Báo cáo cổ phiếu: SZC

Thông tư 99 dàn tiền thuê đất ra 32 năm: lợi nhuận kế toán giảm 76%, tiền thuê vẫn vào đều; P/B thấp nhất lịch sử – tích lũy từng phần

CTCP Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC) · KCN – đô thị – sân golf Châu Đức, BOT ĐT768, khu dân cư Hữu Phước · BCTC hợp nhất đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 20,85 nghìn đ (13/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ (SOTP)	LNST 9T/2026	LNST 2026F	P/B	TIỀN THUÊ ĐẤT MỚI 9T/2026
20,85 nghìn đ · 13/11/2026	**29,8** nghìn đ · +43%	**58** tỷ đ · −76% so cùng kỳ	**73** tỷ đ · −79% so 2025	**1,23x** phân vị 8% từ 2019	**749** tỷ đ · chỉ 82 tỷ vào doanh thu

GÓC NHÌN AAS

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG GIẢM TỶ TRỌNG	LNST 2027F
20,85 nghìn đ	29,8 nghìn đ	22,0–27,1 nghìn đ	≥ 33,9 nghìn đ	91 tỷ đ

Hành động: tích lũy 1/3 ở giá hiện tại (P/B 1,23x, thấp nhất từ khi niêm yết); thêm khi BCTC quý 4/2026 xác nhận tiền thuê đất mới duy trì ≥ 200 tỷ/quý; giữ đến vùng 27,1–33,9 nghìn, giảm tỷ trọng từ 33,9 nghìn. **Nâng lên MUA** nếu tiền thuê mới cả năm 2026 ≥ 1,0 nghìn tỷ và nợ ròng tiếp tục giảm. **Hạ về THEO DÕI** nếu tiền thuê mới hai quý liên tiếp dưới 150 tỷ.

KẾT LUẬN

Từ 2026 SZC phân bổ doanh thu cho thuê đất theo thời hạn thuê (Thông tư 99), áp dụng phi hồi tố: số dư đầu kỳ và lợi nhuận chưa phân phối không bị điều chỉnh, chỉ hợp đồng mới bị dàn ra ~32 năm. Vì vậy LNST 9T/2026 chỉ 58 tỷ (−76%) dù tiền thuê đất mới thu ~750 tỷ, ngang năm 2025; số dư doanh thu chờ phân bổ tăng từ 302 lên 1.038 tỷ. AAS dự báo quý 4 ~15 tỷ, cả năm ~73 tỷ (vượt kế hoạch 56,1 tỷ), 2027 ~91 tỷ.

P/E không còn dùng được; giá trị theo các phần 29,8 nghìn đ/cp (+43%), trong đó quỹ đất KCN chiếm phần lớn, trừ nợ ròng 1.620 tỷ và nghĩa vụ hạ tầng 1.204 tỷ. Thị trường đang trả 70% giá trị quỹ đất – rẻ vừa phải; P/B 1,23x ở vùng thấp nhất lịch sử. AAS tích lũy từng phần, chờ tiền thuê quý 4 và hướng dẫn TT99.

KCN CHÂU ĐỨC

1.038 tỷ tiền thuê chờ phân bổ (30/09/2026)

- Tiền thuê mới 9T ~750 tỷ
- DT KCN 9T chỉ 82 tỷ
- Còn ~416 ha đã đền bù

BOT ĐT768, NHÀ Ở

90 tỷ LN gộp 9T/2026

- BOT ~37 tỷ DT/quý
- Hữu Phước 78 tỷ DT 9T
- Gánh lợi nhuận kế toán

GOLF, TÀI CHÍNH

1.620 tỷ nợ ròng

- Golf lỗ gộp 24 tỷ 9T
- Nghĩa vụ hạ tầng 1.204 tỷ
- Bồi thường 2026 ~1,36 nghìn tỷ

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **9T/2026:** doanh thu 346 tỷ (−52%), LNST 58 tỷ (−76%), đã vượt kế hoạch cả năm; quý 3 21,6 tỷ (+4%).
2. **TT99, phi hồi tố:** số dư doanh thu chờ phân bổ đất 01/01/2026 giữ 301,9 tỷ, LNST chưa phân phối không điều chỉnh; số dư lên 1.038 tỷ ở 30/09; thuế nộp theo phần phân bổ.
3. **Tiền vẫn vào:** tiền thuê đất mới 9T ~749 tỷ; CFO 620 tỷ; nợ ròng giảm còn 1.620 tỷ.
4. **Dự báo cơ sở:** LNST quý 4/2026 15 tỷ (thận trọng −18, tích cực 57); 2026 73 tỷ; 2027 91 tỷ.
5. **Định giá:** SOTP 29,8 nghìn đ/cp (+43%; dải 14,6–42,5 nghìn); P/B 1,23x.
6. **TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**: mua dưới 22,0 nghìn, tích lũy 22,0–27,1 nghìn, giảm tỷ trọng từ 33,9 nghìn.

