

# CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG

Ngày 20/05/2022



## Tóm tắt khuyến nghị

**MUA**

Giá kỳ vọng (VND) 244.300

Giá thị trường 19/05/2022 (VND) 101.100

**Tỷ suất lợi nhuận (%) 142%**

Khoảng giá 52 tuần (VND) 98.900 - 164.100

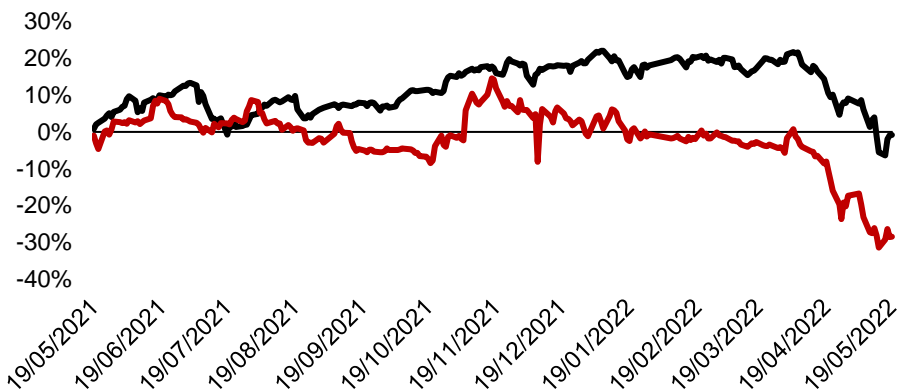
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND) 5

Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%) 49%

Tỉ lệ sở hữu nước ngoài 0,8%

## Tỷ suất lợi nhuận quá khứ

— VNINDEX — SIP



## Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SIP cho những nhà đầu tư lựa chọn nắm giữ dài hạn, ưa thích cổ phiếu KCN và mong muốn tích lũy tài sản vững bền.

Quỹ đất công nghiệp thuộc top đầu cả nước, tài chính lành mạnh trên cơ sở tiền mặt dồi dào, nợ vay thấp và các khoản đầu tư chất lượng là thế mạnh vượt trội của SIP. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn đã qua đi và việc cho thuê mới đất KCN của doanh nghiệp sẽ phục hồi tốt sau một năm bị tác động bởi dịch bệnh Covid 19.

Tuy nhiên, thanh khoản thấp, thị giá cao và tỉ lệ chi trả cổ tức thấp là những yếu tố cần cân nhắc khi lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu này.

## Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu SIP được xác định ở mức **244.300 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá SOTP.

Đơn vị: Tỷ VND	2018	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	3.239	4.340	5.083	5.577	6.201
Tăng trưởng DT	26%	34%	17%	10%	11%
LNST	219	595	1.026	833	887
Tăng trưởng LNST	34%	172%	72%	-19%	6%
EPS (VND)	2.562	8.617	12.917	8.970	9.552
Tăng trưởng EPS	27%	236%	50%	-31%	6%

## Tổng quan doanh nghiệp UPCOM: SIP

Ngành nghề kinh doanh	KCN & BĐS
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	929
Vốn hóa thị trường	9.553
Tăng trưởng EBIT 3 năm (%)	137%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	156%
ROE	28%
Cổ tức 2021	28%
PE Trailing	11x

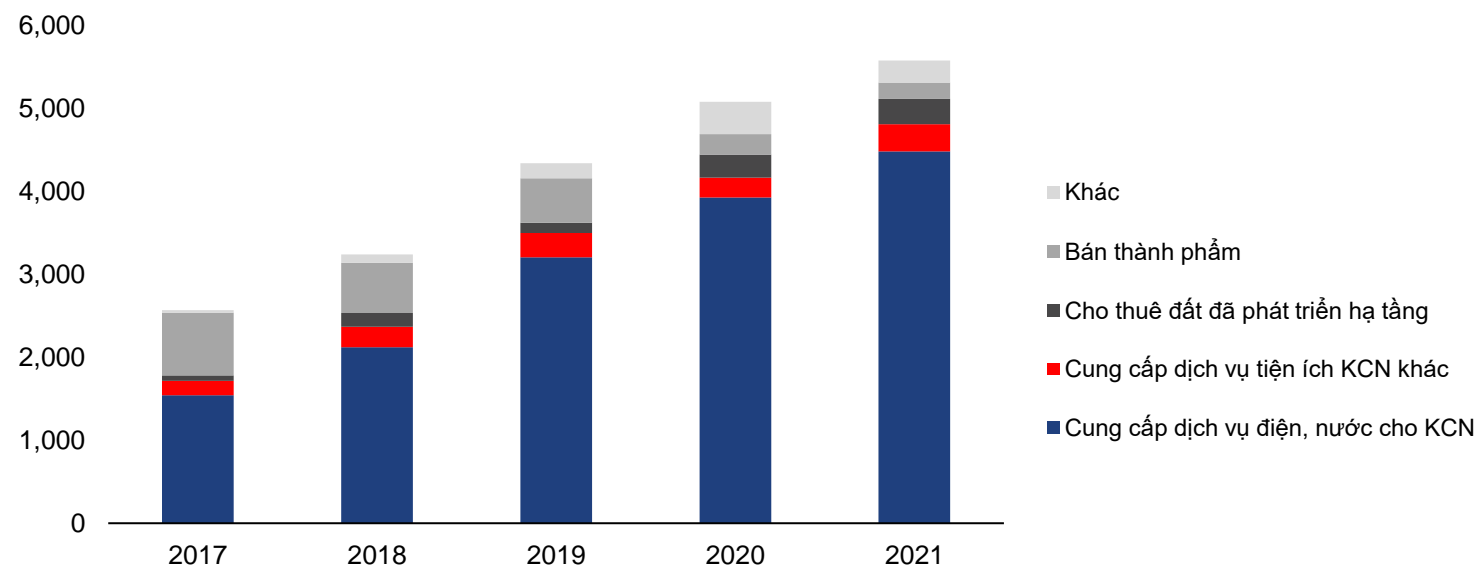
## Cơ cấu cổ đông

CTCP Đầu tư và Phát triển Đô Thị An Lộc	19,5%
Trần Mạnh Hùng (Chủ tịch HĐQT)	10%
CTCP KCN Nam Tân Uyên	8,9%
Lư Thanh Nhã (Tổng giám đốc)	7,4%
Trần Ngọc Xuân Trang	5,3%
Khác	48,9%

## Lược sử công ty

- Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG được thành lập năm 2007 với vốn điều lệ ban đầu là 250 tỷ đồng bởi 4 cổ đông sáng lập, bao gồm Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam, Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa, Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Cao su và ông Trần Công Kha.
- Công ty chủ yếu hiện đang đầu tư phát triển và kinh doanh hạ tầng Khu công nghiệp với tổng quỹ đất hơn 4.000 ha tại Tây Ninh, TPHCM và Đồng Nai.
- SIP được giao dịch trên thị trường UPCOM từ tháng 06/2019.

