

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HSX: SIP)

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

XẾP HẠNG

MUA

Giá đóng cửa 03/07/2024	92,500đ
Giá mục tiêu 12 tháng	103,300đ
vs Consensus	+13.5%
Lợi nhuận kỳ vọng	14.7%

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Sơn

sonla@vpbanks.com.vn

NỀN TẢNG VỮNG CHẮC CHO MỘT BƯỚC NHẢY ĐỘT PHÁ

Chúng tôi cho rằng các mảng kinh doanh cốt lõi của SIP sẽ tiếp tục duy trì triển vọng tích cực trong năm 2024-25 và chờ đợi tín hiệu cho một bước nhảy đột phá:

- BDS KCN: Hoạt động cho thuê tích cực trên cả 4 dự án KCN của SIP, trong đó **KCN Phước Đông sẽ tiếp tục là điểm sáng nhờ vào vị thế dẫn đầu về thu hút nhà đầu tư tại tỉnh Tây Ninh.**
- Tiềm năng lớn từ chuyển đổi phương pháp ghi nhận: Mặc dù SIP chưa có kế hoạch cụ thể, tuy nhiên **chúng tôi cho rằng trong tương lai gần SIP sẽ thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu mảng BDS KCN từ ghi phân bổ hàng năm sang ghi nhận một lần** trong bối cảnh hầu hết các doanh nghiệp KCN trên thị trường đều đã chuyển đổi sang phương pháp ghi nhận một lần. **Từ đó chúng tôi tin rằng đây sẽ là cơ hội để SIP có bước nhảy vọt về KQKD khi đang sở hữu doanh thu chưa thực hiện mảng BDS KCN khổng lồ, lên tới hơn 11,000 tỷ đồng** (chiếm tới hơn 50% cơ cấu nguồn vốn).
- Cung cấp điện, nước: Sẽ tiếp tục duy trì ổn định và cải thiện qua hàng năm nhờ vào **(1)** giá bán lẻ, phân phối điện tăng theo cơ chế giá điện mới, **(2)** nhu cầu tiêu thụ của các khách hàng trong KCN gia tăng theo sự phục hồi nhu cầu hoạt động sản xuất lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo.

Định giá

- Chúng tôi định giá SIP theo phương pháp định giá từng phần (SOTP), giá mục tiêu tương ứng với P/E và P/B forward 2024 lần lượt là 17.8x và 4.7x – mức định giá cao hơn trung bình ngành cũng như trung bình 3 năm của SIP. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức định giá này là phù hợp nhờ SIP sở hữu khả năng sinh lời cao cùng với tiềm năng tăng trưởng KQKD lớn khi chuyển đổi phương pháp ghi nhận doanh thu.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	220,390
SLCP lưu hành	181,807,923
Biên độ 52 tuần	49,610đ – 98,000đ
Vốn hóa doanh nghiệp	16,817 tỷ VNĐ
Free float	43%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN hiện tại	0.61%
Beta	1.3

BIẾN ĐỘNG GIÁ

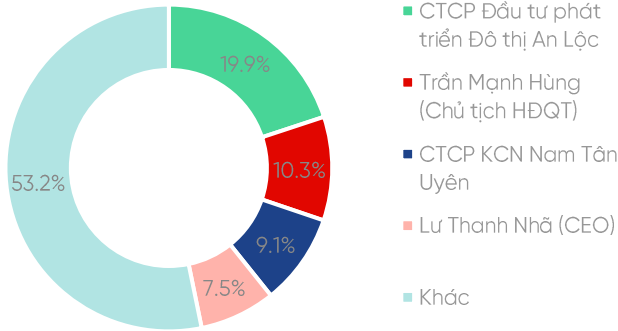


(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	6,679	6,863	7,458
LN gộp	930	995	1,121
LN ròng	927	945	1,069
Biên LN gộp	13.9%	14.5%	15.0%
Biên LN ròng	13.9%	13.8%	14.3%
P/E (x)	14.7	17.8	16.7
P/B (x)	3.9	4.7	4.8
ROE	27.6%	26.2%	28.9%
ROA	5.1%	4.7%	5.0%

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông



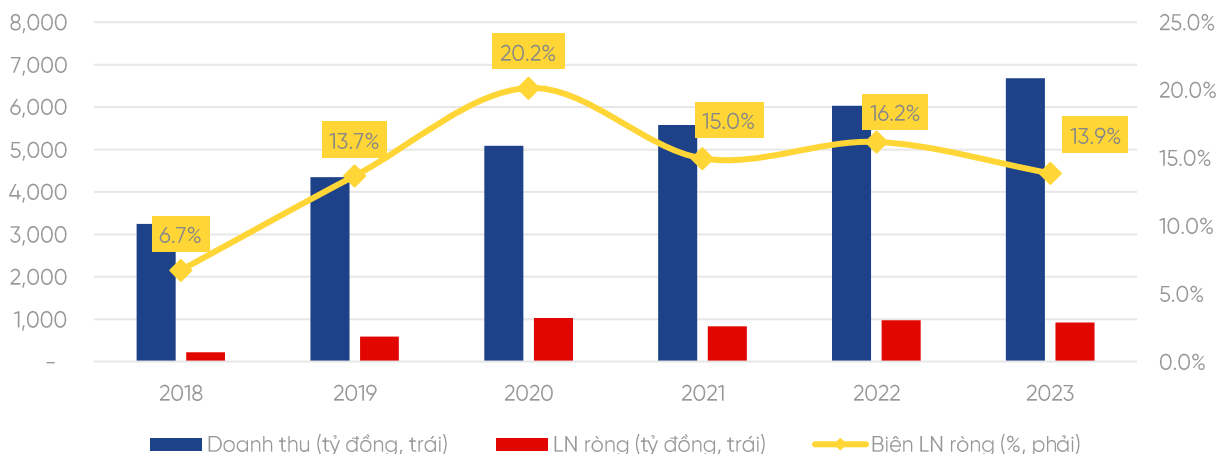
- CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HSX: SIP) được thành lập tháng 10/2007 với vốn điều lệ là 250 tỷ đồng bởi 4 cổ đông lớn tới từ Tập đoàn Công nghiệp Cao su (GVR) và các công ty con của GVR bao gồm Cao su Phước Hòa (PHR) và Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Cao su.
- SIP là một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hiếm hoi được phép cung cấp dịch vụ điện, nước trong các KCN mà SIP đang vận hành. Đây cũng là mảng kinh doanh chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của SIP, chiếm hơn 90% doanh thu năm 2023.
- Hiện nay SIP đang cho thuê và quản lý vận hành 4 dự án KCN, chủ yếu tại khu vực miền Nam với tổng diện tích hơn 5,300ha.