1 Mô hình kinh doanh: chủ đầu tư KCN – đô thị Châu Đức 2.287 ha; KCN tạo tiền, BOT, golf, nhà ở tạo doanh thu kế toán

- **Bốn nguồn thu:** (1) cho thuê đất KCN Châu Đức (khách trả trước tiền thuê cho cả thời hạn, đến khoảng 2058) và phí quản lý; (2) thu phí BOT đường tỉnh 768 qua công ty con BOT 768 (thu lại từ 05/04/2025); (3) sân golf Châu Đức 36 hố (công ty con tự vận hành từ 01/01/2026); (4) nhà phố, nhà ở xã hội Khu dân cư Hữu Phước và nước, nước thải trong KCN.
- **Điểm then chốt năm 2026:** SZC chuyển sang phân bổ doanh thu cho thuê đất theo thời hạn thuê khi áp dụng Thông tư 99/2025. Tiền vẫn vào như cũ (749 tỷ tiền thuê đất mới trong 9T/2026), nhưng doanh thu đất chỉ còn 82 tỷ, nên lợi nhuận kế toán giảm 76%. Đây là khác biệt lớn với KBC, VGC (vẫn ghi một lần).
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) số dư doanh thu chờ phân bổ × tỷ lệ phân bổ (~1/32 mỗi năm); (2) phí quản lý KCN; (3) lưu lượng xe BOT ĐT768; (4) số căn Hữu Phước bàn giao; (5) lỗ vận hành golf; (6) lãi vay (phần không vốn hóa).



Nguồn: BCTC hợp nhất quý 1, quý 3/2026, soát xét 6T/2026, kiểm toán 2025 (thuyết minh doanh thu, giá vốn theo loại, doanh thu chờ phân bổ); tài liệu ĐHĐCĐ 2026; AAS tính. Diện tích quỹ đất là thông tin công khai, chưa đối chiếu BCTN.

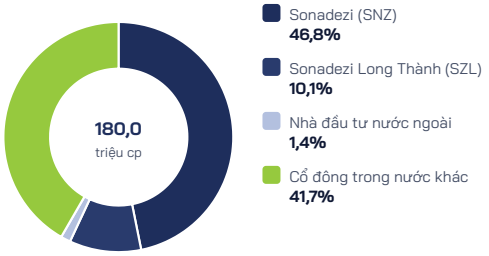
Cổ đông: Sonadezi (SNZ) kiểm soát 46,84%, SZL 10,08%; khối ngoại ~1,4%

- **Cổ đông lớn (thuyết minh vốn góp 30/09/2026):** Tổng Công ty Phát triển Khu Công nghiệp (Sonadezi, SNZ) 843,1 tỷ (46,84%), CTCP Sonadezi Long Thành (SZL) 181,4 tỷ (10,08%), cổ đông khác 775,3 tỷ. Vốn góp 1.799,9 tỷ = 179,99 triệu

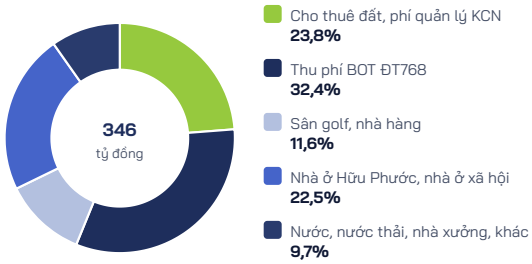
cp.

- **Khối ngoại ~1,37%** (room 20%). Hai công ty con 100%: BOT 768, Dịch vụ Golf Châu Đức; không có lợi ích thiểu số.

Cơ cấu cổ đông — % vốn



Cơ cấu doanh thu 9T/2026 — % tổng



Nguồn: thuyết minh vốn góp BCTC quý 3/2026; room khối ngoại 13/11/2026; thuyết minh doanh thu theo loại; AAS tính.

2 Kết quả kinh doanh: 9T/2026 LNST 58 tỷ (−76%) vì doanh thu đất chuyển sang phân bổ; đã vượt kế hoạch cả năm 56 tỷ

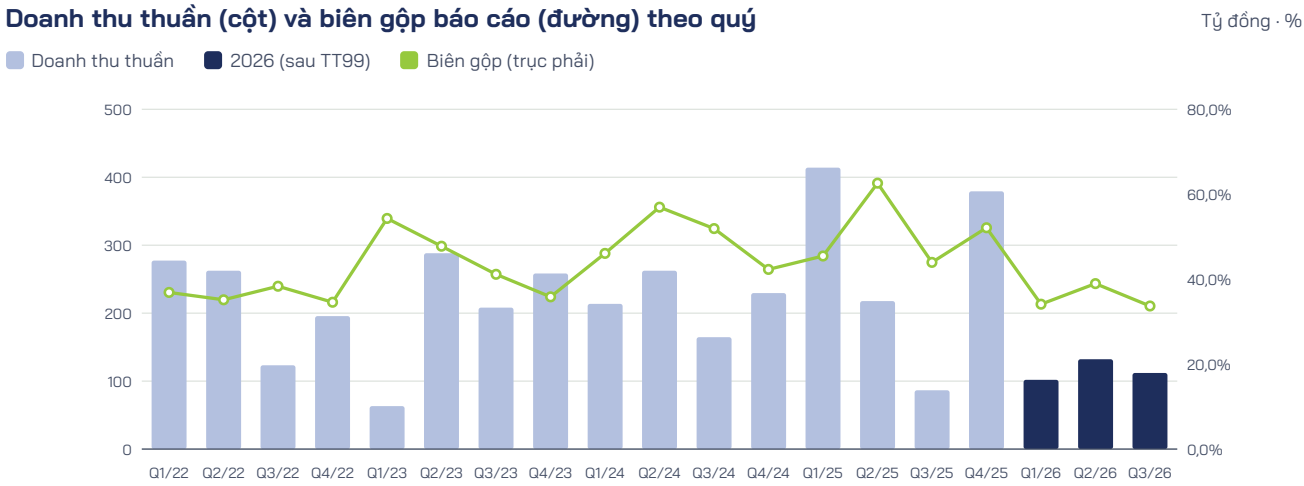
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	713	859	818	871	1.098	719	346	−52%
LN gộp trước khấu hao	456	352	447	551	710	458	216	−53%
Biên trước khấu hao	64,0%	40,9%	54,6%	63,3%	64,7%	63,7%	62,5%	−1,3 điểm
CPBH	−11	−10	−9	−5	−14	−14	−4	n/m
QLDN trừ khấu hao	−54	−39	−44	−54	−70	−42	−47	n/m
EBITDA	**392**	**302**	**394**	**492**	**626**	**403**	**166**	**−59%**
Khấu hao thường xuyên	−5	−43	−99	−123	−153	−97	−94	n/m
EBIT	386	260	295	369	474	305	71	−77%
Tài chính ròng	6	−17	−29	5	7	5	−2	−143%
Thu nhập khác ròng	5	2	0	0	−38	−9	0	n/m
LNTT	397	244	267	375	443	301	70	−77%
LNST	**324**	**197**	**219**	**299**	**345**	**242**	**58**	**−76%**
Biên gộp báo cáo (sau KH)	63,2%	36,1%	42,8%	49,5%	51,0%	50,5%	35,8%	−14,6 điểm

