

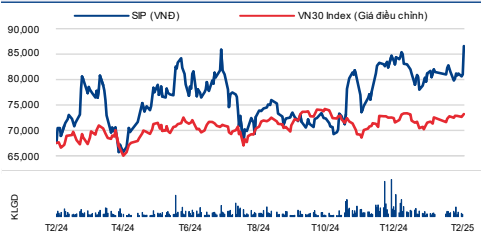
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ105,000
Tiềm năng tăng/giảm: 21.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/2/2025)	86,600
Mã Bloomberg	SIP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	65,733-86,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	82,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,232
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	714
Slg CP lưu hành (tr.đv)	211
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	103
Slg CP NN được mua (tr.đv)	10.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	44.1%
Tỷ lệ freefloat	53.4%
Cổ đông lớn	1 tư và Phát triển Đô (19.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.65	17.6	28.2
So với chỉ số	4.18	10.2	18.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,868	4,574	6.4
2026F	5,357	4,574	17.1
2027F	6,172	4,574	34.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SIP là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam, sở hữu hơn 3.200 ha đất cho thuê tại các KCN phía Nam. Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực tiện ích và bất động sản nhà ở.

Đề xuất đầu tư hấp dẫn so với các công ty cùng ngành; khuyến nghị lần đầu Mua vào

- HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với SIP với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 105.000đ (tiềm năng tăng giá 21%). Quỹ đất lớn, có vị trí chiến lược và mang tiện ích hoạt động hiệu quả của SIP tạo nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng, trong khi định giá vẫn còn hấp dẫn.
- Ưu thế vượt trội của SIP với vai trò là doanh nghiệp phát triển BDS KCN là vị trí gần TP.HCM, đầu tàu kinh tế của Việt Nam. Công ty có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ các khoản đầu tư CSHT trong khu vực và dòng vốn FDI mạnh mẽ.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần và P/B điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần (bình quân quá khứ lần lượt là 14,2 lần và 2,0 lần), thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 17,0 lần và 2,0 lần).

Quỹ đất KCN dồi dào, chi phí thấp và vị trí chiến lược

SIP là công ty đầu ngành trong việc phát triển BDS KCN tại Việt Nam, tập trung vào khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam với bốn dự án chính có tổng diện tích 3.205ha (trong đó 953ha còn có thể cho thuê). Lợi thế cạnh tranh của công ty đến từ (1) quỹ đất có chi phí thấp, vị trí chiến lược gần TP.HCM, và (2) hệ sinh thái đa dạng các dịch vụ gia tăng cho khách hàng KCN, bao gồm tiện ích (điện và nước), xử lý chất thải và kho bãi.

Mảng BDS KCN và mảng tiện ích dự báo đóng góp lần lượt 44-45% (tổng cộng khoảng 90%) vào lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2024-2027. Điều này là do (1) SIP sử dụng phương pháp phân bổ doanh thu để ghi nhận doanh thu KCN, dẫn đến phần đóng góp doanh thu bị đánh giá thấp hơn, và (2) mảng tiện ích dự kiến sẽ có kết quả HĐKD tích cực nhờ giá điện tăng và tỷ lệ lấp đầy KCN gia tăng. Lưu ý, hoạt động cho thuê BDS KCN đóng góp 67% vào giá mục tiêu mà HSC đưa ra.

Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2027 đạt 12,3%

Mặc dù dự báo lợi nhuận năm 2025 sẽ đi ngang do mức nền cao của năm trước nhưng HSC kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2027 khi nhiều dự án đầu tư công lớn được triển khai, giúp kết nối tốt hơn các KCN của SIP với hạ tầng trọng yếu, từ đó thúc đẩy diện tích cho thuê đất. Nhìn chung, trong giai đoạn 2024-2027, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR đạt 12,3% và doanh thu dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 5,5%.

Định giá và khuyến nghị

Tại thị giá hiện tại, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần và P/B điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần (bình quân quá khứ lần lượt là 14,2 lần và 2,0 lần), thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 17,0 lần và 2,0 lần).

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 105.000đ (tiềm năng tăng giá 21%) sau khi áp dụng mức chiết khấu 20% cho ước tính RNAV. Với quỹ đất KCN quy mô lớn tại các vị trí chiến lược và các mảng kinh doanh hỗ trợ mạnh mẽ, SIP có khả năng hưởng lợi từ việc dòng vốn FDI cải thiện, Chính phủ thúc đẩy đầu tư hạ tầng công, và khả năng giá điện tăng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,101	1,321	1,376	1,480	1,635
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	927	1,164	1,118	1,231	1,413
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,222	4,868	5,357	6,172
DPS (đồng)	2,892	1,705	2,500	2,500	2,500
BVPS (đồng)	22,156	23,153	26,330	30,033	34,604
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	16.0	15.3	14.1	12.6
P/E ĐC (lần)	18.4	16.6	17.8	16.2	14.0
Lợi suất cổ tức (%)	3.34	1.97	2.89	2.89	2.89
P/B (lần)	3.91	3.74	3.29	2.88	2.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	10.9	(6.79)	10.1	15.2
ROAE (%)	24.1	26.2	21.5	20.7	20.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Mục lục

Kết luận đầu tư và những điểm nổi bật	3
Quý đất KCN rộng lớn, chi phí thấp ở miền Nam	3
Hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng tại miền Nam	4
Lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 12,3%	5
Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 105.000đ	6
Quý đất KCN dồi dào với chi phí thấp và vị trí chiến lược	9
Lịch sử hình thành và tổ chức	11
Cơ cấu cổ đông và BLĐ	12
Tổng quan mô hình kinh doanh	13
Phân tích tài chính	21
KQKD trong quá khứ	21
Phân tích KQKD Q4/2024 và cả năm 2024	25
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027	26
Định giá và khuyến nghị	29
Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 105.000đ	29
So sánh với các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN khác	30

Kết luận đầu tư và những điểm nổi bật

SIP là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu tại Việt Nam với quỹ đất lớn có chi phí thấp và ở các vị trí chiến lược, giúp Công ty có vị thế thuận lợi để thu hút dòng vốn FDI mạnh mẽ. Trong giai đoạn 2024-2027, triển vọng lợi nhuận thuần của SIP rất khả quan nhờ (1) tỷ lệ lấp đầy BĐS KCN cao hơn sau khi nhiều dự án hạ tầng công cộng đi vào hoạt động, (2) giá điện từ EVN tăng và (3) đóng góp cao hơn từ mảng điện mặt trời và kho bãi. HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 105.000đ sau khi áp dụng mức chiết khấu 20% cho ước tính RNAV, cho thấy tiềm năng tăng giá 21% và tương ứng với P/E dự phóng năm 2025 là 16,3 lần và P/B điều chỉnh dự phóng năm 2025 là 1,7 lần.

Quỹ đất KCN rộng lớn, chi phí thấp ở miền Nam

SIP vận hành bốn KCN ở miền Nam với tổng diện tích 3.205 ha (trong đó 2.443 ha có thể cho thuê). Công ty đã đền bù GPMB 82-96% diện tích đất này với chi phí thấp khoảng 140.000đ/m². Mỗi KCN trong số bốn KCN này đều nằm ở vị trí chiến lược trong hoặc gần TP.HCM (ở Đồng Nai và Tây Ninh), đồng thời cung cấp cho khách hàng hạ tầng kỹ thuật đồng bộ và các dịch vụ quản lý linh hoạt.

Bảng 1: Tiến độ các dự án KCN, SIP

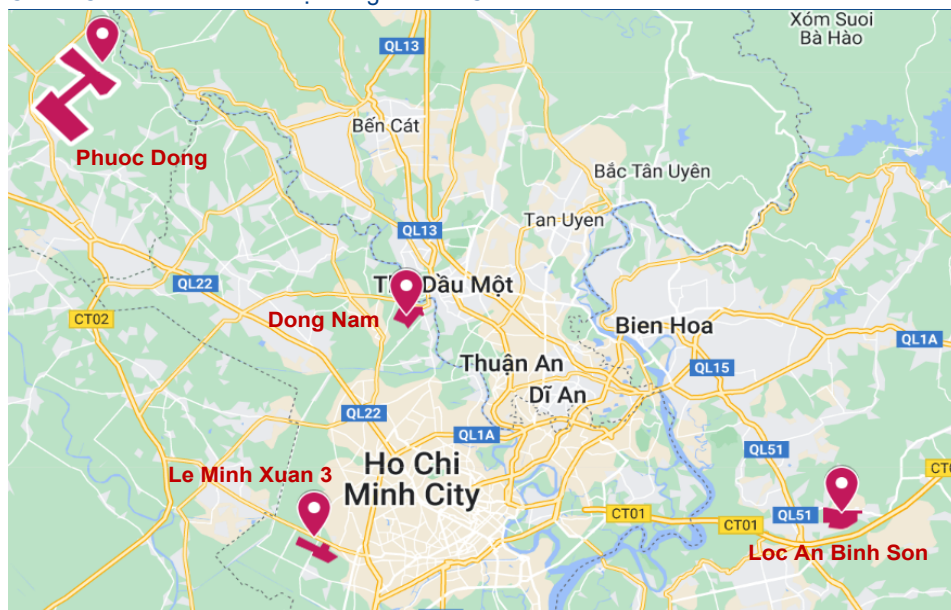
Quỹ đất của SIP nằm ở các vị trí chiến lược thu hút dòng vốn đầu tư FDI, đảm bảo nguồn nhu cầu thuê đất KCN trong trung và dài hạn

Dự án	Lợi ích của SIP	Thời gian	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	% tiến độ đền bù đất	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê bình quân (USD.m ²)	Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2024
Đông Nam	100%	2008-58	TP.HCM	1,963	99%	286.7	206.5	250	88.8%
Phước Đông	100%	2008-58	Tây Ninh	5,906	77%	2,189.1	1,720.6		58.3%
Phước Đông A				2,603	100%	1,014.8	816.9	110	
Phước Đông B				3,303	57%	1,175.0	903.7	90	
Lê Minh Xuân 3	100%	2014-64	TP.HCM	2,065	95%	231.3	155.8	350	31.9%
Lộc An - Bình Sơn	69%	2010-60	Đồng Nai	1,858	100%	497.8	360.6	230	67.4%
Tổng cộng						3,204.9	2,443.4		60.9%

Nguồn: SIP, HSC

Hình 2: Vị trí KCN của SIP

Cả 4 KCN của SIP đều có vị trí ở gần TP.HCM

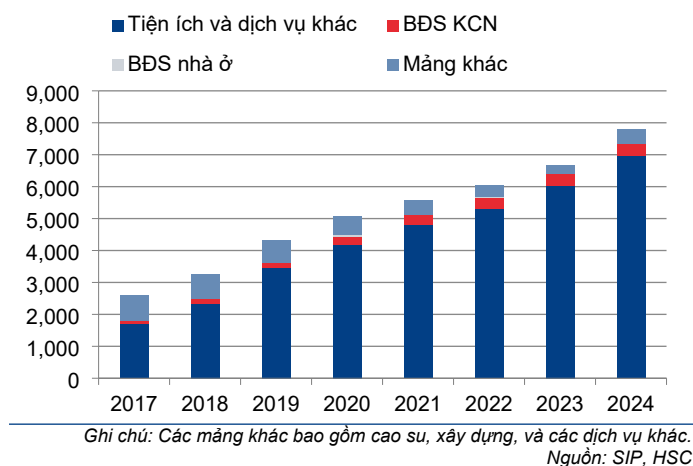


Nguồn: SIP, Google, HSC

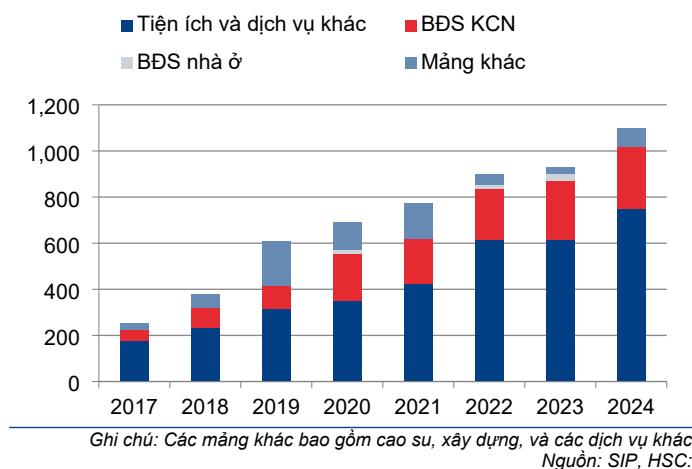
Điều quan trọng là SIP đang tích cực mở rộng quỹ đất. Gần đây, công ty đã nhận được giấy phép cho KCN Long Đức 2 (293ha, Đồng Nai) vào ngày 11/2, đồng thời đang trong quá trình nộp hồ sơ xin cấp phép cho KCN Phạm Văn Hai (668ha, TP.HCM). Với bề dày thành tích thực hiện dự án và thu hút các nhà sản xuất, HSC tin tưởng SIP có thể tiếp tục mở rộng quỹ đất, từ đó đảm bảo lợi nhuận tăng trưởng trong trung và dài hạn.

Dựa trên nền tảng KCN vững chắc, SIP còn cung cấp nhiều dịch vụ đáp ứng nhu cầu của các nhà sản xuất cả trong KCN và khu vực lân cận. Các dịch vụ này bao gồm phân phối điện và nước, xây dựng, quản lý chất thải và đóng gói. Những mảng kinh doanh phụ trợ này cho phép SIP tạo ra một hệ sinh thái hỗ trợ mảng kinh doanh chính là phát triển BĐS KCN, đồng thời cải thiện dòng tiền, từ đó giúp tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động và giảm sự phụ thuộc vào vay nợ.

Biểu đồ 3: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), SIP
“Tiện ích và các dịch vụ khác” đóng góp bình quân 81,7% vào tổng doanh thu trong giai đoạn 2017-2024 (mảng BĐS KCN là 4,9%)



Biểu đồ 4: Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), SIP
“Tiện ích và các dịch vụ khác” đóng góp bình quân 61,7% vào tổng lợi nhuận gộp giai đoạn 2017-2024 (mảng BĐS KCN là 4,9%)



Lưu ý, SIP sử dụng phương pháp phân bổ doanh thu để ghi nhận doanh thu từ đất KCN, phân bổ doanh thu trong suốt thời gian thuê còn lại ngay cả khi đã nhận được toàn bộ khoản thanh toán trả trước (phần này được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện trên bảng CĐKT). Điều này khác với phương pháp ghi nhận một lần mà các công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị của HSC (bao gồm IDC, KBC, VGC và PHR) đang sử dụng. Do đó, phần đóng góp doanh thu của mảng cho thuê BĐS KCN phần lớn bị định giá thấp trong báo cáo kết quả HĐKD.

Hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng tại miền Nam

SIP là một trong nhiều doanh nghiệp hưởng lợi đáng kể từ sự gia tăng đầu tư công vào CSHT giai đoạn 2025-2030, đặc biệt tại khu vực miền Nam. Thúc đẩy hạ tầng từ Chính phủ sẽ trực tiếp nâng cao vị thế chiến lược của các KCN do SIP sở hữu, giúp gia tăng sức hút đối với khách thuê tiềm năng. Trong số các dự án hạ tầng sắp tới, KCN Phước Đông được hưởng lợi nhiều nhất từ tuyến cao tốc TP.HCM - Mộc Bài.

Đối với KCN Lê Minh Xuân 3 và Đông Nam, việc hoàn thành Đường Vành đai 3 và 4 dự kiến sẽ tăng cường hơn nữa khả năng kết nối hạ tầng với các cảng lớn, giúp củng cố vị trí chiến lược của các KCN này.

Trong khi đó, KCN Lộc An - Bình Sơn hiện đã có vị trí chiến lược liền kề với đường cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây và Sân bay Quốc tế Long Thành (giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2026). Khi Đường Vành đai 3, 4 và đường cao tốc Bà Rịa - Vũng Tàu được hoàn thiện, kết nối hạ tầng giữa Lộc An - Bình Sơn với cảng Cái Mép - Thị Vải và cảng Cần Giờ (dự kiến) sẽ được tăng cường mạnh mẽ hơn nữa.

Lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 12,3%

Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận của SIP sẽ tương đối đi ngang do so với mức nền cao từ doanh thu HĐ tài chính năm 2024. LNST của Công ty mẹ dự báo đạt 1.118 tỷ đồng (giảm 4,0%) trên doanh thu 8.021 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%), chủ yếu nhờ doanh thu từ cho thuê BĐS KCN được phân bổ cao hơn cũng như doanh thu mảng điện và năng lượng tăng.

Cho giai đoạn 2025-2027, lợi nhuận của SIP dự báo tăng trưởng mạnh lần lượt 10,1% và 14,8%, đạt 1.253 tỷ đồng và 1.414 tỷ đồng, trên doanh thu 8.509 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%) và 9.177 tỷ đồng (tăng trưởng 7,8%). Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi (1) tỷ lệ lấp đầy KCN tăng sau khi nhiều dự án đầu tư hạ tầng công cộng được triển khai, (2) giá điện từ Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN, đơn vị điều tiết và cung cấp điện chủ yếu tại Việt Nam) tăng và (3) đóng góp cao hơn từ mảng điện mặt trời và kho bãi.