CÁC MẢNG KINH DOANH CỐT LÕI

	Doanh thu (tỷ đồng)	Tỷ trọng doanh thu	Biên LN gộp
Cung cấp dịch vụ tiện ích trong KCN	6,017	90.1%	10.2%
Cho thuê đất KCN	375	5.6%	68.4%
Bán thành phẩm	96	1.4%	11.3%
Dịch vụ khác	191	3.2%	26.4%



Doanh thu và LN ròng



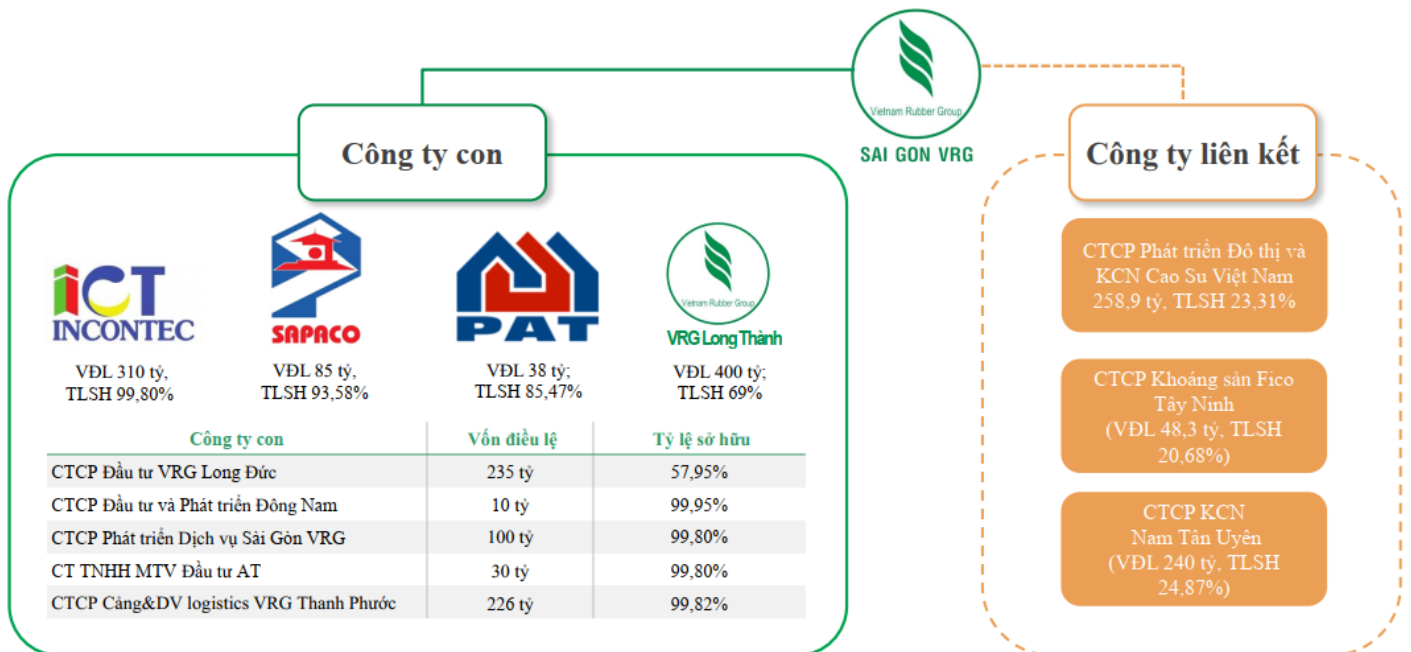
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Danh mục dự án BĐS KCN của SIP

Dự án	Vị trí	Thời hạn thuê	Tổng vốn đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê (USD/m2/thời hạn thuê)
Phước Đông	Tây Ninh	2008-2058	5,906	100%	2,190	1,718	55.0%	80-100
	Khu A		2,603		1,014	817		
	Khu B		3,303		1,175	911		
Đông Nam	Củ Chi - HCMC	2008-2058	1,963	100%	287	194	88.3%	260
Lê Minh Xuân 3	HCMC	2014-2064	2,065	100%	220	156	31.9%	290
Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	2010-2060	1,984	69%	498	361	63.1%	210-230
Tổng			11,918		3,195	2,428	57.4%	

"thông tin thêm về các KCN của SIP, xem tại Phụ lục 2"

Sơ đồ các công ty con, công ty liên kết của SIP



TÓM TẮT KQKD Q1/24

Đvi: Tỷ đồng	Q1/24	Q1/23	%YoY
Doanh thu	1,826	1,395	31.0%
_ Cung cấp điện, nước trong KCN	1,486	1,136	30.8%
_ Cung cấp tiện ích khác trong KCN	129	96	34.2%
_ Cho thuê đất KCN	94	92	2.9%
_ Bán thành phẩm	29	36	-18.8%
_ Khác	87	35	152.9%
LN gộp	272	233	16.8%
Chi phí BH&QLDN	25	26	-1.3%
Thu nhập tài chính ròng	49	(5)	N/A
LNTT	316	229	38.2%
LNST	258	179	43.9%
LN ròng	246	166	48.4%
Biên LN gộp	14.9%	16.7%	-1.8 điểm %
Biên LN ròng	13.5%	11.9%	1.6 điểm %

- Trong Q1/24, SIP ghi nhận **doanh thu cải thiện mạnh mẽ 31.0% svck** lên mức 1,826 tỷ đồng nhờ sự hỗ trợ tới từ hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi của SIP đều ghi nhận mức tăng trưởng dương trong 3 tháng mở đầu năm 2024.
- Hoạt động cung cấp điện nước và các tiện ích khác trong KCN ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 30.8% và 34.2% svck** với động lực tới từ (1) sự gia tăng nhu cầu tiêu thụ điện, nước và các dịch vụ tiện ích trong bối cảnh gia tăng khách hàng thuê tại các KCN của SIP, (2) giá phân phối, bán lẻ điện ghi nhận xu hướng tăng.
- Hoạt động cho thuê KCN tăng nhẹ 2.9% svck** nhờ ghi nhận cho thuê lũy kế từ các hợp đồng trong năm 2023, trong Q1/24 SIP không ghi nhận hợp đồng cho thuê đất KCN mới nào do các giao dịch vẫn đang trong giai đoạn đàm phán trước khi kí kết.
- LN gộp trong Q1/24 tăng 16.8% svck, đạt 272 tỷ đồng, tuy nhiên biên LN gộp lại giảm 1.8 điểm % svck**, nguyên nhân tới từ (1) doanh thu từ hoạt động bán thành phẩm trong Q1/24 giảm 18.8% svck và (2) SIP ghi nhận trước 1 phần giá vốn từ hoạt động cho thuê đất KCN.
- LN ròng trong Q1/24 đạt 246 tỷ đồng, tăng 48.4% svck** nhờ thu nhập ròng từ hoạt động tài chính đạt 49 tỷ đồng sau mức thâm hụt 5 tỷ đồng trong Q1/23 (do ghi nhận lỗ 88 tỷ đồng từ thoái vốn).