## Cơ cấu doanh thu



- Cung cấp điện, nước cho KCN là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu hợp nhất của SIP. Trong đó, 3 KCN do công ty mẹ quản lý là Phước Đông, Đông Nam và Lê Minh Xuân 3 chiếm tới gần 95%. Về điện, SIP sẽ mua điện theo giá bán buôn từ EVN và sau đó bán lẻ lại cho các khách hàng để thu lợi nhuận từ giá chênh lệch. Đối với cung cấp nước sạch và xử lý nước thải, SIP có các nhà máy với công suất từ 5.000-10.000m<sup>3</sup> ngày/đêm tại các KCN của mình. Riêng tại KCN Phước Đông, công ty kinh doanh thêm dịch vụ cung cấp nước thô, nước sẽ được công ty mua từ hồ Dầu Tiếng và bán lại cho khách hàng. Tuy doanh nghiệp không công bố cụ thể nhưng chúng tôi cho rằng đóng góp chính trong doanh thu mảng này là điện và nước thô, lý giải cho biên lợi nhuận gộp khá thấp.
- Doanh thu từ cung cấp dịch vụ KCN khác tuy nhỏ nhưng biên lãi gộp rất tốt. Các dịch vụ khác này bao gồm: Phí quản lý, thu gom rác thải, cung cấp văn phòng phẩm, thu phí kho bãi và khu vực ICD..v.v.
- Nguồn doanh thu từ cho thuê đất đã phát triển cơ sở hạ tầng có biên lãi gộp cao nhất và được phân bổ đều trong suốt chu kỳ thuê. Hiện nay SIP đang có khoảng hơn 10.000 tỷ doanh thu chưa thực hiện, con số này sẽ còn tăng lên trong các năm tới khi các KCN dần được lấp đầy.

Doanh thu	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Q1/2021	Q1/2022
Cung cấp dịch vụ tiện ích điện, nước	1.080	1.545	2.124	3.208	3.929	4.483	1.035	1.218
Cung cấp dịch vụ tiện ích KCN khác	166	171	244	293	237	329	71	76
Cho thuê đất đã phát triển cơ sở hạ tầng	77	69	167	123	278	302	51	77
Khác	505	785	704	717	638	464	175	105
<b>Tổng</b>	<b>1.827</b>	<b>2.569</b>	<b>3.240</b>	<b>4.340</b>	<b>5.083</b>	<b>5.578</b>	<b>1.332</b>	<b>1.476</b>

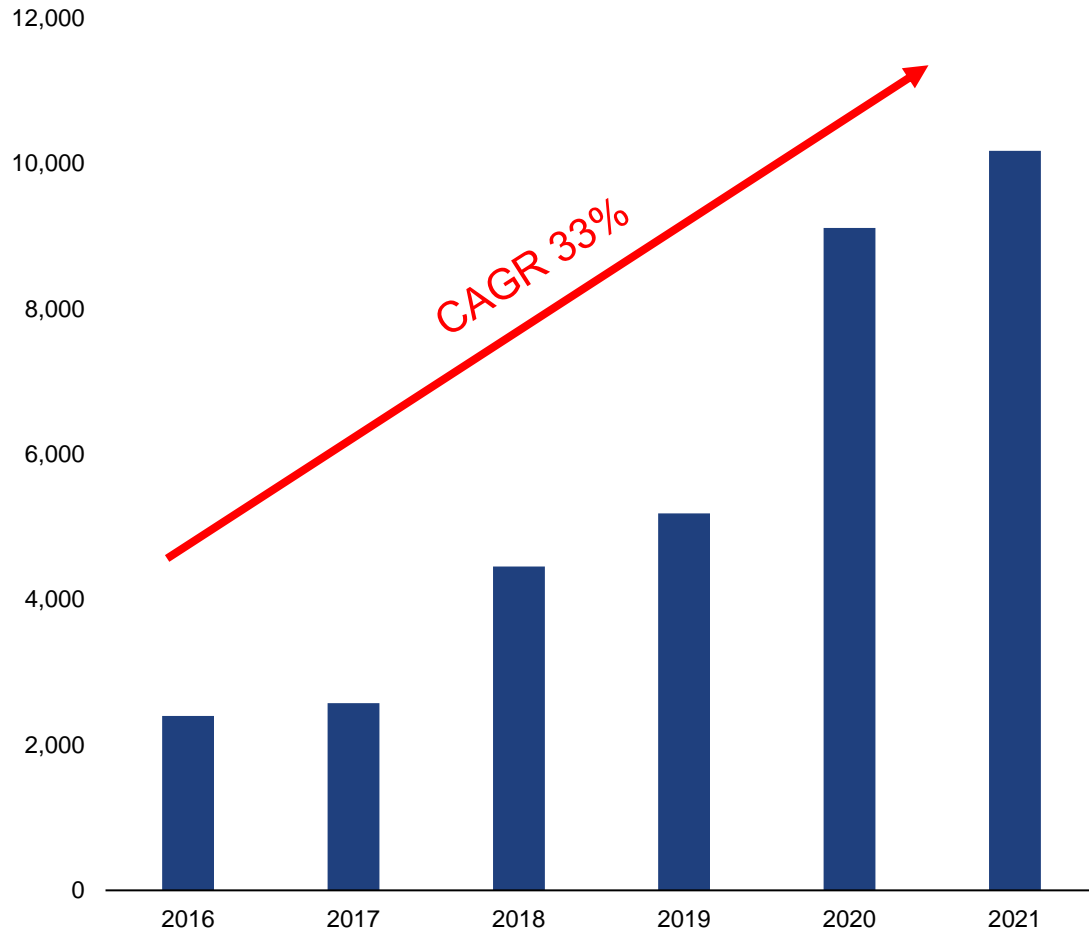
  

Biên lợi nhuận gộp	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Q1/2021	Q1/2022
Cung cấp dịch vụ tiện ích điện, nước	7%	9%	6%	7%	6%	6%	6%	11%
Cung cấp dịch vụ tiện ích KCN khác	20%	24%	39%	47%	46%	43%	60%	64%
Cho thuê đất đã phát triển cơ sở hạ tầng	59%	41%	54%	147%*	47%	64%	73%	72%
Khác	3,9%	6,4%	8,1%	8,7%	32,4%	33,5%	11%	4%
<b>Tổng</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>16%</b>

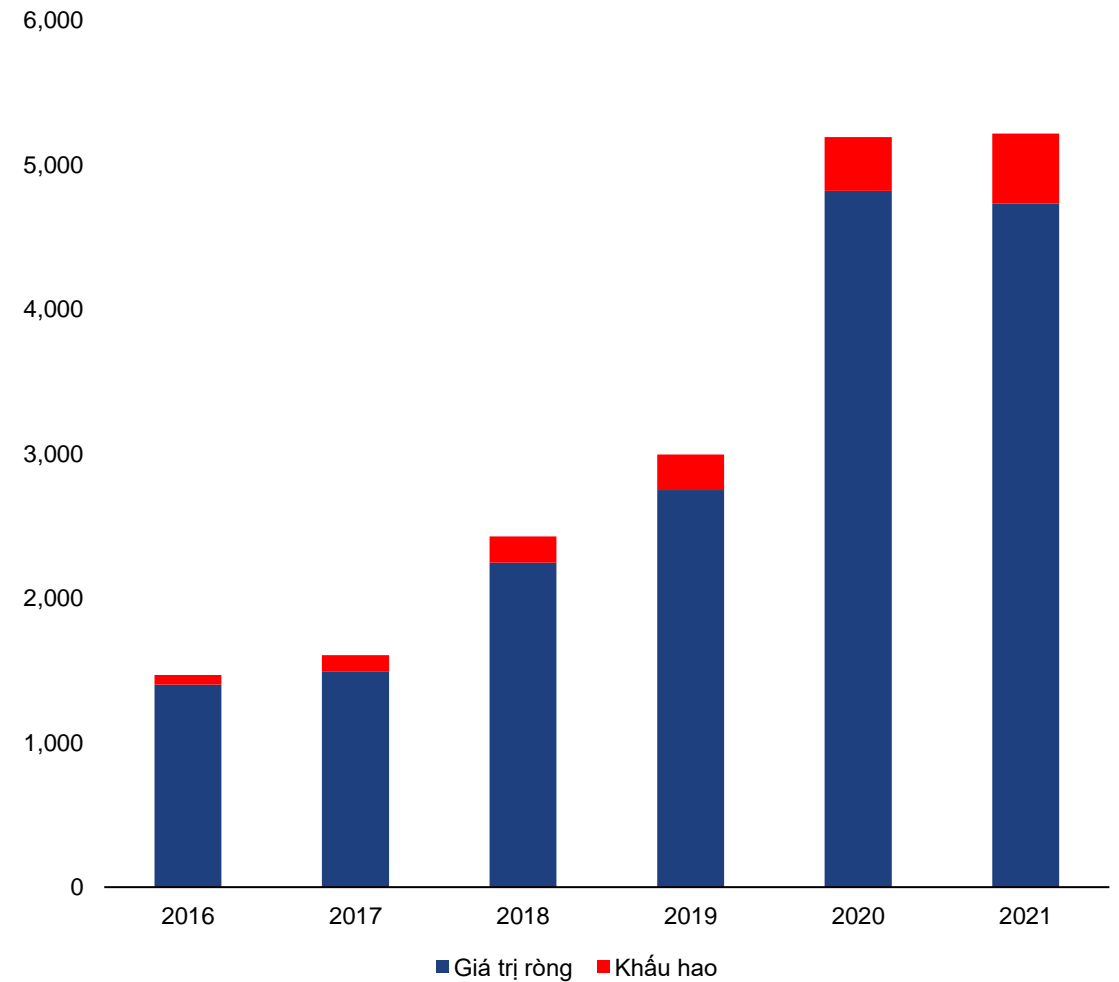
\*Biên lợi nhuận gộp cao hơn 100% vì trong năm có sự điều chỉnh giá vốn do thay đổi quy hoạch của các lô đất thuê đã phát triển CSHT

Nguồn: SIP, TCSC

Doanh thu chưa thực hiện dài hạn



Bất động sản đầu tư



Nguồn: SIP, TCSC

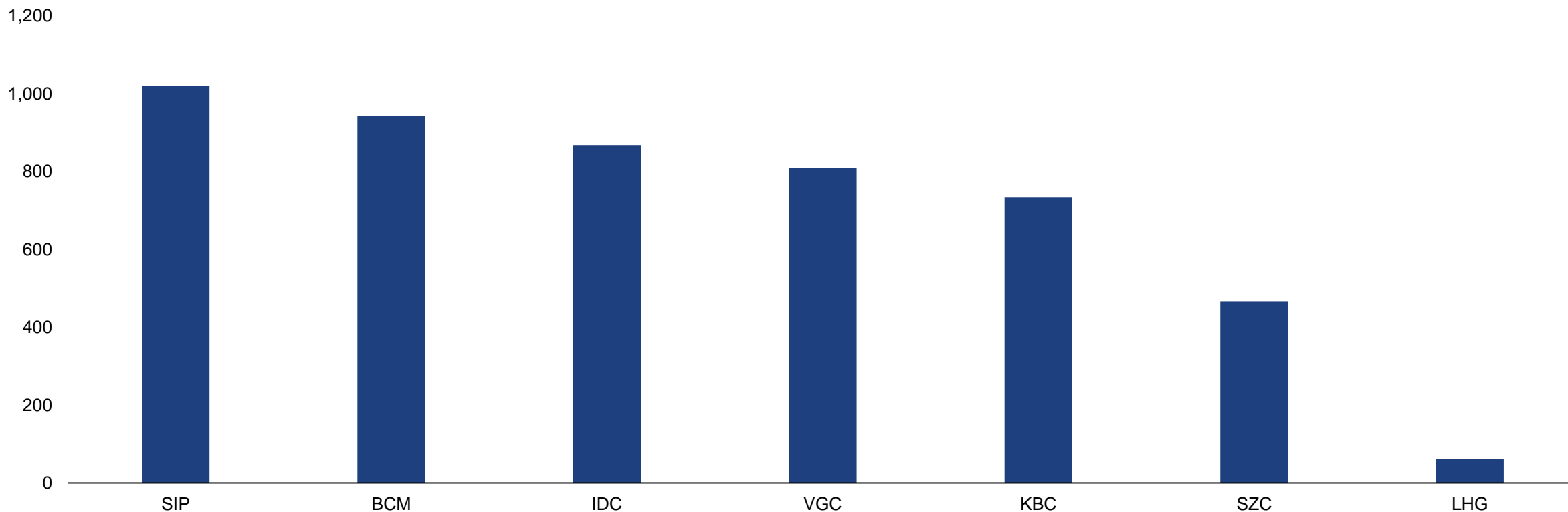
- Hiện nay, SIP đang sở hữu 4 KCN với tổng diện tích thương phẩm khoảng hơn 2.400 ha, thuộc vào hàng những doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn nhất cả nước. Trong đó, diện tích còn lại có thể cho thuê lên đến hơn 1.000 ha sẽ là nguồn doanh thu tiềm năng trong tương lai.
- Phước Đông là KCN lớn nhất của SIP, tọa lạc tại Tây Ninh. KCN này nằm trong tổng thể của Khu liên hợp Phước Đông – Bời Lời do SIP làm chủ đầu tư, dự án được Tây Ninh kì vọng sẽ là cú hích cho nền công nghiệp tỉnh nhà - vốn còn khá non trẻ nếu so với các tỉnh miền Đông Nam Bộ khác.
- Các KCN còn lại nằm ở các địa phương như TPHCM và Đồng Nai. Tuy quy mô các KCN này nhỏ so với Phước Đông nhưng bù lại giá thuê rất cao.
- Doanh thu chính của SIP đến từ cung cấp dịch vụ và cho thuê đất KCN nên **tiến độ cho thuê mới** sẽ ảnh hưởng quyết định đến sự tăng trưởng KQKD trong các năm tiếp theo. Trong năm 2021, tình hình cho thuê bị ảnh hưởng nhưng chúng tôi cho rằng khó khăn đã qua đi và tốc độ cho thuê mới sẽ được cải thiện trong thời gian tới. Theo cập nhật tính đến hết T4/2022, SIP đã cho thuê được 20 ha KCN Phước Đông, đạt 50% kế hoạch năm 2022.

Tên KCN	Tỉ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích đã cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	Giá cho thuê mới đất KCN (USD/m2/chu kỳ)	Giá cho thuê mới NXXS (USD/m2/tháng)
Phước Đông	100%	Gò Dầu, Tây Ninh	1.718	888	52%	830	80 -100	4,5 - 6
Đồng Nam	100%	Củ Chi, TPHCM	194	170	88%	24	>180*	4,5 - 6
Lê Minh Xuân 3	100%	Bình Chánh, TPHCM	156	50	32%	106	>200*	4,6 - 6
Lộc An – Bình Sơn	89%	Long Thành, Đồng Nai	361	300	83%	62	130*	4,2 – 4,5
<b>Tổng</b>			<b>2.429</b>	<b>1.408</b>		<b>1.022</b>		

\*Số liệu ước tính của TCSC

Nguồn: SIP, TCSC

Quỹ đất thương phẩm còn lại của một số doanh nghiệp niêm yết (ha)



Doanh nghiệp	SIP	BCM	IDC	VGC	KBC	SZC	LHG
Vốn hóa tính tới 19/05/2022 (tỷ VNĐ)	9.553	78.453	15.000	16.813	23.604	4.810	1.627

