

Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

Đẩy nhanh GPMB KCN, duy trì biên lợi nhuận cao

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
trangnt6@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

26/11/2024

SIP sở hữu quỹ đất lớn, tọa lạc tại những vị trí đặc địa

Trong số các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp (KCN) đang hoạt động tại miền Nam, SIP sở hữu quỹ đất thương phẩm còn lại lớn nhất, với 1,005ha. Trong đó, KCN Phước Đông (759ha) nằm ở Tây Ninh; KCN Lộc An – Bình Sơn (116ha) nằm sát Sân bay Long Thành – Đồng Nai; KCN Lê Minh Xuân 3 (105 ha) và KCN Đông Nam (25ha) nằm ở TP.HCM.

Tận dụng lợi ích kép từ chi phí giải phóng mặt bằng thấp

Tính đến cuối Q3/2024, 93% diện tích KCN của SIP đã hoàn thành giải phóng mặt bằng (GPMB), tương đương 832ha sẵn sàng cho thuê. Chúng tôi cho rằng SIP có lợi thế từ việc chủ động đẩy nhanh tiến độ GPMB từ các năm trước với chi phí thấp, từ đó giúp SIP: 1) duy trì mức giá cho thuê cạnh tranh ở KCN Phước Đông, thu hút khách hàng; 2) tăng biên lợi nhuận gộp ở diện tích cho thuê mới tại KCN Lê Minh Xuân 3, Lộc An – Bình Sơn, Đông Nam do đà tăng giá tích cực của các khu vực này.

Tối ưu hóa lợi nhuận mảng cấp điện nhờ lợi thế được cấp phép đầu tư trạm biến áp

SIP là một trong số ít các doanh nghiệp phát triển KCN được cấp phép xây trạm biến áp (TBA) và cấp điện cho các KCN, nhờ vậy mảng cung cấp điện có biên LNG khá tốt (khoảng 6%). Với việc SIP đầu tư thêm TBA 110KV Phước Đông - Bờ Lờ 5 vào năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng điện sẽ tăng 15% YoY trong 2024, sau đó tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11% trong giai đoạn 2025 – 2028, tương đương với mức tăng trưởng trong giai đoạn 2019 – 2023.

Khuyến nghị MUA - Giá mục tiêu: 89,500VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với mức giá mục tiêu là 89,500VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

MUA Lần đầu

Giá mục tiêu	89,500
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (25/11/2024)	VND 77,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 96,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	15.8/0.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	57.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	29.1/1.2
Sở hữu nước ngoài (%)	2.8%
Cổ đông lớn	19.8%
CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị An Lộc	

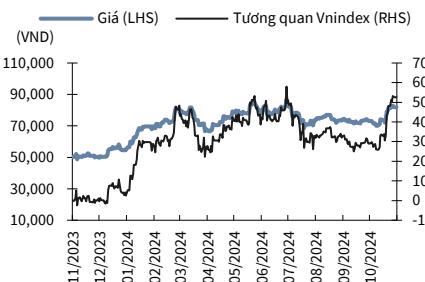
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.8	-0.7	-6.8	46.7
Tương đối	8.0	4.6	-1.1	37.5

Dự phóng KQKD & định giá

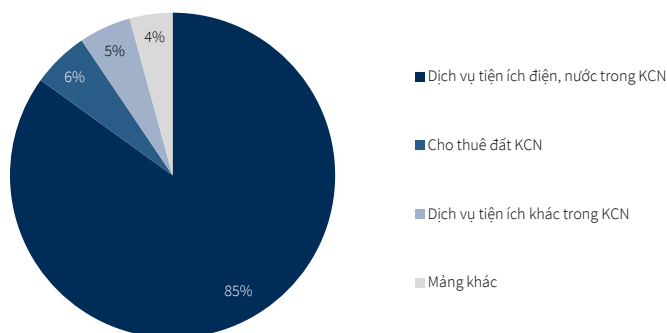
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,035	6,677	7,986	8,936
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,239	1,263	1,538	1,658
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	977	927	1,147	1,239
EPS (VND)	10,518	5,098	5,447	5,884
Tăng trưởng EPS (%)	17.0	-51.5	6.8	8.0
P/E (x)	2.7	10.8	13.9	12.8
P/B (x)	0.7	2.5	3.7	3.5
ROE (%)	28.1	24.1	27.5	28.0
Tỷ suất cổ tức (%)	7.7	5.3	4.6	5.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

SIP là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong lĩnh vực phát triển KCN ở miền Nam với quỹ đất KCN lên tới 3,149ha. Đi cùng với hoạt động cho thuê BĐS KCN, SIP còn cung cấp các dịch vụ tiện ích bao gồm: điện, nước, cho thuê nhà xưởng, xử lý rác thải... cho các khách hàng trong KCN mà SIP đang quản lý.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

SIP sở hữu quỹ đất lớn. Quỹ đất KCN thương phẩm còn lại lớn nhất Miền Nam, với hơn 1,005ha. Trong đó, KCN Phước Đông (759ha); KCN Lộc An – Bình Sơn (116ha); KCN Lê Minh Xuân 3 (105ha) và KCN Đông Nam (25ha).

Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn với chi phí thấp nhờ đã GPMB từ giai đoạn trước. Tính đến cuối quý 3/2024, 93% diện tích các KCN của SIP đã hoàn thành GPMB, tương đương với 832ha sẵn sàng cho thuê. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế của SIP, giúp công ty đảm bảo doanh số cho thuê đất và cải thiện BLN gộp trong các năm tới.

Dòng tiền ổn định từ hoạt động cung cấp điện. Chúng tôi dự phóng sản lượng điện trong năm 2024, 2025 sẽ tăng lần lượt là 15% YoY và 11% YoY, tương đương với doanh thu cung cấp điện đạt lần lượt 6,506 tỷ đồng và 7,293 tỷ đồng (đóng góp khoảng 80% tổng doanh thu).

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

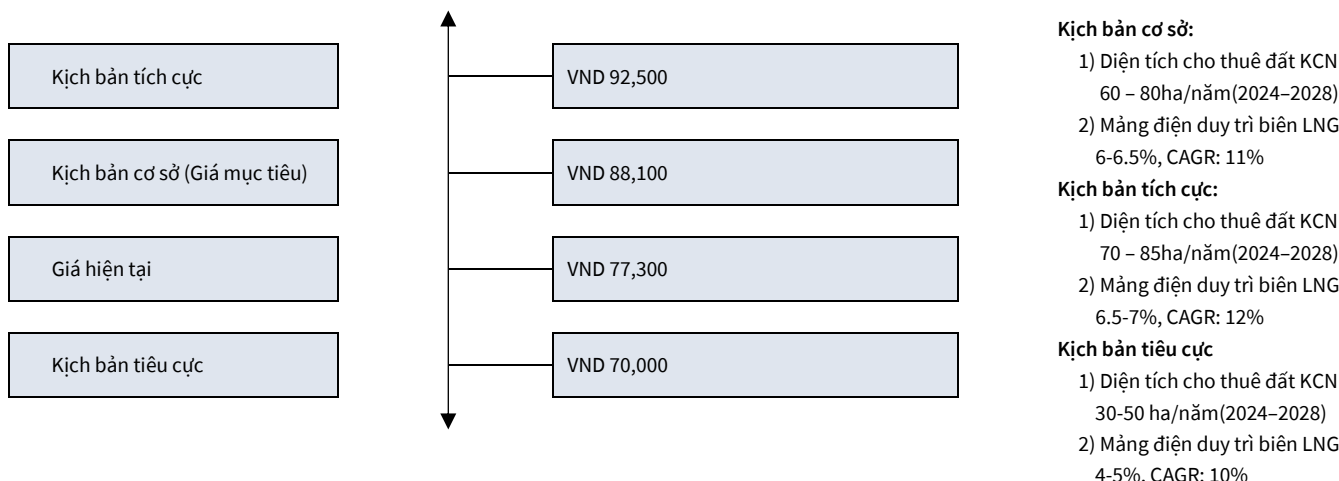
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	7,986	8,936	-	-	7,710	8,608	+3.6%	+3.8%
EBIT	1,063	1,228	-	-	922	1,045	+15.2%	+17.5%
LNST công ty mẹ	1,147	1,239	-	-	1,027	1,116	+11.7%	+11.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

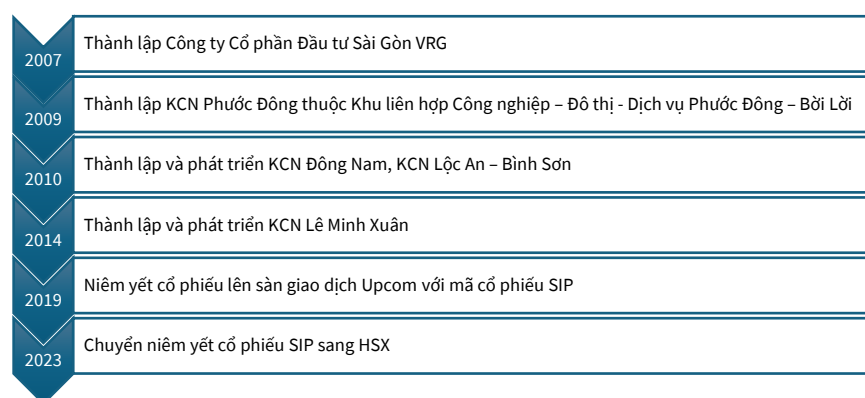
Quan điểm định giá



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (HSX: SIP) là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư và phát triển KCN. Sau hơn 17 năm thành lập, công ty đã và đang phát triển 4 KCN tại khu vực Miền Nam với tổng quỹ đất theo quy hoạch lên tới 3,204ha, trong đó: KCN Đông Nam (287ha), KCN Phước Đông (2,189ha), KCN Lê Minh Xuân 3 (231ha), KCN Lộc An – Bình Sơn (497ha).

