 3,4%–3,4%/năm số dư bình quân, nên doanh thu đất năm sau gần như biết trước.
- **Chỉ báo dẫn:** số dư tăng 1.702 tỷ trong 9T/2026 (riêng quý 3 +1.054 tỷ), tức tiền thuê mới thu ~2.040 tỷ. Mức tăng này cộng thêm ~60 tỷ doanh thu đất mỗi năm (biên ~69%) trong 30 năm; kế hoạch 2026 là 60 ha (Phước Đông 40, Lộc An – Bình Sơn 10, Đông Nam 5, Lê Minh Xuân 3 5).
- **Chi phí hoàn thiện còn phải trả 3.263 tỷ:** SIP trích trước chi phí hạ tầng của phần đất đã cho thuê (chi phí phải trả dài hạn); đây là nghĩa vụ chi tiền trong tương lai và AAS trừ khi định giá.
- **Quỹ đất còn ~937 ha** (BCTN 2025), chủ yếu ở Phước Đông khu B (GĐ2 283,8 ha đã có hạ tầng; GĐ3 394,2 ha đã bồi thường 507,4/568,5 ha). Tạm ứng bồi thường Phước Đông – Bời Lời 2.421 tỷ và XDCB 1.269 tỷ đã chi. Long Đức 2 (Đồng Nai, qua VRG Long Thành 69%) mới tạm ứng 108,5 tỷ.



Nguồn: BCTC hợp nhất SIP (doanh thu chưa thực hiện ngắn + dài hạn); AAS tính.

Hạng pháp lý	Khu	Ha còn lại	Giá giả định (USD/m²)	Giá trị hiện tại phần cty mẹ (tỷ)	Đ/cp
A: đang cho thuê, có hạ tầng	5	543	137	6.331	26.147
B: GPMB 89%, cho thuê từ 2028	1	394	100	3.182	13.141
C: Long Đức 2, mới tạm ứng bồi thường	1	250	170	684	2.824
Tổng	**7**	**1.187**	**132**	**10.196**	**42.112**
Giá thị trường đang trả cho quỹ đất (vốn hóa – vận hành – tài chính ròng)				**4.134**	**17.077**

Nguồn: BCTN 2025, BCTC quý 3/2026; AAS ước. Giá thuê là giả định theo mặt bằng công khai của từng vùng (chưa đối chiếu hợp đồng). Giá trị hiện tại = tiền thuê thu trước – chi phí hạ tầng còn lại – thuế, chiết khấu 12,5%/năm, giá +3%/năm, nhân xác suất pháp lý (A 0,95; B 0,75 và chậm 1 năm; C 0,40 và chậm 2 năm) và tỷ lệ sở hữu.

5 Tài sản tài chính 13,8 nghìn tỷ sinh 44% LNTT, nhưng 6 nghìn tỷ là cho vay qua công ty chứng khoán và trái phiếu doanh nghiệp – điểm rủi ro lớn nhất

Tài sản tài chính, tỷ đồng	01/01/2026	30/06/2026	30/09/2026	Ghi chú
Tiền và tương đương tiền	845	1.480	401	
Tiền gửi có kỳ hạn	5.036	6.445	7.188	một phần cầm cố khoản vay dài hạn VietinBank
Cho vay qua các công ty chứng khoán	5.028	4.294	4.223	dưới 12 tháng; có tài sản đảm bảo của bên vay 31% (30/06: 6%)
Trái phiếu doanh nghiệp	–	–	1.792	T&T 1.001; Vinhomes 364; Phước Sơn 200; khác 228
Cổ phiếu (giá trị hợp lý)	195	–	204	gồm cổ phiếu VRG (Đô thị và KCN Cao su), đã dự phòng 85
Tổng	**11.104**	**–**	**13.808**	
Vay ngân hàng	4.817	5.507	5.494	ngắn hạn chủ yếu là vốn lưu động mảng điện

Tài sản tài chính, tỷ đồng	01/01/2026	30/06/2026	30/09/2026	Ghi chú
Tài sản tài chính ròng	**6.287**	**–**	**8.314**	

Nguồn: thuyết minh đầu tư tài chính (TM 4 BCTC quý 3/2026; TM 5 soát xét 6T/2026; số 01/01/2026 trình bày lại); AAS tổng hợp.