Nhìn chung, nếu không tính đến các khoản mục bất thường/không thường xuyên trong tất cả các kỳ, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận HĐKD cốt lõi của SIP tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12,3%.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, SIP

HSC dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 12,3%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7,804	8,021	8,509	9,177
Doanh thu đất KCN	389	418	485	594
Tiện ích & Dịch vụ	6,974	7,249	7,670	8,229
BĐS khu dân cư	-	-	-	-
Doanh thu khác	440	354	354	354
Lợi nhuận gộp	1,095	1,150	1,261	1,428
Lãi từ HĐ tài chính	505	366	385	442
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	65	93	103	114
Chi phí BH&QL	(110)	(115)	(117)	(123)
LNTT	1,555	1,494	1,632	1,861
LNST	1,278	1,195	1,306	1,489
Lợi nhuận thuần	1,164	1,118	1,231	1,414
Các khoản mục ròng không thường xuyên	178			
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	1,009	1,134	1,253	1,428
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.0%	14.3%	14.8%	15.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	13.9%	14.5%	15.4%
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	16.8%	2.8%	6.1%	7.8%
Doanh thu đất KCN	3.9%	7.4%	15.9%	22.5%
Tiện ích & Dịch vụ	15.9%	3.9%	5.8%	7.3%
BĐS khu dân cư	N/m	N/m	N/m	N/m
Doanh thu khác	53.2%	-19.6%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	17.7%	5.1%	9.7%	13.2%
Lợi nhuận thuần	36.4%	-27.6%	5.3%	14.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-8.8%	43.1%	11.2%	10.6%
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	1.0%	4.6%	2.3%	4.7%
LNTT	23.1%	-3.9%	9.2%	14.0%
LNST	27.3%	-6.5%	9.2%	14.0%
Lợi nhuận thuần	25.6%	-4.0%	10.1%	14.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	249.1%	N/m	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	17.7%	12.4%	10.5%	14.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.7%	2.2%	3.4%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.5%	-6.6%	3.8%	6.5%

Nguồn: HSC ước tính

Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 105.000đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp SoTP để định giá SIP, ước tính RNAV/cổ phiếu là 130.685đ; sau khi áp dụng mức chiết khấu 20%, giá mục tiêu của chúng tôi là 105.000đ. Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 21%, tương đương P/E và P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 16,3 lần và 3,3 lần (P/B điều chỉnh là 1,7 lần; xem ghi chú của chúng tôi về giá trị sổ sách điều chỉnh trước đó), P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 14,8 lần và 2,8 lần (P/B điều chỉnh là 1,5 lần).

So với các công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị của HSC, SIP vẫn có định giá hấp dẫn, với doanh thu từ các mảng kinh doanh tăng trưởng ổn định. Với quỹ đất KCN lớn tại các vị trí chiến lược ở khu vực phía Nam, mảng BĐS KCN của SIP sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào Việt Nam. Điều này không chỉ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các mảng kinh doanh giá trị gia tăng khác mà còn củng cố bảng CĐKT vững chắc của công ty với dòng tiền dồi dào.

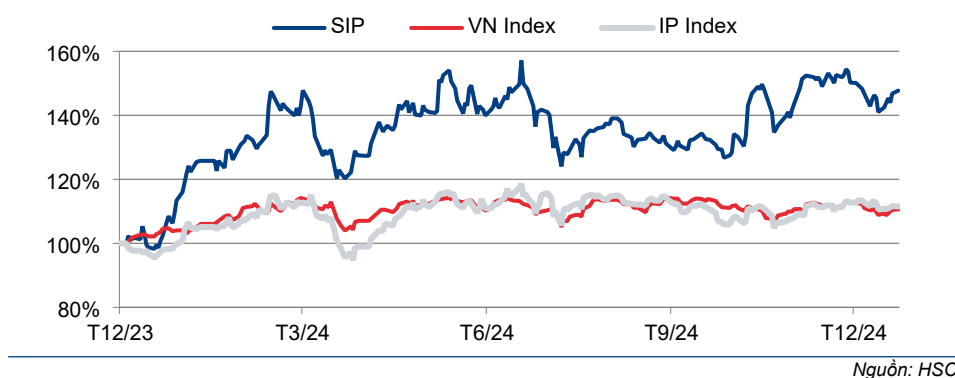
Chúng tôi đang chờ thêm thông tin cập nhật từ Công ty về dự án Long Đức 2 (293 ha, Đồng Nai) vừa được cấp phép. Trong khi đó, những tiến triển về phê duyệt pháp lý tại KCN Phạm Văn Hai (668 ha, TP.HCM) hoặc khả năng mở rộng thêm các khu đô thị tại các KCN hiện hữu của SIP có thể trở thành yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu, do các dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung và dài hạn. Chúng tôi lưu ý rằng quá trình xin cấp phép cho một dự án tại Việt Nam khá phức tạp, phụ thuộc vào nhiều bộ luật khác nhau mà đôi khi các điều khoản của các luật này còn chồng chéo lên nhau, dẫn đến tình trạng chậm trễ. Tuy nhiên, khi so với các công ty phát triển BĐS nhà ở, các công ty phát triển BĐS KCN đang nhận được nhiều hỗ trợ hơn từ Chính phủ trong việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý.

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của SIP đã tăng 57% kể từ đầu năm 2024 (tăng 28% trong 12 tháng qua và tăng 18% trong 3 tháng qua). Mức tăng này đã diễn biến tích cực hơn VN Index 44% và diễn biến tích cực hơn chỉ số KCN của HSC 39% trong cùng kỳ (Biểu đồ 6). Chỉ số KCN của HSC bao gồm 9 công ty phát triển BĐS KCN Việt Nam, bao gồm các công ty trong danh sách khuyến nghị là IDC, KBC, VGC và PHR, SIP mới được thêm vào, và các công ty chưa khuyến nghị là NTC, SZC, IDV, ITA, LHG, GVR và DPR; giá cổ phiếu được tính theo vốn hóa thị trường.

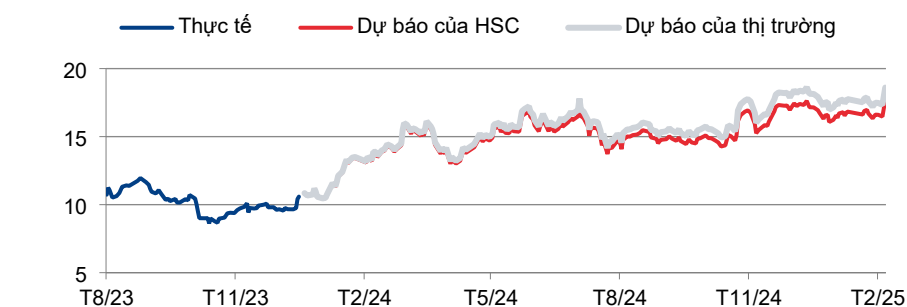
Biểu đồ 6: Diễn biến giá cổ phiếu SIP trong vòng 1 năm qua so với các chỉ số tham chiếu

Từ đầu năm 2024, giá cổ phiếu SIP tăng cao hơn so với chỉ số VNI và IP Index lần lượt là 44% và 39%



Biểu đồ 7: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

Cổ phiếu SIP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14,2 lần

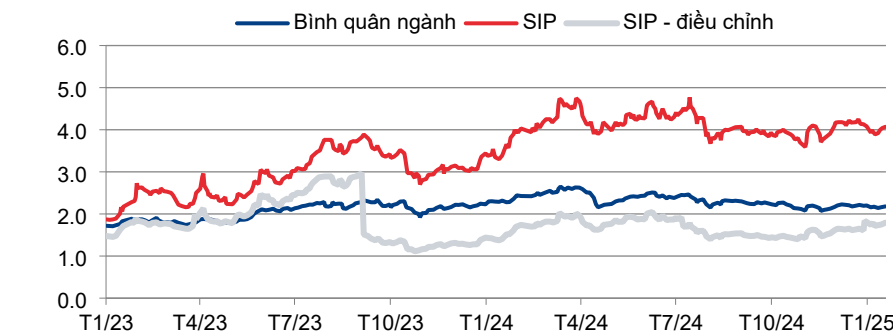


Nguồn: HSC

Những cổ phiếu này có định giá hấp dẫn hơn so với các công ty cùng ngành. Lưu ý, so với các công ty cùng ngành, SIP có định giá hấp dẫn, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần và P/B điều chỉnh trượt dự phóng 1 năm là 1,7 lần, đều thấp hơn so với bình quân của ngành. Mặc dù P/B đạt 3,2 lần (do cách ghi nhận doanh thu cho thuê BĐS KCN như đã thảo luận trong phần so sánh KCN), SIP vẫn duy trì quỹ đất cho thuê còn lại lớn thứ tư trong danh sách khuyến nghị của HSC với 858 ha tại khu vực miền Nam.

Biểu đồ 8: P/B dự phóng, SIP so với bình quân một số công ty cùng ngành (BĐS KCN)*

So với các công ty cùng ngành, cổ phiếu SIP hiện có định giá hấp dẫn xét về P/B điều chỉnh



Ghi chú: *Số liệu trung bình của KBC, IDC, PHR, NTC, SZC, BCM, và VGC.
Nguồn: HSC Ước tính

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận thuần và các chỉ số định giá, một số công ty BĐS KCN

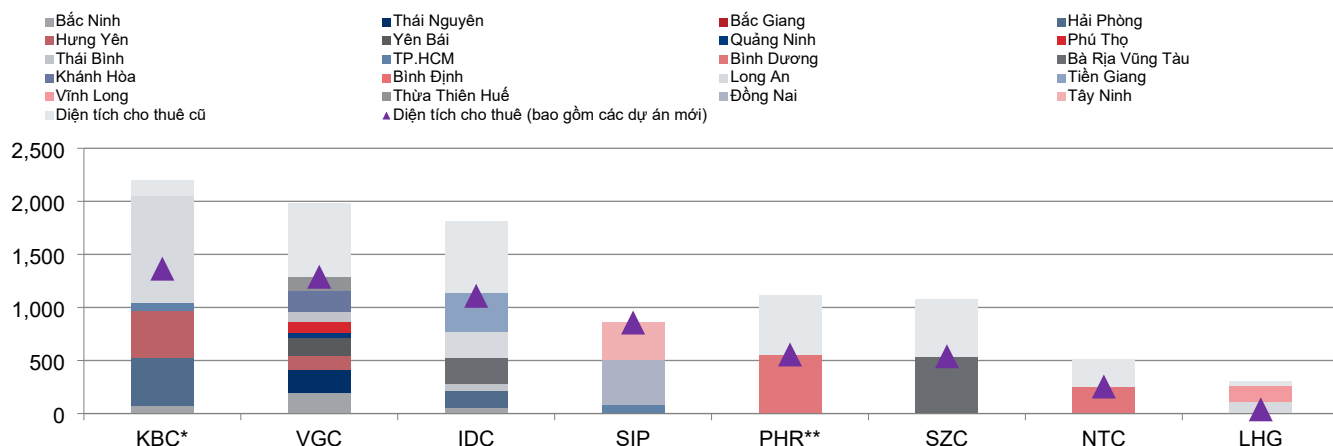
Dựa trên P/E và P/B điều chỉnh, SIP có định giá thấp hơn nhiều so với các công ty BĐS KCN khác

Mã CK	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)					P/E		P/B		P/B điều chỉnh*	
	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Cổ phiếu các DN HSC khuyến nghị											
VGC	1,104	1,177	6.6%	1,463	24.3%	20.2	16.2	2.9	2.8	2.6	2.5
KBC	426	1,461	243.0%	2,865	96.1%	15.9	8.1	1.2	1.0	1.2	1.0
PHR	469	462	-1.5%	465	0.5%	17.3	17.2	2.0	1.9	1.9	1.8
IDC	1,996	1,794	-10.1%	2,034	13.4%	10.2	9.0	3.0	2.7	2.3	2.0
Cổ phiếu các DN khác											
NTC	316	251	-20.6%	N/a	-	12.9	-	3.4	-	1.5	-
BCM	2,105	3,113	47.9%	N/a	-	30.8	-	3.7	-	3.6	-
SZC	302	374	23.8%	N/a	-	16.7	-	2.1	-	2.0	-
SIP	1,164	1,112	-4.5%	1,223	10.0%	16.3	14.8	3.2	2.8	1.7	1.5
Tổng/Bình quân	7,882	9,744	23.6%	8,050	34.0%	17.0	12.3	2.6	2.1	2.0	1.7

Ghi chú: *giá trị sổ sách được điều chỉnh để phù hợp với phương pháp ghi nhận doanh thu nhất quán, **dữ liệu tăng trưởng cho năm 2026
Nguồn: Bloomberg, HSC Ước tính

Biểu đồ 10: Quỹ đất còn lại của các công ty phát triển BĐS KCN

SIP có tổng cộng 858 ha đất sẵn sàng cho thuê, thấp hơn ba trong bốn công ty BĐS KCN do HSC khuyến nghị nhưng cao hơn công ty PHR, SZC, NTC và LHG



Ghi chú: Gồm các dự án đang triển khai và các dự án dự kiến sẽ được cấp phép đầu tư trong tương lai gần; (*) Khu đất Long An của KBC – một phần do Saigontel (SGT; không khuyến nghị) sở hữu (22% do KBC sở hữu) – đã được cấp phép đầu tư và bắt đầu thực hiện đền bù đất; (**) 687 ha tại Bình Dương nằm trong các liên doanh mà PHR nắm giữ 33-36% cổ phần, trong khi 140 ha (Tân Lập 1) do PHR sở hữu 51%; Long Đức thuộc SIP.

Nguồn: HSC

Quỹ đất KCN dồi dào với chi phí thấp và vị trí chiến lược

SIP là công ty đầu ngành trong việc phát triển BĐS KCN tại Việt Nam, tập trung vào khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam với bốn dự án chính có tổng diện tích 3.205ha (trong đó 953ha còn có thể cho thuê). Lợi thế cạnh tranh của SIP bao gồm: (1) Quỹ đất có chi phí thấp, vị trí chiến lược gần TP.HCM, trung tâm kinh tế của cả nước; và (2) hệ sinh thái đa dạng các dịch vụ gia tăng cho khách hàng KCN, bao gồm tiện ích (điện và nước), xử lý chất thải và kho bãi, tạo ra dòng tiền mạnh mẽ. SIP cũng tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh khác, bao gồm hạ tầng khu dân cư, xây dựng, bao bì, logistics và sản xuất cao su tự nhiên.

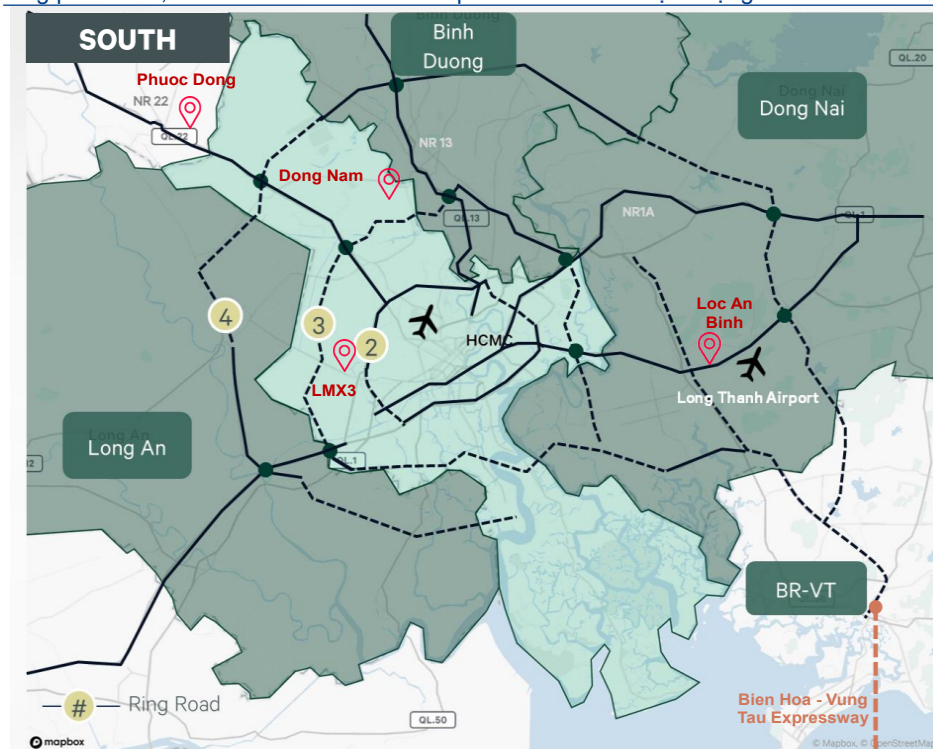
Những điểm nổi bật về HĐKD

Hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng tại miền Nam

Như đã đề cập trong báo cáo ngành, '*Ngành Xây dựng: Đang trên đà phục hồi*', HSC tin rằng đầu tư công vào CSHT đang trên đà mở rộng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-2030. Sự tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy nhờ (1) Chính phủ tập trung vào đầu tư công như một động lực kinh tế quan trọng và (2) chỉ tiêu chính phủ dự kiến tăng mạnh vào năm 2025 nhằm kết thúc thành công nhiệm kỳ 2021-2025. Khoản đầu tư gia tăng này sẽ được cụ thể hóa trong nhiều dự án hạ tầng quan trọng trên toàn quốc; SIP sẽ là một trong những đơn vị hưởng lợi chính từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng ở khu vực phía Nam vì các dự án này sẽ tiếp tục nâng cao vị trí chiến lược của các KCN do SIP sở hữu.