Nguồn: BCTC hợp nhất SZC (năm kiểm toán, 9T theo BCTC quý); AAS tính. Khấu hao thường xuyên = tăng hao mòn lũy kế TSCĐ và BĐS đầu tư, bỏ các bước nhảy là giá vốn đất ghi qua khấu hao BĐS đầu tư.

- **9T/2026:** doanh thu 346 tỷ (−52%), LN gộp 124 tỷ (−66%), LNTT 70 tỷ, LNST 58 tỷ – 103% kế hoạch hợp nhất cả năm (56,1 tỷ, −84% so 2025, đặt theo cách ghi nhận mới).
- **Quý 3/2026 LNST 21,6 tỷ (+4%):** quý 3/2025 cũng không có bàn giao đất lớn nên hai quý so được; LN gộp nhà ở +21 tỷ bù cho KCN −19 tỷ.

- **Dòng tiền ngược chiều lợi nhuận:** CFO 9T/2026 620 tỷ, gấp 11 lần LNST (9T/2025: 140 tỷ). Tiền thuê đất vẫn thu đủ; chỉ doanh thu kế toán bị dàn ra ~32 năm.
- **Lãi vay vốn hóa lớn:** năm 2025 SZC vốn hóa 147,4 tỷ lãi vay vào dở dang KCN và khu đô thị, trong khi chi phí lãi vay trên KQKD chỉ 26,8 tỷ. Lợi nhuận kế toán vì vậy chưa phản ánh hết chi phí vốn của quỹ đất.

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



Nguồn: BCTC hợp nhất SZC; AAS tính.

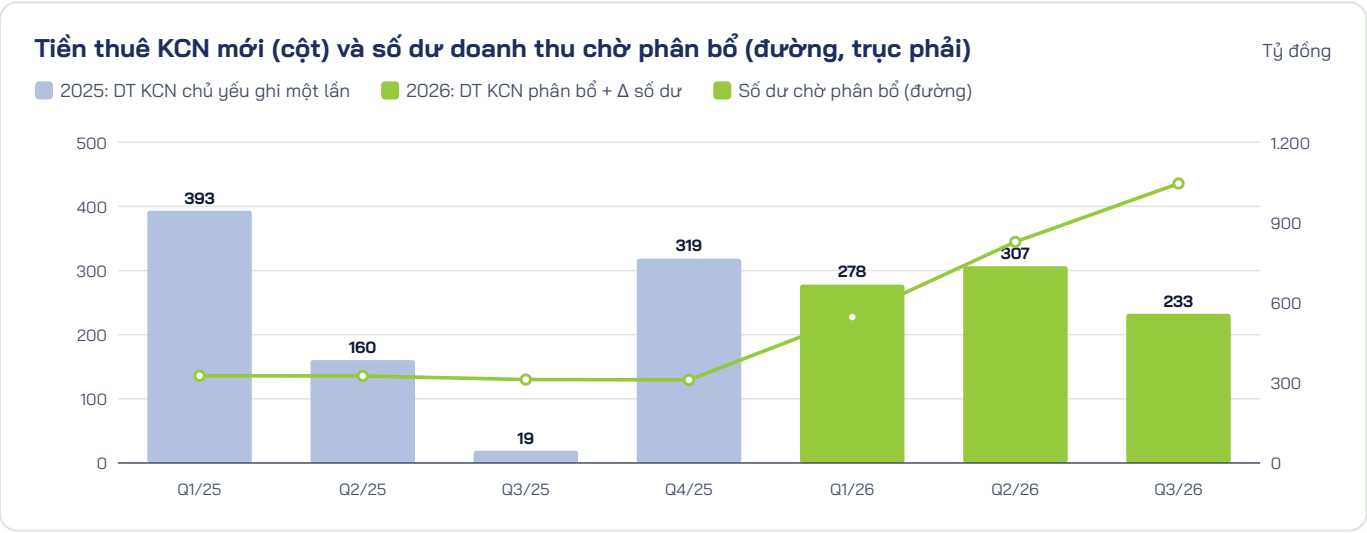
3 Ghi nhận doanh thu sau Thông tư 99: SZC chuyển sang phân bổ PHI HỒI TỐ; tiền thuê đất mới 9T/2026 ~750 tỷ nhưng chỉ 82 tỷ vào doanh thu

