

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HOSE: SIP)
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP
XẾP HẠNG 12 THÁNG
MUA

Giá mục tiêu 12T	83,500 đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	35.8%
Giá đóng cửa gần nhất (13/4/2026)	61,500 đồng/CP

Doanh số cho thuê đất kỳ vọng phục hồi
Luận điểm đầu tư

- **Quỹ đất sẵn sàng trước trong bối cảnh dòng vốn FDI phục hồi.** Công ty hiện sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê lên đến 954ha tại Tây Ninh, TP.HCM và Đồng Nai với phần lớn đất đã được đền bù, GPMB. Các dự án KCN của công ty có vị trí khá thuận lợi, được hưởng lợi từ các dự án hạ tầng sắp đi vào vận hành như sân bay quốc tế Long Thành, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và đường vành đai 3 TP.HCM. Trong bối cảnh dòng vốn FDI đang phục hồi rõ nét, chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ là một trong những công ty được hưởng lợi chính. Mở đầu năm 2026, công ty đã ký kết 3 MoU với tổng diện tích 23.1ha tại KCN Lộc An – Bình Sơn. Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê trong năm 2026-27 của công ty sẽ lần lượt đạt 49ha và 50ha, phục hồi so với năm 2025 là 29ha. Qua đó chúng tôi dự phóng: 1) dòng tiền từ cho thuê đất KCN sẽ lần lượt đạt 1,695 tỷ đồng và 2,250 tỷ đồng trong năm 2026-27; 2) doanh thu mảng KCN trong năm 2026-27 sẽ tăng trưởng lần lượt 14.4% và 13.0% svck, đạt 489 tỷ đồng và 552 tỷ đồng.
- **Các mảng kinh doanh khác tăng trưởng ổn định, hỗ trợ dòng tiền.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng điện, nước tăng lần lượt 10.8% và 12.2%, đạt 7,751 tỷ đồng và 8,694 tỷ đồng trong năm 2026-27 nhờ: 1) sản lượng phân phối điện kỳ vọng phục hồi nhẹ 5% và 7% trong năm 2026-27 khi hoạt động của các công ty dần ổn định lại sau cú sốc thuế quan và có thêm các nhà máy mới đi vào hoạt động; 2) giá bán lẻ điện kỳ vọng tiếp tục tăng 5.0% và 4.8% trong năm 2026-27; 3) công ty tiếp tục triển khai thêm các dự án điện mặt trời mái nhà. Với các dịch vụ khác, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ tăng trưởng 15.5% và 12.4% đạt 723 tỷ đồng và 812 tỷ đồng trong năm 2026-27 với hoạt động cho thuê nhà xưởng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục mở bán và bàn giao các căn tại KĐT Phước Đồng trong giai đoạn 2026-27.
- **Thu nhập tài chính ròng kỳ vọng tiếp tục tăng nhờ dòng tiền mạnh và nền lãi suất cao hơn.** Chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính ròng tăng mạnh 30.4%, đạt 760 tỷ đồng, chiếm 36.6% LN trước thuế trong năm 2026 phần lớn nhờ: 1) tiền gửi và cho vay tiếp tục tăng mạnh nhờ dòng tiền từ khách thuê đất KCN khi hoạt động cho thuê kỳ vọng phục hồi tích cực và dòng tiền ổn định từ các mảng kinh doanh khác trong khi hoạt động đầu tư các dự án và đầu tư vào các công ty khác kỳ vọng duy trì ở mức thấp như năm 2025; 2) mặt bằng lãi suất cao hơn so với năm 2025.
- **Tỷ lệ cổ tức cao cho năm 2025.** Công ty dự kiến sẽ chi trả cổ tức đợt 2 năm 2025 ở mức 4,000 đồng/cp, tương đương tỷ suất cổ tức trên thị giá hiện tại là 6.6%, mức cao nhất từ trước đến nay. Dự kiến khoản cổ tức này sẽ được chi trả trong Q2 hoặc Q3/2026.

Rủi ro đầu tư

- Tổng thống Trump có thể công bố các mức thuế áp lên từng ngành, qua đó ảnh hưởng đến tâm lý của các khách thuê trong ngành và có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh thu hút FDI của Việt Nam nếu như mức thuế áp lên từng quốc gia là khác nhau. Điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng thu hút đầu tư vào KCN của công ty trong giai đoạn 2026-27.

Vốn hóa (tỷ đồng)	14,890
Số CP lưu hành (tr CP)	242
Sở hữu NN còn lại	46.5%
KLGD TB 52 tuần	538,731
Giá cao nhất 52 tuần	67,300
Giá thấp nhất 52 tuần	47,500
Beta (lần)	1.0

Diễn biến giá cổ phiếu


VND	2025	2026	% YoY
EPS (VND)	5,949	6,189	4.0%
BVPS (VND)	23,171	22,159	-4.4%
P/E	10.3	9.9	-3.9%
P/B	2.7	2.8	4.6%
ROA	5.5%	5.7%	+21 bps
ROE	27.9%	28.5%	+62 bps

Cổ đông lớn

CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị An Lộc	19.8%
Trần Mạnh Hùng	8.6%
CTCP KCN Nam Tân Uyên	9.0%
Lư Thanh Nhã	7.6%