TRIỂN VỌNG 2024-2025: TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

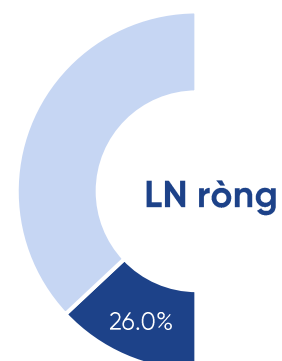
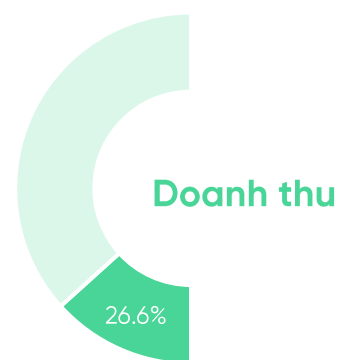
Đvi: Tỷ đồng	2024F	%YoY	2025F	%YoY
Doanh thu	6,863	2.7%	7,458	8.7%
_ Cung cấp điện, nước và dịch vụ tiện ích trong KCN	6,159	2.4%	6,694	8.7%
_ Cho thuê đất KCN	382	1.9%	429	12.3%
_ Bán thành phẩm	112	16.6%	144	28.6%
_ Khác	209	9.5%	191	-8.8%
LN gộp	995	7.0%	1,121	12.6%
Chi phí BH&QLDN	111	2.3%	121	8.7%
Thu nhập tài chính ròng	366	-1.3%	400	9.3%
LNTT	1,257	-1.3%	1,408	12.0%
LNST	1,006	0.2%	1,126	12.0%
LN ròng	945	2.0%	1,069	13.2%
<i>Biên LN gộp</i>	14.5%	0.6 điểm %	15.0%	0.5 điểm %
<i>Biên LN ròng</i>	13.8%	-0.1 điểm %	14.3%	0.6 điểm %

Chúng tôi đưa ra dự phóng **doanh thu năm 2024 sẽ tiếp tục được cải thiện với mức tăng trưởng khiêm tốn 2.7% svck**, tới từ sự cải thiện ở hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi của SIP:

- Cung cấp điện nước và dịch vụ tiện ích trong KCN: tăng trưởng ổn định nhờ (1) sản lượng điện, nước gia tăng nhờ nhu cầu tăng cao của cả nhóm khách hàng hiện hữu cũng như khách hàng mới, nhu cầu sản xuất hồi phục ở nhiều lĩnh vực, đặc biệt nhóm khách dệt may, (2) giá điện tăng theo cơ chế bán lẻ điện mới sẽ được áp dụng trong năm 2024.
- Cho thuê KCN: kì vọng được cải thiện nhờ hoạt động cho thuê mới 4 dự án KCN của SIP.

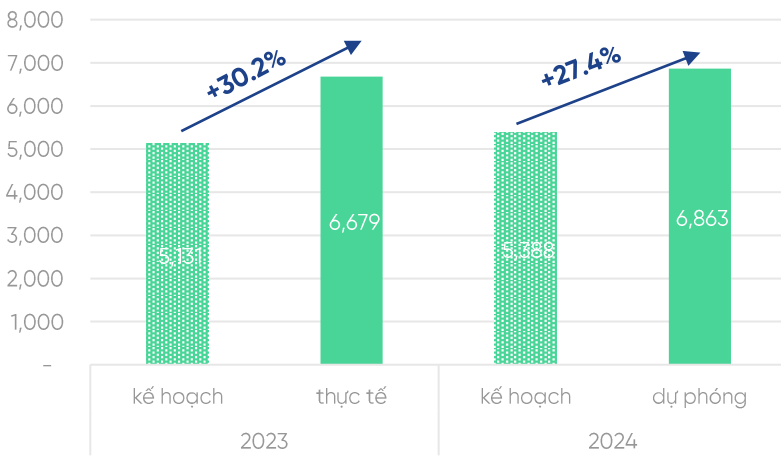
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng KQKD của SIP trong năm 2024 sẽ không có quá nhiều đột phá so với năm 2023. Từ đó, chúng tôi **dự phóng LN ròng năm 2024 ghi nhận tăng 2.0% svck**.

Tỷ lệ hoàn thành dự phóng



TRIỂN VỌNG 2024-2025 (tiếp)

Doanh thu kế hoạch

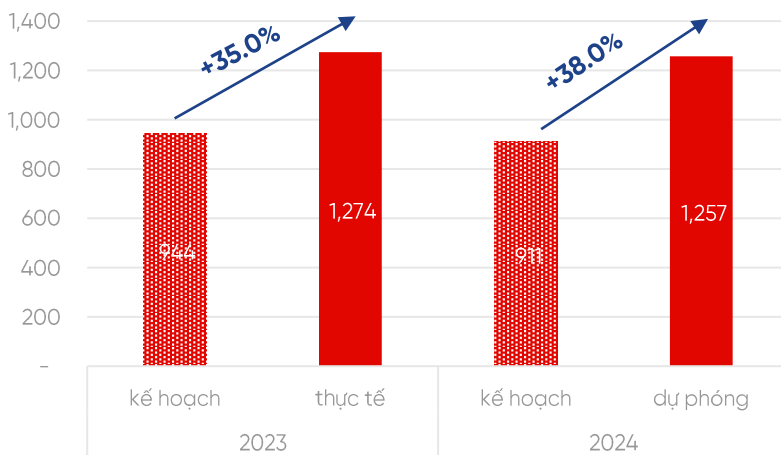


SIP gần đây đã công bố kế hoạch kinh doanh cho năm 2024 với doanh thu và LNTT lần lượt là 5,388 tỷ đồng và 991 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng 5% so với kế hoạch SIP đã đặt ra cho năm 2023.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SIP hoàn toàn có thể vượt qua kế hoạch đã đặt ra và có thể hoàn thành được dự phóng của chúng tôi tới từ:

- SIP có truyền thống đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng và KQKD trong quá khứ thường vượt khá xa so với kế hoạch đặt ra.
- Trong Q1/24, doanh thu và LN ròng của SIP đã ghi nhận mức tăng trưởng tốt và đã lần lượt hoàn thành 26.6% và 26% dự phóng cả năm của chúng tôi.