- **Chính sách (thuyết minh 4.17 BCTC quý 3/2026):** "đối với các hợp đồng cho thuê tài sản có nhận trước tiền thuê của nhiều kỳ, doanh thu được phân bổ phù hợp với thời hạn cho thuê và điều kiện ghi nhận doanh thu áp dụng tại thời điểm lập báo cáo"; tiền thuê nhận trước ghi vào doanh thu chờ phân bổ. Soát xét 6T/2026 ghi rõ đây là thay đổi chính sách kế toán duy nhất trong kỳ.
- **Không điều chỉnh hồi tố:** số dư doanh thu chờ phân bổ đất KCN tại 01/01/2026 là 301,9 tỷ, đúng bằng số kiểm toán 31/12/2025; LNST chưa phân phối đầu kỳ 590,9 tỷ giữ nguyên. Hợp đồng đã ghi một lần trước 2026 không bị đảo lại; chỉ hợp đồng bàn giao từ 2026 bị phân bổ.
- **Số dư nhảy 736 tỷ trong 9 tháng** (đất KCN 302 → 1.038 tỷ, ×3,4), tương ứng ~23 ha ở giá ~125 USD/m². Người mua trả tiền trước (đặt cọc) giảm từ 285 xuống 93 tỷ vì cọc chuyển thành tiền thuê khi bàn giao.
- **Thuế:** tài sản thuế hoãn lại chỉ tăng từ 3,2 lên 6,7 tỷ và toàn bộ đến từ chênh lệch khấu hao (thuyết minh thuế hoãn lại soát xét 6T); thuế suất hiệu dụng 9T 17,4%. Tức SZC nộp thuế TNDN theo phần doanh thu phân bổ, không nộp trước trên tiền thu.
- **Điểm chưa chắc chắn:** ĐHĐCĐ 2026 ủy quyền HĐQT điều chỉnh kế hoạch khi Bộ Tài chính có hướng dẫn chính thức về áp dụng TT99 cho hạ tầng KCN; SZC đã gửi văn bản xin hướng dẫn. Nếu hướng dẫn cho phép ghi một lần trở lại, lợi nhuận kế toán 2026–2027 sẽ tăng mạnh mà không đổi dòng tiền.

	Trước (đến 31/12/2025)	Sau (từ 01/01/2026)
Doanh thu cho thuê đất	Ghi một lần toàn bộ tiền thuê khi bàn giao đất (2025: 808,6 tỷ ghi một lần)	Phân bổ đều theo thời hạn thuê còn lại (~32–33 năm) và điều kiện ghi nhận tại ngày lập báo cáo
Tiền thuê đã nhận	Vào doanh thu ngay	Vào "doanh thu chờ phân bổ" (nợ phải trả), giảm dần khi phân bổ
Giá vốn đất	Trích trước theo tổng mức đầu tư, ghi một lần cùng doanh thu	Trích trước tương ứng phần doanh thu phân bổ
Lợi nhuận một năm có 25 ha	~460 tỷ LNST từ đất (25 ha × 32,9 tỷ/ha × biên 70% × 80%)	~14 tỷ/năm trong 32 năm
Cách chuyển đổi	–	Phi hồi tố: số dư đầu kỳ giữ nguyên, không điều chỉnh LNST chưa phân phối; chỉ hợp đồng bàn giao từ 2026 bị phân bổ
Thuế TNDN	Theo doanh thu một lần	Theo phần phân bổ: tài sản thuế hoãn lại chỉ 6,7 tỷ, toàn bộ từ khấu hao

Nguồn: thuyết minh chính sách kế toán BCTC kiểm toán 2025 (TM 4.17, TM 5.1 (*)), soát xét 6T/2026 và BCTC quý 3/2026 (TM 4.17); AAS tính. Giá đất 32,9 tỷ/ha ≈ 125 USD/m² là ước tính từ tiền thuê mới thu.

Chỉ báo dẫn: tiền thuê KCN mới thu 230–310 tỷ mỗi quý năm 2026, ngang nhịp 2025



Nguồn: BCTC hợp nhất SZC; AAS tính. Chỉ báo = doanh thu KCN của quý + thay đổi số dư doanh thu chờ phân bổ; năm 2025 gồm cả phí quản lý và đất ghi một lần.

- **Tiền thuê đất mới 9T/2026 ~749 tỷ** (quý 1 237, quý 2 286, quý 3 226), đã gần bằng doanh thu đất ghi một lần cả năm 2025 (808,6 tỷ). Kế hoạch 2026: cho thuê ~25 ha và hoàn tất 9,2 ha đã ký ghi nhớ; tiền thu từ KCN dự kiến 910,7 tỷ.
- **Doanh thu KCN theo quý giảm dần (42 → 26 → 14 tỷ) dù số dư tăng:** phần đất phân bổ theo 1/32 năm chỉ 2,4–6,4 tỷ/quý; phần còn lại là phí quản lý và các khoản ghi theo điều kiện tại ngày báo cáo, dồn vào nửa đầu năm. Thuyết minh không tách hai phần này nên AAS dự báo phần phí theo dải quý 2–3.

Tỷ đồng	31/12/2025 (kiểm toán)	01/01/2026 (đầu kỳ BCTC 2026)	31/03/2026	30/06/2026	30/09/2026
DT chờ phân bổ: đất KCN	**301,9**	**301,9**	**536,9**	**818,4**	**1.037,6**
DT chờ phân bổ: golf, BOT	8,7	8,7	9,5	8,6	8,2

Tỷ đồng	31/12/2025 (kiểm toán)	01/01/2026 (đầu kỳ BCTC 2026)	31/03/2026	30/06/2026	30/09/2026
LNST chưa phân phối lũy kế đến cuối kỳ trước	246,1	590,9	–	–	–
Tài sản thuế TNDN hoãn lại	3,2	3,2	4,3	5,5	6,7
Người mua trả tiền trước (đặt cọc thuê đất)	285,3	285,3	180,2	127,7	93,2
Chi phí phải trả dài hạn (trích trước giá vốn KCN)	1.250,5	1.250,5	1.239,5	1.220,4	1.203,8

Nguồn: BCTC hợp nhất SZC: kiểm toán 2025, quý 1/2026, soát xét 6T/2026, quý 3/2026 (thuyết minh doanh thu chờ phân bổ, thuế hoãn lại, vốn chủ); AAS tổng hợp.

