

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

MUA +37,5%

Ngành	KCN & BĐS
Ngày báo cáo	22/12/2025
Giá hiện tại	52.200 VND
Giá mục tiêu	69.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	73.900 VND
TL tăng	+33,7%
Lợi suất cổ tức	3,8%
Tổng mức sinh lời	+37,5%

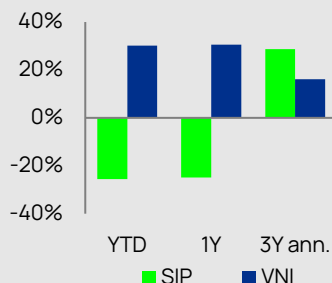
GT vốn hóa	12,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	23,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	1,8%
SL cổ phiếu lưu hành	242,1 tr
Pha loãng	242,1 tr

	SIP	Peers	VNI
P/E (trượt)	10,4x	8,7x	16,3x
P/B (ht)*	1,2x	1,5x	2,0x
ROE	28,2%	22,3%	13,5%
ROA	5,5%	7,6%	2,0%
* P/B điều chỉnh cho SIP và các CT cùng ngành			

Tổng quan Công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HDKD chính của công ty là phát triển KCN, BĐS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như tiện ích.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.801	8.643	9.116	9.642
% YoY	16,8%	10,8%	5,5%	5,8%
LN từ HDKD (tỷ đồng)	985	1.173	1.273	1.377
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.170	1.309	1.406	1.508
% YoY	26,2%	11,9%	7,4%	7,3%
EPS	26,2%	11,9%	7,4%	7,3%
% YoY	26,2%	11,9%	7,4%	7,3%
Dòng tiền từ mảng KCN (tỷ đồng)	1.222	1.551	1.572	1.960
Biên LN gộp	14,0%	15,3%	15,9%	16,4%
Biên LN từ HDKD	12,6%	13,6%	14,0%	14,3%
Biên LN ròng	15,0%	15,1%	15,4%	15,6%
ROE	29,6%	27,6%	25,4%	23,6%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-43,1%	-15,3%	-18,1%	-27,1%
P/E	11,7x	10,5x	9,8x	9,1x
P/B điều chỉnh	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x

Doanh số cho thuê đất KCN dự kiến phục hồi; thu nhập cốt lõi thúc đẩy tăng trưởng ổn định

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP), đồng thời điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống 69.800 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-28, phần nào được bù đắp bởi việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026 và dự báo doanh thu mảng BĐS nhà ở tích cực hơn.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 8%/8%/9% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26/27, chủ yếu nhờ (1) lợi nhuận dịch vụ tiện ích dự phóng tăng, dựa trên KQKD trong 9T 2025 vượt kỳ vọng, và (2) dự báo tổng doanh thu mảng BĐS nhà ở tăng 3,1 lần trong giai đoạn 2025-27.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+12% YoY), trong đó LNST sau lợi ích CĐTS trong quý 4/2025 đạt 307 tỷ đồng (-16% QoQ và -5% YoY), chủ yếu do doanh thu BĐS nhà ở giảm và thu nhập tài chính ròng giảm QoQ, so với mức cơ sở cao của quý 4/2024 nhờ khoản thu nhập tài chính bất thường.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 7% so với dự báo năm 2025, đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập cốt lõi từ mảng cho thuê KCN và dịch vụ tiện ích tăng YoY. Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê đất KCN lần lượt đạt 37 ha/46 ha/62 ha trong năm 2025/26/27, với kỳ vọng doanh số cho thuê đất phục hồi cho năm 2026 (doanh số cho thuê KCN trong 9T 2025 đạt khoảng 29 ha).
- SIP đang giao dịch với P/B điều chỉnh năm 2025/26/27 lần lượt là 1,2 lần/1,1 lần/1,0 lần, thấp hơn trung vị 2 năm của các doanh nghiệp cùng ngành là 1,8 lần, mà theo chúng tôi là đang bị định giá thấp, khi xét đến (1) quỹ đất KCN và khu đô thị (KĐT) quy mô lớn tại các khu vực chiến lược phía Nam và (2) dòng tiền cốt lõi ổn định, tăng trưởng đều từ mảng cho thuê đất KCN và dịch vụ tiện ích. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng SIP có thể tiếp tục ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN ổn định, được hỗ trợ bởi khả năng thu hút các khách hàng FDI lớn (như Brotex, Gain Lucky, Sailun, First Solar).
- Rủi ro: Doanh số cho thuê đất KCN phục hồi chậm hơn dự kiến; diễn biến bất lợi của thuế quan Mỹ đối với Việt Nam.

Tăng trưởng thu nhập cốt lõi được củng cố bởi các dịch vụ tiện ích KCN, nhà xưởng/nhà kho xây sẵn (NXXS/NKXS) và mảng điện mặt trời: Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp từ tiện ích KCN (điện, nước và các dịch vụ liên quan) của SIP sẽ đạt trung bình 1,0 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2027, với mức tăng trưởng lần lượt là 8% và 7% cho năm 2026/27. Dự báo này được thúc đẩy bởi (1) tỷ lệ lấp đầy và hoạt động sản xuất của khách thuê gia tăng và (2) đóng góp cao hơn từ điện mặt trời áp mái (khoảng 12 MWp công suất mới mỗi năm so với 64 MWp dự kiến vào cuối năm 2025F). SIP cũng hưởng lợi từ việc mở rộng mảng NXXS, với khoảng 200.000 m2 NXXS đi vào hoạt động tính đến cuối quý 3/2025, và thêm khoảng 100.000 m2 theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với Thế Hệ Mới.

Quỹ đất lớn hỗ trợ tăng trưởng trung hạn: Tính đến cuối quý 3/2025, SIP sở hữu quỹ đất KCN thương phẩm còn lại khoảng 1.140 ha (bao gồm KCN Long Đức Giai đoạn 2 đã nhận được phê duyệt đầu tư vào tháng 2/2025), trong đó chúng tôi ước tính khoảng 740 ha đã được giải phóng mặt bằng và nằm tại các KCN chiến lược. Ngoài ra, SIP đang thực hiện giải phóng mặt bằng cho giai đoạn cuối của KCN Phước Đông, có thể bổ sung thêm khoảng 180 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê trong năm 2026.

KĐT Phước Đông sẽ đẩy mạnh hoạt động bán hàng: Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của mảng này sẽ tăng trưởng 22%/21% trong năm 2026/27, đóng góp 7%/8% vào tổng lợi nhuận gộp năm 2026/27 của SIP, nhờ các đợt mở bán mới tại KĐT Phước Đông. SIP có kế hoạch mở bán khoảng 200-400 căn trong năm 2026 tại KĐT Phước Đông, so với khoảng 120 căn đã bán và bàn giao trong 9T 2025 (năm 2024 SIP không ghi nhận doanh số bán BĐS nhà ở).

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận quý 4 dự kiến giảm so với quý trước do doanh thu BĐS nhà ở thấp hơn nhưng doanh số cho thuê đất KCN được kỳ vọng sẽ hồi phục

Hình 1: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/KQ 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	7.801	7.872	8.643	11%	10%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần phù hợp với KQKD 9T 2025 cao hơn kỳ vọng.
– KCN	389	417	422	8%	1%	* Chúng tôi dự báo dòng tiền từ KCN năm 2025 đạt 1,55 nghìn tỷ đồng (+27% YoY), cùng với diện tích đất KCN cho thuê dự kiến đạt 37 ha (so với khoảng 19 ha năm 2023, 74,5 ha năm 2024, khoảng 29 ha trong 6T 2025 và 0 ha trong quý 3/2025).
– Tiện ích (điện, nước và các dịch vụ khác)	6.974	6.934	7.577	9%	9%	* SIP áp dụng phương pháp phân bổ cho việc ghi nhận doanh thu KCN.
– BĐS nhà ở	0	31	154	N.M.	402%	* Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS nhà ở, chủ yếu do doanh số bán hàng tại KĐT Phước Đông trong 9T 2025 khả quan hơn kỳ vọng, với khoảng 120 sản phẩm đã hoàn tất bán/bàn giao tính đến cuối quý 3/2025.
– Khác	438	490	490	12%	0%	
Lợi nhuận gộp	1.095	1.170	1.326	21%	13%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN và tiện ích sẽ đóng góp lần lượt 22% và 67% vào dự báo lợi nhuận gộp năm 2025 của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-110	-123	-153	39%	24%	
Lợi nhuận từ HĐKD	985	1.047	1.173	19%	12%	
Thu nhập tài chính	622	666	769	24%	15%	* Chúng tôi dự báo doanh thu tài chính năm 2025 tăng 24% YoY, chủ yếu do kỳ vọng tổng tiền, tương đương tiền và các khoản tiền gửi hưởng lãi tăng 40%.
Chi phí tài chính	-116	-140	-202	73%	44%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chủ yếu do doanh thu tài chính 9T 2025 cao hơn kỳ vọng.
Thu nhập ròng từ các công ty liên kết (CTLK)	65	51	64	-3%	24%	* Chúng tôi dự báo chi phí tài chính năm 2025 tăng mạnh 73% YoY, chủ yếu do dư nợ vay gộp bình quân năm 2024/25 tăng 59%.
Thu nhập/lỗ ròng khác	16	11	-6	N.M.	N.M.	* Lợi nhuận từ công ty liên kết chủ yếu được thúc đẩy bởi tiến độ bàn giao theo kế hoạch tại KCN Nam Tân Uyên 3 (NTU3) của NTC (SIP sở hữu 21,5% tính đến cuối quý 3/2025, giảm từ mức 24,9% cuối năm 2024).
LNTT	1.572	1.635	1.798	14%	10%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.170	1.217	1.309	12%	8%	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 đạt 307 tỷ đồng, giảm 16% QoQ và 5% YoY, do doanh thu BĐS nhà ở thấp hơn, thu nhập tài chính ròng thấp hơn so với quý trước, và mức nền cao của quý 4/2024 nhờ khoản thu nhập tài chính bất thường.
Biên lợi nhuận gộp	14,0%	14,9%	15,3%			* Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp chủ yếu do đóng góp cao hơn từ mảng BĐS nhà ở có biên lợi nhuận cao.
– KCN	69,5%	69,5%	69,5%			
– Tiện ích	10,7%	11,1%	11,7%			
– BĐS nhà ở	N.M.	51,1%	54,9%			
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,6%	13,3%	13,6%			
Biên lợi nhuận ròng	15,0%	15,5%	15,1%			

Nguồn: Báo cáo tài chính của SIP, dự báo của Vietcap

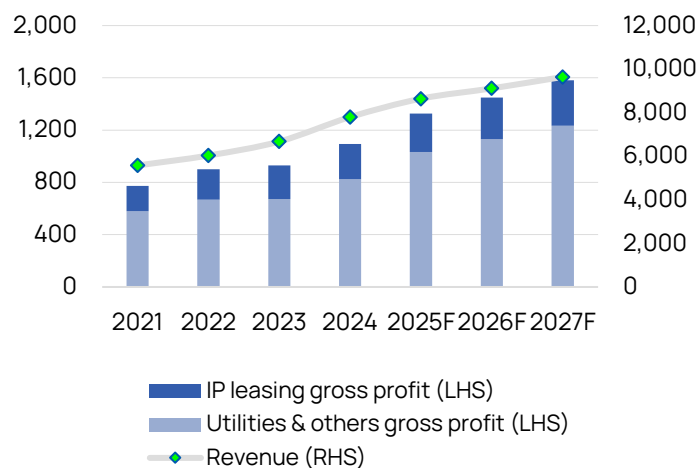
Triển vọng năm 2026: Dự kiến tăng trưởng lợi nhuận ổn định từ mảng cho thuê đất KCN và tiện ích; doanh số bán đất được kỳ vọng sẽ phục hồi.

Hình 2: 2026 forecasts

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026/dự báo 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	7.801	8.643	9.116	5%	
– KCN	389	422	459	9%	* Chúng tôi dự báo dòng tiền từ mảng KCN năm 2026 sẽ đi ngang ở mức 1,57 nghìn tỷ đồng, phản ánh doanh số cho thuê đất KCN trung bình thấp hơn trong giai đoạn 2025–2026 so với 2024–2025, mặc dù doanh số cho thuê đất KCN năm 2026 dự kiến phục hồi lên 46 ha (từ mức 37 ha năm 2025, so với khoảng 74,5 ha trong năm 2024). * SIP áp dụng phương pháp phân bổ cho việc ghi nhận doanh thu KCN.
– Tiện ích (điện, nước và các dịch vụ khác)	6.974	7.577	7.951	5%	* Chúng tôi dự báo doanh thu mảng tiện ích tăng trưởng nhẹ trong năm 2026, được hỗ trợ bởi diện tích cho thuê lũy kế cao hơn và giá phân phối điện tăng so với cùng kỳ.
– BĐS nhà ở	0	154	188	22%	* Chúng tôi dự báo doanh thu BĐS nhà ở năm 2026 tăng trưởng so với cùng kỳ, do SIP có kế hoạch mở bán khoảng 200–400 sản phẩm tại KĐT Phước Đông, dẫn đến số lượng bàn giao tăng so với dự phóng khoảng 135 sản phẩm bàn giao trong năm 2025.
– Khác	438	490	518	6%	
Lợi nhuận gộp	1.095	1.326	1.450	9%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN và tiện ích sẽ đóng góp lần lượt 22% và 66% vào dự báo lợi nhuận gộp năm 2026 của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-110	-153	-177	16%	
Lợi nhuận từ HĐKD	985	1.173	1.273	8%	
Thu nhập tài chính	622	769	759	-1%	* Chúng tôi dự báo doanh thu tài chính sẽ đi ngang so với cùng kỳ do kỳ vọng thu nhập lãi vay tăng sẽ bù đắp cho mức giảm của thu nhập tài chính khác (từ hoạt động thoái vốn và các nguồn khác).
Chi phí tài chính	-116	-202	-185	-8%	
Thu nhập ròng từ các công ty liên kết (CTLK)	65	64	85	34%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	16	-6	0	N.M.	
LNTT	1.572	1.798	1.931	7%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.170	1.309	1.406	7%	
Biên lợi nhuận gộp	14,0%	15,3%	15,9%		
– KCN	69,5%	69,5%	69,5%		
– Tiện ích	10,7%	11,7%	12,0%		
– BĐS nhà ở	N.M.	54,9%	54,9%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	12,6%	13,6%	14,0%		
Biên lợi nhuận ròng	15,0%	15,1%	15,4%		

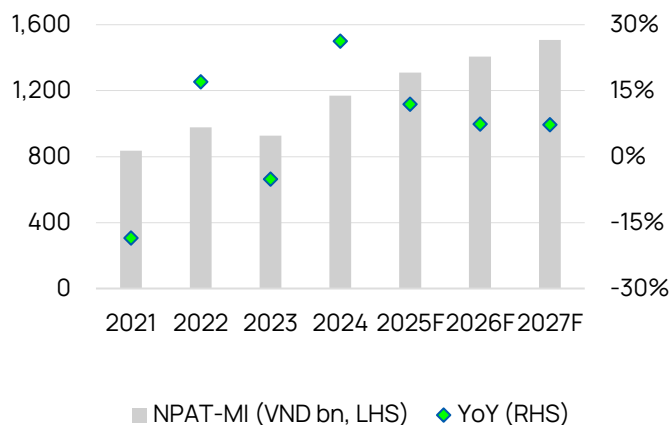
Nguồn: Báo cáo tài chính của SIP, dự báo của Vietcap

Hình 3: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp



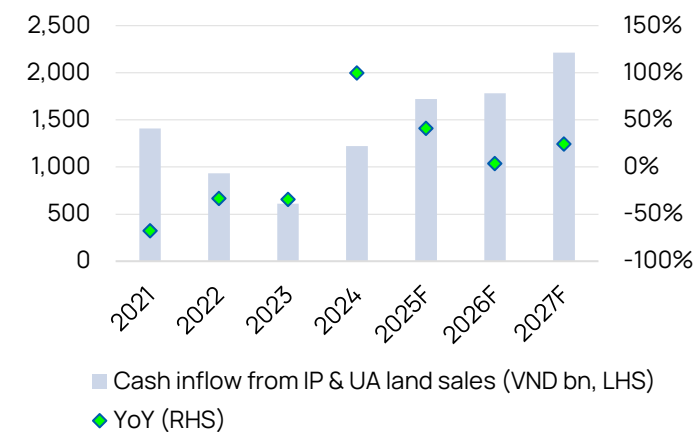
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 4: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS



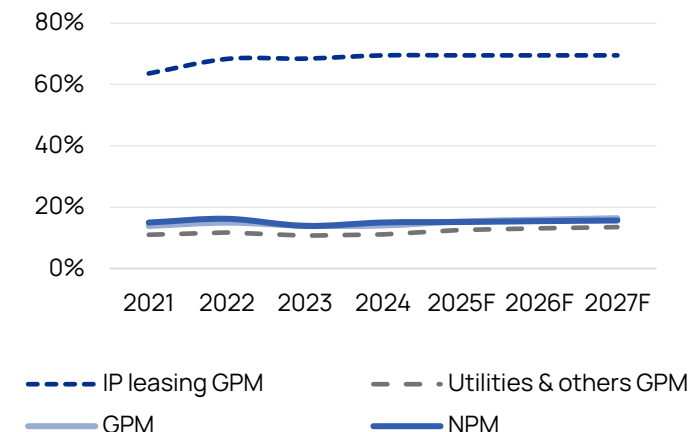
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 5: Dòng tiền từ cho thuê đất KCN & KĐT



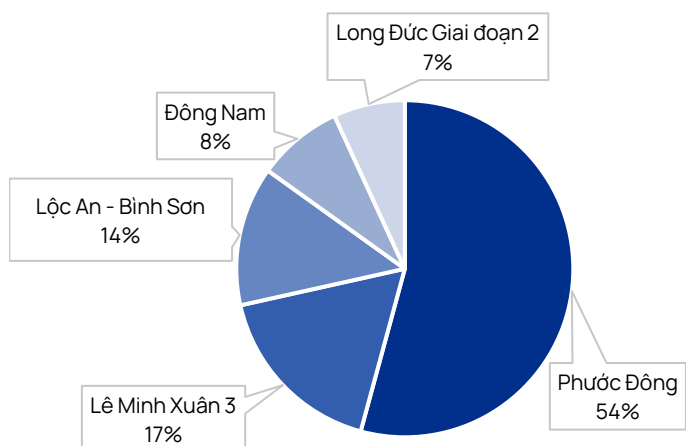
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 6: Dự báo biên lợi nhuận



Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 7: Dự báo cơ cấu tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-2027 của SIP



Nguồn: Vietcap

Các khách thuê lớn tại các KCN của SIP:

- Phước Đông: Brotex, Gain Lucky, Jinyu Tire, Sailun (dệt may, sản xuất lốp xe)
- Lộc An - Bình Sơn: SLP, Dong-il, Net Detergent, Pharmacy (logistics, hàng tiêu dùng thiết yếu, dệt may)
- Đông Nam: First Solar, Worlodon, Sheico (sản xuất tấm pin mặt trời, may mặc)

Định giá

Chúng tôi định giá SIP sử dụng phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng (RNAV) để phản ánh giá trị các dự án KCN, đóng góp từ mảng kinh doanh dịch vụ tiện ích KCN và các công ty liên kết của SIP. Tất cả các KCN của SIP đều đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư từ Chính phủ và hiện đang trong quá trình xây dựng.

- Chúng tôi định giá các dự án KCN và dịch vụ tiện ích KCN bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), phương pháp mà chúng tôi cho là phù hợp nhất để định giá các dòng tiền dự phóng từ các mảng kinh doanh này.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp CKDT để định giá một phần dự án KĐT Phước Đông của SIP, đây là dự án thành phần có diện tích 98,5 ha mà công ty đã giải phóng mặt bằng xong, đã nộp tiền sử dụng đất và đã được phê duyệt quy hoạch 1/500.
- Chúng tôi ghi nhận giá trị khoản đầu tư vào công ty liên kết của SIP là CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (UPCoM: NTC) dựa trên giá thị trường hiện tại.
- Chúng tôi chưa đưa vào định giá các dự án KCN & KĐT tiềm năng của SIP chưa nhận được các phê duyệt pháp lý cần thiết, bao gồm KCN Phạm Văn Hai 1 & Phạm Văn Hai 2 (TP.HCM; diện tích lần lượt 379 ha & 289 ha), và KĐT Đông Nam (TP.HCM; 56 ha).

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho SIP là 69.800 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 6% so với giá mục tiêu trước đó là 73.900 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh cho đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15% với ngày giao dịch không hưởng quyền là 14/7). Mức giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu phản ánh mức giảm 9% trong dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-28 của chúng tôi, yếu tố này phần nào được bù đắp bởi (1) việc cập nhật mô hình định giá từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026 và (2) mức tăng 3,1 lần trong tổng doanh thu BĐS nhà ở dự phóng giai đoạn 2025-27.

Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chưa bao gồm các khoản mục tại cuối quý 3/2025: (1) các khoản phải thu về cho vay trị giá 4,4 nghìn tỷ đồng với kỳ hạn dưới 12 tháng và (2) các khoản phải thu khác trị giá 687 tỷ đồng liên quan đến hợp đồng BCC với Thế Hệ Mới để phát triển NXXS (SIP đóng góp 69,7%).

Hình 8: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	TL sở hữu thực tế	Đóng góp (tỷ đồng)
Các dự án KCN	CKDT	9.947		8.636
Lê Minh Xuân 3	CKDT	2.577	100%	2.577
Phước Đông 1 & 2	CKDT	3.072	100%	3.072
Lộc An - Bình Sơn	CKDT	2.219	69%	1.531
Đông Nam	CKDT	598	100%	598
Long Đức GD 2	CKDT	1.481	58%	858
Các dịch vụ tiện ích KCN	CKDT	5.414	100%	5.414
KĐT Phước Đông (Giai đoạn A)	CKDT	678	100%	678
Các công ty liên kết				1.278
NTC	VHTT	3.600	22%	774
Các công ty liên kết khác	GTSS			504
Giá trị hiện tại ròng từ đầu tư				16.006
Tiền và tương đương tiền				5.682
Nợ vay gộp				-4.795
Giá trị tài sản ròng (NAV)				16.893
Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại (triệu)				242,1
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				69.800
Tỷ lệ tăng (%)				+33,7%
Lợi suất cổ tức (%)				3,8%
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)				+37,5%
Dự phóng P/B điều chỉnh năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu				1,6x/1,4x/1,3x
Dự phóng P/E năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu				14,0x/13,1x/12,2x

Nguồn: Vietcap

Hình 9: Dự báo mảng cho thuê KCN của SIP

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	TT dự báo 2025	TT dự báo 2026	TT dự báo 2027
Diện tích cho thuê bổ sung (ha)	76	25	19	75	37	46	62	-50%	24%	33%
Phước Đông	33	20	19	58	22	27	30	-62%	23%	11%
Lê Minh Xuân 3	7	0	0	0	8	8	8	N.M.	0%	0%
Lộc An – Bình Sơn	26	5	0	16	5	7	8	-69%	40%	7%
Đông Nam	9	0	0	0	2	4	6	N.M.	100%	50%
Long Đức giai đoạn 2	0	0	0	0	0	0	10	N.M.	N.M.	N.M.
Diện tích cho thuê lũy kế	1.373	1.393	1.412	1.486	1.524	1.570	1.622	3%	3%	3%
Dòng tiền (tỷ đồng) ⁽¹⁾	1.409	907	611	1.222	1.551	1.572	1.960	27%	1%	25%
Tổng doanh thu chưa ghi nhận (tỷ đồng) ⁽²⁾	10.471	11.037	11.273	12.106	13.235	14.348	15.806	9%	8%	10%
Doanh thu cho thuê KCN (tỷ đồng) ⁽³⁾	302	341	375	389	422	459	502	8%	9%	9%

Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap. Lưu ý: số dư cuối (2) = số dư đầu (2) cộng (1) và trừ (3).

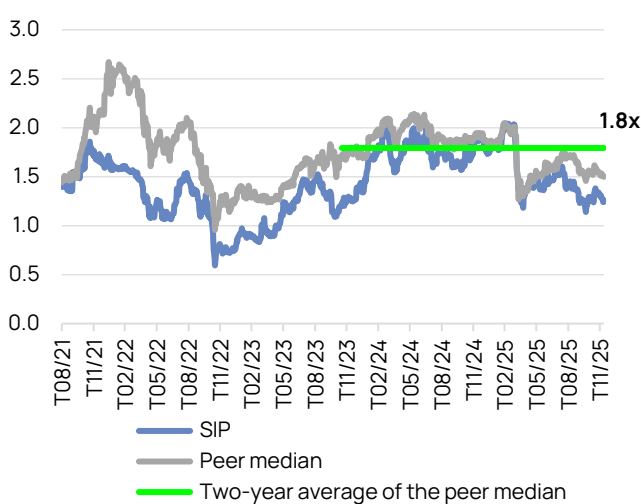
Hình 10: Định giá CKDT cho mảng dịch vụ tiện ích KCN của SIP

Dòng tiền tự do (DTTD) 5 năm		Tỷ đồng
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		2.437
GTHT của giá trị cuối (TT 0,0%)		2.997
Giá trị vốn chủ sở hữu		5.414
Giả định WACC	Trước đây	Điều chỉnh
Beta	1,2	1,2
Lãi suất phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần %	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu %	15,6%	15,6%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
% nợ vay	20,0%	20,0%
% vốn chủ sở hữu	80,0%	80,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	14,2%	14,2%

Cash flow summary	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tiện ích điện nước	611	660	688	718	750
Các dịch vụ tiện ích hỗ trợ khác	273	284	294	306	320
Lợi nhuận từ HĐKD	885	944	982	1.025	1.070
- Thuế	-177	-189	-196	-205	-214
+ Khấu hao	95	108	118	146	213
- Vốn đầu tư XDCB*	-244	-244	-244	-244	-244
- Tăng vốn lưu động	0	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	559	619	660	722	825
GTHT của DTTD	489	474	505	484	484
GTHT lũy kế của DTTD	489	964	1.469	1.953	2.437

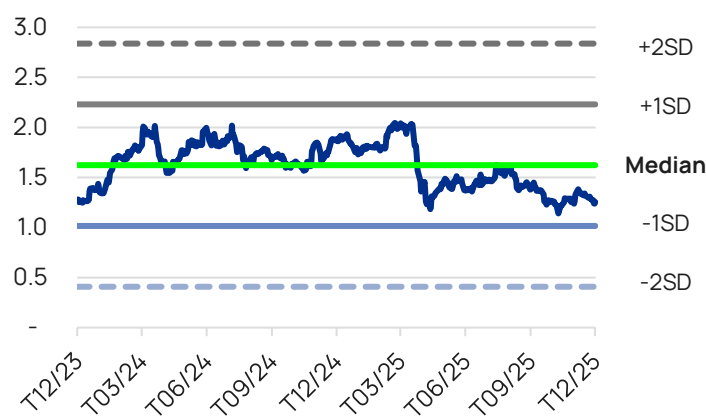
Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) vốn đầu tư XDCB chỉ bao gồm các khoản đầu tư vào mảng dịch vụ tiện ích KCN, trong khi vốn đầu tư XDCB cho mảng KCN được đưa vào phương pháp định giá RNAV cho KCN.

Hình 11: P/B điều chỉnh của SIP so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến 19/12/2025)

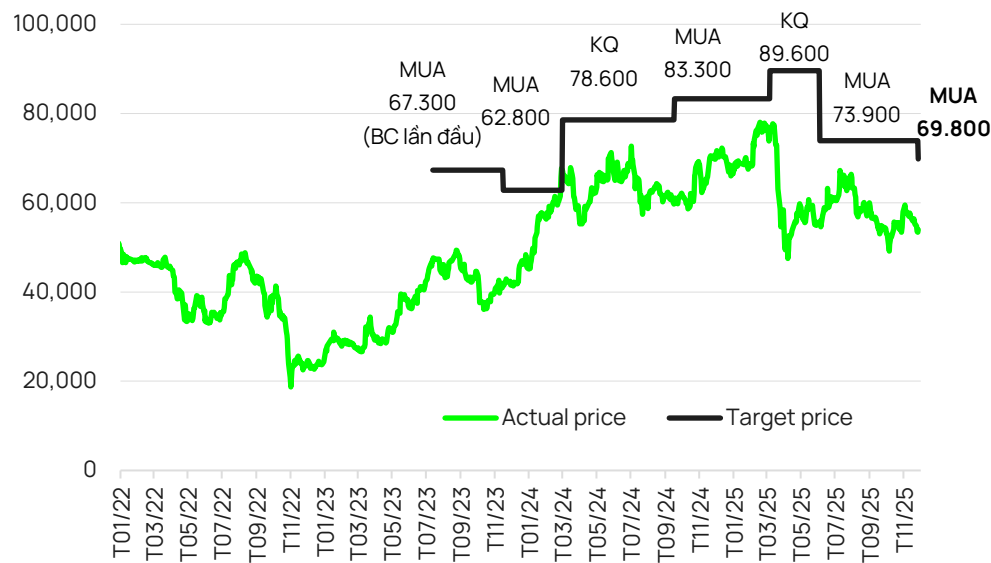
Hình 12: P/B điều chỉnh của SIP



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến 19/12/2025)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 13: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap cho SIP so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	7.801	8.643	9.116	9.642
Giá vốn hàng bán	-6.706	-7.317	-7.667	-8.060
Lợi nhuận gộp	1.095	1.326	1.450	1.582
Chi phí bán hàng	-22	-30	-35	-40
Chi phí quản lí DN	-89	-123	-142	-165
LN thuần HĐKD	985	1.173	1.273	1.377
Doanh thu tài chính	622	769	759	755
Chi phí tài chính	-116	-202	-185	-159
Trong đó, chi phí lãi vay	-77	-165	-180	-154
Lợi nhuận từ công ty LDLK	65	64	85	98
Lãi/(lỗ) ròng khác	16	-6	0	0
LNTT	1.572	1.798	1.931	2.071
Thuế TNDN	-293	-360	-386	-414
LNST trước CĐTS	1.279	1.438	1.545	1.657
Lợi ích CĐ thiếu số	-109	-129	-139	-149
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.170	1.309	1.406	1.508
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	1.170	1.309	1.406	1.508
EBITDA	1.370	1.584	1.702	1.836
EPS báo cáo, VND	4.446	4.974	5.342	5.730
DPS báo cáo, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	45%	40%	37%	35%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	16,8%	10,8%	5,5%	5,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	19,9%	19,1%	8,5%	8,2%
TT LNST sau lợi ích CĐTS	23,3%	14,4%	7,4%	7,3%
Tăng trưởng EPS báo cáo	26,2%	11,9%	7,4%	7,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,0%	15,3%	15,9%	16,4%
Biên LN từ HĐ %	12,6%	13,6%	14,0%	14,3%
Biên EBITDA	17,6%	18,3%	18,7%	19,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	15,0%	15,1%	15,4%	15,6%
ROE %	29,6%	27,6%	25,4%	23,6%
ROA %	5,5%	5,3%	5,2%	5,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	22	19	22	24
Số ngày phải thu	195	273	333	335
Số ngày phải trả	13	14	15	15
TG luân chuyển tiền	204	278	341	345
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,9x	2,6x	2,8x	3,4x
CS thanh toán nhanh	2,8x	2,6x	2,8x	3,3x
CS thanh toán tiền mặt	1,4x	1,0x	1,0x	1,2x
Nợ/Tài sản	14,4%	16,6%	14,3%	10,6%
Nợ/Vốn sử dụng	42,5%	45,3%	39,3%	30,6%
Nợ/Vốn CSH	-43,1%	-15,3%	-18,1%	-27,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	12,8x	7,1x	7,1x	9,0x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	646	629	535	493
Đầu tư TC ngắn hạn	5.244	5.244	5.244	5.244
Các khoản phải thu	4.853	8.055	8.582	9.112
Hàng tồn kho	322	441	504	574
TS ngắn hạn khác	852	852	852	852
Tổng TS ngắn hạn	11.917	15.221	15.717	16.275
TS dài hạn (gộp)	11.280	12.261	13.933	15.575
- Khấu hao lũy kế	-1.714	-2.124	-2.554	-3.013
TS dài hạn (ròng)	9.566	10.137	11.379	12.562
Đầu tư TC dài hạn	1.190	1.073	1.107	1.132
TS dài hạn khác	2.379	2.379	2.379	2.379
Tổng TS dài hạn	13.136	13.589	14.865	16.074
Tổng Tài sản	25.053	28.810	30.582	32.349
Phải trả ngắn hạn	241	301	315	331
Nợ ngắn hạn	2.466	3.889	3.555	2.700
Nợ ngắn hạn khác	1.436	1.581	1.655	1.760
Tổng nợ ngắn hạn	4.144	5.771	5.526	4.791
Nợ dài hạn	1.132	906	815	734
Nợ dài hạn khác	14.909	16.343	17.503	19.034
Tổng nợ	20.185	23.020	23.844	24.559
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	2.105	2.421	2.421	2.421
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.698	1.913	2.441	3.042
Vốn khác	537	798	1.080	1.381
Lợi ích CĐTS	528	658	797	946
Vốn chủ sở hữu	4.868	5.790	6.738	7.790
Tổng cộng nguồn vốn	25.053	28.810	30.582	32.349
SL cổ phiếu lưu hành, triệu	242	242	242	242

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	829	646	629	535
Lợi nhuận sau thuế	1.170	1.309	1.406	1.508
Khấu hao	385	410	430	459
Thay đổi vốn lưu động	-1.248	-3.243	-537	-519
Điều chỉnh khác (*)	314	3.203	1.187	1.574
Tiền từ hoạt động KD	621	1.679	2.486	3.022
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-633	-981	-1.672	-1.642
Đầu tư, ròng	-1.725	-1.500	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-2.358	-2.481	-1.672	-1.642
Cổ tức đã trả	-359	-412	-484	-484
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	871	1.424	-334	-856
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.041	-226	-91	-82
Tiền từ các HĐKD khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	1.553	786	-909	-1.422
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-184	-16	-95	-42
Tiền cuối năm	646	629	535	493

Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap. Lưu ý: (*) Chúng tôi cho rằng các điều chỉnh khác chủ yếu bao gồm dòng tiền vào từ việc cho thuê đất KCN của SIP.

Phụ lục

Hình 14: Các dự án KCN và KĐT của SIP

Các dự án KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Năm mở bán	Tổng diện tích (ha)	Diện có thể cho thuê (ha)	Diện tích có thể cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	% diện tích hoàn thành giải phóng mặt bằng
Các dự án KCN đang hoạt động								
Đông Nam	TP.HCM	100%	2008	286,8	206,5	21,7	89%	99%
Phước Đông (GĐ 1)	Tây Ninh	100%	2008	1.014,1	816,9	24,1	97%	100%
Phước Đông (GĐ 2)	Tây Ninh	100%	2008	1.175,0	903,7	678,2	25%	80%
Lê Minh Xuân 3	TP.HCM	100%	2014	231,3	155,8	97,7	37%	95%
Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	69%	2009	497,8	360,6	115,5	68%	100%
Long Đức GĐ 2*	Đồng Nai	58%	2025	293,9	202,9	202,9	0%	N/A
TỔNG CỘNG				~3.500	~2.600	~1.140		
Các dự án KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SIP	Tổng diện tích (ha)	Tình trạng pháp lý				
Đông Nam	TP.HCM	100%	55,8	Đang tiến hành các thủ tục pháp lý để có được chấp thuận đầu tư. SIP đã đảm bảo phần lớn diện tích đất trong dự án này.				
Phước Đông (Giai đoạn A)	Tây Ninh	100%	247,0	Đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho 247 ha; đã nhận được phê duyệt quy hoạch 1/500 cho dự án thành phần Phước Đông 98,5 ha. SIP đặt mục tiêu mở bán khoảng 200-400 sản phẩm thấp tầng trong năm 2026 (sau khi hoàn tất bán/bàn giao khoảng 120 căn trong 9T 2025).				
Phước Đông (Giai đoạn B)	Tây Ninh	100%	401,0	Đang trong quá trình thực hiện các thủ tục quy hoạch và giải phóng mặt bằng.				
TỔNG CỘNG			Khoảng 700					

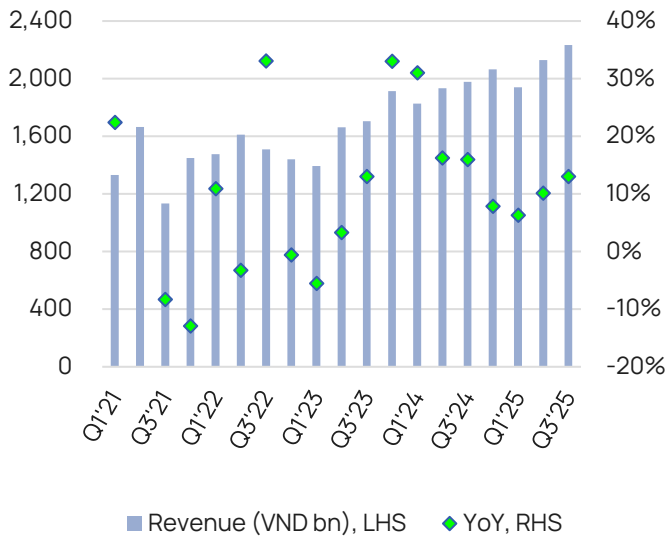
Nguồn: SIP, Vietcap. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 3/2025. (*) nhận được phê duyệt đầu tư vào tháng 2/2025.

Hình 15: Tóm tắt mảng dịch vụ tiện ích KCN của SIP

Mảng	% đóng góp doanh thu		% đóng góp lợi nhuận		Tình trạng
	2025F	2026F	2025F	2026F	
Phân mảng phân phối điện và dịch vụ nước	81%	81%	45%	46%	SIP có giấy phép phân phối điện tại cả 4 KCN và có thể đạt biên lợi nhuận gộp cao hơn (so với các công ty cùng ngành) nhờ sở hữu 4 trạm biến áp 110/22 kV tại các KCN. Ngoài ra, SIP hiện đang vận hành khoảng 64 MWp tấm pin mặt trời trong các KCN của công ty. SIP cũng phân phối nước cho khách thuê ở tất cả các KCN của công ty.
Các dịch vụ tiện ích KCN khác	7%	7%	21%	20%	SIP ghi nhận thêm lợi nhuận từ các dịch vụ giá trị gia tăng khác cho khách thuê như quản lý xử lý chất thải và quản lý cơ sở hạ tầng KCN.
Tổng đóng góp	88%	87%	67%	66%	Dịch vụ tiện ích cho khoảng 1.520 ha diện tích KCN cho thuê lũy kế tính đến cuối năm 2025.

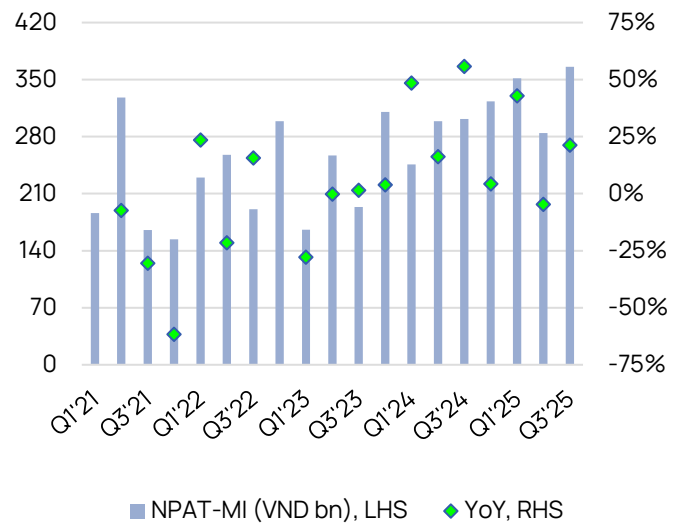
Nguồn: SIP, dự báo của Vietcap

Hình 16: Doanh thu hàng quý của SIP



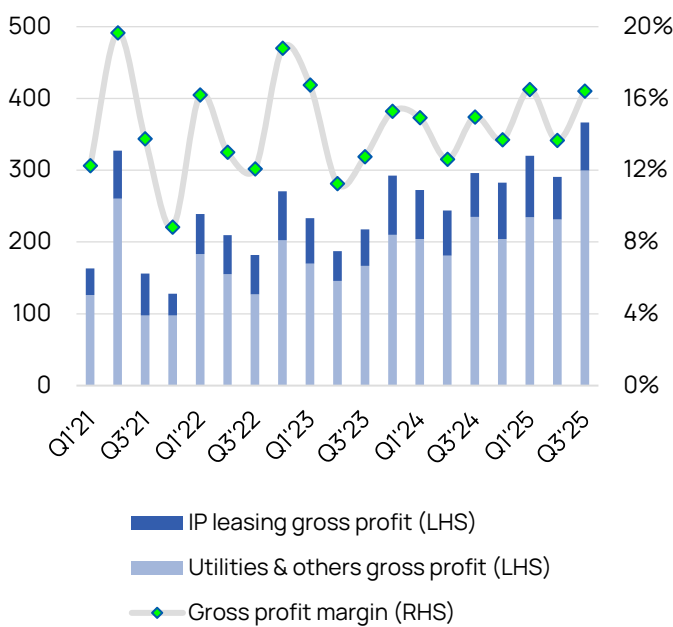
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của SIP



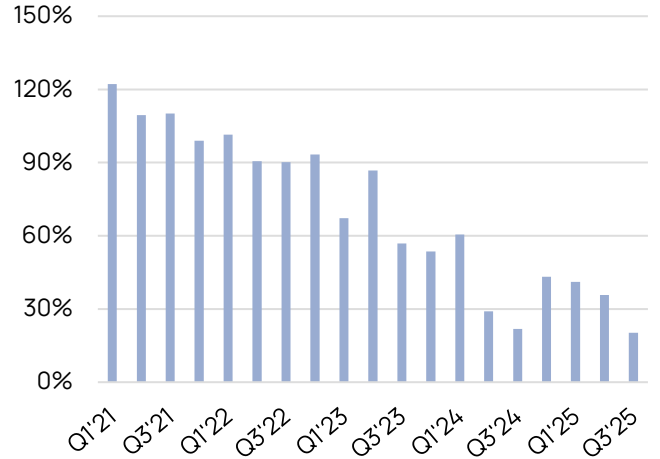
Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 18: LN gộp và biên LN gộp hàng quý của SIP



Nguồn: SIP, Vietcap

Hình 19: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của SIP



Nguồn: SIP, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.