LNTT kế hoạch



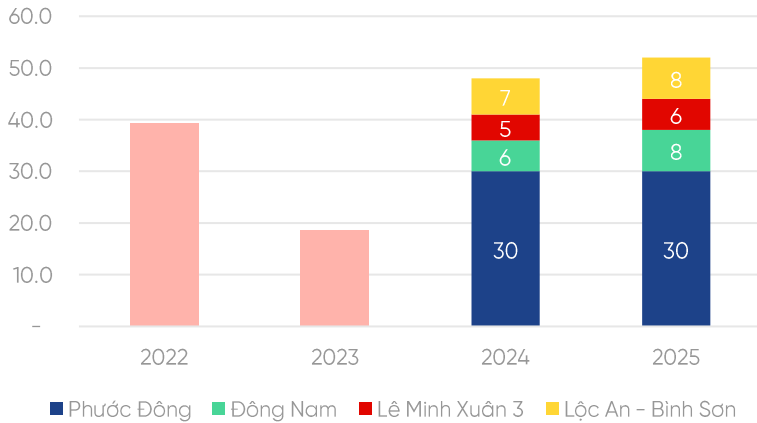
Kế hoạch cho thuê đất KCN, thuê nhà xưởng

STT	Dự án	Thuê đất KCN (ha)			Thuê nhà xưởng (m2)		
		2023	2024 (kế hoạch)	% tăng trưởng	2023	2024 (kế hoạch)	% tăng trưởng
1	Phước Đông	18.57	30	62%	6,300	24,500	289%
2	Đông Nam	0	6	na	5,000	10,000	100%
3	Lê Minh Xuân 3	0	6	na	2,040	8,760	329%
Tổng		18.57	30	62%	13,340	43,260	224%

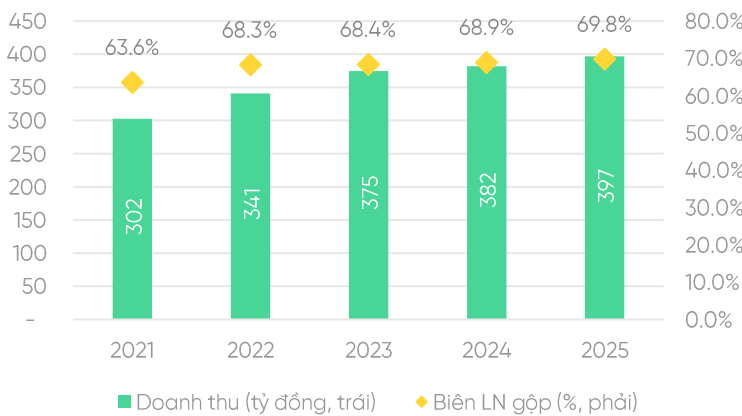
TRIỂN VỌNG 2024-2025 (tiếp)

BDS KCN: Nền tảng vững chắc ...

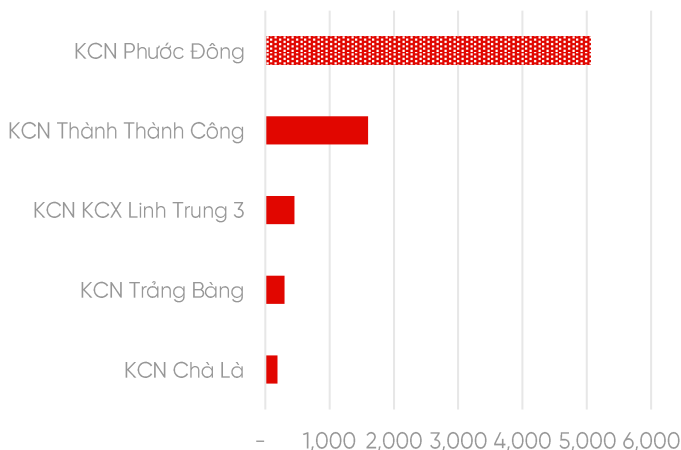
Tiến độ cho thuê đất KCN của SIP (ha)



Doanh thu BDS KCN sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định hàng năm trong 2024-25



Thu hút vốn FDI tại tỉnh Tây Ninh (tr USD)



Chúng tôi kì vọng hoạt động cho thuê đất KCN của SIP sẽ cải thiện mạnh mẽ trong năm 2024 với doanh số đạt 48ha (so với hơn 18ha năm 2023) và doanh số năm 2025 đạt 52ha với sự đóng góp của tất cả 4 dự án KCN hiện hữu của SIP.

- KCN Phước Đông sẽ tiếp tục là điểm sáng với doanh số hàng năm ước đạt 30ha nhờ vào (1) vị thế KCN lớn nhất tỉnh Tây Ninh, dẫn đầu khả năng thu hút vốn FDI tỉnh Tây Ninh trong số các KCN hiện hữu, (2) quỹ đất còn lại lớn sẵn sàng đáp ứng các nhu cầu cho thuê, (3) KCN Phước Đông đã định hướng phát triển phù hợp với nhu cầu các nhà đầu tư trong các lĩnh vực công nghệ cao, lĩnh vực chế biến cao su, dệt may và phụ trợ.
- KCN Lộc An - Bình Sơn cũng sẽ ghi nhận đóng góp trở lại từ năm 2024 nhờ hoạt động bàn giao đất cho SEA Logistics Partners (SLP) theo thỏa thuận thuê 16.3ha để xây dựng nhà xưởng với vốn đầu tư 121 trUSD.