Biểu đồ 1. Lịch sử hình thành và phát triển



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cơ cấu sở hữu

Tính đến ngày 30/09/2024, SIP đang sở hữu 7 công ty con trực tiếp, 2 công ty con gián tiếp và 3 công ty liên kết, hoạt động trong ba mảng kinh doanh chính và một số mảng khác.

Bảng 1. Danh sách công ty con, công ty liên kết

Cơ cấu tổ chức tính đến 30/09/2024	Tỷ lệ sở hữu của SIP	
Màng cấp điện, nước	CTCP Phát triển Dịch vụ Sài Gòn (DVSG)	99.80%
	CTCP VRG Long Thành (VRG Long Thành)	69.00%
Màng kinh doanh KCN	CTCP Logistic VRG Thanh Phước (VRG Thanh Phước)	99.80%
	CTCP Đầu tư VRG Long Đức	69.50%
	Công ty TNHH MTV Đầu tư AT	99.80%
	CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	24.90%
	CTCP Phát triển Đô thị và KCN Cao Su Việt Nam	21.34%
Màng xây dựng	CTCP Xây dựng Incontec (Incontec)	99.80%
	CTCP Đầu tư và Tư vấn Xây dựng Phú An Thành (PAT)	85.50%
Màng hoạt động khác	CTCP Bao bì Sài Gòn (BBSG)	93.60%
	CTCP Đầu tư và Phát triển Đông Nam	99.90%
	CTCP Khoáng sản Fico Tây Ninh	20.70%

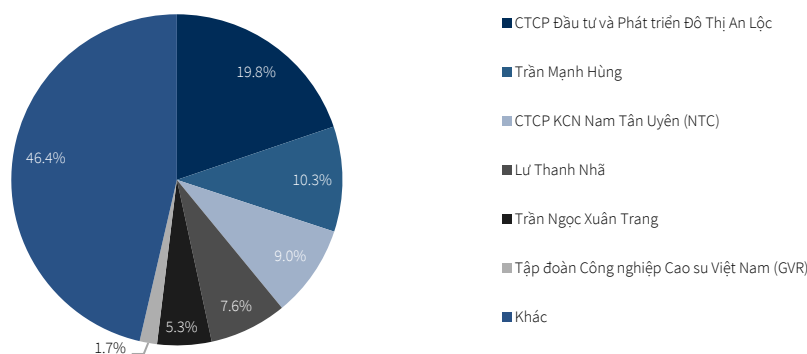
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cơ cấu sở hữu

Tính tới hiện tại vốn điều lệ của SIP là 2,105 tỷ đồng, trong đó CTCP Đô Thị An Lộc và CTCP KCN Nam Tân Uyên là 2 cổ đông tổ chức lớn với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 19.8% và 9.0%. Tiếp đó, Ông Trần Mạnh Hùng – Chủ tịch và ông Lưu Thanh Nhã - Tổng giám đốc là 2 cá nhân sở hữu tỷ trọng cổ phiếu lần lượt là 10.3% và 7.6%.

Với cổ đông sáng lập, tính đến nay chỉ còn Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HSX: GVR) sở hữu 1.7% cổ phần của SIP. Trong ĐHCĐ năm 2024, GVR cho biết công ty đang có kế hoạch thoái vốn toàn bộ số cổ phần này.

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông tính đến 30/09/2024



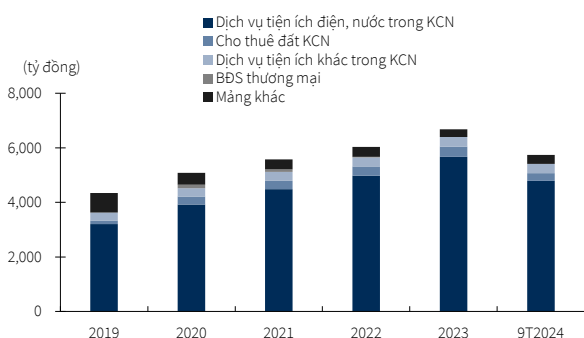
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cơ cấu doanh thu

Mảng cho thuê KCN là mảng kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp. Tuy nhiên, do áp dụng phương pháp phân bổ doanh thu theo chu kỳ cho thuê đất, nên mảng cho thuê KCN chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ khoảng 5-6% trong cơ cấu doanh thu giai đoạn 2019-9T2024.

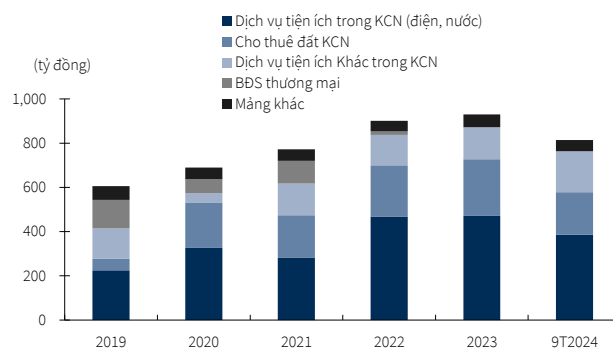
Hoạt động kinh doanh mảng cung cấp điện nước chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu, khoảng 80-85%; mảng cung cấp dịch vụ tiện ích khác và kinh doanh BĐS thương mại đóng góp lần lượt khoảng 6-7% và 0-3% vào doanh thu trong giai đoạn 2019-9T2024.

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

BĐS KCN - Mảng hoạt động cốt lõi

Sở hữu quỹ đất thương phẩm còn lại lớn nhất khu vực Miền Nam

SIP đang phát triển 4 KCN có tổng diện tích đất lên tới 3,204ha, với quỹ đất KCN thương phẩm còn lại lớn nhất khu vực Miền Nam (1,005ha). Trong đó:

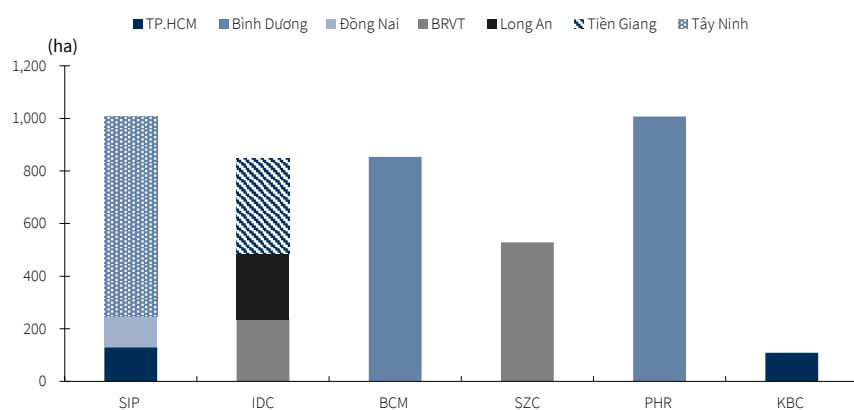
Các KCN SIP trực tiếp quản lý, bao gồm:

- (1) KCN Đông Nam (Củ Chi – Tp.HCM): tổng diện tích đất KCN thương phẩm 287ha, đã hoàn thành GPMB, tỷ lệ lấp đầy đạt 88%;
- (2) KCN Phước Đông (Tây Ninh) bao gồm hai phân khu: (i) KCN Phước Đông A, tổng diện tích đất thương phẩm 806ha, đã hoàn thành GPMB, tỷ lệ lấp đầy đạt 95%; (ii) KCN Phước Đông B, tổng diện tích đất thương phẩm 911ha, tỷ lệ GPMB đạt 81%, tỷ lệ lấp đầy đạt 21%;
- (3) KCN Lê Minh Xuân 3 (Bình Chánh – Tp.HCM): tổng diện tích đất KCN thương phẩm 231ha, đã hoàn thành GPMB, tỷ lệ lấp đầy đạt 33%;

Bên cạnh đó, SIP còn góp vốn với CTCP Đầu tư và Phát triển VRG Long Thành với tỷ lệ 69% để đầu tư phát triển KCN Lộc An – Bình Sơn, cụ thể:

- (4) KCN Lộc An – Bình Sơn (Long Thành – Đồng Nai): tổng diện tích đất KCN thương phẩm 497ha, đã hoàn thành GPMB, tỷ lệ lấp đầy 68%.

Biểu đồ 5. Quỹ đất KCN còn lại của một số DNNY tại miền Nam cập nhật đến hết quý 3/2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

* Ghi chú: Bao gồm diện tích đất KCN mà các công ty tham gia góp vốn đầu tư

Bảng 2 . Quỹ đất KCN của SIP cập nhật đến hết quý 3/2024

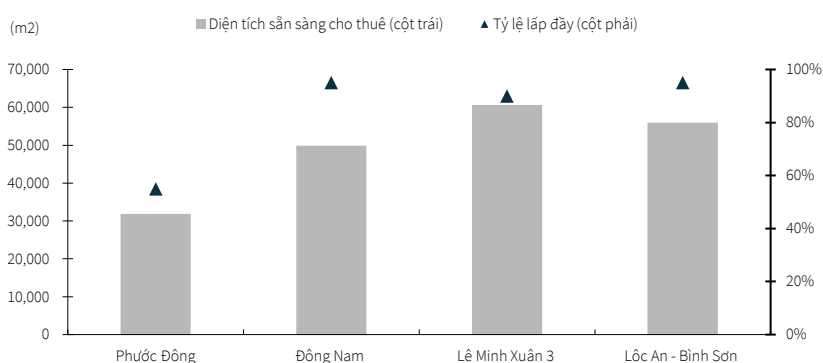
Dự án	Địa điểm	Sở hữu của Doanh nghiệp	Đền bù GPMB	Diện tích KCN theo quy hoạch (ha)	Diện tích thương mại (ha)	Diện tích đất KCN còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Phí cho thuê (USD/m2/Chu kỳ thuê)
Tổng diện tích				3,204	2,451	1,005		
KCN Đông Nam	Tp. HCM	100%	100%	287	206	25	88%	260
KCN Phước Đông (Khu A)	Tây Ninh	100%	100%	1,014	817	43	95%	85
KCN Phước Đông (Khu B)	Tây Ninh	100%	58%	1,175	911	716	21%	85
KCN Lê Minh Xuân 3	TP HCM	100%	100%	231	156	105	33%	290
KCN Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	69%	100%	497	361	116	68%	230

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Cho thuê Nhà xưởng sản xuất (NXSX)

Tổng diện tích NX SX của SIP tính đến hết quý 3/2024 đạt 197,657m². Trong đó, KCN Lê Minh Xuân, Đông Nam và Lộc An – Bình Sơn có tỷ lệ lấp đầy cao (90 - 95%) nhờ nhu cầu thuê NX SX xây sẵn cao ở các khu vực cấp 1 (TP.HCM, Long Thành – Đồng Nai). Ban lãnh đạo cho biết sẽ tiếp tục tập trung đẩy mạnh phát triển cho thuê NX SX ở các KCN này trong thời gian tới. Ngược lại, NX SX ở KCN Phước Đông có tỷ lệ lấp đầy ở mức khá thấp (55%) do nằm ở khu vực cấp 2 (tỉnh Tây Ninh), nhu cầu thuê NX SX xây sẵn ở đây không lớn.

Biểu đồ 6. Diện tích cho thuê NX SX



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

BDS Khu dân cư (KDC)

Định hướng tiến tới KCN sinh thái

Để đáp ứng nhu cầu nhà ở của công nhân, các KCN của SIP được quy hoạch theo mô hình sinh thái, tích hợp các KDC. Tuy nhiên, do nhu cầu hiện tại không lớn nên SIP mới chỉ đang phát triển KDC tại KCN Phước Đông (Tây Ninh).

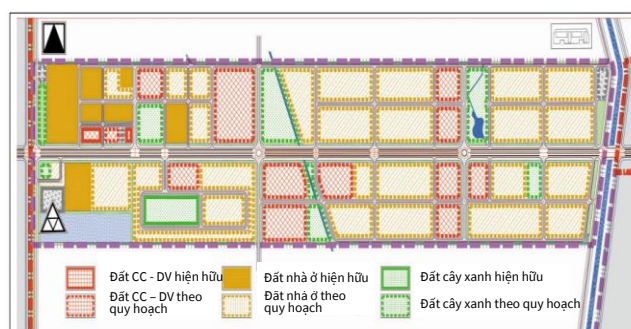
Dự án KDC tại KCN Phước Đông bao gồm ba phân khu chính: Khu Chung cư, Khu biệt thự Phước Đông và KDC Thuận Lợi, đang được triển khai theo từng giai đoạn. Giai đoạn 1 có tổng diện tích 247ha, diện tích đất thương phẩm 111ha, SIP đã khai thác hết 16ha đất ở. Trong thời gian tới, SIP sẽ tập trung phát triển phần còn lại của giai đoạn 1. Giai đoạn 2 với quy mô 401ha đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý và GPMB.

Biểu đồ 7. Quy hoạch diện tích KDC của SIP

Diện tích KDC theo quy hoạch (ha)	
Tổng diện tích	840
KCN Đông Nam	56
KCN Phước Đông (khu A)	247
KCN Phước Đông (khu B)	401
KCN Lê Minh Xuân 3	80
KCN Lộc An - Bình Sơn	56

Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 8. Quy hoạch Giai đoạn 1 KDC tại KCN Phước Đông



Nguồn: Bộ Xây dựng

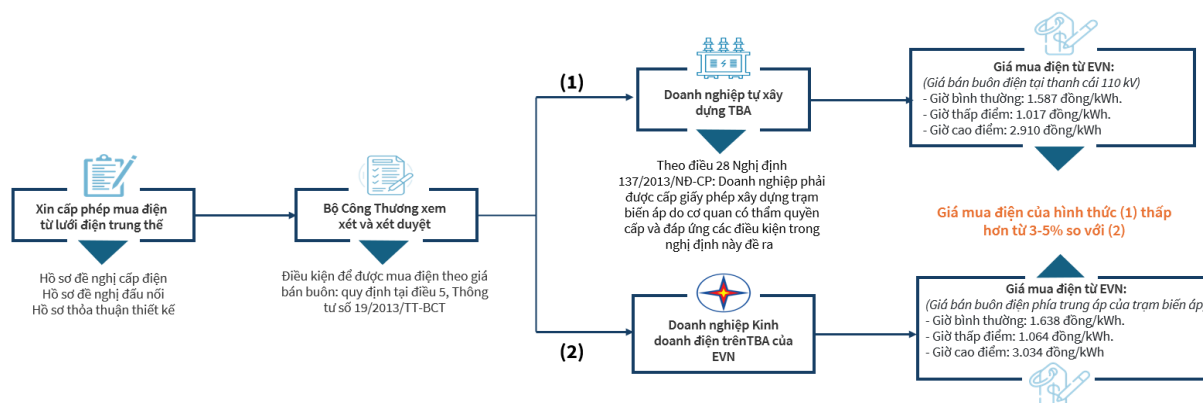
Dịch vụ tiện ích (điện, nước)

SIP là một trong số ít các chủ đầu tư KCN được cấp phép đầu tư TBA

Sau khi được EVN cấp phép mua điện trực tiếp, SIP sẽ triển khai đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng điện, bao gồm các trạm biến áp (TBA) và hệ thống đường dây điện. Từ đó, công ty sẽ mua điện từ lưới điện trung thế của EVN, thực hiện hạ áp và phân phối điện đến doanh nghiệp trong KCN.

Đối với hình thức này, SIP được mua điện với giá bán buôn thấp hơn từ 3 – 5% (biểu đồ 9). Nhờ đó, biên LNG mảng cấp điện của SIP đạt mức khá tốt (khoảng 6%). Hiện SIP đang sở hữu 3 TBA 110kV ở KCN Phước Đông với công suất lắp đặt là 567MVA; 2 TBA 110kV ở KCN Đông Nam và Lê Minh Xuân, công suất là 378MVA.

Biểu đồ 9. Quy trình cấp điện đến KCN của doanh nghiệp phát triển KCN

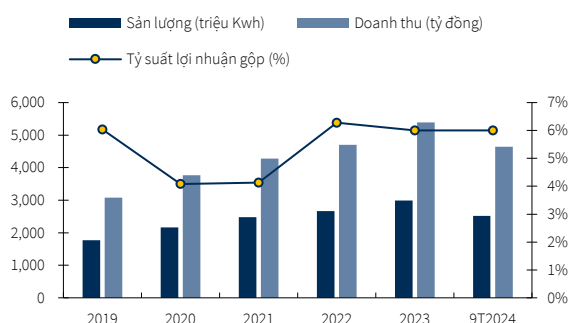


Nguồn: KBSV

Điện mặt trời áp mái – tiềm năng dài hạn

Sản lượng điện mặt trời áp mái hiện chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (<1%) trong sản lượng điện của SIP, tuy nhiên hệ thống điện mặt trời áp mái mang lại biên lợi nhuận khá tốt cho công ty (từ 43 – 50%). Đây là mảng kinh doanh định hướng dài hạn được công ty kết hợp với đối tác First Solar để triển khai đầu tư.

