

**SIP – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 06/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	53.500
KLGD TB 10 ngày	116.220
Vốn hoá (tỷ đồng)	14.607
Số lượng CPLH (triệu CP)	181,8
Giá mục tiêu	92.400
Upside	+73%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trịnh Văn Hà  
[tvha@vcbs.com.vn](mailto:tvha@vcbs.com.vn)  
+84-2838200796 ext 643

**SIP – QUỸ ĐẤT LỚN SẴN SÀNG CHO THUÊ**

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

Chúng tôi đánh giá SIP là doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi trong dài hạn nhờ lượng vốn FDI tiếp tục đổ vào tỉnh Tây Ninh, Đồng Nai, TP.HCM đồng thời phát triển các KCN với đầy đủ các dịch vụ tiện ích như điện, nước, hệ thống kho bãi, cảng.... Triển vọng của SIP sẽ tới từ các biến số chính sau:

- (1) Diện tích có thể cho thuê lớn lên tới 1.087ha** với (1) KCN Phước Đông GD 2 (hơn 787ha trong đó sẵn sàng cho thuê 290ha) (2) KCN Lê Minh Xuân 3 (105,4 ha) (3) KCN Đông Nam (hơn 49,9ha), Lộc An – Bình Sơn (144,42ha). Đây đều là các địa điểm đang thu hút đầu tư khá tốt. Ngoài ra, nguồn thu từ phí duy tu vận hành từ các khu đã lấp đầy và các khu đang cho thuê cũng đem lại dòng tiền đều và tăng hàng năm khi diện tích cho thuê tăng.
- (2) Mạng điện/nước mang lại nguồn thu tương đối ổn định và tăng dần đều** khi diện tích cho thuê lũy kế tăng. Hoạt động điện/nước đang duy trì ổn định mức LNG 300 – 400 tỷ đồng và dự kiến sẽ tăng lên khoảng 500 – 520 tỷ đồng trong vòng 4 – 5 năm tới với tổng công suất trạm biến áp lên tới 945 MVA.
- (3) Triển khai điện mặt trời áp mái** trên tối đa hơn 2.400 ha đất nhà máy có thể cho thuê và sử dụng để bán trực tiếp trong nội khu do có mạng lưới truyền tải đồng bộ nội khu, không phụ thuộc vào chính sách giá bán cho NLTT của Bộ Công Thương. Hiện tại SIP đã triển khai được tổng công suất lên tới 41 MWp tại cả 04 KCN và đang hoàn thiện 09 MWp khác.
- (4) Tiềm năng trong dài hạn của các khu dân cư với diện tích lớn** (tổng hơn 640ha tại Phước Đông, 40ha tại KCN Đông Nam)
- (5) Đầu tư nhà xưởng cho thuê** để phục vụ các nhu cầu đa dạng trên thị trường đặc biệt là tại các KCN tại HCM như Lê Minh Xuân 3, KCN Đông Nam. Tới hết 9T.2023, SIP đang cho thuê gần 120.000 m<sup>2</sup> nhà xưởng

**ĐỊNH GIÁ**

**Năm 2023 và 2024**, chúng tôi dự phóng doanh thu lần lượt đạt 6.252 tỷ đồng (+3,6% yoy) và 6.486 tỷ đồng (+3,7% yoy). LNST lần lượt đạt 937 tỷ đồng (-4% yoy), và 1.092 tỷ đồng (+17% yoy).

Với tiềm năng lớn nhờ quỹ đất sẵn sàng cho thuê và mạng cung cấp dịch vụ tiện ích KCN tăng trưởng đều đặn, **chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 92.400 đồng/cp (+73% so với giá đóng cửa ngày 06/11/2023).**

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	5.581	6.037	6.252	6.486
+/- yoy (%)	9,7%	8,2%	3,6%	3,7%
LNST (tỷ đồng)	835	977	937	1.092
+/- yoy (%)		17%	-4%	16%
VCSH (tỷ đồng)	3.298	3.661	4.000	4.476
Nợ/TTS (%)	3%	4%	0%	0%
TS LN gộp (%)	13,8%	14,9%	13,4%	15,1%
ROA (%)	5%	5%	5%	5%
ROE (%)	27%	28%	24%	26%
Tỷ suất cổ tức	0%	17%	9%	9%
EPS (đồng)	8.992	10.749	5.156	6.005
P/E	14,46	9,12	10,28	8,83
BVPS (đồng)	35.498	40.271	22.000	24.619
P/B	3,7	2,4	3,5	3,1

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### LĨNH VỰC HOẠT ĐỘNG

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG từng thành viên của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Hiện công ty hoạt động trong lĩnh vực cho thuê KCN và các dịch vụ đi kèm như cung cấp tiện ích dịch vụ điện, nước, quản lý KCN, 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....

**Hiện tại công ty đang sở hữu các KCN như sau:**

Chỉ tiêu	Phước Đông GD 1	Phước Đông GD 2-3	Đông Nam	Lê Minh Xuân 3	Lộc An - Bình Sơn
Tổng diện tích (ha)	1.014,7	1.177	342,53	231,25	497,77
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	2.063	3.303	1.963	2.065	1.858
Diện tích thương phẩm (ha)	805,78	903,56	206,46	155,75	347,33
Tỷ lệ lấp đầy	95%	17%	76%	32%	58%
Diện cho thuê còn lại (ha)	39,88	747,94	49,97	105,43	144,42
Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	70 - 80	70 - 80	220 - 230	250 - 300	150 - 180
Địa điểm	Tây Ninh	Tây Ninh	Củ Chi, HCM	Bình Chánh, HCM	Long Thành, Đồng Nai
Năm hoạt động	2008	2008	2008	2014	2010
Thời hạn còn lại	35	35	36	41	37
Sở hữu	100%	100%	100%	100%	69%

*Nguồn: SIP, VCBS*

Hiện tại KCN Phước Đông - GD 2 với diện tích 620,2 ha đã được tiến hành xây dựng CSHT và cho thuê được hơn 150ha. Phần diện tích gần 560 ha - GD 3 và hơn 400ha KDC giai đoạn 2 đã được kiểm kê xong, dự kiến sẽ phê duyệt đơn giá đền bù trong năm 2022. Theo BLĐ, dự kiến sẽ đền bù xong phần đất này vào giữa năm 2023.

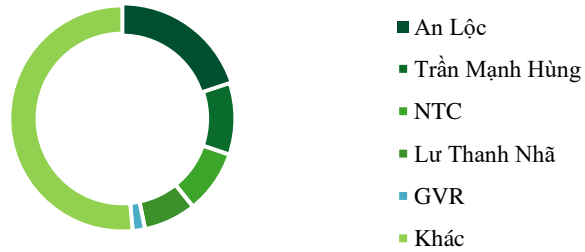
KCN Lê Minh Xuân 3 còn khoảng 10ha chưa đền bù hết và chủ yếu nằm trong vùng quy hoạch khuôn viên cây xanh, hàng rào nên hầu như không ảnh hưởng đến diện tích đất cho thuê còn lại.

Các KCN khác đã hoàn thành đền bù và đang cho thuê ổn định.

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn nhất của công ty là CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị An Lộc với tỷ lệ 19,93%, tiếp theo đó là CT HĐQT Trần Mạnh Hùng với 10,27% và NTC sở hữu 9,06%. TGD Lư Thanh Nhã đã nắm giữ 7,52%. Ngoài ra, tập đoàn Cao Su (GVR) vẫn còn nắm 1,76% cổ phần. Còn lại là các cổ đông khác.

**Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: SIP, VCBS tổng hợp

**CẬP NHẬT KQKD 9T.2023**

**Doanh thu thuần (DTT) 9T.2023 đạt 4.762 tỷ đồng (+3,6% yoy), đạt 89,6% kế hoạch năm.** Trong đó, doanh thu cung cấp dịch vụ tiện ích điện nước vẫn tiếp tục đóng góp lớn nhất 83,7% DTT so với 82,9% cùng kỳ, đạt mức tăng trưởng 4,6% so với cùng kỳ. Các mảng khác như bán thành phẩm hay cho thuê đất cũng đạt mức tăng trưởng 17 – 19% so với cùng kỳ. DT hoạt động cho thuê đất và dịch vụ tiện ích tăng lần lượt 16,4% và 18,6%. Hoạt động bán thành phẩm giảm mạnh -58,2% yoy.

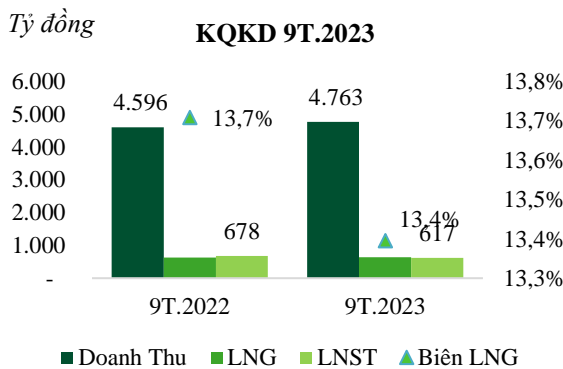
**Doanh thu từ hoạt động tài chính tăng nhẹ 300 tỷ đồng (+5,4% yoy),** chủ yếu do tăng từ thoái vốn công ty con là Cty CP xây dựng và phát triển Thế Hệ Mới từ 100% còn 18,89%. Lãi tiền gửi tiền cho vay giảm do thu hết hồi lại các khoản cho vay đối với Thế Hệ Mới, An Lộc.

**Lợi nhuận gộp (LNG) đạt 63 tỷ đồng (+1,2% yoy), biên lợi nhuận gộp giảm còn 13,4% (giảm 3% so với cùng kỳ).** BLNG mảng điện/nước giảm còn 8,1% so với 8,3% cùng kỳ là nguyên nhân chính làm giảm BLNG kết hợp cùng BLNG cho thuê đất giảm còn 57,4% so với 71% cùng kỳ do tăng hạch toán KCN Lộc An – Bình Sơn với BLNG thấp hơn, đồng thời trong năm công ty đã điều chỉnh tổng mức đầu tư của KCN Lộc An – Bình Sơn.

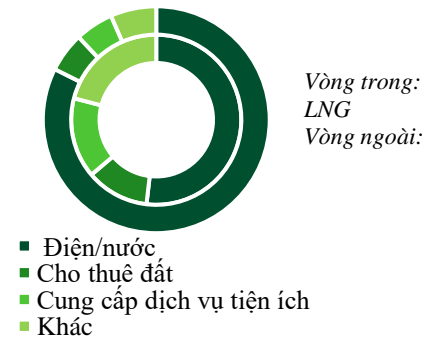
Chi phí hoạt động tài chính tăng mạnh hơn 3 lần so với cùng kỳ đạt 71 tỷ đồng, do tăng vay nợ ngắn hạn và tăng dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh

Các chi phí khác thay đổi không đáng kể.

**Kết quả LNST sau CĐTS đạt 616,7 tỷ đồng (-9% yoy).**



**Cơ cấu DT, LNG 9T.2023**



Nguồn: SIP, VCBS

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### MĂNG CHO THUẾ ĐẤT KCN Vi trí đặc thù:

Các KCN của SIP đặt tại các tỉnh Tây Ninh, TP.HCM và Đồng Nai đều là các tỉnh thu hút đầu tư và có lợi thế riêng.

**KCN Phước Đông tại tỉnh Tây Ninh** mặc dù có vị trí khá xa tới cảng (khoảng 70 km tới cảng Cát Lái và 120 km tới cảng Cái Mép) nhưng bù lại có những lợi thế riêng như: có cảng sông phục vụ vận chuyển đường sông với chi phí thấp, có nguồn nước dồi dào từ hồ Dầu Tiếng, phù hợp với các loại hình doanh nghiệp sử dụng nhiều nước. Ngoài ra, dệt nhuộm, may cũng là một trong các ngành nghề ưu tiên mà ít địa phương cho phép làm. Chính vì vậy KCN Phước Đông GD 1 đã được lấp đầy rất nhanh nhất là trong giai đoạn 2018 – 2019 với tổng diện tích cho thuê lên tới hơn 300ha và chủ yếu là các nhà đầu tư lớn như Gain Lucky, Billions, Luthai với mỗi doanh nghiệp thuê với diện tích từ 50ha trở lên. KCN Phước Đông chủ yếu thu hút các ngành nghề như sợi, dệt, nhuộm, may, sản xuất lốp xe....

**KCN Lê Minh Xuân 3, Đông Nam đều nằm ở ngoại thành HCM còn KCN Lộc An Bình Sơn lại nằm sát sân bay Long Thành** nên đây là các KCN có vị trí trọng điểm tại các tỉnh có thu hút đầu tư lớn. Các khu vực này chủ yếu phục vụ sản xuất phục vụ nhu cầu nội địa hoặc làm trung tâm phân phối/hậu cần tại các tỉnh Đông Nam Bộ.

Hiện KCN Lê Minh Xuân 3 đang thu hút đầu tư rất tốt từ ngành phân phối, kho bãi, dịch vụ hậu cần. BLĐ cũng định hướng để dành quỹ đất xây dựng nhà kho xây sẵn/nhà xưởng xây sẵn để cho thuê, đem lại dòng tiền đều trong tương lai.

KCN Lộc An Bình Sơn tận dụng vị trí gần sân bay Long Thành nhất nên cũng được định hướng xây nhà kho/nhà xưởng cho thuê đáp ứng nhu cầu luân chuyển hàng hóa trong tương lai.

#### Các KCN hiện có của SIP như sau:

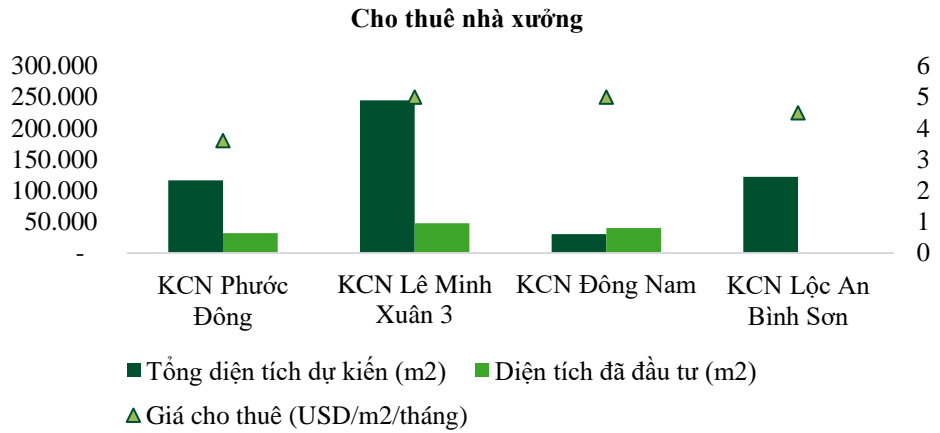
Chỉ tiêu	Phước Đông GD 1	Phước Đông GD 2-3	Đông Nam	Lê Minh Xuân 3	Lộc An - Bình Sơn	KCN Long Đức 2
Tổng diện tích (ha)	1.014,7	1.177	342,53	231,25	497,77	293,9
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	2.063	3.303	1.963	2.065	1.858	n/a
Diện tích thương phẩm (ha)	805,78	903,56	206,46	155,75	347,33	210,1
Tỷ lệ lấp đầy	95%	17%	76%	32%	74%	0%
Diện cho thuê còn lại (ha)	<b>39,88</b>	<b>747,94</b>	<b>49,97</b>	<b>105,43</b>	<b>134,42</b>	Chưa khởi công
Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	80 - 100	80 - 100	220 - 230	250 - 300	170 - 200	N/a
Địa điểm	Tây Ninh	Tây Ninh	Củ Chi, HCM	Bình Chánh, HCM	Long Thành, Đồng Nai	Long Thành, Đồng Nai
Tỷ lệ sở hữu	100%	100%	100%	100%	69%	57,95%
Khoảng cách tới Cảng Cát Lái	70km	70km	25km	20km	60km	40km
Khoảng cách tới Cảng Cái Mép	120km	120km	90	70km	20km	50km

Ngành nghề thu hút chính	Sợi, dệt may, sẫm lớp, khác	Sợi, dệt may, sẫm lớp, khác	Sx hàng tiêu dùng, pin mặt trời...	Kho bãi, hậu cần, sx tiêu dùng	Kho bãi, hậu cần, sx tiêu dùng	Tổng hợp
--------------------------	-----------------------------	-----------------------------	------------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	----------



**HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CHO THUÊ XƯỞNG**

Nhận thấy nhu cầu thuê nhà xưởng xây sẵn tăng cao và lĩnh vực này đem lại dòng tiền đều, tăng trưởng tốt hàng năm mà vẫn sở hữu đất đến tới hạn nên SIP triển khai xây nhà xưởng xây sẵn (NXXS - RBF) và nhà xưởng xây theo yêu cầu (CBF) để phục vụ các nhu cầu đa dạng từ khách hàng.



Nguồn: SIP, VCBS ước tính

SIP sẽ ưu tiên đầu tư NXXS tại KCN Lê Minh Xuân 3 do vị trí gần HCM với nhu cầu cao thay vì cho thuê đất KCN, nhưng cũng không loại trừ các lô đất cho thuê được giá tốt chúng tôi ước tính SIP sẽ đầu tư khoảng gần 230.000 m2 NXXS tại đây với tiến độ theo nhu cầu của nhà đầu tư, trong đó có nhà xưởng cao tầng..

Diện tích đất sẵn sàng cho thuê của KCN Đông Nam không còn nhiều nên dự kiến chỉ đầu tư gần 62.000 m2 sàn



và có thể chuyển đổi gần 30ha đất chưa cho thuê làm NXXS trong thời gian tới.

Tại KCN Lộc An Bình Sơn, SIP đã dành lô đất 10ha ra xây xong GD 1 với 28.000 m<sup>2</sup> nhà xưởng và sẽ tiếp tục đầu tư nốt 28.000 m<sup>2</sup> nhà xưởng GD 2 sau khi cho thuê xong hết GD 1. Chúng tôi ước tính, với diện tích đất còn lại, SIP sẽ tiến hành đầu tư tổng hơn 120.000 m<sup>2</sup> nhà xưởng cho thuê.

**Giá cho thuê tại các khu vực này giao động từ 3,6 – 5 USD/m<sup>2</sup>/tháng, tùy vào KCN dự kiến sẽ đem lại dòng tiền đều đặn cho tới khi kết thúc vòng đời các KCN. Ngoài ra, giá cho thuê sẽ tăng khoảng 15% trong ba năm mỗi khi tái tục lại hợp đồng.**

Đầu tư nhà xưởng sẽ có dòng tiền tới hết kỳ hạn của KCN nhưng số tiền hàng năm sẽ chia nhỏ thay vì nhận 01 lần như cho thuê đất 01 lần. Theo đó sẽ tốt cho dòng tiền đều hàng năm sử dụng cho chia cổ tức hàng năm thay vì nhận tiền 01 lần và có áp lực sử dụng đóng tiền đó hiệu quả hơn.

Tuy nhiên hoạt động cho thuê nhà xưởng sẽ bị ảnh hưởng nhiều khi có thời gian cho thuê/hợp đồng ngắn chỉ khoảng 03 năm, có thể sẽ có các trường hợp trả lại xưởng khi hết hợp đồng.

## MẢNG TIỆN ÍCH ĐIỆN - NƯỚC CHO KCN

### Về phân phối điện

SIP là một trong số ít các KCN được cấp phép hoạt động điện lực: lấy điện của EVN rồi phân phối lại cho các doanh nghiệp trong KCN. Theo đó, SIP đầu tư các trạm biến áp và đường dây nội khu để phân phối điện cho toàn bộ các KCN hiện hữu. Trong đó, KCN Phước Đông chiếm tỷ trọng bán điện cao nhất với 81% tổng doanh thu bán điện, tiếp theo là KCN Đông Nam và các KCN khác chiếm phần nhỏ.

Công suất các trạm biến áp của SIP như sau:

KCN	Công suất TBA (MVA)	Sản lượng 2022 (triệu kWh)	Doanh thu 2022 (tỷ đồng)
Phước Đông 1 - 2	567	2.090	3.665
Lê Minh Xuân 3	189	41	74
Đông Nam	189	400	699
Lộc An - Bình Sơn	0	172	292
<b>Tổng</b>	<b>945</b>	<b>2.703</b>	<b>4.730</b>

Nguồn: SIP, VCBS

**Giá bán điện theo giá bán các khung giờ của EVN** Theo Quyết định số 1062/QĐ-BCT ngày 04/05/2023 về giá bán điện, mức hưởng chênh lệch giá bán đối với SIP như sau:

1. Bán buôn điện thông qua thanh cái 110KV của trạm biến áp có tổng công suất đặt lớn hơn 100 MVA (hiện tại các trạm của IDC đều lớn hơn 100 MVA, trừ Hựu Thạnh GD 1). Giá bán áp dụng cho cấp điện áp từ 22kV đến 100 kV.

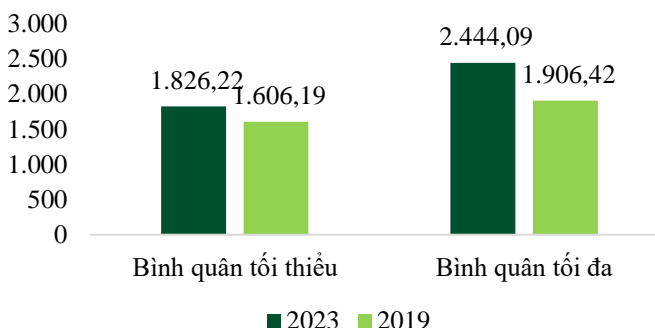
Giờ	Giá mua (đồng/kWh)	Giá bán (đồng/Kwh)	Chênh lệch	Chênh lệch %
Bình thường	1.525	1.604	79	5,2%
Thấp điểm	973	1.037	64	6,6%
Cao điểm	2.784	2.959	175	6,3%

Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

2. 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):

Giờ	Giá mua (đồng/kWh)	Giá bán (đồng/Kwh)	Chênh lệch	Chênh lệch %
Bình thường	1.574	1.604	30	1,9%
Thấp điểm	1.018	1.037	19	1,9%
Cao điểm	2.903	2.959	56	1,9%

**Giá bán điện bình quân (VND/kWh)**



Nguồn: QĐ 02/2023/QĐ – TTg và QĐ 34/2017/QĐ-TTg, VCBS

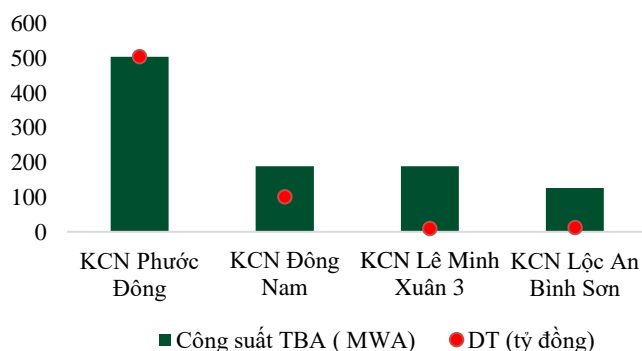
Giá bán này vừa được điều chỉnh vào tháng 5/2023 và trung bình tăng 3% so với mức giá cũ. Theo đó doanh thu và LNG của SIP sẽ tăng ở mức tương ứng.

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. Doanh thu mảng điện theo ước tính của chúng tôi sẽ gấp 2 lần vào năm 2036. Doanh thu, lợi nhuận mảng này sẽ tăng trưởng đều đặn cùng với diện tích cho thuê mới và đem lại dòng tiền rất ổn định cho công ty.

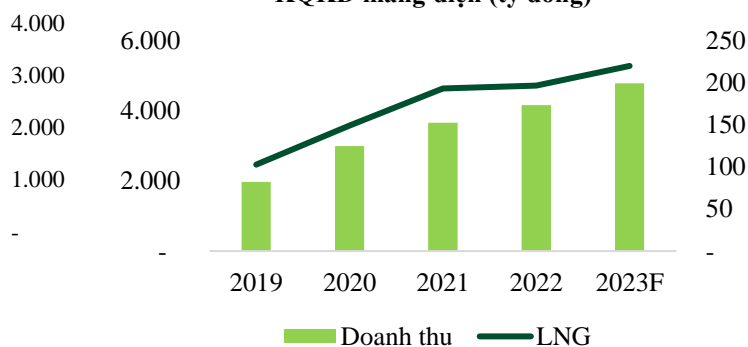
**Biên lợi nhuận gộp theo đó đạt khoảng 5% - 6%, duy trì ổn định qua các năm.**

**Về kế hoạch đầu tư tiếp: Dự kiến SIP sẽ đầu tư trạm biến áp số 5 và số 6 với tổng công suất 2x63 MVA trong giai đoạn 2023 – 2026 để đáp ứng nhu cầu tăng thêm khi KCN Phước Đông GD 2 tiếp tục cho thuê nhanh.**

**Doanh thu mảng điện các KCN (tỷ đồng)**



**KQKD mảng điện (tỷ đồng)**



Nguồn: SIP, VCBS tổng hợp



## Về cung cấp nước, xử lý nước thải

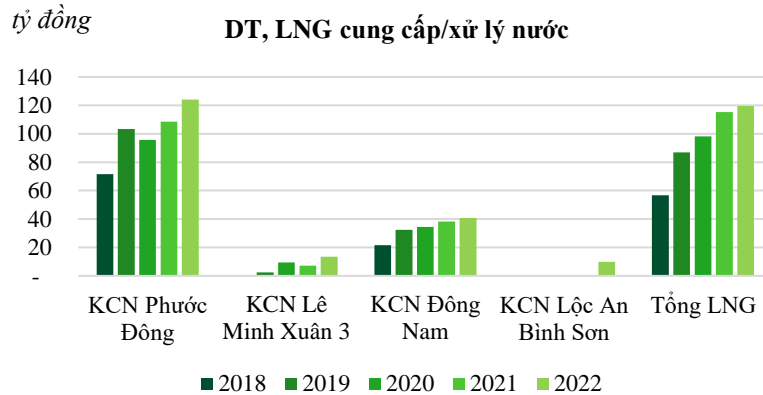
Tuy mảng cung cấp nước chiếm tỷ trọng nhỏ hơn trong doanh thu cung cấp tiện ích, mảng này lại đem lại lợi nhuận gộp bằng 35 – 40% doanh thu mảng cung cấp điện/nước.

Cung cấp nước chiếm chủ yếu tại KCN Phước Đông (Doanh thu 124 tỷ đồng năm 2022, chiếm 67,5%) do đặc điểm có các doanh nghiệp dệt nhuộm nhiều. Nguồn nước rất dồi dào từ Kênh Đông chảy trực tiếp từ hồ Dầu Tiếng. Cung cấp nước tại đây bao gồm cả nước thô lẫn nước sạch (thông qua 02 nhà máy nước sạch tổng công suất 25.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm, và kênh nước thô công suất 80.000m<sup>3</sup>/ngày đêm).

Các KCN còn lại chỉ cung cấp nước sạch và xử lý nước. Tổng công suất xử lý nước thải toàn công ty đạt 34.400 m<sup>3</sup>/ngày đêm.

Đặc biệt, BLNG cung cấp nước thô lên tới trên 75% khiến cho LNG của mảng cung cấp nước tại KCN Phước Đông đạt tới 75%. Tổng hợp toàn công ty, BLNG hoạt động cung cấp nước lên tới 65%.

Doanh thu tại các KCN LMX 3, Lộc An – Bình Sơn tương đương nhau (13 và 10 tỷ đồng năm 2022), doanh thu từ KCN Đông Nam đạt hơn 40 tỷ đồng do gần như đã lấp đầy.



Nguồn: SIP, VCBS ước tính

Tương tự như cung cấp điện, cung cấp nước, xử lý nước thải cũng có doanh thu tăng trưởng ổn định theo diện tích cho thuê KCN nhưng với BLNG cao hơn (lên tới 40% – 50%) nên mảng này cũng đóng góp đáng kể vào lợi nhuận hoạt động cung cấp dịch vụ KCN. Sản lượng nước thải dựa trên gần 0,8 lần sản lượng nước cấp.

## Về phát triển điện mặt trời áp mái

Nhờ có giấy phép hoạt động điện lực, xây dựng mạng lưới truyền tải nội khu mà SIP có thể đầu tư ĐMT áp mái mà không phải bán lên lưới điện của EVN. Theo đó, sẽ không phụ thuộc vào chính sách giá bán ĐMT áp mái do BCT quyết định và đã hết hạn giá FIT nhưng chưa có cơ chế mới. Giá bán cho ĐMT của SIP trong KCN sẽ bằng giá bán lẻ với các công ty hiện hữu.

Ngoài lợi ích cung cấp điện, với dàn ĐMT bên trên mái có thể giúp nhiệt độ nhà xưởng giảm 2 – 3°C theo đó làm giảm nhu cầu điện dùng cho làm mát trong nhà xưởng.

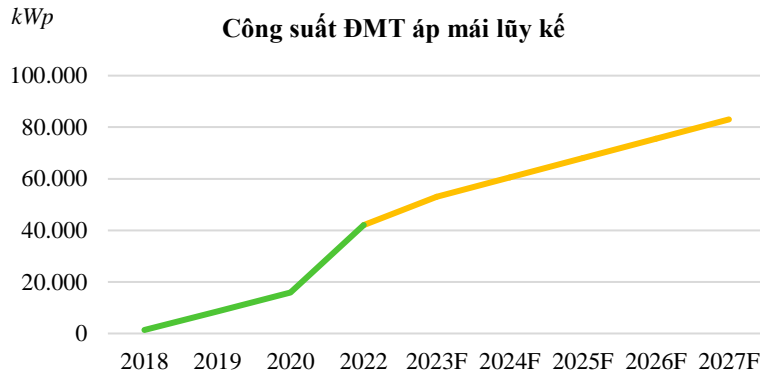
ĐMT là một loại NLTT đang theo xu hướng xanh hóa và được các nhà sản xuất ngày càng ưa chuộng do cam kết cắt giảm khí thải trong hoạt động sản xuất và giúp thương hiệu của họ cải thiện hơn trong mắt người tiêu dùng theo đó sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng nên việc đàm phán lắp ĐMT áp mái với các NĐT sẽ dễ dàng hơn.

Với diện tích 1ha – 1,2ha mái nhà có thể đầu tư được 1 MWp thì tổng diện tích có thể xây dựng nhà máy lên tới hơn 2.400ha, tối đa 1.400 MWp tới 1.600 MWp tổng công suất điện mặt trời và trong điều kiện lý tưởng có thể cung cấp toàn bộ nhu cầu sử dụng điện cho tất cả các KCN. Tuy nhiên, thực tế sẽ có nhiều khu vực mái không

đủ chịu tải và góc hứng nắng không đạt tiêu chuẩn và hiệu ứng che bóng khiến cho hiệu suất thấp hơn so với điều kiện lý tưởng và tổng công suất lắp đặt sẽ ít hơn đáng kể so với tổng diện tích xây dựng.

Toàn bộ nhà xưởng xây mới của SIP sở hữu sẽ lắp đặt hệ thống điện áp mái và doanh nghiệp đang tích cực khảo sát, đàm phán với các nhà đầu tư để lắp đặt ĐMT áp mái trên mái nhà xưởng của các nhà đầu tư, theo đó SIP sẽ thuê mái hoặc bán với giá chiết khấu khoảng 10% - 12% so với giá bán thực tế đối với các nhà đầu tư này.

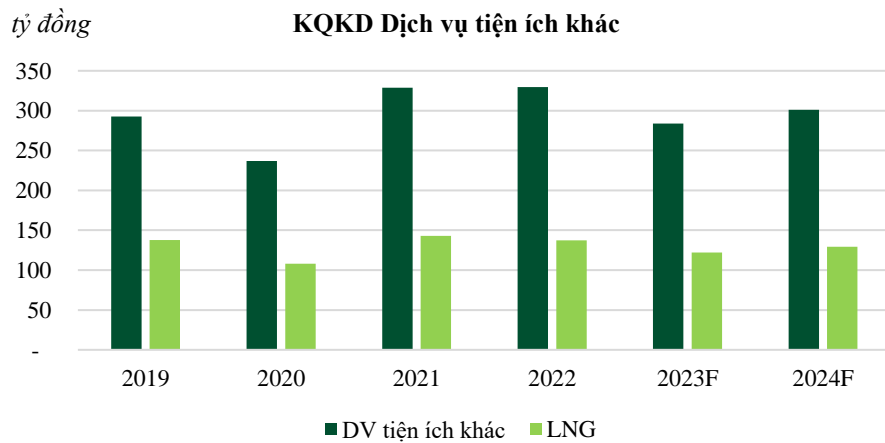
Cho tới T6.2023, SIP đã phát triển được gần 41MWp ĐMT áp mái và đang hoàn thiện 9 MWp trong năm 2023. Với nguồn mái nhà dồi dào nhưng phụ thuộc vào nhiều điều kiện mới có thể lắp đặt được, để thận trọng, chúng tôi ước tính, mỗi năm công ty phát triển thêm được 7,5 MWp tương đương như các năm trước.



Nguồn: SIP, VCBS ước tính

**Phí duy tu, quản lý KCN cũng là một nguồn thu đều đặn và đáng kể trong suốt thời gian hoạt động của KCN.**

**Doanh thu duy tu, quản lý KCN chỉ đóng góp khoảng 5,4% trong doanh thu 2021 nhưng chiếm tới 21,3% trong LNG nhờ vào BLNG cao, lên tới 43% - 47% vì chỉ tốn các chi phí vận hành, sử dụng chung CSHT của KCN.** Đây cũng là hoạt động đem về dòng tiền rất ổn định dựa trên diện tích đã cho thuê, các nhà đầu tư phải trả cho hết dòng đời dự án. Như vậy, với diện tích cho thuê còn lớn nói trên, doanh thu và lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng đều đặn trong thời gian tới trước khi các KCN lấp đầy. Ngoài ra, giá dịch vụ đối với khách hàng thuê nhà xưởng được áp mức cao hơn khoảng 25% – 30% sẽ giúp doanh thu này tiếp tục tăng khi diện tích nhà xưởng cho thuê tăng lên trong thời gian tới.



Nguồn: SIP, VCBS tổng hợp

Doanh thu và LNG năm 2023 và 2024 dự kiến sẽ giảm khoảng 14% so với năm 2022 do chúng tôi tách mảng cho thuê nhà xưởng khỏi phần này nhưng vẫn tăng trưởng so với thực tế dựa trên diện tích cho thuê tăng lên.

## KHU DÂN CƯ

Hiện nay SIP đang xây dựng KDC Thuận Lợi và khu biệt thự chuyên gia (98ha) (thuộc KDC Khu A KCN Phước Đông với tổng 247 ha). GD 2 hiện đã đền bù hết nhưng chưa có QH 1/500.

Giai đoạn 1 tại Khu A KCN Phước Đông với tổng diện tích 98ha với quy hoạch 36ha đất thương phẩm bao gồm khu liên kế thu nhập thấp (5,2 ha), nhà ở liên kế thương mại (0,5 ha), đất KTX công nhân bao gồm 19ha, đất nhà ở biệt thự (11,2 ha).

Hiện tại GD 1 đang được khai thác các căn nhà liên kế thu nhập thấp, vừa túi tiền với công nhân trong KCN, thu hút dân cư định cư tại đây.

Theo kế hoạch, dự kiến SIP sẽ xây dựng tiếp 228 căn liên kế và triển khai 118 lô biệt thự chuyên gia sau khi đã bán thành công 222 căn liên kế.

Giai đoạn 2 với tổng diện tích khoảng 148,5 ha đã được đền bù toàn bộ nhưng chưa có quy hoạch 1/500

### Quy hoạch chung Khu A Khu Đô thị



Nguồn: SIP, VCBS

Hiện tại, tổng quỹ đất thực tế và kỳ vọng của SIP như sau:

KDC	Diện tích
Khu A KCN Phước Đông	247
Khu B KCN Phước Đông (đang GPMB)	401
Đông Nam	54,8

Nguồn: SIP, VCBS

Mặc dù có quỹ đất lớn nhưng chúng tôi đánh giá khả năng thực hiện chậm do ít thu hút được dân cư và khu vực còn khá xa, đất đai còn khá nhiều và các quỹ đất kỳ vọng chuyển đổi mục đích sử dụng đất khó do vướng pháp lý. Chúng tôi đánh giá Khu A KCN Phước Đông sẽ là khu chính cho SIP khai thác trong thời gian tới đặc biệt là giai đoạn 1.

## KHÁC

Ngoài các hoạt động kinh doanh chính như trên, SIP còn hoạt động ở một số ngành nghề khác và đóng góp nhỏ tới HDKD chính như: khai thác cảng sông Thanh Phước, hoạt động xây dựng thông qua công ty Incotec, sản xuất bao bì thông qua công ty Bao bì nhựa Sài Gòn và kinh doanh Pin ĐMT (thương mại), hoạt động cung cấp khí công nghiệp...

Incotec mặc dù là công ty con của SIP với nguồn khách hàng tiềm năng rất lớn xây dựng nhà xưởng nhưng với kinh nghiệm và khả năng kém cạnh tranh với các đơn vị lớn khác nên phần doanh thu xây dựng vẫn còn rất thấp, chủ yếu là xây xưởng cho dự án xưởng của công ty mẹ.

Cảng Thanh Phước đáp ứng được nhu cầu vận chuyển đường sông nhưng so với quy mô của công ty đóng góp không đáng kể vào HDKD.

Chúng tôi không đánh giá cao triển vọng các mảng hoạt động kinh doanh khác của công ty và ước tính các mảng hoạt động này sẽ duy trì như mức hiện tại.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Công ty hoạt động không chỉ riêng mảng KCN mà còn các dịch vụ liên quan đi kèm như điện, nước, thu phí dịch vụ tiện ích khác, phát triển khu dân cư và các mảng khác nên chúng tôi sẽ định giá từng phần đối với SIP. Chúng tôi chia thành các mảng như KCN và cung cấp dịch vụ tiện ích khác của KCN, Điện/nước, KDC và mảng khác và sử dụng thêm phương pháp DCF cho toàn bộ dòng tiền của doanh nghiệp.

Chúng tôi có các giả định về định giá như sau:

- Lãi suất phi rủi ro trung bình khoảng 4,0%
- Phần bù rủi ro thị trường: 11,03%
- Beta: 0,982
- Chi phí lãi vay: 10,5%
- Thuế: 20%
- Cơ cấu vốn mục tiêu dài hạn: Không sử dụng nợ vay
- ⇒ WACC = Re = 14,8%

## I.

### PHƯƠNG PHÁP CÔNG THÀNH PHẦN

#### 1. Mảng KCN và các dịch vụ đi kèm khác

Chúng tôi có các giả định như sau:

- Giá cho thuê KCN năm 2023 – 2026 không tăng trưởng do tình hình kinh tế thế giới có nhiều biến động khiến FDI chậm lại trong ngắn hạn, sau năm 2025 – 2026 trở đi tăng lại tốc độ 1 – 2%, sau đó có thể không tăng nữa do thời gian hoạt động còn lại không nhiều, thậm chí giảm nhẹ.
- Giá cho thuê xưởng trung bình tăng 3%/năm trong 5 năm tới, sau đó giảm còn 1%.
- Giá phí dịch vụ hạ tầng tiện ích cũng tăng 3%/năm.
- Chi phí xây xưởng đạt 6 triệu đồng/m<sup>2</sup> và tăng 5%/năm.
- KCN Phước Đông sẽ cho thuê được 70ha năm 2023 sau đó trung bình 30 – 40ha/năm, KCN LMX 3 cho thuê trung bình mỗi năm 5ha do mặt bằng giá cao, còn lại sẽ làm nhà xưởng. KCN Đông Nam cho thuê nốt diện tích 15ha sẵn sàng cho thuê còn lại trong 3 năm tới và dự kiến phần còn lại xây dựng NXXS.
- Giá dịch vụ KCN theo bảng bên dưới.
- KCN Phước Đông GĐ 3 tiếp tục đền bù và đầu tư phân kỳ tiếp theo trong giai đoạn 2023 – 2027.

Các thông tin và giả định cho các KCN như sau:

Chỉ tiêu	KCN Phước Đông	KCN Lê Minh Xuân 3	KCN Đông Nam	KCN Lộc An Bình Sơn
Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> /chu kỳ thuê)	70	220	210	180
Giá cho thuê nhà xưởng (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	3,6	5,3	5	4,5
Giá dịch vụ (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	0,76	0,8	0,8	0,8
Diện tích còn có thể cho thuê (ha)	787,82	105,43	49,97	144,4
Diện tích đã cho thuê lũy kế (ha)	929,96	49,69	156,49	225,76
Năm lấp đầy	2038	2032	2025	2028
Tổng diện tích nhà xưởng có thể cho thuê (m <sup>2</sup> )	117.600	229.000	61.899	122.000
Chi phí xây xưởng (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	6	6	6	6
CAPEX còn lại (tỷ đồng)	(3.988,50)	(2.272,00)	(371,40)	(672,00)

### Định giá cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền thu KCN hàng năm	2.501	1.923	1.923	1.666	1.699	1.912
Doanh thu nhà xưởng	157	181	203	272	327	402
Doanh thu dịch vụ tiện ích	284	301	321	340	360	383
CAPEX	(371)	(1.495)	(1.313)	(1.024)	(216)	(718)
Tiền chi vận hành, bảo trì	(56)	(60)	(63)	(67)	(71)	(75)
Tiền chi khác	(162)	(172)	(183)	(194)	(205)	(218)
Dòng tiền thuần	2.259	575	774	865	1.751	1.520
Discount factor	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8
NPV	2.025	449	526	512	902	682
Tổng NPV sau 2028	3.534					
Tổng giá trị mạng KCN	8.630					
LICĐTS LA BS	(1.273,45)					
<b>Tổng giá trị thuộc về cổ đông</b>	<b>7.356</b>					

## 2. Mạng điện/nước

Chúng tôi có các giá định như sau:

### Về Điện:

- Đầu tư thêm 2 trạm biến áp mỗi trạm có công suất 63x2 MVA tại KCN Phước Đông Khu B (trạm 5&6) với tổng vốn đầu tư mới 100 tỷ đồng/trạm vào năm 2023 và 2026.
- LNG điện lấy từ TBA nội khu đạt khoảng 5-6%, điện tăng cường từ lưới điện EVN đạt 3%.
- Sản lượng tối đa mỗi trạm hàng năm để đạt mức an toàn = Công suất (MVA) x 80% x 24 x 365 x 65%. Đây là mức sản lượng để quyết định phải đầu tư thêm hoặc phải sử dụng điện bên ngoài.
- Sản lượng gia tăng tương ứng với mức cho thuê mới của các KCN. Chúng tôi tính toán dựa trên sản lượng trung bình/ha đất cho thuê.
- Đầu tư ĐMT áp mái mới với công suất hàng năm khoảng 7,5 MWp với suất đầu tư 15 tỷ đồng/MWp, chi phí bảo trì, vận hành 400 đồng/kWh, giá bán trung bình khoảng 1.920 đồng/kWh, chi phí thuê mái khoảng 10% doanh thu, hiệu suất trung bình đạt 17%, thời gian khấu hao 20 năm.

### Về nước:

- Giá bán trung bình tại Phước Đông đạt 4.500 – 4.600 đồng/m<sup>3</sup> do sử dụng nhiều nước thô. Giá bán trung bình tại các KCN khác đạt khoảng 13.000 – 14.000 đồng/m<sup>3</sup> (đã tính chung với doanh thu xử lý nước thải)
- Sản lượng nước cũng tăng/giảm theo diện tích cho thuê.

**Tổng hợp KQKD và định giá mảng Điện/nước như sau:**

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	5.076	5.322	5.527	5.707	6.058	6.284
GVHB	4.711	4.871	5.050	5.209	5.530	5.731
LNG	365	451	476	498	528	552
SG&A	14	15	16	16	17	17
EBIT	351	436	461	482	511	535
I	-	-	-	-	-	-
EBT	351	436	461	482	511	535
T	70,3	87,1	92,1	96,4	102,1	107,0
EAT	281	349	368	385	408	428
Khấu hao	103	109	114	120	122	128
CAPEX	(179)	(228)	(128)	(229)	(129)	(130)
FCFF	275	317	447	373	503	533
Discount factor	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8
NPV	247	247	304	221	259	239
Tổng NPV sau 2028	2.081					
<b>Total NPV</b>	<b>3.598</b>					

### 3. KHU DÂN CƯ

**Chúng tôi chỉ tính phần diện tích 247ha của Khu A KDC Phước Đông theo giá trị có thể thực hiện được và các khu khác theo giá trị sổ sách.**

#### 1. GD-1 98,5 ha

- Do đã triển khai và kinh doanh 1 phần đất liên kế, KTX nên chúng tôi chỉ định giá phần đất còn lại kinh doanh nhà ở liên kế và khu biệt thự chuyên gia:
- Nhà liên kế bao gồm 228 căn trung bình 65 m2/căn và khu biệt thự chuyên gia chuẩn bị đầu tư (118 lô với tổng diện tích thương phẩm đạt 5,6ha.
- Giá bán cho khu biệt thự chuyên gia đạt khoảng 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>.
- Giá bán nhà liên kế thu nhập thấp đạt 15 triệu đồng/m<sup>2</sup>.
- Tổng nhu cầu vốn đầu tư tiếp theo cần khoảng hơn 400 tỷ đồng.

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng tiền thu	29	29	141	253	253	253	112	112
SG&A	1	1	7	13	13	13	6	6
Giá vốn	20	20	64	108	108	108	44	44
LNG	9	9	77	145	145	145	68	68
LNTT	8	8	70	132	132	132	62	62
Thuế	2	2	14	26	26	26	12	12
LNST	6	6	56	106	106	106	50	50
Tổng tiền đầu tư	(88)	(88)	(88)	(44)	(44)	-	-	-
Dòng tiền ròng	(62)	(62)	32	170	170	214	94	94
Discount factor	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8



NPV	(56)	(49)	22	101	88	96	37	32
<b>Tổng NPV</b>	<b>291</b>							

**Tổng giá trị định giá GD 1: 291 tỷ đồng**

## 2. GD-2 148,ha

- Tỷ lệ đất ở: 40%
- Giá trị thu về 1ha trung bình: 04 tỷ đồng
- Tổng giá trị của diện tích đất còn lại GD 1 = 148,5 x 4 = 594 tỷ đồng.

Chúng tôi chưa tính toán giá trị của 401ha KĐT tại khu mới do chưa có đơn giá đền bù và thời gian dự kiến thực hiện còn rất xa

### Tổng hợp giá trị định giá của mảng KDC

Giá trị KDC	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
Khu A Phước Đông GD 1	DCF	291
Khu A Phước Đông GD 2	MV	594
Bến Sấn	BV	82
Đông Nam	BV	57
<b>Tổng</b>		<b>1.024</b>

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá các mảng khác dựa trên phương pháp P/E với mức P/E bằng 5,0x cho LNST năm 2022 đạt khoảng 20 tỷ đồng

Các khoản đầu tư dài hạn vào NTC, hay FICO tính theo giá trị sổ sách thời điểm cuối Q3.2023.

Khoản cho vay đối với Lộc An, Các khoản nợ, lợi ích cổ đông thiểu số dựa trên giá trị sổ sách cuối dựa trên giá trị sổ sách ngày 31/12/2022 và dự phòng tổn thất 30%.

**Như vậy, tổng hợp định giá của chúng tôi như sau:**

Chỉ tiêu	Phương pháp	Giá trị
Khu công nghiệp	DCF	7.146
Điện/nước	DCF	3.598
KDC	DCF, BV	1.024
Khác	P/E	100
Tiền, tương đương tiền, cho vay	BV	5.698
Đầu tư dài hạn	BV	1.481
Nợ	BV	(1.263)
Lợi ích cổ đông thiểu số	BV	(435)
Dự phòng khoản cho vay		(540)
Giá trị tài sản ròng		16.809
Số cổ phiếu lưu hành		181,81
<b>Giá trị cổ phiếu theo SOTP</b>		<b>92.454</b>

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với giá mục tiêu đạt 92.400 đồng/cổ phiếu (upside 73% so với giá đóng cửa ngày 06/11/2023).

**RỦI RO ĐẦU TƯ CHUNG**

**Rủi ro suy thoái kinh tế thế giới:** Các nền kinh tế lớn trên thế giới như Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc nếu rơi vào suy thoái sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam trong ngắn hạn, theo đó, tốc độ cho thuê mới cũng như tốc độ tăng giá thuê của KCN cũng bị giảm sút.

**Rủi ro giá đất tiếp tục tăng nóng:** điều này gây ảnh hưởng tới công tác đền bù, GPMB của doanh nghiệp, gây gián tiến độ dự án và tăng giá vốn hàng bán. Tuy nhiên, hiện tại thị trường BĐS đã qua đỉnh trong ngắn hạn và đang điều chỉnh mạnh do bị chặn nguồn tiền từ phát hành trái phiếu, lãi vay ngân hàng gia tăng làm giảm nhu cầu đầu cơ. Theo đó, chúng tôi đánh giá đây là tín hiệu tốt cho SIP trong vài năm tới khi còn phải giải phóng mặt bằng hơn 500ha KCN Phước Đông và hơn 400 ha KĐT tại KDC Phước Đông khu B.

**Rủi ro về pháp lý:** pháp lý về đất đai là điều có thể gây ra rủi ro lớn nhất gây kéo dài cho việc thực hiện dự án. Từ khâu quy hoạch tổng thể, quy hoạch sử dụng đất cần tránh lệch pha và triển khai có trình tự.

**Rủi ro quản trị doanh nghiệp:** giai đoạn trước khi đăng ký giao dịch trên Upcom, doanh nghiệp đã từng phát hành cổ phiếu ESOP khá nhiều, đối tượng nhận chủ yếu là ban lãnh đạo.

Đồng thời như đã đề cập, với lượng tiền dồi dào doanh nghiệp cũng tài trợ cho các công ty liên quan, cổ đông lớn mà chúng tôi không có đầy đủ thông tin để đánh giá tính kinh tế cũng như hợp lý của các giao dịch này.

**Rủi ro thanh khoản:** lượng freefloat còn lại trên thị trường khá ít do ban lãnh đạo và các nhà đầu tư tổ chức đã nắm số lượng chủ yếu khiến rủi ro gia tăng đối với các nhà đầu tư cầm nhiều.

## PHỤ LỤC

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2522	2324	3881	5400	7756
Các khoản đầu tư ngắn hạn	3774	3774	3774	3774	3774
Các khoản phải thu	3940	2666	2416	2369	2559
Hàng tồn kho	480	498	520	553	597
Tài sản ngắn hạn khác	500	519	543	576	623
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11216</b>	<b>9780</b>	<b>11134</b>	<b>12672</b>	<b>15310</b>
Tài sản cố định	9224	10723	12043	13076	13308
Các khoản đầu tư dài hạn	1268	1268	1268	1268	1268
Tài sản dài hạn khác	32	32	32	32	32
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>10523</b>	<b>12023</b>	<b>13342</b>	<b>14376</b>	<b>14607</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>21739</b>	<b>21803</b>	<b>24476</b>	<b>27048</b>	<b>29917</b>
Các khoản phải trả	163	166	173	180	193
Vay nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	3652	3117	5095	6838	8644
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4225</b>	<b>3813</b>	<b>5927</b>	<b>7824</b>	<b>9812</b>
Vay nợ dài hạn	13500	13500	13500	13500	13500
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>13500</b>	<b>13500</b>	<b>13500</b>	<b>13500</b>	<b>13500</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>17725</b>	<b>17313</b>	<b>19427</b>	<b>21323</b>	<b>23312</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1818	1818	1818	1818	1818
Lợi nhuận chưa phân phối	623	722	875	1106	1473
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Vốn khác	1559	1936	2341	2786	3300
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>4000</b>	<b>4476</b>	<b>5034</b>	<b>5710</b>	<b>6591</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	466	516	566	616	666
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>17725</b>	<b>17313</b>	<b>19427</b>	<b>21323</b>	<b>23312</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>6.252</b>	<b>6.486</b>	<b>6.783</b>	<b>7.205</b>	<b>7.784</b>
GVHB	-5.412	-5.508	-5.728	-5.989	-6.395
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>841</b>	<b>978</b>	<b>1.055</b>	<b>1.217</b>	<b>1.390</b>
Chi phí bán hàng	-19	-19	-20	-22	-23
Chi phí QLDN	-125	-130	-136	-144	-156
<b>EBIT</b>	<b>697</b>	<b>829</b>	<b>899</b>	<b>1.051</b>	<b>1.211</b>
Doanh thu tài chính	449	510	554	564	690
Chi phí tài chính	-17	-9	-9	-9	-9
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	-50	-50	-50	-50	-50
<b>LNTT</b>	<b>1.079</b>	<b>1.280</b>	<b>1.394</b>	<b>1.555</b>	<b>1.841</b>
Chi phí thuế TNDN	-232	-268	-289	-320	-375
<b>LNST</b>	<b>987</b>	<b>1.142</b>	<b>1.234</b>	<b>1.365</b>	<b>1.597</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-50	-50	-50	-50	-50
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>937</b>	<b>1.092</b>	<b>1.184</b>	<b>1.315</b>	<b>1.547</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	5.156	6.005	6.513	7.234	8.507

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	3557	1603	3138	2809	2726
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-240	-1.255	-1.035	-745	176
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(1234)	(545)	(545)	(545)	(545)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>2082</b>	<b>(198)</b>	<b>1557</b>	<b>1519</b>	<b>2357</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	440	2522	2324	3881	5400
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2522</b>	<b>2324</b>	<b>3881</b>	<b>5400</b>	<b>7756</b>
ROE	24%	26%	25%	24%	25%
ROA	5%	5%	5%	5%	5%

Nguồn: VCBS ước tính

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
*tmhoang@vcbs.com.vn*

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phó giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
*lhathi@vcbs.com.vn*

**Trịnh Văn Hà**  
Chuyên viên Phân tích cao cấp  
*tvha@vcbs.com.vn*