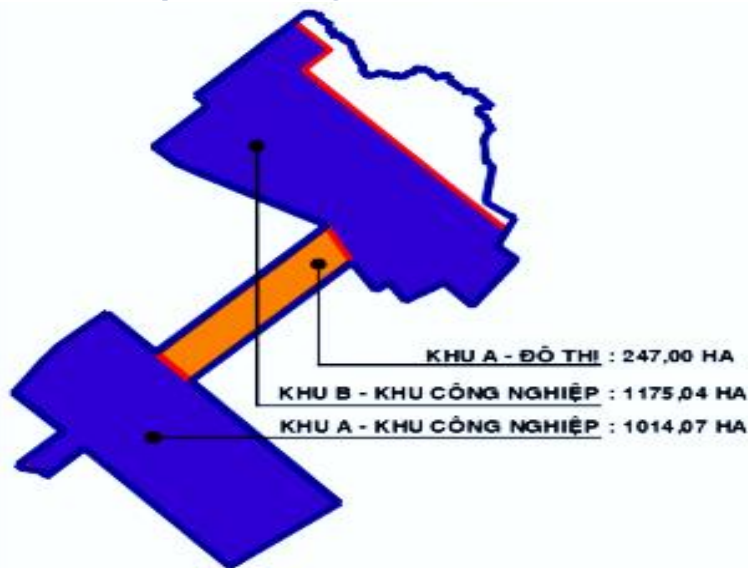
Nguồn: TCSC

- Khu liên hợp công nghiệp - đô thị - dịch vụ Phước Đông – Bời Lời với tổng quy mô diện tích là 2.837,11 ha bao gồm 02 thành phần chức năng chính là Khu công nghiệp (2.189,11 ha) và Khu đô thị dịch vụ (648 ha).
- Theo quy hoạch, phần KCN được chia ra làm 2 phân khu: Khu A – KCN phía Nam rộng 1.014 ha và Khu B – KCN phía Bắc rộng 1.175 ha. Tương tự, phần Đô thị dịch vụ cũng được chia ra làm 2 phân khu: Khu A rộng 247 ha và Khu B rộng 401 ha.
- Tiến độ đền bù, GPMB được cập nhật như sau:
  - Giai đoạn 1 (đã thực hiện): 1.262 ha gồm Khu A – Công nghiệp và Khu A – Đô thị hiện đã đền bù, giải phóng mặt bằng (GPMB).
  - Giai đoạn 2 (đã thực hiện): 612,6 ha trong tổng diện tích 1.175,04 ha đất Khu B – Công nghiệp hiện đã hoàn tất công tác đền bù, GPMB.
  - Giai đoạn 3 (chưa thực hiện): 965,4 ha gồm 564,4 ha đất thuộc Khu B – Công nghiệp và 401 ha đất Khu B – Đô thị hiện UBND tỉnh đã duyệt chủ trương cho thu hồi đất và đang tiến hành kiểm kê (đạt 95%). Dự kiến trong năm nay sẽ hoàn thành công tác kiểm kê và đền bù một phần.

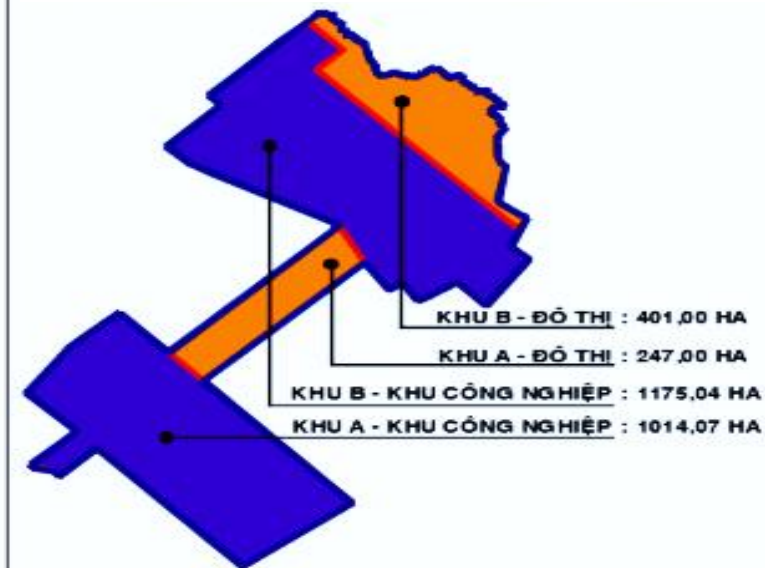
**Sơ đồ phát triển – Đến 2020**



**Sơ đồ định hướng phát triển – Đến 2025**



**Sơ đồ định hướng phát triển – Đến 2030**





- Đây là dự án công nghiệp lớn nhất được quy hoạch trên địa bàn tỉnh Tây Ninh tính đến thời điểm này. Như đã đề cập, Khu A hiện đền bù, GPMB xong toàn bộ diện tích và tỉ lệ lấp đầy đạt hơn 94%. Trong khi đó, khu B đã triển khai đền bù, GPMB đạt khoảng 52% và lấp đầy 30% phần diện tích đã GPMB.
- Tựu chung lại, phần diện tích thương phẩm còn lại ở 2 phân khu khoảng 830 ha, đây sẽ là nguồn đóng góp chính vào doanh thu cho thuê đất KCN của SIP trong các năm tới. Theo ban lãnh đạo, giá chào thuê hiện nay tùy thuộc vào vị trí đang nằm trong khoảng 80 - 100 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, tức là tăng rất tốt so với thời điểm đầu năm 2021 ở mức 60 - 90 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Chúng tôi cho rằng mức giá này sẽ còn tăng lên vì KCN Phước Đông còn nhiều tiềm năng, lợi thế.

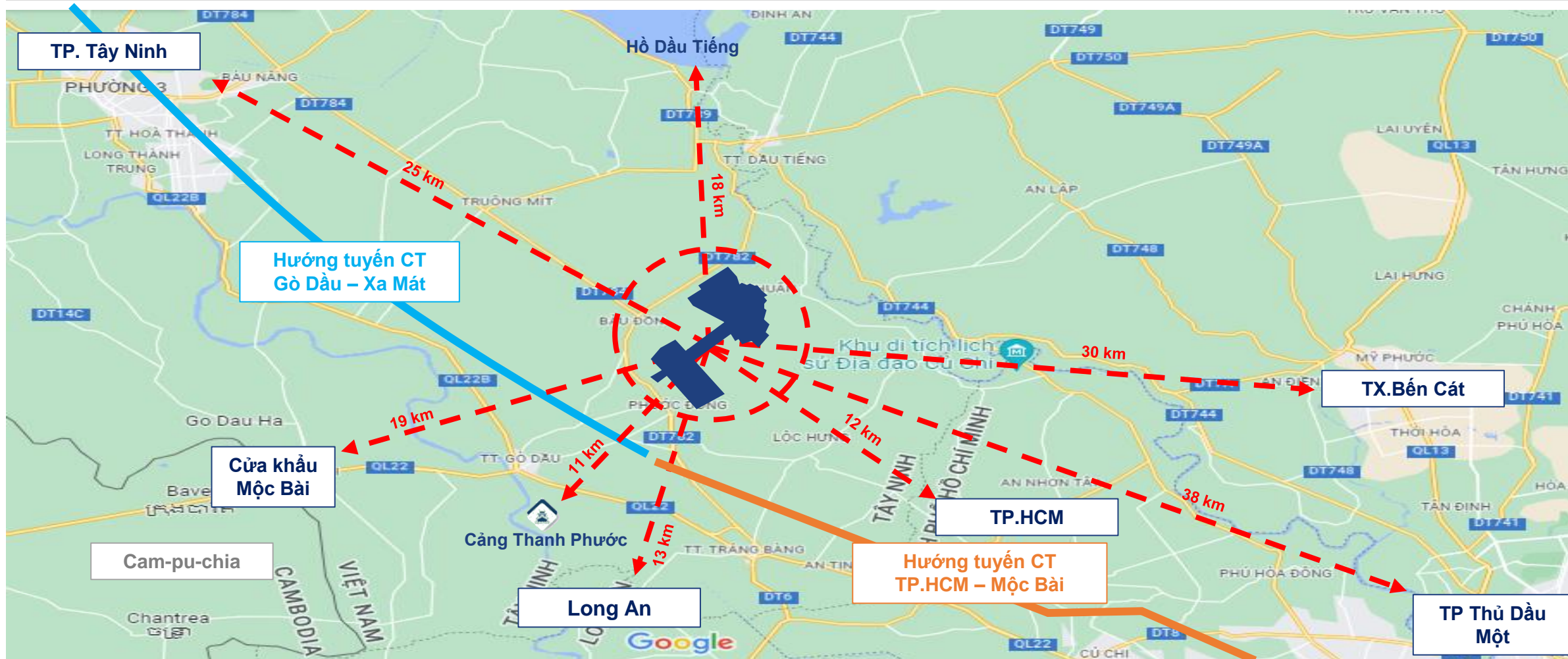
Quy hoạch sử dụng đất	Diện tích (ha)	Tỷ lệ (%)	Tình trạng
Đất xây dựng nhà máy (thương phẩm)	1717,8	78,5	
<i>Khu A – KCN phía Nam</i>	<i>814,0</i>	<i>37,2</i>	<i>GPMB xong 100%. Lấp đầy 94%.</i>
<i>Khu B – KCN phía Bắc</i>	<i>903,7</i>	<i>41,3</i>	<i>GPMB đạt 52% (tương ứng xong giai đoạn 2 của toàn dự án), dự kiến từ nay đến năm 2025 sẽ hoàn tất toàn bộ. Hiện lấp đầy 30% phần diện tích đã GPMB.</i>
Đất kho bãi – nhà xưởng	10,4	0,5	
Đất công trình kĩ thuật đầu mối	22	1,0	
Đất TT điều hành – dịch vụ	44,3	2,0	
Đất cây xanh – mặt nước	219,4	10,0	
Đất giao thông	175,3	8,0	