Tổng quan doanh nghiệp

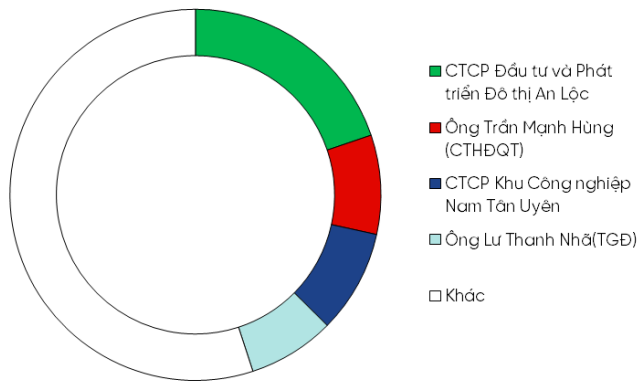
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HSX: SIP) được thành lập tháng 10/2007 với vốn điều lệ là 250 tỷ đồng bởi 4 cổ đông lớn tới từ Tập đoàn Công nghiệp Cao su (GVR) và các công ty con của GVR bao gồm Cao su Phước Hòa (PHR) và Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Cao su. Hoạt động chính của Công ty gồm: 1) Đầu tư phát triển và cho thuê các khu công nghiệp; 2) Phân phối bán lẻ điện và cung cấp các dịch vụ khác cho các khách thuê trong các Khu công nghiệp; và 3) Đầu tư phát triển và kinh doanh các khu đô thị, khu dân cư. Hiện công ty đang đầu tư phát triển cho thuê 4 khu công nghiệp/đô thị tổng diện tích khoảng 3,600ha, tập trung ở các tỉnh trọng điểm phía Nam gồm Đồng Nai, Tây Ninh và TP.HCM.

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Thị Thúy Nga
ngant1@vpbanks.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

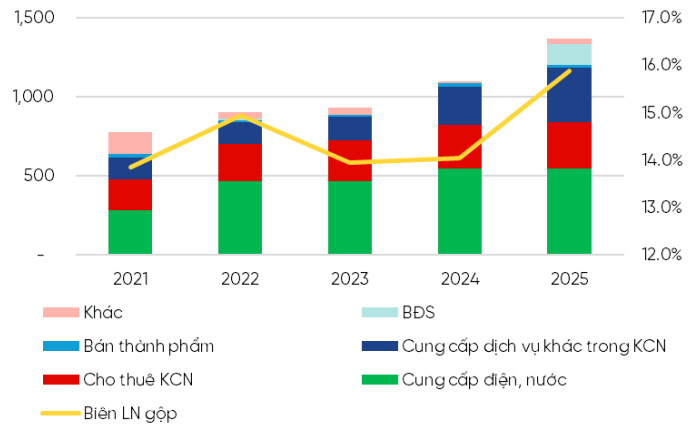
Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn (HSX: SIP) được thành lập năm 2007 bởi Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam (GVR) và các công ty con của GVR. Cổ phiếu của công ty được niêm yết và giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE) từ 8/8/2023, trước đó cổ phiếu được giao dịch trên UPCOM từ 6/2019. Hoạt động chính của Công ty là: 1) Đầu tư phát triển và cho thuê các khu công nghiệp; 2) Phân phối bán lẻ điện và cung cấp các dịch vụ khác cho các khách thuê trong các Khu công nghiệp; và 3) Đầu tư phát triển và kinh doanh các khu đô thị, khu dân cư.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông tại cuối năm 2025



Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

Hình 2: Cơ cấu LN gộp hằng năm (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

Về mảng BĐS, hiện công ty đang đầu tư phát triển cho thuê 4 khu công nghiệp/đô thị tổng diện tích khoảng 3,600ha, tập trung ở các tỉnh trọng điểm phía Nam gồm Đồng Nai, Tây Ninh và TP.HCM. Công ty đang tiếp tục mở rộng quỹ đất KCN với dự án mới là KCN Long Đức giai đoạn 2 với tổng diện tích 294ha, nằm gần sân bay quốc tế Long Thành. Cùng với đó, công ty sở hữu các nhà xưởng xây sẵn cho thuê tại các KCN thuộc sở hữu với tổng diện tích sàn gần 200,000m².

Hình 3: Danh mục các dự án KCN/KĐT của công ty

TT	Dự án KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Chu kỳ thuê	KCN			Khu dân cư phục vụ KCN	Hiện trạng KCN		Giá cho thuê KCN (USD/m ² /chu kỳ thuê)
					Diện tích quy hoạch (ha)	Diện tích đất thương phẩm (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)		Tỷ lệ đền bù, GPMB	Tỷ lệ lấp đầy KCN tại cuối 2025	
1	KCN Đông Nam	TP.HCM	100.0%	2008-2058	287	206	22	56	98%	89%	250
2	KCN Phước Đông	Tây Ninh	100.0%	2008-2058	2,189	1,718	719	245	97%	58%	80-100
	_Khu A				1,014	814	24		100%	97%	
	_Khu B giai đoạn 1				615	509	284		100%	44%	
	_Khu B giai đoạn 2				560	394	394		91%	0%	
3	KCN Lê Minh Xuân 3	TP.HCM	100.0%	2014-2064	231	156	98		94%	37%	290
4	KCN Lộc An- Bình Sơn	Đồng Nai	69.0%	2010-2060	498	361	115	40	100%	68%	210-230
5	KCN Long Đức giai đoạn 2	Đồng Nai	58.0%	2025-2075	294	202	~202		0%	100%	n/a

Nguồn: SIP, VPBankS Research

Với mảng phân phối điện, SIP là một trong số ít chủ đầu tư KCN được phép đầu tư trạm biến áp, cho phép công ty mua điện trực tiếp từ EVN sau đó hạ áp và phân phối lại cho khách thuê trong KCN. Hiện công ty đang sở hữu 6 trạm biến áp 110kV, gồm 4 trạm tại KCN Phước Đông với tổng công suất 567MVA, 1 trạm tại KCN Đông Nam với công suất 126MVA, và 1 trạm tại KCN Lê Minh Xuân 3 với công suất 63MVA. Bên cạnh đó SIP còn triển khai các dự án điện mặt trời mái nhà với tổng công suất ước tính đến cuối năm 2025 là khoảng hơn 75,000 kWp.