Cầu nối lợi nhuận: mất 348 tỷ LN gộp KCN ghi một lần, chỉ bù được 49 tỷ phân bổ

Cầu nối LNST, tỷ đồng	9T/2025 → 9T/2026
LNST 9T/2025	**242,1**
KCN: mất phần ghi một lần	−347,9
KCN: phân bổ + phí 2026	+48,6
BOT ĐT768	+9,6
Golf	+5,6
Nhà ở Hữu Phước	+43,6
Nước, khác	+1,9
Bán hàng, quản lý	+4,8
Tài chính, khác	+3,1
Thuế TNDN	+46,3
LNST 9T/2026	**57,7**

Ước tính, tỷ đồng	9T/2026
Tiền thuê đất mới thu (Δ doanh thu chờ phân bổ + phần đất đã phân bổ)	749
Phần đất đã vào doanh thu (phân bổ)	12,9
LNST cộng thêm nếu ghi một lần (× biên đất 69,7% × 80%)	410
LNST báo cáo	58
LNST nếu vẫn ghi một lần (ước)	**468**
So với 9T/2025 báo cáo	+93%

Nguồn: thuyết minh doanh thu, giá vốn theo loại (9T/2025 = 6T soát xét + quý 3); AAS tính. Ước tính "nếu vẫn ghi một lần" bỏ qua chênh lệch thời điểm giữa nhận tiền và bàn giao.

4 Bức tranh theo mảng: KCN còn 39% LN gộp 9T/2026; BOT và nhà ở Hữu Phước gánh lợi nhuận, golf lỗ gộp 24 tỷ

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Cho thuê đất, phí quản lý KCN	**588**	**82**	**−86%**	**348**	**49**	**59%**
Thu phí BOT ĐT768	66	112	+70%	35	45	40%
Sân golf, nhà hàng	37	40	+9%	−30	−24	−60%
Nhà ở Hữu Phước, nhà ở xã hội	5	78	n/m	2	46	58%
Nước, nước thải, nhà xưởng, khác	22	34	+50%	7	9	27%

9 tháng, tỷ đồng	DT 9T/2025	DT 9T/2026	Tăng	LNG 9T/2025	LNG 9T/2026	Biên 9T/26
Tổng	**719**	**346**	**−52%**	**363**	**124**	**36%**

Nguồn: thuyết minh doanh thu thuần, giá vốn theo loại (BCTC hợp nhất quý 1, quý 3/2026, soát xét 6T/2026); tổng các dòng khớp KQKD hợp nhất từng quý; AAS tính.

LN gộp theo quý (tỷ)	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Cho thuê đất, phí quản lý KCN	198	128	22	209	25	19	4
Thu phí BOT ĐT768	0	16	19	2	14	15	16
Sân golf, nhà hàng	−12	−12	−6	−15	−9	−9	−6
Nhà ở Hữu Phước, nhà ở xã hội	−1	3	0	1	0	25	21
Nước, nước thải, nhà xưởng, khác	2	2	2	2	4	1	4
Tổng	**188**	**136**	**38**	**198**	**35**	**52**	**38**

Nguồn: như trên; Q2 = 6T − Q1, Q4/2025 = năm kiểm toán − 9T.

- **KCN:** 9T/2026 doanh thu 82 tỷ, LN gộp 49 tỷ (9T/2025: 588 và 348 tỷ, gồm 518,0 tỷ doanh thu đất ghi một lần). Biên gộp KCN dao động mạnh theo quý (60%, 74%, 26%) vì chi phí quản lý KCN gần như cố định còn doanh thu nhỏ đi.
- **BOT ĐT768:** doanh thu 9T 112 tỷ (~37 tỷ/quý), biên 40%; thời gian thu phí còn lại khoảng 9 năm từ 2025. Giá vốn chủ yếu là khấu hao theo lưu lượng xe.
- **Nhà ở Hữu Phước:** 78 tỷ doanh thu, LN gộp 46 tỷ (bán nhà phố và cho thuê nhà ở xã hội); kế hoạch 2026 192 tỷ, mới làm 41%.
- **Golf:** doanh thu 40 tỷ, lỗ gộp 24 tỷ (khấu hao sân lớn); từ 2026 công ty con tự vận hành, kế hoạch 59 tỷ doanh thu. Nước, nước thải, nhà xưởng: 34 tỷ, biên 27%.

5 Sức khỏe tài chính: nợ ròng 1.620 tỷ, giảm từ đầu năm nhờ tiền thuê đất; năm 2026 cần ~1,36 nghìn tỷ cho bồi thường

Tỷ đồng, cuối kỳ	12/2023	12/2024	12/2025	06/2026	09/2026
Nợ vay	2.668	2.332	2.476	2.509	2.365
Tiền + tiền gửi có kỳ hạn	252	1.040	452	686	746
Nợ ròng	**2.415**	**1.292**	**2.024**	**1.822**	**1.619**
Doanh thu chờ phân bổ	328	327	311	827	1.046
Chi phí phải trả dài hạn (hạ tầng)	1.057	1.242	1.250	1.220	1.204
XDCB dở dang (KCN)	2.943	3.148	3.554	3.676	3.725
Hàng tồn kho (đô thị, Hữu Phước)	1.621	1.743	1.893	1.851	1.858
Vốn chủ sở hữu	1.737	3.106	3.203	3.211	3.053

Nguồn: BCTC hợp nhất SZC; AAS tính.