- **Cho vay 4.223 tỷ qua "các công ty chứng khoán":** thuyết minh ghi đây là khoản cho vay ngắn hạn "dành cho đối tác kinh doanh", lãi suất theo từng hợp đồng; 31,07% số dư có tài sản đảm bảo của bên vay, 68,93% còn lại dựa vào thỏa thuận hợp tác với bên thứ ba (bên thứ ba phối hợp cân đối, quản lý dòng tiền, đôn đốc thu hồi). Tại 30/06/2026 tỷ lệ có tài sản đảm bảo chỉ 6,47%. BCTC không nêu tên bên vay, lãi suất, tài sản đảm bảo cụ thể.
- **Trái phiếu 1.792 tỷ mua mới trong quý 3:** Công ty CP Thời Đại Mới T&T 1.001 tỷ, Vinhomes 364 tỷ, Đầu tư Phước Sơn 200 tỷ, khác 228 tỷ; công ty ghi chưa xác định được giá trị hợp lý và chưa thấy dấu hiệu suy giảm.
- **Lợi suất tăng từ 5,2% (2024) lên 6,8% (quý 3/2026)** khi tiền chuyển từ tiền gửi sang cho vay, trái phiếu. Lợi nhuận cao hơn đi kèm rủi ro tín dụng cao hơn; nếu 10% khoản cho vay và trái phiếu mất vốn, LNST mẹ giảm ~440 tỷ (một lần).
- **Tạm ứng cho người nội bộ 635,6 tỷ:** thuyết minh bên liên quan ghi tạm ứng cho cá nhân là thành viên HĐQT, Ban Giám đốc, BKS, quản lý chủ chốt; thuyết minh phải thu ghi 643,7 tỷ tạm ứng nhân viên "tìm hiểu và mua đất cho mục đích hoạt động" (dài hạn, không đổi từ đầu năm). Đây là cách gom đất phổ biến ở KCN nhưng cần theo dõi tiến độ quyết toán.
- **Hợp tác kinh doanh với Thế Hệ Mới** (SIP góp vốn 18,89% và hợp tác kinh doanh 667 tỷ đến 2060): đã thanh lý hai hợp đồng, ghi lãi 67,8 tỷ quý 2/2026; năm 2024–2025 doanh thu được chia từ hợp tác 125,5 và 29,7 tỷ. Các khoản này không lặp lại đều.

Nguồn: thuyết minh doanh thu tài chính (lãi tiền gửi, lãi cho vay) và đầu tư tài chính; AAS tính. Tài sản tài chính = tiền + đầu tư ngắn hạn + cho vay ngắn hạn.

6 Sức khỏe tài chính: vay 5.494 tỷ được phủ bởi tài sản tài chính 13.808 tỷ; tiền khách trả trước là nguồn vốn chính, cổ tức tiền 50% năm 2025

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	1.686	3.598	4.818	5.507	5.494
Tiền + đầu tư ngắn hạn + cho vay	5.094	7.501	10.840	12.362	13.808
Tài sản tài chính ròng	**3.408**	**3.903**	**6.023**	**6.856**	**8.313**
Doanh thu chưa thực hiện	11.273	12.106	13.375	14.023	15.077
Chi phí phải trả dài hạn (hạ tầng)	2.783	3.028	3.087	3.143	3.263
Vốn chủ cổ đông mẹ	3.596	4.340	5.153	4.832	5.176
Lợi ích cổ đông thiểu số	443	528	661	541	568

Nguồn: BCTC hợp nhất SIP; AAS tính. Từ 2026 kho dữ liệu gộp cho vay ngắn hạn vào đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (trình bày theo TT99); AAS cộng lại cho cùng phạm vi.

- **Nguồn vốn là tiền khách trả trước:** doanh thu chưa thực hiện 15.077 tỷ lớn gấp 2,9 lần vốn chủ cổ đông mẹ (5.176 tỷ). Phần lớn tiền này nằm trong tiền gửi, cho vay, trái phiếu; nó không phải nợ phải trả bằng tiền, nhưng cũng không chia được cho cổ đông vì còn chi phí hạ tầng 3.263 tỷ phải làm.
- **Vay tăng từ 3.598 lên 5.494 tỷ trong 21 tháng**, chủ yếu vay ngắn hạn 4.599 tỷ cho vốn lưu động mảng điện (trả EVN trước khi thu tiền khách); lãi vay 9T/2026 211,4 tỷ (+81%). SIP vay để giữ tiền gửi, cho vay ở lợi suất cao hơn – chênh lệch dương nhưng thêm rủi ro.