Biểu đồ 10. Sản lượng và doanh thu cấp điện



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 3. Các dự án điện mặt trời đang triển khai

	Đông Nam	Phước Đông	Lê Minh Xuân 3	Sài Gòn VRG	Tổng cộng
Số lượng dự án	32	45	6	10	93
Công suất (kwh)	19,440	29,129	4,251	4,858	57,678
Đã đóng điện	18,081	21,336	3,836	4,858	48,111
Đang thi công	1,359	7,793	415	-	9,567
Giá trị đầu tư ước tính (tỷ đồng)	248	271	51	69	640

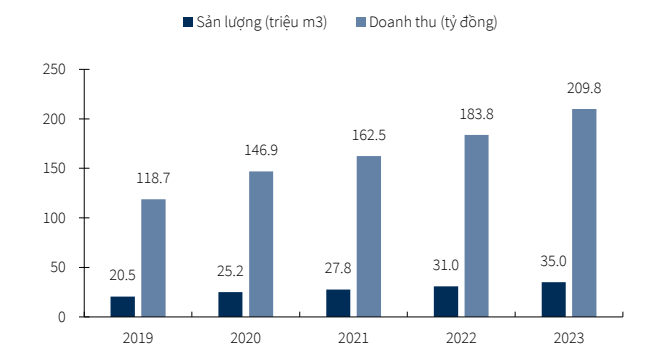
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Dịch vụ cấp nước

Nhờ việc tận dụng nguồn nước dồi dào từ Hồ Dầu Giếng (tỉnh Tây Ninh), SIP đã đầu tư ba nhà máy cấp nước với KCN Phước Đông (Tây Ninh) với tổng công suất 105,000 m³/ngày đêm. Bên cạnh đó SIP cũng sở hữu một nhà máy cấp nước sạch tại KCN Đông Nam với công suất 10,000 m³/ngày đêm.

Tỷ trọng doanh thu mảng này chỉ đóng góp khoảng 3-4%, tuy nhiên mảng cấp nước lại có biên lợi nhuận cao khoảng 60%.

Biểu đồ 15. Sản lượng và doanh thu cấp nước



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 16. Nhà máy cấp nước trong các KCN

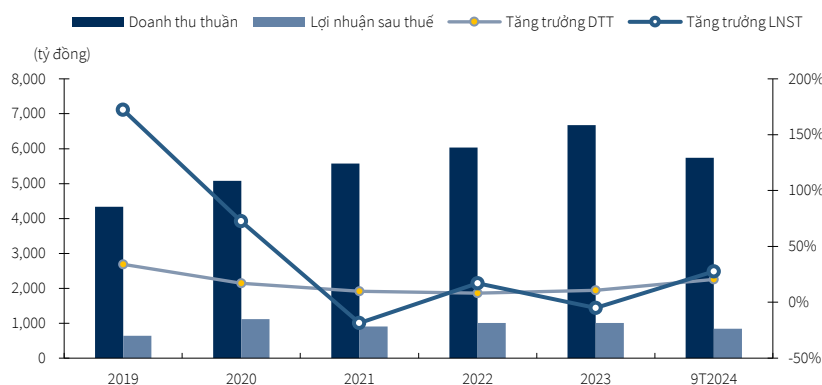
SIP sở hữu các nhà máy nội khu		
	KCN Đông Nam (m3/ngày đêm)	KCN Phước Đông (m3/ngày đêm)
Nhà máy nước sạch số 1	10,000	10,000
Nhà máy nước sạch số 2		15,000
Nhà máy cấp nước thô		80,000
SIP mua từ nhà máy ngoại khu		
1. KCN Lê Minh Xuân 3: Nhà máy nước Sawaco Bình Chánh, công suất: 300000 m3/ngày đêm		
2. KCN Lộc An - Bình Sơn: Nhà máy cấp nước Nhơn Trạch, công suất 100000m3/ngày đêm		

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu duy trì tăng trưởng ổn định với CAGR đạt 9% trong giai đoạn 2019 – 2023. LNST công ty mẹ giảm mạnh vào năm 2021 (-19%YoY), do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid19 đến hoạt động cho thuê đất KCN và hoạt động cung cấp dịch vụ tiện ích cho các doanh nghiệp trong KCN.

Biểu đồ 11. Doanh thu – Lợi nhuận 2019 - 1H2024

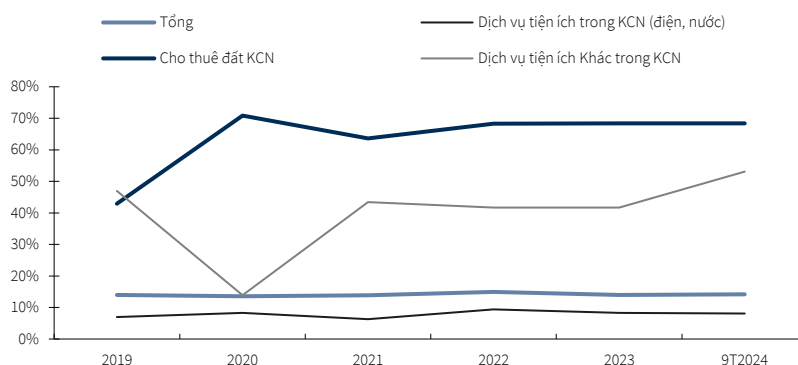


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biên LNG duy trì ổn định

Hoạt động cho thuê đất KCN mang lại biên LNG cao nhất trong các mảng hoạt động kinh doanh của SIP. Giá cho thuê đất BĐS KCN tăng mạnh nhất trong giai đoạn 2019 – 2020 (từ 20% đến 30%), điều này đã đóng góp đáng kể vào việc tăng biên LNG mảng cho thuê đất KCN cho SIP. Trong giai đoạn 2020 – 9T2024, biên LNG mảng này duy trì ở mức cao và đạt từ 60 – 70%.

Mảng cung cấp điện, nước có biên LNG ổn định ở mức 7-8%/năm. Ngoài ra, SIP còn cung cấp các dịch vụ tiện ích khác như cho thuê nhà xưởng, cung cấp nước đóng chai, xử lý rác, ... Các dịch vụ này có biên LNG cao, đạt mức 40-45%/năm trong giai đoạn 2021 – 9T2024. Riêng năm 2020 biên LNG mảng này giảm mạnh do ảnh hưởng của Covid 19.

Biểu đồ 12. Biên LNG 2019 – 9T2024

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Đầu tư tài chính chiếm 25% tổng tài sản, chủ yếu là tiền gửi ngắn hạn

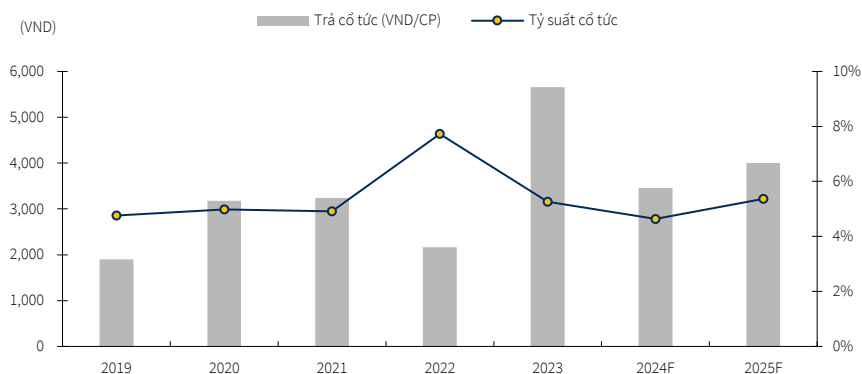
Hoạt động cho thuê BĐS KCN mang lại dòng tiền từ 1,000 - 2,000 tỷ đồng mỗi năm. Nhờ vậy, SIP đã tận dụng lượng tiền nhàn rỗi để đầu tư tài chính. Tổng giá trị các khoản đầu tư tài chính tính đến quý 3/2024 ghi nhận 6,035 tỷ đồng (chiếm 25% tổng tài sản). Trong đó, SIP có 4,359 tỷ đồng tiền gửi ngắn hạn, 1,364 tỷ đầu tư tài chính dài hạn vào các công ty liên doanh, liên kết, các công ty khác và 312 tỷ đồng giá trị các khoản đầu tư khác.

Khoản đầu tư vào CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC) là lớn nhất trong các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty, với giá trị 863 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ sở hữu của SIP tại NTC là 24,9%. NTC đã và đang kinh doanh cho thuê đất KCN tại Bình Dương (bao gồm: KCN NTC-1, NTC-2, NTC-3) với diện tích quản lý là khoảng 668ha, trong đó đất thương phẩm còn lại là 288ha tại KCN NTC-3. Bên cạnh đó, một số khoản đầu tư có giá trị lớn trên 100 tỷ đồng của SIP là CTCP Cao Su Miền Nam (CSM), CTCP Xây dựng và Phát triển Thế giới mới, CTCP Phát triển đô thị và KCN Cao su Việt Nam (VRG). Trong ĐHĐCĐ 2024, Ban lãnh đạo cho biết đang có kế hoạch thoái vốn dần tại các khoản đầu tư này.

SIP duy trì tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt cao trong nhiều năm

SIP duy trì tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt cao trung bình từ 20 – 50%/mệnh giá trong giai đoạn 2020 – 2023. Với tình hình tài chính lành mạnh và triển vọng lợi nhuận khả quan trong tương lai, chúng tôi cho rằng SIP có thể tiếp tục duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức 35-40%/mệnh giá trong các năm tới, tương đương mức cổ tức dự kiến năm 2024/2025 là 3.500–4.000 VND/cổ phiếu.

Biểu đồ 13. Tỷ suất cổ tức 2019 – 9T2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 4. Cập nhật Kết quả kinh doanh 9T2024

(tỷ VNĐ)	9T2023	9T2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,763	5,738	+20%	Doanh thu tăng trưởng được đóng góp chính bởi: (1) tăng trưởng doanh thu cung cấp điện; (2) doanh thu cung cấp các dịch vụ tiện ích khác tăng.
- Cung cấp điện, nước	3,985	4,783	+20%	Doanh thu cấp điện tăng do giá bán điện được điều chỉnh tăng 2 lần trong 2023 (tháng 5/2023: tăng 3%; Tháng 11/2023 tăng 4.5%)
- Cho thuê BĐS KCN	270	281	+4%	Lũy kế 9T2024, SIP đã cho thuê được 58ha, gấp 1.8 lần so với cả năm 2023. Trong đó, diện tích đất cho thuê mới ghi nhận ở KCN Phước Đông (41.6ha), KCN Lộc An – Bình Sơn (16.4ha).
- Dịch vụ tiện ích khác	274	350	+27%	Bàn giao kho cho Siêu thị Go và NX SX Fisher giai đoạn 2 và khu kho xưởng số 7 ở KCN Phước Đông Bời Lời.
- Khác	255	324	+27%	
Lợi nhuận gộp	639	814	+27%	
Biên lợi nhuận gộp	13%	14%	+1bp	
Thu nhập tài chính	300	392	+31%	Ghi nhận 140 tỷ đồng từ việc bán cổ phần tại GVR, VRG, CSM.
Chi phí tài chính	-71	-75	+5%	Trong quý 3/2024, SIP tăng 20 tỷ chi phí trích lập dự phòng cho khoản đầu tư tại CSM
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	61	52	-15%	
SG&A	-76	-77	+1%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	852	1,105	+30%	
Thu nhập khác	3	4	+57%	
Lợi nhuận trước thuế	854	1,109	+30%	
Lợi nhuận sau thuế	663	902	+36%	Hoàn thành 93% kế hoạch năm 2024
LNST công ty mẹ	617	847	+37%	
Biên LNST	14%	16%	+2bp	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

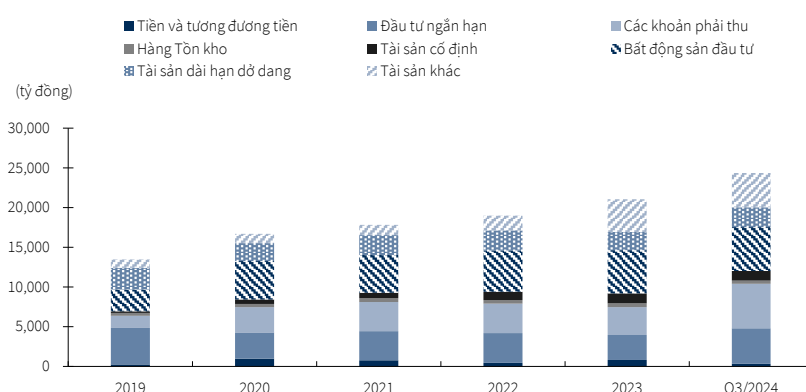
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

BDS đầu tư chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản

Tính đến hết quý 3/2024, tổng tài sản của SIP đạt 24,344 tỷ đồng, trong đó, khoản mục BĐS đầu tư chiếm tỷ trọng 23%. Khoản mục này là giá trị tài sản đất và cơ sở hạ tầng tại các KCN của SIP.

Khoản phải thu tăng mạnh lên hơn 5,073 tỷ đồng (+30%YTD), chủ yếu là do công ty tăng khoản tạm ứng cho nhân viên để phục vụ cho công tác đền bù đất ở KCN Phước Đông (Giai đoạn B).

Biểu đồ 14. Cơ cấu tài sản

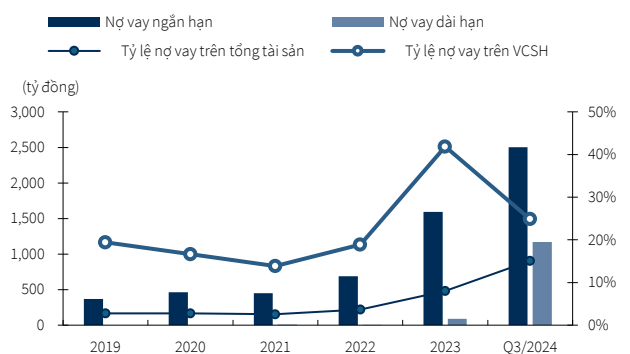


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Duy trì tỷ lệ vay nợ ở mức an toàn

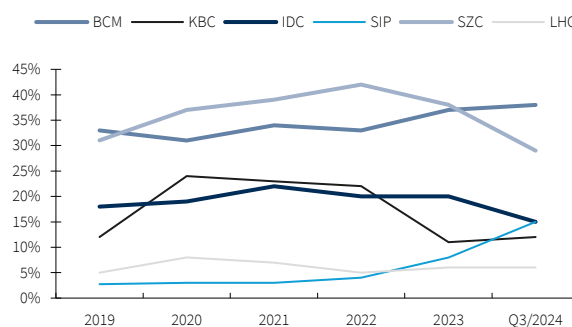
Tính đến thời điểm cuối quý 3/2024, tổng nợ vay của SIP là 3,673 tỷ đồng, tăng 1,987 tỷ đồng so với đầu năm. Trong đó, SIP chủ yếu vay nợ ngắn hạn (chiếm 68% tổng nợ vay) nhằm mục đích tài trợ cho các hoạt động kinh doanh cung cấp dịch vụ. Tại cuối quý 3/2024, nợ vay dài hạn ghi nhận 1,170 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 90 tỷ đồng tại thời điểm đầu năm, khoản vay là để phục vụ cho việc GPMB KCN Phước Đông (Giai đoạn B). Tuy vậy, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của SIP vẫn ở mức trung bình (15%) so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Biểu đồ 15. Nợ vay và tỷ lệ nợ vay/TTS



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 16. Tỷ lệ nợ vay/TTS của một số DN cùng ngành



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Ngành BĐS KCN Việt Nam – Triển vọng dài hạn

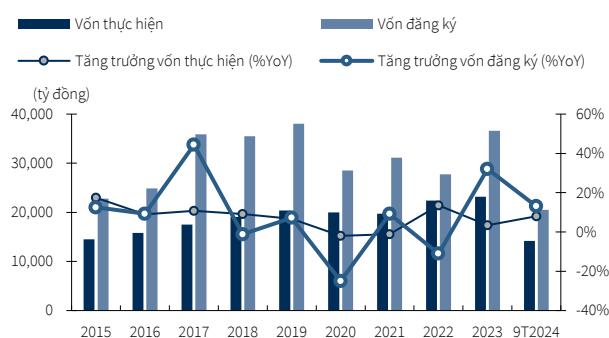
Vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng

Tiếp nối đà tăng trưởng ấn tượng trong năm 2023, dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam trong 2024 vẫn duy trì mức tăng tích cực. Cụ thể, tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam trong 10 tháng năm 2024 đạt 27.3 tỷ USD, tăng 1.9% YoY, vốn FDI giải ngân tăng 8.8% YoY, đạt 19.6 tỷ USD.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về dòng vốn FDI vào Việt Nam trong tương lai nhờ vào:

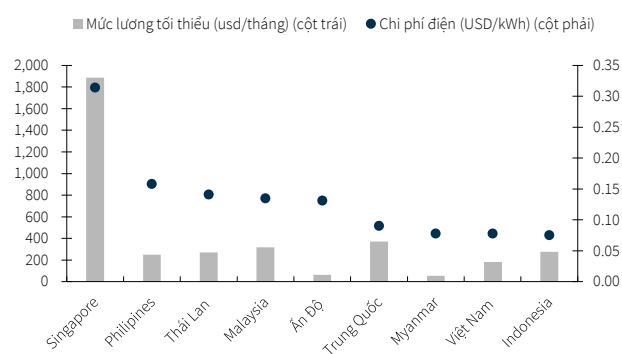
- 1) Những căng thẳng gần đây của Trung Quốc - Đài Loan, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung diễn biến phức tạp, đây là động lực thúc đẩy các nhà sản xuất dịch chuyển khỏi Trung Quốc;
- 2) Các doanh nghiệp FDI Hàn Quốc, Đài Loan và Nhật Bản có thể sẽ dịch chuyển thêm các công đoạn sản xuất sang Việt Nam, bù đắp được mức sụt giảm của nhóm FDI đến từ Trung Quốc (đã được đánh giá trong báo cáo “[Tác động của chính sách Donald Trump đến Việt Nam](#)”);
- 3) Việt Nam sở hữu vị trí địa lý gần Trung Quốc, đường bờ biển dài với hơn 290 cảng biển thuận lợi cho việc giao thương hàng hóa trong nước và quốc tế;
- 4) Các chi phí sản xuất như chi phí điện, chi phí nhân công thấp hơn đáng kể so với các quốc gia khác trong khu vực (biểu đồ 20);
- 5) Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng trong các năm gần đây giúp Việt Nam củng cố những lợi thế sẵn có để thu hút vốn FDI. Tỷ lệ vốn đầu tư cơ sở hạ tầng trên GDP của Việt Nam trong những năm gần đây nằm trong nhóm cao nhất ở châu Á, đạt mức trung bình là 5.7% (biểu đồ 21);
- 6) Việt Nam đã không ngừng nâng cấp mối quan hệ hợp tác với các quốc gia lớn. Hiện nay, Việt Nam đang là đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ, Nhật Bản, Úc, Trung Quốc, Hàn Quốc.

Biểu đồ 17. Nguồn cung điện tích đất KCN



Nguồn: GSO, KBSV

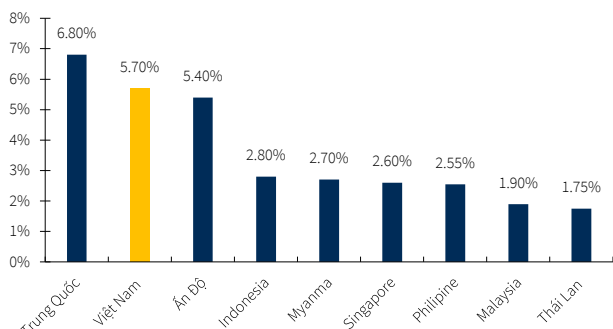
Biểu đồ 18. Giá điện bình quân và chi phí nhân công tối thiểu



Nguồn: Global Petro Prices, ASEAN Briefing, KBSV

*Singapore: Do không có quy định về mức lương tối thiểu, lương công nhân bảo vệ tại Singapore (theo ASEAN Briefing) được tính là mức lương cơ bản

Biểu đồ 19. Tỷ lệ đầu tư cơ sở hạ tầng/GDP của một số quốc gia



Nguồn: ADB, KBSV

Biểu đồ 20. Các dự án đầu tư công giai đoạn 2021 - 2030

Các tuyến cao tốc

Miền Bắc:

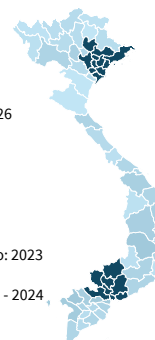
- Ninh Bình - Hải Phòng: 2027
- Đường Vành Đai 4 (Hà Nội): 2026

Miền Nam:

- Đường Vành Đai 3 (Tp.HCM): 2026
- Biên Hòa - Vũng Tàu: 2026
- Bến Lức - Long Thành: 2026
- TP.HCM - Mộc Bài: 2027
- TP.HCM - Chơn Thành: 2027
- Trung Lương - Mỹ Thuận
- Tp.HCM - Trung Lương: 2026
- Dầu Giây - Phan Thiết - Vinh Hào: 2023

Cao tốc Bắc - Nam:

- 11 cao tốc Bắc Nam (GD1): 2022 - 2024
- 12 cao tốc Bắc Nam (GD2): 2025



Trung tâm Logistic

Miền Bắc:

- Cảng cửa ngõ quốc tế Lạch Huyện (Hải Phòng): 2025
- Cảng Nam Đồ Sơn (Hải Phòng): 2028 - 2030

Miền Nam:

- Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (miền Nam): 2027 - 2030

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, KBSV

2. KCN Phước Đông - Động lực phát triển trong dài hạn

KCN Phước Đông với quỹ đất lớn

KCN Phước Đông (Tây Ninh) với diện tích lên tới 2,189ha, trong đó diện tích đất thương phẩm là 1,728ha (chiếm hơn 1 nửa diện tích đất KCN được cấp phép tại Tây Ninh theo quy hoạch 2020). Tính đến quý 3/2024 diện tích đất KCN Phước Đông còn lại là 759 ha.

KCN Phước Đông nằm cách khá xa các cảng biển và cao tốc lớn, vì vậy hàng hóa cần phải được vận chuyển qua đường Quốc lộ 22, cảng sông Thanh Phước và cảng sông Sài Gòn. Tuy vậy, KCN Phước Đông sở hữu một số lợi thế như:

- 1) **Mức giá cho thuê cạnh tranh.** Nằm ở khu vực cấp 2 (tỉnh Tây Ninh) nên có mức giá cho thuê khoảng 70 - 90 USD/m²/chu kỳ thuê, thấp hơn 3 - 4 lần so với giá thuê trung bình tại các khu vực 1;
- 2) **SIP đã đẩy nhanh tiến độ GPMB để tận dụng lợi thế chi phí đầu tư thấp.** Theo Luật Đất đai năm 2024, giá đất đền bù GPMB sẽ được áp dụng theo bảng giá đất thị trường (kể từ 2026), dẫn đến khả năng tăng chi phí đầu tư cho các KCN mới. Đến quý 3/2024, KCN Phước Đông B đã hoàn thành 81% GPMB và dự kiến sẽ hoàn tất phần diện tích còn lại trong năm 2024. Nhờ đó, chúng tôi cho rằng việc SIP đẩy nhanh tiến độ GPMB để tận dụng lợi thế chi phí thấp, đây là yếu tố quan trọng giúp SIP duy trì được mức giá cho thuê cạnh tranh trong các năm sau;
- 3) **Thu hút các doanh nghiệp dệt may và cao su.** Nguồn nước thô dồi dào từ Hồ Dầu Giếng (Tây Ninh) đã tạo điều kiện thuận lợi thu hút các ngành công nghiệp cần nhiều nước như nhuộm màu và dệt may. Bên cạnh đó, Tây Ninh là tỉnh có diện tích đất trồng cao su lớn thứ 3 tại Việt Nam, giúp các doanh nghiệp trong ngành cao su tận dụng hiệu quả được vùng nguyên liệu sẵn có;
- 4) **Gia tăng sức cạnh tranh khi tuyến cao tốc Mộc Bài - TP.HCM hoàn thành (dự kiến năm 2027).** KCN Phước Đông nằm cách cao tốc TP.HCM - Mộc Bài 10km. Khi tuyến đường này hoàn thành, sẽ giúp tăng cường năng lực vận chuyển quốc tế giữa TP.HCM và Campuchia, giảm tải cho Quốc lộ 22. Điều này giúp KCN Phước Đông kết nối hiệu quả hơn với các vùng kinh tế trọng điểm.

Nhờ những lợi thế trên, chúng tôi kỳ vọng KCN Phước Đông sẽ duy trì được tốc độ cho thuê mới ở mức 30-40 ha/năm trong giai đoạn 2024 – 2026 và đạt 40 – 50ha/năm sau khi cao tốc Mộc Bài – Tp.HCM hoàn thành vào năm 2027. Giá cho thuê năm 2024 là 85 USD/m²/chu kỳ thuê, mức tăng giá ước tính 1%/năm cho các năm tiếp theo.

Biểu đồ 21. KCN Phước Đông



Nguồn: SIP, KBSV

3. Sở hữu 3 KCN có vị trí đặc địa

Bên cạnh KCN Phước Đông, SIP còn sở hữu 3 KCN đều nằm ở vị trí đặc địa và đã hoàn thành GPMB.

KCN Lộc An – Bình Sơn nằm liền kề sân bay Long Thành

Với vị trí nằm sát sân bay Quốc tế Long Thành – Đồng Nai, KCN Lộc An – Bình Sơn thừa hưởng lợi thế về cơ sở hạ tầng với 4 trục đường cao tốc chính: Bến Lức - Long Thành; Biên Hòa - Vũng Tàu; Phan Thiết - Dầu Giây; Long Thành - Dầu Giây. Điều này giúp KCN Lộc An – Bình Sơn có lợi thế lớn trong việc vận chuyển, trao đổi thương mại trong và ngoài nước.

Diện tích còn lại cho thuê của KCN Lộc An – Bình Sơn là 116ha, giá cho thuê 230 USD/ m²/chu kỳ thuê. Chúng tôi kỳ vọng KCN Lộc An – Bình Sơn sẽ được lấp đầy vào năm 2030, diện tích đất cho thuê hàng năm sẽ duy trì từ 20ha/năm.

KCN Lê Minh Xuân 3 và Đông Nam nằm tại TP.HCM – nơi thu hút vốn FDI lớn nhất cả nước

TP.HCM là nơi thu hút vốn FDI lớn nhất cả nước nhờ vị trí thuận lợi cho việc giao thương hàng hóa cả trong và ngoài nước và nguồn cung lao động dồi dào. Tính tới quý 3/2024, KCN Đông Nam có tỷ lệ lấp đầy đạt 88%, diện tích còn lại đã GPMB là 25ha với giá cho thuê 260 USD/m²/chu kỳ thuê.

KCN Lê Minh Xuân 3 có tỷ lệ lấp đầy đạt 32%, diện tích còn lại cho thuê 105ha với giá cho thuê ở mức cao 290 USD/ m²/chu kỳ thuê. Chúng tôi kỳ vọng, KCN Lê Minh Xuân sẽ được lấp đầy trong giai đoạn 2030 – 2035 với diện tích đất cho thuê hàng năm sẽ duy trì từ 10 ha/năm.

Biểu đồ 22. KCN Lộc An - Bình Sơn



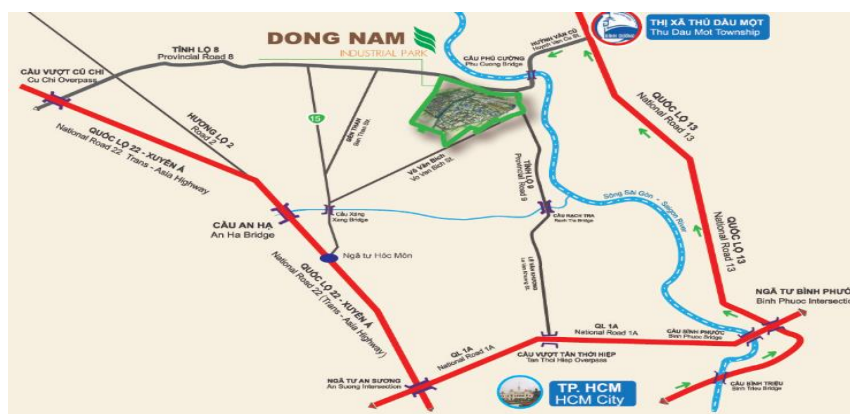
Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 23. KCN Lê Minh Xuân 3



Nguồn: Báo cáo công ty

Biểu đồ 24. KCN Đông Nam

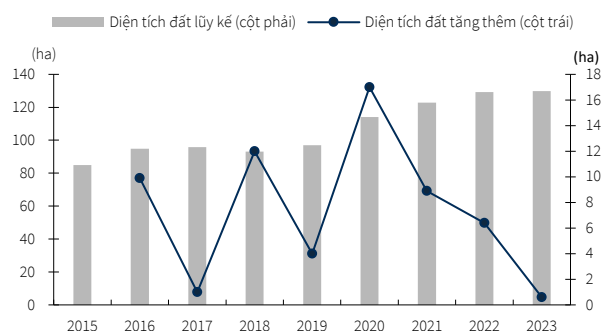


Nguồn: SIP, KBSV

Dự báo giá cho thuê đất KCN sẽ tiếp tục tăng tích cực ở KCN ở khu vực 1

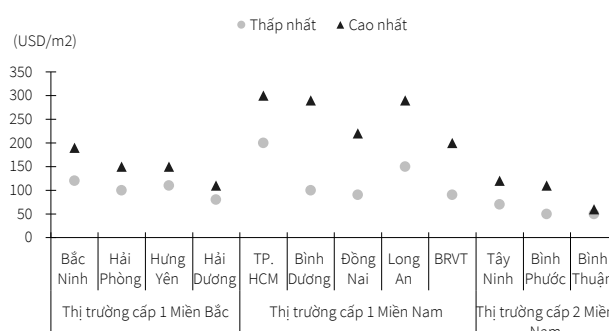
Sự gia tăng mạnh mẽ của dòng vốn FDI vào Việt Nam trong những năm gần đây, kết hợp với nguồn cung hạn hẹp (biểu đồ 25), đã đẩy giá thuê đất KCN tăng nhanh, đặc biệt ở các khu vực 1. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ tiếp tục trong giai đoạn 2024 - 2026, với mức tăng trưởng ước tính từ 3-5%/năm, sau đó tăng chậm lại với tốc độ từ 1-2% tại các tỉnh trọng điểm như Tp.HCM và Long Thành – Đồng Nai, do: (1) Nguồn cung đất KCN miền Nam được dự báo tiếp tục khan hiếm trong giai đoạn 2024 - 2025; (2) Hạ tầng giao thông cải thiện; (3) Việc điều chỉnh bảng giá đất hàng năm theo Luật đất đai 2024 (áp dụng từ 2026) sẽ đẩy chi phí giải phóng mặt bằng tăng lên, qua đó tác động làm tăng giá chào thuê của các KCN mới.

Biểu đồ 25. Nguồn cung diện tích đất KCN



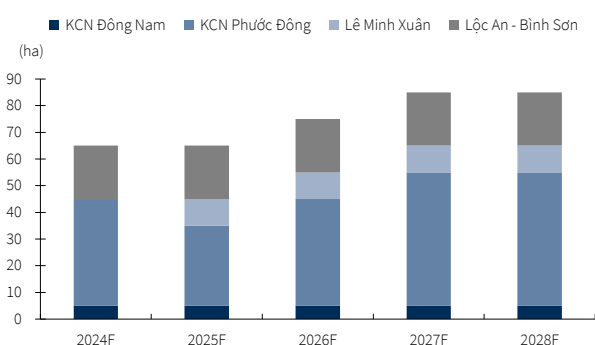
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, KBSV

Biểu đồ 26. Giá cho thuê đất KCN tại miền nam



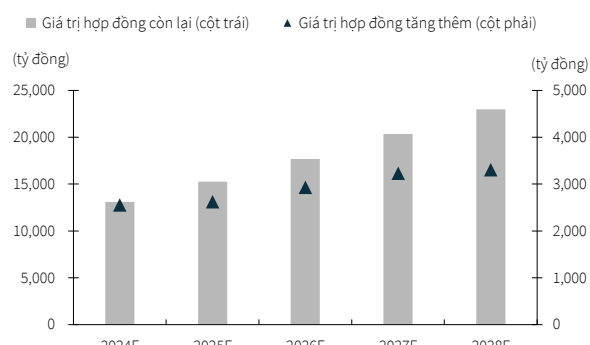
Nguồn: CRBE, KBSV

Biểu đồ 27. Diện tích cho thuê dự kiến tại các KCN



Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 28. Giá trị hợp đồng còn lại



Nguồn: KBSV dự phóng

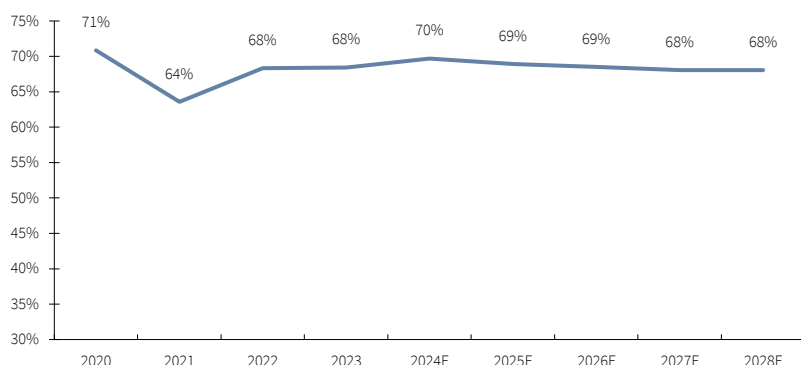
Đẩy mạnh phát triển kinh doanh cho thuê NX SX xây sẵn

Với định hướng của Ban lãnh đạo, KCN Đông Nam và Lê Minh Xuân 3 và Lộc An – Bình Sơn sẽ là 3 KCN được SIP ưu tiên xây dựng NX SX trong giai đoạn 2024 – 2028, do tỷ lệ lấp đầy NX SX ở cả 3 KCN này đang ở mức cao (90 – 95%) và nhu cầu thuê NX SX xây sẵn tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ vào: (1) Quỹ đất KCN hạn chế, giá cho thuê cao, điều này đã thúc đẩy sự phát triển của mô hình nhà kho/nhà xưởng ở các khu vực cấp 1; (2) Tiết kiệm chi phí đầu tư ban đầu, do các khách hàng chỉ cần trả tiền thuê theo chu kỳ ngắn hạn (theo tháng hoặc theo quý).

Nhu cầu thuê NX SX tăng đẩy mạnh bằng giá cho thuê tăng. Theo CRBE, giá cho thuê trung bình ở khu vực TP.HCM, Long Thành – Đồng Nai tính đến cuối quý 3/2024 ở mức 4.5 – 4.9USD/m²/tháng tăng 2%YOY từ mức nền tăng mạnh năm 2023 (3.9%YOY). Chúng tôi kỳ vọng giá thuê NX SX sẽ tiếp tục tăng 2%/năm trong giai đoạn 2024 – 2026, sau đó mức tăng giảm xuống còn 1%/năm trong giai đoạn 2026 – 2028.

Tính đến hết quý 3/2024, 93% diện tích đất KCN đã hoàn thành GPMB, diện tích đất sẵn sàng cho thuê 832ha. Dự kiến công ty sẽ hoàn tất GPMB giai đoạn B KCN Phước Đông trong 2024. Chúng tôi cho rằng điều này giúp đảm bảo nguồn cung đất KCN ổn định, đồng thời duy trì và gia tăng biên lợi nhuận gộp trong khoảng 65-70%

Biểu đồ 29. Biên LNG mảng cho thuê đất KCN của SIP



Nguồn: KBSV dự phóng

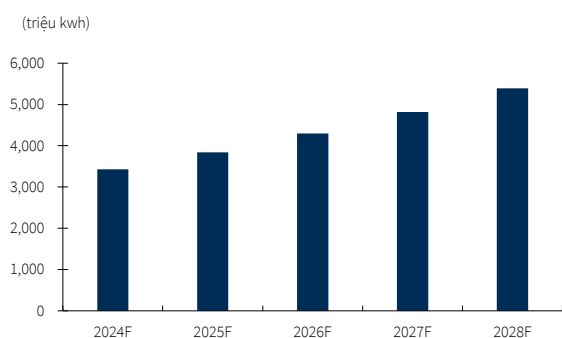
4. Tối ưu hóa lợi nhuận mảng điện nhờ lợi thế đầu tư trạm biến áp (TBA)

Đảm bảo dòng tiền ổn định nhờ hoạt động kinh doanh điện

SIP là một trong số ít các doanh nghiệp phát triển KCN được cấp phép xây TBA để kinh doanh điện, mảng kinh doanh điện có biên gộp khá tốt (khoảng 6%). Bên cạnh đó, nhu cầu bổ sung vốn cho các TBA có sẵn là thấp, vì vậy mảng kinh doanh điện mang lại cho SIP dòng tiền ổn định hàng năm.

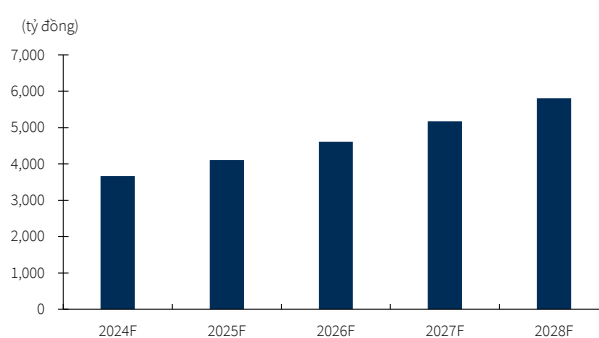
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng cấp điện sẽ gia tăng với diện tích đất cho thuê thêm tương ứng, trong đó sản lượng điện cung cấp tại KCN Phước Đông sẽ vẫn đóng góp chính cho tổng sản lượng cấp điện của công ty. Năm 2024, SIP tiếp tục đầu tư thêm TBA 110KV Phước Đông – Bời Lời 5 để phục vụ cấp phát điện. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng điện sẽ tăng 15 %YoY trong 2024, sau đó tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11% trong giai đoạn 2025 – 2028, tương đương với mức tăng trưởng trong giai đoạn 2019 – 2023.

Biểu đồ 29. Sản lượng điện hàng năm



Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 30. Doanh thu từ Dịch vụ cung cấp điện



Nguồn: KBSV dự phóng

Rủi ro

Rủi ro kinh tế thế giới: Kinh tế thế giới suy thoái sẽ gây ảnh hưởng tới dòng tiền FDI chảy vào Việt Nam, theo đó sẽ làm giảm nhu cầu thuê đất KCN, từ đó ảnh hưởng đến hiệu suất hoạt động kinh doanh của công ty.

Rủi ro về pháp lý: Vướng mắc trong công tác GPMB và các rủi ro pháp lý, có thể làm kéo dài tiến độ triển khai dự án tại KCN công nghiệp Phước Đông của SIP.

Rủi ro cạnh tranh với KCN Hiệp Thành (Tây Ninh): KCN Hiệp Thành có diện tích đất KCN là 495ha nằm gần với KCN Phước Đông (cách 10km), dự kiến KCN này bắt đầu xây dựng hạ tầng và đi vào hoạt động từ 2026. Điều này sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh đối với KCN Phước Đông của SIP.

Rủi ro về các khoản đầu tư: Ban lãnh đạo của CSM đang liên quan đến các vấn đề pháp lý, điều này khiến giá cổ phiếu giảm sâu, tương đương với mức giá vốn ở giai đoạn SIP đầu tư (2018 – 2019). Tính đến cuối quý 3/2024, giá trị của khoản đầu tư này của SIP là 121 tỷ đồng, công ty đã thực hiện trích lập dự phòng 20 tỷ đồng. Trong ĐHCĐ 2024, Ban lãnh đạo cho biết đang có kế hoạch thoái vốn dần tại các khoản đầu tư tài chính, trong đó có CSM. Vì vậy, việc giá cổ phiếu giảm sâu có thể khiến SIP phải tăng chi phí dự phòng, đồng thời điều này cũng ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch thoái vốn của SIP.

DỰ PHÓNG**Năm 2024**

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của SIP năm 2024 đạt lần lượt 7,986 tỷ VND (+20%YoY) và 1,087 tỷ VND (+18%YoY) dựa trên các giả định:

— Doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt 388 tỷ VND (+4%YoY) với diện tích đất cho thuê đạt 65ha (đạt 138% kế hoạch của doanh nghiệp), do KCN Lộc An – Bình Sơn có doanh số cho thuê cao hơn kế hoạch dự kiến. Giá cho thuê đất KCN Phước Đông là 85USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Lê Minh Xuân 3 là 290USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Đông Nam là 260USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Lộc An – Bình Sơn là 230USD/m²/chu kỳ thuê.

— Doanh thu mảng kinh doanh điện, nước đạt 6,506 tỷ VND (+21%YoY), với sản lượng điện đạt 3,441 triệu Kwh (+15%YoY).

Năm 2025

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của SIP năm 2025 đạt lần lượt 8,936 tỷ VND (+12%YoY) và 1,251 tỷ VND (+17%YOY) dựa trên các giả định:

— Doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt 441 tỷ VND (+14%YoY) với diện tích đất cho thuê đạt 65ha. Giá cho thuê đất KCN Phước Đông là 86USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Lê Minh Xuân 3 là 300USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Đông Nam là 270USD/m²/chu kỳ thuê, KCN Lộc An – Bình Sơn là 240USD/m²/chu kỳ thuê.

— Doanh thu mảng kinh doanh điện, nước đạt 7,293 tỷ VND (+12%YoY), với sản lượng điện đạt 3,819 triệu Kwh (+11%YoY).

Bảng 4. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY
Doanh thu	6,677	7,986	+20%	8,936	+12%
Lợi nhuận gộp	930	1,204	+31%	1,385	+15%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	14%	15%	+1bp	16%	+1bp
Thu nhập tài chính	439	423	-4%	450	+14%
Chi phí tài chính	-64	-86	+34%	-120	+41%
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	71	63	-11%	122	+94%
SG&A	-109	-141	+30%	-157	+11%
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,263	1,458	+16%	1,674	+17%
Thu nhập khác	11	4	-63%	4	+12%
Lợi nhuận trước thuế	1,274	1,462	+16%	1,678	+17%
Lợi nhuận sau thuế	1,004	1,169	+18%	1,342	+17%
LNST công ty mẹ	927	1,087	+18%	1,251	+17%
<i>Biên LNST</i>	15%	15%	+0bp	15%	+0bp

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với mức giá mục tiêu là 89,500 VNĐ/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 89,500VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 16% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

Mảng bất động sản KCN: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá lại các dự án KCN của SIP dựa trên diện tích cho thuê còn lại, với giả định SIP sẽ tiếp tục triển khai bốn KCN hiện có và hoàn thành GPMB KCN Phước Đông (Giai đoạn B) trong 2024.

Mảng Dịch vụ cung cấp tiện ích: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DCF do dòng tiền của mảng này khá ổn định.

Mảng BĐS nhà ở: Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá dự án KDC tại KCN Phước Đông Giai đoạn 1. Đối với Giai đoạn 2 và các KDC khác chúng tôi chưa đưa vào dự phóng do công ty chưa có kế hoạch triển khai.

Khoản mục đầu tư vào CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC), chúng tôi phương pháp định giá lại giá trị tài sản ròng (RNAV) để đánh giá KCN NTC3 và phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản BV để đánh giá các khoản đầu tư khác của NTC. Đối với các khoản mục đầu tư tài chính khác của SIP chúng tôi định giá dựa trên giá trị tài sản BV.

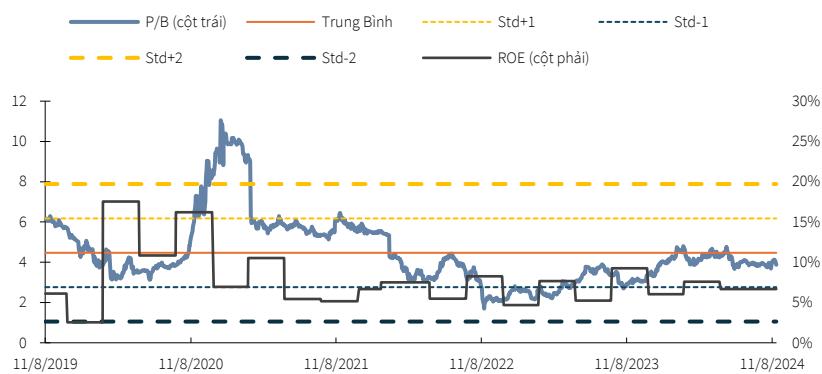
Cổ phiếu SIP hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 3.8x. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 89,500VNĐ/cp, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

Bảng 5. Bảng tổng hợp định giá

Định giá	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về SIP (tỷ đồng)
Khu công nghiệp	RNAV	11,588		10,433
Đông Nam		979	100%	979
Phước Đông		3,724	100%	3,724
Lê Minh Xuân 3		3,159	100%	3,159
Lộc An - Bình Sơn		3,727	69%	2,571
Khu dân cư (Phước Đông GD1)	RNAV	248	100%	248
Dịch vụ tiện ích	DCF	4,173	100%	4,173
NTC	RNAV, BV	4,853	24.9%	1,208
Khác	BV	501	100%	501
Giá trị VCSH				16,564
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn				3,968
Nợ vay				1,686
NAV				18,846
Số cổ phiếu lưu hành				210,533
Giá mục tiêu				89,500
Giá hiện tại				77,300
Dự địa tăng trưởng				16%

Nguồn: KBSV dự phỏng

Biểu đồ 31. P/B của SIP giai đoạn 2019-2024



Nguồn: KB Securities Vietnam

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.