Biểu đồ 11: Vị trí các KCN của SIP

SIP là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ việc thúc đẩy phát triển hạ tầng phía Nam, kết nối thêm các KCN phía nam với các vị trí trọng điểm khác



Ghi chú: Đường nét đứt là các dự án đang được phát triển.
Nguồn: SIP, CBRE, HSC:

Chi tiết như sau:

- KCN Phước Đông (2.189ha, Tây Ninh): Trong số các dự án hạ tầng sắp tới, KCN Phước Đông được hưởng lợi nhiều nhất từ tuyến cao tốc TP.HCM - Mộc Bài, dự án này giúp giảm đáng kể thời gian di chuyển đến và đi từ KCN,

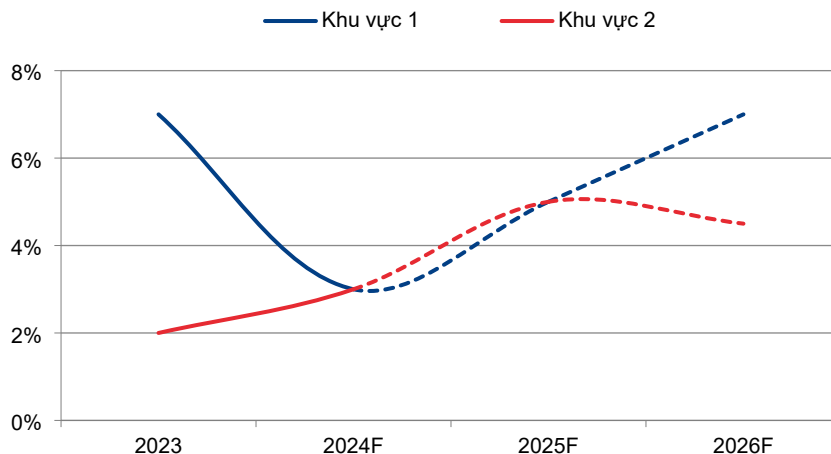
hiện đang được kết nối qua Quốc lộ 22 (khoảng 60 km). Lưu ý, SIP đã mất khoảng 10 năm để cho thuê hết Giai đoạn 1 (800 ha) của dự án, khi hạ tầng chưa phát triển như hiện tại. Do đó, khi tuyến cao tốc TP.HCM - Mộc Bài bắt đầu xây dựng (dự kiến vào tháng 6/2025), tuyến đường này không chỉ giúp giảm thời gian di chuyển mà còn rút ngắn thời gian cần thiết để cho thuê hết phần còn lại của KCN Phước Đông (715 ha).

- KCN Lê Minh Xuân 3 (231 ha, TP.HCM) và KCN Đông Nam (287 ha, TP.HCM) sẽ được hưởng lợi từ việc hoàn thành Đường Vành đai 3 (dự kiến năm 2026) và Đường Vành đai 4 (dự kiến năm 2028), giúp nâng cao kết nối hạ tầng đến các cảng lớn và củng cố vị trí chiến lược của các KCN này. Điều này đặc biệt quan trọng vì nguồn cung BĐS KCN xung quanh TP.HCM dự kiến sẽ vẫn hạn chế trong trung hạn do (1) sự chậm trễ trong quá trình cấp phép và (2) sự khan hiếm các khu đất lớn có kết nối hạ tầng tốt để phát triển KCN trong thành phố.
- KCN Lộc An-Bình Sơn (498 ha, Đồng Nai) hiện đã có vị trí chiến lược liền kề với cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây và Sân bay Quốc tế Long Thành (giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2026). Khi Đường Vành đai 3, 4 và cao tốc Bà Rịa - Vũng Tàu được hoàn thiện, kết nối hạ tầng giữa KCN Lộc An - Bình Sơn với cảng Cái Mép - Thị Vải và cảng Cần Giờ (dự kiến) sẽ càng được củng cố mạnh mẽ.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê đất của SIP tại các KCN này sẽ hưởng lợi đáng kể từ việc tăng chi tiêu cho CSHT tại miền Nam, cả về giá cho thuê tốt hơn và tốc độ cho thuê cho khách hàng nhanh hơn. Kết hợp với doanh thu được ghi nhận cao hơn (do phương pháp phân bổ doanh thu của SIP), HSC dự báo doanh thu mảng KCN sẽ tăng trưởng lần lượt 7%, 15%, 22% trong giai đoạn 2025-2027.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng giá cho thuê KCN tại Việt Nam

Giá cho thuê năm 2025 ở cả khu vực 1 và khu vực 2 đều hồi phục mạnh



Ghi chú: Khu vực 1 - Miền Nam gồm TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An và BR-VT; Miền Bắc gồm Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương; Khu vực 2 - Miền Nam gồm Bình Thuận, Tây Ninh, Bình Phước; Miền Bắc gồm Quảng Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Hà Nam, Thái Bình.
Nguồn: CBRE, HSC

Quỹ đất KCN rộng lớn với chi phí thấp

SIP vận hành 4 KCN ở miền Nam với tổng diện tích 3.205 ha (trong đó 2.443 ha có thể cho thuê). Công ty đã đền bù GPMB 82-96% diện tích đất này với chi phí thấp khoảng 140.000đ/m². Mỗi KCN trong số bốn KCN này đều nằm ở vị trí chiến lược trong hoặc gần TP.HCM đồng thời cung cấp cho khách hàng hạ tầng kỹ thuật đồng bộ và các dịch vụ quản lý linh hoạt.

Tại thời điểm cuối Q4/2024, tổng diện tích có thể cho thuê còn lại là 953 ha, tương ứng với tỷ lệ lấp đầy lũy kế là 60,9%. Chiến lược mua lại đất đai thuận lợi này, cùng với chi phí đền bù thấp, đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BĐS KCN

của SIP tăng đáng kể từ mức 58,7% lên 70% trong 6 năm qua, cao hơn đáng kể so với bình quân 40-60% của các công ty phát triển BĐS KCN khác.

Ngoài ra, SIP cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất của mình, gần đây đã nhận được giấy phép cho KCN Long Đức 2 (293 ha, Đồng Nai) vào ngày 11/2, đồng thời đang trong quá trình xin cấp phép cho KCN Phạm Văn Hai (668 ha, TP.HCM). Hiện tại chưa có thêm thông tin chi tiết về tiến độ của dự án này. Mặc dù chi phí đền bù đất có xu hướng tăng sau khi Luật Đất đai mới được ban hành, nhưng nhờ vào kinh nghiệm lâu năm trong việc thực hiện đền bù và phát triển BĐS KCN, HSC nhận thấy SIP vẫn có lợi thế cạnh tranh trong việc tích lũy quỹ đất.

Bảng 13: Tiến độ các dự án KCN, SIP

Quỹ đất của SIP nằm ở các vị trí chiến lược thu hút dòng vốn đầu tư FDI, đảm bảo nguồn nhu cầu thuê đất KCN trong trung và dài hạn

Dự án	Lợi ích của SIP	Thời gian	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	% tiến độ đền bù đất	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê bình quân (USD.m ²)	Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2024
Đông Nam	100%	2008-58	HCMC	1,963	99%	286.7	206.5	250	88.8%
Phước Đông	100%	2008-58	Tây Ninh	5,906	77%	2,189.1	1,720.6		58.3%
Phước Đông A				2,603	100%	1,014.8	816.9	110	
Phước Đông B				3,303	57%	1,175.0	903.7	90	
Lê Minh Xuân 3	100%	2014-64	HCMC	2,065	95%	231.3	155.8	350	31.9%
Lộc An - Bình Sơn	69%	2010-60	Đồng Nai	1,858	100%	497.8	360.6	230	67.4%
Tổng cộng						3,204.9	2,443.4		60.9%

Nguồn: SIP, HSC

Việc hạn chế cấp phép cung cấp dịch vụ tiện ích giúp tạo ra dòng tiền ổn định và dồi dào

SIP là một trong số ít các công ty niêm yết được EVN cấp phép phân phối điện thương mại trong các KCN của mình. Công ty tiếp tục mở rộng năng lực cung cấp dịch vụ tiện ích thông qua các khoản đầu tư bổ sung, cho phép cung cấp một loạt các dịch vụ tiện ích toàn diện, bao gồm phân phối điện và nước, xử lý nước thải, quản lý chất thải và các dịch vụ thiết yếu khác.

Hoạt động phân phối điện giúp Công ty cung cấp gói dịch vụ toàn diện hơn cho khách thuê (so với các công ty phát triển BĐS KCN khác thường không tham gia vào việc cung cấp điện) do đó mang lại lợi nhuận tốt hơn cho mảng dịch vụ của mình. HSC đánh giá đây là một lợi thế cạnh tranh quan trọng của SIP nhờ (1) việc xin cấp phép cho các dịch vụ tiện ích ngày càng khó khăn và (2) tỷ suất lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định mà hoạt động này mang lại (ví dụ: điện ở mức 5%, nước ở mức 40-50%).

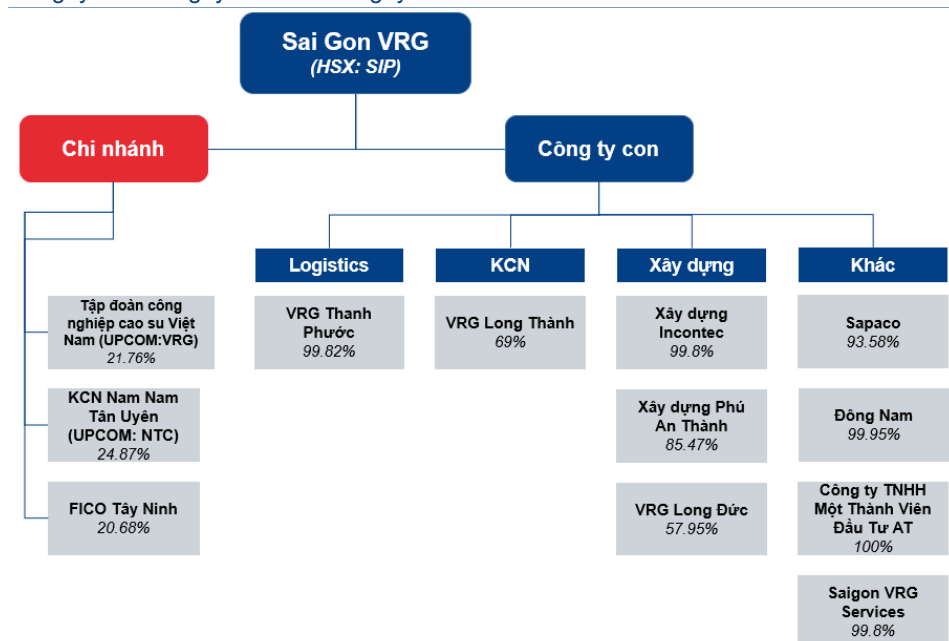
Lịch sử hình thành và tổ chức

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là một trong những công ty phát triển BĐS KCN hàng đầu, niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), tập trung vào các tỉnh thành công nghiệp phía Nam và sở hữu quỹ đất đáng kể. SIP được thành lập vào năm 2007 thông qua sự hợp tác của bốn cổ đông chính - Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR; chưa khuyến nghị) do nhà nước kiểm soát, PHR, CTCP Đầu tư Xây dựng Cao su (doanh nghiệp tư nhân, chưa niêm yết) và ông Trần Công Kha. Công ty phát hành cổ phiếu ra công chúng vào tháng 1/2019 và chính thức niêm yết trên HOSE vào ngày 8/8/2023.

Tập trung chủ yếu vào khu vực phía Nam, SIP hoạt động tại các khu vực kinh tế trọng điểm bao gồm TP.HCM, Tây Ninh và Đồng Nai. Công ty chuyên phát triển và cho thuê BĐS KCN với CSHT đồng bộ. Công ty cũng cung cấp một gói dịch vụ toàn diện cho khách thuê KCN như phân phối điện và nước, xử lý chất thải, xây dựng, đóng gói, v.v. Ngoài hoạt động KCN, công ty còn phát triển các dự án BĐS nhà ở, chủ yếu gần các KCN để đáp ứng nhu cầu nhà ở cho công nhân. Ngoài ra, thông qua các công ty con, SIP còn hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác như tiện ích, dịch vụ xây dựng, đóng gói, logistics và sản xuất cao su thiên nhiên.

Biểu đồ 14: Cơ cấu tổ chức, SIP

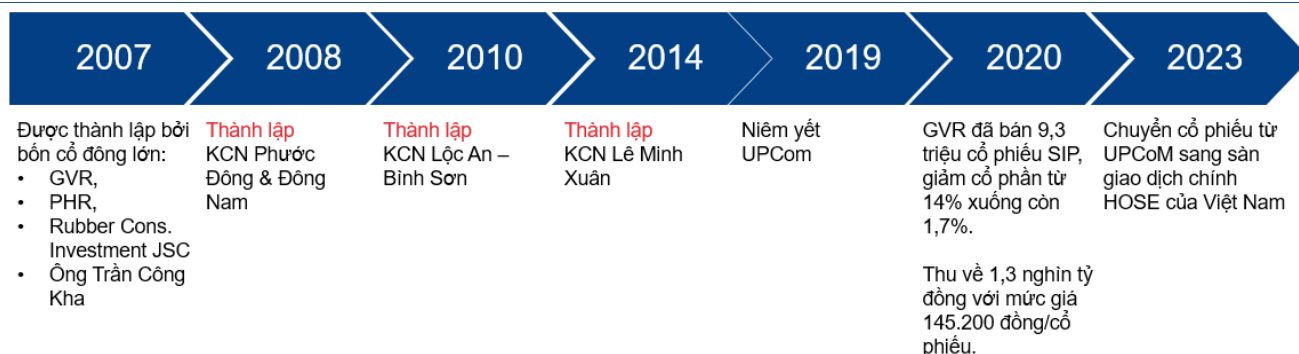
Công ty có 9 công ty con và 3 công ty liên kết



Ghi chú: Tỷ lệ lợi ích SIP tại VRG Long Đức là 75%, mặc dù chỉ sở hữu 57.95%.
 Nguồn: Báo cáo thường niên SIP 2023

Bảng 15: Các mốc phát triển quan trọng, SIP

Các nhà đầu tư tổ chức và ban lãnh đạo công ty dần thay thế các cổ đông sáng lập.



Nguồn: SIP, HSC

Cơ cấu cổ đông và BLĐ

Các cổ đông sáng lập dần thoái vốn, BLĐ tiếp quản

Ban đầu, SIP được thành lập với 4 cổ đông chính (trong đó có 3 tổ chức). Theo thời gian, cơ cấu sở hữu đã thay đổi khi tất cả các cổ đông sáng lập lần lượt thoái vốn. Thay thế họ là CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị An Lộc (doanh nghiệp tư nhân/chưa niêm yết), CTCP KCN Nam Tân Uyên (UPCoM - NTC; chưa khuyến nghị), Chủ tịch HĐQT Trần Mạnh Hùng và Tổng Giám đốc Lữ Thanh Nhã.

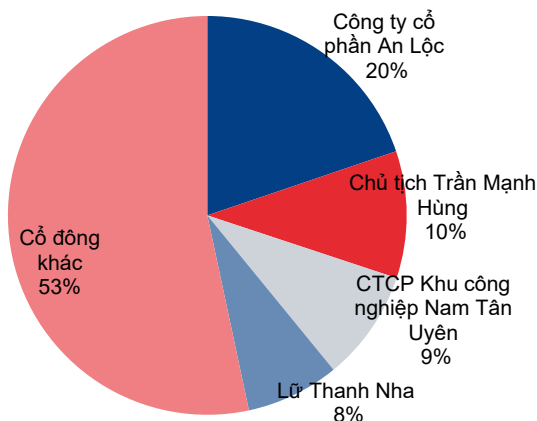
Sau khi niêm yết trên UPCoM vào Q2/2019, cơ cấu cổ đông của SIP đã có những thay đổi đáng kể. Trước khi niêm yết, quyền sở hữu tương đối tập trung, với nhân sự chủ chốt nắm giữ khoảng 48% cổ phần, tiếp theo là các cổ đông tổ chức lớn như GVR (nắm giữ 14% cổ phần), CTCP An Lộc (11%) và NTC (9%). Tuy nhiên, trong vòng 18 tháng sau khi SIP niêm yết thành công, GVR – một trong những cổ đông sáng lập – đã tiếp tục giảm tỷ lệ sở hữu xuống 1,7% (từ mức 14% ban đầu); Gần đây, GVR cũng đã công bố kế hoạch thoái toàn bộ số cổ phần còn lại tại SIP vào cuối năm 2025 như một phần trong kế hoạch tái cấu trúc của mình.

Kể từ đó, cơ cấu cổ đông duy trì tương đối ổn định và không có thay đổi lớn nào sau khi cổ phiếu chuyển sàn từ UPCoM sang HOSE vào tháng 8/2023. Tại thời điểm cuối

tháng 12/2024, các cổ đông lớn nhất gồm CTCP An Lộc (19,8%), Chủ tịch HĐQT Trần Mạnh Hùng (10,3%), NTC (9,0%) và Tổng Giám đốc Lữ Thanh Nha (7,6%). Tổng cộng, BLĐ và đội ngũ quản lý nắm giữ khoảng 23,6% cổ phần của SIP, với thời gian gắn bó với doanh nghiệp bình quân khoảng 15 năm.

Biểu đồ 16: Các cổ đông lớn, SIP

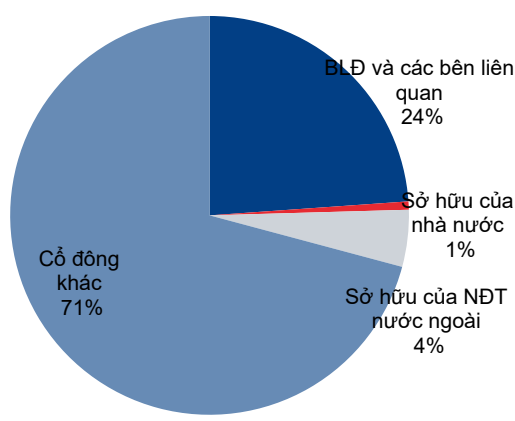
Công ty Cổ phần An Lộc là cổ đông lớn nhất nắm giữ 20% cổ phần



Nguồn: SIP, Bloomberg, HSC

Biểu đồ 17: Loại hình cổ đông, SIP

Tỷ lệ FOL hiện là 4,7%



Nguồn: SIP, Bloomberg, HSC

Bảng 18: Ban lãnh đạo của SIP

Ban lãnh đạo nắm giữ 23,6% cổ phần tại SIP với thời gian gắn bó với doanh nghiệp trung bình là 15 năm

	Vị trí	Chuyên môn	Thời gian làm việc tại SIP	Tỷ lệ cổ phần nắm giữ
Ban giám đốc				
Ông Trần Mạnh Hùng	Chủ tịch	Pháp lý	15 năm	10.30%
Ông Nguyễn Thanh Tùng	Thành viên HĐQT & Phó Tổng giám đốc điều hành	Tài chính	16 năm	1.76%
Ông Phạm Hồng Hải	Thành viên HĐQT	Kinh doanh	N/a	2.18%
Ông Bạch Văn Nhân	Thành viên HĐQT không điều hành	Kỹ thuật	N/a	0.31%
Ông Phạm Văn Đồng	Thành viên HĐQT không điều hành	Kỹ thuật	N/a	0.26%
HĐQT				
Ông Lữ Thanh Nha	Tổng giám đốc	Kinh tế	16 năm	7.56%
Ông Nguyễn Thanh Tùng	(như trên)			
Ông Trần Ngọc Vân	Phó Tổng giám đốc	Kỹ thuật	14 năm	0.44%
Ông Phan Quốc Thắng	Phó Tổng giám đốc	Kỹ thuật	16 năm	0.53%
Ông Đặng Anh Hào	Phó Tổng giám đốc	Công nghiệp	14 năm	0.27%
Tổng cộng				23.61%

Nguồn: SIP, Bloomberg, HSC

Tổng quan mô hình kinh doanh

Mảng BĐS KCN: Quỹ đất chi phí thấp tại các vị trí chiến lược

Trong giai đoạn 2017-2024, mảng này đóng góp bình quân 4,9% vào tổng doanh thu và 23,6% vào tổng lợi nhuận gộp. Mảng này dự kiến sẽ đóng góp nhiều hơn trong tương lai nhờ giá cho thuê tăng và dòng vốn FDI ổn định.