Từ đó, chúng tôi dự phóng doanh thu BDS KCN theo phương pháp phân bổ trong năm 2024-25 lần lượt tăng 1.9% và 3.9%

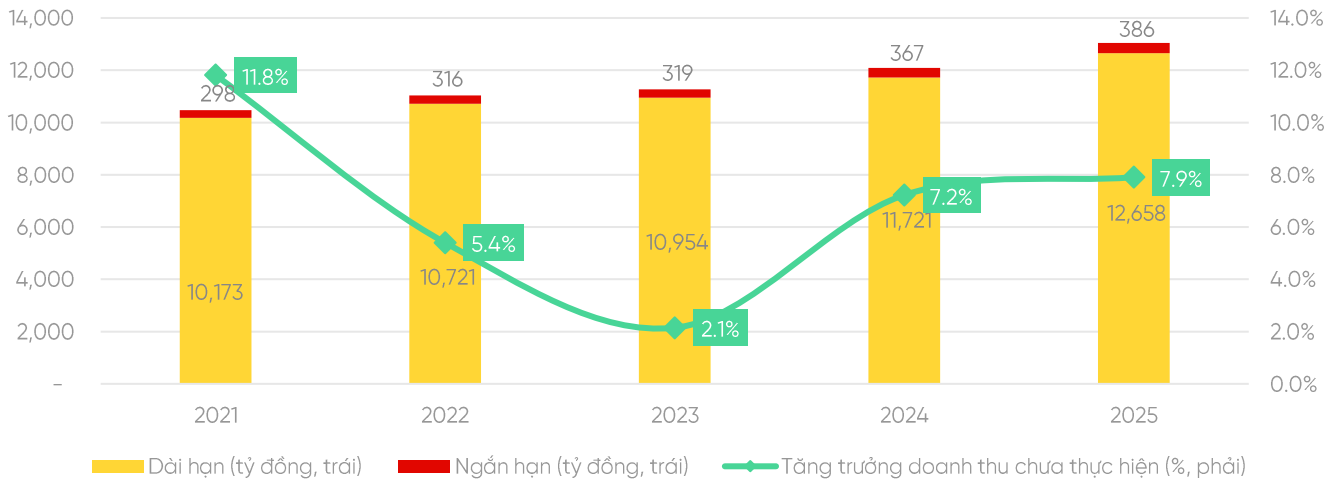
Các khách hàng tiêu biểu tại KCN Phước Đông

- BROS** - Brostex VN – Dệt may
- JINYU TIRES** - Jinyu Tires VN – Lốp ô tô
- SAILUN TIRE** - Sailun Tires VN – Lốp ô tô
- Gain Lucky VN** - Dệt may

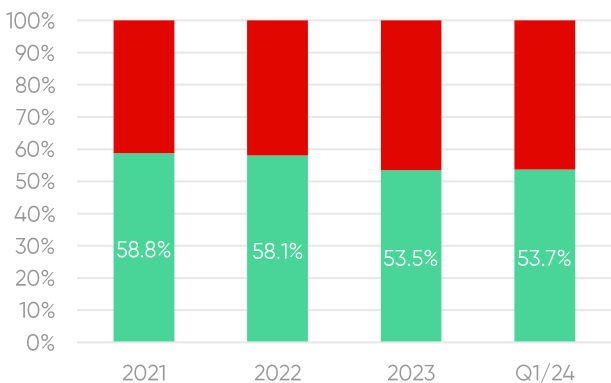
TRIỂN VỌNG 2024-2025 (tiếp)

... cho một bước nhảy đột phá

SIP sở hữu doanh thu chưa thực hiện lớn và liên tục gia tăng hàng năm ...



... chiếm tới hơn 50% tổng nguồn vốn



Phương pháp ghi nhận doanh thu

Doanh nghiệp	Phương pháp ghi nhận doanh thu	
	Một lần	Phân bổ theo chu kỳ thuê
BCM	✓	
KBC	✓	
VGC	✓	
IDC	✓ Phần lớn các KCN của IDC	✓ KCN Phú Mỹ 2, KCN Phú Mỹ 2 mở rộng
SZC	✓	
SIP		✓

- Trong số các doanh nghiệp BĐS KCN dẫn đầu thị trường, SIP là doanh nghiệp duy nhất chỉ sử dụng phương pháp phân bổ chu kỳ thuê để ghi nhận doanh thu BĐS KCN, phương pháp ghi nhận này giúp cho SIP đảm bảo được mức tăng trưởng dương hàng năm của doanh thu mảng BĐS KCN, tuy nhiên lại không phản ánh được tình hình thực tế hoạt động cho thuê, bàn giao đất KCN trong kỳ. Từ đó, **dẫn tới doanh thu chưa thực hiện tích lũy có xu hướng gia tăng qua từng năm và đây mới là chỉ tiêu thực sự phản ánh hoạt động mảng BĐS KCN của SIP.**

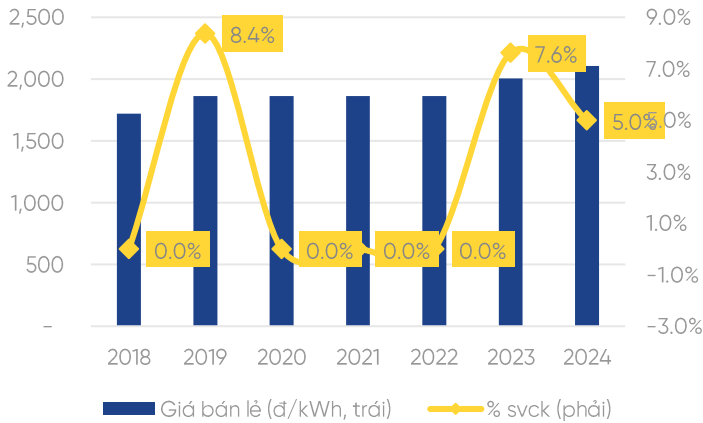
- Với hoạt động cho thuê được đẩy mạnh trở lại từ năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu chưa thực hiện năm 2024-25 sẽ lần lượt tăng 7.2% và 7.9% svck.

- Chúng tôi cho rằng với nền tảng từ khoản doanh thu chưa thực hiện khổng lồ (chiếm tới hơn 50% tổng nguồn vốn), **SIP hoàn toàn có thể có bước nhảy vọt về KQKD khi doanh nghiệp thay đổi phương pháp ghi nhận từ phân bổ theo chu kỳ thuê sang ghi nhận một lần.** (Ví dụ: năm 2022, IDC thay đổi từ phương pháp ghi nhận phân bổ sang ghi nhận một lần với hầu hết các KCN giúp cho doanh thu và LN ròng bật tăng mạnh mẽ lần lượt 73.3% và 255.5% svck).