Một số KCN lớn tại Tây Ninh	Diện tích quy hoạch (ha)	Thực tế đã thành lập (ha)	Lấp đầy
KCN Phước Đông	2.189	2.189	52%
KCN Thành Thành Công	760	760	70%
KCN Linh Trung III	203	203	95%
KCN Trảng Bàng	190	190	100%
KCN Chà Là	42	42	100%
KCN Hiệp Thạnh	574	-	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>3.958</b>	<b>3.384</b>	

\*Số liệu tính đến thời điểm cuối 2021

Nguồn: SIP, TCSC

- KCN này có những lợi thế: (1) Vị trí địa lý: tuy thuộc Tây Ninh nhưng chỉ cách TPHCM (địa phận Củ Chi) chỉ có 12km, nằm gần các thành phố/thị xã lớn trong khu vực, gần cửa khẩu Quốc tế Mộc Bài; (2) Dịch vụ: được cung cấp dịch vụ hậu cần từ cảng đường sông Thanh Phước thuộc quản lí của SIP, được cung cấp nước thô từ hồ Dầu Tiếng; (3) Giao thông: nằm gần các tuyến đường lớn, tương lai sẽ còn hưởng lợi từ dự án cao tốc TPHCM – Mộc Bài, Gò Dầu – Xa Mát...



Nguồn: SIP, TCSC

- Khu đô thị dịch vụ hiện nay mới đang chỉ triển khai xây dựng trên diện tích 98,5 ha giai đoạn 1.
- Tiến độ triển khai của khu Đô thị dịch vụ phụ thuộc rất lớn vào tiến độ cho thuê, lấp đầy của 2 phân khu KCN. Nếu theo đúng quy hoạch, số lượng dân cư trong khu đô thị dịch vụ này sẽ lên đến 115.000 – 120.000 người. Trong đó, có khoảng 70.000 người là lao động trong KCN lựa chọn ở tại chỗ và còn lại là các thành phần gia đình hoặc dân cư khác.
- Do vậy, chúng tôi đánh giá phần đất đô thị này là tiềm năng rất lớn trong tương lai 5 năm nữa cho SIP, có thể mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận cực kỳ đáng kể. Tuy nhiên, trong ngắn hạn đây chưa phải yếu tố để đặt nhiều kỳ vọng.
- Về pháp lý, vì nằm trong tổng thể khu liên hợp Phước Đông - Bời Lời đã được Thủ tướng Chính Phủ chấp thuận chủ trương đầu tư và nhận được sự ủng hộ lớn của tỉnh Tây Ninh nên theo chúng tôi phần dân cư này khả năng cao sẽ không gặp trở ngại về mặt giấy phép.

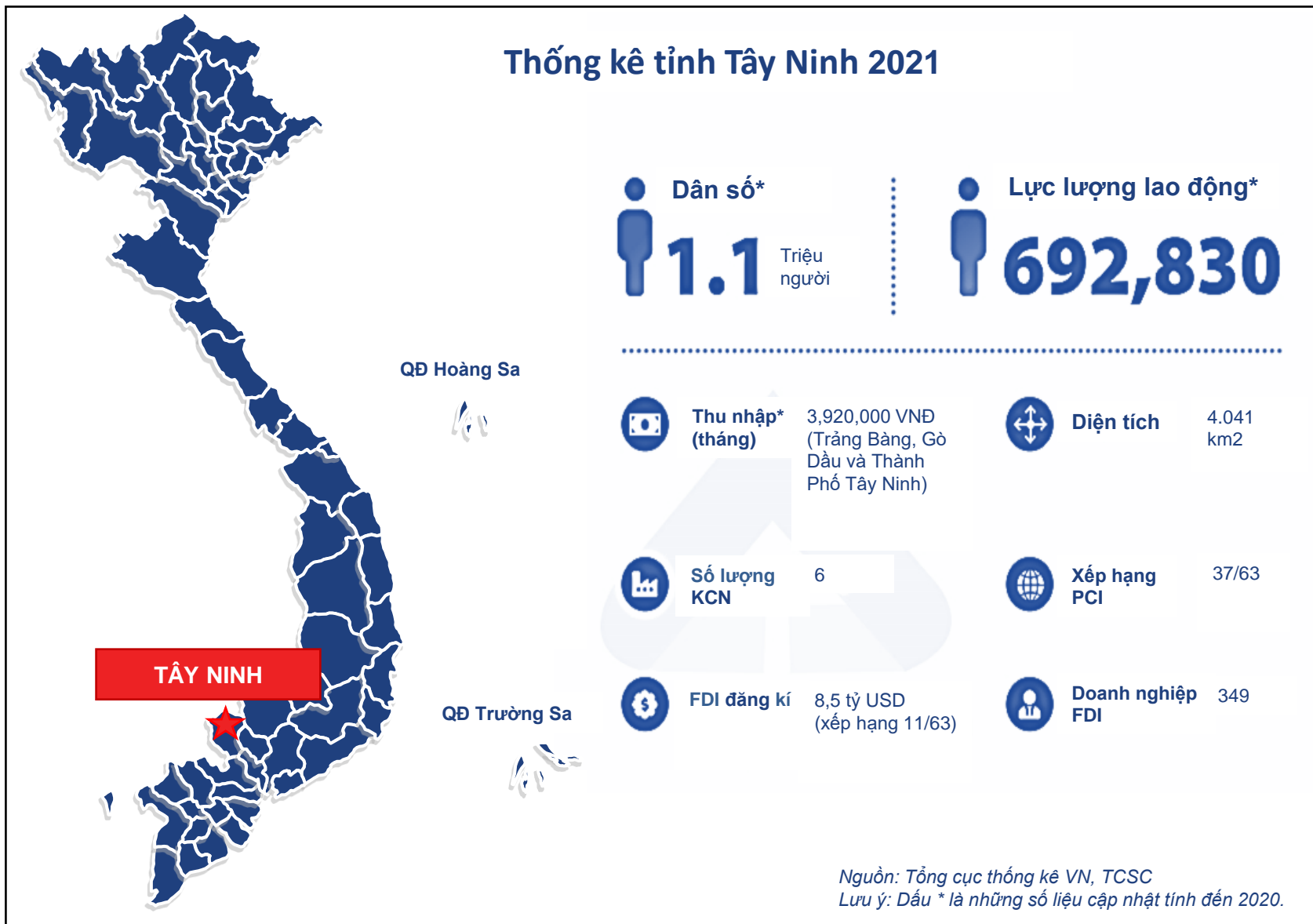
Thành phần khu đô thị dịch vụ Phước Đông	Diện tích (ha)	Tình trạng
Khu A	247	Được phê duyệt Quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 (Quyết định 2209/QĐ-UBND ngày 21/09/2017). Đã hoàn tất đền bù GPMB.
<i>Giai đoạn 1</i>	98,5	<i>Được phê duyệt Quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 (Quyết định 2588/QĐ-UBND ngày 22/10/2018). Hiện đã xây dựng được KTX công nhân và khu nhà ở cho người lao động (khoảng 14,4ha tương đương 40% tổng diện tích đất ở). Trong đó, phân khu KĐT Thuận Lợi đã xây dựng và bán được 147/222 căn nhà phố, đang tiếp tục xây dựng 228 căn. Phần diện tích đất ở còn chủ yếu là đất cho nhà liên kế thương mại và biệt thự ước tính 12 ha.</i>
<i>Giai đoạn 2</i>	148,5	<i>Chưa lập Quy hoạch chi tiết 1/500, mới đầu tư xây dựng tuyến Đ11 có lộ giới 60m dài 1,95km.</i>
Khu B	401	Chưa triển khai xây dựng, đã đền bù GPMB.

Nguồn: SIP, TCSC

# TÂY NINH: MIỀN ĐẤT TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN CÔNG NGHIỆP

- Mặc dù không phải là địa phương có bề dày về phát triển công nghiệp, Tây Ninh có nhiều tiềm năng: (1) Quỹ đất sạch còn lớn (2) Lực lượng lao động dồi dào (3) Giá thuê rẻ.
- Khi các công ty đầu tư vào những địa phương như Tây Ninh, mặc dù ở xa khu trung tâm hơn, hạ tầng chưa đồng đều, nhưng đổi lại họ sẽ có cơ hội tăng quy mô nhà máy trong tương lai hoặc các nhà cung cấp của họ có thể kiếm được những khu đất gần đó.
- Những KCN được quy hoạch bài bản như Phước Đông sẽ có lợi thế.

Tỉnh	Giá thuê KCN (USD/m2/Chu kỳ thuê)
TPHCM	180 - 300
Bình Dương	100 - 180
Đồng nai	60 - 200
Long An	120 - 240
BR - VT	60 - 150
Tây Ninh	50 - 100



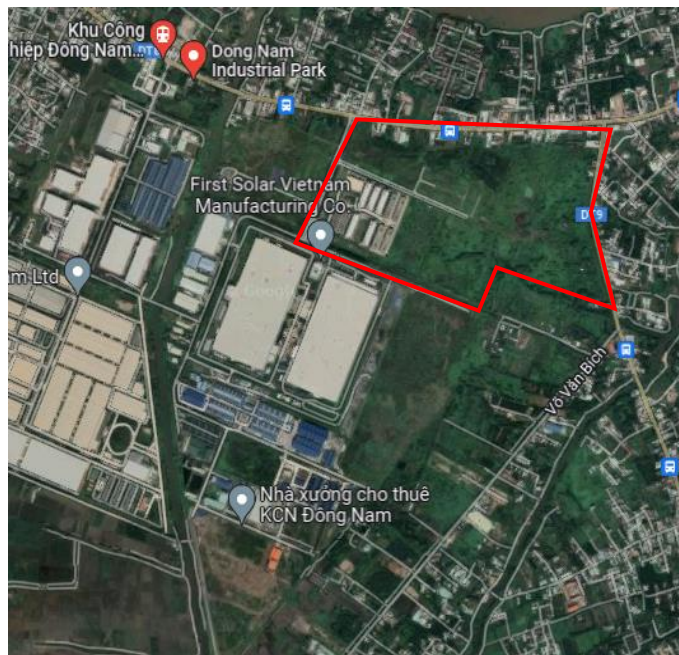
1. Ngoài Phước Đông, quỹ đất dân cư của SIP đi kèm với các KCN khác cũng rất tiềm năng trong tương lai trung và dài hạn, đặc biệt là tại Bình Chánh (Lê Minh Xuân 3) khi giá đất tại TPHCM đang tăng cao. Tuy nhiên, theo lãnh đạo chia sẻ các dự án này còn đang chờ tháo gỡ các vướng mắc về pháp lí. Tại KDC Đông Nam hiện mới chỉ xây dựng khu KTX cho công nhân, còn lại thì chưa có gì mới. Chúng tôi tạm thời chưa đưa 2 KDC này vào mô hình định giá.

Khu dân cư	Diện tích (ha)
Lộc An – Bình Sơn	40
Đông Nam	55,8
Lê Minh Xuân 3	80

2. Các mảng khác tuy chiếm tỉ trọng nhỏ nhưng cũng có triển vọng tốt:

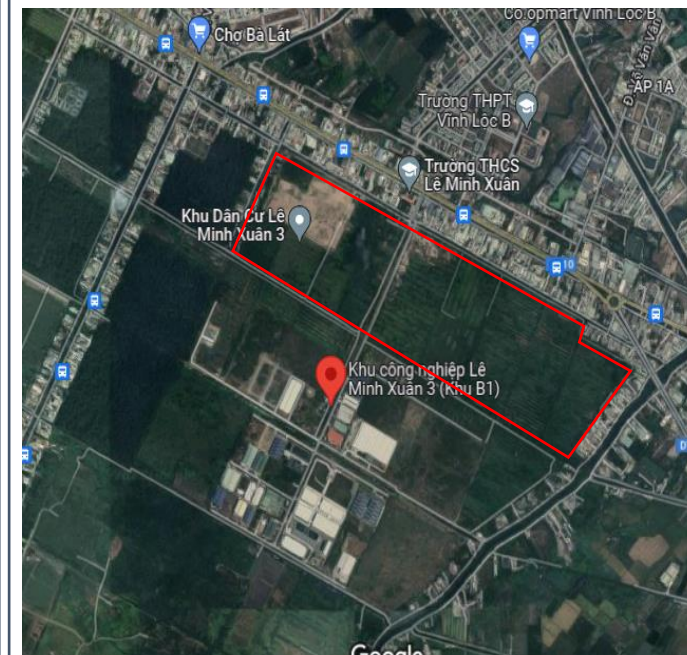
- Mảng kinh doanh cao su hưởng lợi nhờ giá bán hiện đang ở mức cao.
- Mảng xây dựng cầu đường phục hồi hậu Covid và tương lai sẽ còn hưởng lợi theo các dự án cao tốc TPHCM – Mộc Bài và Gò Dầu – Xa Mát.
- Cảng đường sông Thanh Phước do SIP hợp tác cùng Công Ty CJ Korea Express (Công ty thành viên của Tập Đoàn CJ Hàn Quốc) được thành lập vào năm 2013, với tổng số vốn đầu tư là 35 triệu đô la Mỹ, định hướng trở thành cảng phụ trợ công nghiệp cho khu vực. Mỗi năm cảng này có thể thông qua khoảng 3 triệu tấn hàng hóa. Tiềm năng của cảng này cũng rất khả quan khi Tây Ninh đẩy mạnh phát triển công nghiệp.

**KDC Đông Nam**



- Có quy hoạch 1/2000
- Giá đất khu vực này: 15-20tr/m<sup>2</sup>

**KDC Lê Minh Xuân 3**



- Có quy hoạch 1/2000
- Giá đất khu vực này: >25tr/m<sup>2</sup>

3. Đặc biệt, khu dân cư cạnh KCN Lộc An – Bình Sơn có vị trí cực kỳ đắc địa khi chỉ cách sân bay Quốc tế Long Thành khoảng dưới 5km. Dự án được chia làm 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1: diện tích 16,8 ha với các khu nhà dành cho chuyên gia và công nhân. Khu này đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 từ năm 2012.
- Giai đoạn 2: diện tích 22,4 ha.

Tuy vậy, trải qua nhiều năm dự án này vẫn chưa được triển khai. Có thể dự án này cũng gặp phải một số vấn đề pháp lý như các KDC tại TPHCM của SIP, hoặc cũng có thể thời điểm chưa thích hợp để tiến hành. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm về quỹ đất này trong các báo cáo sau. Theo quan điểm của chúng tôi đây vẫn là dự án rất khả thi và trong thời gian để trống đất ở đây vẫn liên tục gia tăng giá trị. Gần đây STC Golden Land đã đấu giá thành công lô đất ngay sát bên cạnh có diện tích chỉ 23,4 ha nhưng với số tiền lên đến 1.626 tỷ đồng.

4. Trong năm 2022, SIP sẽ tiếp tục kế hoạch chuyển sàn sang niêm yết tại HOSE.



	2017	2018	2019	2020	2021	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022
<b>Tiền và đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.589</b>	<b>3.729</b>	<b>4.844</b>	<b>4.286</b>	<b>4.432</b>	<b>4.046</b>	<b>4.845</b>	<b>4.764</b>	<b>4.286</b>	<b>4.413</b>	<b>4.351</b>	<b>4.435</b>	<b>4.432</b>	<b>5.097</b>
Tiền và tương đương tiền	370	411	261	978	774	129	485	1.235	978	506	855	711	774	847
Đầu tư ngắn hạn	1.219	3.318	4.584	3.307	3.658	3.917	4.360	3.529	3.307	3.907	3.496	3.723	3.658	4.250
<b>Phải thu về cho vay ngắn hạn</b>	<b>136</b>	<b>344</b>	<b>540</b>	<b>2.015</b>	<b>2.049</b>	<b>526</b>	<b>764</b>	<b>973</b>	<b>2.015</b>	<b>2.017</b>	<b>2.214</b>	<b>2.261</b>	<b>2.049</b>	<b>1.841</b>
<b>Nợ vay</b>	<b>184</b>	<b>313</b>	<b>368</b>	<b>461</b>	<b>457</b>	<b>394</b>	<b>415</b>	<b>258</b>	<b>461</b>	<b>322</b>	<b>365</b>	<b>313</b>	<b>457</b>	<b>867</b>
Vay ngắn hạn	111	212	368	461	446	394	415	258	461	322	356	301	446	861
Vay dài hạn	72	100	0	0	11	0	0	0	0	0	9	12	11	6
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.056</b>	<b>1.364</b>	<b>1.897</b>	<b>2.778</b>	<b>3.298</b>	<b>1.867</b>	<b>2.141</b>	<b>2.329</b>	<b>2.778</b>	<b>3.009</b>	<b>3.254</b>	<b>3.359</b>	<b>3.298</b>	<b>3.540</b>
<b>Nợ vay/VCSH</b>	<b>17%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>	<b>14%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	<b>17%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>25%</b>

Công ty liên kết	% nắm giữ	Giá trị sổ sách	Giá trị thị trường (ước tính tại 19/05/2022)
NTC	24,87%	704 tỷ VNĐ	1.050 tỷ VNĐ
Khoáng sản Fico Tây Ninh	20,68%	18 tỷ VNĐ	

- Nếu tính cả khoản tiền đang cho công ty mẹ là CTCP Phát triển đô thị An Lộc vay với lãi suất khoảng 5%/năm thì tiền mặt của SIP hiện lên đến hơn 6.800 tỷ. Mỗi năm dự kiến sẽ tạo ra cho công ty >300 tỷ tiền lãi. Lượng tiền này cũng sẽ giúp SIP có lợi thế trong việc tham gia đấu giá các dự án mới trong tương lai.
- Ngoài ra, SIP đang nắm giữ 25% cổ phần của CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC). Với vốn hóa của NTC hiện nay khoảng hơn 4.200 tỷ thì phần góp vốn này đang có giá trị thị trường xấp xỉ 1.050 tỷ đồng. Theo chúng tôi, tương lai khi KCN Nam Tân Uyên 3 đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy hơn nữa giá của cổ phiếu NTC và khiến khoản đầu tư này càng thêm giá trị.

	2018	2019	2020	2021	Q1/2021	Q1/2022
<b>Doanh thu</b>	<b>3.239</b>	<b>4.340</b>	<b>5.083</b>	<b>5.578</b>	<b>1.332</b>	<b>1.476</b>
Tăng trưởng doanh thu	25,7%	34,0%	17,1%	9,7%	-20,2%	11%
<b>Lãi gộp</b>	<b>380</b>	<b>606</b>	<b>689</b>	<b>774</b>	<b>163</b>	<b>239</b>
Tỷ suất lãi gộp	11,7%	14,0%	13,6%	13,9%	12,2%	16,2%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-118</b>	<b>-104</b>	<b>-28</b>	<b>-99</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>
SG&A/Doanh thu	-3,7%	-2,4%	-0,5%	-1,8%	-1,8%	-1,7%
<b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>	<b>261</b>	<b>502</b>	<b>662</b>	<b>675</b>	<b>139</b>	<b>214</b>
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	8,1%	11,6%	13,0%	12,1%	10,4%	14,5%
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>111</b>	<b>300</b>	<b>647</b>	<b>364</b>	<b>91</b>	<b>73</b>
Chi phí tài chính	-49	-9	-3	-17	-3	-4
Lãi/(Lỗ) từ công ty liên doanh liên kết	9	9	56	82	31	23
<b>Lãi/(Lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>322</b>	<b>809</b>	<b>1.370</b>	<b>1.111</b>	<b>258</b>	<b>291</b>
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9,9%	18,6%	27,0%	19,9%	19,4%	19,7%
<b>Lãi/(Lỗ) ròng sau thuế</b>	<b>219</b>	<b>595</b>	<b>1.026</b>	<b>833</b>	<b>209</b>	<b>236</b>
Tăng trưởng LNST	33,9%	172,2%	72,4%	-18,8%	-53,6%	38,2%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	69.048.195	69.048.195	79.405.357	92.904.146	79.405.357	92.904.146
<b>EPS cơ bản</b>	<b>2.562</b>	<b>8.617</b>	<b>12.917</b>	<b>8.970</b>	<b>2.343</b>	<b>2.472</b>



	2017	2018	2019	2020	2021
<b>CFO</b>	<b>724</b>	<b>3.733</b>	<b>2.136</b>	<b>2.862</b>	<b>608</b>
Trong đó:					
<i>LNST</i>	163	219	595	1.026	833
<i>Khấu hao</i>	98	92	95	218	197
<i>Lãi từ hoạt động đầu tư</i>	-81	-111	-303	-703	-443
<i>Đầu tư vốn lưu động</i>	497	3.759	1.839	1.959	-30
<b>CFI</b>	<b>-707</b>	<b>-3.885</b>	<b>-2.252</b>	<b>-2.102</b>	<b>-723</b>
Trong đó:					
<i>Tiền đầu tư tài sản cố định</i>	-373	-1.607	-1.048	-2.241	-382
<i>Tiền gửi có kỳ hạn và cho vay</i>	-1.127	-4.159	-4.678	-9.326	-6.184
<i>Tiền thu hồi cho vay và tiền gửi có kỳ hạn</i>	834	1.781	3.417	9.836	5.696
<b>CFF</b>	<b>-19</b>	<b>193</b>	<b>-35</b>	<b>-42</b>	<b>-236</b>
Trong đó:					
<i>Tiền đi vay - tiền trả nợ</i>	108	129	55	93	-5
<i>Cổ tức đã trả</i>	-138	-103	-91	-219	-246

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị
Cho thuê đất KCN	DCF	6.702
Bán đất KDC*	DCF	3.040
Dịch vụ điện, nước	DCF	2.656
Dịch vụ khác	P/E	1.684
Các mảng khác	P/E	406
Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn**	BV	6.938
Các khoản đầu tư		1.068
<i>NTC (tính đến ngày 19/05/2022)</i>	<i>MV</i>	<i>1.050</i>
<i>Fico Tây Ninh</i>	<i>BV</i>	<i>18</i>
Nợ vay	BV	(867)
<b>Giá trị SOTP</b>		<b>22.694</b>
Số lượng CP	triệu	93
<b>Giá trị nội tại CP</b>	<b>VNĐ</b>	<b>244.272</b>
Giá hiện tại (19/05/2022)	VNĐ	101.100
<b>Upside</b>		<b>141,61%</b>

Ghi chú: WACC = 13,1%, g = 3%, \*Trong phần KDC chỉ bao gồm Khu A – Đô thị tại khu liên hiệp Phước Đông và KDC Lộc An Bình Sơn \*\*Chúng tôi coi khoản phải thu về cho vay ngắn hạn đối với công ty mẹ của SIP được coi như tiền mặt sau khi cân nhắc yếu tố rủi ro thấp trong việc thu hồi nợ.

## Rủi ro pháp lý

Hiện nay, các dự án KCN của SIP có pháp lý khá tốt. Tuy nhiên, cụm dự án KCN và dân cư liền kề KCN Lê Minh Xuân 3 đang vướng phải một số vấn đề cần quan tâm, cụ thể như sau:

### 1. KCN

- ❖ Chưa thực hiện xong GPMB nhưng đã tiến hành đầu tư CSHT và tiến hành cho thuê.
- ❖ SIP không thực hiện ký quỹ để đảm bảo thực hiện dự án đầu tư là chưa đúng theo quy định tại Điều 42 Luật Đầu tư.
- ❖ Theo kết luận thanh tra, SIP đang được hưởng đơn giá cho thuê đất tại KCN Lê Minh Xuân 3 thấp hơn mặt bằng chung, có dấu hiệu làm thất thoát tài sản Nhà nước và sẽ có điều chỉnh lại.

### 2. Dân cư

- ❖ Dự án này thuộc trường hợp phải đấu giá quyền sử dụng đất. Thế nhưng, Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) được chỉ định làm chủ đầu tư là chưa đúng quy định của Luật Đất đai 2013.
- ❖ Dự án chưa có quyền sử dụng đất hợp pháp, đa phần là đất nông nghiệp chưa chuyển đổi mục đích, chưa đúng với Nghị định số 99/2015/NĐ-CP ngày 20/10/2015 của Chính phủ quy định việc chấp thuận dự án đầu tư.
- Chúng tôi cho rằng những vấn đề pháp lý của hạng mục KCN Lê Minh Xuân 3 là không quá nghiêm trọng và doanh nghiệp có thể làm việc với cơ quan Nhà nước để tìm ra phương án giải quyết. Tuy nhiên, phần KDC ít nhất sẽ phải chờ Luật đất đai sửa đổi mới có thể tiếp tục thực hiện. Trong trường hợp xấu có thể hủy bỏ chấp thuận đầu tư và tiến hành đấu giá lại. Điều này cũng đã được chúng tôi nêu rõ ở phần trên khi xác định tiềm năng các KDC của SIP nằm ở tầm nhìn dài hạn cũng như việc chưa đưa KDC này vào mô hình định giá.

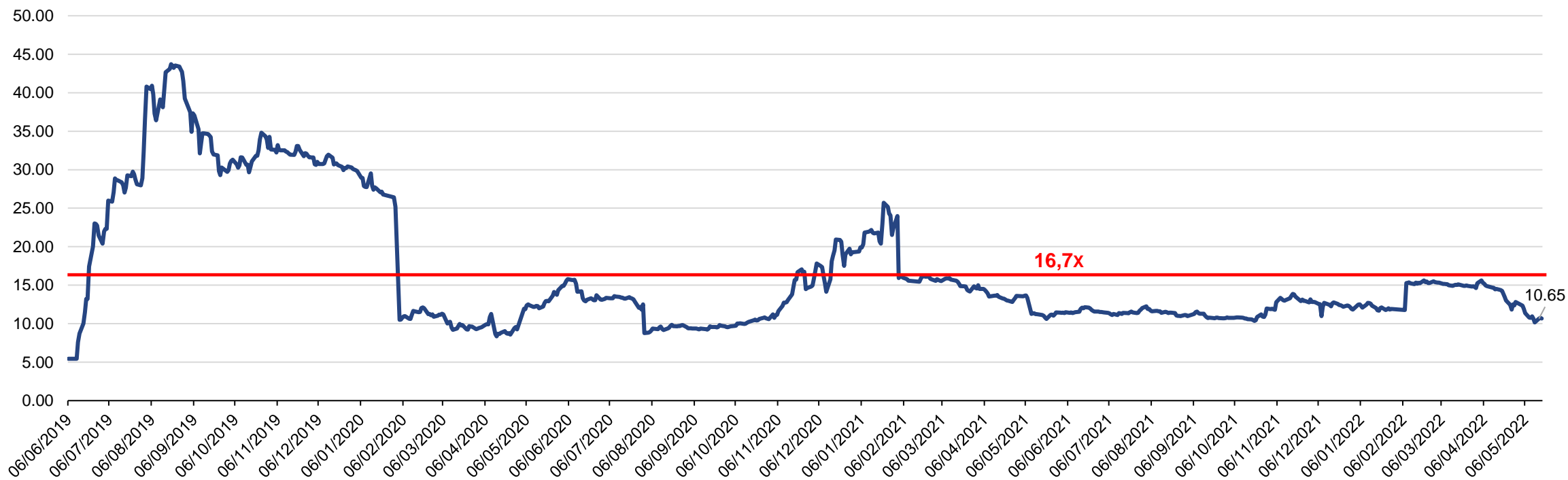
## Rủi ro về tiến độ cho thuê

Tiến độ cho thuê mới chậm hoặc không đạt so với dự kiến sẽ ảnh hưởng đến doanh thu lợi nhuận của doanh nghiệp.

## Rủi ro thanh khoản

Thanh khoản thấp khiến cho những biến động giá trong ngắn hạn sẽ rất khó lường.

**Lịch sử định giá P/E của cổ phiếu SIP**



**Kế hoạch cho thuê 2022 của SIP**

Khu công nghiệp	Đất công nghiệp (ha)	NXXS (m2)
Phước Đông	40	15.600
Đông Nam	0	11.422
Lê Minh Xuân 3	0	10.760

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)