Trong mảng kinh doanh cốt lõi, SIP vận hành 4 KCN ở miền Nam với tổng diện tích 3.205 ha (trong đó 2.443 ha có thể cho thuê). Công ty đã đền bù GPMB 82-96% diện tích đất này trong 17 năm qua với chi phí thấp khoảng 140.000đ/m². Mỗi KCN trong số bốn KCN này đều nằm ở vị trí chiến lược trong hoặc gần TP.HCM đồng thời cung cấp cho khách hàng hạ tầng kỹ thuật đồng bộ và các dịch vụ quản lý linh hoạt. Tại

thời điểm cuối Q4/2024, tổng diện tích có thể cho thuê còn lại là 953 ha, tương ứng với tỷ lệ lấp đầy lũy kế là 60,9%. Thông tin chi tiết về từng KCN như sau:

- KCN Đông Nam (287 ha) tại huyện Củ Chi, TP.HCM có tỷ lệ lấp đầy cao nhất trong 4 KCN, đạt 88,8% vào cuối năm 2024. Thời hạn cho thuê từ năm 2008 đến năm 2058.
- KCN Lê Minh Xuân 3 (231 ha) tại huyện Bình Chánh, TP.HCM có tỷ lệ lấp đầy là 31,9% vào cuối năm 2024. Được thành lập vào năm 2014, đây là KCN tương đối mới so với các KCN khác tại TP.HCM vẫn còn quỹ đất cho thuê. Vì hầu hết các KCN xung quanh được thành lập sớm hơn khoảng 10 năm nên việc phát triển hạ tầng của các KCN này được coi là kém hiệu quả hơn so với KCN Lê Minh Xuân 3.
- KCN Phước Đông (2.189 ha) – KCN lớn nhất của SIP – nằm tại tỉnh Tây Ninh, giữa TP.HCM và Phnom Penh. Đây là KCN duy nhất vẫn đang trong quá trình đền bù đất quy mô lớn cho giai đoạn 3 và cũng là giai đoạn cuối (đã hoàn thành 80% tính đến cuối năm 2024 và dự kiến hoàn tất trong năm 2025-2026) (Bảng 19) BLĐ cho biết quyền sở hữu phần đất còn lại khá tập trung, giúp rút ngắn quá trình đền bù và thu hồi đất. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ lấp đầy của KCN này là 46,6%.
- KCN Lộc An - Bình Sơn (498 ha), SIP sở hữu 69% cổ phần. Được khởi công vào năm 2010, KCN này hiện đạt tỷ lệ lấp đầy là 67,4% và có vị trí chiến lược gần Sân bay Quốc tế Long Thành và cao tốc Long Thành - Dầu Giây.

Thông tin khách thuê: Nguồn khách thuê của SIP rất đa dạng với các công ty đến từ Anh, Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan, trong đó các công ty Trung Quốc và Đài Loan chiếm đa số (60-70%). Ngành dệt may vẫn chiếm tỷ trọng chính (50%) trong cơ cấu khách thuê, tiếp theo là sản xuất công nghiệp (20%), 30% còn lại bao gồm cao su, lốp xe, hóa chất và các ngành khác.

Tại KCN Lộc An - Bình Sơn, phần lớn khách thuê là các nhà sản xuất điện tử Hàn Quốc. KCN Đông Nam và Lê Minh Xuân tập trung vào sản xuất hàng dệt may và tấm pin năng lượng mặt trời, trong đó có các doanh nghiệp lớn như First Solar. KCN Phước Đông chủ yếu thu hút các công ty sản xuất lốp xe và sợi vải, do vị trí thuận lợi gần hồ Dầu Tiếng và các đồn điền cao su, những nơi cung cấp nguồn nguyên liệu quan trọng cho quá trình sản xuất của khách thuê. HSC tin rằng kinh nghiệm phục vụ nhiều khách thuê khác nhau mang lại cho SIP lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút thêm dòng vốn FDI vào khu vực phía Nam so với những đối thủ mới có quy mô vừa và nhỏ khác.

Bảng 19: Tiến độ các dự án KCN, SIP

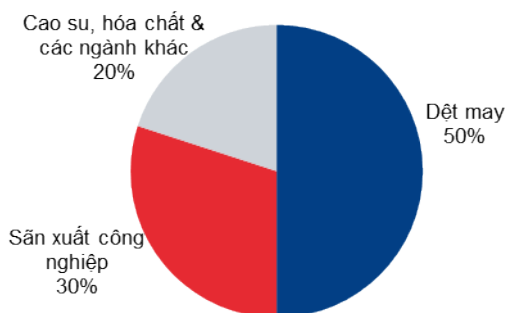
Quỹ đất của SIP nằm ở các vị trí chiến lược thu hút dòng vốn đầu tư FDI, đảm bảo nguồn nhu cầu thuê đất KCN trong trung và dài hạn

Dự án	Lợi ích của SIP	Thời gian	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	% tiến độ đền bù đất	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích có thể cho thuê (ha)	Giá cho thuê bình quân (USD.m ²)	Tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2024
Đông Nam	100%	2008-58	HCMC	1,963	99%	286.7	206.5	250	88.8%
Phước Đông	100%	2008-58	Tây Ninh	5,906	77%	2,189.1	1,720.6		46.6%
Phước Đông A				2,603	100%	1,014.8	816.9	110	
Phước Đông B				3,303	57%	1,175.0	903.7	90	
Lê Minh Xuân 3	100%	2014-64	HCMC	2,065	95%	231.3	155.8	350	31.9%
Lộc An - Bình Sơn	69%	2010-60	Đồng Nai	1,858	100%	497.8	360.6	230	67.4%
Tổng cộng						3,204.9	2,443.4		60.9%

Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 20: Phân loại khách hàng theo ngành, SIP

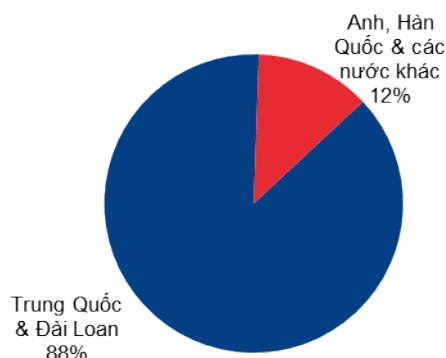
Khách hàng thuê của SIP chủ yếu bao gồm các công ty sản xuất nặng



Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 21: Phân loại khách hàng theo quốc gia, SIP

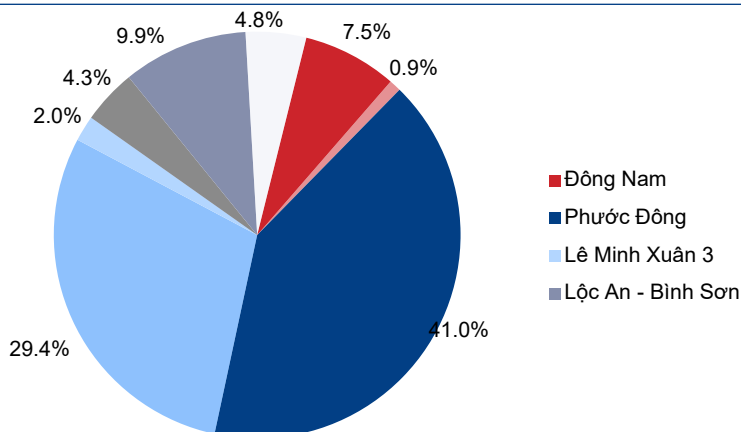
Khách hàng của SIP chủ yếu đến từ Trung Quốc và Đài Loan, chủ yếu thuê từ các KCN Đông Nam, Phước Đông và Lê Minh Xuân 3



Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 22: Tỷ lệ BĐS KCN và tỷ lệ lấp đầy

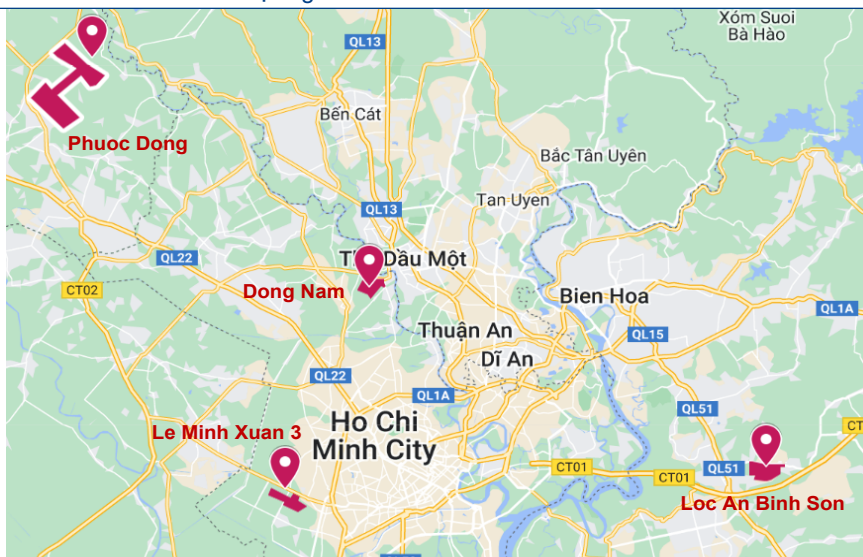
Phần tô màu nhạt là diện tích còn lại có thể cho thuê của mỗi KCN



Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 23: Vị trí KCN của SIP

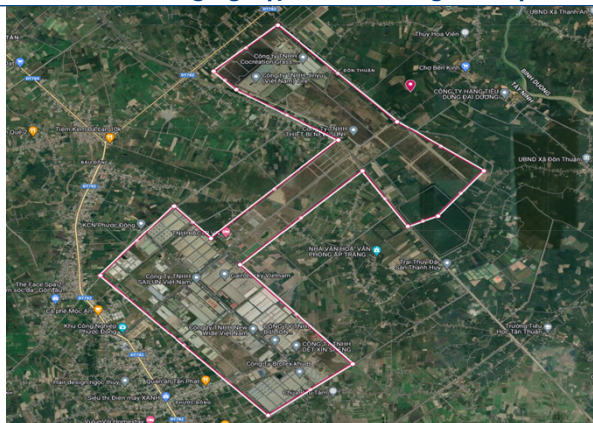
Cả 4 KCN của SIP đều có vị trí gần TP.HCM



Nguồn: SIP, Google, HSC

Ngoài ra, SIP cũng đang tích cực mở rộng quỹ đất của mình và gần đây đã nhận được giấy phép cho KCN Long Đức 2 (293 ha, Đồng Nai) vào ngày 11/2, đồng thời đang trong quá trình xin cấp phép cho KCN Phạm Văn Hai (668 ha, TP.HCM). Hiện tại chưa có thêm thông tin chi tiết nào khác về tiến độ của các dự án này.

Biểu đồ 24: Khu công nghiệp Phước Đông-Bời Lởi



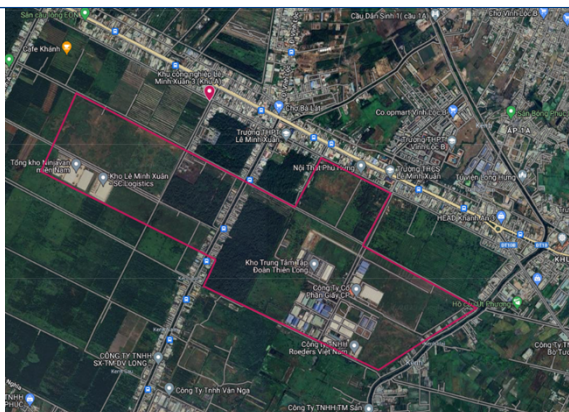
Nguồn: SIP, Google, HSC

Biểu đồ 25: Khu công nghiệp Đông Nam



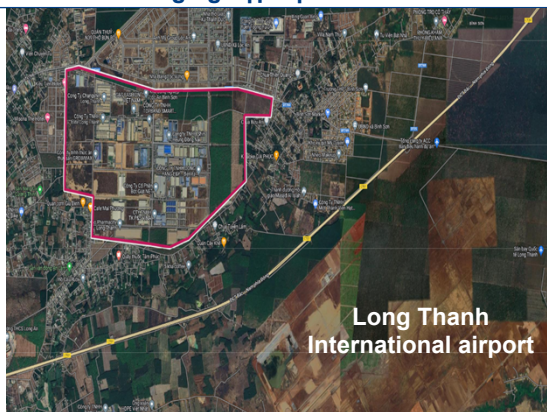
Nguồn: SIP, Google, HSC

Biểu đồ 26: KCN Lê Minh Xuân 3



Nguồn: SIP, Google, HSC

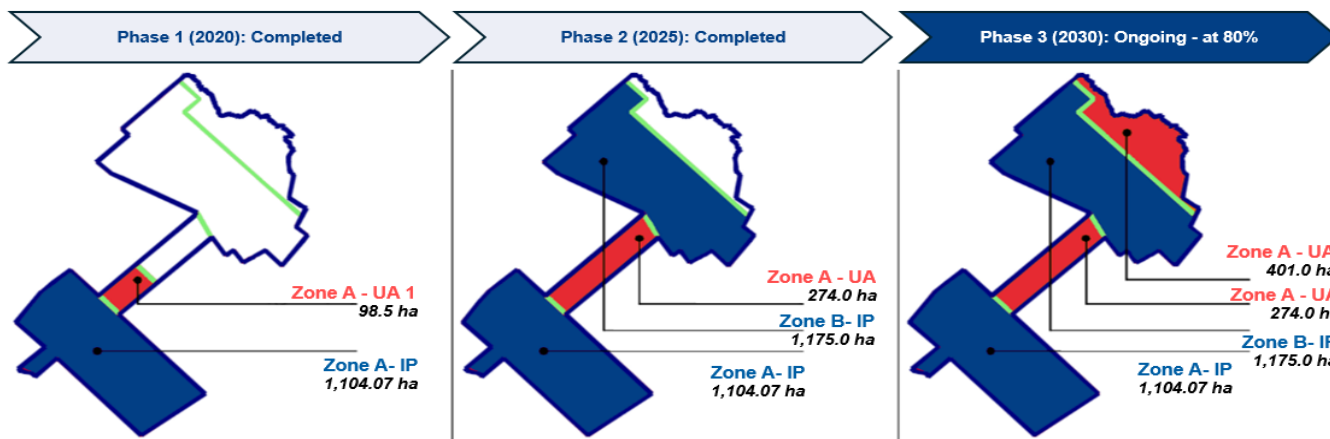
Biểu đồ 27: Khu công nghiệp Lộc An Bình Sơn



Nguồn: SIP, Google, HSC

Biểu đồ 28: Quy hoạch tổng thể Phước Đông - Bời Lởi, các giai đoạn phát triển

Tính đến Q4/2024 SIP đã hoàn thành 80% đền bù đất cho Giai đoạn 3, bao gồm 564,4 ha (KCN) và 401 ha (Khu đô thị)



Nguồn: SIP, HSC

Mảng tiện ích và các dịch vụ khác: Gia tăng giá trị cho KCN

Dựa trên nền tảng KCN vững chắc, SIP còn cung cấp nhiều dịch vụ đáp ứng nhu cầu của các nhà sản xuất cả trong KCN và khu vực lân cận. Các dịch vụ này bao gồm 1) phân phối điện và nước, và 2) nhà xưởng xây sẵn/kho bãi xây sẵn (RBF & RBW), cùng với các mảng dịch vụ khác (xây dựng, quản lý chất thải, đóng gói).

1. Năng lượng, xử lý nước và xử lý chất thải

Trong giai đoạn 2017-2024, phân khúc này đóng góp bình quân 81,7% tổng doanh thu và 61,7% tổng lợi nhuận gộp. Phân khúc này dự kiến cũng sẽ đóng góp nhiều hơn trong tương lai khi có nhiều khách thuê chuyển đến các KCN của SIP và giá điện dự kiến tăng.

Vì SIP là một trong số ít các công ty niêm yết được EVN cấp phép phân phối điện thương mại ngay trong các KCN của mình, nên Công ty có thể cung cấp gói dịch vụ tiện ích toàn diện trong các KCN bao gồm phân phối điện, nước, xử lý nước thải, quản lý chất thải và các dịch vụ thiết yếu khác.

SIP mua điện từ EVN với giá bán buôn dành cho KCN và bán lại cho khách thuê với giá bán lẻ của EVN, cộng thêm 5% phụ phí duy tu lưới điện. SIP có trách nhiệm xây dựng lưới điện và trạm biến áp. Trong khi đó, đa phần các công ty phát triển BĐS KCN khác không tham gia vào việc phân phối điện. Trong trường hợp đó, EVN sẽ chịu trách nhiệm xây dựng hạ tầng sau đó bán điện trực tiếp cho từng khách thuê. Việc được EVN cấp phép giúp SIP linh hoạt hơn trong việc đáp ứng nhu cầu khách hàng, cho phép Công ty cung cấp trọn gói dịch vụ cho các khách hàng mới gia nhập thị trường Việt Nam, qua đó tạo lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ.