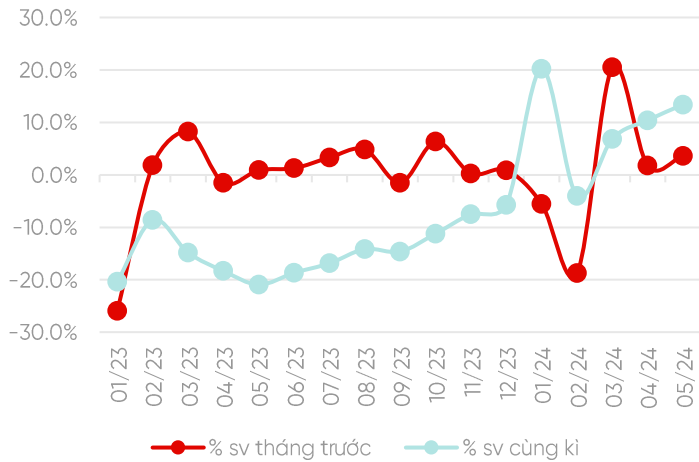
TRIỂN VỌNG 2024-2025 (tiếp)

Điện nước: Tăng trưởng ổn định nhờ sự phục hồi sản xuất

Giá bán lẻ điện dự kiến tăng khoảng 5% trong năm 2024



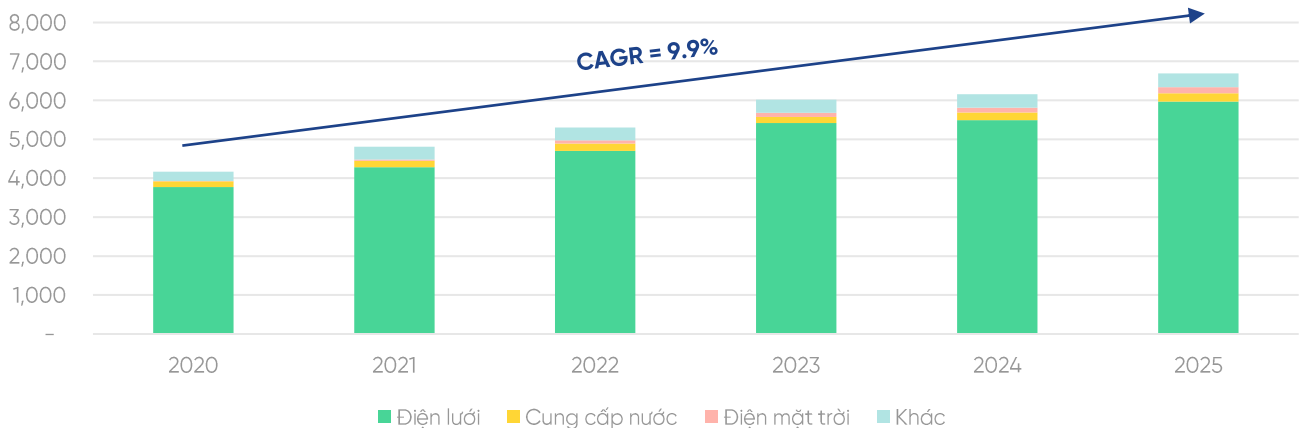
Biến động chỉ số IIP lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo



Chúng tôi kì vọng doanh thu mảng điện, nước, dịch vụ tiện ích trong KCN tiếp tục là điểm tựa để SIP đảm bảo được KQKD trong giai đoạn 2024-25 với mức tăng trưởng lần lượt là 2.4% và 8.7% svck. Trong đó, doanh thu từ hoạt động cung cấp, bán lẻ điện lưới tại 4 KCN của SIP vẫn tiếp tục đóng góp tỷ trọng chính (hơn 90% doanh thu điện, nước tiện ích trong KCN), tới từ:

- Giá bán điện dự phóng sẽ tiếp tục tăng khoảng 5% trong năm 2024 sau khi những văn bản về cơ chế giá điện mới có hiệu lực từ 15/05/2024. Chúng tôi cho cơ chế giá điện mới là cơ sở để EVN điều chỉnh giá bán điện dẫn tới giá điện phân phối đầu vào cũng như đầu ra tại các KCN của SIP sẽ được điều chỉnh tăng trong năm 2024.
- Sản lượng tiêu thụ điện tại các KCN của SIP sẽ duy trì đà tăng tích cực tới từ (1) hoạt động cho thuê, thu hút thêm khách hàng thuê của tại các KCN vẫn được cải thiện hàng năm, (2) hoạt động sản xuất đặc biệt với lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo đã cho những tín hiệu cải thiện rõ rệt trong những tháng đầu năm 2024 thông qua chỉ số IIP lĩnh vực này tháng 5/2024 tăng 3.6% sv tháng trước và tăng 13.4% sv cùng kì.

Chúng tôi kì vọng doanh thu hoạt động cung cấp điện, nước và dịch vụ tiện ích trong KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 2024-25

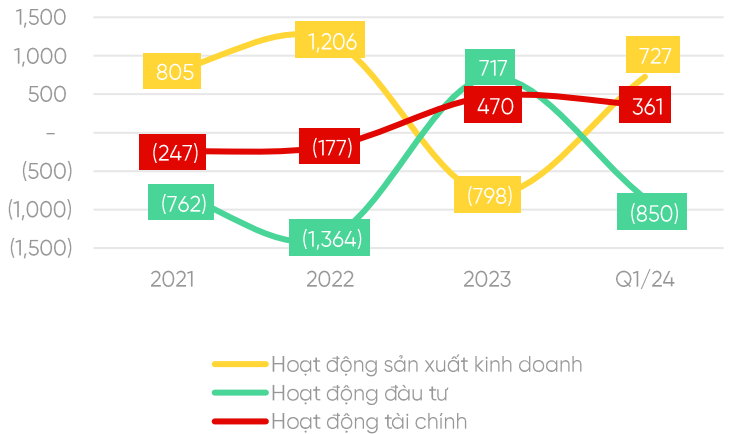


TRIỂN VỌNG 2024-2025 (tiếp)