TÓM TẮT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/25

LN tăng trưởng tích cực như kỳ vọng

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q4/25 và cả năm 2025

(Tỷ đồng)	Q4/25	Q4/24	% svck	2025	% svck	Dự phóng	dự phóng
Doanh thu	2,299	2,065	11.4%	8,596	10.2%	8,789	97.8%
_ Cung cấp điện, nước	1,808	1,764	2.5%	6,994	6.8%	7,249	96.5%
_ BĐS KCN	117	109	7.9%	428	9.9%	419	102.1%
_ Cung cấp dịch vụ khác trong KCN	194	181	7.0%	626	17.9%	584	107.2%
_ BĐS dân cư	83	-	n/a	220	n/a	200	110.1%
_ Khác	97	11	804.0%	329	-1.3%	337	97.6%
LN gộp	389	283	37.4%	1,343	22.7%	1,305	102.9%
Chi phí BH&QLDN	52	34	54.1%	172	56.3%	149	115.6%
Thu nhập tài chính ròng	116	189	-38.7%	582	15.2%	653	89.2%
LNTT	503	463	8.7%	1,839	17.0%	1,819	101.1%
LN ròng	354	323	9.5%	1,323	13.1%	1,341	98.6%
Biên LN gộp	16.9%	13.7%	+3.2 đ %	15.6%	+1.6 đ %	14.8%	
Biên LN ròng	15.4%	15.7%	-0.3 đ %	15.4%	+0.4 đ %	15.3%	

Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

Doanh thu Q4 tiếp tục được thúc đẩy bởi doanh thu dịch vụ và BĐS dân cư

Doanh thu Q4/25 tăng 11.4% svck, đạt 2,299 tỷ đồng phần lớn nhờ: 1) mảng điện nước tiếp tục hưởng lợi giá điện tăng svck; 2) mảng cung cấp các dịch vụ trong KCN tăng trưởng tích cực (chúng tôi cho rằng phần lớn nhờ hoạt động cho thuê nhà xưởng xây sẵn đón nhận nhu cầu cao) và 3) công ty tiếp tục bàn giao các căn tại dự án Khu dân cư Thuận Lợi so với Q4/24 không ghi nhận doanh thu BĐS dân cư. Nhờ dự án này cùng các dự án nhà xưởng có biên LN cao hơn một bằng chung mà biên LN gộp mở rộng, hỗ trợ LN gộp tăng mạnh 37.4% svck, đạt 389 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng tăng trong khi thu nhập tài chính ròng giảm

Chi phí bán hàng tăng mạnh svck do chi phí môi giới tăng khi công ty đẩy bàn giao các căn Khu dân cư Thuận Lợi. Trong khi đó thu nhập ròng Q4/25 giảm mạnh, phần lớn do Q4/24 ghi nhận thu nhập tài chính khác đột biến. Xét riêng về lãi tiền gửi và cho vay, khoản này tiếp tục tăng mạnh 54.4% svck, đạt 178 tỷ đồng trong Q4 nhờ các khoản cho vay tăng.

Dòng tiền từ cho thuê đất KCN vẫn tích cực nhờ các hợp đồng ký năm 2024

Doanh thu chưa thực hiện tăng 10.5%, đạt 13,375 tỷ đồng, phần lớn nhờ bàn giao đất thuộc các hợp đồng ký năm 2024 trong bối cảnh hoạt động cho thuê mới năm 2025 gặp thách thức. Doanh số cho thuê năm 2025 đạt 29ha, giảm mạnh so với mức 74.5ha trong năm 2024.

LN ròng năm 2025 tăng trưởng tích cực, phù hợp với dự phóng của chúng tôi

LN ròng cả năm tăng 13.1% svck, đạt 1,323 tỷ đồng, được thúc đẩy chính nhờ bàn giao dự án Khu dân cư Thuận Lợi, hoạt động cho thuê nhà xưởng tích cực và thu nhập lãi tăng mạnh. Hoạt động bàn giao đất KCN trong năm vẫn tích cực. Mặc dù mảng này không đóng góp nhiều vào LN (do hạch toán phân bổ) nhưng đóng góp lớn vào dòng tiền.

Điểm nhấn chính trên bảng cân đối kế toán

Tính đến cuối Q4/25, tổng tài sản của công ty tăng 14.4% so với đầu năm. Trong đó:

- Phải thu về cho vay tăng gấp 3 lần so với đầu năm nhờ dòng tiền tích cực từ hoạt động kinh doanh (+2,440 tỷ đồng).

- Phải thu khác ngoài cho vay tăng 15.6% so với đầu năm, phần lớn do tăng khoản tạm ứng cho đền bù đất tại dự án KCN – Đô thị – Dịch vụ Phước Đông – Bời Lời (tổng giá trị ghi sổ tại cuối năm 2025 là 2.345 tỷ đồng).
- Trong khi đó hàng tồn kho giảm 18.5% phản ánh giá vốn của các căn tại dự án Khu dân cư Thuận Lợi đã bàn giao trong kỳ.

Về phía nguồn vốn, tổng nợ vay tăng mạnh 33.9% so với đầu năm, đạt 4,818 tỷ đồng, phần lớn nhằm bổ sung vốn lưu động. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH vẫn ở mức thấp (-0.19 tại cuối Q4/25). Doanh thu chưa thực hiện tăng trưởng 10.5% so với đầu năm nhờ hoạt động bàn giao vẫn tương đối tích cực, được hỗ trợ bởi các hợp đồng đã ký kết năm 2024.

