

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

MUA +34,7%

Ngành	BDS & KCN
Ngày báo cáo	18/06/2025
Giá hiện tại	64.600 VND
Giá mục tiêu	85.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	103.000 VND
TL tăng	+31,6%
Lợi suất cổ tức	3,1%
Tổng mức sinh lời	+34,7%

GT vốn hóa	13,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	6,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	31,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	1,8%
SL cổ phiếu lưu hành	210,5 tr
Pha loãng	210,5 tr

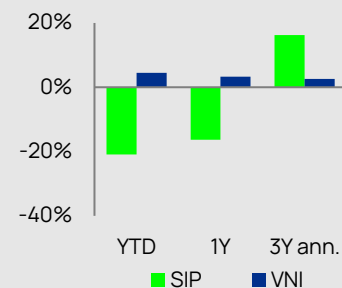
	SIP	Peers	VNI
P/E (trượt)	11,6x	9,8x	13,8x
P/B (ht)*	1,4x	1,6x	1,7x
ROE	29,5%	21,1%	12,8%
ROA	5,7%	6,8%	2,0%

* P/B điều chỉnh cho SIP và các CT cùng ngành

Tổng quan Công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HDKD chính của công ty là phát triển KCN, BĐS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như tiện ích.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh

Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.801	7.872	7.845	8.305
% YoY	16,8%	0,9%	-0,3%	5,9%
LN từ HDKD (tỷ đồng)	985	1.047	1.098	1.189
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.170	1.217	1.297	1.386
% YoY	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
EPS	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
% YoY	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
Dòng tiền từ mảng KCN (tỷ đồng)	1.222	1.263	1.406	1.823
Biên LN gộp	14,0%	14,9%	15,7%	16,2%
Biên LN từ HDKD	12,6%	13,3%	14,0%	14,3%
Biên LN ròng	15,0%	15,5%	16,5%	16,7%
ROE	29,6%	26,0%	23,9%	22,2%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-43,1%	-44,5%	-49,4%	-51,8%
P/E	12,6x	12,1x	11,4x	10,7x
P/B điều chỉnh	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x

Lợi nhuận tăng trưởng ổn định từ mảng dịch vụ tiện ích

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu cho CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) còn 85.000 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA do giá cổ phiếu của SIP đã giảm khoảng 27% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh giá định thấp hơn của chúng tôi về doanh số cho thuê đất khu công nghiệp (KCN) và tăng trưởng giá bán trung bình trong giai đoạn 2025–28, chủ yếu do những thách thức từ thông báo thuế quan đối ứng gần đây của Mỹ và các cuộc đàm phán thương mại đang diễn ra, được bù đắp một phần bởi việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến giữa năm 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 15%/12% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–26, chủ yếu do: (1) thu nhập tài chính thấp hơn khi chúng tôi giả định công ty sẽ không thoái vốn thêm tại CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (HOSE: NTC; SIP sở hữu 21,5% cổ phần vào cuối quý 1/2025) trong thời gian còn lại của năm 2025, và (2) đóng góp lợi nhuận gộp thấp hơn từ mảng tiện ích.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26 sẽ tăng 4%/7% YoY đạt 1,2/1,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do thu nhập cốt lõi từ mảng cho thuê và dịch vụ tiện ích KCN cao hơn so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi doanh số cho thuê đất KCN đạt 74,5/45/53 ha trong các năm 2024/25/26.
- Trong bối cảnh thách thức ngắn hạn, chúng tôi tin rằng SIP vẫn có khả năng duy trì thu hút khách thuê tại các KCN, được hỗ trợ bởi quỹ đất lớn có vị trí chiến lược và đã được giải phóng mặt bằng ở miền Nam, khả năng thu hút đầu tư với các khách hàng FDI lớn như Brotex (sợi màu), Gain Lucky (nhuộm/dệt kim), Sailun (lốp xe), và First Solar (tấm pin mặt trời), và thực tế là những khách hàng chủ chốt của công ty trong ngành sản xuất dệt may và ngành lốp xe không phụ thuộc nhiều vào thị trường Mỹ.
- Rủi ro: Thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam cao hơn dự kiến, dẫn đến doanh số cho thuê đất KCN phục hồi chậm hơn dự kiến; tăng trưởng doanh thu chậm hơn dự kiến từ mảng tiện ích.

Thu nhập cốt lõi dự kiến sẽ được củng cố bởi các dịch vụ tiện ích khu công nghiệp, nhà xưởng xây sẵn (NXXS)/nhà kho xây sẵn (NKXS) và phân khúc điện mặt trời: Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của SIP từ các dịch vụ tiện ích KCN (điện, nước và các dịch vụ liên quan) đạt trung bình 800 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2025–2027, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 4%. Các dự báo của chúng tôi được hỗ trợ bởi (1) tỷ lệ lấp đầy và hoạt động sản xuất của các khách thuê gia tăng, và (2) đóng góp ngày càng tăng từ mảng điện mặt trời áp mái (khoảng 12 MWp công suất mới mỗi năm so với 64 MWp đã lắp đặt vào cuối năm 2024). SIP cũng hưởng lợi từ việc tăng cường đầu tư vào các NXXS với khoảng 190.000 m2 NXXS đang hoạt động tính đến cuối quý 1/2025, và thêm khoảng 100.000 m2 theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Thế Hệ Mới.