Hiện tại, giá bán lẻ điện bình quân theo Quyết định 2699/QĐ-BCT ngày 11/10/2024 là 2.103,12đ/kWh (tăng 5% so với mức giá trước đó theo Quyết định số 2941/QĐ-BCT ngày 8/11/2023); Cộng thêm 5% phụ phí, SIP hiện thu từ 1.100đ/kWh đến 3.230đ/kWh khi phân phối điện cho khách thuê, tùy theo khung giờ sử dụng. Ngoài ra, SIP còn hợp tác với First Solar (Mỹ) để triển khai nhiều dự án điện mặt trời áp mái tại trong KCN, sản lượng điện bổ sung này cũng được bán lại cho khách thuê của Công ty.

Về phân phối nước, SIP chủ yếu cung cấp nước sạch đã qua xử lý cho khách thuê tại KCN Phước Đông, sử dụng nguồn nước từ hồ Dầu Tiếng.

HSC dự báo phân khúc này có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong trung và dài hạn, vì hiệu quả hoạt động của phân khúc này tương quan trực tiếp với số lượng khách thuê tại các KCN của SIP; càng nhiều khách thuê hơn đồng nghĩa với việc doanh thu từ điện, nước và các dịch vụ gia tăng khác càng cao. Tuy nhiên, mảng phân phối năng lượng vẫn còn động lực tăng trưởng lợi nhuận nhờ (1) EVN mới chỉ bắt đầu có lãi trở lại và (2) theo Quyết định 02/2023-QĐ-TTg ban hành ngày 3/2/2023, giá bán lẻ điện bình quân có thể tăng thêm 16% nữa trước khi đạt mức trần 2.444đ/kWh.

Dù tỷ suất lợi nhuận gộp của SIP từ bán điện dự kiến không đổi (theo thông tin từ BLĐ) nhưng HSC dự báo doanh thu tuyệt đối từ mảng này sẽ tăng theo giá bán lẻ, tiếp tục mang lại cho Công ty nguồn thu dồi dào và ổn định.

Bảng 29: Các tiện ích tại KCN của SIP

SIP phát triển và sở hữu nhiều dịch vụ tiện ích xung quanh các khu công nghiệp

KCN	Điện - trạm biến áp	Công suất (MVA)	Trạm phân phối nước	Công suất (m3/ngày-đêm)	Trạm xử lý nước, nước thải	Công suất (m3/ngày-đêm)
Đông Nam	5	315	2	210,000	1	6,000
Phước Đông	5	693	2	120,000	3	14,900
Lê Minh Xuân 3	3	189	1	300,000	1	8,000
Lộc An - Bình Sơn	1	80	1	100,000	1	2,500
Tổng cộng	14	1,277	6	730,000	6	31,400
Sở hữu của SIP	11	1,071	3	130,000	6	31,400

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 30: Năng lượng mặt trời áp mái của SIP

SIP cũng đầu tư vào điện mặt trời áp mái sau đó sẽ bán lại cho người thuê, tận dụng lợi thế là nhà phân phối chiến lược của First Solar tại Việt Nam

KCN	Số dự án điện mặt trời	Công suất kWp (đang hoạt động)	Công suất kWp (đang phát triển)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
Đông Nam	33	19,479	243.7	230.5
Phước Đông	51	31,227		361.6
Lê Minh Xuân 3	6	4,287		51.8
Sai Gon VRG service	12	5,342	480.6	67.2
Tổng cộng	102	60335	724.3	711.0

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 31: Giá điện bán buôn và bán lẻ cho khu công nghiệp

Giá bán lẻ điện bình quân có thể tăng thêm 16% trước khi đạt mức trần 2.444 đồng/kWh

	Trước	Hiện tại	% thay đổi	Mức trần	% Tăng trước khi chạm mức trần
Quyết định	2941/QĐ-BCT (8 Nov-23)	2699/QĐ-BCT (11 Oct-24)		02/2023-QĐ-TTg (3 Feb-23)	
Giá điện của EVN (tại KCN, cho Trạm biến áp 50-100 MVA) (đồng/kWh)					
Giờ bình thường	1,581	1,664	5.2%		
Giờ thấp điểm	987	1,066	8.0%		
Giờ cao điểm	2,897	3,050	5.3%		
Bình quân giá điện bán lẻ	2,006	2,103	4.8%	2,444	16.2%

Nguồn: MOIT, HSC

Bảng 32: Nhà máy xử lý nước tại KCN Phước Đông

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 33: Nhà máy xử lý nước thải tại KCN Lê Minh Xuân 3

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 34: Trạm biến áp tại KCN Phước Đông

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 35: Điện mặt trời áp mái tại KCN Phước Đông

Nguồn: SIP, HSC

2. Nhà xưởng xây sẵn (RBF) và kho bãi xây sẵn (RBW)

Trong giai đoạn 2017-2024, mảng này (gộp với các dịch vụ khác như cao su, xây dựng, v.v.) đóng góp bình quân 13,2% tổng doanh thu và 13,8% tổng lợi nhuận gộp.

Ngoài hoạt động cho thuê BDS KCN, SIP đã mở rộng đáng kể mảng RBF (nhà xưởng xây sẵn) và kho bãi, hướng đến 2 nhóm khách hàng chính: (1) Các doanh nghiệp muốn tận dụng hệ sinh thái sẵn có trong các KCN của SIP, kết nối với mạng lưới các công ty để tạo ra gia tăng lợi ích hợp tác; và (2) Các doanh nghiệp muốn thử nghiệm hoạt động tại Việt Nam trước khi đầu tư quy mô lớn.

Đối với SIP, phát triển nhà xưởng xây sẵn là một cách hiệu quả để tạo ra lợi nhuận từ các lô đất còn lại. Khi các dự án KCN phát triển hoàn thiện, các lô đất nhỏ hơn còn sót lại thường trở nên khó cho thuê do có diện tích nhỏ, thời gian thuê không còn nhiều và độ thuận tiện không cao đối với khách hàng quy mô lớn. Bằng cách sử dụng nhà xưởng xây sẵn và kho bãi, SIP có thể tối ưu doanh thu từ những phần đất cuối cùng này, tối đa hóa việc sử dụng và lợi nhuận ngay cả khi dự án đã đi vào giai đoạn hoàn thiện.

Trong giai đoạn 2019-2024, diện tích nhà xưởng/kho bãi xây sẵn cho thuê đã tăng gần 30 lần, từ 4.000 m2 lên 119.000 m2. Tại thời điểm cuối tháng 6 năm 2024, mảng này có tỷ lệ lấp đầy ấn tượng là 84%, với giá thuê dao động từ 5,0-5,3 USD/m2/tháng tại KCN Đồng Nam và Lê Minh Xuân 3, và 3,6-4,0 USD/m2/tháng tại KCN Phước Đông.

HSC dự báo mảng này sẽ tăng trưởng ở mức trung bình trong trung hạn do nguồn cung RBF/RBW mới trên thị trường đang tăng mạnh. Tuy nhiên, về lâu dài, chúng tôi kỳ vọng RBF/RBW sẽ là xu hướng quan trọng của cả ngành, vì mô hình này giúp khách hàng rút ngắn đáng kể thời gian thiết kế và thi công, nhanh chóng đưa nhà máy vào hoạt động, rút ngắn thời gian đưa sản phẩm ra thị trường, đồng thời loại bỏ chi phí mua đất và xây dựng, do đó giảm đáng kể vốn đầu tư ban đầu.

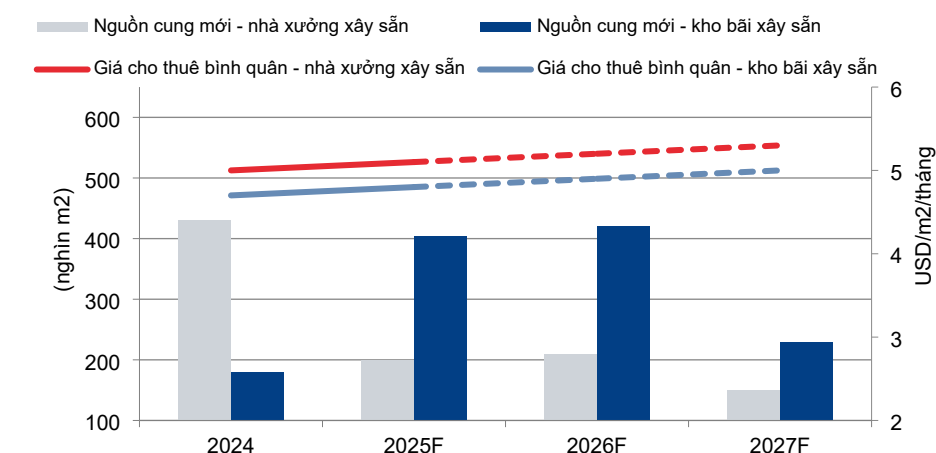
Bảng 36: Mảng nhà kho và xưởng xây sẵn của SIP: chi tiết

	Diện tích cho thuê (m2)	Tỷ lệ lấp đầy đến cuối năm 2024 (%)	Giá cho thuê bình quân (USD/m2/tháng)
Phước Đông	31,878	67.4%	3.6-4.0
Đồng Nam	39,841	79.8%	5.0-5.3
Lê Minh Xuân 3	47,599	97.9%	5.0-5.3
Tổng cộng	119,318	83.7%	

Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 37: Nhà xưởng xây sẵn/kho bãi xây sẵn, dự báo nguồn cung và tỷ lệ cho thuê

Tăng trưởng cho thuê ổn định trong bối cảnh nguồn cung mới cho các cơ sở sẵn có tăng mạnh



Nguồn: CBRE, HSC

Mảng BĐS nhà ở

Trong giai đoạn 2017-2024, mảng này đóng góp bình quân 0,2% vào tổng doanh thu và 0,9% vào tổng lợi nhuận gộp.

Mảng BĐS nhà ở của SIP hiện tập trung chủ yếu tại KCN Phước Đông, nơi có 648 ha được quy hoạch phát triển khu đô thị (KĐT). Công tác giải phóng mặt bằng đã hoàn tất cho toàn bộ 247 ha KĐT Phước Đông Khu A và sắp hoàn tất cho 401 ha còn lại tại Khu B. Ngoài các dự án nhà ở xã hội và nhà ở công nhân, KĐT Phước Đông còn bao gồm một số dự án thành phần như: Khu dân cư Thuận Lợi, Khu biệt thự Phước Đông và một tòa chung cư 5 tầng. BLĐ công bố rằng trong KĐT Phước Đông Khu A, một dự án thành phần đã bàn giao theo kế hoạch 220 trong số 380 căn hộ thấp tầng từ năm 2017 đến năm 2024.

SIP cũng đang xin cấp phép đầu tư cho các dự án KĐT tại KCN Lê Minh Xuân 3 (TP.HCM), KCN Đông Nam (huyện Củ Chi, TP.HCM, 56 ha) và KCN Lộc An - Bình Sơn (tỉnh Đồng Nai, 40 ha).

Bảng 38: Các dự án dân cư tại khu đô thị Phước Đông

	Loại	Diện tích (Ha)	Số lượng căn	Diện tích kinh doanh (m2)
Khu biệt thự Phước Đông	Biệt thự	22.9	118	350
Khu dân cư Thuận Lợi	Thấp tầng	N/a	380	65
Chung cư Phước Đông	Cao tầng (5 lầu)	N/a	N/a	58

Nguồn: SIP, HSC

Bảng 39: Khu dân cư Thuận Lợi, Phước Đông UA



Nguồn: SIP

Bảng 40: Khu biệt thự Phước Đông



Nguồn: SIP

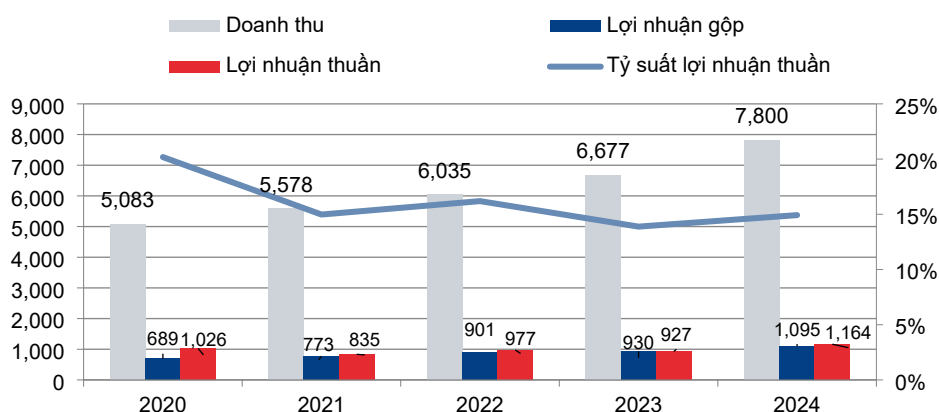
Phân tích tài chính

HSC dự báo cả doanh thu và lợi nhuận của SIP sẽ đi ngang trong năm 2025 do so với mức nền cao của năm 2024 (doanh thu mảng cho thuê BĐS KCN cao hơn dự kiến, doanh thu mảng tiện ích tăng nhờ giá điện tăng và thu nhập đáng kể từ bán chứng khoán đầu tư). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-2027 khi nhiều dự án hạ tầng công trọng điểm đi vào hoạt động, qua đó thúc đẩy doanh số từ cho thuê đất. Nhìn chung, lợi nhuận HĐKD cốt lõi và doanh thu của Công ty dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (2024-2027) đạt lần lượt 12,3% và 5,5%.

KQKD trong quá khứ

Trong giai đoạn 2020-2024, doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần của SIP đã tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 15,3%, 16,2% và 4,3%. Tỷ suất lợi nhuận thuần đạt đỉnh gần 20% vào năm 2020 trước khi giảm về 14,9% vào năm ngoái, phần lớn là do doanh thu từ cho thuê BĐS KCN chậm lại.

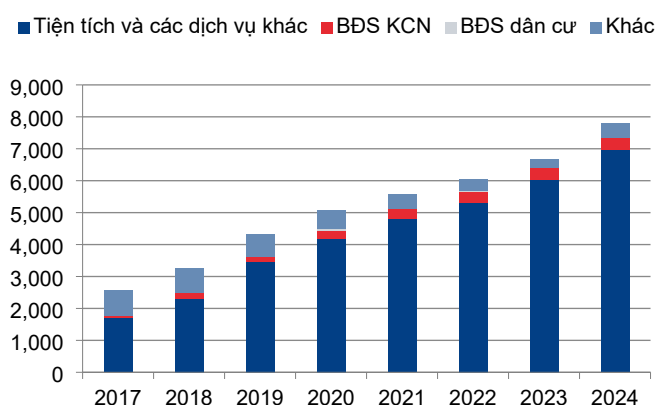
Biểu đồ 41: Các chỉ số tài chính chủ chốt (tỷ đồng), SIP



Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 42: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), SIP

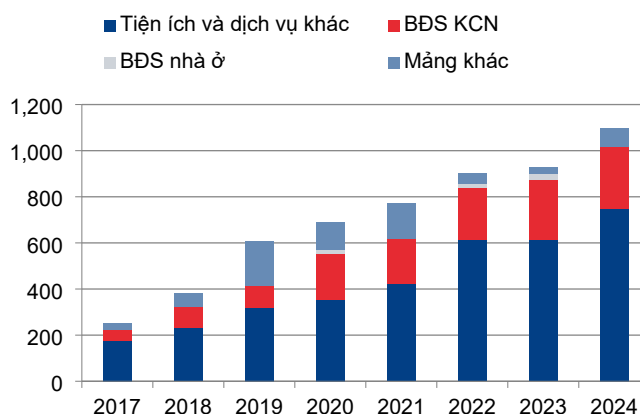
Dịch vụ tiện ích và các dịch vụ khác đóng góp bình quân 81,7% vào tổng doanh thu giai đoạn 2017-2024 (doanh thu BĐS KCN chiếm 4,9%)



Ghi chú: Các mảng khác bao gồm cao su, xây dựng, và các dịch vụ khác.
Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 43: Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (tỷ đồng)

Dịch vụ tiện ích và các dịch vụ khác đóng góp bình quân 61,7% vào tổng lợi nhuận gộp giai đoạn 2017-2024 (lợi nhuận gộp BĐS KCN chiếm 23,6%)



Ghi chú: Các mảng khác bao gồm cao su, xây dựng, và các dịch vụ khác.
Nguồn: SIP, HSC

Doanh thu cho thuê BĐS KCN chưa được ghi nhận đầy đủ do phương pháp phân bổ doanh thu

SIP sử dụng phương pháp phân bổ doanh thu để ghi nhận doanh thu từ đất KCN, phân bổ doanh thu trong suốt thời gian thuê còn lại ngay cả khi đã nhận được toàn bộ khoản thanh toán trả trước (phần này được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện trên bảng CĐKT). Phương pháp này khác với phương pháp ghi nhận một lần của các công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị của HSC (bao gồm IDC, KBC, VGC và PHR).

SIP thường thu 10% tổng giá trị cho thuê BĐS KCN làm tiền đặt cọc và thêm 20% trước khi ký hợp đồng bàn giao đất. Phương thức thanh toán số dư còn lại sau đó được thương lượng với khách thuê, họ có thể chọn thanh toán nhiều lần theo thời gian hoặc trả một lần – phương thức trả một lần phổ biến hơn đối với khách hàng của SIP. Tại thời điểm cuối Q4/2024, SIP đã ghi nhận 11,7 nghìn tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện, dự kiến sẽ phân bổ dần theo thời gian cho đến khi kết thúc mỗi dự án. Trong đó, 376 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện sẽ được ghi nhận trong 12 tháng tới.