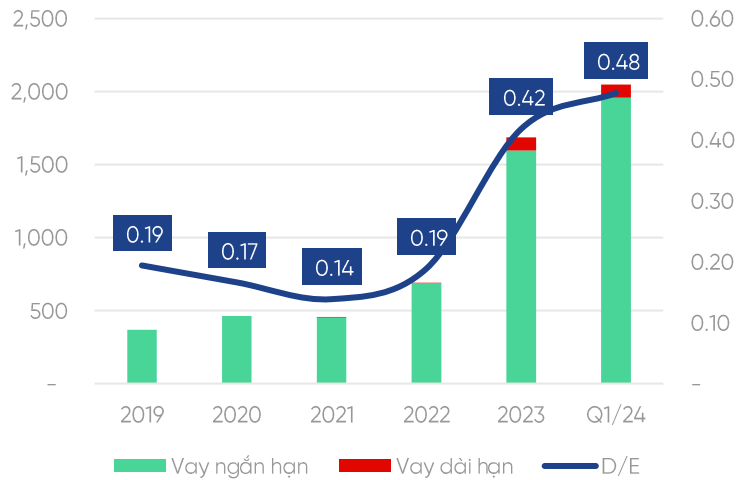
Sức khỏe tài chính

- SIP là một trong những doanh nghiệp có sức khỏe tài chính lành mạnh nhất nhóm BĐS KCN với khả năng sinh lời mạnh mẽ (mặc dù KQKD chưa phản ánh toàn bộ hoạt động sản xuất kinh doanh mảng BĐS KCN như chúng tôi có nhắc tới trước đó).
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của SIP luôn duy trì ở mức tốt, chỉ giảm duy nhất trong năm 2023 do công ty gia tăng hoạt động đồng tư phát triển tại các KCN với khoản tiền chi trả trước tăng 763 tỷ đồng. Tuy nhiên trong Q1/24, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã ghi nhận tích cực trở lại. **Nhìn chung dòng tiền thuần của SIP luôn được duy trì ở mức tốt.**
- SIP luôn duy trì tỷ lệ D/E ở mức thấp, tuy nhiên từ năm 2023 và Q1/24, SIP đã liên tục gia tăng vay nợ ngắn hạn lên tới 1,957 tỷ đồng, chủ yếu là các khoản vay ngân hàng cho mục tiêu xây dựng nhà xưởng tại KCN Lê Minh Xuân 3. Từ đó dẫn tới D/E tăng từ 0.19x năm 2022 lên 0.48x cuối Q1/24. Tuy nhiên **chúng tôi cho rằng tỷ lệ D/E của SIP vẫn được duy trì ở mức tương đối an toàn** nhờ (1) ngang với trung bình ngành, (2) lượng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn ở mức cao (4,780 tỷ đồng) hoàn toàn đảm bảo khả năng thanh toán.

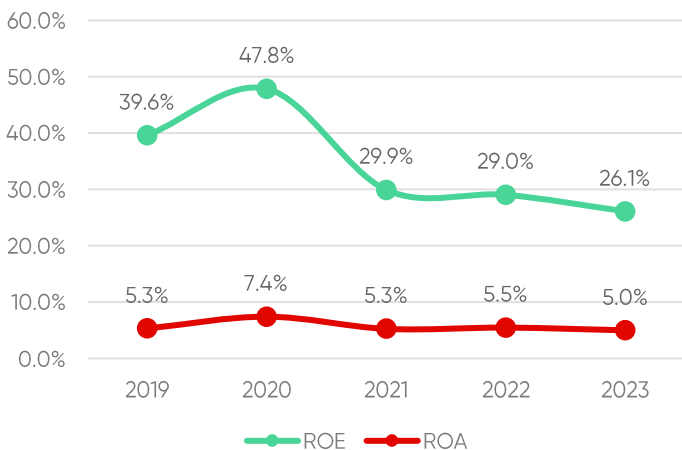
Dòng tiền đã được cải thiện tích cực trong Q1/24



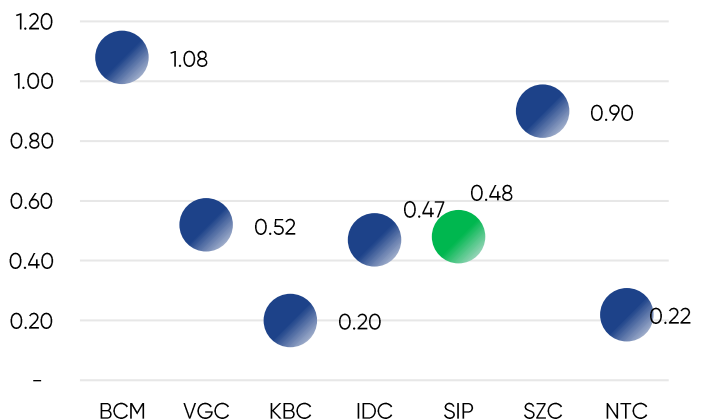
SIP đã gia tăng vay nợ từ năm 2023



Hiệu quả sinh lời tương đối cao



Tỷ lệ D/E ở mức an toàn và ngang với trung bình ngành



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu SIP cùng **giá mục tiêu 1 năm là 103,300 VND/cp** tới từ:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với giả định WACC là 11.5% cho các dự án KCN của SIP, tuy nhiên tỷ lệ chiết khấu khác nhau tương ứng với tiến độ phát triển thực tế đối với từng dự án.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với các mảng điện, nước và dịch vụ trong KCN với dòng tiền chiết khấu 10 năm cùng giả định WACC là 11.5%.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị thị trường (MV) với BĐS dân cư, cụ thể là Khu dân cư Phước Đông với diện tích đất ước tính là 148ha.
- Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho các chỉ tiêu: tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính, nợ ròng tính tới cuối Q1/2024.
- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu RNAV là 5% để phản ánh những rủi ro tới từ yếu tố vĩ mô trong nước cũng như thế giới.

Phương pháp định giá từng phần SOTP

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
BDS KCN	DCF	5,421
_ KCN Phước Đông	DCF	5,421
_ KCN Đông Nam	DCF	1,070
_ KCN Lê Minh Xuân 3	DCF	2,405
_ KCN Lộc An – Bình Sơn	DCF	1,797
Mảng điện, nước, dịch vụ trong KCN	DCF	3,549
BDS dân cư	MV	733
<i>Cộng:</i>		
Tiền và tương đương tiền	BV	4,791
Đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	1,679
<i>Trừ:</i>		
Nợ ròng	BV	2,047
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	473
RNAV		
Chiết khấu		5%
SLCP lưu hành		181,807,923
Giá mục tiêu (VND/cp)		103,300

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (tiếp)

Giá định cho WACC

Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Lãi suất phi rủi ro	2.6%
Beta	1.3
Chi phí sử dụng vốn	14.3%
Chi phí sử dụng nợ	7.0%
Tỷ lệ nợ	32.3%
Tỷ lệ vốn	67.7%
WACC	11.5%

- Chúng tôi phân tích độ nhạy của giá mục tiêu cho SIP với những thay đổi của giá định WACC do định giá các mảng kinh doanh của SIP hầu hết sử dụng phương pháp DCF, chịu ảnh hưởng lớn bởi sự thay đổi của WACC.