Quỹ đất lớn hỗ trợ tăng trưởng trung hạn: Tính đến cuối quý 1/2025, SIP sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại khoảng 1.200 ha (bao gồm KCN Long Đức Giai đoạn 2 đã nhận được chấp thuận đầu tư vào tháng 2/2025), trong đó chúng tôi ước tính khoảng 770 ha đã được giải phóng mặt bằng và sẵn sàng cho thuê, nằm trong các KCN trọng điểm loại 1 và loại 2. SIP đặt mục tiêu

hoàn tất giải phóng mặt bằng tại KCN Phước Đông vào năm 2025, có thể bổ sung thêm khoảng 180 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê. Ngoài ra, SIP đang bán KDC Phước Đông với tổng diện tích 247 ha, đã được giải phóng mặt bằng hoàn toàn và sẵn sàng để bán.

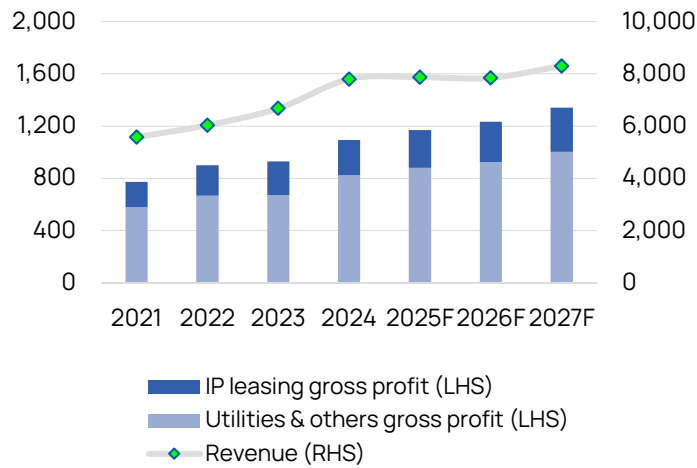
Triển vọng năm 2025: Mảng dịch vụ tiện ích KCN cải thiện, hỗ trợ tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS khoảng 4%

Hình 1: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới so với 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	7.801	7.872	1%	-5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo chủ yếu do những thách thức tiềm ẩn từ thuế quan đối ứng gần đây của Hoa Kỳ và các cuộc đàm phán thương mại đang diễn ra.
– KCN	389	417	7%	0%	* Chúng tôi dự báo dòng tiền thuần từ KCN năm 2025 đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+3% so với 2024), chủ yếu do dự phóng doanh số cho thuê đất KCN năm 2025 đạt 45 ha (so với khoảng 19 ha năm 2023 và 74,5 ha năm 2024; giảm từ 55 ha trong dự báo trước đó của chúng tôi). * SIP áp dụng phương pháp phân bổ để ghi nhận doanh thu KCN.
– Tiện ích (điện, nước và các dịch vụ khác)	6.974	6.934	-1%	-6%	* Chúng tôi dự báo doanh thu dịch vụ tiện ích sẽ đi ngang so với cùng kỳ, do chúng tôi dự phóng hiệu suất hoạt động sẽ chững lại trong nửa cuối năm 2025 do tác động tiềm ẩn của thuế quan.
– BDS nhà ở	0	31	N.M.	-54%	* Chúng tôi dự phóng KDC Phước Đông sẽ tiếp tục ghi nhận doanh số và bàn giao trong nửa cuối năm 2025.
– Khác	438	490	12%	5%	
Lợi nhuận gộp	1.095	1.170	7%	-4%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN và các dịch vụ tiện ích KCN sẽ đóng góp lần lượt 25% và 66% vào dự báo lợi nhuận gộp năm 2025 của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-110	-123	12%	-1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	985	1.047	6%	-4%	
Thu nhập tài chính	622	666	7%	-28%	* Chúng tôi dự báo thu nhập tài chính năm 2025 tăng 7% YoY, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng. * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo, do chúng tôi hiện giả định sẽ không có thêm khoản thoái vốn tại NTC trong thời gian còn lại của năm 2025, so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi.
Chi phí tài chính	-116	-140	20%	9%	* Chúng tôi dự báo chi phí tài chính năm 2025 tăng 20% YoY chủ yếu do tổng nợ vay gộp trung bình năm 2024/25 cao hơn.
Thu nhập ròng từ các công ty liên kết (CTLK)	65	51	-22%	29%	* Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ công ty liên kết giảm so với cùng kỳ do SIP giảm tỷ lệ sở hữu tại NTC xuống 21,5% vào cuối quý 1/2025, từ mức 24,9% vào cuối năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo, do chúng tôi hiện giả định sẽ không có thêm khoản thoái vốn tại NTC trong thời gian còn lại của năm 2025, so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi.
Thu nhập/lỗ ròng khác	16	11	-31%	0%	
LNTT	1.572	1.635	4%	-16%	
LNST sau lợi ích CĐTTS	1.170	1.217	4%	-15%	
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	14,9%			
– KCN	69,5%	69,5%			
– Tiện ích (điện, nước và các dịch vụ khác)	10,7%	11,1%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,9%	13,3%			
Biên lợi nhuận ròng	13,2%	15,5%			