- **Nợ ròng 1.620 tỷ tại 30/09/2026** (vay 2.365 tỷ, tiền và tiền gửi 746 tỷ), giảm từ 2.024 tỷ đầu năm nhờ CFO 9T 620 tỷ. Vay chủ yếu dài hạn ngân hàng tài trợ KCN, BOT 768 và golf; tài sản golf 394 tỷ đang thế chấp.

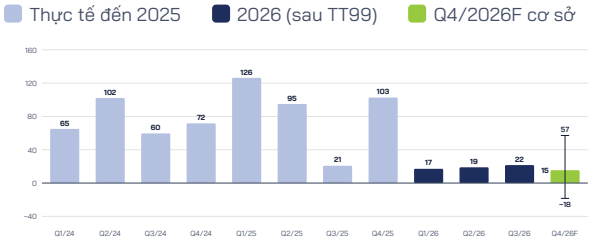
- **Nghĩa vụ hạ tầng 1.204 tỷ:** chi phí trích trước giá vốn cho phần đất đã cho thuê nhưng chưa làm xong hạ tầng; là tiền phải chi trong tương lai, AAS trừ khi định giá.
- **Nhu cầu vốn 2026:** kế hoạch đầu tư XDCB 257 tỷ và bồi thường GPMB 1.363 tỷ (phương án 42,65 ha, ~565 tỷ). Tiền thuê đất mới (~0,9–1,0 nghìn tỷ/năm) và vay sẽ tài trợ; cổ tức tiền 10% (180 tỷ) trả trong quý 4/2026.
- **Doanh thu chờ phân bổ 1.046 tỷ** là tiền đã thu, không phải nợ trả bằng tiền; nó sẽ thành doanh thu ~32 tỷ/năm trong 32 năm.

6 Dự báo: quý 4/2026 LNST ~15 tỷ; cả năm ~73 tỷ (–79%), vượt kế hoạch; 2027 ~91 tỷ khi phần phân bổ lớn dần

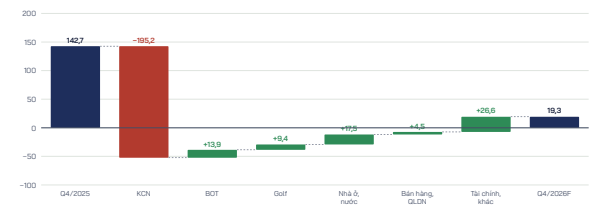
Q4/2026F, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Q3/2026	Q4/2025
LN gộp KCN	4	13	22	4	209
LN gộp BOT ĐT768	13	16	17	16	2
LN gộp golf	–10	–6	–3	–6	–15
LN gộp nhà ở, nước, khác	7	20	53	25	3
Doanh thu thuần	87	121	184	112	379
EBITDA	15	49	98	52	224
Khấu hao thường xuyên	–31	–31	–31	–31	–56
Bán hàng, quản lý	–30	–25	–22	–16	–29
Tài chính, khác ròng	–7	1	4	4	–26
LNTT	–23	19	71	25	143
LNST	**–18**	**15**	**57**	**22**	**103**

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

LNST theo quý, Q4/2026F có vạch thận trọng – tích cực (Tỷ đồng)



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



Nguồn: AAS tính. Khoảng quý 4: –18 đến 57 tỷ.

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2026F	434	468	530	KH 518; 2025: 1.098
LNST 2026F (9T 58 + Q4)	**39**	**73**	**115**	**KH 56,1 (+30%); 2025: 345**
Tiền thuê đất mới 2026F (ước)	899	974	1.049	KH tiền thu KCN 910,7

Năm, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch / thực tế
DT thuần 2027F	384	542	653	
LNST 2027F	**−31**	**91**	**187**	**+25% so 2026F**
EPS 2027F (đồng)	−170	507	1.039	P/E 2027F cơ sở 41x

Nguồn: AAS dự báo; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 hợp nhất (doanh thu 518,1 tỷ, LNST 56,1 tỷ).

- **Quý 4/2026 ~15 tỷ (cùng kỳ 103 tỷ có đất ghi một lần):** BOT ~16 tỷ LN gộp, nhà ở ~16 tỷ, KCN ~13 tỷ, golf lỗ ~6 tỷ. Biến động lớn nhất là số căn Hữu Phước bàn giao và phí KCN ghi trong quý.
- **2027 ~91 tỷ:** phần đất phân bổ tăng lên ~53 tỷ/năm khi số dư vượt 1,5 nghìn tỷ; BOT, nhà ở ổn định. Lợi nhuận kế toán vẫn chỉ bằng ~1/5 mức 2025 dù tiền thuê thu tương đương.
- **Mốc theo dõi:** BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027): số dư doanh thu chờ phân bổ, đặt cọc mới; hướng dẫn của Bộ Tài chính về TT99 cho hạ tầng KCN; tiến độ bồi thường 42,65 ha; ĐHĐCĐ 2027.

7 Định giá: SOTP 29,8 nghìn đ/cp (+43%); P/E mất ý nghĩa sau TT99, P/B 1,23x thấp nhất lịch sử

Thành phần (tỷ đồng)	Cách tính	Tỷ đồng	Đ/cp
Tài chính ròng	tiền 618 + tiền gửi 127 − vay 2.365 − cổ tức phải trả 183	−1.803	−10.016
Nghĩa vụ hạ tầng	chi phí trích trước giá vốn KCN còn phải chi	−1.204	−6.688
Thuế trên doanh thu chờ phân bổ	20% × biên 70% × 1.038 tỷ, trải 32 năm, chiết khấu 10%	−43	−239
BOT ĐT768	tiền vận hành ~72% doanh thu 2027F, 8 năm còn lại, chiết khấu 12%	538	2.991
Phí KCN, nước, nước thải	LN gộp 2027F sau thuế × 10	401	2.227
Chi phí chung	70% BH, QLDN 2027F sau thuế × 7	−333	−1.851
Sân golf	50% giá trị còn lại tài sản golf 394 tỷ (đang lỗ gộp)	197	1.095
Khu đô thị, Hữu Phước dở dang	tồn kho 1.858 tỷ × 0,85	1.580	8.777
KCN hạng A (~391 ha đã đền bù)	30 ha/năm từ 2027, 125 USD/m² +3%/năm, chi phí còn lại 4 tỷ/ha, thuế 20%, chiết khấu 12,5%, xác suất 0,95	4.898	27.213
KCN hạng B (~215 ha chưa đền bù)	bồi thường 13,3 tỷ/ha, từ 2029, 15 ha/năm, xác suất 0,75	1.128	6.268
Giá trị theo các phần (SOTP)		**5.359**	**29.776**

Nguồn: AAS tính; số cổ phiếu 179,99 triệu; tài sản, nợ tại 30/09/2026. Diện tích quỹ đất là thông tin công khai, chưa đối chiếu BCTN; giá thuê ước từ tiền thuê mới thu 9T/2026.

- **Vì sao không dùng P/E:** sau khi chuyển sang phân bổ, LNST 4 quý chỉ 160 tỷ (P/E 23x) và 2027F 91 tỷ (P/E 41x), trong khi tiền thuê đất thu mỗi năm ~0,9–1,0 nghìn tỷ. Phân bổ chưa ổn định (năm đầu, số dư còn tăng nhanh), nên AAS định giá theo các phần: quỹ đất theo dòng tiền, mảng vận hành theo bội số, trừ nợ và nghĩa vụ.
- **Không đếm hai lần tiền thuê đã thu:** doanh thu chờ phân bổ 1.038 tỷ là tiền đã nằm trong tiền mặt (hoặc đã giảm nợ), nên định giá bằng 0; chỉ trừ thuế sẽ nộp khi phân bổ (−43 tỷ) và nghĩa vụ hạ tầng 1.204 tỷ.

- **Thị trường trả 70% giá trị quỹ đất A + B:** (vốn hóa 3.753 – tài chính ròng, nghĩa vụ – BOT, phí KCN – dở dang) / (4.898 + 1.128). Ngưỡng AAS coi là rẻ với cổ phiếu KCN là < 50%, nên SZC rẻ vừa phải, không rẻ sâu như P/B gợi ý: nợ ròng và nghĩa vụ hạ tầng đã ăn ~16,7 nghìn đ/cp.
- **Ba kịch bản SOTP:** thận trọng 14,6 nghìn (20 ha/năm, 110 USD/m²), cơ sở 29,8 nghìn, tích cực 42,5 nghìn (40 ha/năm, 135 USD/m²). Chỉ tính hạng A (bỏ đất chưa đền bù): 23,5 nghìn.

Hiện tại (13/11/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2019	Phân vị 3 năm	z 3 năm	Trung vị 3 năm
P/B (vốn chủ 30/09/2026)	1,23x	8%	12%	−1,19	2,08x
P/B nếu tiền thuê 2026 vẫn ghi một lần	1,09x				
P/E 4 quý (đến quý 3/2026)	23,4x				21,9x
P/E 2027F (cơ sở)	41x				
Lợi suất cổ tức tiền (1.000 đ/cp)	4,8%				

Nguồn: giá đóng cửa, BCTC SZC; AAS tính. Phân vị và z lịch sử dùng BCTC sau 45 ngày; dòng hiện tại dùng vốn chủ 30/09/2026. Vốn chủ từ 2026 thấp hơn cách ghi cũ vì tiền thuê mới chưa vào lợi nhuận.

P/B	LS 250 phiên trung vị	Tỷ lệ có lãi	Số phiên
≤ 1,0x	+59%	100%	14
1,0–1,3x	+163%	93%	70
1,3–1,6x	+66%	89%	163
1,6–2,0x	+49%	64%	298
2,0–2,5x	+15%	57%	394
> 2,5x	−2%	49%	744

Nguồn: AAS tính; mỗi phiên từ 02/2019 xếp theo P/B, 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
≤ 22,0	**≤ 1,3x**	**P/B ≤ 1,3x hiếm (phân vị ~10%); các phiên 1,0–1,3x có lãi sau 250 phiên 93% (n 70, gần hết là 2020)**	**MUA**
22,0 – 27,1	1,3 – 1,6x	1,3–1,6x: trung vị LS 250 phiên +66%, có lãi 89%; vẫn dưới SOTP cơ sở 29,8 nghìn	**TÍCH LŨY TỪNG PHẦN**
27,1 – 33,9	1,6 – 2,0x	1,6–2,0x: quanh SOTP; LS trung vị +49%, có lãi 64%	**NẮM GIỮ**
33,9 – 42,4	2,0 – 2,5x	2,0–2,5x: trên SOTP cơ sở, gần kịch bản tích cực 42,5 nghìn	**GIẢM TỶ TRỌNG**
> 42,4	> 2,5x	> 2,5x: LS 250 phiên trung vị −2%, chỉ 49% số phiên có lãi	**CHỐT LỜI**

Nguồn: AAS tính trên BVPS 30/09/2026 16.960 đ.

8 Giao dịch: P/B ở vùng thấp nhất lịch sử; quy tắc z P/B đang nắm giữ, 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 SZC. Hiện z P/B −1,19.

- **Cách kiểm tra:** chạy lại từ 02/2020 trên giá điều chỉnh; lợi nhuận, 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:** quy tắc z P/B (+12,1%/năm) ngang mua và giữ (+11,9%) nhưng sụt giảm ít hơn (−62% so với −73%); z P/E thua (+1,7%). Ngưỡng P/B 1,6/2,5x cho +13,5%/năm 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; bội số P/E, P/B trước và sau 2026 không cùng cách ghi nhận doanh thu đất, nên tín hiệu P/E từ 2026 không dùng được.
- **Ý nghĩa hiện tại:** P/B 1,23x ở phân vị 8% từ 2019; quy tắc z P/B và P/B 1,6/2,5x đều đang nắm giữ.

Quy tắc (02/2020–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	112	+1,7%	−65%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	216	+12,1%	−62%	3	Có
P/B < 1,6x mua, > 2,5x bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	235	+13,5%	−43%	3	Có
P/E < 12x mua, > 20x bán (đặt sau khi xem bảng P/E)	219	+12,3%	−38%	2	Không
Mua và giữ	**214**	**+11,9%**	**−73%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 13/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

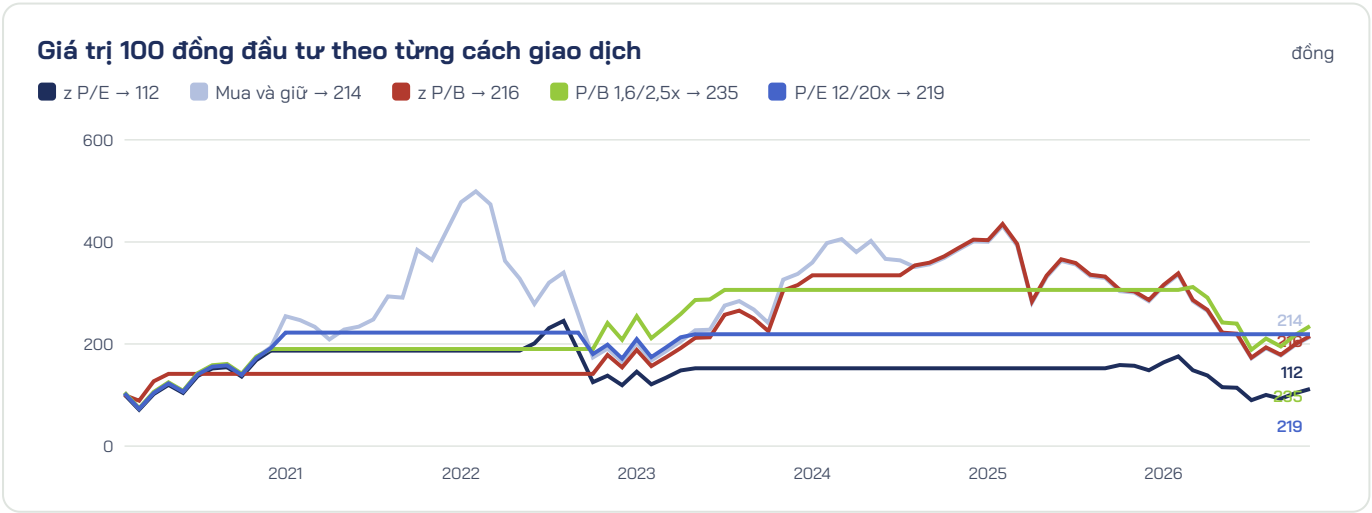
Yếu tố hỗ trợ

- **Tiền thuê đất mới ~750 tỷ 9T/2026**, ngang năm 2025.
- **P/B 1,23x**, thấp nhất từ khi niêm yết.
- **BOT, nhà ở** giữ lợi nhuận kế toán dương.

Rủi ro

- **Nợ ròng 1.620 tỷ**, bồi thường 2026 ~1,36 nghìn tỷ.
- **Chính sách TT99** chưa có hướng dẫn chính thức.
- **Golf lỗ**; nhu cầu FDI chịu thuế quan Mỹ.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



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

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH SZC

- **Chưa có cổ phiếu:** mua 1/3 ở 20,85 nghìn (P/B 1,23x, dưới 22,0 nghìn là vùng mua theo P/B); thêm 1/3 khi BCTC quý 4/2026 xác nhận tiền thuê mới quý 4 ≥ 200 tỷ; phần cuối khi có hướng dẫn TT99 hoặc tiến độ bồi thường 42,65 ha.
- **Đang nắm giữ:** giữ đến vùng 27,1–33,9 nghìn (P/B 1,6–2,0x, quanh SOTP 29,8 nghìn); giảm tỷ trọng từ 33,9 nghìn, chốt lời từ 42,4 nghìn.
- **Kỳ vọng thời gian:** 12–24 tháng; lợi nhuận kế toán thấp kéo dài nên giá phụ thuộc vào tiền thuê mới thu và sự rõ ràng của chính sách ghi nhận.
- **Nâng lên MUA** nếu tiền thuê đất mới cả năm 2026 ≥ 1,0 nghìn tỷ và nợ ròng tiếp tục giảm. **Hạ về THEO DÕI** nếu tiền thuê mới hai quý liên tiếp < 150 tỷ hoặc nợ vay tăng mạnh để trả bồi thường.
- **Mốc theo dõi:** BCTC quý 4/2026 (cuối 01/2027), kiểm toán 2026 (03/2027), hướng dẫn của Bộ Tài chính về TT99 cho hạ tầng KCN, ĐHĐCĐ 2027.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 14/11/2026, 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.