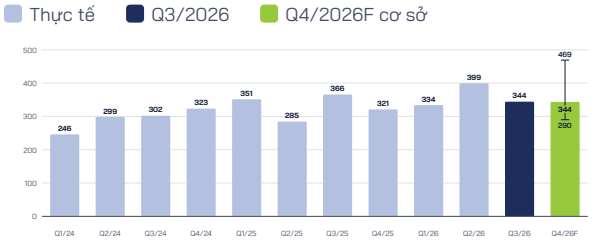
- **CFO 9T/2026 1.341 tỷ** (quý 3 −462 tỷ do giải ngân cho vay, phải thu); chi đầu tư 569 tỷ, cổ tức 1.156 tỷ (40% đợt 2 năm 2025).
- **Cổ tức tiền 5.000 đ/cp cho năm 2025** (10% tạm ứng + 40%), lợi suất 10,0% ở giá 50,1 nghìn; kế hoạch 2026 tối thiểu 10%. ĐHĐCĐ 2026 thông qua chuyển 328,9 tỷ quỹ đầu tư phát triển về lợi nhuận chưa phân phối.

7 Dự báo: quý 4/2026 LNST mẹ ~344 tỷ; cả năm ~1.422 tỷ (+7%), gấp 1,8 lần kế hoạch LNTT; 2027 ~1.493 tỷ

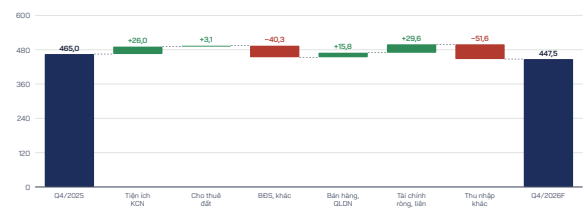
Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
DT tiện ích KCN	2.142	2.226	2.302	2.220	2.002
LN gộp tiện ích KCN	**214**	**245**	**272**	**255**	**219**
LN gộp cho thuê đất	78	85	90	79	82
LN gộp BĐS, hàng hóa, xây dựng, khác	10	24	50	18	65
Doanh thu thuần	2.340	2.460	2.590	2.426	2.292
EBITDA	361	424	488	442	410
Khấu hao	−115	−115	−115	−115	−105
Doanh thu tài chính	207	233	252	243	183
Chi phí tài chính, liên kết, khác	−135	−95	−65	−108	−23
LNTT	319	448	560	462	465
Cổ đông thiểu số	−22	−31	−38	−27	−44
LNST cổ đông mẹ	**234**	**344**	**412**	**344**	**321**

Nguồn: AAS dự báo; Q3/2026, Q4/2025 thực tế (Q4/2025 theo loại = năm kiểm toán − 9T).

LNST cổ đông mẹ theo quý, Q4/2026F có vạch dải 80%



Cầu nối LNTT Q4/2025 → Q4/2026F (cơ sở)



Nguồn: AAS tính. Dải 80% quý 4: 290–469 tỷ.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2026F	9.343	9.463	9.593	KH 5.940; 2025: 8.596
LNTT 2026F	1.784	**1.913**	2.026	KH 1.093 (175%); 2025: 1.839
LNST mẹ 2026F (9T 1.078 + Q4)	**1.312**	**1.422**	**1.490**	**2025: 1.323 (+7%)**

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
LNST mẹ lõi 2026F (bỏ BĐS, lãi thanh lý hợp tác)		1.332		
LNTT 2027F	1.322	1.967	2.373	
LNST mẹ 2027F	**972**	**1.493**	**1.745**	**+5% so 2026F; lõi 1.452**
EPS 2027F (đồng)	4.015	6.165	7.207	P/E 2027F cơ sở 8,1x

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 hợp nhất (doanh thu 5.940 tỷ, LNTT 1.093 tỷ, LNST 874 tỷ).

- **Quý 4/2026 ~344 tỷ (+7% so cùng kỳ):** tiện ích KCN tăng theo sản lượng điện và lấp đầy; doanh thu đất ~124 tỷ gần như chắc chắn; lãi tài chính ~233 tỷ. Quý 4 không có mùa vụ rõ (cao nhất 4/8 năm).
- **2027 tăng chậm (+5%):** tiện ích +10%, đất phân bổ tăng nhờ hợp đồng ký 2026; nhưng lãi suất tiền gửi đi xuống, lãi vay tăng và năm 2026 có khoản một lần 50 tỷ. Kịch bản thận trọng giả định tổn thất 150 tỷ ở khoản cho vay, trái phiếu.
- **Mốc theo dõi:** diện tích cho thuê mới và số dư doanh thu chưa thực hiện (BCTC quý 4, cuối 01/2027); thu hồi khoản cho vay qua công ty chứng khoán và trái phiếu T&T; biểu giá điện EVN; tiến độ bồi thường Phước Đông GĐ3; kế hoạch 2027, cổ tức tại ĐHĐCĐ (04/2027).

8 Định giá: giá trị hợp lý 69,1 nghìn đ/cp (+38%); thị trường chỉ trả 43% giá trị quỹ đất và đang chiết khấu mạnh tài sản tài chính

Thành phần (phần cty mẹ)	Cách tính	Tỷ đồng	Đ/cp
Vận hành tiện ích KCN, dịch vụ	LN gộp tiện ích + khác − CPBH, QLDN − chi phí tài chính + liên kết, 2027F, sau thuế, thiểu số = 467 tỷ × P/E 10x	4.670	19.288
Tài sản tài chính ròng	Tiền, tiền gửi 7.588 + cho vay 4.223 × 85% + trái phiếu 1.792 × 90% + cổ phiếu 204 − vay 5.494 − chi phí hạ tầng phải trả 3.263 − thuế tương lai 603	3.326	13.735
Quỹ đất hạng A (5 khu đang cho thuê, ~543 ha)	dòng tiền sau thuế, chiết khấu 12,5%, xác suất 0,95	6.331	26.147
Quỹ đất hạng B (Phước Đông GĐ3, 394 ha)	xác suất 0,75, chậm 1 năm, trừ chi phí còn lại	3.182	13.141
Giá trị theo các phần (SOTP)		**17.508**	**72.311**
+ Long Đức 2 (hạng C)	xác suất 0,40, chậm 2 năm, sở hữu 69%	684	75.135
P/E mục tiêu	LNST mẹ lõi 2027F 1.452 tỷ (EPS 5.999 đ) × P/E 11x		65.985
Giá trị hợp lý (50% P/E + 50% SOTP)			**69.148**

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 242,11 triệu; tài sản, nợ tại 30/09/2026.

- **Vì sao dùng cả P/E và SOTP:** lợi nhuận SIP đều (doanh thu đất phân bổ, tiện ích lặp lại) nên P/E có nghĩa; P/E mục tiêu 11x thấp hơn trung vị lịch sử 12,4x vì ~44% LNTT là lãi trên tài sản tài chính, một phần là cho vay, trái phiếu chưa minh bạch. SOTP tách riêng quỹ đất chưa cho thuê – phần P/E hiện tại chưa phản ánh.
- **Không đếm hai lần tiền thuê đã thu:** doanh thu đất phân bổ trong tương lai là tiền đã nằm trong tài sản tài chính, nên SOTP không cộng lợi nhuận đất phân bổ vào phần vận hành; ngược lại, trừ chi phí hạ tầng còn phải làm 3.263 tỷ và thuế trên phần sẽ ghi nhận.

- **Thị trường trả 4.134 tỷ cho quỹ đất** (vốn hóa 12.130 − vận hành 4.670 − tài chính ròng 3.326), bằng 43% giá trị hạng A + B (9.512 tỷ) – dưới ngưỡng 50% mà AAS coi là rẻ với cổ phiếu KCN. Nếu khoản cho vay và trái phiếu mất 50%, SOTP còn ~64,0 nghìn.
- **So với lịch sử:** P/B 2,34x ở phân vị 7% từ 2019 (3 năm 8%), z −1,12; P/E 8,7x ở phân vị 8%, z −1,51. Cổ tức tiền 12 tháng 10,0%.

Hiện tại (06/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2019	Phân vị 3 năm	z 3 năm	Trung vị 3 năm
P/B (BCTC quý 3/2026)	2,34x	7%	8%	−1,12	3,13x
P/E 4 quý (đến quý 3/2026)	8,7x	8%	8%	−1,51	12,0x
P/E 2026F (cơ sở)	8,5x				
P/E 2027F (cơ sở)	8,1x				
Lợi suất cổ tức tiền 12 tháng	10,0%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC SIP; AAS tính. Phân vị và z lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày kể từ cuối quý; dòng hiện tại dùng BCTC quý 3/2026 vừa công bố.

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
< −1,5	+79%	94%	69
−1,5 … −0,5	+62%	78%	473
−0,5 … 0,5	−11%	28%	495
0,5 … 1,5	−15%	17%	253
> 1,5	−15%	8%	53

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 06/2019 xếp theo z, lợi suất 250 phiên tới theo giá điều chỉnh. Các phiên chồng lấn nên số phiên không phải số lần độc lập.

Vùng giá (nghìn đ)	P/B (BVPS 30/09)	Căn cứ	Hành động
≤ 49,2	≤ 2,30x	P/B ≤ 2,3x: hiếm (dưới phân vị 10), mọi phiên ≤ 2,6x đều có lãi sau 250 phiên (n 113, các đợt 2020 và 2022); dưới giá trị vận hành + tài chính + đất hạng A	**MUA**
49,2 – 62,0	**2,30 – 2,90x**	**Giá hiện tại 50,1 nghìn (P/B 2,34x, P/E 8,7x); z P/B −1,5…−0,5: trung vị +62%, có lãi 78%**	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
62,0 – 77,0	2,90 – 3,60x	P/B 2,9–3,6x (≈ trung vị 3 năm 3,13x) bao trọn giá trị hợp lý 69,1 nghìn	**NẮM GIỮ**
> 77,0	> 3,60x	P/B > 3,6x (trên trung vị lịch sử): z P/B > 0,5 trung vị −15%, chỉ 17% số phiên có lãi sau 12 tháng	**CHỐT LỜI TỪNG PHẦN**

Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 21.380 đ.

9 Giao dịch: các quy tắc định giá đều đang nắm giữ; z P/E −1,5, nhưng chỉ có 2–3 lệnh lịch sử

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính SIP. Hiện z P/B −1,12, z P/E −1,51: cả hai ở vùng rẻ.
- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 06/2020 (khi đủ 250 phiên để tính z) trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin

tương lai.

- **Kết quả:** hai quy tắc z đặt trước thắng mua và giữ (+30,8% và +25,0% so với +13,0%/năm), sụt giảm tối đa thấp hơn (−38% so với −72%). Hai quy tắc ngưỡng P/B, P/E cũng thắng nhưng được đặt sau khi xem bảng nên có thể khớp quá với quá khứ.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–3 lệnh trong ~6 năm, phần lớn lợi nhuận đến từ một lần mua năm 2020; bằng chứng chưa đủ mạnh để dùng làm quy tắc cứng.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả bốn quy tắc đều đang ở trạng thái nắm giữ; P/E 8,7x thấp nhất từ 05/2023 (trừ vài tuần gần đây). Các phiên có z P/B từ −1,5 đến −0,5 có lợi suất 12 tháng trung vị +62% (78% số phiên có lãi).

Quy tắc (06/2020–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	558	+30,8%	−38%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	417	+25,0%	−62%	3	Có
P/B < 2,6x mua, > 4,5x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	235	+14,2%	−38%	2	Có
P/E < 10x mua, > 15x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	337	+20,9%	−37%	3	Có
Mua và giữ	**219**	**+13,0%**	**−72%**	**1**	**Có**

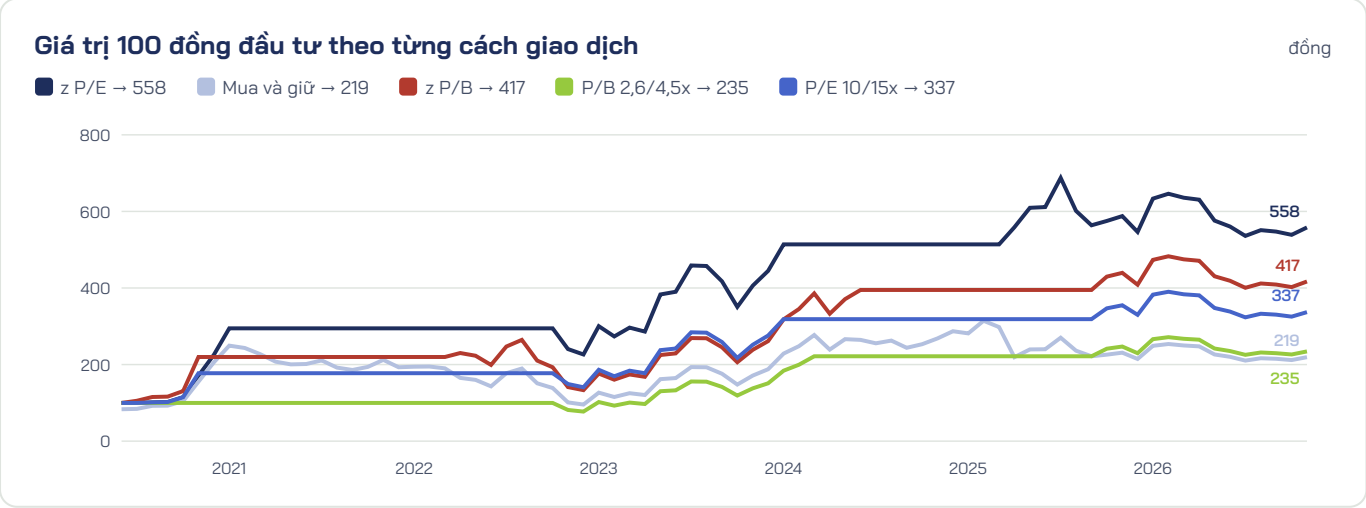
Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 06/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

Yếu tố hỗ trợ

- **Lợi nhuận đều**: tiện ích KCN và đất phân bổ ~91% LN gộp.
- **Tiền thuê mới thu ~2.040 tỷ 9T/2026**, cộng dần vào doanh thu 30 năm.
- **Cổ tức tiền 10%**, P/E thấp nhất từ 05/2023.

Rủi ro

- **Cho vay 4.223 tỷ, trái phiếu 1.792 tỷ** chưa minh bạch bên vay, tài sản đảm bảo.
- **Tạm ứng nội bộ 636 tỷ** để gom đất.
- **Lãi suất giảm** làm giảm lãi tài chính; nhu cầu FDI chịu thuế quan Mỹ.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH SIP

- **Chưa có cổ phiếu:** mua 1/3 ở 50,1 nghìn (P/B 2,34x, P/E 8,7x, cổ tức 10,0%); thêm 1/3 khi BCTC quý 4 cho thấy khoản cho vay qua công ty chứng khoán giảm hoặc có tài sản đảm bảo cao hơn, hoặc giá dưới 49,2 nghìn (P/B 2,3x); phần cuối khi Phước Đông GĐ3 hoàn tất bồi thường.
- **Đang nắm giữ:** giữ, nhận cổ tức; chốt lời từng phần từ 77,0 nghìn (P/B 3,6x, trên giá trị hợp lý 69,1 nghìn). Giảm 1/3 nếu giá đóng cửa dưới 46 nghìn (đáy 52 tuần 46,6 nghìn, 27/07/2026) kèm thông tin xấu về khoản cho vay, trái phiếu.
- **Kỳ vọng thời gian:** 12–18 tháng; lợi nhuận đều nên giá chủ yếu phụ thuộc định giá lại (P/E thấp nhất từ 05/2023, P/B ở phân vị 7%) và niềm tin vào tài sản tài chính.
- **Nâng lên MUA** nếu SIP công bố rõ bên vay, tài sản đảm bảo (hoặc thu hồi phần lớn khoản cho vay) và số dư doanh thu chưa thực hiện tiếp tục tăng ≥ 1.500 tỷ/năm. **Hạ về THEO DÕI** nếu phát sinh dự phòng cho khoản cho vay, trái phiếu, hoặc tỷ lệ có tài sản đảm bảo giảm trở lại.
- **Mốc theo dõi:** BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027) và kiểm toán 2026 (03/2027): thuyết minh cho vay, trái phiếu; diện tích cho thuê mới; ĐHĐCĐ 2027 (cổ tức, kế hoạch).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.