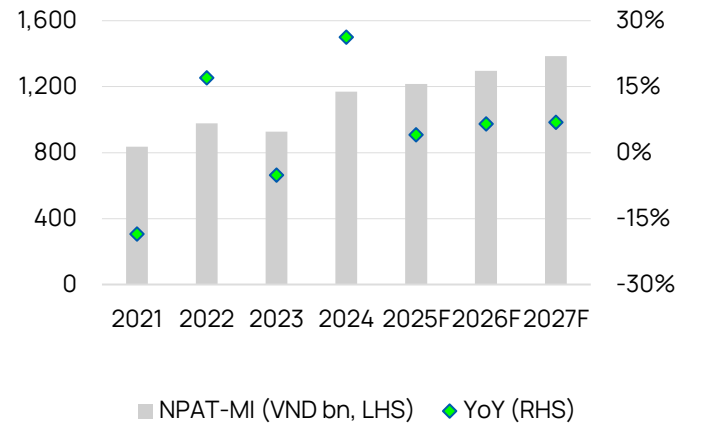
Nguồn: Báo cáo tài chính của SIP, dự báo của Vietcap

Hình 2: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp



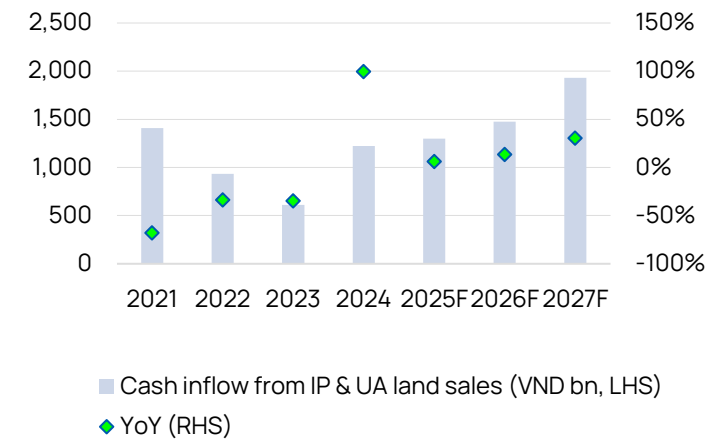
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 3: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS



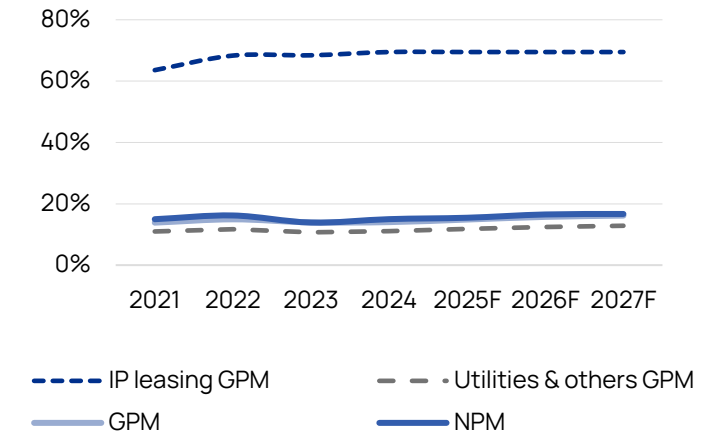
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 4: Dòng tiền từ cho thuê đất KCN & KĐT



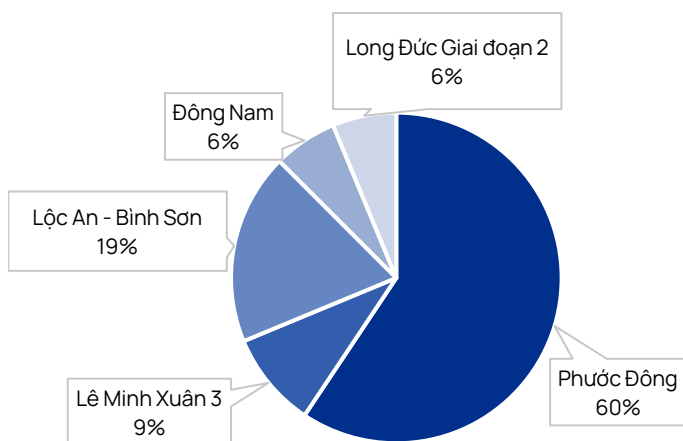
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 5: Dự báo biên lợi nhuận



Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 6: Dự báo cơ cấu tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-2027 của SIP



Các khách thuê lớn tại các KCN của SIP:

- Phước Đông: Brotex, Gain Lucky, Jinyu Tire, Sailun (dệt may, sản xuất lốp xe)
- Lộc An - Bình Sơn: SLP, Dong-il, Net Detergent, Pharmacy (logistics, hàng tiêu dùng thiết yếu, dệt may)
- Đông Nam: First Solar, Worldon, Sheico (sản xuất tấm pin mặt trời, may mặc)

Nguồn: Vietcap

Định giá

Chúng tôi định giá SIP bằng phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng (RNAV) để nắm bắt các dự án KCN của công ty, đóng góp từ các doanh nghiệp dịch vụ tiện ích KCN và các công ty liên kết của SIP. Tất cả các KCN của SIP đều đã được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư và hiện đang trong quá trình GPMB/xây dựng.

- Chúng tôi định giá các dự án KCN và dịch vụ tiện ích KCN bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT), chúng tôi tin rằng phương pháp này là phù hợp nhất để định giá dòng tiền dự kiến từ các mảng kinh doanh này.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá CKDT để định giá một phần dự án Phước Đông của SIP, một tiểu dự án với diện tích 98,5 ha mà công ty đã giải phóng mặt bằng toàn bộ, nộp tiền sử dụng đất và nhận được quy hoạch tổng thể 1/500.
- Chúng tôi định giá công ty con của SIP là CTCP KCN Nam Tân Uyên (UPCoM: NTC) theo giá thị trường là 150.000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi chưa đưa vào mô hình các KCN & KĐT tiềm năng chưa được phê duyệt pháp lý cho SIP, bao gồm các KCN Phạm Văn 1 & Phạm Văn 2 (TP. HCM; lần lượt là 379 ha và 289 ha) và KĐT Đông Nam (TP. HCM; 56 ha).

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho SIP là 85.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 17% so với giá mục tiêu trước đó của chúng tôi. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu phản ánh (1) dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-28 của chúng tôi giảm 28% và (2) việc chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng giá bán trung bình hàng năm cho giai đoạn 2025-28 xuống 0-3% từ mức 5-8% trước đây, sau thông báo thuế quan của Tổng thống Trump. Những yếu tố này một phần được bù đắp bởi (3) việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.

Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chưa bao gồm các khoản mục tính đến cuối quý 1/2025: (1) các khoản phải thu cho vay 2,3 nghìn tỷ đồng với kỳ hạn dưới 12 tháng và (2) các khoản phải thu khác 660 tỷ đồng liên quan đến hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Thế Hệ Mới để phát triển các NXXS (SIP đóng góp 69,7%).

Hình 7: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	TL sở hữu thực tế	Đóng góp (tỷ đồng)
Các dự án KCN	CKDT	10.177		8.875
Lê Minh Xuân 3	CKDT	2.404	100%	2.404
Phước Đông 1 & 2	CKDT	3.606	100%	3.606
Lộc An - Bình Sơn	CKDT	2.141	69%	1.477
Đông Nam	CKDT	508	100%	508
Long Đức GD 2	CKDT	1.519	58%	880
Các dịch vụ tiện ích KCN	CKDT	4.880	100%	4.880
KĐT Phước Đông (Giai đoạn A)	CKDT	483	100%	483
Các công ty liên kết				1.566
NTC	Vốn hóa thị trường	3.600	22%	774
Các công ty liên kết khác	Giá trị sổ sách			792
Giá trị hiện tại ròng từ đầu tư				15.804
Tiền và tương đương tiền				6.295
Nợ vay gộp				-4.118
Giá trị tài sản ròng (NAV)				17.982
Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại (triệu)				210,5
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				85.000
Tỷ lệ tăng (%)				+31,6%
Lợi suất cổ tức (%)				3,1%
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)				+34,7%
Dự phóng P/B điều chỉnh năm 2025/2026 theo giá mục tiêu				1,7x/1,6x
Dự phóng P/E năm 2025/2026 theo giá mục tiêu				16,0x/15,0x

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Dự báo mảng cho thuê KCN của SIP

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	TT dự báo 2025	TT dự báo 2026	TT dự báo 2027
Diện tích cho thuê bổ sung (ha)	76	25	19	74	45	53	63	-39%	17%	19%
Phước Đông	33	20	19	58	30	33	33	-48%	8%	0%
Lê Minh Xuân 3	7	0	0	0	5	5	5	N.M.	0%	0%
Lộc An – Bình Sơn	26	5	0	16	10	10	10	-39%	0%	0%
Đông Nam	9	0	0	0	0	5	5	N.M.	N.M.	0%
Long Đức giai đoạn 2	0	0	0	0	0	0	10	N.M.	N.M.	N.M.
Diện tích cho thuê lũy kế	1.373	1.393	1.412	1.486	1.531	1.584	1.636	3%	3%	3%
Dòng tiền (tỷ đồng) ⁽¹⁾	1.409	907	611	1.222	1.263	1.406	1.823	3%	11%	30%
Tổng doanh thu chưa ghi nhận (tỷ đồng) ⁽²⁾	10.471	11.037	11.273	12.106	12.952	13.910	15.248	7%	7%	10%
Doanh thu cho thuê KCN (tỷ đồng) ⁽³⁾	302	341	375	389	417	447	485	7%	7%	9%

Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap. Lưu ý: số dư cuối (2) = số dư đầu (2) cộng (1) và trừ (3).

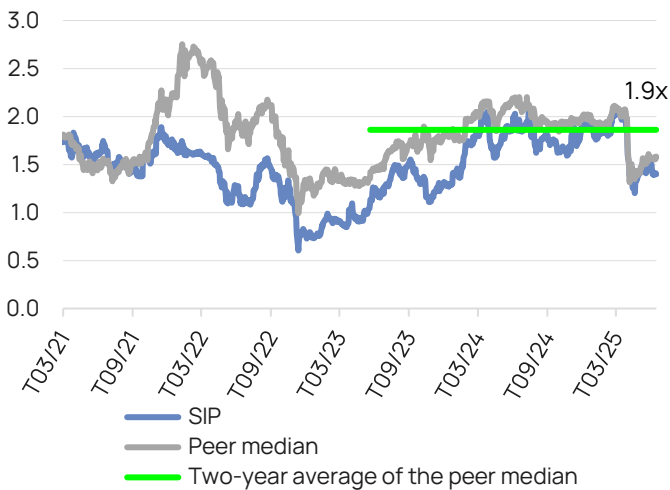
Hình 9: Định giá CKDT cho mảng dịch vụ tiện ích KCN của SIP

Dòng tiền tự do (DTTD) 5 năm		Tỷ đồng
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		2.133
GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)		2.748
Giá trị vốn chủ sở hữu		4.880
Giả định WACC	Trước đây	Điều chỉnh
Beta	1,2	1,2
Lãi suất phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu %	15,6%	15,6%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
% nợ vay	20,0%	20,0%
% vốn chủ sở hữu	80,0%	80,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	14,2%	14,2%

Tóm tắt dòng tiền	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tiện ích điện nước	520	522	557	606	663
Các dịch vụ tiện ích hỗ trợ khác	204	212	221	231	244
Lợi nhuận từ HĐKD	724	733	777	837	906
- Thuế	-135	-137	-145	-156	-169
+ Khấu hao	131	143	162	177	219
- Vốn đầu tư XDCB*	-244	-244	-244	-244	-244
- Tăng vốn lưu động	0	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	476	496	550	614	712
GTHT của DTTD	445	406	394	440	447
GTHT lũy kế của DTTD	445	851	1.246	1.686	2.133

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) vốn đầu tư XDCB chỉ bao gồm các khoản đầu tư vào mảng dịch vụ tiện ích KCN, trong khi vốn đầu tư XDCB cho mảng KCN được đưa vào phương pháp định giá RNAV cho KCN.

Hình 10: P/B điều chỉnh của SIP so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến 18/6/2025)

Hình 11: P/B điều chỉnh của SIP



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến 18/6/2025)

Hình 12: Tổng quan 3 kịch bản thuế và tác động dự kiến đối với ngành BĐS KCN của Việt Nam

Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở (quan điểm của Vietcap)	Kịch bản tích cực
• Chênh lệch thuế quan cao hơn 10-15% so với các quốc gia khác trong khu vực. • Việt Nam có thể mất lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia khác trong khu vực khi xuất khẩu sang Hoa Kỳ, đặc biệt trong lĩnh vực điện tử công nghệ cao.	• Chênh lệch thuế quan 5-10% so với các quốc gia khác trong khu vực, nhưng vẫn thấp hơn Trung Quốc. • Dù chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ giữ được một số lợi thế cạnh tranh nhất định, kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định khả năng cạnh tranh sẽ giảm tương đối.	• Chênh lệch thuế quan 0-5% so với các quốc gia khác trong khu vực. • Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh tương đối.

Nguồn: Vietcap

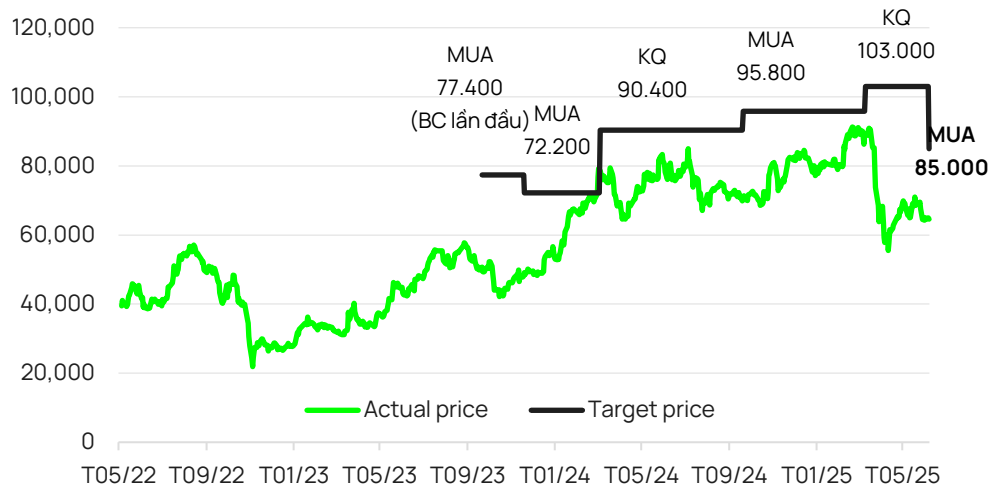
Hình 13: Dự báo và giá mục tiêu cho SIP theo 3 kịch bản thuế quan

Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở (quan điểm của Vietcap)	Kịch bản tích cực
Các giả định và dự phóng chính cho SIP		
• Tăng trưởng giá trung bình ròng hàng năm từ -3% đến 0% trên tất cả các dự án KCN trong giai đoạn 2025-2028. • Dự báo doanh số cho thuê đất KCN và ghi nhận bàn giao giảm 10% so với kịch bản cơ sở. • Giả định tất cả các điều kiện khác vẫn không thay đổi so với kịch bản cơ sở.	• Tăng trưởng giá bán trung bình ròng hàng năm từ 0% đến 3% trên tất cả các dự án KCN trong giai đoạn 2025-2028. • Doanh số cho thuê đất KCN năm 2025: 45 ha (trong đó, 20 ha đã đạt được trong quý 1/2025). • Doanh số cho thuê đất KCN các năm 2026/2027: 53 ha/63 ha.	• Tăng trưởng giá bán trung bình ròng hàng năm từ 3% đến 6% trên tất cả các dự án KCN trong giai đoạn 2025-2028. • Dự báo doanh số cho thuê đất KCN và ghi nhận bàn giao tăng 10% so với kịch bản cơ sở. • Giả định tất cả các điều kiện khác vẫn không thay đổi so với kịch bản cơ sở.
Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của chúng tôi cho SIP		
Giá mục tiêu tương ứng: 76.000 đồng/cổ phiếu Tổng mức sinh lời tương ứng: +20,7% P/E dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 14,3x/14,2x P/B điều chỉnh dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 1,6x/1,4x	Giá mục tiêu: 85.000đồng/cổ phiếu Tổng mức sinh lời: +34,7% P/E dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 16,0x/15,0x P/B điều chỉnh dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 1,7x/1,6x	Giá mục tiêu tương ứng: 96.000 đồng/cổ phiếu Tổng mức sinh lời tương ứng: +51,7% P/E dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 17,8x/16,1x P/B điều chỉnh dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu: 2,0x/1,8x

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 14: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap cho SIP so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



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

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	7.801	7.872	7.845	8.305
Giá vốn hàng bán	-6.706	-6.702	-6.611	-6.963
Lợi nhuận gộp	1.095	1.170	1.235	1.341
Chi phí bán hàng	-22	-24	-27	-30
Chi phí quản lí DN	-89	-99	-110	-122
LN thuần HĐKD	985	1.047	1.098	1.189
Doanh thu tài chính	622	666	751	764
Chi phí tài chính	-116	-140	-159	-128
Trong đó, chi phí lãi vay	-77	-135	-154	-123
Lợi nhuận từ công ty LDLK	65	51	39	24
Lãi/(lỗ) ròng khác	16	11	13	13
LNTT	1.572	1.635	1.742	1.861
Thuế TNDN	-293	-305	-325	-347
LNST trước CĐTS	1.279	1.330	1.417	1.515
Lợi ích CĐ thiếu số	-109	-113	-120	-129
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.170	1.217	1.297	1.386
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	1.170	1.217	1.297	1.386
EBITDA	1.370	1.450	1.513	1.619
EPS báo cáo, VND	5.113	5.319	5.666	6.056
DPS báo cáo, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	39%	38%	35%	33%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	16,8%	0,9%	-0,3%	5,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,9%	6,3%	4,8%	8,3%
TT LNST sau lợi ích CĐTS	23,3%	4,0%	6,5%	6,9%
Tăng trưởng EPS báo cáo	26,2%	4,0%	6,5%	6,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,0%	14,9%	15,7%	16,2%
Biên LN từ HĐ %	12,6%	13,3%	14,0%	14,3%
Biên EBITDA	17,6%	18,4%	19,3%	19,5%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	15,0%	15,5%	16,5%	16,7%
ROE %	29,6%	26,0%	23,9%	22,2%
ROA %	5,5%	5,1%	5,2%	5,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	22	24	31	33
Số ngày phải thu	195	231	246	248
Số ngày phải trả	13	14	15	15
TG luân chuyển tiền	204	241	261	266
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,9x	3,0x	3,4x	3,9x
CS thanh toán nhanh	2,8x	2,9x	3,3x	3,7x
CS thanh toán tiền mặt	1,4x	1,4x	1,6x	1,7x
Nợ/Tài sản	14,4%	12,2%	9,3%	7,0%
Nợ/Vốn sử dụng	42,5%	36,5%	28,3%	21,8%
Nợ/Vốn CSH	-43,1%	-44,5%	-49,4%	-51,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	12,8x	7,7x	7,1x	9,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	646	741	786	968
Đầu tư TC ngắn hạn	5.244	5.244	5.244	5.244
Các khoản phải thu	4.853	5.110	5.452	5.829
Hàng tồn kho	322	551	561	706
TS ngắn hạn khác	852	852	852	852
Tổng TS ngắn hạn	11.917	12.498	12.896	13.600
TS dài hạn (gộp)	11.280	13.213	14.917	16.591
- Khấu hao lũy kế	-1.714	-2.117	-2.532	-2.962
TS dài hạn (ròng)	9.566	11.096	12.385	13.628
Đầu tư TC dài hạn	1.190	707	383	407
TS dài hạn khác	2.379	2.379	2.379	2.379
Tổng TS dài hạn	13.136	14.183	15.147	16.415
Tổng Tài sản	25.053	26.681	28.043	30.014
Phải trả ngắn hạn	241	275	272	286
Nợ ngắn hạn	2.466	2.362	1.961	1.661
Nợ ngắn hạn khác	1.436	1.468	1.510	1.567
Tổng nợ ngắn hạn	4.144	4.105	3.743	3.514
Nợ dài hạn	1.132	906	634	444
Nợ dài hạn khác	14.909	15.990	17.094	18.502
Tổng nợ	20.185	21.002	21.471	22.460
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	2.105	2.105	2.105	2.105
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.698	2.153	2.666	3.242
Vốn khác	537	780	1.039	1.316
Lợi ích CĐTS	528	641	762	890
Vốn chủ sở hữu	4.868	5.680	6.572	7.554
Tổng cộng nguồn vốn	25.053	26.681	28.043	30.014
SL cổ phiếu lưu hành, triệu	211	211	211	211

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	829	646	741	786
Lợi nhuận sau thuế	1.170	1.217	1.297	1.386
Khấu hao	385	403	415	430
Thay đổi vốn lưu động	-1.248	-447	-343	-485
Điều chỉnh khác (*)	314	1.107	1.111	1.437
Tiền từ hoạt động KD	621	2.280	2.479	2.767
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-633	-1.933	-1.704	-1.674
Đầu tư, ròng	-1.725	500	363	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.358	-1.433	-1.341	-1.674
Cổ tức đã trả	-359	-421	-421	-421
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	871	-104	-400	-300
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.041	-226	-272	-190
Tiền từ các HĐKD khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	1.553	-752	-1.093	-912
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-184	95	45	182
Tiền cuối năm	646	741	786	968

Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Chúng tôi cho rằng các điều chỉnh khác chủ yếu bao gồm dòng tiền vào từ việc cho thuê đất KCN của SIP.

Phụ lục

Hình 15: Các dự án KCN và KĐT của SIP

Các dự án KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Năm mở bán	Tổng diện tích (ha)	Diện có thể cho thuê (ha)	Diện tích có thể cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	% diện tích hoàn thành giải phóng mặt bằng
Các dự án KCN đang hoạt động								
Đông Nam	TP.HCM	100%	2008	286,8	206,5	23,2	89%	99%
Phước Đông (GĐ 1)	Tây Ninh	100%	2008	1.014,1	816,9	33,8	96%	100%
Phước Đông (GĐ 2)	Tây Ninh	100%	2008	1.175,0	903,7	685,3	24%	80%
Lê Minh Xuân 3	TP.HCM	100%	2014	231,3	155,8	106,1	32%	95%
Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	69%	2009	497,8	360,6	117,5	67%	100%
Long Đức GĐ 2*	Đồng Nai	58%	2025	293,9	202,3	202,3	0%	N/A
TỔNG CỘNG				~3.500	~2.600	~1.200		
Các dự án KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Tổng diện tích (ha)	Tình trạng pháp lý				
Đông Nam	TP.HCM	100%	55,8	Đang tiến hành các thủ tục pháp lý để có được chấp thuận đầu tư. SIP đã đảm bảo phần lớn diện tích đất trong dự án này.				
Phước Đông (Giai đoạn A)	Tây Ninh	100%	247,0	Đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho 247 ha; đã nhận được quy hoạch chi tiết 1/500 cho tiểu dự án Phước Đông diện tích 98,5 ha. SIP đặt mục tiêu mở bán khoảng 160 căn thấp tầng vào nửa cuối năm 2025.				
Phước Đông (Giai đoạn B)	Tây Ninh	100%	401,0	Đang trong quá trình lập kế hoạch và giải phóng mặt bằng.				
TỔNG CỘNG			~700					

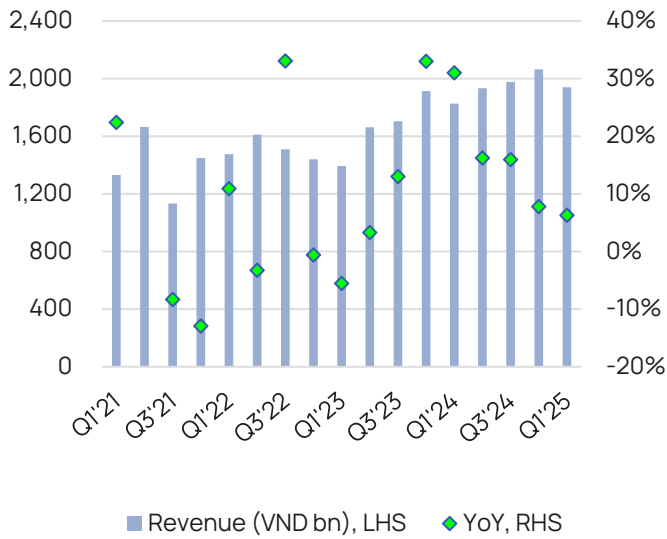
Nguồn: SIP, Vietcap. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 1/2025. (*) nhận được phê duyệt đầu tư vào tháng 2/2025.

Hình 16: Tóm tắt mảng dịch vụ tiện ích KCN của SIP

Mảng	% đóng góp doanh thu		% đóng góp lợi nhuận		Tình trạng
	2024	2025F	2024	2025F	
Phân mảng phân phối điện và dịch vụ nước	84%	82%	49%	47%	SIP có giấy phép phân phối điện tại cả 4 KCN và có thể đạt biên lợi nhuận gộp cao hơn (so với các công ty cùng ngành) nhờ sở hữu 4 trạm biến áp 110/22 kV tại các KCN. Ngoài ra, SIP hiện đang vận hành khoảng 64 MWp tấm pin mặt trời trong các KCN của công ty. SIP cũng phân phối nước cho khách thuê ở tất cả các KCN của công ty.
Các dịch vụ tiện ích KCN khác	5%	6%	19%	19%	SIP ghi nhận thêm lợi nhuận từ các dịch vụ giá trị gia tăng khác cho khách thuê như quản lý xử lý chất thải và quản lý cơ sở hạ tầng KCN.
Tổng đóng góp	89%	88%	65%	66%	Dịch vụ tiện ích cho khoảng 1.480 ha diện tích KCN cho thuê lũy kế.

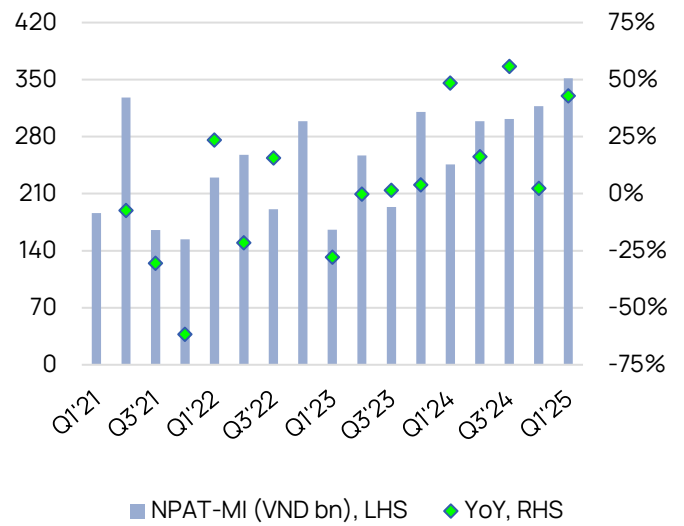
Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap

Hình 17: Doanh thu hàng quý của SIP



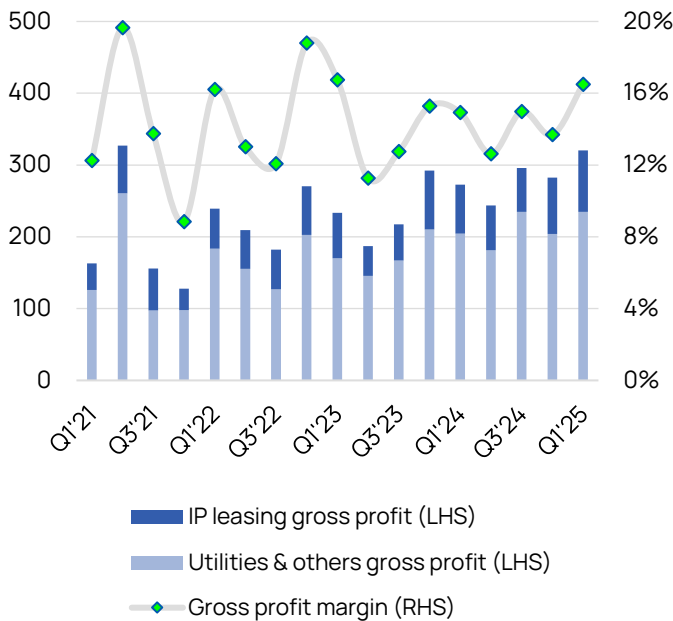
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 18: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của SIP



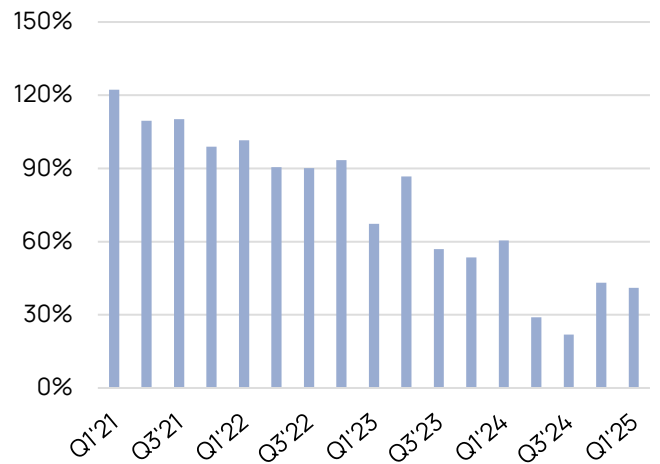
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 19: LN gộp và biên LN gộp hàng quý của SIP



Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 20: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của SIP



Nguồn: SIP, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

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

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

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