Phân tích độ nhạy Giá mục tiêu theo WACC

WACC	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	108,700	106,800	105,000	103,300	101,500	99,900	98,300

Định giá DCF mảng điện, nước và dịch vụ trong KCN của SIP

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Doanh thu	6,159	6,694	7,269	7,726	8,194	8,685	9,199	9,496	9,804	10,124
LN gộp	661	752	831	899	969	1,045	1,125	1,180	1,238	1,299
SG&A	(89)	(97)	(105)	(111)	(117)	(124)	(132)	(138)	(145)	(152)
EBIT	572	655	726	788	852	920	993	1,042	1,093	1,147
Lãi vay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	572	655	726	788	852	920	993	1,042	1,093	1,147
Thuế	(114)	(131)	(145)	(158)	(170)	(184)	(199)	(208)	(219)	(229)
EAT	457	524	581	630	682	736	795	834	875	917
Khấu hao	32	28	30	31	33	34	36	38	40	41
Capex	(83)	(93)	(98)	(103)	(108)	(113)	(119)	(125)	(131)	(138)
FCFF	406	459	513	558	606	657	712	746	783	821
NPV	383	388	389	380	370	360	350	329	309	291

Tổng NPV **3,549**

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (tiếp)

So sánh Doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	D/E (lần)	P/E trượt 12T (lần)	P/B hiện tại (lần)
BCM	65,205	13.9%	4.8%	1.08	26.4	3.5
VGC	23,673	15.4%	5.2%	0.52	19.8	2.9
KBC	22,875	5.4%	2.8%	0.20	23.4	1.3
IDC	20,228	39.8%	11.3%	0.47	10.4	4.7
SIP	16,526	29.4%	4.9%	0.48	15.9	4.5
SZC	7,172	13.6%	3.9%	0.90	26.4	2.6
NTC	5,167	30.1%	6.4%	0.22	18.1	5.0
LHG	1,820	9.6%	4.9%	0.11	12.2	1.1
<i>Trung bình</i>		<i>19.7%</i>	<i>5.5%</i>	<i>0.50</i>	<i>19.1</i>	<i>3.2</i>

- SIP hiện đang được giao dịch với P/E trượt 12T và P/B hiện tại lần lượt là 15.9x và 4.5x – cao hơn hầu hết các doanh nghiệp ngành BĐS KCN.
- Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi tương ứng với P/E và P/B forward năm 2024 lần lượt là 17.8x và 4.7x – mức định giá cao hơn so với giá trị hiện tại của SIP cũng như trung bình 3 năm gần nhất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SIP sở hữu nhiều tiềm năng tăng trưởng xứng đáng với mức định giá cao tới từ (1) khả năng sinh lời ROE, ROA cao, (2) sức khỏe tài chính lành mạnh và (3) có khả năng bật tăng trưởng KQKD mạnh mẽ khi SIP quyết định thay đổi phương pháp ghi nhận từ phân bổ hàng năm sang ghi nhận 1 lần.

P/E của SIP và TB ngành



P/B của SIP và TB ngành



PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	8,707	9,561	10,356
Tiền & đương tiền	829	1,141	1,557
Đầu tư ngắn hạn	3,139	3,201	3,265
Phải thu ngắn hạn	3,500	4,087	4,307
Hàng tồn kho rỗng	468	505	545
Tài sản ngắn hạn khác	771	627	682
TÀI SẢN DÀI HẠN	11,919	12,241	12,509
Khoản phải thu dài hạn	800	800	800
Tài sản cố định	1,252	1,303	1,368
Bất động sản đầu tư	5,443	5,716	6,001
Tài sản đang dở dài hạn	2,286	2,286	2,286
Đầu tư tài chính dài hạn	1,516	1,516	1,434
Tài sản dài hạn khác	620	620	620
TỔNG TÀI SẢN	21,060	21,802	22,865
NỢ PHẢI TRẢ	17,032	17,958	18,914
Nợ ngắn hạn	3,061	3,084	3,234
Vay nợ ngắn hạn	1,595	1,675	1,708
Phải trả ngắn hạn khác	1,466	1,409	1,525
Nợ dài hạn	13,971	14,875	15,680
Vay nợ dài hạn	91	95	100
Phải trả dài hạn khác	13,971	14,875	15,680
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,821	3,844	3,951
Cổ phiếu phổ thông	1,818	1,818	1,818
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
LNST chưa phân phối	1,382	1,343	1,394
Các quỹ	160	160	160
Khác	-	-	-
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	461	522	579
TỔNG NGUỒN VỐN	21,060	21,802	22,865

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F
Doanh thu	6,677	6,863	7,458
Giá vốn hàng bán	(5,746)	(5,868)	(6,337)
Lợi nhuận gộp	930	995	1,121
Chi phí bán hàng	(13)	(18)	(20)
Chi phí QLDN	(96)	(93)	(101)
Lợi nhuận HĐKD	822	884	1,000
Doanh thu tài chính	439	415	456
Chi phí tài chính	(69)	(49)	(56)
Lợi nhuận khác rỗng	11	8	8
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,274	1,257	1,408
Chi phí thuế	(271)	(251)	(282)
Lợi nhuận sau thuế	1,004	1,006	1,126
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	77	61	57
Lợi nhuận ròng	927	945	1,069

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2023	2024F	2025F
CFO	(798)	859	988
CFI	717	(789)	(805)
CFF	470	242	233
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	390	312	416

PHỤ LỤC 2

Vị trí các dự án KCN của SIP



1. KCN Phước Đông

- Chủ đầu tư: SIP
- Vị trí : Gò Dầu – Tây Ninh
- Quy mô: 2.836 ha (2.190 ha KCN/648ha KĐT)
- Tỷ lệ lấp đầy: GD 1: 95%/ GD 2: 30% /GD 3: 0% – đang đầu tư hạ tầng

2. KCN Đông Nam

- Chủ đầu tư: SIP
- Vị trí : Củ Chi – Tp HCM
- Quy mô: 343 ha (287 ha KCN/56ha KDC)
- Tỷ lệ lấp đầy: 88%

3. KCN Lê Minh Xuân 3

- Chủ Đầu tư: SIP
- Vị trí : Bình Chánh – Tp HCM
- Quy mô: 220 ha
- Tỷ lệ lấp đầy: 32%

4. KCN Lộc An- Bình Sơn

- Chủ Đầu tư: CTCP ĐT&PT VRG Long Thành (Cty con SIP sở hữu 69%)
- Vị trí : Long Thành – Đồng Nai
- Quy mô: 573 ha (498ha KCN/40ha KDC)
- Tỷ lệ lấp đầy: 63%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên cao cấp Phân tích

Lê Anh Sơn

Bất động sản Khu công nghiệp

Email: sonla@vpbanks.com.vn