Hình 5: Điểm nhấn chính trên bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	Q4/25	% sv đầu năm	% sv quý trước	% trên tổng TS/VCSH
Tổng tài sản	28,670	14.4%	0.9%	
Tiền, tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn	5,912	0.4%	0.0%	20.6%
Phải thu về cho vay	4,928	205.9%	12.6%	17.2%
Phải thu ngắn hạn ngoài cho vay	3,749	15.6%	1.3%	13.1%
Hàng tồn kho	263	-18.5%	-9.3%	0.9%
Bất động sản đầu tư	6,160	4.8%	2.3%	21.5%
Tài sản dở dang dài hạn	2,230	-6.3%	-7.2%	7.8%
Tổng nguồn vốn	28,670	14.4%	0.9%	
Nợ phải trả	22,856	13.2%	0.6%	79.7%
Tổng nợ vay	4,818	33.9%	5.0%	16.8%
Doanh thu chưa thực hiện	13,375	10.5%	1.1%	46.7%
Vốn chủ sở hữu	5,814	19.4%	2.1%	20.3%

Nguồn: Báo cáo công ty, VPBankS Research

TRIỂN VỌNG 2026-27: Doanh số cho thuê đất kỳ vọng phục hồi

Hình 6: Dự phóng 2026-27

	Thực tế	Dự phóng		Tăng trưởng svck		Bình luận
		2025	2026	2027	2026	
Tỷ đồng						
Doanh thu	8,596	9,388	10,530	9.2%	12.2%	
_Cung cấp điện, nước	6,993	7,751	8,694	10.8%	12.2%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng điện, nước tăng lần lượt 10.8% và 12.2% trong năm 2026-27 nhờ: 1) sản lượng phân phối điện kỳ vọng phục hồi nhẹ 5% và 7% trong năm 2026-27 khi hoạt động của các công ty dần ổn định lại sau cú sốc thuế quan và có thêm các nhà máy mới đi vào hoạt động; 2) giá bán lẻ điện kỳ vọng tiếp tục tăng 5.0% và 4.8% trong năm 2026-27; 3) công ty tiếp tục triển khai thêm các dự án điện mặt trời mái nhà
_Dịch vụ khác trong KCN	626	723	812	15.5%	12.4%	Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê nhà xưởng tích cực sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy doanh thu dịch vụ khác trong KCN
_Cho thuê đất KCN	428	489	552	14.4%	13.0%	Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN của công ty sẽ lần lượt đạt 49ha và 50ha trong năm 2026-27. Về giá thuê, chúng tôi dự phóng giá cho thuê các KCN hầu như sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ so với năm 2025
_Bán thành phẩm	112	109	113	-3.0%	3.8%	
_BDS	220	110	146	-50.0%	32.5%	Trong năm 2025, công ty đã bàn giao 151 căn tại KĐT Phước Đông. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tiếp tục bàn giao lần lượt 75 căn và 100 căn trong năm 2026-27
_Khác	217	207	213	-4.8%	3.0%	
Tăng trưởng doanh thu	10.2%	9.2%	12.2%			
LN gộp	1,343	1,442	1,633	7.3%	13.3%	
Biên LN gộp	15.6%	15.4%	15.5%	-0.3%	0.1%	
Chi phí BH&QLDN	(172)	(158)	(178)	-8.3%	12.8%	
Thu nhập tài chính ròng	582	760	670	30.4%	-11.8%	Chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính ròng tăng mạnh trong năm 2026 phần lớn nhờ: 1) tiền gửi và cho vay tiếp tục tăng mạnh nhờ dòng tiền từ khách thuê đất KCN khi hoạt động cho thuê kỳ vọng phục hồi tích cực và dòng tiền ổn định từ các mảng kinh doanh khác; 2) mặt bằng lãi suất cao hơn so với năm 2025. Trong khi đó thu nhập tài chính ròng dự phóng giảm 11.8% trong năm 2027 do chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không ghi nhận thu nhập từ thoái vốn tại các công ty khác như như giai đoạn trước
LN trước thuế	1,839	2,077	2,182	13.0%	5.0%	
LN sau thuế	1,467	1,662	1,745	13.3%	5.0%	
LN ròng	1,323	1,499	1,574	13.3%	5.0%	
Tăng trưởng LN ròng	13.1%	13.3%	5.0%			

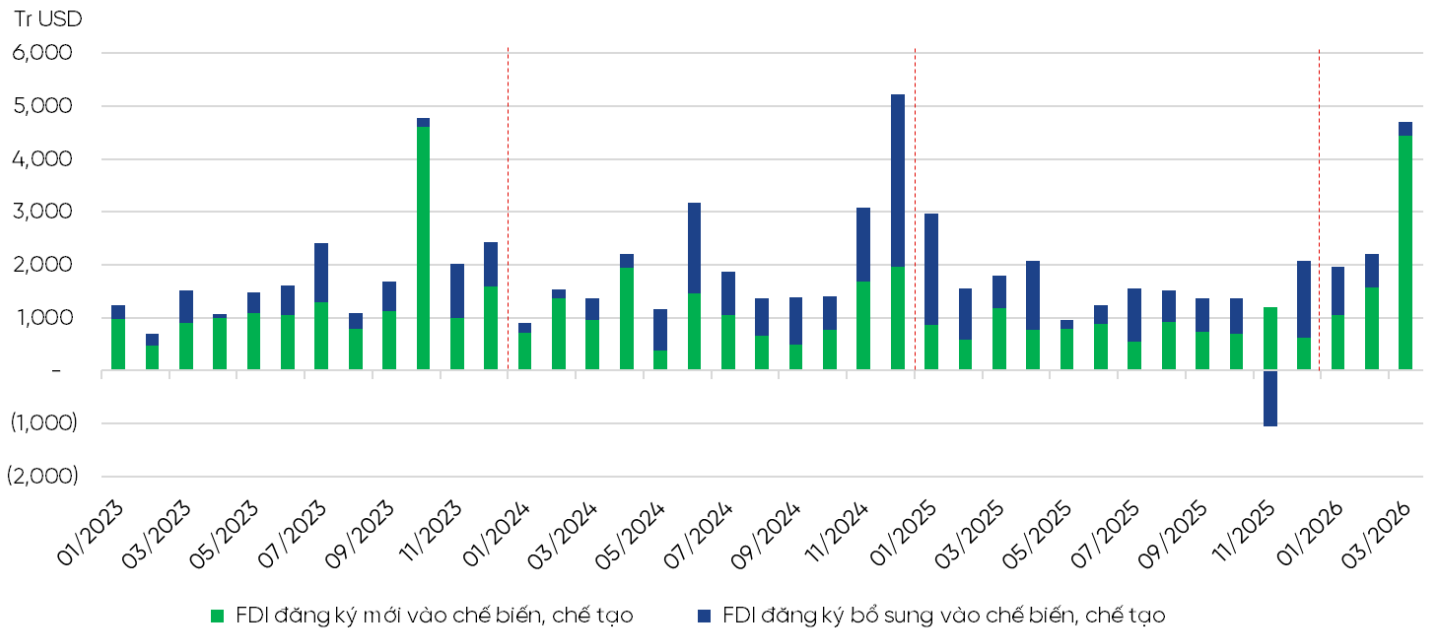
Nguồn: SIP, VPBankS Research

Quỹ đất sẵn sàng trước giai đoạn phục hồi của dòng vốn FDI

Dòng vốn FDI cho thấy xu hướng phục hồi rõ nét

Sau một năm đầy thách thức trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy dòng vốn FDI vào ngành sản xuất đã cho thấy dấu hiệu phục hồi. Từ cuối năm 2025 đến nay, nhiều tập đoàn FDI lớn đã công bố kế hoạch tiếp tục đầu tư, mở rộng tại Việt Nam như Luxshare, Foxconn, Cooler Master và Samsung. Số FDI đăng ký mới vào ngành sản xuất trong 3T26 tăng mạnh 169.7% svck, đạt 7.1 tỷ USD, cho thấy tâm lý của các doanh nghiệp FDI đã cải thiện trong bối cảnh rủi ro thuế quan dần hạ nhiệt.

Hình 7: FDI đăng ký mới vào ngành sản xuất phục hồi mạnh trong 3T26



Nguồn: Bộ Tài chính, VPBankS Research

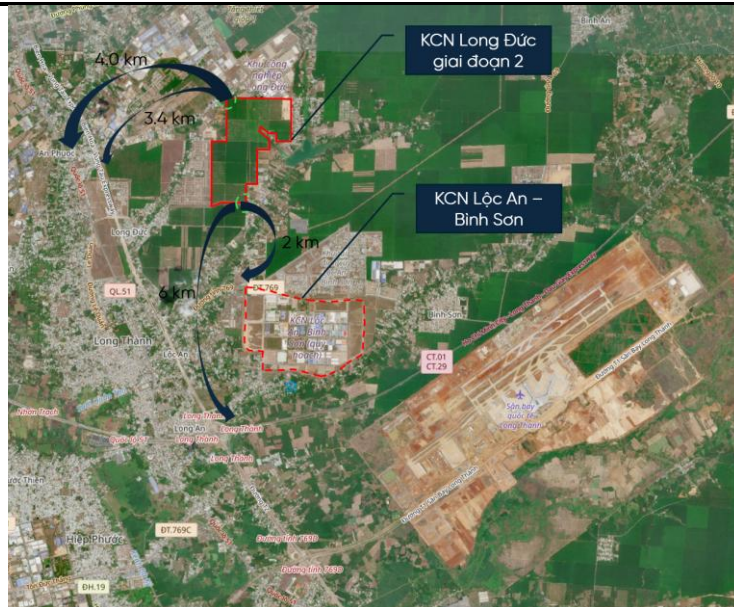
Tình hình thu hút đầu tư của SIP cũng bắt đầu tích cực trở lại từ đầu năm 2026 với 3 MoU ký mới với tổng diện tích 23.1ha tại KCN Lộc An – Bình Sơn, bao gồm: dự án logistic quy mô 7ha của tập đoàn Transimex, dự án logistic quy mô 7.3ha của tập đoàn CJ Korea Logistic, và dự án nhà xưởng cho thuê quy mô 8.8ha của Sembcorp.

Quỹ đất sẵn sàng và hưởng lợi lớn từ hạ tầng giao thông

SIP hiện sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê lên đến 954ha tại Tây Ninh, TP.HCM và Đồng Nai với phần lớn đất đã được đền bù, GPMB. Các dự án KCN của công ty có vị trí khá thuận lợi, được hưởng lợi từ nâng cấp hạ tầng. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao vị trí dự án KCN Lộc An- Bình Sơn nhờ nằm gần sân bay quốc tế Long Thành (kỳ vọng giai đoạn 1 đi vào hoạt động từ cuối năm 2026) và đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (kỳ vọng thông xe trong Q2/26), phù hợp để thu hút các khách thuê điện tử và nhà kho, nhà xưởng xây sẵn.

Trong giai đoạn tới, quỹ đất của công ty sẽ mở rộng ở khu vực này thông qua dự án KCN Long Đức giai đoạn 2, cách sân bay Long Thành khoảng 8km. Dự án này đã được phê duyệt chủ trương đầu tư ngày 11/2/2025 và hiện đang điều chỉnh quy hoạch 1/2000. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ tiến hành đền bù, GPMB trong năm 2026 và bắt đầu thu hút đầu tư từ cuối 2027. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa kỳ vọng đóng góp của dự án này vào doanh số cho thuê năm 2027 và chưa đưa định giá dự án vào mô hình định giá hiện tại.

Hình 8: Thông tin dự án KCN Long Đức giai đoạn 2



- Vị trí: xã Long Đức, Đồng Nai; Phía Tây cách đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu khoảng 3,4km; cách quốc lộ 51 khoảng 4,0km qua đường huyện Lò Gạch – Cầu Nước Trong; Phía Nam cách đường tỉnh 769 khoảng 2km; cách cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây khoảng 6km; cách sân bay Long Thành khoảng 8km.
- Tổng diện tích: 294ha
- Diện tích đất có thể cho thuê: khoảng 202ha
- Hiện trạng đất dự án: 88.6% là đất cao su, 6.6% đất các nhà máy và 4.8% đất giao thông
- Tổng mức đầu tư: dự kiến 2.200 tỷ đồng
- Giá cho thuê kỳ vọng: 210 USD/m2/chu kỳ thuê
- Tiến độ: Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư, đang điều chỉnh QH 1/2000. Dự kiến hoàn thành đền bù, GPMB trong năm 2026

Nguồn: SIP, VPBankS Research

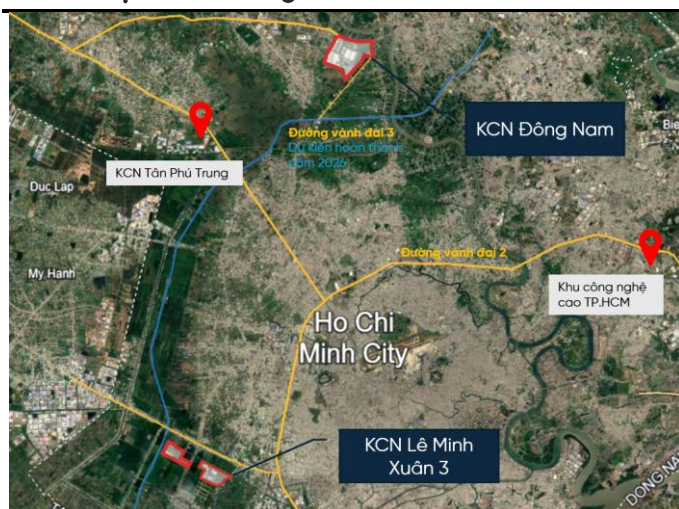
Trong khi đó KCN Lê Minh Xuân 3 và KCN Đông Nam sẽ được hưởng lợi khi đường vành đai 3 được thông xe (kỳ vọng trong nửa cuối năm 2026). Bên cạnh đó TP.HCM đang thu hút dòng vốn FDI liên quan đến trung tâm dữ liệu mạnh mẽ, mở ra triển vọng thu hút đầu tư cho 2 KCN Đông Nam và Lê Minh Xuân 3 của công ty.

Hình 9: Các dự án trung tâm dữ liệu mới tại TP.HCM

Nhà đầu tư	Quy mô (ha)	Tổng mức đầu tư (tr USD)	Vị trí	Thời gian công bố
StarMason – liên doanh giữa Sembcorp Development và BB Holdings	4,5	~480	Khu công nghệ cao TP.HCM	T3/2026
Accelerated Infrastructure Capital	10	2,100	KCN Tân Phú Trung	T11/2025
Liên danh G42, Microsoft, FPT, VinaCapital và Việt Thái	n/a	2,000	Khu công nghệ cao TP.HCM	T7/2025
Viettel	4	n/a	KCN Tân Phú Trung	Khởi công T4/2025
CMC	n/a	250	Khu công nghệ cao TP.HCM	T7/2025

Nguồn: VPBankS Research

Hình 10: Vị trí KCN Đông Nam và KCN Lê Minh Xuân 3

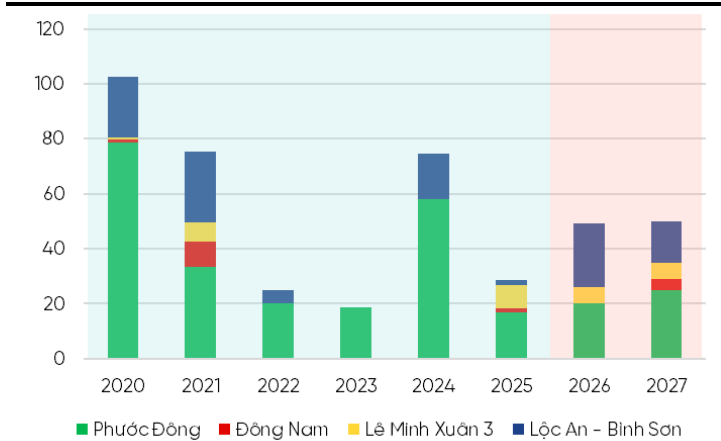


Nguồn: Google Earth, VPBankS Research

Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất KCN cho thuê sẽ phục hồi trong giai đoạn 2026-27

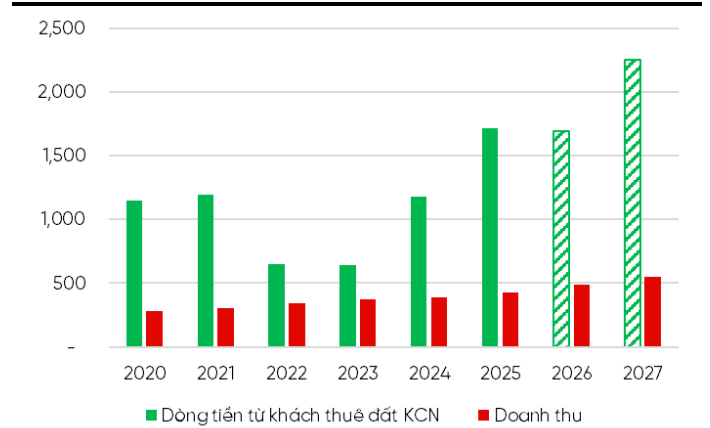
Trong bối cảnh dòng vốn FDI đang phục hồi, chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ là một trong những công ty hưởng lợi chính nhờ quỹ đất sẵn sàng tại các vị trí trọng điểm. Do đó, chúng tôi dự phóng diện tích đất KCN cho thuê của công ty sẽ lần lượt đạt 49ha và 50ha trong năm 2026-27. Qua đó chúng tôi kỳ vọng: 1) dòng tiền từ cho thuê đất KCN sẽ lần lượt đạt 1,695 tỷ đồng và 2,250 tỷ đồng trong năm 2026-27; 2) doanh thu mảng KCN trong năm 2026-27 sẽ tăng trưởng lần lượt 14.4% và 13.0% svck, đạt 489 tỷ đồng và 552 tỷ đồng.

Hình 11: Dự phóng diện tích đất KCN cho thuê giai đoạn 2026-27 (ha)



Nguồn: SIP, VPBankS Research

Hình 12: Dự phóng doanh thu và dòng tiền từ mảng KCN giai đoạn 2026-27 (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, VPBankS Research

Thu nhập tài chính kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ dòng tiền cho thuê đất KCN và lãi suất ở mức cao

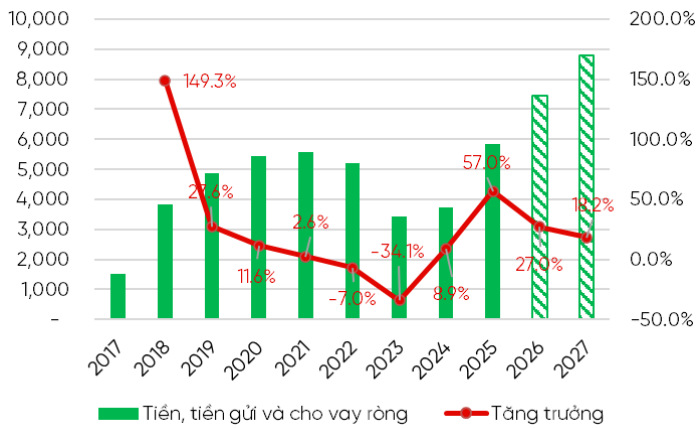
Tính đến cuối năm 2025, tổng tiền, các khoản tiền gửi và các khoản cho vay ròng của công ty đạt 5,858 tỷ đồng, tăng 57.0% so với cuối năm 2024, tương đương tăng 2,127 tỷ đồng nhờ 1) dòng tiền từ khách thuê đất KCN giai đoạn 2024-25. Chúng tôi ước tính dòng tiền từ khách thuê đất KCN thu về trong năm 2025 đạt 1,713 tỷ đồng, trong đó hơn 50% là từ các hợp đồng thuê năm 2024; 2) dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ở các mảng kinh doanh khác (phân phối, sản xuất điện, BĐS,...) duy trì ổn định và 3) công ty không chi nhiều tiền cho hoạt động triển khai dự án cũng như đầu tư vào các công ty khác/hợp tác kinh doanh như giai đoạn 2023-24.

Trong giai đoạn 2026-27, chúng tôi dự phóng tổng tiền, tiền gửi và cho vay ròng của công ty sẽ tăng trưởng lần lượt 27.0% và 18.2%, đạt 7,438 tỷ đồng và 8,789 tỷ đồng trong năm 2026-27 nhờ:

- 1) Hoạt động cho thuê đất KCN kỳ vọng sẽ tích cực trở lại như đã đề cập ở phần trên.
- 2) Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ở các mảng kinh doanh khác tiếp tục duy trì ổn định.
- 3) Chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục không chi nhiều cho hoạt động triển khai dự án và đầu tư vào các công ty/hợp tác kinh doanh trong năm 2026. Hiện các dự án hiện hữu của công ty đã đạt tỷ lệ đến bù GPMB cao (đều trên 80%, xem thêm ở hình 3). Với dự án KCN Long Đức giai đoạn 2, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ thực hiện đến bù GPMB trong năm 2026 với tổng chi phí ước tính khoảng 250-300 tỷ đồng và nộp tiền thuê đất từ năm 2027.

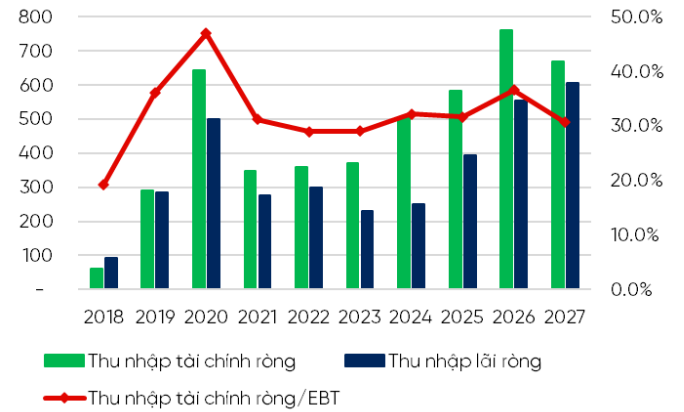
Cùng với mặt bằng lãi suất cao hơn so với năm 2025, chúng tôi dự phóng thu nhập lãi ròng sẽ tăng lần lượt 41.1% và 9.5%, đạt 554 và 607 tỷ đồng trong năm 2026-27. Bên cạnh đó, trong năm nay công ty có kế hoạch tiếp tục thoái vốn tại CTCP Cao su Tây Ninh và CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên. Do đó chúng tôi dự phóng thu nhập tài chính ròng của công ty sẽ đạt lần lượt 760 tỷ đồng và 670 tỷ đồng, đóng góp 36.6% và 30.7% vào LN trước thuế (EBT) trong năm 2026-27.

Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng tiền, tiền gửi và cho vay ròng của công ty sẽ tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn 2026-27



Nguồn: SIP, VPBankS Research

Hình 14: Dự phóng thu nhập lãi ròng và thu nhập tài chính ròng của công ty trong giai đoạn 2026-27



Nguồn: SIP, VPBankS Research

ĐỊNH GIÁ

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 83,500 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu SIP với giá mục tiêu là 83,500 đồng/cp. Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần. Với các dự án BĐS, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF cùng giả định WACC là 10.3% (phần bù rủi ro thị trường là 8.1%, lãi suất phi rủi ro là 4.3% và beta là 1.0) với các dự án đang khai thác.

Hình 15: Định giá công ty theo phương pháp định giá từng phần (SOTP)

Dự án	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
KCN		
_Phước Đông	DCF	2,938
_Đông Nam	DCF	701
_Lê Minh Xuân 3	DCF	2,236
_Lộc An - Bình Sơn	DCF	1,566
Cung cấp các dịch vụ trong KCN	DCF	6,052
Khác	DCF	280
(+)		
Tiền và tương đương tiền	BV	845
Tiền gửi và cho vay	BV	9,996
Các khoản đầu tư vào các công ty khác	BV	1,093
(-)		
Nợ vay	BV	4,818
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	661
Giá trị doanh nghiệp		20,228
Số lượng cổ phiếu lưu hành		242,112,943
Giá mục tiêu (đồng/cp)		83,500

Nguồn: SIP, VPBankS Research

Hình 16: P/B của SIP trong 3 năm qua



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Giá cổ phiếu SIP hiện đang giao dịch với P/B hiện tại là 2.9 và P/B 2026 là 2.8, thấp hơn so với trung bình 3 năm gần nhất (3.4). Định giá 83,500 đồng/cp của chúng tôi tương đương với mức P/B 2026 là 3.8.

Hình 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với WACC

WACC	9.3%	9.8%	10.3%	11.3%	12.3%
Giá mục tiêu	88,500	85,900	83,500	79,300	75,800

Nguồn: VPBankS Research

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	7,801	8,596	9,388	10,530
Giả vốn hàng bán	(6,706)	(7,253)	(7,947)	(8,897)
Lợi nhuận gộp	1,095	1,343	1,442	1,633
Chi phí bán hàng	(22)	(76)	(55)	(62)
Chi phí QLDN	(89)	(97)	(103)	(116)
Lợi nhuận HBKD	985	1,171	1,284	1,455
Doanh thu tài chính	622	803	983	864
Chi phí tài chính	(116)	(220)	(223)	(194)
Lợi nhuận khác ròng	16	46	17	19
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	65	39	17	38
Lợi nhuận trước thuế	1,572	1,839	2,077	2,182
Chi phí thuế	(293)	(371)	(415)	(436)
Lợi nhuận sau thuế	1,279	1,467	1,662	1,745
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	109	144	163	172
Lợi nhuận ròng	1,170	1,323	1,499	1,574

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIẾN TỆ	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận trước thuế	1,572	1,839	1,662	1,745
Khấu hao	385	422	381	413
Lãi từ hoạt động đầu tư	(497)	(676)	(890)	(771)
Chi phí lãi vay	77	162	203	174
Điều chỉnh khác	5	51	5	3
Thay đổi vốn lưu động	(920)	643	1,342	1,179
CFO	621	2,440	2,704	2,744
Chi ròng cho tài sản dài hạn	(633)	(557)	(913)	(1,468)
Tiền gửi, cho vay ròng	(2,401)	(3,147)	(1,221)	(1,136)
Thu ròng từ góp vốn vào đơn vị khác	319	167	100	-
Thu lãi tiền gửi, cho vay và cổ tức	358	487	758	781
CFI	(2,358)	(3,050)	(1,276)	(1,822)
Vốn góp nhận được	-	23	-	-
Tiền từ vay ròng	1,912	1,220	(509)	120
Cổ tức trả cho chủ sở hữu	(359)	(433)	(1,188)	(707)
CFF	1,553	809	(1,697)	(587)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(184)	199	(270)	335

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2024	2025	2026	2027
TÀI SẢN NGẮN HẠN	11,917	15,725	16,434	18,266
Tiền & đương tiền	646	845	575	910
Đầu tư ngắn hạn	5,244	5,068	5,997	6,874
Phải thu ngắn hạn	4,853	8,677	8,625	9,095
Hàng tồn kho ròng	322	263	282	316
Tài sản ngắn hạn khác	852	873	955	1,071
TÀI SẢN DÀI HẠN	13,136	12,945	13,477	14,531
Phải thu dài hạn	1,307	1,321	1,321	1,321
Tài sản cố định	1,308	1,300	1,268	1,104
Bất động sản đầu tư	5,878	6,160	6,364	6,507
Tài sản đang dở dài hạn	2,380	2,230	2,590	3,666
Đầu tư tài chính dài hạn	1,190	1,093	1,093	1,093
Tài sản dài hạn khác	1,072	840	840	840
TỔNG TÀI SẢN	25,053	28,670	29,911	32,797

NỢ PHẢI TRẢ	20,185	22,856	23,777	25,785
Nợ ngắn hạn	4,144	5,489	5,180	5,572
Vay nợ ngắn hạn	2,466	3,748	3,186	3,250
Khách hàng trả trước	9	25	195	307
Doanh thu chưa thực hiện	376	399	419	440
Phải trả ngắn hạn khác	1,293	1,316	1,380	1,575
Nợ dài hạn	16,042	17,367	18,597	20,213
Vay nợ dài hạn	1,132	1,069	1,123	1,179
Doanh thu chưa thực hiện	11,730	12,976	13,993	15,392
Phải trả dài hạn khác	3,180	3,322	3,481	3,642
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4,868	5,814	6,134	7,012
Cổ phiếu phổ thông	2,105	2,421	2,421	2,421
LNST chưa phân phối	1,698	1,982	1,954	2,467
Các quỹ	537	750	990	1,241
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	528	661	769	883
TỔNG NGUỒN VỐN	25,053	28,670	29,911	32,797

TUYÊN BỐ 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 và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và 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 và 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.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn