Company Report: Công ty cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (HOSE: SIP)

Equity Analyst
Nhu Vu Quynh
Mail: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

26/06/2025

Báo cáo lần đầu

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh ngắn hạn tích cực, được hỗ trợ bởi các dự án hiện hữu và cấu trúc doanh thu từ backlog ổn định khoảng 12,000 tỷ đồng. Hoạt động cho thuê đất khu công nghiệp bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan, tuy nhiên cấu trúc doanh thu ổn định từ hoạt động cho thuê đất KCN đã ký và các dịch vụ điện nước trong KCN giúp đảm bảo doanh thu.

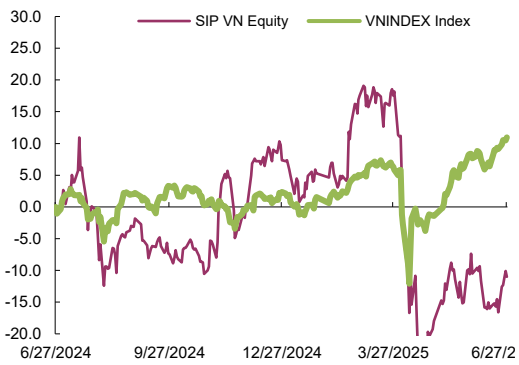
Triển vọng trung – dài hạn với dư địa đất cho thuê KCN lớn, tập trung tại các vị trí chiến lược. Trong trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá SIP sở hữu nền tảng tài sản vững chắc để nắm bắt cơ hội khi dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước quay trở lại mạnh mẽ. Cụ thể, doanh nghiệp hiện đang sở hữu hơn 1,000 ha quỹ đất thương phẩm đã hoàn thiện pháp lý – một lợi thế đáng kể trong bối cảnh các yêu cầu pháp lý ngày càng được siết chặt, khiến thời gian phê duyệt các dự án mới bị kéo dài. Với lợi thế này, SIP có thể nhanh chóng tái khởi động các hoạt động phát triển và cho thuê ngay khi nhu cầu phục hồi, không mất thêm thời gian cho công tác giải phóng mặt bằng hay xin cấp phép mới.

SIP sở hữu tình hình tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào từ hoạt động cho thuê đất Khu công nghiệp, gần như không sử dụng vay nợ

Cho năm 2025, chúng tôi dự phòng SIP đạt doanh thu 8,667 tỷ đồng (+11% YoY), LNST đạt 1,335 tỷ đồng (+4.5% YoY) – tương ứng EPS 6,345 đồng/ cp. Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu SIP đạt 79,207 đồng/cp dự trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SIP với mức giá mục tiêu là **79,200 VND/ cổ phiếu** (Upside **15.00%** so với giá đóng cửa ngày 26/06/2025)

Khuyến nghị:	**MUA**
Gía mục tiêu	VND 79,200 (+15%)
Giá cp hiện tại (26/06/2025)	VND 68,900

Diễn biến giá cp (1y return)



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	-0.1%	-23.9%	-10.9%
SS với VNIndex %	2.3%	-20.3%	-2.6%
Giá TB (VND)	66,900	67,280	76,499

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

SL cp lưu hành (triệu)	210.53	Cổ đông lớn	An Loc JSC 19.79%
Vốn hóa TT. (VND b)	14,358.38	Free float (%)	51.59%
Trung bình KL 3 tháng ('000)	666.64	ROE 2024	29%
Cao nhất/ Thấp nhất 52w (VND)	94800 / 55900		

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

I. 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 khu công nghiệp (KCN), tập trung tại các tỉnh trọng điểm khu vực miền Nam. Hiện tại, công ty đang quản lý và cho thuê 04 khu công nghiệp với tổng quỹ đất theo quy hoạch lên tới 3,204 ha. Công ty cũng cung cấp các dịch vụ đi kèm như cung cấp tiện ích dịch vụ điện, nước, quản lý – xử lý nước, rác thải KC phục vụ khách thuê khu công nghiệp; phát triển khu dân cư – tái định cư và sở hữu một số công ty con cung cấp dịch vụ hậu cần, xây dựng nhà xưởng, sản xuất bao bì,...

Lịch sử hình thành

Trải qua hơn 17 năm hình thành và phát triển, Sài Gòn VRG từng bước xây dựng và hoàn thiện mô hình kinh doanh khép kín, với hoạt động cốt lõi là cho thuê đất khu công nghiệp kết hợp cùng các dịch vụ phụ trợ, tạo nên một hệ sinh thái đồng bộ và bền vững.

Giai đoạn từ 2007 – 2018, doanh nghiệp tập trung phát triển các khu công nghiệp lớn trọng yếu:

2008
- Thành lập **KCN Đông Nam** (Củ Chi, TP HCM) - (342.53ha)
- Thành Lập **Khu liên hợp Công nghiệp – Đô thị - Dịch vụ Phước Đông** – Bời Lời (Gò Dầu, Tây Ninh) (3285ha)

2010
- Thành lập **KCN Lộc An - Bình Sơn** (Long Thành - Đồng Nai) (497.77ha) thông qua việc góp vốn vào CTCP ĐT&PT VRG Long Thành

2014
- Thành lập **KCN Lê Minh Xuân 3** (Bình Chánh, TP HCM) (231.25ha)

Giai đoạn từ 2019 - nay: (1) Đẩy mạnh tái cấu trúc và tăng vốn tiến tới niêm yết cổ phiếu; (2) Mở rộng và triển khai KCN mới; phát triển thêm mảng nhà xưởng xây sẵn, xây theo yêu cầu

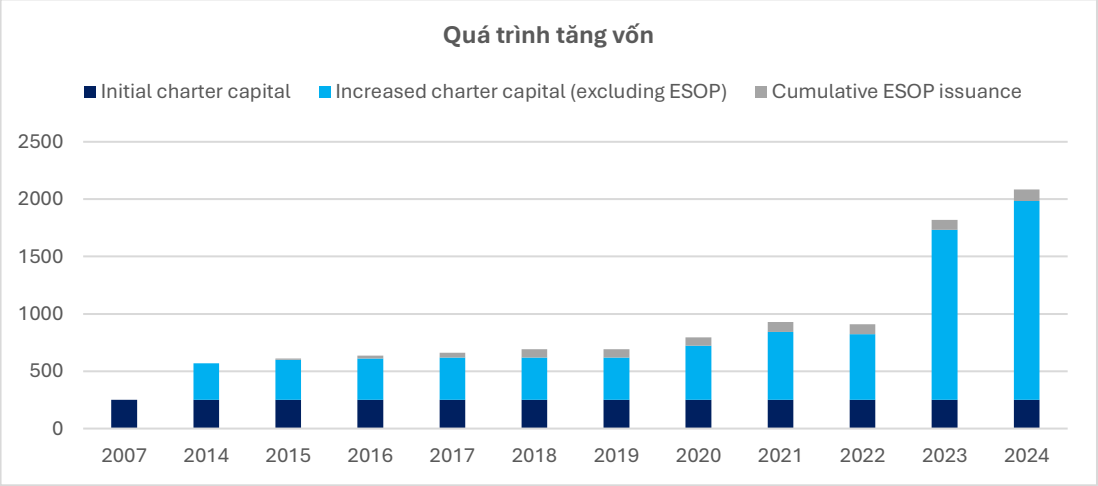
2019
Niêm yết cổ phiếu lên sàn giao dịch Upcom với mã cổ phiếu SIP

2021
Khởi công xây dựng nhà xưởng xây sẵn đầu tiên tại KCN Lê Minh Xuân 3, TP HCM

08/2023
Chuyển niêm yết cổ phiếu SIP sang HSX

2024
- Thực hiện GPMB Khu B - Giai đoạn 3 KCN Phước Đông, quy mô hơn 600ha

02/2025
- Chấp thuận chủ trương đầu tư KCN Long Đức GĐ 2 với CĐT là công ty con thuộc SIP là CTCP Đầu tư VRG Long Đức



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

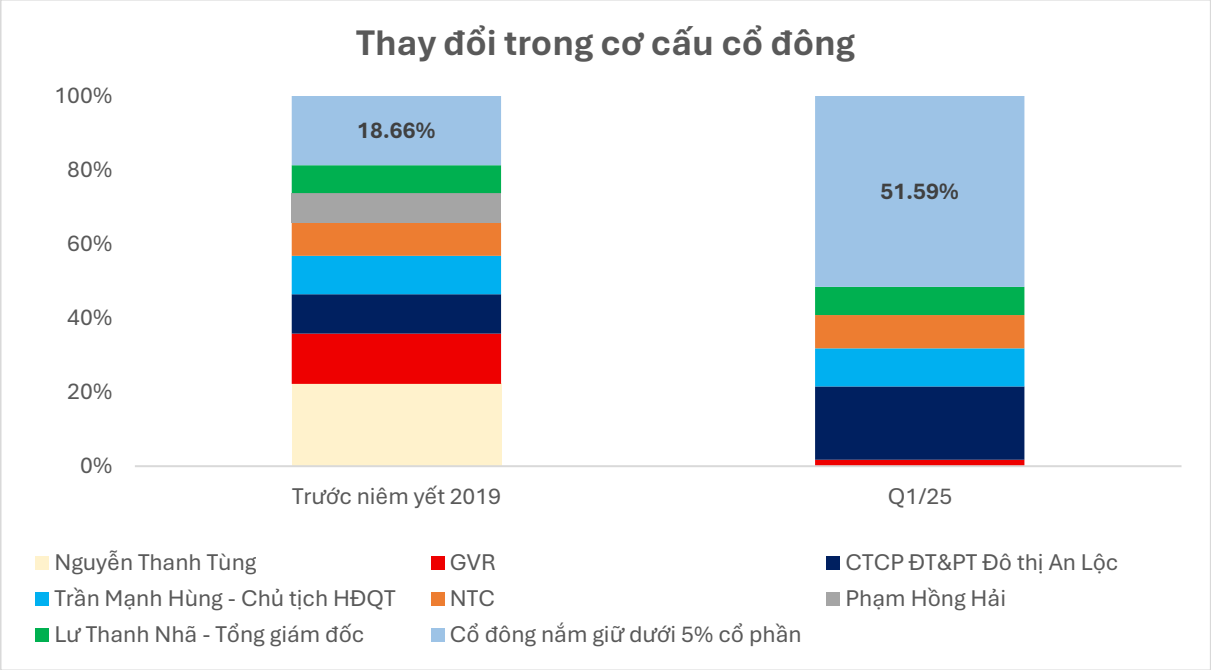
Cơ cấu cổ đông

Thành lập từ năm 2007 bởi 3 cổ đông lớn sáng lập bao gồm:

- Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR),
- CTCP Đầu tư và Xây dựng Cao su,
- CTCP Cao su Phước Hòa (HOSE: PHR) và các cá nhân.

Trước khi niêm yết năm 2019, cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp khá cô đặc khi các thành viên chủ chốt và tổ chức sáng lập sở hữu tới khoảng 81.3% vốn điều lệ công ty.
Tính đến cuối quý I/2025, cơ cấu cổ đông của Đầu tư Sài Gòn VRG đã thay đổi khi mà chỉ còn 4 cổ đông lớn gồm:

- CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị An Lộc (sở hữu 19.79% vốn điều lệ);
- Ông Trần Mạnh Hùng - Chủ tịch HĐQT (sở hữu 10.3%);



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Ban lãnh đạo đồng hành cùng doanh nghiệp từ những ngày đầu thành lập

Các thành viên trong ban lãnh đạo có chuyên môn sâu tập trung vào các chuyên ngành then chốt phục vụ hoạt động đầu tư - phát triển khu công nghiệp và vận hành doanh nghiệp: Luật, Tài chính, Kỹ Sư và Công nghiệp. Tính đến Q1/2025, HĐQT và ban lãnh đạo hiện đang sở hữu 25.7% cổ phần của SIP.

Đáng chú ý, một số nhân sự chủ chốt (bao gồm cả Chủ tịch và Giám đốc Điều hành) là cựu nhân viên của Công ty Liên doanh Sepzone Linh Trung I. Được thành lập năm 1992, với sự hợp tác giữa Chính phủ Việt Nam và Chính phủ Đài Loan, trong bối cảnh Việt Nam đang bước vào giai đoạn mở cửa và thu hút đầu tư nước ngoài, Khu chế xuất Linh Trung là một trong khu chế xuất đầu tiên được xây dựng tại TP. Hồ Chí Minh, nhằm thúc đẩy xuất khẩu và thu hút các doanh nghiệp đầu tư sản xuất trong các lĩnh vực công nghiệp nhẹ và công nghiệp chế biến.

Nhờ những kinh nghiệm tích lũy trong quá trình điều hành và quản lý tại Khu chế xuất Linh Trung I, các thành viên chủ chốt của Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) hiện nay đã được trang bị tư duy quản lý tiên tiến và kỹ năng phát triển khu công nghiệp một cách hiệu quả. Những bài học từ việc xây dựng hạ tầng đồng bộ, thu hút đầu tư nước ngoài, quản lý lao động và bảo vệ môi trường tại Linh Trung I đã giúp SIP định hướng phát triển các khu công nghiệp mới phù hợp với chiến lược công nghiệp hóa của Chính phủ. Đồng thời, SIP đã biết tận dụng tối đa lợi thế địa lý của các khu công nghiệp hiện có, liên kết vùng kinh tế trọng điểm và phát triển cơ sở hạ tầng hiện đại nhằm thu hút doanh nghiệp trong và ngoài nước, đảm bảo sự phát triển bền vững và xuyên suốt.

Hệ sinh thái công ty thành viên

Công ty hiện quản lý 7 công ty con trực tiếp và 2 công ty con gián tiếp;

Mảng kinh doanh	Công ty	% Sở hữu	Hoạt động kinh doanh
Mảng xây dựng	CTCP Xây Dựng Incontec	99.80%	Xây dựng công trình đường sắt, đường bộ
	CTCP Đầu Tư Và Tư Vấn Xây Dựng Phú An Thành	85.47%	Cung cấp dịch vụ tư vấn thiết kế kiến trúc công trình dân dụng, công nghiệp và tư vấn xây dựng
Mảng KD KCN	CTCP Đầu Tư Và Phát Triển VRG Long Thành	69.00%	Phát triển CSHT KCN và các khu dân cư
	CTCP Đầu Tư VRG Long Đức	57.95%	Phát triển CSHT của các KCN và khu dân cư; Phát triển KCN Long Đức GĐ2
Logistics	CTCP Cảng Và Dịch Vụ Logistics VRG Thanh Phước	99.82%	Cung cấp DV logistics cho KCN Phước Đông; vận hành Cảng Thanh Phước
Các mảng khác	CTCP Phát Triển Dịch Vụ Sài Gòn Vrg	99.80%	Nhà cung cấp dịch vụ nội bộ: cung cấp nước khoáng, thi công trạm điện, nước và bán tấm quang điện, văn phòng phẩm
	Công ty TNHH MTV Đầu tư AT	99.80%	Kinh doanh BĐS
	CTCP Đầu Tư Và Phát Triển Đông Nam	99.95%	Buôn bán xuất khẩu mủ cao su tự nhiên
	Công ty Cổ phần Bao bì Sài Gòn	93.58%	SX các sản phẩm nhựa và bao bì

2 công ty liên kết (thoái vốn tại VRG năm 2024)

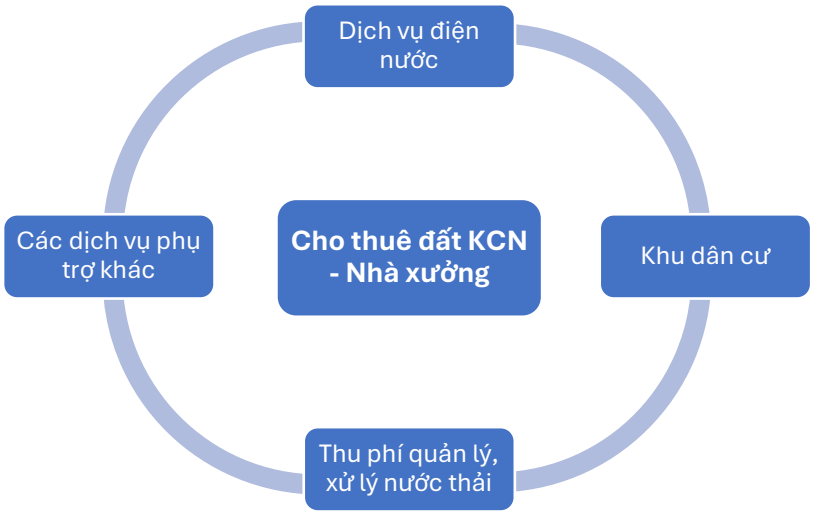
Mảng kinh doanh	Công ty	% Sở hữu	Hoạt động kinh doanh	Vốn điều lệ (triệu đồng)
KCN	CTCP KCN Nam Tân Uyên (Upcom: NTC)	24.87%	Phát triển CSHT KCN và các khu dân cư	239,999
Khác	CTCP Xi măng FICO Tây Ninh	20.68%	Khai thác thăm dò khoáng sản	48,337

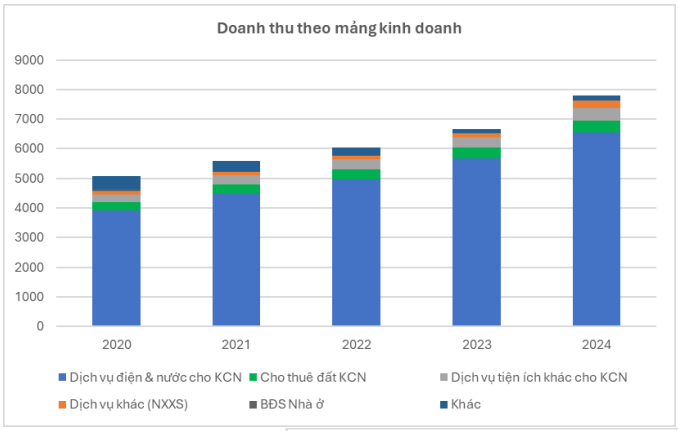
Nguồn: SIP, GTJASVN RS

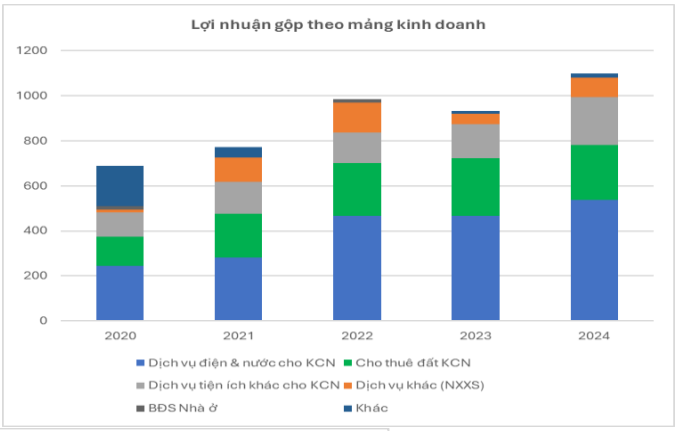
II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

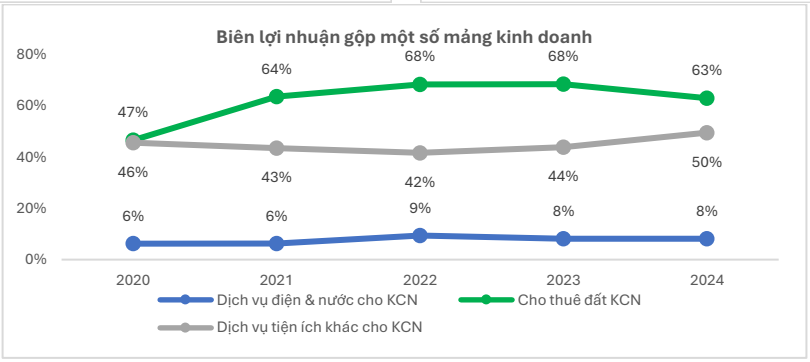
Xuyên suốt quá trình hình thành và phát triển, công ty tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là cho thuê đất tại Khu công nghiệp cũng như dành một phần đất trong mỗi khu công nghiệp để chuyển đổi xây nhà kho, xưởng xây sẵn và xây theo yêu cầu.

Các dịch vụ phụ trợ đi kèm phục vụ khách thuê khu công nghiệp cũng dần được hình thành và mang lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp như: Dịch vụ cung cấp điện, nước phục vụ hoạt động sản xuất của khách thuê; Phát triển Khu dân cư cạnh 4 KCN; Thu phí dịch vụ quản lý KCN, xử lý nước/rác thải, v.v







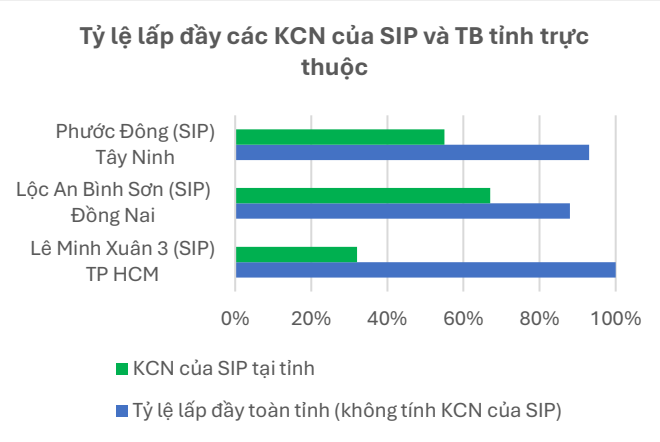


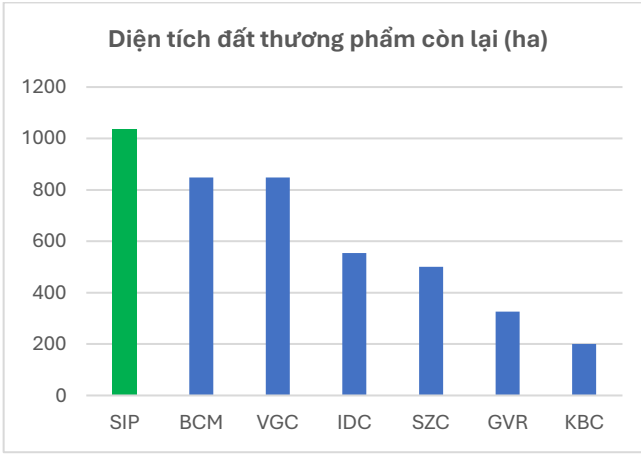
Nguồn: SIP, GTJASVN RS

- Việc mảng BĐS Khu công nghiệp đóng góp tỷ trọng doanh thu nhỏ đến từ nguyên nhân khách quan là công ty lựa chọn phương pháp phân bổ doanh thu theo đường thẳng, do đó doanh thu hàng năm không phản ánh hết tình hình kinh doanh thực tế của mảng này
- Bù lại, mảng cho thuê đất KCN có biên lãi gộp cao nhờ doanh nghiệp thực hiện đền bù - giải phóng mặt bằng từ sớm và gấp rút trong thời gian ngắn tận dụng thời điểm giá thấp. Các khu đất SIP sở hữu nằm tại khu vực ngoại thành ít dính hộ dân, tính chất đất bằng phẳng, độ cứng cao do đó tiết kiệm chi phí san lấp và giải phóng mặt bằng.
- Mảng dịch vụ cung cấp điện nước có biên lợi nhuận thấp do phụ thuộc giá bán và giá mua theo bảng giá của EVN; tuy nhiên quy mô cho thuê lớn giúp đóng góp phần giá trị tuyệt đối lớn cho lợi nhuận gộp doanh nghiệp.

2.1. *Cho thuê đất khu công nghiệp là mảng kinh doanh cốt lõi*

Tính đến cuối năm 2024, SIP đã hình thành và quản lý 4 khu công nghiệp đặt tại các tỉnh Tây Ninh, TP.HCM và Đồng Nai đều là các tỉnh kinh tế trọng điểm phía Nam và có lợi thế thu hút đầu tư riêng.





	Phước Đông GĐ1 (Khu A – KCN)	Phước Đông GĐ2 (Khu B – KCN)	Phước Đông GĐ 3 (Khu B – KCN)	Đông Nam	Lê Minh Xuân 3	Lộc An – Bình Sơn	Long Đức – GĐ2
Vị trí	Gò Dầu, Tây Ninh	Gò Dầu, Tây Ninh	Gò Dầu, Tây Ninh	Củ Chi, TP HCM	Bình Chánh, TP HCM	Long Thành, Đồng Nai	Long Thành, Đồng Nai
Tỷ lệ sở hữu	100%	100%	100%	100%	100%	69%	57.95%
Quy mô (ha)	1014.07	1175.04		287	231.25	497.77	293.9
Thời hạn	2058	2058	2058	2058	2060	2064	2075
Tỷ lệ lấp đầy	96%	43%	-	89%	32%	67%	-
DT đất thương phẩm còn lại	28.32	290.95	394.33	19.22	100	117	Chưa khởi công
Giá thuê (USD/m²/chu kỳ còn lại)	85-100	85-100	85-100	220 – 230	250 – 300	170 – 200	N/A
Ngành nghề cho thuê chính	Sợi, dệt may, săm lốp, khác	Sợi, dệt may, săm lốp, khác	Sợi, dệt may, săm lốp, khác	Sx hàng tiêu dùng, pin mặt trời	Kho bãi, hậu cần, sx tiêu dùng	Kho bãi, hậu cần, sx tiêu dùng	Tổng hợp
Tình trạng pháp lý	Đã hoàn thiện	Đã hoàn thiện	Đang thực hiện giải phóng mặt bằng	Đã hoàn thiện	Đã hoàn thiện	Đã hoàn thiện	Được chấp thuận chủ trương đầu tư

Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Khu công nghiệp Phước Đông tọa lạc tại Huyện Gò Dầu và Thị xã Trảng Bàng, là trung tâm phát triển của tỉnh Tây Ninh bao gồm tam giác Trảng Bàng – Phước Đông – Gò Dầu. Đây cũng là trung tâm kết nối giữa TP.HCM và thủ đô Phnom Penh, hai trung tâm kinh tế và văn hóa quan trọng của Việt Nam và Campuchia.

Dù khoảng cách đến các cảng quốc tế như Cát Lái (~80 km) và Cái Mép (~120 km) tương đối xa, khu công nghiệp vẫn sở hữu nhiều lợi thế riêng biệt: chỉ cách cửa khẩu quốc tế Mộc Bài khoảng 20 km, gần cảng sông Thanh Phước (chỉ 10 km, do chính SIP hợp tác đầu tư từ năm 2013), cùng với nguồn nước dồi dào từ hồ Dầu Tiếng – rất phù hợp với những ngành công nghiệp có nhu cầu sử dụng nước lớn như dệt nhuộm, săm lốp. Đây cũng là các ngành được tỉnh Tây Ninh ưu tiên phát triển nhưng thường bị hạn chế ở các địa phương khác.

Với lợi thế quỹ đất liền mạch lớn, giá thuê thấp cùng định hướng tập trung vào các ngành công nghiệp đặc thù ... KCN Phước Đông giai đoạn 1 nhanh chóng đạt tỷ lệ lấp đầy, đặc biệt trong giai đoạn 2018–2019 với hơn 300 ha đã được cho thuê. Các nhà đầu tư lớn như Gain Lucky, Billions và Luthai thuê mỗi bên từ 50 ha trở lên, cho thấy sức hút mạnh mẽ của khu công nghiệp này.

Về giao thông đường bộ, Phước Đông nằm sát tuyến đường ĐT 782 – tuyến trục chính của Tây Ninh, kết nối trực tiếp với Quốc lộ 22B. Đây hiện là tuyến đường huyết mạch duy nhất vận

chuyển hàng hóa từ Tây Ninh đến TP.HCM.

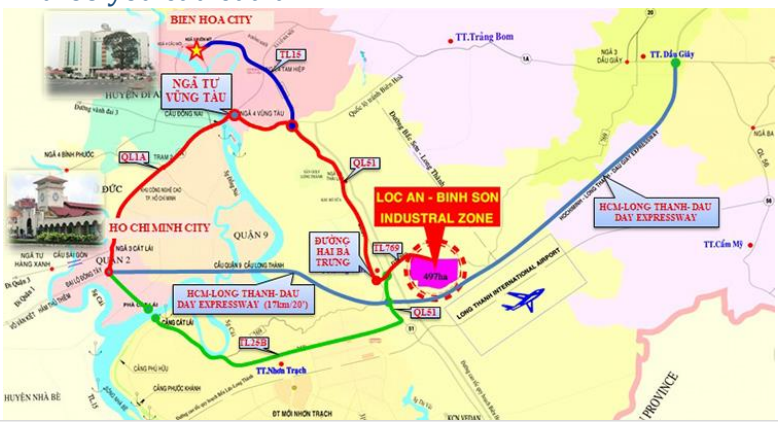
Một số dự án đầu tư lớn thuộc KCN Phước Đông

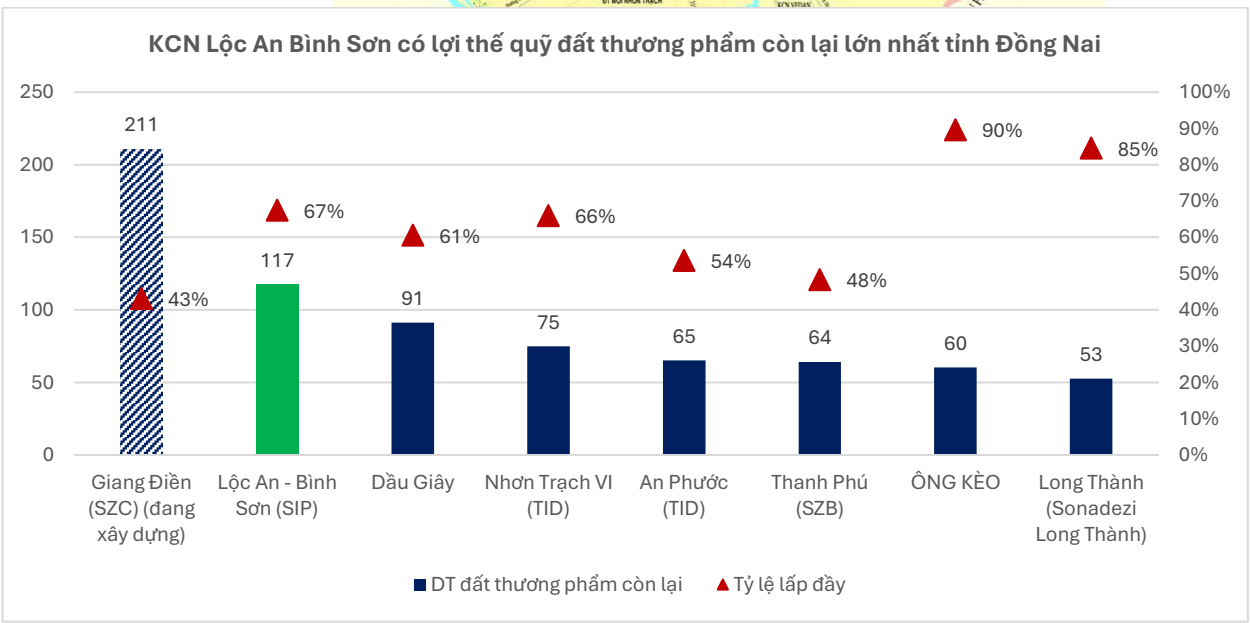
Khách thuê	Vốn đầu tư	Ngành nghề sản xuất
BROS Eastern	800 triệu USD	Nhà máy sản xuất sợi màu Brotex
Jinyu (Trung Quốc)	612 triệu USD (thuộc danh sách 05 dự án FDI lớn nhất tại Việt Nam năm 2020)	Nhà máy sản xuất lốp xe TBR 2 triệu sản phẩm/năm
CCGrass (Trung Quốc)	GĐ 1: 58 triệu USD; GĐ2: lên đến 150 triệu USD	Nhà máy sản xuất Cỏ nhân tạo

Nguồn: SIP, GTJASVN RS

KCN Lộc An - Bình Sơn (SIP sở hữu 69%; GVR sở hữu 31%) có vị trí thuận lợi, chỉ cách Sân bay Quốc tế Long Thành gần 20km; khoảng cách đến cảng Cát Lái khoảng 20km; Cảng Cái Mép Thị Vải (60km) khiến cho KCN là điểm đến lý tưởng của các nhà sản xuất thuộc ngành công nghiệp phụ trợ, ngành công nghệ cao hay thuê ngắn hạn phục vụ cho hoạt động kho bãi, hậu cần.
Ngoài ra, với diện tích đất thương phẩm còn lại đến tháng 3/2025 đạt khoảng 117ha, (tỷ lệ lấp đầy 67%) là quỹ đất còn lại lớn nhất trong khu vực tỉnh Đồng Nai (tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 88%) giúp cho KCN Lộc An Bình Sơn hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ đón nhận khách thuê di dời nhà máy ra KCN Biên Hòa 1 theo yêu cầu của tỉnh.

SƠ ĐỒ VỊ TRÍ KHU CÔNG NGHIỆP LỘC AN – BÌNH SƠN



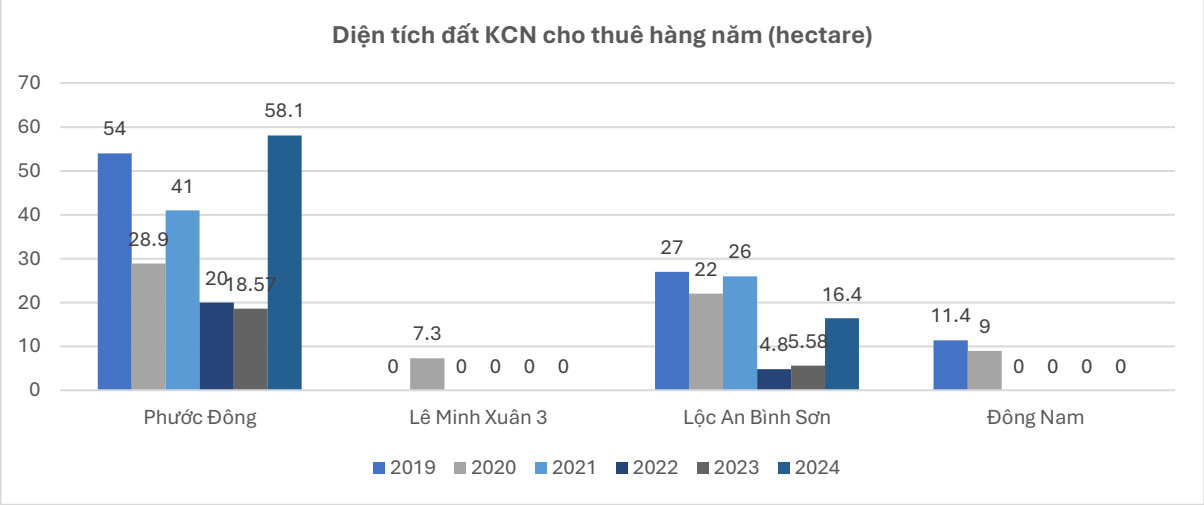


Nguồn: SIP, GTJASVN RS

KCN Đông Nam là dự án khu công nghiệp đầu tiên do SIP phát triển từ năm 2008, tọa lạc tại TP.HCM với các khách thuê lớn như Vinamilk, First Solar và Worldon. Tính đến cuối năm 2021, khu công nghiệp này đã đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 88%. Hiện phần còn lại SIP đang phát triển các khu nhà xưởng xây sẵn (RBF) và nhà kho xây sẵn (RBW) để phục vụ cho xu hướng thuê các loại hình hình này tại đây.
KCN Lê Minh Xuân 3 là được thành lập sau vào năm 2014, sở hữu hạ tầng hiện đại với tỷ lệ

lấp đầy thấp khoảng 32% từ cuối năm 2021, diện tích thương phẩm còn lại lớn hơn 100ha đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng.

***Diễn biến cho thuê đất các KCN của SIP*:**



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Giai đoạn 2021–2024, hoạt động cho thuê đất tại SIP tập trung chủ yếu ở hai dự án lớn là **KCN Phước Đông (Tây Ninh)** và **KCN Lộc An – Bình Sơn (Long Thành, Đồng Nai)**. Ngược lại, tại hai khu công nghiệp có vị trí ở ngoại thành TP.HCM là KCN Đông Nam và KCN Lê Minh Xuân 3, công ty không ghi nhận thêm giao dịch cho thuê đất mới dù vẫn duy trì mục tiêu khoảng 5 ha/năm. Nguyên nhân chủ yếu đến từ hai yếu tố: (1) mặt bằng giá thuê tại khu vực TP.HCM đã neo ở mức cao (250–300 USD/m^2/chu kỳ); và (2) quỹ đất còn lại bị phân lô nhỏ lẻ, không đáp ứng được nhu cầu thuê diện tích lớn của các nhà sản xuất.

Ngoài ra, định hướng tái cấu trúc các khu công nghiệp cũ của TP.HCM nhằm nâng cao hiệu suất sử dụng đất, tập trung vào các ngành công nghệ cao, logistics và dịch vụ kho bãi khiến nhu cầu thuê đất truyền thống sụt giảm, nhường chỗ cho mô hình nhà kho – nhà xưởng xây sẵn (RBF/BTL). Do đó, trong giai đoạn 2025–2030, hoạt động cho thuê đất tại Đông Nam và Lê Minh Xuân 3 nhiều khả năng sẽ tiếp tục chững lại. Thay vào đó, việc chuyển hướng khai thác phần diện tích còn lại thông qua xây dựng nhà xưởng, nhà kho là chiến lược hợp lý, vừa phù hợp với định hướng phát triển của thành phố, vừa đáp ứng nhu cầu thực tế của nhóm khách thuê FDI trong các ngành công nghệ cao, điện tử, bán dẫn – vốn sẵn sàng chi trả cao và ít bị ảnh hưởng bởi biến động thương mại quốc tế.

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, cả KCN Đông Nam và KCN Lê Minh Xuân 3 đều đã ***hoàn thiện đầy đủ pháp lý*** và nằm tại các khu vực ngoại thành TP.HCM – khu vực có lợi thế lớn về kết nối hạ tầng liên vùng. Cùng với đó, KCN Lộc An – Bình Sơn nằm cạnh sân bay Long Thành, tạo nên một mạng lưới các KCN ở vị trí chiến lược, phù hợp để phát triển thành trung tâm logistics và phân phối hàng hóa cho khu vực Đông Nam Bộ. Ban lãnh đạo SIP định hướng phát triển quỹ đất ***hơn 32.81 ha trong KCN Lê Minh Xuân 3; 9.8ha (Gđ 1) trong KCN Lộc An - Bình Sơn để xây dựng nhà xưởng và kho bãi xây sẵn cho thuê***, nhằm tạo dòng tiền ổn định và tăng tính linh hoạt trong khai thác quỹ đất phân mảnh còn lại trong các khu công nghiệp hiện hữu.

2.2. Nguồn thu từ dịch vụ cung cấp điện nước trong KCN đảm bảo KQKD ổn định

SIP là một trong số rất ít chủ đầu tư khu công nghiệp được Bộ Công Thương cấp phép xây dựng trạm biến áp 110 kV, trực tiếp mua điện từ EVN và phân phối lại cho các khách thuê trong KCN. Hiện tại, SIP đang quản lý 4 trạm biến áp 110 kV với tổng công suất 3×63 MVA, trong đó 3 trạm cung cấp điện cho khách thuê thuộc KCN Phước Đông, 1 trạm phục vụ khách thuê tại KCN Lộc An – Bình Sơn.

STT	Tên trạm biến áp	Công suất lắp đặt	Vị trí
	Tổng công suất	567 MVA	—
1	Trạm 110 kV Phước Đông	2×63 MVA	KCN Phước Đông, Trảng Bàng – Gò Dầu, Tây Ninh
2	Trạm 110 kV Phước Đức	2×63 MVA	Gò Dầu, Tây Ninh (liên quan cụm Phước Đông mở rộng)
3	Trạm 110 kV Gia Lộc	3×63 MVA	KCN Lộc An – Bình Sơn, Long Thành, Đồng Nai
4	Trạm 110 kV Thuận Lợi	2×63 MVA	KCN Phước Đông, Trảng Bàng – Gò Dầu, Tây Ninh

Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Trong hệ thống này, KCN Phước Đông là trung tâm tiêu thụ điện lớn nhất, nhờ quy mô rộng và tỷ lệ lấp đầy cao, đóng góp khoảng 70% sản lượng điện và 81% doanh thu từ mảng bán điện. Các KCN còn lại như Đông Nam, Lê Minh Xuân 3 và Lộc An – Bình Sơn chiếm tỷ trọng nhỏ hơn nhưng vẫn đang tăng trưởng theo nhu cầu thuê đất.

Để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện ngày càng lớn từ các ngành công nghiệp tiêu thụ cao như dệt may, sợi, cao su, SIP đang mở rộng hệ thống hạ tầng điện. Trong giai đoạn 2023–2026, công ty triển khai thêm hai trạm biến áp mới (số 5 và số 6) với tổng công suất 126 MVA, phục vụ cho Phước Đông – Giai đoạn 2 và 3. Đặc biệt, Trạm 110 kV Phước Đông – Bời Lời 5 đang được thi công và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025.

Theo Quyết định số 1279/QĐ-BCT ngày 09/05/2025 quy định về mức giá bán điện của EVN, mức giá mua buôn và bán lẻ điện áp dụng cho SIP trong năm 2025 như sau:

Giá bán buôn điện thông qua thanh cái 110KV của trạm biến áp có tổng công suất đặt lớn hơn 100 MVA. Giá bán lẻ điện cho các ngành sản xuất - áp dụng cho cấp điện áp từ 22kV đến 100 kV *(Áp dụng cho mua bán từ cấp điện qua các trạm biến áp của SIP)*

09/05/2025	Giá mua	Giá bán	Chênh lệch	Chênh lệch %
Giờ bình thường	1744	1833	89	5.1%
Giờ thấp điểm	1117	1190	73	6.5%
Giờ cao điểm	3197	3398	201	6.3%

Giá bán buôn phía trung áp của trạm biến áp *(điện sử dụng từ bên ngoài do EVN đầu tư trạm biến áp với phần công suất TBA của SIP không đáp ứng đủ hoặc không có TBA)***. Giá bán lẻ điện cho các ngành sản xuất - áp dụng cho cấp điện áp từ 22kV đến 100 kV**

09/05/2025	Giá mua	Giá bán	Chênh lệch	Chênh lệch %
Giờ bình thường	1800	1833	33	1.8%
Giờ thấp điểm	1168	1190	22	1.9%
Giờ cao điểm	3334	3398	64	1.9%

Giờ bình thường	Từ 4h00 đến 9h30; từ 11h30 đến 17h00; từ 20h00 đến 22h00.
Giờ thấp điểm	Từ 22h00 đến 4h00.
Giờ cao điểm	Từ 9h30 đến 11h30; từ 17h00 đến 20h00

Nguồn: EVN, GTJASVN RS

Giá bán điện theo giá bán các khung giờ của EVN mức hưởng chênh lệch giá bán đối với SIP khoảng 5 – 6% trong khi việc cung cấp điện qua trung áp có biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 1.9%. Như vậy việc sở hữu và vận hành trạm biến áp giúp SIP nâng cao chất lượng dịch vụ tiện ích, tăng biên lợi nhuận, phục vụ tốt hơn khách thuê và gia tăng doanh thu bền vững hàng năm. Ngoài ra, mức giá bán vừa được điều chỉnh vào tháng 5/2025, trung bình tăng 4.8% so với mức giá cũ. Theo đó doanh thu và LNG tuyệt đối của SIP sẽ tăng ở mức tương ứng.

Với diện tích đã cho thuê hơn 1.300ha và hơn 1.000ha chưa cho thuê, doanh thu bán điện, nước sẽ ngày càng tăng khi diện tích cho thuê tăng lên, đặc biệt là các doanh nghiệp tại KCN Phước Đông như cao su, dệt, sợi, may… sử dụng khá nhiều điện.

2.3. Mảng bất động sản dân cư – dịch vụ phụ trợ thu hút khách thuê

Mảng Bất động sản dân cư của SIP đi cùng hệ sinh thái KCN và chỉ ghi nhận doanh thu khi

doanh nghiệp có dự án mới mở bán, là hoạt động không thường xuyên trên bảng kết quả kinh doanh. Tuy nhiên đây cũng là 1 dịch vụ quan trọng thu hút khách thuê quy mô lớn có nhu cầu sử dụng khu dân cư để bố trí chỗ ở cho chuyên gia, công nhân trong khu công nghiệp.

Các khu dân cư phát triển song hành tại KCN Đông Nam và Lê Minh Xuân 3 đã hoàn thiện thi công hạ tầng cơ bản (đường nội khu, trạm điện, trung tâm phân phối Coop, …). Tuy nhiên phần triển khai ***pháp lý chưa có tiến triển mới*** do thành phố chưa phê duyệt giao đất.

Vừa qua, ***SIP cho ra mắt Khu đô thị Phước Đông New City*** (KDC Thuận Lợi 2) tọa lạc tại xã Phước Đông, huyện Gò Dầu, tỉnh Tây Ninh, nằm trong khu liên hợp công nghiệp – đô thị – dịch vụ Phước Đông. Dự án Phước Đông New City đã ***chính thức khởi động giai đoạn đầu tiên với sự kiện kickoff diễn ra vào ngày 04 tháng 6 năm 2025***.

Dự án đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý cần thiết và đang trong giai đoạn triển khai xây dựng các hạng mục cơ sở hạ tầng và nhà ở. Trong giai đoạn đầu, từ tháng 6-2025, SIP kết hợp cùng Minh Phú Land sẽ đưa ra thị trường khai thác 205 căn nhà phố thương mại đã xây sẵn, hoàn thiện mặt ngoài, giao thô bên trong, đảm bảo đồng bộ về kiến trúc, có sẵn sổ hồng riêng từng căn, có thể công chứng sang tên ngay, giá bán giao động 1.2 tỷ đồng – 2 tỷ đồng/căn. Dự kiến đem về cho doanh nghiệp khoản doanh thu **273 tỷ đồng**, năm 2025 bàn giao và ghi nhận 50% doanh thu, năm 2026 hoàn tất bàn giao

2.4. Các mảng phụ trợ

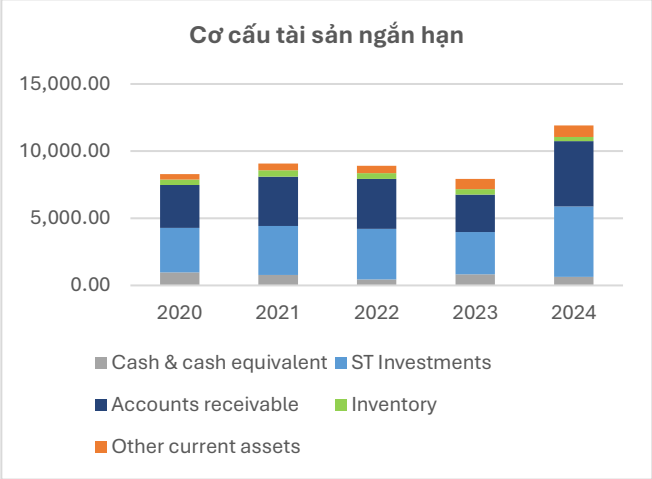
SIP còn hoạt động ở một số ngành nghề phụ trợ khác như khai thác dịch vụ logistics qua cảng sông Thanh Phước, xây dựng nhà xưởng thông qua công ty con Incotec, sản xuất bao bì nhựa (CTCP Bao bì nhựa Sài Gòn), thương mại pin năng lượng mặt trời, và cung cấp khí công nghiệp. Tuy nhiên, các mảng hoạt động này hiện chỉ đóng góp tỷ trọng rất nhỏ vào tổng doanh thu (~5%/năm), Incotec – dù là công ty con của SIP và có tiềm năng từ nhu cầu xây dựng nhà xưởng – nhưng với năng lực thi công và tính cạnh tranh hạn chế, hiện chủ yếu phục vụ các công trình nội bộ cho công ty mẹ, quy mô doanh thu còn thấp. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá triển vọng của các mảng kinh doanh phụ này là hạn chế, và nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở quy mô hiện tại trong thời gian tới.

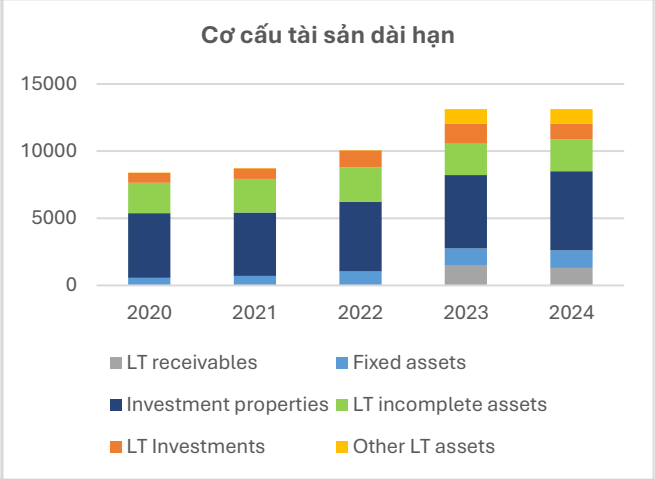
III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

- **Dự trữ tiền mặt dồi dào cùng chiến lược phân bổ dòng tiền hợp lý**

SIP sở hữu tình hình tài chính lành mạnh, nguồn tiền mặt dồi dào từ hoạt động cho thuê đất Khu công nghiệp, gần như không sử dụng vay nợ

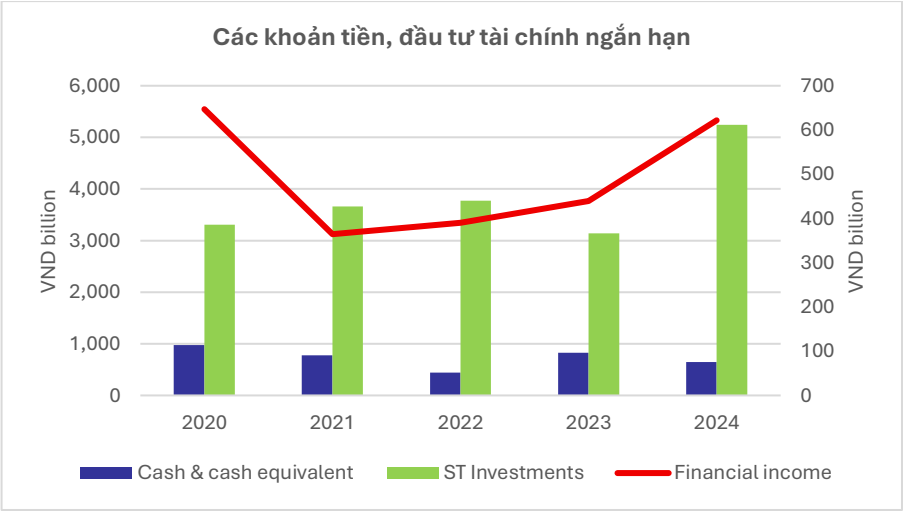
Trên cơ cấu tài sản, chỉ riêng tài sản ngắn hạn chiếm 48% tổng tài sản. Dòng tiền được sử dụng hiệu quả với tỷ lệ **Tiền và tương đương tiền** chiếm tỷ trọng chỉ khoảng 3% tổng tài sản; còn lại chủ yếu phân bổ vào **Đầu tư tiền gửi có kỳ hạn** (hơn 5052 tỷ đồng vào cuối năm 2024, chiếm 21% tổng tài sản). Tại thời điểm cuối năm 2024, khoản **Phải thu về cho vay ngắn hạn** đạt 1,611 tỷ đồng (+27%YoY), trong đó, VCBS và CTS là hai đối tác chính mà SIP cho vay, lãi suất áp dụng với các khoản vay này là từ 5.2% - 7.4%/năm.





Nguồn: SIP, GTJASVN RS

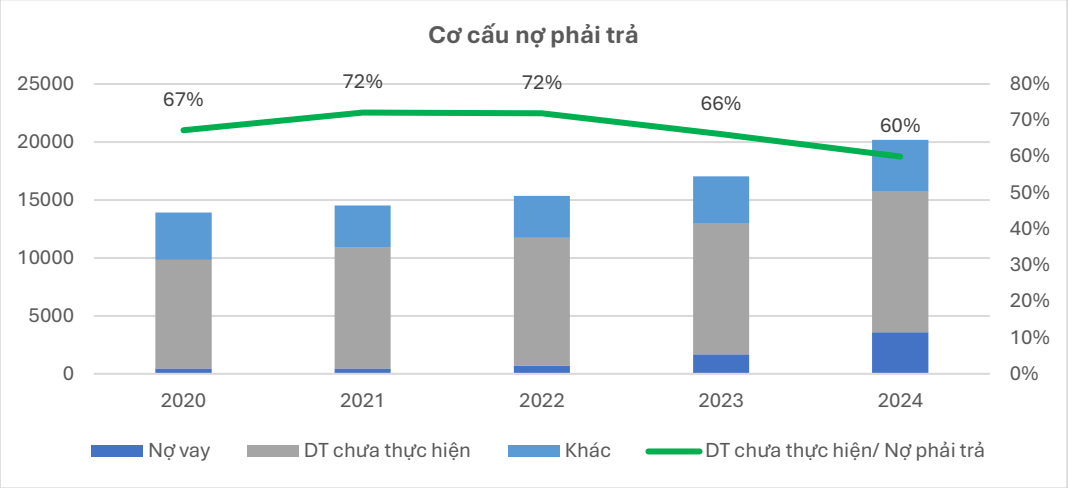
Trong giai đoạn từ 2020A đến 2024A, **doanh thu từ hoạt động tài chính** của SIP duy trì trung bình 8% tổng doanh thu nhờ vào việc đầu tư tài chính ngắn hạn, nhận cổ tức từ các công ty con và hoạt động thoái vốn của SIP. Đây sẽ là nguồn tiền ổn định hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của SIP, bao gồm việc trả cổ tức hàng năm bằng tiền mặt với tỷ lệ cổ tức dự kiến từ 35% - 50%.



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Khoản phải thu khách hàng chỉ chiếm 2% tổng tài sản, chủ yếu là khoản phải thu từ cung cấp dịch vụ tiện ích (điện nước, phí quản lý) cho khách thuê lớn trong quá trình sản xuất. Tương tự, hàng tồn kho chỉ chiếm tỷ trọng 1-3% tổng tài sản giai đoạn 2020 – 2024, cho thấy doanh nghiệp ít bị chiếm dụng vốn ngắn hạn.

Tài sản dài hạn (chiếm 52% tổng tài sản 2024), chủ yếu đến từ **Bất động sản đầu tư** (23% tổng tài sản); các khoản đầu tư dở dang dài hạn (9% tổng tài sản) và đầu tư dài hạn và công ty con, công ty liên kết



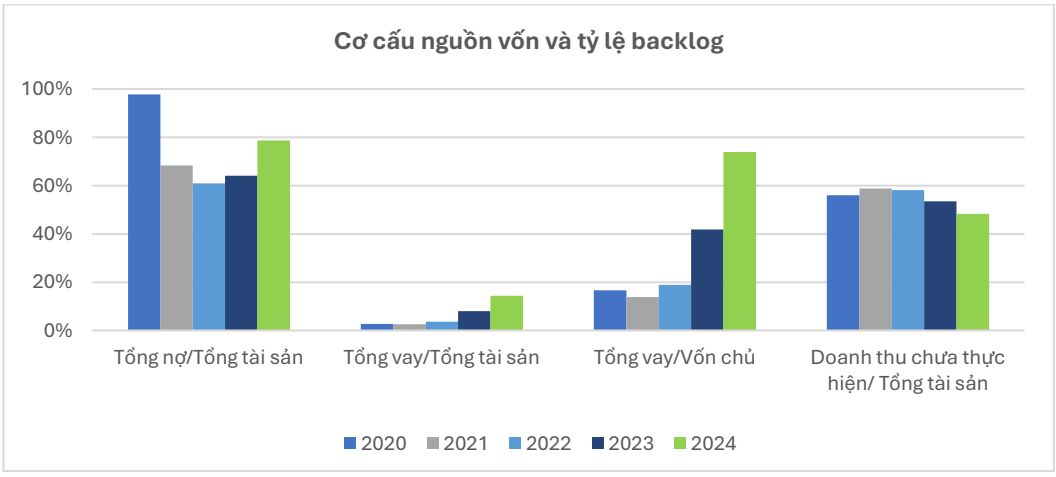
Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Doanh nghiệp dành một phần tiền mặt phục vụ hoạt động thu mua – mở rộng quỹ đất, giải phóng mặt bằng

Tạm ứng thu gom đất và giải phóng mặt bằng (năm 2024, khoản tạm ứng tăng gấp 3.12 lần do công ty thực hiện tạm ứng GPMB tại KCN Phước Đông 3, đạt 2085 tỷ đồng); và cho vay công ty con, công ty liên kết và đối tác, thể hiện qua khoản Phải thu về cho vay ngắn hạn.

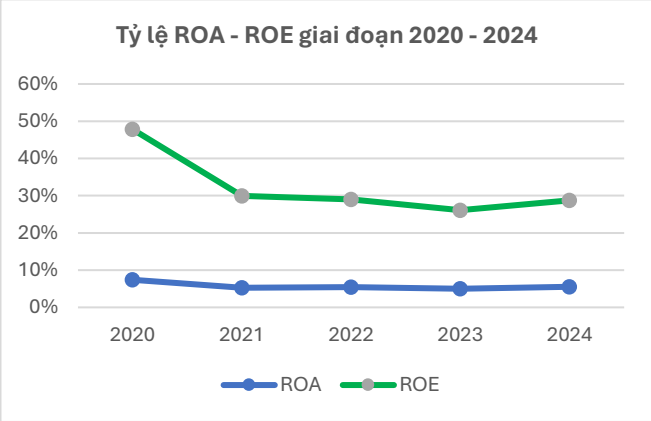
- **Cơ cấu nợ phải trả chủ yếu bao gồm doanh thu chưa thực hiện dài hạn từ hoạt động cho thuê đất khu công nghiệp; gần như không sử dụng nợ vay**

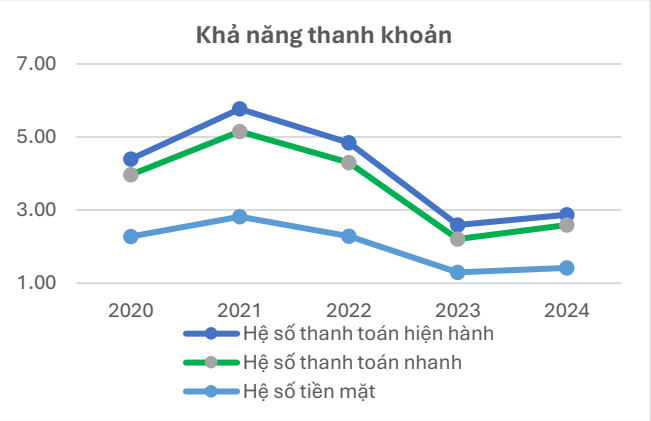
Nợ phải trả chiếm tới 81% tổng tài sản song chủ yếu đến từ lượng backlog cho thuê đất Khu công nghiệp, thể hiện tại khoản mục **Doanh thu chưa thực hiện**. Giai đoạn 2020 -2022, doanh nghiệp duy trì khoản **Nợ vay** thấp, chỉ khoảng 3-5% trong cơ cấu **Nợ phải trả**. Đến năm 2023 ghi nhận khoản vay mới 100 tỷ VND phục vụ hoạt động xây dựng nhà xưởng và năm 2024 xuất hiện khoản vay 1154 tỷ cho mục đích giải phóng mặt bằng tại KCN Phước Đông 3. Các khoản vay này được thực hiện đúng mục đích vay khi tại cuối quý 1/2025, công ty thông báo đã gần hoàn tất giải phóng mặt bằng tại KCN này.



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

Khả năng sinh lời ổn định





Nguồn: SIP, GTJASVN RS

IV. ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Trước những biến động của các chính sách thuế quan cũng như trong giai đoạn chờ đợi kết quả đàm phán thuế quan, rủi ro kinh doanh lớn đặt ra với các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN với tốc độ cho thuê đất dự kiến chậm lại kể từ 2026 – 2029 do nhu cầu thuê sụt giảm, dòng vốn chuyển dịch sang các thị trường có mức thuế đối ứng thấp hơn mà chi phí tương đương.

Chúng tôi đánh giá triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp trên quan điểm thận trọng với các mảng kinh doanh như sau:

4.1. Mảng cho thuê đất KCN

4.1.1. Cơ cấu doanh thu phòng thủ trong giai đoạn khó khăn chung toàn ngành

a. Lượng backlog cho thuê đất lớn đảm bảo doanh thu được phân bổ ổn định hàng năm

Kết thúc Q1.2025, SIP ghi nhận khoản backlog từ cho thuê đất - thể hiện qua khoản **Doanh thu chưa thực hiện** là 12,009 tỷ đồng. Vời kỳ hạn cho thuê còn lại trung bình đạt 35 năm, trong kịch bản tiêu cực khi Công ty không thu hút được khách thuê mới thì lượng backlog trên có thể phân bổ theo vào doanh thu theo phương pháp đường thẳng, trung bình ghi nhận khoảng 343 tỷ đồng doanh thu/năm.

b. Doanh số năm 2025 được đảm bảo với diện tích bàn giao lên đến 78ha:

Trên thực tế, trước khi khi công bố chính sách thuế quan hồi đầu tháng 4/2025, Công ty đã ghi nhận ký kết với 3 khách thuê mới tại KCN Phước Đông, với tổng diện tích dự kiến bàn giao trong năm 2025 lên đến gần 65ha. Cụ thể:

- Đã hoàn tất bàn giao đất tại 2 dự án: (1) Dự án nhà máy sản xuất vải và sợi tổng hợp của Hailide Việt Nam (vốn 93 triệu USD, diện tích thuê 14.2ha), và (2)Dự án mỹ phẩm Beauty Linking Việt Nam (1.5ha), và
- Ký kết cho thuê đất khách thuê là công ty TNHH Global Hantex ngày 07/03/2025 để thực hiện dự án nhà máy sản xuất vải dệt kim; diện tích thuê khoảng 50ha, tổng số vốn đầu tư lên đến 150 triệu USD. Ngày 29/05/2025, Sở Nông nghiệp và Môi trường tỉnh Tây Ninh đăng tải Báo cáo đề xuất cấp Giấy phép môi trường cho dự án trên. Dự kiến SIP sẽ bàn giao đất từ Quý 2.2025 trước khi dự án bắt đầu công tác xây dựng cơ bản.

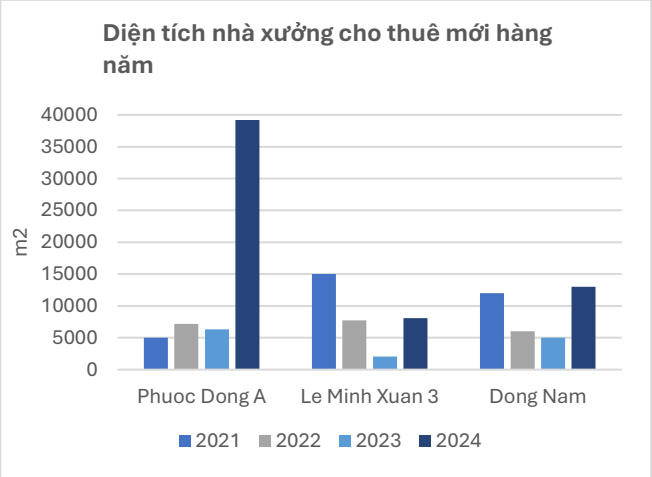
Kết thúc quý 1 năm nay, tại KCN Lộc An Bình Sơn, tiếp nhận 2 khách hàng mới di dời nhà máy tại KCN Biên Hòa 1 là CTCP Bột giặt NET (6 ha, đã bàn giao đất và đi vào hoạt động) và từ CTCP Bao bì Biên Hòa (6ha, đang trong quá trình hoàn tất thủ tục xin phép xây dựng, dự kiến xây nhà máy mới trong năm 2025)

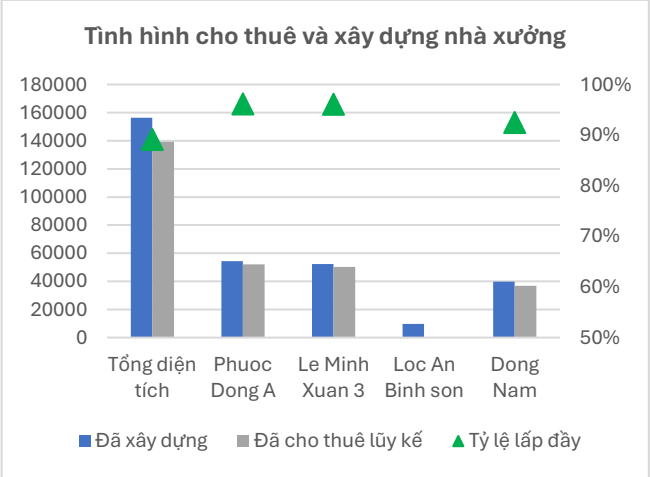
Như vậy, tính riêng trong nửa đầu năm 2025, SIP đã ghi nhận tổng diện tích dự kiến bàn giao lên đến 78ha. Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bàn giao đất vẫn diễn ra đúng hẹn, qua đó bổ sung nguồn tiền dồi dào vào lượng backlog cho thuê và đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong ngắn hạn 2025 – 2026.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng cho thuê đất khu công nghiệp giai đoạn 2025/2026 đạt 441.74 tỷ đồng (+13% yoy)/506.5 tỷ đồng (+15% yoy) nhờ phân bổ doanh thu từ lượng backlog cho thuê lớn giai đoạn 2024 (74.5ha) và 2025 (78ha). Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2025/2025 duy trì mức 65%/66%.

c. *Tái cơ cấu mô hình cho thuê sang nhà kho, nhà xưởng xây sẵn:*

Trong bối cảnh rủi ro thương mại gia tăng, doanh nghiệp ưu tiên thuê nhà xưởng/kho xây sẵn hoặc hợp tác xây theo yêu cầu (Built-to-suit) thay vì đầu tư hạ tầng từ đầu. Điều này có lợi cho các KCN phát triển mô hình nhà xưởng, nhà kho dịch vụ, tạo dòng tiền ổn định hơn so với đất cho thuê một lần.





Nguồn: SIP, GTJASVN RS

4.1.2. Dư địa tấn công trong kịch bản vốn FDI tích cực và nhu cầu thuê bùng nổ

a. *Đẩy mạnh mở rộng quỹ đất – sẵn sàng bung hàng khi nhu cầu thuê đất gia tăng*

- **Bổ sung quỹ đất thương phẩm 394.3ha tại KCN Phước Đông 3**: Công ty đã gần hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng tại Giai đoạn 3 – Khu B của KCN Phước Đông, với tổng diện tích đã đền bù đạt 345.79 ha trên tổng số 568.5 ha (tương đương 61%); tổng kinh phí chi trả đạt 87.3% kế hoạch. Khi hoàn tất, khu đất này dự kiến sẽ bổ sung hơn 394 ha đất thương phẩm. Cùng với hơn 290ha đất thương phẩm còn lại tại Giai đoạn 2, tổng quỹ đất hơn 784ha tại KCN Phước Đông sẽ đảm bảo nguồn cung dài hạn cho hoạt động cho thuê khu công nghiệp của SIP.
- **Gia tăng quỹ đất mới nhờ triển khai dự án Long Đức giai đoạn 2**: Triển vọng mở rộng quỹ đất trung và dài hạn của SIP một lần nữa được củng cố đáng kể nhờ việc nhận chủ trương đầu tư KCN Long Đức 2 với tổng quy mô 293.9 ha. Trong đó, khoảng 202 ha đất thương phẩm sẽ được bổ sung vào quỹ đất cho thuê, tạo dư địa tăng trưởng mới sau khi các KCN hiện hữu dần lấp đầy. Việc dự án được triển khai trên quỹ đất cao su đã giải phóng mặt bằng giúp rút ngắn thời gian chuẩn bị đầu tư, kỳ vọng đưa vào khai thác từ năm 2027 và đóng góp ổn định cho dòng tiền trung – dài hạn của SIP.

Với chiến lược chủ động mở rộng và chuẩn bị sẵn sàng quỹ đất tại các vị trí chiến lược, SIP đang tạo nền tảng vững chắc để đón đầu chu kỳ phục hồi của dòng vốn đầu tư vào khu công nghiệp.

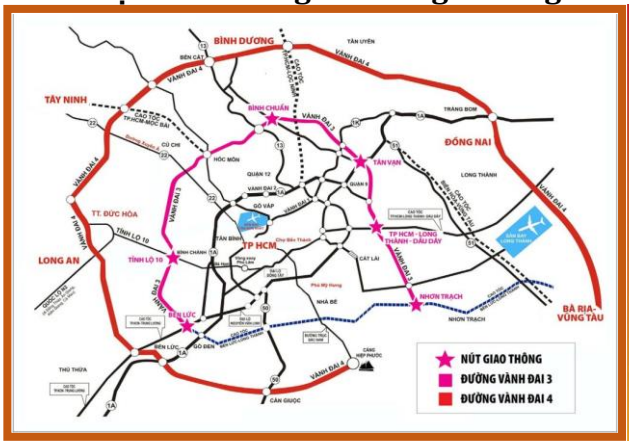
b. *Khả năng kết nối liên tỉnh tại các khu công nghiệp hiện hữu nâng tầm nhờ hưởng lợi từ đẩy mạnh dự án đầu tư công.*

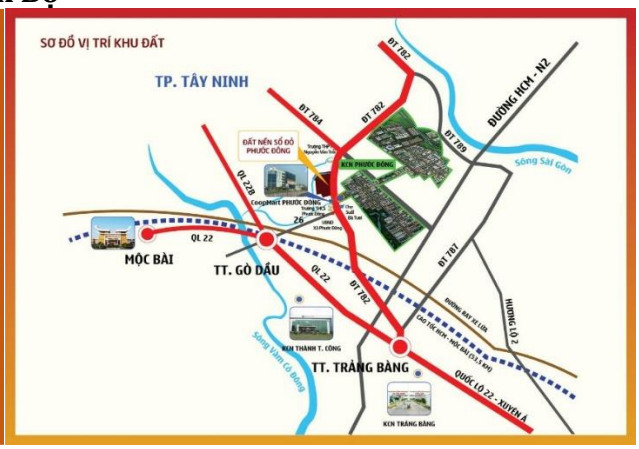
Đầu tiên, **khả năng kết nối giao thông tại KCN Phước Đông** sẽ được cải thiện nhờ hưởng lợi từ việc hoàn thiện 2 đầu tư công trọng điểm là(1) Cao tốc Mộc Bài – TP HCM; (2) Tuyến đường Hồ Chí Minh

- **Tuyến cao tốc TP.HCM – Mộc Bài đóng vai trò kết nối trung tâm kinh tế phía Nam với hành lang kinh tế xuyên Á.**
  Tuyến đường này bắt đầu từ nút giao Vành đai 3 TP.HCM, chạy dọc Quốc lộ 22 và kết thúc tại cửa khẩu Mộc Bài. Khi hoàn thành, tuyến cao tốc sẽ rút ngắn thời gian di chuyển từ TP.HCM đến Mộc Bài xuống chỉ còn khoảng 60 phút, thay vì 2–4 tiếng khi đi qua Quốc lộ 22A như hiện nay. Tuyến đường cũng mở ra hướng lưu thông thuận lợi cho cả miền Tây và Tây Nguyên, đồng thời kết nối với cao tốc Bavet – Phnom Penh của Campuchia, tạo nên chuỗi liên kết kinh tế Cái Mép – TP.HCM – Mộc Bài – Phnom Penh.
  Ngày 23/7/2023, dự án cao tốc này đã được Thủ tướng Chính phủ bổ sung vào danh mục các dự án trọng điểm quốc gia theo Quyết định 817/QĐ-TTg. Đến nửa đầu năm 2025, dự án đang được tập trung triển khai công tác giải phóng mặt bằng và hoàn tất hồ sơ bồi thường. Sau đó, hợp đồng BOT sẽ được ký kết, dự kiến khởi công đầu năm 2026 và đưa vào khai thác cuối năm 2027.
- Song song, **tuyến đường Hồ Chí Minh (đoạn Chơn Thành – Đức Hòa)** dài 72.75 km, đi qua Bình Phước, Bình Dương, Tây Ninh và Long An, cũng đang được thi công.
  Tính đến tháng 4/2025, giá trị thi công đạt 65.7%, trong đó đoạn đi qua Tây Ninh (gói XL2) đạt 53.7%. Mục tiêu hoàn thành toàn tuyến vào cuối năm 2025 đang được các đơn vị đẩy nhanh.

Nhờ vào các tuyến hạ tầng chiến lược trên, Khu phức hợp Phước Đông – Bời Lời sẽ được nâng tầm về kết nối, không chỉ theo hướng Bắc – Nam dọc hàng lang xuyên Á mà còn theo hướng Đông – Tây, liên kết hiệu quả với các trung tâm kinh tế trọng điểm phía Nam trong thời gian tới. Qua đó, các khu công nghiệp và khu chế xuất sẽ hưởng lợi rất lớn, thu hút dòng vốn đầu tư chuyển từ các khu vực lân cận đến Tây Ninh. Đặc biệt, là xu hướng dịch chuyển công nghiệp chế biến, chế tạo ra khỏi TP.HCM, sang các tỉnh lân cận. Và Tây Ninh chính là địa phương còn nhiều tiềm năng hưởng lợi cho sự chuyển dịch này khi TP.HCM đang hướng tới việc phát triển các lĩnh vực thương mại, dịch vụ, và công nghệ cao trong tương lai.
Tại khu công nghiệp **Lộc An – Bình Sơn**, tiềm năng khai thác sẽ được thúc đẩy đáng kể khi sân bay Long Thành hoàn thiện và đi vào vận hành, dự kiến từ năm 2027. Trong giai đoạn 2025–2026, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp duy trì tiến độ cho thuê đất khu công nghiệp ở mức 10–15 ha/năm. Từ sau năm 2027, khi nhu cầu đầu tư – đặc biệt từ các ngành phụ trợ, logistics – tăng mạnh nhờ hạ tầng sân bay, KCN này được kỳ vọng sẽ thu hút 20–25 ha/năm diện tích đất công nghiệp và đồng thời mở rộng khai thác nhà xưởng xây sẵn với quy mô 8,000–10,000 m^2/năm.

Sơ đồ dự án kết nối giao thông ở Đông Nam Bộ





c. Hưởng lợi từ định hướng phát triển tại các địa phương mà SIP quản lý KCN

- **KCN Phước Đông - Vị thế độc tôn thu hút FDI của tỉnh Tây Ninh:**

  Với quy mô khu công nghiệp là 2190ha, KCN Phước Đông – Bời Lời đang là KCN có diện tích lớn nhất tại Tây Ninh, chiếm 63% tổng diện tích đất KCN đang hoạt động của tỉnh là 3,493 ha (gồm 6 KCN hiện hữu). Đáng nói các khu công nghiệp hiện hữu tại tỉnh hiện đã đạt tỷ lệ lấp đầy cao trung bình 90%; kế hoạch sử dụng đất khu công nghiệp đến hết năm 2025 theo quyết định 227/QĐ-TTg là 3580ha, tương đương quy mô các khu công nghiệp đang hoạt động. Như vậy trong ngắn hạn, ***KCN Phước Đông – Bời Lời chiếm vị thế độc tôn trong việc thu hút khách thuê đất khu công nghiệp mới của toàn tỉnh***, với tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 55%, diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê tại giai đoạn 1 và 2 của cả KCN là khoảng 300ha (đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng), đảm bảo quỹ đất cho thuê giai đoạn 2025 -2027.

  Giai đoạn từ 2027 – 2030, dự kiến tỉnh Tây Ninh được bổ sung phép bổ sung hơn 700ha diện tích sử dụng đất Khu công nghiệp (theo quy hoạch sử dụng đất Quốc gia đến năm 2030F theo Quyết định 326/QĐ-TTg). Phần diện tích tăng thêm tương ứng với diện tích 2 KCN phát triển mới, gồm:

	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô	Tiến độ thực hiện
KCN Hiệp Thạnh	GVR	Gò Dầu	574 ha	Hoàn tất thủ tục đất đai, đầu tư hạ tầng kỹ thuật
KCN Đại An Sài Gòn	CTCP Đại An Sài Gòn	Khu kinh tế Mộc Bài	300 ha	Hoàn thiện hồ sơ, khởi công hạ tầng

Nguồn: Sở kế hoạch đầu tư tỉnh Tây Ninh, GTJASVN RS

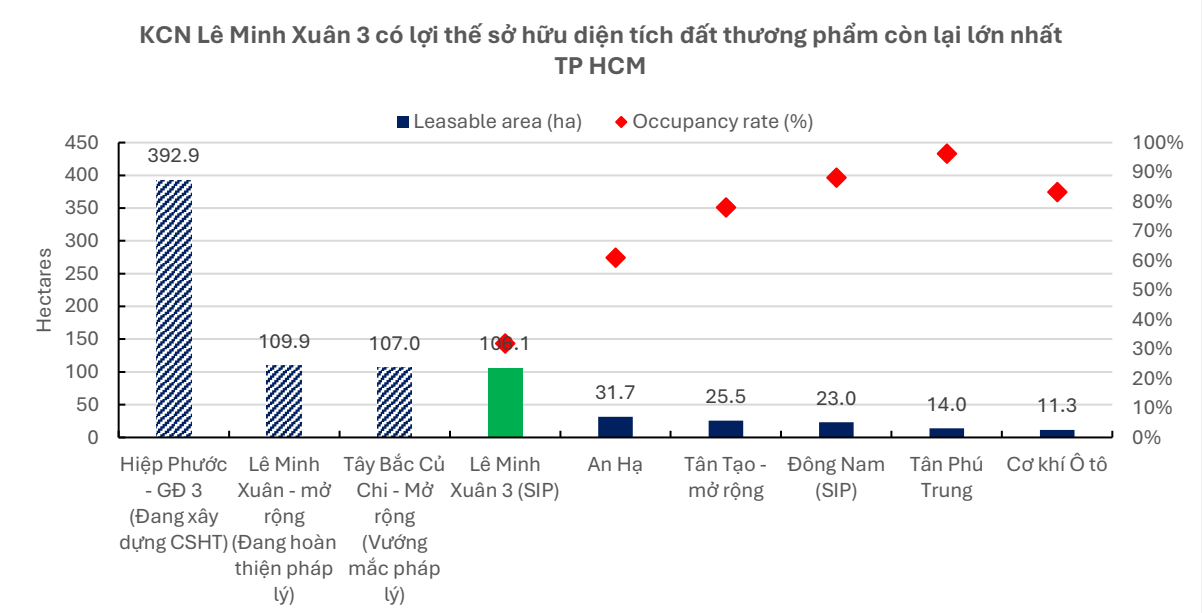
Việc bổ sung đất tại KCN mới là một rủi ro cạnh tranh mà SIP phải đối mặt, đặc biệt khi quỹ đất bổ sung có thể thu hút các nhà phát triển mới tham gia thị trường với mức giá cho thuê cạnh tranh hoặc chính sách linh hoạt hơn.

Tuy nhiên, lợi thế của SIP không chỉ nằm ở quy mô vượt trội – với hơn 780 ha đất thương phẩm tại KCN Phước Đông giai đoạn 2 và 3 – mà còn ở mức độ sẵn sàng khai thác, hạ tầng đã hoàn thiện và hệ sinh thái dịch vụ đồng bộ, từ xử lý nước thải đến tiện ích phục vụ công nhân.

Trong khi các khu công nghiệp mới thường cần nhiều năm cho công tác đền bù, xin phép đầu tư và xây dựng hạ tầng, SIP đã sẵn sàng "bung hàng" từ sau 2026, đúng vào thời điểm kỳ vọng dòng vốn FDI quay trở lại mạnh mẽ. Với những khách thuê ưu tiên tiến độ, độ tin cậy và chất lượng hạ tầng, SIP nổi bật như một lựa chọn an toàn và hiệu quả, giúp củng cố vị thế dẫn đầu tại khu vực Tây Ninh trong trung và dài hạn.

- **Cụm 3 khu công nghiệp Đông Nam – Lê Minh Xuân 3 – Lộc An Bình Sơn: Hưởng lợi từ "Định hướng phát triển công nghiệp TPHCM** đến năm 2030, tầm nhìn đến

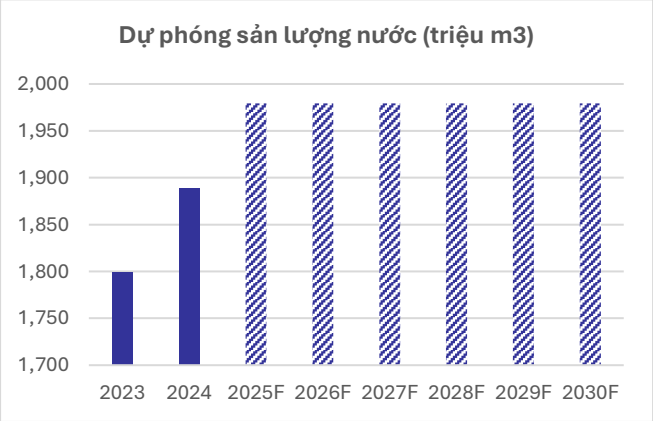
năm 2050" của Viện Nghiên cứu phát triển TPHCM. Trong bối cảnh nguồn cung đất KCN tại TP.HCM ngày càng hạn chế, định hướng mới này nhằm tái cơ cấu mục tiêu phát triển sang các ngành công nghệ cao, công nghiệp phụ trợ và logistics. Nhờ vị trí giáp ranh TP.HCM, hạ tầng kết nối hoàn thiện và quỹ đất còn lại dồi dào, các khu công nghiệp của SIP như Đông Nam, Lê Minh Xuân 3 và Lộc An – Bình Sơn sẽ có lợi thế lớn trong việc đón đầu làn sóng dịch chuyển đầu tư, đặc biệt từ nhóm khách thuê trong các ngành mục tiêu theo quy hoạch mới. Đặc biệt, KCN Lê Minh Xuân 3 sở hữu lợi thế lớn nhờ được thành lập muộn (năm 2014), với tỷ lệ lấp đầy hiện chỉ khoảng 32%, qua đó vẫn còn dư địa đáng kể để phát triển. Diện tích thương phẩm còn lại lớn hơn 100ha, kết hợp với hơn 32.8 ha được quy hoạch riêng cho xây dựng kho bãi, nhà xưởng, giúp KCN này có thể linh hoạt đáp ứng nhu cầu thuê mặt bằng sẵn của nhóm khách hàng trong ngành công nghiệp phụ trợ, logistics và công nghệ cao.

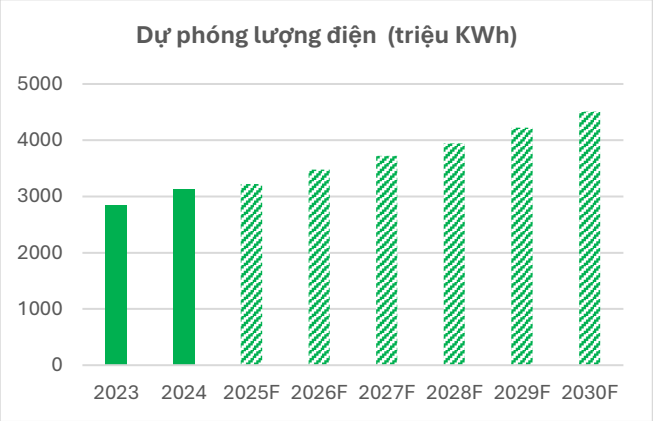


Nguồn: SIP, HEPZA, GTJASVN RS

4.2. Mảng dịch vụ điện, nước

a. Theo khảo sát nội bộ, các doanh nghiệp trong KCN của SIP vẫn duy trì công suất sản xuất và 100% công suất tiêu thụ điện, trong đó các doanh nghiệp lớn trong KCN của SIP có cơ cấu doanh thu khoảng 10% - 20% sản lượng được phục vụ cho thị trường Mỹ. Trong kịch bản tiêu cực, các doanh nghiệp có thể linh hoạt chuyển hướng sang các thị trường khác, giúp duy trì sản xuất và tiêu thụ điện. Đồng thời, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ điện của **các doanh nghiệp thuê mới** tại KCN Phước Đông sẽ tăng, bù đắp cho sự sụt giảm công suất tiêu thụ điện nếu có ảnh hưởng tiêu cực từ Tradewar 2.0. Trong năm 2025, SIP tiếp tục triển khai xây dựng Trạm biến áp (TBA) 110 KV Phước Đông – Bời Lời 5, dự kiến đưa vào vận hành trong năm 2025. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ điện năm 2025 **tăng nhẹ 3% svck** đạt 3,222 triệu Kwh và tăng trưởng tốt hơn vào năm 2026, (+8% yoy) đạt 3479 triệu Kwh nhờ các nhà máy thuê mới đi vào hoạt động ổn định từ cuối 2025. Tương ứng sản lượng cung cấp nước tăng nhẹ 5% năm 2025 và 8% năm 2026.





Nguồn: SIP, GTJASVN RS

4.3. Các mảng phụ trợ duy trì và phát triển theo khả năng cho thuê mới

Bên cạnh mảng bất động sản dân cư ghi nhận doanh thu từ dự án Phước Đông NewCity đủ điều kiện mở bán, các dịch vụ phụ trợ trong khu công nghiệp hiện duy trì ở mức ổn định, chủ yếu phục vụ nhu cầu xây lắp và vận hành nội bộ. Triển vọng tăng trưởng các mảng này sẽ phụ thuộc vào tiến độ và quy mô cho thuê mới trong thời gian tới.

V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

a. Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh vẫn được đảm bảo tăng trưởng tích cực giai đoạn 2025 – 2026

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với triển vọng ngắn hạn của SIP trong giai đoạn 2025–2026, nhờ động lực từ tiến độ bàn giao đất đúng kế hoạch và các hợp đồng cho thuê đã được ký kết. Đáng chú ý, dự án nhà máy quy mô 50 ha của Global Hantex tại KCN Phước Đông đang có tiến triển tích cực, khi báo cáo đề xuất cấp Giấy phép môi trường đã được nộp vào ngày 30/05/2025 – đánh dấu bước đi quan trọng trước khi tiến hành nhận bàn giao đất và triển khai xây dựng nhà máy.

Tuy nhiên, môi trường kinh doanh khu công nghiệp đang đối mặt với một số thách thức ngắn hạn, đặc biệt là tâm lý thận trọng rõ rệt từ phía khách thuê. Áp lực từ các biện pháp thuế quan áp lên hàng hóa xuất khẩu có nguồn gốc Trung Quốc – bao gồm cả hàng hóa sản xuất tại Việt Nam – cùng với rủi ro điều tra nguồn gốc xuất xứ từ thị trường Mỹ, đang khiến nhiều doanh nghiệp FDI trì hoãn hoặc thu hẹp kế hoạch đầu tư mở rộng. Thay vì thuê đất dài hạn để xây dựng nhà máy, nhiều doanh nghiệp hiện ưu tiên mô hình thuê nhà xưởng hoặc nhà kho có diện tích nhỏ, linh hoạt (modular leasing), nhằm tối ưu hóa chi phí cố định và giảm rủi ro đầu tư trong bối cảnh bất định.

Trong bối cảnh này, việc SIP chủ động phát triển quỹ nhà xưởng xây sẵn (RBF) với diện tích linh hoạt và điều khoản thuê linh động hơn là chiến lược phù hợp, giúp duy trì lượng khách thuê ổn định. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng biên lợi nhuận từ mảng này có thể chịu áp lực do chi phí đầu tư xây dựng cao hơn trong khi quy mô diện tích cho thuê thấp hơn đáng kể so với cho thuê đất dài hạn.

Tổng thể, chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh ngắn hạn của SIP vẫn tích cực, được hỗ trợ bởi các dự án hiện hữu và cấu trúc doanh thu từ backlog ổn định. Tuy nhiên, diễn biến chính sách thương mại và mức độ cải thiện niềm tin của nhà đầu tư FDI trong nửa cuối 2025 – đầu 2026 sẽ là yếu tố cần theo dõi chặt chẽ để đánh giá khả năng bứt tốc trở lại của doanh nghiệp

b. Triển vọng trung – dài hạn: dư địa đất cho thuê KCN lớn, tập trung tại các vị trí chiến lược

Trong trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá SIP sở hữu nền tảng tài sản vững chắc để nắm bắt cơ hội khi dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước quay trở lại mạnh mẽ. Cụ thể, doanh nghiệp hiện đang sở hữu hơn 1,000 ha quỹ đất thương phẩm đã hoàn thiện pháp lý – một lợi thế đáng kể trong bối cảnh các yêu cầu pháp lý ngày càng được siết chặt, khiến thời gian phê duyệt các dự án mới bị kéo dài. Với lợi thế này, SIP có thể nhanh chóng tái khởi động các

hoạt động phát triển và cho thuê ngay khi nhu cầu phục hồi, không mất thêm thời gian cho công tác giải phóng mặt bằng hay xin cấp phép mới.

Ngoài ra, phần lớn quỹ đất này tập trung tại các địa bàn công nghiệp trọng điểm (Tây Ninh, Long An), với kết nối hạ tầng ngày càng được cải thiện (cao tốc TP.HCM – Mộc Bài, Vành đai 4…), giúp gia tăng tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong và ngoài nước.

c. Tiềm lực tài chính ổn định, tiền mặt dồi dào

Bên cạnh lợi thế về quỹ đất thương phẩm lớn, SIP còn sở hữu cấu trúc tài chính lành mạnh, với lượng tiền mặt dồi dào và **khoản backlog hơn 12.000 tỷ đồng** từ các hợp đồng cho thuê đất khu công nghiệp đã ký. Doanh thu từ các hợp đồng này được ghi nhận theo phương pháp phân bổ tuyến tính, đảm bảo dòng tiền ổn định hàng năm – ước tính duy trì đều đặn trên 340 tỷ đồng/năm cho kỳ hạn còn lại trung bình 35 năm, ngay cả khi hoạt động cho thuê mới chưa phục hồi hoàn toàn.

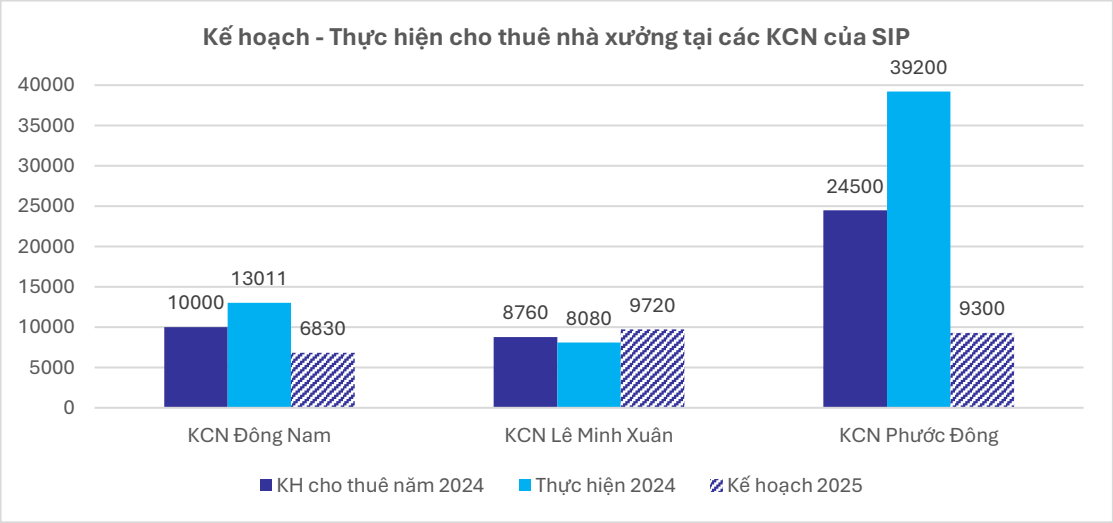
Ngoài nguồn thu từ hoạt động cốt lõi, SIP cũng liên tục ghi nhận kết quả tích cực từ doanh thu tài chính, nhờ chính sách quản trị dòng tiền thận trọng và linh hoạt. Doanh nghiệp chủ động phân bổ vốn vào nhiều lớp tài sản có tính thanh khoản và sinh lời cao như: tiền gửi có kỳ hạn, cổ phiếu, cho vay ngắn hạn, đầu tư bất động sản, cũng như góp vốn vào các công ty con và công ty liên kết. Chiến lược phân bổ này giúp tối ưu hóa hiệu suất sử dụng vốn, đồng thời tạo ra nguồn thu bổ trợ bền vững trong giai đoạn thị trường bất ổn.

Tổng thể, chúng tôi đánh giá SIP đang sở hữu nền tảng tài chính vững mạnh và đảm bảo duy trì hoạt động kinh doanh cốt lõi, duy trì được thế chủ động trong ngắn hạn và sẵn sàng tăng tốc trở lại khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn trong trung – dài hạn.

VI. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Cho năm 2025, chúng tôi dự phòng SIP đạt doanh thu 8,667 tỷ đồng (+11% YoY), LNST đạt 1,335 tỷ đồng (+4.5% YoY) – tương ứng EPS 6,345 đồng/ cp. Trong đó:

- ✓ **Mảng cho thuê đất KCN** kỳ vọng đem lại doanh thu 441.7 tỷ đồng (+8%YoY) với tổng diện tích bàn giao đạt 78ha, gồm 66ha tại KCN Phước Đông và 12ha tại KCN Lộc An – Bình Sơn.



Nguồn: SIP, GTJASVN RS

- ✓ **Mảng cung cấp dịch vụ điện, nước** đạt 7057 tỷ đồng (+8% YoY) chủ yếu do Công ty áp dụng giá mua bán điện mới theo quyết định về việc tăng giá điện (trung bình tăng 4.8%) hồi tháng 5 vừa qua; ngoài ra chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện chỉ tăng nhẹ 3%; sản lượng nước tăng 5% so với cùng kỳ.
- ✓ **Dịch vụ khác – tương ứng với doanh thu từ hoạt động cho thuê nhà xưởng** tăng trưởng tích cực nhất trong các mảng kinh doanh do Ban lãnh đạo chia sẻ chiến lược tập trung đẩy mạnh mảng này. Năm 2024, kết quả cho thuê thực tế vượt kế hoạch đề ra của Ban lãnh đạo ch thấy triển vọng cho thuê tốt tại mảng này. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê nhà xưởng ngang bằng với mục tiêu đề ra của

năm 2025. Theo đó, doanh thu từ cho thuê nhà xưởng, nhà kho xây sẵn đạt 329 tỷ đồng (+19% YoY).

- ✓ **Đối với mảng Bất động sản nhà ở,** chúng tôi kỳ vọng ghi nhận doanh thu tích cực từ việc mở bán dự án Phước Đông NewCity (KDC Thuận Lợi 2) trong năm nay, với tỷ lệ bàn giao 50% số căn tại dự án, tương ứng ghi nhận 135 tỷ đồng doanh thu cho năm 2025

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu SIP đạt **79,200 đồng/cp** dự trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) bằng chiết khấu dòng tiền các mảng kinh doanh chính là: cho thuê đất KCN, cho thuê nhà xưởng và dịch vụ điện nước, tiện ích trong KCN; kết hợp phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng cho dự án Khu dân cư.

	Phương pháp	Giá trị (Tỷ VND)
Khu công nghiệp	DCF	7,977
Khu dân cư	RNAV	126
Dịch vụ	DCF	5237
Đầu tư Công ty con, CTLK		**1000**
- *NTC*	RNAV	*985.85*
- *FICO*	BV	*15.48*
Tổng giá trị		**14,340**
Nợ vay		4,117.76
Lợi ích cổ đông thiểu số		0.00
Tiền và đầu tư ngắn hạn		6,453.26
NAV (Tỷ VND)		**16,675**
Số lượng cổ phiếu hiện hành		210,533,403
Giá trị hợp lý (VND/share)		79,200

Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SIP với mức giá hợp lý là **79,200 VND/ cổ phiếu** (Upside 15.00% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2025)

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

	2023	2024	2025F	%YoY	2026F	%YoY
Doanh thu	**6,677**	**7,804**	**8,667**	**11%**	**9,076**	5%
Dịch vụ điện nước	5,674	6,548	7,057	8%	7,341	4%
Cho thuê đất KCN	375	389	442	13%	506	15%
Dịch vụ tiện ích khác trong KCN	343	427	464	9%	485	5%
Dịch vụ khác (NXXS)	141	276	329	19%	384	17%
Khu dân cư (Thuận Lợi GĐ2	0	0	135	-	135	
Khác	144	164	240	46%	225	-6%
Lợi nhuận gộp	**930**	**1,098**	**1,255**	**14%**	**1,392**	**11%**
Biên LN gộp	*14%*	*14%*	*14%*		*15%*	
Doanh thu từ hoạt động tài chính	439	622	586		533	
Chi phí tài chính	-69	-116	-116		-101	
Chi phí bán hàng	-13	-22	-23		-22	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-96	-89	-101		-124	
Lãi/ lỗ từ HĐKD	1,263	1,559	1,642		1,748	
Lãi/ lỗ ròng trước thuế	1,274	1,572	1,655	**5%**	1,762	6%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-271	-293	-319		-337	
Lãi/ lỗ thuần sau thuế	**1,004**	**1,279**	**1,336**	**4.5%**	**1,425**	**7%**
Biên LN ròng	*15%*	*16%*	*15%*		*16%*	
EPS (đồng/cp)	**3992**	**5136**	**6344.7**		**6767.6**	

Nguồn: SIP, GTJASVN RS

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index.** Kỳ hạn đầu tư**: 6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng>= 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích luỹ	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN – Index** Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Vũ Quỳnh Như

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:702

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999 Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	R9-10, 1st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội Tel: (024) 35.730.073 Fax: (024) 35.730.088	3rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM Tel: (028) 38.239.966 Fax: (028) 38.239.696