Chính vì phương pháp này, doanh thu của mảng cho thuê BĐS KCN bị ghi nhận thấp đáng kể trong báo cáo kết quả HĐKD, chỉ chiếm 4,9% tổng doanh thu và 23,6% lợi nhuận gộp giai đoạn 2017-2024. Điều này tương phản rõ rệt với các dịch vụ giá trị gia tăng (tiện ích và các dịch vụ khác) được ghi nhận hết trong năm, đóng góp 81,7% doanh thu và 61,7% lợi nhuận gộp trong cùng kỳ (Biểu đồ 42-43).

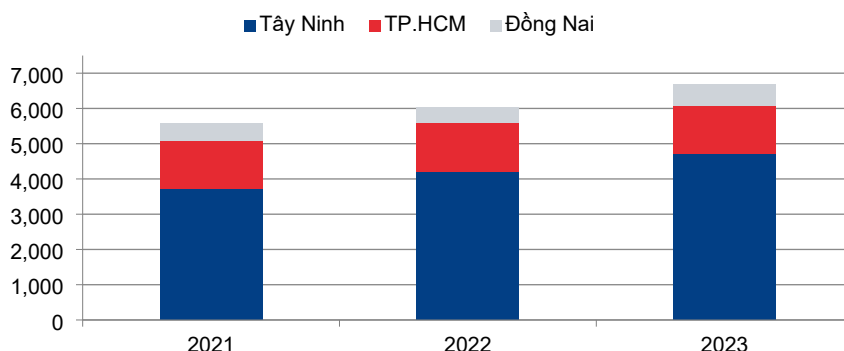
Bảng 44: Tỷ trọng doanh thu theo các mảng kinh doanh, SIP

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tiện ích, dịch vụ khác	2,324	3,455	4,166	4,811	5,311	6,017	6,974
BĐS KCN	162	168	278	302	330	375	389
BĐS dân cư	-	-	50	-	28	29	-
Doanh thu khác	754	717	588	464	366	255	440
Tổng cộng	3,239	4,340	5,083	5,578	6,035	6,677	7,804
Tỷ trọng							
Tiện ích, dịch vụ khác	71.7%	79.6%	82.0%	86.3%	88.0%	90.1%	89.4%
BĐS KCN	5.0%	3.9%	5.5%	5.4%	5.5%	5.6%	5.0%
BĐS dân cư	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.0%
Doanh thu khác	23.3%	16.5%	11.6%	8.3%	6.1%	3.8%	5.6%
Tổng cộng	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 45: Doanh thu theo khu vực của SIP, Tỷ đồng

Mảng tiện ích tại Tây Ninh (KCN Phước Đông) đóng góp lớn vào tổng doanh thu hàng năm của SIP



Nguồn: SIP, HSC

Ngoài ra, do quy mô (về doanh thu cho thuê BĐS KCN) và đặc thù tiêu thụ nhiều nước và điện của các ngành nghề kinh doanh của khách thuê (lốp xe và sợi vải), KCN Phước Đông là đơn vị đóng góp lớn nhất vào doanh thu của SIP, liên tục chiếm bình quân 70% trong ba năm qua (Bảng 44, Biểu đồ 45).

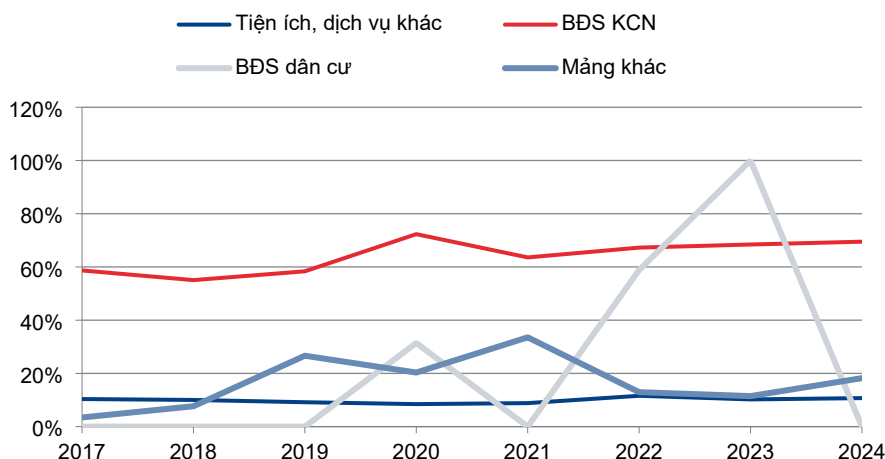
Tỷ suất lợi nhuận: Ngày càng tăng trưởng mạnh mẽ

Tỷ suất lợi nhuận của SIP đã tăng đều đặn từ năm 2017 đến năm 2024, chủ yếu nhờ tăng trưởng của mảng cho thuê BĐS KCN và mảng tiện ích, được thúc đẩy bởi (1) giá cho thuê BĐS KCN tăng và (2) tỷ lệ lấp đầy tại các KCN của SIP tăng.

- Tỷ suất lợi nhuận gộp của **mảng cho thuê BĐS KCN** đã tăng từ 58,7% lên 70% trong 6 năm qua. Đây là kết quả của việc SIP đã đền bù khoảng 82-96% quỹ đất của mình với chi phí tương đối thấp trong khi giá cho thuê BĐS KCN tại Việt Nam tăng mạnh trong những năm gần đây, đặc biệt là xung quanh các trung tâm kinh tế lớn như Hà Nội, Bắc Giang, Quảng Ninh, TP.HCM, nơi có hai trong số bốn KCN của SIP.
- Theo BCTC của Công ty, **mảng tiện ích và các dịch vụ khác** có tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất khoảng 10% mỗi năm do đây là mức bình quân của nhiều phân khúc dịch vụ gia tăng (gồm phân phối điện, nước, điện mặt trời, kho bãi, v.v.). Theo BLĐ, tỷ suất lợi nhuận gộp của các phân khúc quan trọng nhất lần lượt là: phân phối điện (5-6%), phân phối nước (40-50%), kho bãi (60%) và điện mặt trời (45%).
- Mảng BĐS nhà ở**, hiện đang được triển khai tại KCN Phước Đông của SIP, cũng được hưởng lợi từ chi phí đất đai thấp, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân từ 30% đến 50% trong giai đoạn 2017-2024. Tuy nhiên, xét đến vị trí của KCN Phước Đông (cách TP.HCM 60 km về phía Tây qua Quốc lộ 22) và thị trường BĐS còn trong giai đoạn hồi phục sơ bộ, HSC dự báo phân khúc này sẽ tương đối trầm lắng cho đến sau năm 2026, khi thị trường phục hồi lan rộng từ TP.HCM ra các tỉnh lân cận. Chúng tôi lưu ý nếu SIP xin cấp phép thành công cho quy hoạch khu đô thị tại KCN Lê Minh Xuân, Đông Nam hoặc Lộc An - Bình Sơn, đó có thể là những yếu tố tiềm năng thúc đẩy lợi nhuận và định giá của Công ty..

Biểu đồ 46: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, SIP

Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng, SIP



Ghi chú: Không có giá vốn hàng bán ghi nhận cho "Doanh thu BĐS khu dân cư", dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp = 100%. Mảng khác bao gồm cao su, xây dựng, dịch vụ khác.
Nguồn: SIP, HSC

Biểu đồ 47: Bán dự án KCN, SIP

Hồi phục mạnh trong năm 2024 sau 2 năm giảm liên tiếp

Ha	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Đông Nam	8.4	1.0	9.0			
Phước Đông - Boi Loi	28.7	78.6	33.4	20.0	19.3	58.0
Lê Minh Xuân 3	3.0	1.0	7.0			
Lộc An - Bình Sơn	27.0	22.0	26.0	5.0	-	16.0
Tổng cộng	67.1	102.6	75.4	25.0	19.3	74.0

Nguồn: SIP, HSC

Doanh số cho thuê BĐS KCN: Phục hồi mạnh mẽ, sẵn sàng tăng trưởng

SIP đã phát triển hoạt động cho thuê BĐS KCN từ năm 2008, sử dụng nhiều phương pháp để thu hút khách thuê tiềm năng như (1) tổ chức hội thảo ở nước ngoài, (2) hợp tác với các đơn vị môi giới và (3) dựa vào khách hàng giới thiệu lẫn nhau.

Doanh số cho thuê BĐS KCN vẫn ở mức cao trong giai đoạn 2019-2021 nhưng giảm đáng kể trong giai đoạn 2022-2023 do (1) điều kiện thị trường suy yếu, (2) hạn chế đi lại quốc tế liên quan đến COVID-19 và (3) Công ty tập trung phát triển nhà xưởng/kho bãi xây sẵn (RBF/RBW).

Tuy nhiên, doanh số cho thuê BĐS KCN của công ty đã phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024, ghi nhận 74 ha – cao gấp 3,8 lần so với năm 2023 và cao gấp 2,4 lần so với kế hoạch ban đầu là 30 ha cho năm 2024. Sự phục hồi này chủ yếu nhờ một thương vụ lớn cho thuê 58 ha tại KCN Phước Đông. Mặc dù HSC kỳ vọng thị trường sẽ tiếp tục phục hồi so với mức thấp của năm 2022-2023 nhưng việc vượt qua mức nền cao của năm 2024 sẽ là một thách thức trong năm 2025-2026.

Doanh thu HĐ tài chính: Quan trọng đối với lợi nhuận của SIP

Từ năm 2019 đến năm 2024, doanh thu HĐ tài chính (chủ yếu là lãi tiền gửi) đóng góp 37% vào LNTT của SIP. Mức đóng góp cao từ doanh thu HĐ tài chính đến từ lãi suất thu được từ việc đầu tư số dư tiền mặt lớn mà SIP nắm giữ (vì Công ty nhận khoản tiền mặt thanh toán trước trong khi doanh thu được ghi nhận dần trong suốt thời gian thuê còn lại (30-50 năm)).

Khoản thu này trong năm 2020 đã tăng 116%, chủ yếu do thay đổi cách ghi nhận lãi tiền gửi và việc SIP tăng cho vay không tài sản bảo đảm cho các bên liên quan với lãi suất ưu đãi 6,5-7,5%/năm. Các khoản vay này sau đó đã chuyển sang có tài sản bảo đảm với lãi suất thấp hơn ở mức 4,6-5,2%, vẫn là cho các bên liên quan vay vào năm 2022.

Tuy nhiên, đến cuối năm 2023, các khoản vay có tài sản bảo đảm cho các bên liên quan đã được thay thế bằng các khoản cho vay không có tài sản bảo đảm cho các công ty chứng khoán – cụ thể là VCBS và CTS (công ty con của hai ngân hàng nhà nước) – với lãi suất 5,3-7,5%.

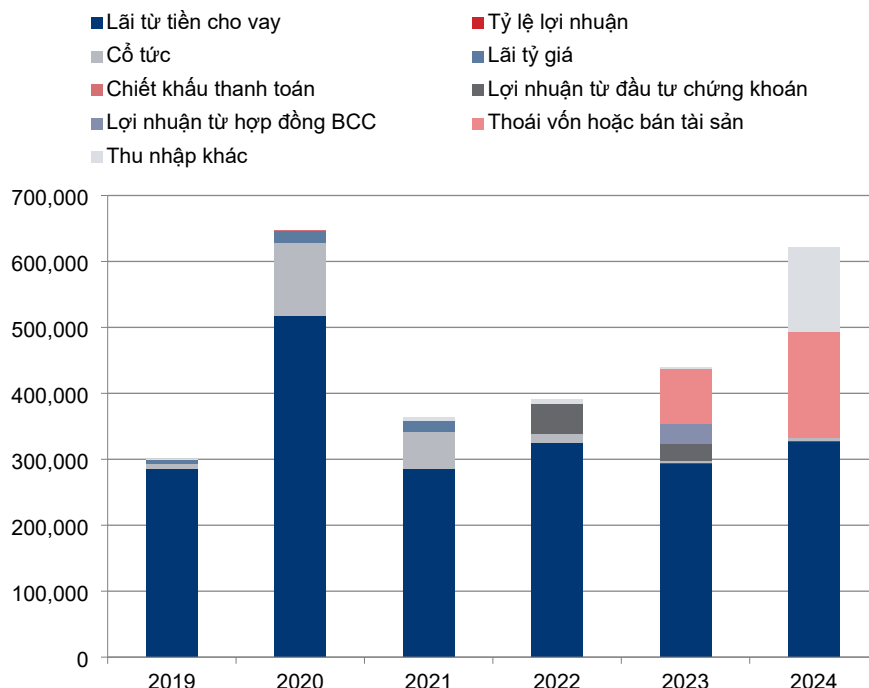
Ngoài ra, SIP cũng tăng cường đầu tư chứng khoán khi ghi nhận lần lượt 393 tỷ đồng, 442 tỷ đồng, 126 tỷ đồng vào khoản mục chứng khoán kinh doanh trên bảng CĐKT trong giai đoạn 2020-2022. Phần lớn các khoản đầu tư là cổ phiếu niêm yết của các công ty KCN cao su như GVR, CTCP Phát triển Đô thị và KCN Cao su Việt Nam (UPCoM - VRG; chưa khuyến nghị), CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (HOSE - CSM, chưa khuyến nghị), CTCP Cao su Tây Ninh (HOSE - TRC, chưa khuyến nghị) và NTC.

Trong năm 2024, doanh thu HĐ tài chính của SIP đã tăng trưởng 41% đạt 622 tỷ đồng chủ yếu do giảm tỷ lệ sở hữu tại TRC và VRG. Tại thời điểm cuối Q4/2024, các khoản đầu tư tài chính đáng chú ý của SIP bao gồm:

- **Chứng khoán kinh doanh:** 42 tỷ đồng tại TRC và 129 tỷ đồng tại VRG.
- **Khoản đầu tư vào công ty liên kết:** 832 tỷ đồng trong NTC.
- **Các khoản đầu tư khác:** 115 tỷ đồng trong CSM và 200 tỷ đồng trong CTCP Thế Hệ Mới (doanh nghiệp tư nhân/chưa niêm yết) – một đơn vị liên quan đến việc phát triển RBF/RBW của KCN Lộc An - Bình Sơn.

Biểu đồ 48: Cơ cấu thu nhập tài chính (tỷ đồng), SIP

Lãi từ cho vay đóng góp 80% vào thu nhập tài chính của SIP



Nguồn: SIP, HSC

Phân tích KQKD Q4/2024 và cả năm 2024

Trong Q4/2024, SIP ghi nhận doanh thu đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng 4,4% so với quý trước và 8,0% so với cùng kỳ) và LNST của Công ty mẹ đạt 317 tỷ đồng (tăng 5% so với quý trước nhưng giảm 6,5% so với cùng kỳ). Doanh thu HĐ tài chính trong Q4/2024 là 230 tỷ đồng (tăng 77,4% so với cùng kỳ và đóng góp khoảng 50% LNTT).

Tính chung cả năm 2024, SIP ghi nhận doanh thu đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 16,8%) và LNST của Công ty mẹ đạt 1.164 tỷ đồng (tăng trưởng 21,7%). Lợi nhuận tài chính đạt tổng cộng 621 tỷ đồng (tăng trưởng 41,6%) gồm 327 tỷ đồng lãi tiền gửi (tăng 11,2%) và 160 tỷ đồng lợi nhuận từ đầu tư (tăng 93%), chủ yếu từ kinh doanh chứng khoán và 134 tỷ đồng từ các khoản thu nhập tài chính khác.

Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của SIP đạt 1.008 tỷ đồng trong năm 2024 (tăng trưởng 11,8%).

Doanh thu mảng cho thuê BĐS KCN cao hơn dự kiến, doanh thu mảng tiện ích tăng, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện và doanh thu HĐ tài chính tăng cao là những yếu tố chính đóng góp vào sự cải thiện đáng kể của doanh thu và lợi nhuận của SIP trong năm 2024.

Lưu ý, tại thời điểm cuối năm 2024, doanh số cho thuê BĐS KCN của SIP đạt khoảng 74 ha, vượt hơn gấp đôi mục tiêu cả năm đặt ra ban đầu là 30 ha, được phân bổ như sau: 16 ha tại KCN Lộc An - Bình Sơn (cho SEA Logistics Partners) và 58 ha tại KCN Phước Đông.

Bảng 49: KQKD Q4/2024 và năm 2024, SIP

Cả doanh thu và lợi nhuận thuần tiếp tục được cải thiện với tỷ suất lợi nhuận cũng đang dần tăng lên

Tỷ đồng	4Q23	4Q24	Tăng trưởng	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,911	2,064	8.0%	6,673	7,800	16.9%
BDS KCN	105	108	3.3%	375	389	3.9%
Tiện ích, dịch vụ khác	1,758	1,841	4.7%	6,017	6,974	15.9%
BDS KDC	29	-	-100.0%	29	-	-100.0%
Khác	19	114	488.4%	252	437	73.1%
Lợi nhuận gộp	292	282	-3.2%	930	1,095	17.7%
Lãi HĐ tài chính	117	189	61.4%	345	505	46.4%
Lợi nhuận từ LD,LK	65	13	-80.0%	126	65	-48.5%
Chi phí BH&QL	(34)	(33)	-3.5%	(110)	(110)	-0.4%
LNTT	447	462	3.4%	1,301	1,571	20.7%
LNST	373	376	0.7%	1,037	1,278	23.3%
Lợi nhuận thuần	340	317	-6.5%	956	1,164	21.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	9	(106)	-1215.3%	51	178	249.1%
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	366	460	25.9%	996	1,135	14.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.3%	13.7%		13.9%	14.0%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.5%	18.2%		15.5%	16.4%	

Nguồn: SIP, HSC

Trong Q4/2024, SIP cũng đã ký kết thỏa thuận cho thuê khoảng 4,3 ha nhà xưởng xây sẵn (RBF) tại KCN Phước Đông với Thantawan Industry, một công ty bao bì nhựa hàng đầu của Thái Lan, doanh thu từ thương vụ này dự kiến sẽ được ghi nhận vào năm 2025.

Cả mảng cho thuê BDS KCN và mảng tiện ích đều ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện trong năm 2024, với tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BDS KCN tăng từ mức 68,4% lên 70% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng tiện ích và các dịch vụ khác tăng từ mức 10,2% lên 10,7%. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp này chủ yếu nhờ giá cho thuê BDS KCN tăng, giá điện tăng và đóng góp bổ sung từ phân khúc điện mặt trời áp mái.

Tại thời điểm cuối Q4/2024, tiền và các khoản tương đương tiền của SIP đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (5,1 nghìn tỷ đồng đầu tư ngắn hạn), tăng 20% so với quý trước và 47% so với cùng kỳ), trong khi nợ tài chính ở mức 3,6 nghìn tỷ đồng (tăng 213% so với cùng kỳ), do SIP đẩy mạnh đầu tư vào nhiều hạng mục, bao gồm đền bù giai đoạn 3 KCN Phước Đông, phát triển điện mặt trời áp mái và kho bãi tại các KCN khác.

Theo đó, nợ thuần của SIP ở mức 2,2 nghìn tỷ đồng, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 60,6% (hoặc ở mức lành mạnh là 22% nếu điều chỉnh giá trị vốn CSH) do HSC giả định toàn bộ doanh thu chưa thực hiện của SIP (hiện theo phương pháp phân bổ) được ghi nhận ngay vào vốn CSH nhằm so sánh tương đồng hơn với các doanh nghiệp phát triển BDS KCN khác đang ghi nhận doanh thu một lần.

Giả định bổ sung duy nhất của chúng tôi cho những điều chỉnh này là tỷ suất lợi nhuận thuần của mảng KCN (sau khi đóng góp vào quỹ khen thưởng và phúc lợi) dao động từ 50% đến 70%, chủ yếu dựa trên tỷ suất lợi nhuận thuần bình quân trong hai năm qua.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận của SIP sẽ tương đối đi ngang do so với mức nền cao từ doanh thu HĐ tài chính năm 2024. LNST của Công ty mẹ dự báo đạt 1.118 tỷ đồng (giảm 4,0%) trên doanh thu 8.021 tỷ đồng (tăng trưởng 2,8%), chủ yếu nhờ doanh thu từ cho thuê BDS KCN được phân bổ cao hơn cũng như doanh thu mảng điện và năng lượng tăng.

Cho năm 2026-2027, lợi nhuận của SIP dự báo tăng trưởng mạnh lần lượt 10,1% và 14,8%, đạt 1.253 tỷ đồng và 1.414 tỷ đồng, trên doanh thu 8.509 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%) và 9.177 tỷ đồng (tăng trưởng 7,8%). Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi (1) tỷ lệ lấp đầy KCN tăng sau khi nhiều dự án đầu tư hạ tầng công cộng được triển

khai, (2) giá điện từ EVN tăng và (3) đóng góp cao hơn từ mảng điện mặt trời và kho bãi.

Nhìn chung, nếu không tính đến các khoản mục bất thường/không thường xuyên trong tất cả các kỳ, dự báo của HSC cho thấy doanh thu lợi nhuận HĐKD cốt lõi của SIP tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 5,5% và 12,3%.

Bảng 50: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, SIP

Lợi nhuận cốt lõi được ước tính tăng trưởng với CAGR là 12,3% trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7,804	8,021	8,509	9,177
BDS KCN	389	418	485	594
Tiện ích, dịch vụ khác	6,974	7,249	7,670	8,229
BDS KDC	-	-	-	-
Khác	440	354	354	354
Lợi nhuận gộp	1,095	1,150	1,261	1,428
Lãi HĐ tài chính	505	366	385	442
Lợi nhuận từ LD,LK	65	93	103	114
Chi phí BH&QL	(110)	(115)	(117)	(123)
LNTT	1,555	1,494	1,632	1,861
LNST	1,278	1,195	1,306	1,489
Lợi nhuận thuần	1,164	1,118	1,231	1,414
Các khoản mục ròng không thường xuyên	178			
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	1,009	1,134	1,253	1,428
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.0%	14.3%	14.8%	15.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	13.9%	14.5%	15.4%
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	16.8%	2.8%	6.1%	7.8%
BDS KCN	3.9%	7.4%	15.9%	22.5%
Tiện ích, dịch vụ khác	15.9%	3.9%	5.8%	7.3%
BDS KDC	N/m	N/m	N/m	N/m
Khác	53.2%	-19.6%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	17.7%	5.1%	9.7%	13.2%
Lãi HĐ tài chính	36.4%	-27.6%	5.3%	14.8%
Lợi nhuận từ LD,LK	-8.8%	43.1%	11.2%	10.6%
Chi phí BH&QL	1.0%	4.6%	2.3%	4.7%
LNTT	23.1%	-3.9%	9.2%	14.0%
LNST	27.3%	-6.5%	9.2%	14.0%
Lợi nhuận thuần	25.6%	-4.0%	10.1%	14.8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	249.1%	N/m	N/m	N/m
Lợi nhuận thuần HĐKD "cốt lõi"	17.7%	12.4%	10.5%	14.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.7%	2.2%	3.4%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.5%	-6.6%	3.8%	6.5%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo doanh thu của chúng tôi dựa trên giả định doanh số cho thuê BDS KCN là 53 ha cho năm 2025, tiếp theo là 55 ha cho năm 2026 và 80 ha cho năm 2027. Mặc dù con số 53-55 ha cho năm 2025-2026 thấp hơn mức 74 ha của năm 2024 (cao đột biến do hoạt động cho thuê BDS KCN tại KCN Phước Đông vượt kế hoạch) nhưng vẫn cao hơn gấp đôi doanh số thực tế năm 2021-2022 và cao hơn hẳn kế hoạch ban đầu của năm 2024 (bình quân 25-30 ha). Ngoài ra, chúng tôi giả định giá điện sẽ tăng 4% trong năm 2025-2026, đồng thời duy trì tốc độ tăng trưởng 2% mỗi năm cho các mảng còn lại.

Về tỷ suất lợi nhuận, HSC duy trì một số giả định chính như sau:

- **Mảng cho thuê BDS KCN:** HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của mảng này sẽ tiếp tục tăng trong trung hạn, đạt mức 70-80%, được thúc đẩy bởi (1) dòng vốn FDI ổn định và (2) vị trí thuận lợi của các KCN do SIP sở hữu. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán giá cho thuê cũng như tỷ suất lợi nhuận cuối cùng sẽ dần ổn định khi thời hạn thuê còn lại rút ngắn, giảm sự thu hút đối với nhà đầu tư, xu hướng tương tự từng ghi nhận tại một số KCN khác.

- **Mảng tiện ích và các dịch vụ khác:** HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này sẽ duy trì ổn định ở mức 9-10% mỗi năm, vì theo BLĐ, SIP đã và sẽ tiếp tục hưởng lợi khi doanh thu & lợi nhuận tuyệt đối ở mảng này ngày càng gia tăng. Lưu ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của các phân khúc quan trọng nhất lần lượt là: phân phối điện (5-6%), phân phối nước (40-50%), kho bãi (60%) và điện mặt trời (45%).

Do thông tin hạn chế về việc thanh lý tài sản hoặc bán cổ phần, chúng tôi không đưa vào dự báo bất kỳ khoản lợi nhuận tài chính hoặc lợi nhuận phi cốt lõi nào trong dự báo cho giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC sử dụng phương pháp SoTP để tính ra giá mục tiêu cho SIP là 105.000đ (tiềm năng tăng giá 21%), tương ứng với P/E và P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 16,3 lần và 3,3 lần (P/B điều chỉnh là 1,7 lần). Trên cơ sở này, SIP có định giá rẻ hơn một chút so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 17,0 lần và 2,0 lần.

Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 105.000đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp SoTP để định giá SIP, cho ra kết quả RNAV/cp là 130.685đ. Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% cho RNAV – để phản ánh (1) rủi ro liên quan đến một tập đoàn khi SIP hoạt động kinh doanh trong nhiều lĩnh vực khác nhau và (2) tính bất định về thời điểm cho thuê BĐS KCN còn lại trong tương lai – để đưa ra giá mục tiêu là 105.000đ.

Tại giá mục tiêu này, tiềm năng tăng giá là 21%, tương đương P/E và P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 16,3 lần và 3,3 lần (P/B điều chỉnh là 1,7 lần; xem ghi chú của chúng tôi về giá trị sổ sách điều chỉnh trước đó), P/E và P/B dự phóng năm 2026 lần lượt là 14,8 lần và 2,8 lần (P/B điều chỉnh là 1,5 lần).

Bảng 51: Định giá SOTP, SIP

Tý đồng	Lợi ích của SIP	Định giá (cuối năm-2025)	Phương pháp
KCN		16,552	
Đông Nam	100%	878	DCF
Phước Đông - Bời Lôi	100%	8,138	DCF
Lê Minh Xuân 3	100%	4,758	DCF
Lộc An - Bình Sơn	69%	2,779	DCF
Tiện ích & dịch vụ khác		5,701	
Tiện ích – Năng lượng, nước & khác	100%	4,476	DCF
Kho bãi	100%	1,224	DCF
BDS khu dân cư - Phước Đông UA (Ph. A)	100%	726	DCF
Dự án khác		1,298	
NTC	25%	1,649	DCF
Công ty liên kết, đầu tư khác	100%	619	BV
Tài sản khác, thuần		(970)	BV
Tổng tài sản		24,276	
Cộng: tiền thuần		3,237	
Tiền & tương đương tiền		7,109	
Nợ		(3,872)	
RNAV		27,514	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		210.5	
RNAV/cp		130,685	
Chiết khấu RNAV		20.0%	
Giá mục tiêu		105,000	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: Phân tích độ nhạy với các giả định chiết khấu RNAV, SIP, (làm tròn)

Chiết khấu với các giả định RNAV	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	131,000	118,000	105,000	92,000	79,000
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	51.3%	36.3%	21.2%	6.2%	-8.8%

Nguồn HSC ước tính:

Trong cách thức định giá, HSC lưu ý những điều sau đây:

- Tính toán RNAV của SIP tại thời điểm cuối năm 2025.
- Sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, dự án BĐS nhà ở, kho bãi và mảng tiện ích (phân phối điện, nước và xử lý chất thải), và chiết

khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) cho các mảng trên theo phương pháp này.

- Do dự án KCN Long Đức 2 mới được cấp phép đầu tư vào ngày 11/2 nên các thông tin về đầu tư, đền bù và tiến độ triển khai hiện chưa rõ, chúng tôi tạm thời loại trừ KCN này khỏi định giá và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.
- Đối với các khoản đầu tư khác của SIP, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách tương ứng (ngoại trừ khoản 25% cổ phần sở hữu tại NTC được định giá theo phương pháp DCF ở mức 1,6 nghìn tỷ đồng).
- Giả định WACC được xác định ở mức 13,2%. Mặc dù sử dụng các giả định nội bộ về lãi suất phi rủi ro (4,0%) và rủi ro vốn CSH (7,5%), chúng tôi cũng cộng thêm phần bù phụ trội là 1,5% vào phần bù rủi ro vốn CSH cho SIP (tương tự như đối với các doanh nghiệp khác trong ngành) để phản ánh những đặc thù của thị trường huy động vốn BĐS.

So sánh với các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN khác

Quý đất: So với các doanh nghiệp khác trong danh sách khuyến nghị của HSC, quỹ đất của SIP đứng thứ tư (sau KBC, VGC và IDC). Mặc dù quỹ đất của các doanh nghiệp này hiện đang tập trung ở miền Bắc, nhưng việc phê duyệt các KCN tiếp theo tại Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu cho KBC và IDC sẽ tạo ra một mức độ cạnh tranh nhất định đối với SIP trong trung và dài hạn.

Phương pháp ghi nhận doanh thu: SIP là một trong số ít các công ty phát triển KCN vẫn áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu cho mảng cho thuê BĐS KCN, trong khi phần lớn các công ty cùng ngành đã chuyển sang phương pháp ghi nhận một lần trong những năm gần đây. Vì khoản tiền nhận trước (tài sản) từ cho thuê BĐS KCN được ghi nhận là doanh thu chưa thực hiện (nợ phải trả), nên một khoản lợi nhuận giữ lại đáng kể không được tính vào giá trị sổ sách, dẫn đến chỉ số P/B cao hơn so với những công ty áp dụng phương pháp ghi nhận một lần để ghi nhận toàn bộ doanh số cho thuê BĐS KCN vào doanh thu trong báo cáo kết quả HĐKD của họ. Do đó, để so sánh công bằng SIP với các đối thủ, bên cạnh KQKD, HSC cũng đặc biệt chú trọng đến giá trị sổ sách thực của Công ty.

Để chuẩn hóa các chỉ số, chúng tôi đã điều chỉnh giá trị sổ sách của SIP dựa trên giả định rằng SIP ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN theo phương pháp một lần.

Để ước tính giá trị sổ sách điều chỉnh trên mỗi cổ phiếu của SIP, chúng tôi tăng vốn CSH (giá trị sổ sách) lên bằng cách chuyển toàn bộ doanh thu chưa thực hiện vào vốn CSH. Điều chỉnh bổ sung duy nhất của chúng tôi là giả định tỷ suất lợi nhuận thuần của mảng BĐS KCN (sau khi đóng góp vào quỹ khen thưởng và phúc lợi) thường dao động trong khoảng 50-70% và chủ yếu dựa trên tỷ suất lợi nhuận thuần bình quân trong hai năm qua. Chúng tôi cũng lưu ý rằng tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo của SIP bị định giá thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành do phương pháp ghi nhận doanh thu và tỷ trọng mảng tiện ích tương đối lớn. Điều này thể hiện qua tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê BĐS KCN của SIP đạt 70%, cao hơn KBC (65%), IDC (60%) hay VGC (50%).

Ở mức giá hiện tại, SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần và P/B điều chỉnh cuối năm 2025 là 1,7 lần – mỗi chỉ số này đều thấp hơn bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 17,0 lần và 2,0 lần, điều này càng nhấn mạnh rằng SIP là một trong số ít các doanh nghiệp có định giá hấp dẫn trong một ngành dự kiến còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Bảng 53: Dự báo lợi nhuận thuần và các chỉ số định giá chính, một số công ty BĐS KCN

Dựa trên P/E và P/B điều chỉnh, SIP có định giá thấp hơn nhiều so với các công ty BĐS KCN khác

Mã CK	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)					P/E		P/B		P/B điều chỉnh*	
	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Cổ phiếu các DN HSC khuyến nghị											
VGC	1,104	1,177	6.6%	1,463	24.3%	20.2	16.2	2.9	2.8	2.6	2.5
KBC	426	1,461	243.0%	2,865	96.1%	15.9	8.1	1.2	1.0	1.2	1.0
PHR	469	462	-1.5%	465	0.5%	17.3	17.2	2.0	1.9	1.9	1.8
IDC	1,996	1,794	-10.1%	2,034	13.4%	10.2	9.0	3.0	2.7	2.3	2.0
Cổ phiếu các DN khác											
NTC	316	251	-20.6%	N/a	-	12.9	-	3.4	-	1.5	-
BCM	2,105	3,113	47.9%	N/a	-	30.8	-	3.7	-	3.6	-
SZC	302	374	23.8%	N/a	-	16.7	-	2.1	-	2.0	-
SIP	1,164	1,112	-4.5%	1,223	10.0%	16.3	14.8	3.2	2.8	1.7	1.5
Tổng/Bình quân	7,882	9,744	23.6%	8,050	34.0%	17.0	12.3	2.6	2.1	2.0	1.7

Ghi chú: *giá trị số sách được điều chỉnh để phù hợp với phương pháp ghi nhận doanh thu một lần, **dữ liệu tăng trưởng cho năm 2026
Nguồn: Bloomberg, HSC Ước tính

Bảng 54: So sánh định giá các công ty cùng ngành (USDmn), SIP

Theo dự báo của thị trường, SIP vẫn có định giá hấp dẫn dựa trên P/E

Mã CK	Vốn hóa	Doanh thu 2024	2024 Lợi nhuận thuần	2024 P/E (lần)	2025F P/E (lần)	2024 P/B (lần)	2025F P/B (lần)	ROE bq 3 năm (%)	TSLNG bq 3 năm (%)	TSLNT bq 3 năm NM (%)
VGC	931	476	44	21.5	20.2	2.9	2.9	17.6	28.4	10.2
KBC	907	186	17	54.3	14.2	1.2	1.1	8.1	56.2	42.3
PHR	307	65	19	18.2	17.0	2.0	2.0	20.0	23.8	41.3
IDC	720	353	80	9.2	9.2	3.3	2.9	35.0	37.4	21.8
Bình quân (HSC khuyến nghị)	716	270	40	25.8	15.1	2.3	2.3	20.2	36.5	28.9
NTC	205	14	12	17.5	26.1	5.4	4.3	39.5	70.5	110.0
BCM	2,892	207	84	35.0	31.4	3.8	2.7	11.1	52.8	30.9
DPR	153	49	11	14.0	N/a	1.6	N/a	10.1	29.6	20.3
LHG	72	17	7	9.9	7.6	1.1	0.9	10.2	46.6	38.0
GVR	4,961	1,048	145	30.1	N/a	N/a	N/a	6.3	24.7	12.5
SZC	314	35	12	26.2	19.1	N/a	N/a	12.0	42.7	28.1
Bình quân chung	1,107	228	41	29.4	22.3	2.9	2.6	12.4	35.5	22.6
SIP	714	58	36	16.1	16.3	4.2	3.4	26.3	14.3	13.9

Nguồn: HSC

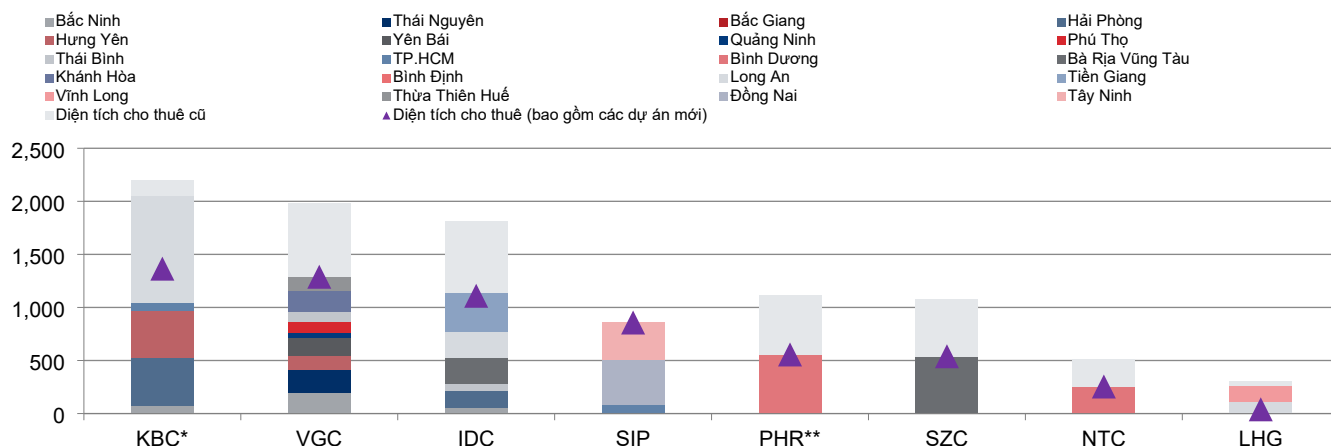
Bảng 55: SIP và các công ty cùng ngành do HSC khuyến nghị

Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAV/cp (đồng)	Giá định chiết khấu RNAV	Bình quân tỷ suất lợi nhuận gộp
VGC	931	Mua vào	53,000	54,900	3.6%	61,000	10.0%	50%
KBC	907	Mua vào	30,150	36,400	20.7%	51,900	30.0%	65%
PHR	307	Tăng tỷ trọng	57,900	64,500	11.4%	71,700	10.0%	65%
IDC	720	Mua vào	55,700	69,000	23.9%	76,700	10.0%	60%
SIP	714	Mua vào	86,600	105,000	21.2%	130,685	20.0%	70%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 56: Quỹ đất còn lại của các công ty phát triển BĐS KCN

SIP có tổng cộng 858 ha đất sẵn sàng cho thuê, thấp hơn ba trong bốn công ty BĐS KCN do HSC khuyến nghị nhưng cao hơn công ty PHR, SZC, NTC và LHG



Ghi chú: Gồm các dự án đang triển khai và các dự án dự kiến sẽ được cấp phép đầu tư trong tương lai gần; (*) Khu đất Long An của KBC – một phần do Saigontel (SGT; không khuyến nghị) sở hữu (22% do KBC sở hữu) – đã được cấp phép đầu tư và bắt đầu thực hiện đền bù đất; (**) 687 ha tại Bình Dương nằm trong các liên doanh mà PHR nắm giữ 33-36% cổ phần, trong khi 140 ha (Tân Lập 1) do PHR sở hữu 51%; Long Đức thuộc SIP.
Nguồn: HSC

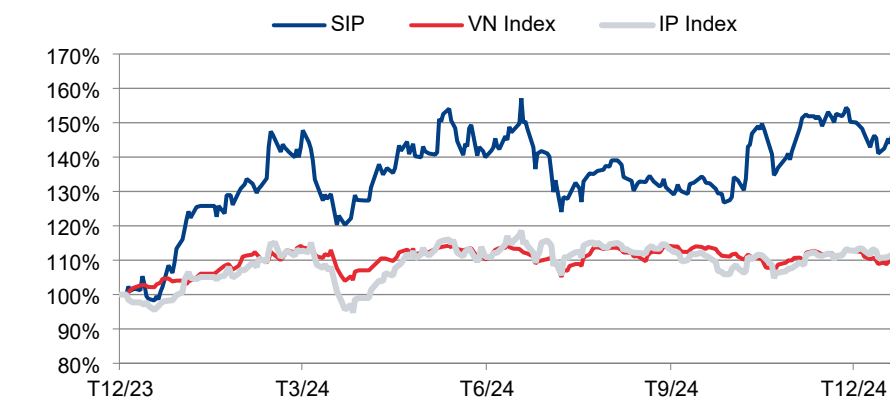
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của SIP đã tăng 57% kể từ đầu năm 2024 (tăng 28,2% trong 12 tháng qua và tăng 17,6% trong 3 tháng qua). Mức tăng này diễn biến tích cực hơn VN Index 44% và diễn biến tích cực hơn chỉ số KCN của HSC 39% trong cùng kỳ. Chỉ số KCN của HSC bao gồm 9 công ty phát triển BĐS KCN Việt Nam, bao gồm các công ty trong danh sách khuyến nghị là IDC, KBC, VGC và PHR, SIP mới được thêm vào, và các công ty chưa khuyến nghị là NTC, SZC, IDV, ITA, LHG, GVR và DPR; giá cổ phiếu được tính theo vốn hóa thị trường.

Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu SIP tăng mạnh từ đầu năm 2024 là nhờ (1) doanh thu cho thuê BĐS KCN tại KCN Phước Đông cao hơn dự kiến và (2) định giá hấp dẫn hơn so với các công ty cùng ngành và (3) thanh khoản cải thiện sau khi chuyển sang HSX từ HNX trong năm 2023.

Biểu đồ 57: Diễn biến giá cổ phiếu SIP trong vòng 1 năm qua so với các chỉ số tham chiếu

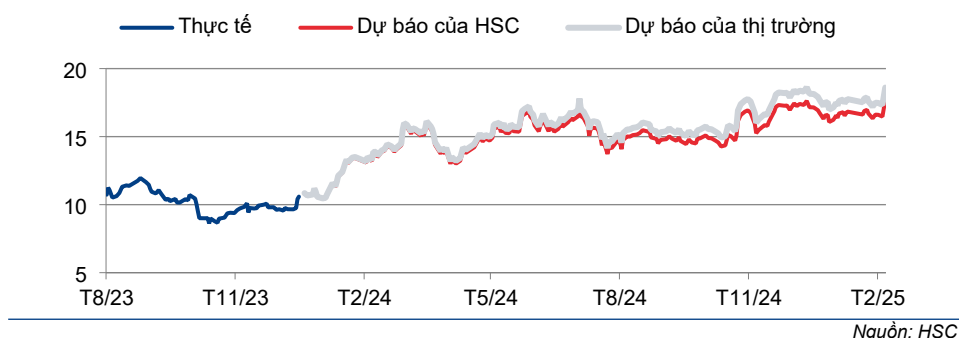
Từ đầu năm 2024, giá cổ phiếu SIP thường cao hơn so với chỉ số VNI và IP Index lần lượt là 44% và 39%



Nguồn: HSC

Biểu đồ 58: P/E trượt dự phóng 1 năm, SIP

Cổ phiếu SIP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14,2 lần



SIP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,3 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ khi niêm yết trên HOSE vào ngày 23/8/2023 ở mức 14,2 lần.

So với các công ty phát triển BĐS KCN khác trong danh sách khuyến nghị của HSC, SIP vẫn có định giá hấp dẫn, với doanh thu từ các mảng kinh doanh tăng trưởng ổn định. Với quỹ đất KCN lớn tại các vị trí chiến lược ở khu vực phía Nam, mảng BĐS KCN của SIP sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào Việt Nam. Điều này không chỉ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các mảng kinh doanh giá trị gia tăng khác mà còn củng cố bảng CĐKT vững chắc của công ty với dòng tiền dồi dào.

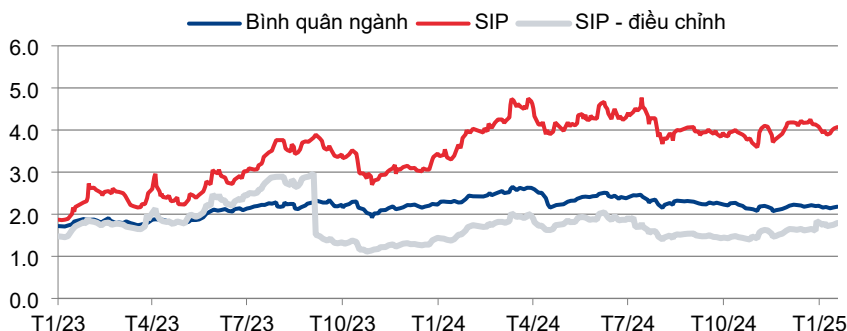
Trong khi chờ đợi Công ty cập nhật thêm thông tin về dự án KCN Long Đức 2, những tiến triển về phê duyệt pháp lý tại KCN Phạm Văn Hai (668 ha, TP.HCM) hoặc khả năng mở rộng thêm các khu đô thị tại các KCN hiện hữu của SIP có thể trở thành yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu, do các dự án này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung và dài hạn.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng mặc dù khó xảy ra nhưng việc chuyển đổi phương pháp ghi nhận doanh thu từ phân bổ sang ghi nhận một lần, qua đó ghi nhận 11,7 nghìn tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện, có thể thúc đẩy giá cổ phiếu tăng mạnh, tương tự trường hợp của IDC vào năm 2021-2022.

Chúng tôi tin rằng SIP vẫn có định giá hấp dẫn, giao dịch với mức P/B điều chỉnh (thực) thấp hơn so với các công ty cùng ngành Cùng với nguồn tiền mặt dồi dào (doanh thu chưa thực hiện) và vị thế tài chính vững chắc, chúng tôi tin rằng bất kỳ đợt điều chỉnh nào nữa của thị trường cũng sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư mua vào cổ phiếu này.

Biểu đồ 59: P/B dự phóng, SIP so với bình quân một số công ty cùng ngành (BDS KCN)*

So với các công ty cùng ngành, SIP hiện có định giá cổ phiếu hấp dẫn



Nguồn: HSC Ước tính

Rủi ro đầu tư

Các rủi ro chính chủ yếu liên quan đến ước tính lợi nhuận; chúng tôi lưu ý những điểm sau:

Thị trường toàn cầu bất ổn có thể làm hạn chế nhu cầu BĐS KCN: Dự báo của nhóm phân tích Vĩ mô của HSC về [dòng vốn FDI suy yếu trong giai đoạn 2025-2027](#) cho thấy FDI thực hiện sẽ tăng trưởng ở mức vừa phải là 6% vào năm 2025 và 4% vào năm 2026, trong khi FDI cam kết dự báo giảm 7% vào năm 2025 trước khi ổn định vào năm 2026. Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng rằng các thách thức toàn cầu bao gồm lạm phát cao, kinh tế giảm tốc, căng thẳng địa chính trị, biến động tỷ giá hối đoái và đặc biệt là chính sách kinh tế Mỹ khó lường, có thể khiến các nhà sản xuất trì hoãn kế hoạch mở rộng, làm giảm nhu cầu thuê BĐS KCN.

Rủi ro từ chậm tiến độ trong các dự án hiện tại, cũng như việc cấp phép đầu tư KCN trong tương lai: Giống như hầu hết các doanh nghiệp phát triển BĐS, SIP đối mặt với rủi ro pháp lý. Bất kỳ vướng mắc hoặc chậm trễ nào trong khâu cấp phép cũng có thể kéo dài đáng kể thời gian triển khai dự án, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của SIP, nhất là khi công ty hiện đang tiến hành đền bù cho Giai đoạn 3 của KCN Phước Đông.

Chúng tôi lưu ý rằng quá trình xin cấp phép cho một dự án tại Việt Nam khá phức tạp, phụ thuộc vào nhiều bộ luật khác nhau mà đôi khi các điều khoản của các luật này còn chồng chéo lên nhau, dẫn đến tình trạng chậm trễ. Tuy nhiên, khi so với các công ty phát triển BĐS nhà ở, các công ty phát triển BĐS KCN đang nhận được nhiều hỗ trợ hơn từ Chính phủ trong việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	6,677	7,800	8,021	8,509	9,177
Lợi nhuận gộp	930	1,095	1,150	1,261	1,427
Chi phí BH&QL	(109)	(110)	(115)	(117)	(123)
Thu nhập khác	12.8	18.8	0	0	0
Chi phí khác	(1.90)	(2.92)	0	0	0
EBIT	833	1,001	1,035	1,144	1,305
Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	290	313	375
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	71.0	64.8	92.7	103	114
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	435	582	75.8	72.6	66.9
LNTT	1,274	1,571	1,494	1,632	1,861
Chi phí thuế TNDN	(271)	(293)	(299)	(326)	(372)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76.8)	(114)	(77.7)	(74.9)	(75.2)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	927	1,164	1,118	1,231	1,413
Lợi nhuận thuần ĐC	856	1,099	1,025	1,128	1,299
EBITDA ĐC	1,101	1,321	1,376	1,480	1,635
EPS (đồng)	5,098	5,530	5,308	5,847	6,714
EPS ĐC (đồng)	4,708	5,222	4,868	5,357	6,172
DPS (đồng)	2,892	1,705	2,500	2,500	2,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	182	211	211	211	211
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	182	211	211	211	211
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	182	211	211	211	211

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	829	644	759	829	884
Đầu tư ngắn hạn	3,139	5,176	5,824	6,038	6,798
Phải thu khách hàng	3,500	5,479	5,677	5,719	5,497
Hàng tồn kho	468	380	346	346	893
Các tài sản ngắn hạn khác	771	850	892	803	724
Tổng tài sản ngắn hạn	8,707	12,529	13,498	13,736	14,796
TSCĐ hữu hình	1,247	1,274	1,512	1,756	2,004
TSCĐ vô hình	4.52	4.47	4.83	5.21	5.59
Bất động sản đầu tư	5,443	5,907	5,899	6,020	6,270
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,031	848	848	848	848
Tài sản dài hạn khác	4,627	4,462	5,766	7,076	8,037
Tổng tài sản dài hạn	12,353	12,496	14,031	15,706	17,165
Tổng cộng tài sản	21,060	25,026	27,530	29,442	31,961
Nợ ngắn hạn	1,595	2,466	2,650	2,650	2,650
Phải trả người bán	238	241	348	300	279
Nợ ngắn hạn khác	1,042	1,178	1,198	1,247	1,381
Tổng nợ ngắn hạn	3,061	4,123	4,485	4,475	4,580
Nợ dài hạn	90.7	1,132	972	787	603
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	137	126	126	126	126
Nợ dài hạn khác	13,743	14,770	16,404	17,731	19,367
Tổng nợ dài hạn	13,971	16,028	17,502	18,644	20,095
Tổng nợ phải trả	17,032	20,151	21,986	23,119	24,675
Vốn chủ sở hữu	4,028	4,874	5,543	6,323	7,285
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	4,028	4,874	5,543	6,323	7,285
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,060	25,026	27,530	29,442	31,961
BVPS (đ)	22,156	23,153	26,330	30,033	34,604
Nợ thuần/(tiền mặt)	857	2,954	2,863	2,608	2,369

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	833	1,001	1,035	1,144	1,305
Khấu hao	(339)	(385)	(434)	(439)	(445)
Lãi vay thuần	(64.1)	(76.8)	290	313	375
Thuế TNDN đã nộp	(271)	(293)	(299)	(326)	(372)
Thay đổi vốn lưu động	(1,252)	(695)	1,644	1,271	1,412
Khác	(383)	300	37.1	165	151
LCT thuần từ HKKD	(798)	621	3,142	3,006	3,316
Đầu tư TS dài hạn	(1,296)	(572)	(1,969)	(2,114)	(1,904)
Góp vốn & đầu tư	(5,049)	(12,840)	(648)	(214)	(760)
Thanh lý	6,529	10,757	0	0	0
Khác	534	295	92.7	103	114
LCT thuần từ HĐĐT	717	(2,360)	(2,524)	(2,225)	(2,550)
Cổ tức trả cho CSH	(526)	(359)	(526)	(526)	(526)
Thu từ phát hành CP	0.47	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	995	1,912	24.1	(185)	(185)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	470	1,553	(502)	(711)	(711)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	440	829	644	759	829
LCT thuần trong kỳ	390	(186)	115	70.2	55.0
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	829	644	759	829	884
Dòng tiền tự do	(2,094)	49.5	1,173	892	1,412

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.9	14.0	14.3	14.8	15.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.5	16.9	17.2	17.4	17.8
Tỷ suất LNT (%)	13.9	14.9	13.9	14.5	15.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	18.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.6	16.8	2.83	6.09	7.84
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.0	20.1	4.17	7.53	10.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.14)	28.5	(6.79)	10.1	15.2
Tăng trưởng EPS (%)	(52.6)	8.47	(4.01)	10.1	14.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(4.14)	10.9	(6.79)	10.1	15.2
Tăng trưởng DPS (%)	30.9	(41.1)	46.7	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	56.7	30.8	47.1	42.8	37.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.1	26.2	21.5	20.7	20.8
ROACE (%)	4.74	5.15	4.71	4.76	4.98
Vòng quay tài sản (lần)	0.33	0.34	0.31	0.30	0.30
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.96)	0.62	3.03	2.63	2.54
Số ngày tồn kho	29.7	20.7	18.4	17.4	42.0
Số ngày phải thu	222	298	302	288	259
Số ngày phải trả	15.1	13.1	18.5	15.1	13.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	22.6	60.8	52.3	41.9	33.1
Nợ/tài sản (%)	8.26	14.4	13.3	11.8	10.3
EBIT/lãi vay (lần)	13.0	13.0	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.49	2.60	2.49	2.20	1.88
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.84	3.04	3.01	3.07	3.23
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.49	2.72	2.63	2.45	2.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	16.0	15.3	14.1	12.6
P/E (lần)	17.0	15.7	16.3	14.8	12.9
P/E ĐC (lần)	18.4	16.6	17.8	16.2	14.0
P/B (lần)	3.91	3.74	3.29	2.88	2.50
Lợi suất cổ tức (%)	3.34	1.97	2.89	2.89	2.89

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn