

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG (HOSE: SIP)

Đòn bẩy từ quỹ đất quy mô lớn và dòng tiền tăng trưởng

Chúng tôi thực hiện định giá ban đầu cho cổ phiếu SIP. Theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, giá cổ phiếu hiện nay chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng dài hạn và vị thế doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là **79.300 đồng**, tương đương P/B dự phóng năm 2026 là 3,5 lần.

• Đòn bẩy từ quỹ đất KCN quy mô lớn tại miền Nam

- SIP hiện đang khai thác 05 KCN quy mô lớn tại miền Nam, với tổng diện tích 3.500 ha, nằm tại: 1/ Các thị trường cấp I (Tp.HCM, Đồng Nai), hay 2/ Tây Ninh - Khu vực có tiềm năng phát triển từ việc kết nối vùng kinh tế phía Nam và Campuchia.
- Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê trong giai đoạn 2026-2029 sẽ phục hồi về mức trung bình 75ha/năm (tương tự với giai đoạn 2019-2021), với đóng góp phần lớn từ KCN Phước Đông; qua đó doanh thu từ cho thuê đất sẽ có mức tăng trưởng CAGR 2025-2029 đạt 16%.
- Dòng tiền ổn định từ cung cấp điện, nước cho khách hàng trong KCN. Thêm vào đó, việc đầu tư vào Điện mặt trời áp mái sẽ giúp doanh nghiệp thu hút được khách hàng có nhu cầu giảm carbon trên dây chuyền sản xuất.

• Lợi thế từ tăng trưởng dòng tiền và sức khỏe tài chính lành mạnh

- Dòng tiền của doanh nghiệp sẽ cải thiện đáng kể từ cho thuê đất (đã hoàn thành hạ tầng) và cung cấp dịch vụ điện, nước cho khách hàng. Cho giai đoạn 2028 trở về sau, dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) sẽ ổn định ở ~4.000 tỷ đồng/năm (đem lại lợi suất ~70% so với quy mô vốn chủ sở hữu).
- Doanh nghiệp duy trì bảng cân đối tương đối lành mạnh, trong đó ~50% tài sản ngắn hạn dưới dạng tiền gửi, là điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp phát triển dự án mà không cần dùng nhiều đòn bẩy tài chính.

Rủi ro

- Tiến độ thực hiện dự án chậm hơn kỳ vọng, có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn dự phóng.
- Khách hàng chính của SIP là các doanh nghiệp FDI, nên các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến các quyết định thuê đất của khách hàng, cũng sẽ ảnh hưởng triển vọng về dòng tiền của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	5.578	6.035	6.677	7.800	8.142	8.711
Tăng trưởng (%)	10%	8%	11%	17%	4%	7%
EBITDA	871	1.035	1.161	1.370	1.329	1.412
LNST	835	977	927	1.164	1.309	1.257
Tăng trưởng (%)	-19%	17%	-5%	26%	12%	-4%
Biên ròng (%)	15%	16%	14%	15%	16%	14%
ROA (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%
ROE (%)	32%	33%	29%	31%	29%	24%
EPS cơ bản (VND)	8.093	4.227	4.117	4.977	4.324	4.154
GTSS (VND)	31.702	33.418	15.959	19.601	20.278	23.055
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.800	2.000	4.500	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	8,1	7,7	15,4	13,0	14,1	14,7
P/BV (x)	2,1	1,0	4,0	3,3	3,5	3,0

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 14/08/2025.

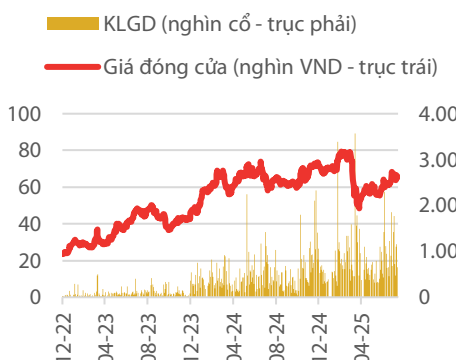
MUA +22%

Giá thị trường (VND)	66.700
Giá mục tiêu (VND)	79.300

*Cổ tức 12 tháng tới 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.907
SLCPDLH (triệu cp)	242
Beta	1,3
Free Float (%)	45
Giá cao nhất 52 tuần	79.400
Giá thấp nhất 52 tuần	48.300
KLGD bình quân 3 tháng	707



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	6T	1N
SIP	14,8	-5,9	9,1
VN30 Index	23,8	29,4	38,5
VN-Index	20,5	24,0	30,7

Cổ đông lớn (%)

CTCP ĐT & PT Đô thị An Lộc	19,8
Trần Mạnh Hùng	10,3
Lư Thanh Nhã	7,6
NTC	9,0
Thành viên HĐQT & ban TGD	8,1
Khác	45,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,0

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SOTP

Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP (Sum-of-the-parts) để định giá cổ phiếu SIP. Trong đó, giá trị tài sản ròng của Công ty được tổng hợp từ các dự án KCN, giá trị các hoạt động kinh doanh khác, dòng tiền mặt, đầu tư tài chính và nợ vay. Tổng giá trị tài sản của SIP đạt 19,2 nghìn tỷ đồng, trong đó đóng góp từ:

- Các dự án KCN (7,3 nghìn tỷ đồng), trong đó các tài sản có giá trị lớn gồm KCN Phước Đông (2,1 nghìn tỷ đồng), KCN Lộc An – Bình Sơn (2,1 nghìn tỷ đồng) và KCN Lê Minh Xuân 03 (1,5 nghìn tỷ đồng).
- Các hoạt động kinh doanh mang lại dòng tiền ổn định (Cung cấp điện, nước, cho thuê nhà xưởng và các hoạt động khác cho khách hàng, với giá trị đạt 6,6 nghìn tỷ đồng), được định giá theo phương pháp thu nhập ròng (giá trị vốn hóa = Thu nhập/tỷ suất chiết khấu, với tỷ suất chiết khấu sử dụng là 15,7%).
- Ngoài ra, doanh nghiệp còn có dự trữ số dư tiền gửi trên 5.000 tỷ đồng (với lợi thế từ dòng tiền), và doanh thu từ lãi tiền gửi cũng đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp trong dài hạn
- Các tài sản ròng khác (bao gồm tiền, các khoản đầu tư và cho vay, trừ đi nợ vay) đạt 3,6 nghìn tỷ đồng, trong đó nổi bật có: i/ Tiền và các khoản tương đương tiền đạt 6,3 nghìn tỷ đồng, ii/ Khoản đầu tư dài hạn tại NTC được định giá theo phương pháp RNAV, với giá trị đạt 1 nghìn tỷ đồng.

Bảng 1: Định giá SIP bằng phương pháp SOTP

Hạng mục	Phương pháp	Giá trị định giá (tỷ VNĐ)	Sở hữu (%)	Giá trị nhận được (tỷ VNĐ)
Mảng KCN		9.009		7.297
Phước Đông	DCF	2.126	100%	2.126
Đông nam	DCF	463	100%	463
Lê Minh Xuân 03	DCF	1.539	100%	1.539
Lộc An - Bình Sơn	DCF	3.071	69%	2.119
Long Đức (GD 2)	DCF	1.810	58%	1.050
Mảng BĐS dân cư		294		294
KDC Phước Đông	DCF	294	100%	294
Mảng cung cấp điện nước	Thu nhập ròng	3.878	100%	3.878
Mảng dịch vụ tiện ích KCN và khác	Thu nhập ròng	1.782	100%	1.782
Doanh thu từ tiền gửi	Thu nhập ròng	2.337	100%	2.337
Tổng cộng				15.587
(+) Tiền và tương đương tiền				6.295
(+) Các khoản cho vay				660
(+) Đầu tư ngắn hạn	MV & BV			332
(+) Đầu tư dài hạn tại NTC	RNAV			1.041
(-) Nợ vay				(4.725)
Giá trị tài sản ròng				19.190
SLCP lưu hành (triệu CP)				242
Giá mục tiêu (đồng/cp)				79.300

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt ước tính

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định ở mức 79.300 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 22% so với giá đóng cửa ngày 14/08/2025. Chúng tôi đánh giá cao SIP về lợi thế quỹ đất (nằm tại các trung tâm công nghiệp của miền Nam), nền tảng tài chính lành mạnh và chiến lược triển khai dự án hợp lý, qua đó đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp trong dài hạn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với SIP cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Chi phí vốn và Chi phí nợ trên mỗi cổ phiếu (VND)

		Chi phí nợ				
Chi Phí vốn		6%	7%	8%	9%	10%
	17%	88.500	87.600	86.600	85.700	84.800
	18%	84.600	83.700	82.800	81.900	81.100
	19%	80.900	80.100	79.300	78.500	77.700
	20%	77.500	76.700	76.000	75.300	74.500
	21%	74.400	73.600	72.900	72.300	71.600

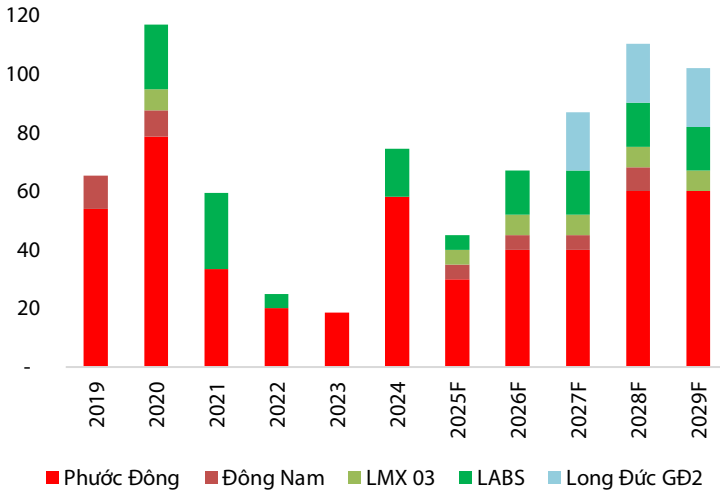
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

MỤC LỤC BÁO CÁO	
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29	Trang 4
Doanh thu	Trang 4
Lợi nhuận ròng	Trang 5
Điểm nổi bật về tài sản	Trang 7
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Trang 9
TRIỂN VỌNG NGÀNH – VIỆT NAM VẪN LÀ ĐIỂM ĐẾN CỦA DÒNG VỐN FDI	Trang 15
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP – DUY TRÌ VỊ THẾ Ở THỊ TRƯỜNG MIỀN NAM	Trang 20
BDS DÂN DỤNG – TRIỂN KHAI KHU ĐÔ THỊ PHƯỚC ĐÔNG	Trang 23
PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC PHÁT TRIỂN KCN	Trang 25
PHỤ LỤC – HIỆN TRẠNG CÁC KCN CỦA CTCP ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG	Trang 27

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

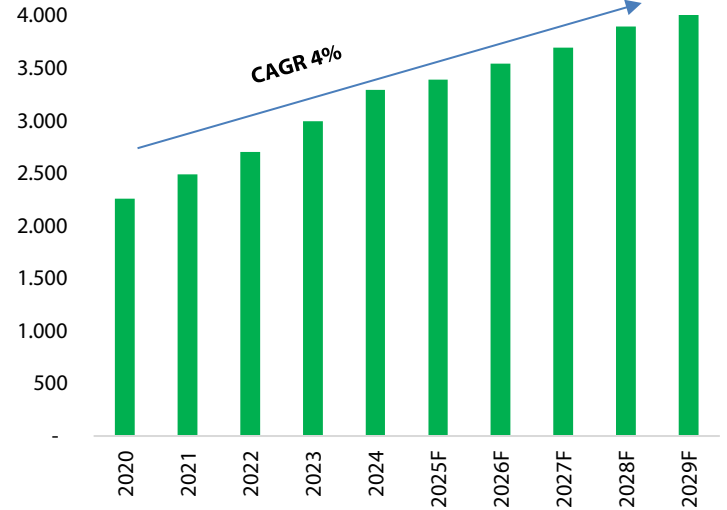
Doanh thu: Doanh thu của SIP vẫn sẽ chủ yếu đến từ hoạt động cung cấp điện, nước cho các khách hàng tại KCN, với kỳ vọng tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 6,4%. Cùng với triển vọng tích cực từ hoạt động cho thuê đất KCN (đòn bẩy từ quỹ đất lớn, doanh thu kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng CAGR đạt 16%), doanh thu giai đoạn 2025-2029 dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng kép là 6,6%.

Hình 1: Diện tích cho thuê đất KCN của SIP (ha)



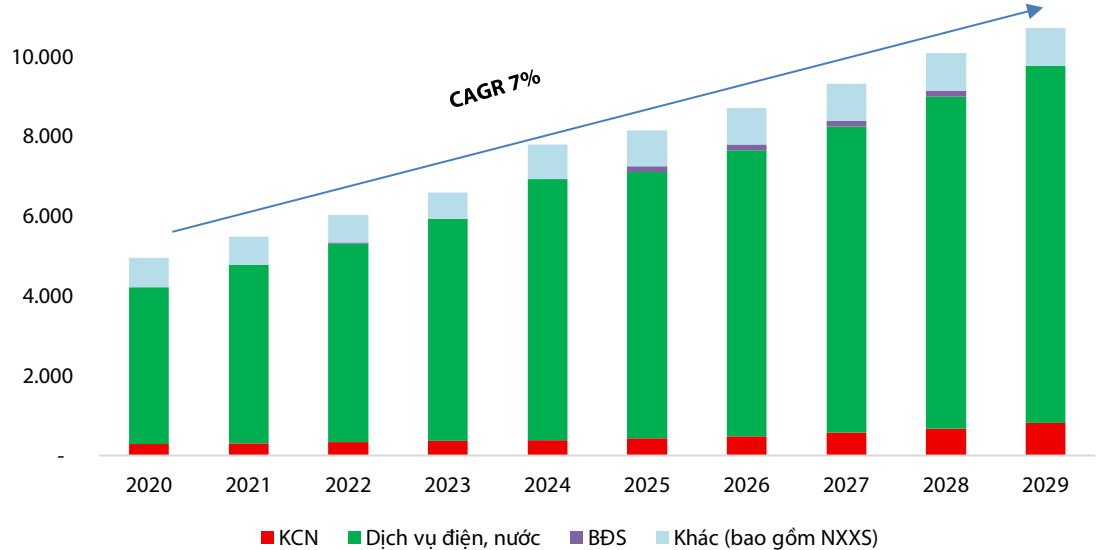
Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 2: Sản lượng điện bán lẻ của SIP (triệu Kwh)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 3: Doanh thu thuần của SIP (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng ([Tham khảo trang 28](#))

Về dự báo doanh thu trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Cho thuê đất KCN: Do cách hạch toán doanh thu theo phương pháp phân bổ (dựa trên số năm hoạt động của dự án) nên về mặt giá trị, đóng góp từ cho thuê đất KCN trong tổng doanh thu tương đối khiêm tốn (chiếm ~10% tổng doanh thu). Phần doanh thu chưa ghi nhận sẽ được hạch toán trong doanh thu chưa thực hiện dài hạn (và sẽ được hạch toán sang doanh thu qua từng năm). Tuy nhiên, đây là khu công nghiệp là mảng kinh doanh chính (chiếm 45% giá trị doanh nghiệp, và các hoạt động kinh doanh khác

đều dựa trên triển vọng cho thuê đất của doanh nghiệp), nên diện tích cho thuê đất mới sẽ là *chỉ báo trước* (*leading indicator*) về triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. Cho giai đoạn 2026-2029, diện tích cho thuê của SIP sẽ phục hồi về mức trung bình 75ha/năm (tương tự với giai đoạn 2019-2021), với đóng góp phần lớn từ KCN Phước Đông ([Tham khảo trang 20](#)). Với giả định: 1/ Dòng tiền ghi nhận theo tiến độ hợp đồng (doanh nghiệp sẽ nhận trước 10% giá trị hợp đồng trong năm đầu tiên, và 90% giá trị trong năm thứ hai); 2/ Hợp đồng chính thức và doanh thu ghi nhận trong năm thứ 2 chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ cho thuê đất sẽ đạt CAGR 16% trong giai đoạn 2025-2029.

Cung cấp điện, nước cho KCN: Dựa trên kỳ vọng về: 1/ Sản lượng tiêu thụ điện & nước tăng trưởng tương ứng với tỷ lệ lấp đầy tại các KCN của SIP (tương ứng mức tăng trưởng kép đạt 4%/năm), 2/ Giá bán lẻ điện duy trì mức tăng trưởng trung bình 3%/năm ([Tham khảo trang 22](#)), chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ cung cấp điện nước 2025-2029 sẽ đạt mức tăng trưởng kép là 6,4%.

BDS: Từ 2025, khi mở bán và bàn giao các sản phẩm tại KĐT Thuận Lợi, chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ BDS, với doanh thu trung bình đạt 140 tỷ đồng trong 04 năm (giai đoạn 2025-2029).

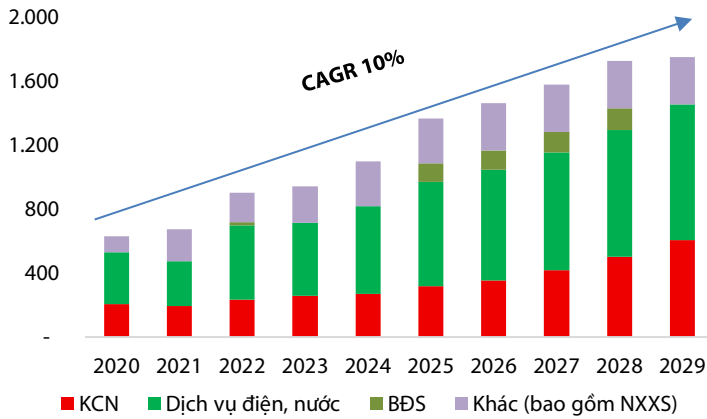
Hoạt động khác: Doanh thu khác chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê Nhà xưởng xây sẵn (NXXS), với doanh thu ổn định ở ~200 tỷ đồng/năm, cùng một số dịch vụ khác cho khách hàng (xây dựng,...)

Lợi nhuận ròng: Dù đóng góp khiêm tốn trong doanh thu, nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp ở mức cao của hoạt động cho thuê đất KCN (Biên GPM duy trì trên 70%), lợi nhuận gộp của doanh nghiệp duy trì mức tăng trưởng tích cực, với CAGR 2025-2029 đạt 10%.

Lợi nhuận gộp: Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ chủ yếu đến từ các hoạt động kinh doanh chính (như đã đề cập ở phần doanh thu); trong đó sẽ có đóng góp đáng kể hơn từ hoạt động cho thuê đất KCN. Cho giai đoạn 2025-2029, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ duy trì mức tăng trưởng bình quân đạt 10%, đến từ:

- **Cung cấp dịch vụ điện, nước:** Trong năm 2025, SIP dự kiến lắp đặt thêm 20MW điện mặt trời (ĐMT) áp mái (dựa trên nhu cầu của khách hàng, giúp sản lượng khai thác hàng năm đạt 90 triệu Kwh, +40%YoY), qua đó lợi nhuận gộp - từ ĐMT áp mái và từ toàn bộ hoạt động cung cấp dịch vụ - lần lượt đạt 126 tỷ đồng (+85%YoY, biên GPM đạt 52%) và 652 tỷ đồng (+19%YoY). Biên GPM của toàn bộ mảng này cải thiện lên mức 9,5% (cao hơn so với mức 8,5% trong năm 2024) nhờ đóng góp nhiều hơn từ doanh thu ĐMT áp mái. Do hoạt động này phụ thuộc vào nhu cầu của khách hàng, chúng tôi chưa mở rộng công suất ĐMT áp mái trong các năm sau, qua đó LN gộp của toàn bộ hoạt động duy trì CAGR 2025-2029 đạt 9%.
- **Cho thuê đất KCN:** Với kỳ vọng biên GPM của hoạt động này duy trì trên 70%, đến từ lợi thế: 1/ Các KCN (đặc biệt là Phước Đông) đã giải phóng mặt bằng (GPMB) và chuyển mục đích sử dụng đất với tỷ lệ tương đối cao (trên 80% tổng diện tích), giúp SIP tích lũy quỹ đất với chi phí thấp, 2/ Giá cho thuê kỳ vọng hồi phục ở mức 2%/năm. Lợi nhuận gộp của hoạt động này dự kiến duy trì mức tăng trưởng tích cực, với CAGR 2025-2029 dự kiến đạt 18% (tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp)
- Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh BDS cũng sẽ đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp. Lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh này ước đạt 124 tỷ đồng (~9% lợi nhuận gộp của doanh nghiệp), với biên GPM đạt 89% (do doanh nghiệp đã hoàn thành tiền sử dụng đất trong giai đoạn 2020-2021 với chi phí tương đối thấp).

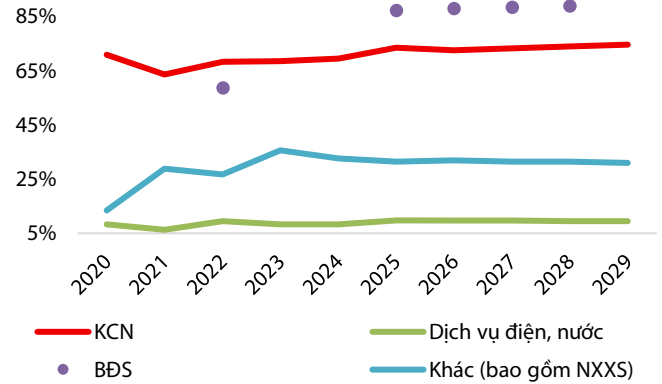
Hình 4: Lợi nhuận gộp của SIP (Tỷ đồng)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. [\(Tham khảo trang 28\).](#)

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp của các hoạt động kinh doanh chính (%)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt.

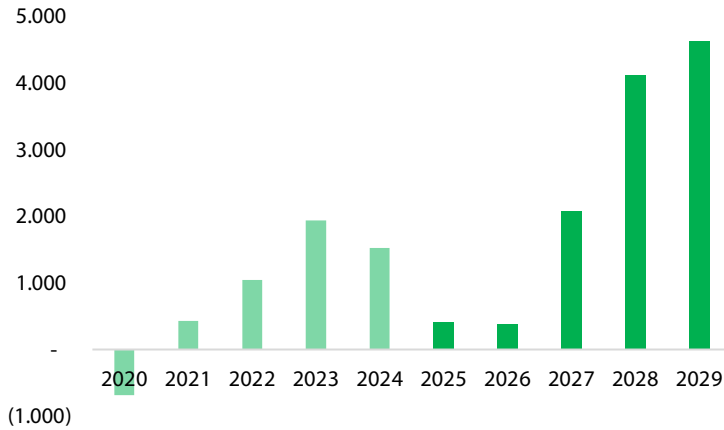
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp: chiếm lần lượt 0,2% và 1,5% trong tổng doanh thu năm 2025. Do hoạt động cho thuê đất KCN là bán hàng trực tiếp cho doanh nghiệp (B2B) nên chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tương đối nhỏ, còn chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ duy trì ổn định ở 1,5%/doanh thu, nhằm đảm bảo hoạt động quản lý và khai thác các KCN.

Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp đến từ: 1/ Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính (cho thuê đất và cung cấp các dịch vụ liên quan tới KCN - đã được phân tích ở phần trên), và 2/ Lãi/lỗ ròng từ hoạt động tài chính. Trong đó, SIP ghi nhận đáng kể từ hoạt động tài chính, với: 1/ Doanh nghiệp duy trì số dư tiền gửi ~3.000 tỷ đồng, 2/ Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh duy trì ở mức 2.000 tỷ đồng/năm. Ngoài ra, doanh nghiệp dự kiến sẽ có doanh thu tiềm năng từ việc thoái vốn tại NTC, tuy nhiên do chưa có kế hoạch cụ thể, nên chúng tôi chưa đưa doanh thu này vào dự phóng, tương đương với việc SIP sẽ chủ yếu ghi nhận lợi nhuận hàng năm từ NTC (doanh thu từ công ty liên kết, [Tham khảo trang 24](#)). Qua đó, lợi nhuận sau thuế (LNST) của SIP giai đoạn 2025-2029 dự kiến tăng trưởng với mức CAGR đạt 8,3%.

Dòng tiền doanh nghiệp: Đáng chú ý hơn, so với tăng trưởng về kết quả kinh doanh, dòng tiền của doanh nghiệp sẽ cải thiện đáng kể sau khi các KCN hoàn thành cơ bản việc GPMB và đầu tư hạ tầng (giai đoạn 2025-2028), khi doanh nghiệp duy trì dòng tiền cho thuê đất và cung cấp dịch vụ điện, nước cho khách hàng. Theo ước tính của chúng tôi trong giai đoạn 2028 trở về sau, dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) sẽ ổn định ở ~4.000 tỷ đồng/năm (đem lại lợi suất ~60% so với quy mô vốn chủ sở hữu).

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn: Chúng tôi kì vọng tỷ lệ lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) của Công ty có thể ổn định ở mức trên 27% trong giai đoạn 2028-2029, đến từ: 1/ Tỷ lệ đòn bẩy tăng lên (chủ yếu do cách hạch toán dòng tiền từ cho thuê đất KCN – tập trung tại doanh thu chưa thực hiện), và 2/ Biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức 16% (Với đóng góp từ hoạt động có biên GPM lớn – cho thuê đất KCN).

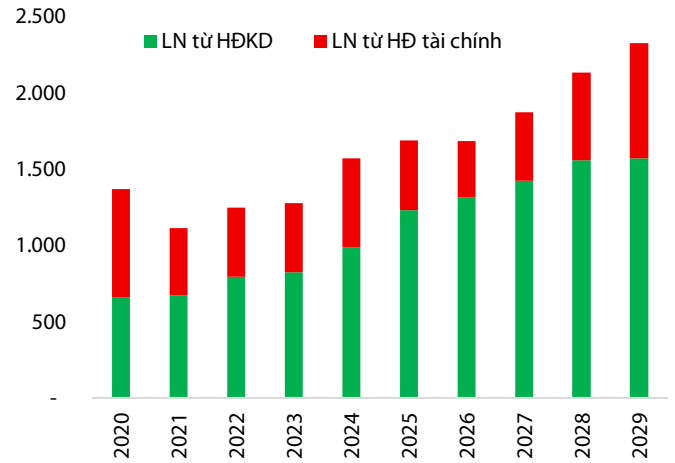
Hình 6: Dòng tiền tự do cho VCSH (FCFE) của SIP (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

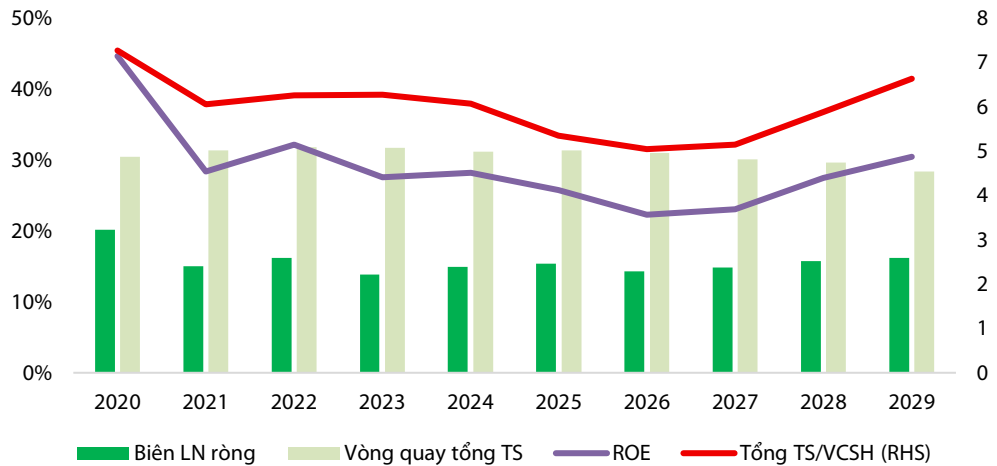
Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. [\(Tham khảo trang 29\)](#)

Hình 7: Lợi nhuận trước thuế của SIP, theo hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Tài sản ngắn hạn: SIP sở hữu bảng cân đối lành mạnh, trong đó ~50% tài sản ngắn hạn dưới dạng tiền gửi (ngắn hạn và dài hạn), là điều kiện thuận lợi để doanh nghiệp phát triển dự án mà không cần dùng nhiều đòn bẩy tài chính. Trong giai đoạn 2025-2029, chúng tôi cho rằng tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn sẽ tiếp tục chiếm phần lớn trong tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp, với lợi thế về dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính.

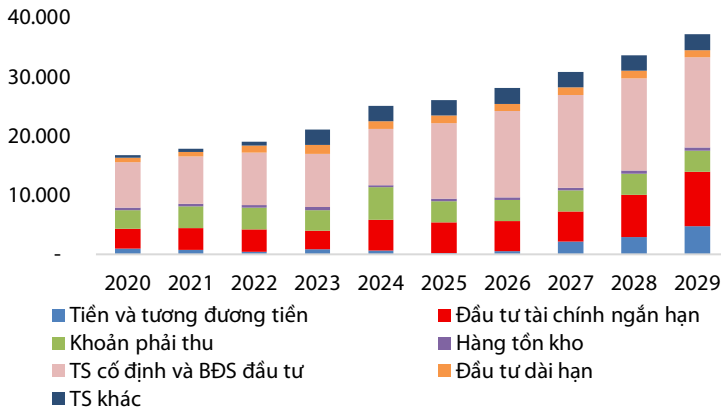
Với các tài sản ngắn hạn khác, chủ yếu là khoản phải thu, với: 1/ Các khoản tạm ứng cho nhân viên để thực hiện hoạt động GPMB (cho các KCN hiện hữu) và tích lũy quỹ đất (cho các dự án tiềm năng khác của doanh nghiệp); 2/ Các khoản cho vay (ngắn hạn và dài hạn, với số dư ~2.000 tỷ đồng) dành cho các đối tác kinh doanh. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng số dư phải thu sẽ giảm về mức 3.500 tỷ đồng và ổn định sang các năm sau (do một phần tiền ứng trước GPMB tại KCN Phước Đông sẽ được chuyển sang hạch toán ở tài sản cố định).

Đầu tư tài sản dài hạn: Do cách hạch toán phân bổ của doanh nghiệp (Doanh thu cho thuê đất KCN ghi nhận theo suốt vòng đời của dự án), nên chi phí đầu tư vào các KCN sẽ được ghi nhận ở tài sản dài hạn

(chủ yếu ở mục Bất động sản đầu tư) và sẽ được khấu hao tương ứng với việc hạch toán doanh thu qua các năm. Trong giai đoạn 2025-2028, chúng tôi ước tính vốn đầu tư để phát triển KCN của SIP sẽ ~6.000 tỷ đồng (chủ yếu tập trung GPMB cho KCN Phước Đông và phát triển KCN Long Đức giai đoạn 02).

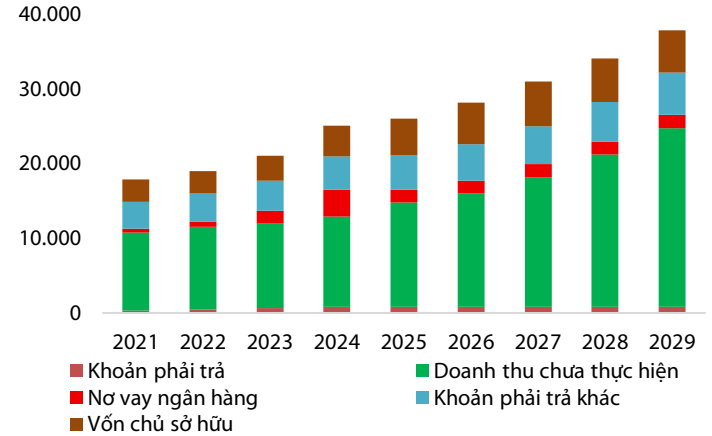
Cơ cấu nguồn vốn: Doanh nghiệp chủ yếu sử dụng vốn chủ để tài trợ cho hoạt động đầu tư, do đó cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp khá lành mạnh, với nợ vay ngắn hạn chủ yếu để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động (hoạt động cung cấp dịch vụ cho khách hàng thuê đất). Đáng chú ý, khoản mục lớn nhất trên cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp chính là doanh thu chưa thực hiện dài hạn – phản ánh lũy kế dòng tiền mà công ty đã nhận từ khách hàng thuê đất KCN, tuy nhiên chưa được ghi nhận doanh thu. Với việc khoản mục doanh thu chưa thực hiện của SIP tăng lên qua các năm, phản ánh kết quả kinh doanh và dòng tiền tích cực từ hoạt động cho thuê đất KCN.

Hình 9: Cấu trúc tài sản của doanh nghiệp (tỷ đồng)



Nguồn: SIP, Bloomberg, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Hình 10: Cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp (tỷ đồng)

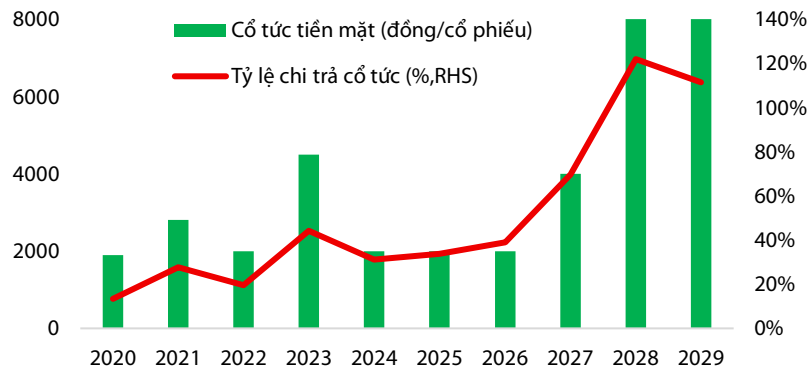


Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục [\(Tham khảo trang 29\)](#).

Chính sách cổ tức tiền mặt: SIP duy trì chính sách cổ tức bằng tiền với tỷ lệ chi trả cổ tức/LNST ở mức trung bình 35%. Chúng tôi cho rằng đây là chính sách phù hợp khi: 1/ Hòa với lợi ích của cổ đông, 2/ Công ty vẫn dành một phần lợi nhuận để phát triển các dự án hiện có. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì chính sách này trong giai đoạn 2025-2026 (tương ứng với mức chi trả cổ tức ở 2.000 đồng/cổ phần), khi doanh nghiệp tập trung dòng tiền cho các KCN đang đầu tư hạ tầng (Phước Đông, Long Đức GD2,...). Cho giai đoạn 2027 trở về sau, khi dòng tiền của doanh nghiệp ghi nhận sự tăng trưởng, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên mức 100%, tương ứng mức chi trả cổ tức ở 8.000 đồng/cổ phần). Hiện nay cổ phiếu đang được giao dịch ở mức tỷ suất cổ tức đạt 3% - chưa hấp dẫn cho các nhà đầu tư quan tâm tới cổ tức.

Hình 11: Cổ tức tiền mặt của SIP (VND)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng [\(Tham khảo trang 29\)](#).

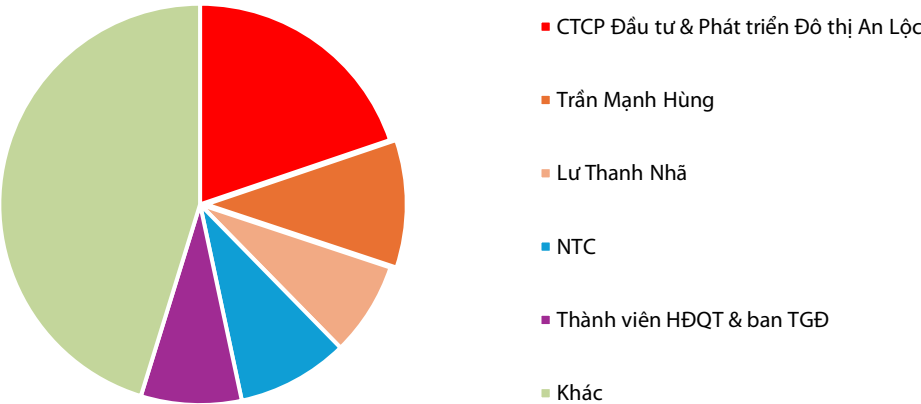
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) được thành lập vào năm 2007, tiền thân là công ty con của Tập Đoàn Công nghiệp Cao Su Việt Nam (HOSE: GVR), và là chủ đầu tư của Khu công nghiệp (KCN) Đông Nam – KCN quy mô lớn tại Tp.HCM – đặc biệt trong giai đoạn sau khi gia nhập WTO (2007). Sang năm 2010, Công ty đưa vào hoạt động KCN Phước Đông – KCN quy mô lớn đầu tiên tại Tây Ninh, với lợi thế vị trí kết nối giữa miền Nam và Campuchia. Sang giai đoạn 2013-2024, doanh nghiệp tiếp tục phát triển các KCN tại các thị trường cấp I của miền Nam, bao gồm KCN Lê Minh Xuân 03 (Tp.HCM) và KCN Lộc An Bình Sơn (Đồng Nai); từ đó nâng tổng quỹ đất KCN tiềm năng của công ty lên 3.300 ha – trở thành một trong các công ty KCN đang niêm yết có quỹ đất lớn tại miền Nam. Ngoài ra, doanh nghiệp hướng đến các dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng thuê đất, đáng kể là hoạt động cung cấp điện, nước cho KCN mà họ đang khai thác – thông qua việc đầu tư các trạm điện 110kV và nhà máy cấp nước.

Sau khi cổ đông sáng lập, GVR, thoái vốn thành công trong năm 2020, các cổ đông lớn của SIP hiện là người nội bộ và cổ đông tổ chức trong nước, chiếm 55% số cổ phiếu đang lưu hành.

Hình 12: Cơ cấu cổ đông chính (%) của SIP



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu doanh nghiệp

- ✓ 03 trong số 04 KCN mà Công ty đang khai thác do Công ty mẹ sở hữu trực tiếp. Còn lại KCN Lộc An Bình Sơn do công ty con CTCP Đầu tư và Phát triển VRG Long Thành (SIP sở hữu 69% số cổ phần) sở hữu.
- ✓ 07 công ty con mà doanh nghiệp đang sở hữu chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ phụ trợ cho các khách hàng đang thuê đất.
- ✓ SIP cũng có khoản đầu tư đáng chú ý vào CTCP KCN Nam Tân Uyên (Upcom: NTC) – chủ đầu tư của KCN Nam Tân Uyên 3. Tuy nhiên trong dài hạn, SIP có ý định thoái vốn tại công ty này, tránh vi phạm sở hữu chéo.

Bảng 3: Thống kê các công ty con, liên kết nổi bật của SIP

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu/ lợi ích (%)	Hoạt động kinh doanh chính
Công ty con		
CTCP Đầu tư & Phát triển VRG Long Thành	69%	Khai thác KCN Lộc An Bình Sơn.
CTCP Cảng và Dịch vụ Logistics VRG Thanh Phước	99,8%	Cung cấp dịch vụ hậu cần cho KCN Phước Đông và quản lý hoạt động của cảng Thanh Phước.

CTCP Đầu tư và Tư vấn Xây dựng Phú An Thành	85,5	Cung cấp dịch vụ thiết kế kiến trúc công trình dân dụng, công nghiệp và tư vấn xây dựng.
CTCP Xây dựng Incontec	99,8	Xây dựng công trình đường sắt, đường bộ.
CTCP Phát triển Dịch vụ Sài Gòn VRG	99,8	Thi công trạm điện, nước và bán tấm quang điện và văn phòng phẩm.
CTCP Đầu tư VRG Long Đức	57,95	Chủ đầu tư KCN Long Đức (Giai đoạn 2).
Công ty liên kết		
CTCP KCN Nam Tân Uyên (Upcom: NTC)	21,5	Chủ đầu tư KCN Nam Tân Uyên 3.

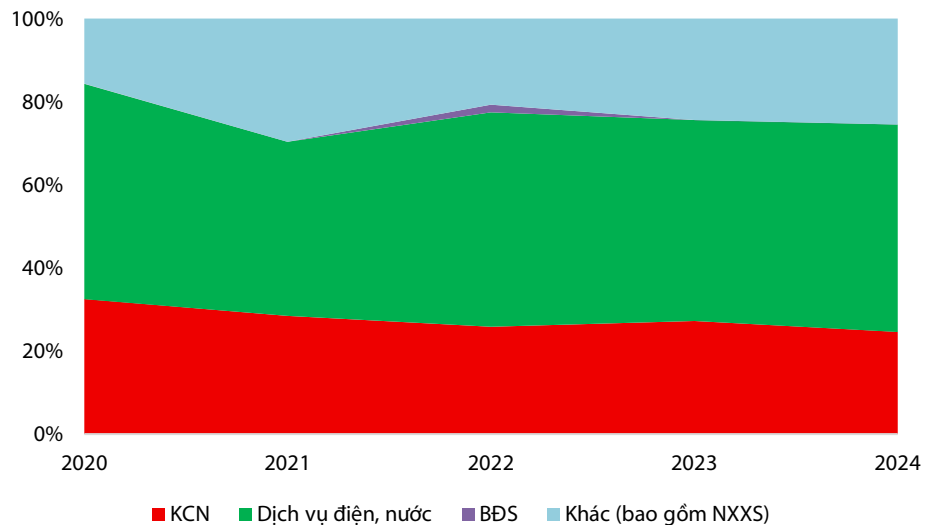
Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt;

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Từ giai đoạn 2013-2024, khi tập trung phát triển các KCN quy mô lớn tại miền Nam, ngoài mảng cho thuê đất thì SIP đã chú ý hơn tới hoạt động cung cấp điện, nước cho KCN (thông qua việc đầu tư các nhà máy nước và các trạm biến áp 110Kv). Hoạt động này có doanh thu tăng trưởng tỷ lệ thuận với tỷ lệ lấp đầy các KCN và có giá trị doanh thu lớn (chủ yếu đến từ mảng phân phối điện cho khách hàng) và luôn chiếm trên 80% tổng doanh thu của SIP.

Do cách hạch toán doanh thu từ cho thuê đất KCN theo phương pháp phân bổ (doanh thu mỗi hợp đồng hạch toán đều cho thời gian thuê đất), nên giá trị doanh thu ghi nhận hàng năm sẽ tương đối thấp so với giá trị hợp đồng ký mới trong kỳ. Tuy nhiên, nhờ biên GPM cao của mảng cho thuê đất, nên nhìn theo cơ cấu LN gộp, chúng ta thấy được đóng góp đáng kể của việc cho thuê đất trong LN từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Hình 13: Tỷ trọng lợi nhuận gộp của SIP theo hoạt động kinh doanh



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

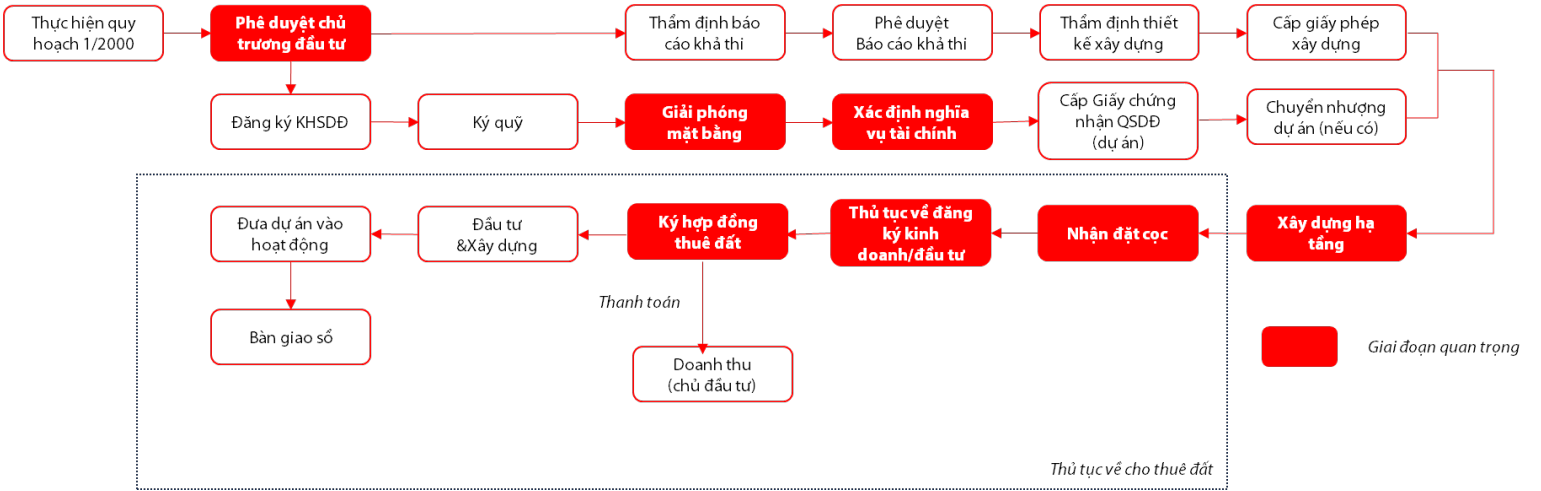
Về hoạt động cho thuê đất KCN : SIP hiện đang khai thác 05 KCN quy mô lớn tại miền Nam, với tổng diện tích 3.500 ha, nằm tại: 1/ Các thị trường cấp I (Tp.HCM, Đồng Nai), hay 2/ Tây Ninh - Khu vực có tiềm năng phát triển từ việc kết nối vùng kinh tế phía Nam và Campuchia. Tính đến 2024, hầu hết các KCN của SIP đã có tỷ lệ giải phóng mặt bằng tương đối cao (tỷ lệ GPMB trên 80%). Đây là tiền đề nhằm đảm bảo SIP có diện tích đủ lớn cho khách hàng thuê, giảm áp lực tài chính (chi phí sử dụng đất có xu hướng tăng qua các thời kỳ) và mở rộng biên lợi nhuận (giá thuê có xu hướng tăng trong dài hạn).

Bảng 4: Danh sách các khu công nghiệp đang hoạt động của SIP, tính đến cuối 2024.

KCN	Tỉnh	Diện tích (ha)	% hoàn thành GPMB	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá thuê hiện tại (USD/m2/chu kỳ thuê)	Khách hàng lớn
Đông Nam	Tp.HCM	287	98	88	250	Vinamilk, First Solar, Worldon
Lê Minh Xuân 03	Tp.HCM	231	100	32	300	BW, Paiho, Siêu Thành
Lộc An – Bình Sơn	Đồng Nai	498	100	67	220	SLP, Changshin, Elite, Ojtex
Phước Đông	Tây Ninh					
Giai đoạn 1		1.014	100	100	100	Brotex, Gain Lucky, Sailun
Giai đoạn 2&3		1.175	80	24	80	Jinyu, Global Hantex
KCN Long Đức (GD2)	Đồng Nai	294	N/A	N/A	N/A	

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt.

Hình 14: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một Khu công nghiệp



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Với các KCN tại thị trường cấp I của miền Nam: SIP hiện đang sở hữu 03 KCN quy mô lớn tại thị trường cấp I miền Nam (Đồng Nai, Tp.HCM) – tức là các thị trường đang phát triển các KCN quy mô lớn – với tổng diện tích ~1.000 ha. Trong đó, KCN Đông Nam (287ha, Tp.HCM) là KCN đầu tiên được doanh nghiệp triển khai, hạ tầng phát triển tương đối hoàn thiện và đã có tỷ lệ lấp đầy tương đối cao (~88%) nên sẽ không còn nhiều đóng góp về doanh thu cho thuê trong giai đoạn sau. Với các KCN đang khai thác (Lê Minh Xuân 03, Lộc An Bình Sơn), chúng tôi đánh giá cao khả năng thu hút khách hàng và cho thuê tại khu vực này, nhờ: 1/ Các KCN này đã hoàn thành GPMB và có đủ diện tích (liền thửa) để cho thuê; 2/ Vị trí thuận lợi với hạ tầng kết nối tương đối tốt (gần tuyến đường vành đai, cao tốc tại Tp.HCM). Về mặt giá thuê, nhờ hưởng lợi từ: 1/ Xu hướng chuyển dịch nhà máy (của các doanh nghiệp FDI) từ Trung Quốc sang các quốc gia lân cận nhằm tránh ảnh hưởng của thương chiến Mỹ - Trung, và 2/ Lợi thế về vị trí; các KCN của SIP đã ghi nhận mức tăng giá thuê đất (bình quân hàng năm) đạt trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2019-2024. Tuy nhiên, do mặt bằng giá thuê tại các KCN này tương đối cao (trên USD200/m2/chu kỳ), nên SIP sẽ khó có thể duy trì mức tăng giá 02 con số như các năm trước.
- Với KCN Phước Đông (Tây Ninh): Đây khu công nghiệp lớn nhất tỉnh Tây Ninh, thuộc dự án Khu liên hợp Công nghiệp - Đô thị - Dịch vụ Phước Đông - Bời Lời, được triển khai đầu tư từ giai đoạn 2008-2010. Dự án gồm 03 giai đoạn, trong đó giai đoạn 01 (~1.014ha) đã hoàn thành việc cho thuê với

giá thuê bình quân là USD 100/m²/chu kỳ. Hiện nay SIP đang tập trung GPMB cho giai đoạn 2&3 (lũy kế diện tích đạt 80%, và dự kiến hoàn thành GPMB trong 2025), qua đó nâng tổng quỹ đất cho thuê của SIP sẵn sàng cho thuê lên ~780ha, là lợi thế để: 1/ Thu hút các khách hàng quy mô lớn, muốn chuyển dịch một phần/toàn bộ chuỗi sản xuất về Việt Nam; 2/ Doanh nghiệp có nhiều dư địa tăng trưởng cho hoạt động cung cấp điện, nước cho khách hàng thuê đất (cập nhật ở các phần sau).

- Về khách hàng: Với lợi thế từ quỹ đất, SIP thu hút những khách hàng thuê đất với diện tích lớn, đủ để họ có thể chuyển một phần/toàn bộ hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam (theo xu hướng “Trung Quốc + 1”), đi cùng với mong muốn diện tích lớn (thường trên 10ha) tại những khu vực có hạ tầng logistic đã hoàn thiện.

Đối với tập nhóm khách hàng hiện hữu, chúng tôi nhận thấy có hai nhóm khách hàng lớn: 1/ Các công ty dệt may quy mô lớn (Brotex, Global Hantex,...) ưa thích thuê đất tại KCN Phước Đông – lợi thế kết nối 02 thị trường lớn và giá thuê cạnh tranh (USD80/m²/chu kỳ, thấp hơn 50% so với giá thuê tại các thị trường cấp I); 2/ Các công ty đầu tư và cho thuê lại Nhà xưởng/Nhà kho xây sẵn (NX/NKXS), vốn ưa thích các KCN có lợi thế gần các thành phố lớn (HN, Tp.HCM). Chúng tôi cho rằng đây vẫn sẽ là nhóm khách hàng mà SIP sẽ tập trung trong thời gian tới, ngoài ra họ sẽ mở rộng thu hút các nhóm khách hàng tiềm năng khác (doanh nghiệp công nghệ cao,...)

Hình 15: Tổ hợp nhà máy của Brotex tại Khu công nghiệp Phước Đông (Tây Ninh)



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Dự án NKXS tại Khu công nghiệp Lê Minh Xuân 03 (tp.HCM)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Về hoạt động cung cấp điện, nước cho KCN: Đây là hoạt động đem lại doanh thu chính cho SIP trong các năm gần đây, đến từ việc Công ty tự đầu tư và vận hành các trạm biến áp 110kV (phân phối điện cho các doanh nghiệp trong KCN) và nhà máy nước (cung cấp nước sạch và xử lý nước thải). Ngoài ra, doanh nghiệp đang phát triển thêm mảng đầu tư điện mặt trời áp mái cho các khách hàng thuê đất (với biên GPM tương đối cao, trên 50%) và là lợi thế để thu hút khách hàng trong dài hạn. Trong số các KCN thì Phước Đông (Tây Ninh) có số lượng trạm biến áp và nhà máy nước lớn nhất (nhờ lợi thế về quy mô của KCN này) và trong dài hạn vẫn sẽ là nguồn doanh thu chính cho hoạt động cung cấp dịch vụ của doanh nghiệp:

- Cung cấp điện qua trạm biến áp (~90% doanh thu từ cung cấp dịch vụ): SIP đang sở hữu giấy phép phân phối điện qua trạm biến áp 110kV tại 03 KCN (Đông Nam, Phước Đông, Lê Minh Xuân 03). Theo đó, SIP mua điện từ EVN, thực hiện hạ áp (qua trạm biến áp) và bán lại cho các doanh nghiệp trong khu công nghiệp. Với việc mua điện từ EVN (theo giá bán buôn) và phân phối cho khách hàng (theo giá bán lẻ), doanh nghiệp duy trì được mức biên gộp khoảng ~7%. Khả năng tăng trưởng doanh thu sẽ đến từ: 1/ Tỷ lệ lấp đầy của các KCN tăng lên, 2/ EVN tăng giá bán lẻ điện thì SIP được phép tăng giá bán điện tương ứng cho khách hàng.
- Cung cấp nước (~5% doanh thu từ cung cấp dịch vụ): Công ty mua nước từ các công ty cấp nước và phân phối lại cho các doanh nghiệp trong khu công nghiệp (thông qua các nhà máy nước đặt tại

KCN), với biên GPM duy trì khoảng ~60%. Ngoài ra, công ty cũng đầu tư và quản lý các nhà máy xử lý chất thải, phục vụ cho các khách hàng có nhu cầu (đặc biệt là cho nhóm khách hàng lớn thuộc ngành dệt may).

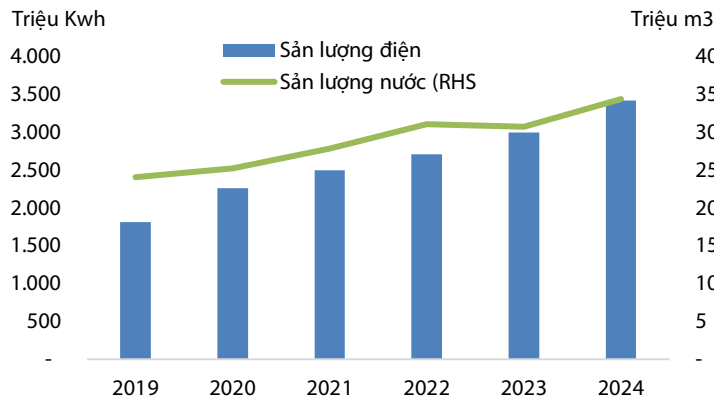
- Đầu tư điện mặt trời áp mái (~5% doanh thu từ cung cấp dịch vụ): Từ 2020, SIP trở thành Đối tác Phân phối Chiến lược của Tập đoàn First Solar Hoa Kỳ – một trong những công ty năng lượng mặt trời quy mô lớn. Theo đó, SIP sẽ lắp đặt các tấm quang điện mặt trời của First Solar trực tiếp cho các khách hàng đang thuê đất, và ghi nhận doanh thu từ cung cấp điện cho khách hàng với biên gộp tương đối cao (~45% trong năm 2024). Những dự án này không chỉ mang lại dòng tiền ổn định cho SIP, mà còn thu hút các khách hàng đang có nhu cầu giảm lượng phát thải carbon tại cơ sở sản xuất (đáp ứng yêu cầu của các thị trường xuất khẩu lớn sau này).

Bảng 5: Hệ thống hạ tầng điện, nước tại các KCN của SIP, tính đến cuối 2024.

KCN	Trạm biến áp	Công suất (MVA)	Nhà máy nước	Công suất (m3/ngày)	Trạm xử lý nước thải	Công suất (m3/ngày)
Đông Nam	1	126	1	10.000	1	6.000
Phước Đông	4	567	2	30.000	3	14.900
Lê Minh Xuân 03	1	63	-	-	1	8.000
Lộc An – Bình Sơn	-	-	-	-	1	2.500

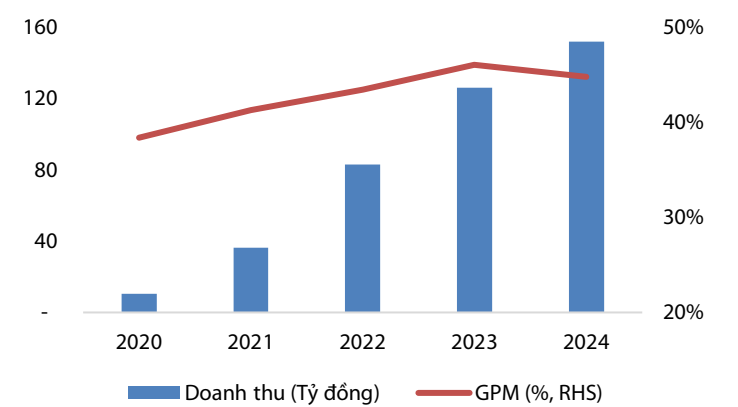
Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Sản lượng điện, nước phân phối của SIP giai đoạn 2019-2024



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Doanh thu từ hoạt động cung cấp điện mặt trời áp mái, giai đoạn 2020-2024



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Các hoạt động kinh doanh khác: ~10% doanh thu của SIP đến từ các cung cấp các dịch vụ khác cho khách hàng trong KCN (xây dựng, bán hàng hóa,...). Trong đó, nổi bật nhất là hoạt động đầu tư và cho thuê NXXS, với lợi ích từ: 1/ Đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp, 2/ Tăng hiệu quả sử dụng đất, đặc biệt tại các KCN gần khu vực Tp.HCM (với nhu cầu cao của các khách hàng quy mô vừa, và các khách hàng hoạt động trong lĩnh vực thương mại điện tử). Theo ước tính, hiện các NXXS của doanh nghiệp đang đem lại dòng tiền ổn định ở ~200 tỷ đồng/năm, và SIP sẽ dựa trên nhu cầu khách hàng để có kế hoạch đầu tư phù hợp trong các năm sau.

Bảng 6: Diện tích NXXS tại các KCN của SIP, tính đến cuối 2024.

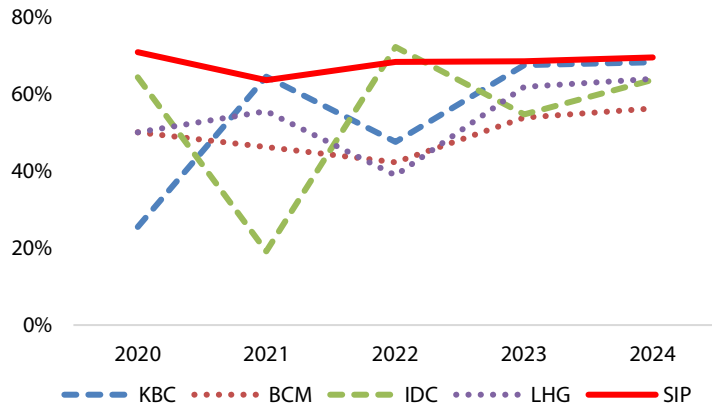
KCN	Diện tích NXXS (m2)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá thuê trung bình (USD/m2/tháng)
Đông Nam	39.841	93	5,0-5,3
Phước Đông	54.278	96	3,6-4,0
Lê Minh Xuân 03	52.359	96	5,0-5,3
Lộc An – Bình Sơn	50.000	89	4,0-4,6

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt.

Về vị thế doanh nghiệp, theo chúng tôi đánh giá, nhờ chiến lược đầu tư mang tính dài hạn và sử dụng ít đòn bẩy tài chính, giúp doanh nghiệp duy trì dòng tiền để đầu tư vào các dự án tiềm năng:

- Chiến lược đầu tư mang tính dài hạn: Các KCN của SIP đều được đầu tư trong giai đoạn Việt Nam mới bắt đầu thu hút dòng vốn FDI, tại những khu vực có lợi thế về vị trí và chi phí phát triển quỹ đất thấp (do hiện trạng khu vực hầu hết là đất nông nghiệp, với chi phí đền bù thấp). Qua đó, doanh nghiệp tập trung hoàn thành công tác GPMB, có quỹ đất sạch để cho thuê với khách hàng lớn và hưởng lợi từ xu hướng tăng giá thuê (biên GPM của hoạt động cho thuê đất KCN duy trì ở mức 70% - mức cao so với các doanh nghiệp đang niêm yết).
- Cơ cấu tài chính lành mạnh: Doanh nghiệp hầu như sử dụng ít nợ vay (tỷ lệ nợ vay/VCSH duy trì dưới 50%) để tài trợ cho hoạt động đầu tư dự án, nhờ: 1/ Chi phí vốn thấp từ tích lũy quỹ đất trong giai đoạn đầu, 2/ Dòng tiền từ khách hàng cho thuê; và 3/ Công ty chưa mở rộng danh mục dự án đầu tư trong các năm gần đây.

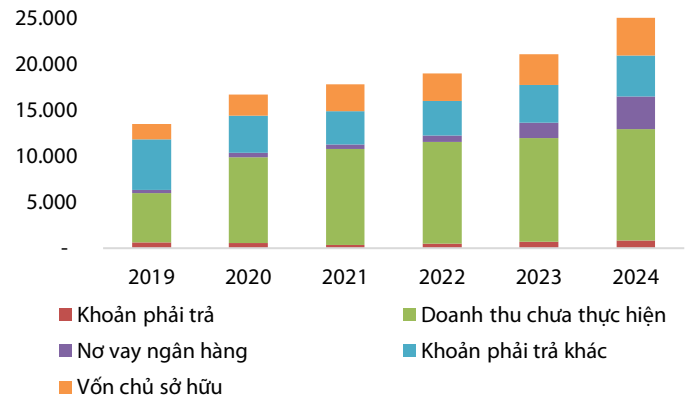
Hình 19: So sánh biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất KCN của các công ty đang niêm yết



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

[\(Quay lại trang 4\)](#)

Hình 20: Cơ cấu nguồn vốn của SIP, giai đoạn 2019-2024



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

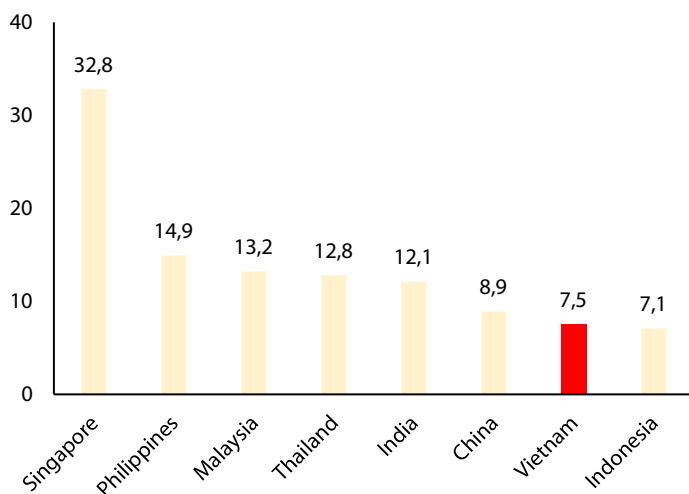
TRIỂN VỌNG NGÀNH – VIỆT NAM VẪN LÀ ĐIỂM ĐẾN CỦA DÒNG VỐN FDI (Quay lại trang 4)

Xu hướng “Trung Quốc +1” kỳ vọng duy trì: Từ giai đoạn 2017-2024, mối quan hệ thương mại giữa 02 cường quốc Mỹ - Trung Quốc trở nên căng thẳng, khi Chính quyền Tổng thống Trump khởi động điều tra thương mại với Trung Quốc, cáo buộc vi phạm sở hữu trí tuệ và ép buộc chuyển giao công nghệ. Các nhà sản xuất đa quốc gia nhận thấy rủi ro của việc tập trung hoàn toàn chuỗi giá trị sản xuất tại Trung Quốc (hub sản xuất lớn nhất trên Thế giới trước đây), và bắt đầu xu hướng dịch chuyển nhà máy sang các quốc gia lân cận. Việt Nam từ đó thu hút được dòng vốn FDI rõ ràng (giá trị FDI đăng ký tăng 30%, so với giai đoạn 2013-2016), với những lợi thế về: 1/ Chi phí sản xuất cạnh tranh (chi phí lao động, điện ở mức cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực), 2/ Duy trì ưu đãi cho doanh nghiệp FDI (miễn phí thuế thu nhập doanh nghiệp trong 02 năm đầu tiên, môi trường đầu tư ổn định), 3/ Vị trí địa lý thuận lợi (gần khu vực Đông Á – trung tâm kinh tế, đường bờ biển kéo dài với hệ thống cảng nước sâu), và 4/ Chính sách thương mại tương đối cởi mở (với 19 hiệp định Thương mại Tự do đang được thực thi).

Về mặt thị trường, Hoa Kỳ vẫn là đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (do xu hướng dịch chuyển của dòng vốn FDI). Tuy nhiên, trong tháng 4/2025, chính quyền tổng thống Trump đã bất ngờ công bố các biện pháp thuế quan mới; các mức thuế cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước sẽ tiếp tục được áp dụng, với mức tối thiểu là 10%. Chính phủ Việt Nam đang trong quá trình đàm phán để giảm mức thuế đối ứng. Các doanh nghiệp FDI có khuynh hướng chờ đợi quyết định cuối cùng về chính sách thuế quan (dự kiến trong nửa cuối 2025), trước khi có quyết định về việc chọn vị trí thuê đất để đặt nhà máy (tại Việt Nam hoặc các quốc gia Châu Á khác có lợi thế).

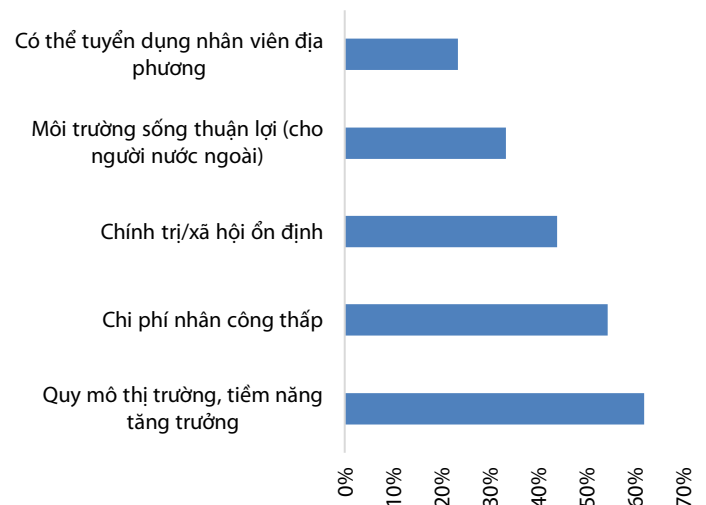
Xu hướng chờ đợi của các doanh nghiệp FDI nhìn chung sẽ kéo dài cho đến 2025, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây là những khó khăn ngắn hạn. Sang giai đoạn 2026 trở về sau, chúng tôi kỳ vọng giá trị FDI (cho lĩnh vực sản xuất) có thể hồi phục và duy trì mức tăng trưởng trung bình 5%/năm, khi: 1/ Chính sách thương mại và các mức thuế quan giữa các quốc gia đã trở nên rõ ràng; 2/ Việt Nam vẫn duy trì được những lợi thế cạnh tranh dài hạn (vị trí địa lý thuận lợi, các hiệp định thương mại với các quốc gia), và 3/ Tiềm năng tiêu thụ nội địa (khi Việt Nam đang duy trì cơ cấu dân số trẻ).

Hình 21: Giá bán điện bình quân tại các quốc gia (US cent/kWh)



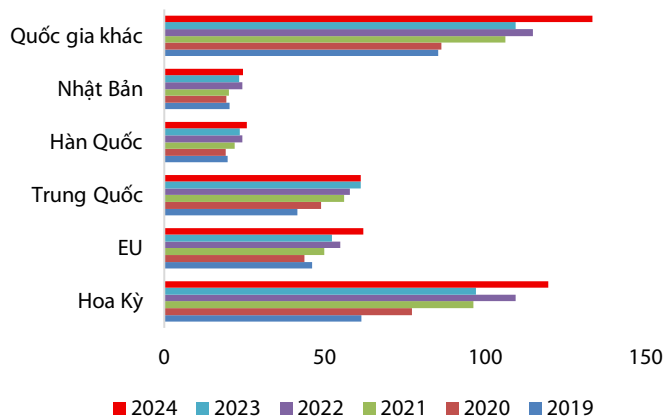
Nguồn: Statista, Globalpetroprices

Hình 22: Lợi thế về môi trường kinh doanh tại Việt Nam - khảo sát các doanh nghiệp Nhật Bản trong năm 2024 (%)



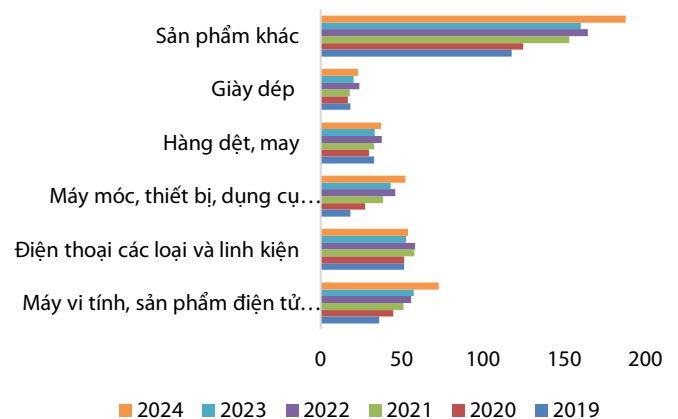
Nguồn: Jetro, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



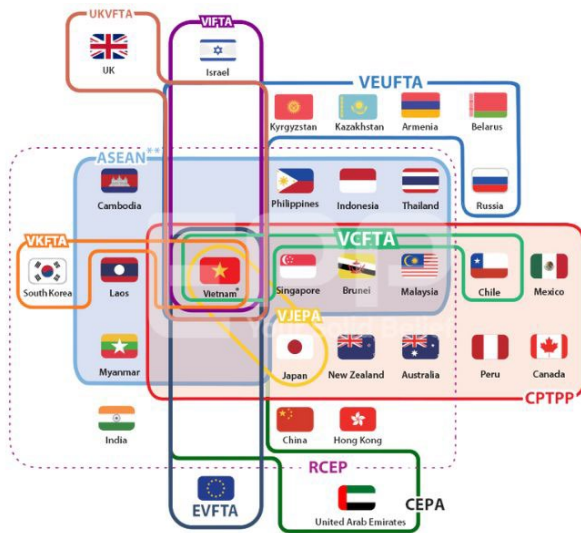
Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Nhóm ngành có giá trị xuất khẩu lớn, giai đoạn 2019-2024 (tỷ USD)



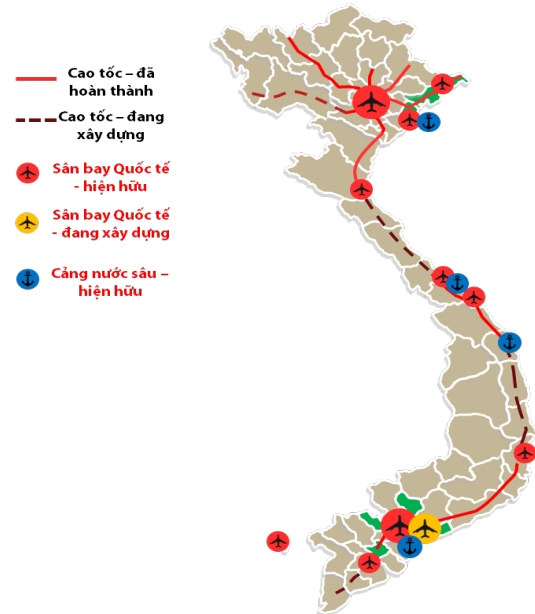
Nguồn: Hải Quan, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam đang tham gia, tính đến 2024



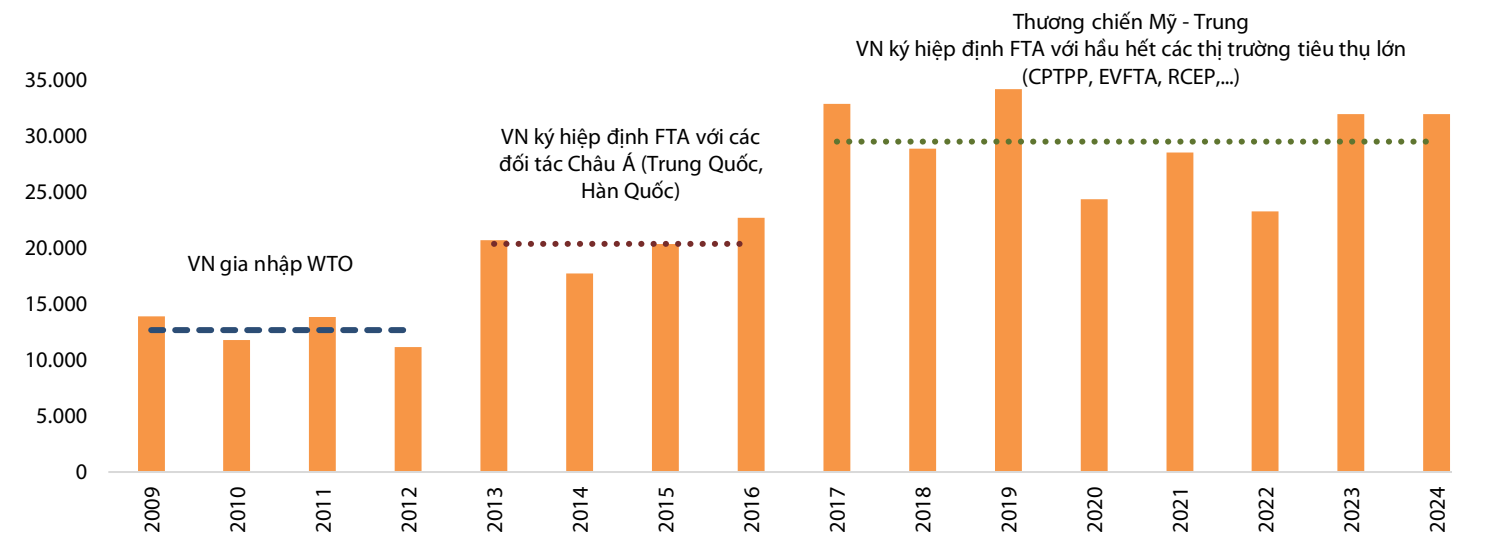
Nguồn: MOIT, CTCK Rồng Việt

Hình 26: Lợi thế từ hệ thống hạ tầng, cảng biển của Việt Nam



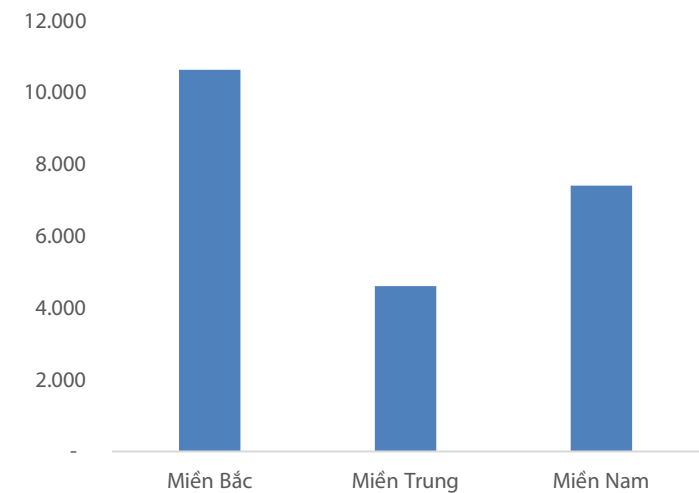
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 27: Giá trị FDI đăng ký giai đoạn 2008-2024 (triệu USD, loại trừ BĐS) và giá trị trung bình qua các giai đoạn



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Tổng diện tích các KCN được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-6T2025, theo vùng (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 7: Các KCN có quy mô lớn (trên 500ha) được phê duyệt chủ trương đầu tư giai đoạn 2023-6T2025

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tỉnh thành	Diện tích (Ha)
KCN Bàu Cạn (GD1)	KN Group	Đồng Nai	1.000
KCN Vinhomes Vũng Áng	VHM	Hà Tĩnh	965
KCN VSIP Lạng Sơn	VSIP	Lạng Sơn	600
KCN Thọ Lộc (GD1)	VSIP	Nghệ An	500
KCN Trảng Duệ 03	KBC	Hải Phòng	652
KCN Vĩnh Thạnh (GD2)	Thanh Bình Phú Mỹ	Cần Thơ	540
KCN Xuân Quế - Sông Nhạn (GD1)	KCN Xuân Quế	Đồng Nai	1.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Xu hướng phát triển dài hạn của các KCN: Tuy có cái nhìn tích cực về triển vọng cho thuê đất KCN, chúng tôi nhận thấy nguồn cung tương lai (từ các khu vực tiềm năng tại miền Trung – với hệ thống cảng nước sâu và chi phí GPMB tương đối thấp) sẽ có thể khiến sự cạnh tranh giữa các KCN tăng lên. Để thu hút được các khách hàng lớn, các KCN sẽ cần theo dõi các xu hướng phát triển dài hạn của ngành để có chính sách đầu tư và bán hàng phù hợp:

Hình thành các Khu Thương mại Tự do (Free Trade Zones – FTZ): FTZ là các khu vực kinh tế đặc biệt được thiết lập nhằm thúc đẩy hoạt động xuất nhập khẩu, logistics, sản xuất công nghệ cao, và thu hút đầu tư trong và ngoài nước. Đặc điểm chính của các FTZ có thể kể đến gồm: 1/ Các ưu đãi, cơ chế chính sách riêng biệt cho các nhà đầu tư; 2/ Thử nghiệm các cơ chế mới (sandbox,...) nhằm định hướng phát triển công nghệ số, trí tuệ nhân tạo; 3/ HĐND&UBND thành phố được chủ động trong việc thực thi các chính sách (theo các Nghị quyết riêng biệt, được Quốc hội thông qua). Trong năm 2025, Quốc hội đã thông qua

Nghị quyết riêng biệt để phát triển FTZ tại các tỉnh trọng điểm về KCN/Logistic (Hải Phòng, Đà Nẵng, và dự kiến thời gian tới là Đồng Nai). Về dài hạn, đây là các khu vực sẽ thu hút được sự chú ý tương đối lớn của các doanh nghiệp FDI, đặc biệt là các tập đoàn đa quốc gia.

Sự phát triển của các KCN phục vụ cho lĩnh vực công nghệ cao: Sau giai đoạn tập trung thu hút doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực sản xuất gia công đơn thuần (da giày, dệt may, máy móc thiết bị,...) thì Chính phủ Việt Nam đã chú ý hơn tới “chất lượng” của nguồn vốn FDI thu hút, nhằm: 1/ Phát triển lĩnh vực công nghệ cao, nhằm hướng tới sự phát triển bền vững; 2/ Giảm rủi ro với môi trường (khi chỉ tập trung vào các lĩnh vực sản xuất đơn thuần). Các chính sách đáng chú ý bao gồm: 1/ Nghị định 182/2024/NĐ-CP về việc thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ Hỗ trợ đầu tư (ISF) như một phương thức để hỗ trợ các doanh nghiệp lĩnh vực công nghệ cao; 2/ Luật Công nghiệp Công nghệ số (được Quốc hội thông qua trong tháng 6/2025) đã Luật hóa cụ thể về Định hướng phát triển và Chính sách hỗ trợ với lĩnh vực công nghiệp số - xu thế phát triển tương lai. Với những định hướng như vậy, chúng tôi cho rằng những KCN tại các trung tâm phát triển công nghiệp số/KCN tại khu vực FTZ (Hà Nội, Tp.HCM, Đà Nẵng, Hải Phòng) sẽ thu hút sự chú ý của nhóm khách hàng phát triển các sản phẩm công nghệ số (phần cứng, phần mềm, nội dung số) – cùng với toàn bộ hệ sinh thái của họ. Nhóm khách hàng này thường sẽ ưu tiên tới vị trí gần các thành phố lớn (lợi thế về nguồn lực chất lượng cao), có chính sách ưu đãi riêng biệt cho doanh nghiệp và hạ tầng hoàn thiện (nguồn điện năng ổn định).

Bảng 8: Các điều kiện cần doanh nghiệp đáp ứng để nhận hỗ trợ từ ISF

Đối tượng được hỗ trợ	Yêu cầu về vốn	Điều kiện giải ngân
Doanh nghiệp có dự án đầu tư sản xuất sản phẩm công nghệ cao	Vốn tối thiểu 12.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 12.000 tỷ đồng trong 5 năm, hoặc 10.000 tỷ đồng trong 3 năm, kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư
Doanh nghiệp có dự án ứng dụng công nghệ cao	Hoặc doanh thu một năm ít nhất 20.000 tỷ đồng	
Doanh nghiệp có dự án trong lĩnh vực công nghiệp chip, mạch tích hợp bán dẫn, trung tâm dữ liệu AI	Vốn tối thiểu 6.000 tỷ đồng Hoặc doanh thu một năm ít nhất 10.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 6.000 tỷ đồng trong 5 năm, hoặc 4.000 tỷ đồng trong 3 năm, kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư
Doanh nghiệp có dự án đầu tư sản xuất sản phẩm, ứng dụng công nghệ cao thuộc danh mục công nghệ, sản phẩm đột phá được ưu tiên nghiên cứu, phát triển bởi Chính phủ.	Không áp dụng	Không áp dụng
Doanh nghiệp có dự án thiết kế vi mạch, cam kết tuyển dụng ít nhất 300 lao động Việt Nam sau 5 năm hoạt động tại Việt Nam, hoặc đào tạo ít nhất 30 kỹ sư chất lượng cao mỗi năm.	Không áp dụng	Không áp dụng
Dự án trung tâm nghiên cứu và phát triển R&D	Vốn tối thiểu 3.000 tỷ đồng	Giải ngân tối thiểu 1.000 tỷ đồng trong 3 năm kể từ ngày được chấp thuận giấy phép đầu tư.

Nguồn: Nghị định 182, CTCK Rong Viet tổng hợp

Xu hướng chuyển dịch các nhà máy ra khỏi các khu đô thị lớn: Các KCN đầu tiên tại Việt Nam được xây dựng gần trung tâm các thành phố lớn, có thể kể đến KCN Biên Hòa 01 (340ha, KCN đầu tiên của Việt Nam, thành lập năm 1961), KCN Tân Thuận (Tp. HCM, thành lập 1991),... Sau thời gian thuê đất 50 năm, một số KCN (đặc biệt là các KCN nằm gần trung tâm đô thị) sẽ cần phải di dời do: 1/ Không còn phù hợp với quy hoạch của thành phố, 2/ Định hướng phát triển lĩnh vực công nghệ cao (không ô nhiễm) tại các thành phố lớn, trong khi các nhà máy hiện hữu (với rủi ro ô nhiễm môi trường) sẽ được hỗ trợ di dời sang KCN lân cận. Đáng chú ý trong thời gian tới chính là việc di dời các doanh nghiệp tại KCN Biên Hòa 01 (gồm 76 doanh nghiệp) với thời hạn đến cuối 2025. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc di dời sẽ không đạt kế

hoạch do chưa có chính sách cụ thể để hỗ trợ các doanh nghiệp thuê đất tại các KCN mới. Từ giai đoạn 2026 trở về sau, khi chính sách cụ thể hơn để doanh nghiệp có thể di dời nhà máy, một số KCN lân cận (Đồng Nai, Vũng Tàu, Bình Dương,...) được hưởng lợi khi thu hút được nhóm khách hàng này.

Giảm phát thải Carbon tại các KCN: Các thị trường xuất khẩu quy mô lớn, như EU (chiếm ~12% giá trị xuất khẩu của Việt Nam) sẽ bắt đầu đưa cơ chế CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) từ 2026. Với việc các nhà nhập khẩu mua tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải, chủ yếu theo phạm vi 01 và 02) sẽ là một yếu tố thu hẹp lợi thế về giá thành của các nhà sản xuất đặt nhà máy tại các quốc gia Châu Á. Các doanh nghiệp FDI qua đó cũng đang trong quá trình giảm phát thải carbon tại khu vực sản xuất của họ, và các nhà phát triển KCN có thể cung cấp các dịch vụ cho khách hàng và tăng tính cạnh tranh trong dài hạn, nổi bật có thể kể đến gồm: 1/ Xử lý và tuần hoàn hệ thống nước thải, 2/ Cung cấp nguồn năng lượng tái tạo (dưới dạng các tấm pin mặt trời mái nhà) cho các khách hàng thuê đất.

Bảng 9: Phạm vi phát thải của một nhà máy sản xuất

Phạm vi	Mô tả	Nguồn phát thải chính
1 - Phát thải trực tiếp	Khí thải trực tiếp từ các hoạt động do công ty sở hữu hoặc kiểm soát	- Quá trình đốt cháy trong thiết bị sản xuất - Xử lý nước thải
2 – Phát thải gián tiếp từ năng lượng nhập khẩu	Khí thải từ việc sản xuất điện, hơi nước, sưởi ấm hoặc làm mát được mua hoặc mua bởi công ty	- Điện từ lưới điện - Hơi nóng từ nhà cung cấp
3 – Phát thải gián tiếp khác	Tất cả các phát thải gián tiếp khác (không bao gồm trong Phạm vi 2) xảy ra trong chuỗi giá trị của công ty	- Nguyên liệu cho hoạt động sản xuất - Phương tiện vận tải

Nguồn: CTCK Rông Việt

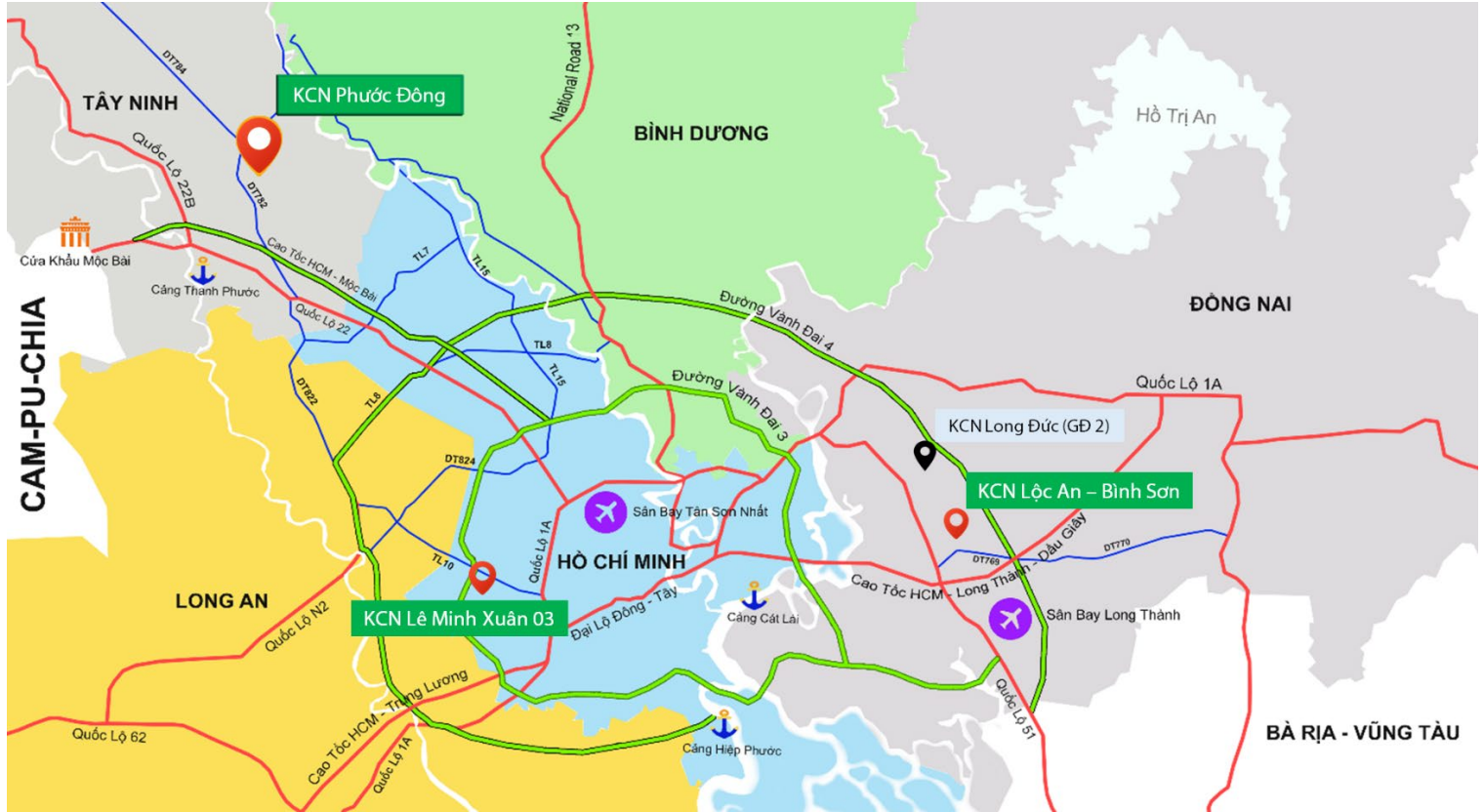
[\(Quay lại trang 5\)](#)

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP – DUY TRÌ VỊ THẾ Ở THỊ TRƯỜNG MIỀN NAM

Cho thuê đất KCN: Lĩnh vực cho thuê đất KCN – hoạt động kinh doanh chính của SIP – sẽ bị ảnh hưởng trong năm 2025 khi khách hàng cho thuê đất trì hoãn kế hoạch thuê cho đến khi các cuộc đàm phán kết thúc và chính sách về thuế quan có hiệu lực. Tuy nhiên, tương tự với kỳ vọng về sự phục hồi của ngành, chúng tôi cho rằng diện tích cho thuê của SIP trong giai đoạn 2026-2029 sẽ phục hồi về mức trung bình 75ha/năm (tương tự với giai đoạn 2019-2021), với đóng góp phần lớn từ KCN Phước Đông (diện tích thương phẩm sẵn sàng cho thuê chiếm ~70% tổng diện tích có thể cho thuê). Ngoài ra, các KCN còn lại (Lê Minh Xuân 03, Lộc An Bình Sơn và Long Đức giai đoạn 02) dự kiến có thể thu hút được sự quan tâm của khách hàng FDI, nhờ lợi thế về vị trí của các KCN này. Giá cho thuê của các KCN dự kiến duy trì mức tăng 2%/năm, phù hợp với triển vọng của ngành:

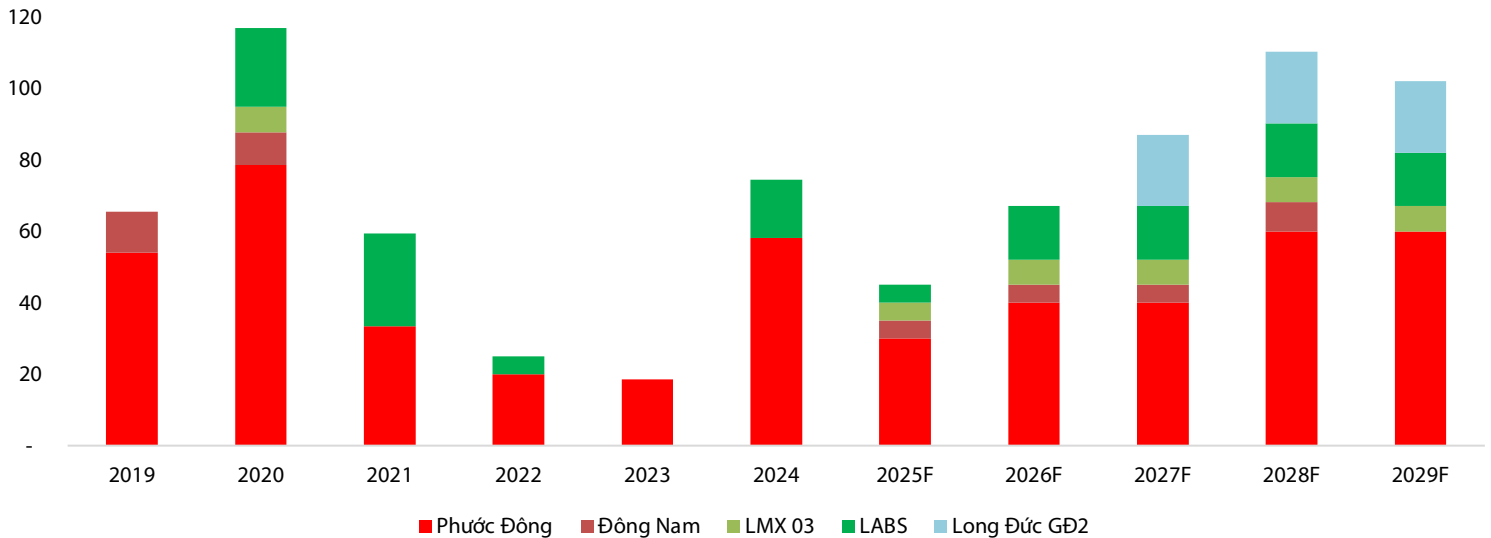
- KCN Phước Đông: Chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ hoàn thành GPMB trong năm 2025, với 20% diện tích còn lại chủ yếu là đất nông nghiệp, trong khi 80% số hộ dân tại khu vực đã đồng ý với phương án bồi thường của doanh nghiệp. Về mặt bán hàng, sau khi có kết quả cho thuê khiếm tốn trong 2025 (30ha, theo kế hoạch kinh doanh), chúng tôi kỳ vọng kết quả bán hàng của KCN Phước Đông sẽ được hưởng lợi từ: 1/ Xu hướng “Trung Quốc +1” tiếp tục, và đây là nhóm khách hàng chính của SIP; 2/ Sự phát triển của hạ tầng kết nối (Cao tốc tp.HCM – Mộc Bài, tăng cường sự kết nối của KCN); 3/ Thu hút được sự quan tâm của các khách hàng có nhu cầu giảm phát thải carbon (Với việc đầu tư hệ thống xử lý nước và Điện mặt trời áp mái cho khách hàng). Qua đó chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê tại Phước Đông sẽ phục hồi về mức 40ha/năm (2026-2027) và 60ha/năm (2028 trở về sau, khi cao tốc hoàn thành và doanh nghiệp dự kiến đẩy mạnh việc bán hàng).
- KCN Lộc An – Bình Sơn, với lợi thế từ: 1/ Vị trí chiến lược về hạ tầng (gần sân bay Long Thành, cao tốc Long Thành – Dầu Giây và khu vực FTZ của Đồng Nai); 2/ Hoàn thành GPMB và đủ diện tích liên thửa để cho thuê; chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê hồi phục về mức trung bình đạt 15ha/năm. Ngoài ra với vị trí gần KCN Biên Hòa 01 (đang trong quá trình di dời), KCN này có thể thu hút một số doanh nghiệp có ý định di dời nhà máy (với việc SIP đã có 02 khách hàng mới trong năm 2024 được di dời từ KCN Biên Hòa 01).
- KCN Lê Minh Xuân 03: Do vị trí của KCN này nằm gần trung tâm thành phố HCM (hạn chế các ngành nghề sản xuất, định hướng phát triển lĩnh vực công nghệ cao) nên chúng tôi cho rằng KCN này sẽ có tốc độ cho thuê khiếm tốn hơn so với KCN khác - ở mức trung bình 7ha/năm, với khách hàng chính là các doanh nghiệp phát triển NXXS và các trung tâm dữ liệu (data centers, đang được doanh nghiệp chú ý).
- KCN Long Đức (giai đoạn 02): KCN này đã hoàn thành chủ trương đầu tư trong 2025, với CTCP Đầu tư VRG Long Đức (SIP sở hữu 58% số cổ phần) là chủ đầu tư. Do hiện trạng khu đất chủ yếu là đất trồng cây lâu năm (không có lẫn đất ở), chúng tôi cho rằng việc GPMB sẽ diễn ra tương đối thuận lợi. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng KCN này sẽ hoàn thành GPMB và tiền sử dụng đất trong giai đoạn 2025-2027; qua đó có đủ diện tích liên thửa để cho thuê từ 2027 với giá thuê trung bình ở USD 180/m² (thấp hơn 15% so với KCN Lộc An- Bình Sơn). Với việc đánh giá cao khả năng cạnh tranh của KCN này (lợi thế về vị trí và quỹ đất tương tự KCN Lộc An – Bình Sơn), chúng tôi đưa KCN này vào mô hình định giá, với kỳ vọng có thể lấp đầy trong vòng 10 năm (tốc độ cho thuê trung bình ở 20ha/năm, phù hợp với quy mô của KCN này).

Hình 29: Các KCN đang khai thác của SIP, cùng với sự phát triển của hạ tầng tại Đông Nam Bộ tính đến 2030



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Diện tích KCN cho thuê của SIP, giai đoạn 2019-2029

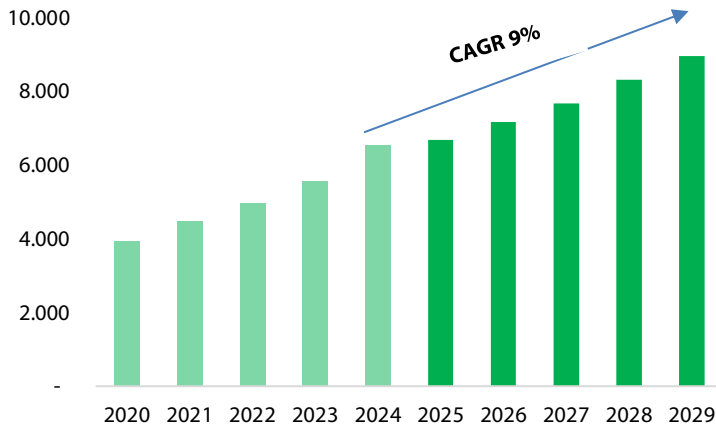


Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Cung cấp dịch vụ điện, nước trong KCN: Tương tự như giai đoạn 2020-2024, đây vẫn sẽ là mảng đem lại doanh thu chính cho SIP trong các năm sau, và doanh thu cũng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng đến từ: i/ Doanh nghiệp tăng tỷ lệ lắp đặt tại các KCN hiện hữu (theo như kỳ vọng đã đề cập); ii/ Xu hướng tăng giá bán lẻ điện của EVN:

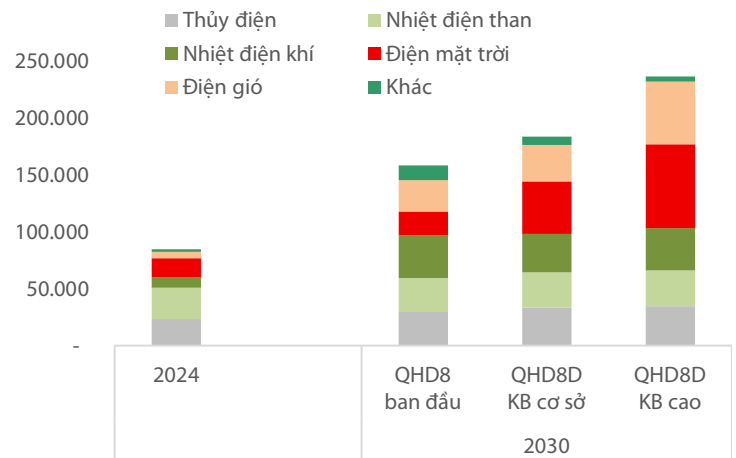
- Các dịch vụ này là lợi thế để doanh nghiệp có thể thu hút các doanh nghiệp FDI – đặc biệt là các khách hàng quan tâm tới vấn đề giảm phát thải carbon trên dây chuyền sản xuất. SIP hiện có thể chủ động đầu tư: 1/ Các nhà máy xử lý nước thải (tùy thuộc nhu cầu khách hàng), 2/ Phát triển các dự án Điện mặt trời áp mái (với Nghị định 135/2024 quy định cơ chế, chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ), đặc biệt cho các khách hàng quy mô lớn (diện tích cho thuê trên 10ha).
- Xu hướng tăng giá bán lẻ điện của EVN: Quy hoạch điện VIII điều chỉnh được phê duyệt theo Quyết định số 768/QĐ-TTg, tái khẳng định cam kết của Chính phủ trong việc phát triển năng lượng tái tạo (NLTT), ưu tiên mở rộng công suất điện gió và điện mặt trời nhằm đẩy nhanh quá trình chuyển đổi năng lượng xanh. Tuy nhiên, đi cùng với việc ưu tiên phát triển NLTT thì chi phí phát triển cũng tăng lên (giá mua điện từ các nhà máy NLTT cao hơn ~50% so với các nhà máy điện truyền thống), đồng nghĩa với việc EVN sẽ cần duy trì xu hướng tăng giá bán lẻ điện để bù đắp chi phí. Theo ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng giá bán lẻ điện bình quân tăng 3%/năm, và SIP sẽ có mức tăng doanh thu tương ứng đến từ việc tăng giá bán điện cho khách hàng.

Hình 31: Doanh thu từ cung cấp điện, nước cho KCN, giai đoạn 2019-2029



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt ước tính và dự phóng

Hình 32: Tổng công suất lắp đặt (MW) theo QH8



Nguồn: BCT, EVN, CTCK Rồng Việt

Rủi ro hoạt động: Là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực BĐS, rủi ro hoạt động của SIP liên quan tới tiến độ phát triển dự án KCN. Một số rủi ro có thể kể đến gồm:

- Các bước liên quan tới GPMB và tính tiền sử dụng đất khá quan trọng và phức tạp, tiến độ thực hiện chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong dài hạn.
- Khách hàng chính của SIP là các doanh nghiệp FDI (mô hình kinh doanh B2B - Business to Business) nên các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng đến các quyết định thuê đất của khách hàng, cũng sẽ ảnh hưởng triển vọng về dòng tiền của doanh nghiệp.
- Với việc hạn chế dùng đòn bẩy tài chính, cũng như có thêm dòng tiền ổn định từ hoạt động cung cấp dịch vụ KCN, chúng tôi cho rằng SIP có thể giảm rủi ro từ hoạt động cho thuê đất KCN.

[\(Quay lại trang 7\)](#)

BDS DÂN DỤNG – TRIỂN KHAI KHU ĐÔ THỊ PHƯỚC ĐÔNG (Quay lại trang 5)

Đối với dự án khu Công nghiệp – Đô thị – Dịch vụ Phước Đông – Bời Lời (quy mô 2.837 ha), ngoài phần đất KCN (dự án KCN Phước Đông) thì ở đây còn được quy hoạch khu dân cư (648 ha, với 02 giai đoạn) – một trong những dự án đầu tiên hoàn thành quy hoạch đầy đủ KCN và Khu đô thị liền kề. Do khu vực ban đầu chưa có tỷ lệ đô thị hóa cao và chưa thể phát triển khu dân cư, nên SIP tiến hành đầu tư và cho thuê hạ tầng KCN, đồng thời GPMB và đóng tiền sử dụng đất với khu dân cư. Tính đến 2024, doanh nghiệp đã hoàn thành GPMB và tiền sử dụng đất đối với giai đoạn 01 (247ha, với tên gọi là Khu đô thị Phước Đông), và đã chuyển nhượng một phần diện tích đất thương phẩm (27,83 ha trong giai đoạn trước 2020) để một số khách hàng xây dựng khu nhà ở cho công nhân (phục vụ nhu cầu lưu trú ban đầu). Doanh nghiệp cũng đã hoàn thiện hạ tầng cơ bản tại khu vực và xây dựng ~380 căn thấp tầng tại khu vực này, qua đó đủ điều kiện bàn giao và ghi nhận doanh thu ngay sau khi mở bán.

Trong giai đoạn 2025 trở về sau, SIP bắt đầu triển khai bán hàng với các sản phẩm thấp tầng, với kỳ vọng: 1/ Sau khi KCN (giai đoạn 2&3) tăng tỷ lệ lấp đầy, và khách hàng FDI hoàn thành xây dựng nhà máy – đi cùng nhu cầu cư trú cho chuyên gia; 2/ Cao tốc Tp.HCM-Mộc Bài đang hoàn thành GPMB và bắt đầu quá trình hoàn thành xây dựng trong giai đoạn 2026-2028, sẽ giúp thu hút sự chú ý của những nhà đầu tư BĐS. Với giá bán trung bình ở 22 triệu/m² (giá cạnh tranh so với các KĐT được quy hoạch tại các thị trường cấp II), chúng tôi kỳ vọng các sản phẩm thấp tầng sẽ được hấp thụ trong giai đoạn 2025-2029. Với phân khúc sản phẩm biệt thự (~118 căn), chúng tôi cho rằng sẽ được triển khai sau giai đoạn này, khi các tiện ích tại KĐT được phát triển sau này.

Bảng 10: Các sản phẩm dự kiến phát triển tại KĐT Phước Đông

Sản phẩm	Tổng diện tích (ha)	Số sản phẩm	Hiện trạng
Nhà ở liên kế	5,2	380	Hoàn thành xây dựng, đang mở bán
Biệt thự	22,9	118	Chưa tiến hành xây dựng
Chung cư		N/A	

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 33: Hiện trạng KĐT Phước Đông, với các sản phẩm thấp tầng đã được xây dựng



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH KHÁC (Quay lại trang 5)

Cho thuê NXXS: Hoạt động kinh doanh này chủ yếu hỗ trợ cho hoạt động cho thuê đất KCN, khi doanh nghiệp sẽ đầu tư nhà xưởng cho thuê với các thửa đất quy mô nhỏ (dưới 5ha, không phù hợp với nhu cầu khách hàng thuê đất và trả tiền một lần). Chúng tôi giả định rằng doanh nghiệp sẽ duy trì diện tích NXXS như hiện nay, khi phụ thuộc vào nhu cầu khách hàng và tốc độ cho thuê tại các KCN, qua đó hoạt động này sẽ mang lại doanh thu ổn định ở 215 tỷ đồng/năm.

Đầu tư tại công ty liên kết: Sau khi tiến hành thoái vốn tại các khoản đầu tư dài hạn trong giai đoạn 2023-2024, khoản đầu tư lớn nhất của SIP hiện nay là tại NTC (công ty đang khai thác KCN NTC03, đồng thời là cổ đông lớn của SIP). Do các vấn đề liên quan đến sở hữu chéo, SIP đang có kế hoạch thoái vốn tại công ty này. Tuy nhiên, với đánh giá giá thị trường đang thấp hơn ~30% so với giá trị thực của doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng SIP sẽ chưa tiến hành bán cổ phần trong giai đoạn 2025-2026. Bằng các giả định thận trọng, chúng tôi tiến hành định giá lại khoản đầu tư này như sau:

- **Tài sản:** Tài sản chính của doanh nghiệp là KCN NTC 03 (346ha, đã hoàn thành tiền sử dụng đất). Với lợi thế về vị trí – nằm tại trung tâm công nghiệp Tân Uyên của Bình Dương (với các KCN quy mô lớn như NTC 01&2, VSIP3) – chúng tôi kỳ vọng KCN này cũng sẽ có triển vọng bán hàng tích cực, với diện tích cho thuê trung bình ở 25ha/năm, giá thuê trung bình đạt USD160/năm (tương tự các KCN trong khu vực).
- **Kết quả kinh doanh:** Giả định doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 01 lần, LNST của NTC có thể duy trì ở mức trung bình đạt 348 tỷ đồng/năm, và đóng góp tương ứng (theo tỷ lệ sở hữu) cho phần lợi nhuận từ công ty liên kết của SIP.

Bảng 11: Giá trị tài sản ròng của NTC

Hạng mục	Giá trị (tỷ đồng)
RNAV (NTC03)	2.975
(+) Tiền mặt	238
(+) Các khoản đầu tư ngắn hạn	1.542
(+) Đầu tư vào liên danh liên kết	580
(+) Đầu tư khác	1.900
(-) Nợ vay	(2.465)
(-) Nợ ngắn hạn	(2.327)
(-) Nợ dài hạn	(138)
Giá trị tài sản ròng	4.769
Giá trị SIP nhận được	1.041

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 34: Hiện trạng KCN NTC 03



Nguồn: GGmap, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC PHÁT TRIỂN KCN

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm công ty chuyên phát triển KCN và vị thế tương tự SIP làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP (HOSE: BCM)

BCM là một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư và phát triển hạ tầng khu công nghiệp, đô thị và giao thông. Thành lập năm 1976, Becamex IDC đã trải qua hơn 40 năm phát triển, trở thành thương hiệu uy tín trong ngành. Becamex IDC hiện quản lý và phát triển hàng chục khu công nghiệp trên cả nước với tổng diện tích khoảng 32.000 ha. Một số khu công nghiệp tiêu biểu bao gồm Khu công nghiệp Mỹ Phước; Khu công nghiệp Bàu Bàng,... Ngoài ra, Becamex IDC còn hợp tác với Tập đoàn Sembcorp (Singapore) thành lập liên doanh VSIP (Vietnam Singapore Industrial Park), phát triển các khu công nghiệp VSIP tại Bình Dương, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Nghệ An và Quảng Ngãi

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HOSE: KBC)

KBC là doanh nghiệp niêm yết quy mô lớn, hoạt động trong lĩnh vực phát triển KCN; KBC và các công ty con là chủ đầu tư của các KCN quy mô lớn tại cả miền Bắc và Nam, với tổng quỹ đất cho thuê KCN tiềm năng ~2.000 ha. : KBC và các công ty con là chủ đầu tư của các KCN quy mô lớn tại cả miền Bắc và Nam, với tổng quỹ đất cho thuê KCN tiềm năng ~2.500 ha. Các dự án lớn của doanh nghiệp có thể kể đến gồm: 1/ Miền Bắc có Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL, 300ha), Trảng Duệ 03 (TD03, 621ha) và Kim Thành (234ha); 2/ Miền Nam có Tân Phú Trung (TPT, 543ha), Tân Tập (654ha) và Lộc Giang (466ha). Ngoài ra, Khu đô thị Trảng Cát (585ha, Hải Phòng) đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất và sẽ mang lại doanh thu đáng kể cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 trở về sau.

Tổng Công ty IDICO – CTCP (HNX: IDC)

IDC là một trong những doanh nghiệp quy mô lớn tại Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và quản lý hạ tầng khu công nghiệp. Với hơn 20 năm kinh nghiệm, IDICO đã và đang đầu tư, quản lý 12 khu công nghiệp trên cả nước với tổng diện tích gần 4.000 ha, thu hút gần 400 doanh nghiệp với tổng vốn đầu tư khoảng 9 tỷ USD. Các KCN tiêu biểu của công ty gồm Mỹ Xuân A và Mỹ Xuân B (Bà Rịa - Vũng Tàu), Hựu Thạnh (Long An); Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng (Bà Rịa - Vũng Tàu); Cầu Ngàn (Thái Bình)

Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)

SZC) là một thành viên của Tổng Công ty Sonadezi, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực đầu tư và phát triển hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị và sân golf. Công ty được thành lập vào ngày 26/06/2007 với vốn điều lệ ban đầu là 110 tỷ đồng. hiện đang đầu tư và phát triển dự án Khu Công nghiệp - Đô thị & Sân golf Châu Đức tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Dự án này có tổng diện tích 2.287,55 ha, trong đó: Đất khu công nghiệp: 1.556,14 ha và Đất khu đô thị Châu Đức: 537,01 ha

Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (Upcom: NTC)

Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC) là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, xây dựng và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp tại Việt Nam. Công ty được thành lập vào ngày 21/02/2005 với vốn điều lệ ban đầu là 70 tỷ đồng. Công ty đang khai thác Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên Mở Rộng (Nằm tại phường Uyên Hưng và phường Hội Nghĩa, thành phố Tân Uyên, tỉnh Bình Dương), khu công nghiệp mở rộng này có diện tích 345 ha, trong đó đất công nghiệp cho thuê chiếm 200,75 ha

CTCP Long Hậu (HSX: LHG)

LHG được thành lập vào ngày 23/05/2006, là chủ đầu tư và quản lý các dự án Khu công nghiệp Long Hậu với tổng diện tích gần 500 ha, nằm trong khu vực chiến lược phát triển kinh tế "Tiến ra biển Đông" của TP. Hồ Chí Minh. Hiện công ty đang khai thác Khu công nghiệp Long Hậu 3 – giai đoạn 1 với quy mô 123,98 ha.

Bảng 12: So sánh các chỉ tiêu tài chính của SIP và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	20%	20%	20%	20%	20%	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %						
SIP	15%	16%	14%	15%	15%	15%
Trung bình	42%	47%	38%	49%	48%	45%
Trung vị	46%	53%	41%	51%	47%	47%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %						
SIP	15%	15%	16%	14%	15%	15%
Trung bình	39%	28%	49%	29%	40%	37%
Trung vị	31%	27%	27%	28%	31%	29%
NỢ VAY/VCSH						
SIP	14%	12%	16%	30%	42%	23%
Trung bình	64%	64%	65%	64%	50%	61%
Trung vị	56%	56%	50%	49%	40%	50%
ROE %						
SIP	52%	32%	33%	29%	31%	35%
Trung bình	24%	18%	20%	17%	20%	20%
Trung vị	16%	16%	13%	14%	15%	15%
ROA %						
SIP	7%	5%	5%	5%	5%	5%
Trung bình	6%	5%	6%	5%	6%	6%
Trung vị	6%	4%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu chưa thực hiện/VCSH (lần)						
SIP	3,4	3,2	3,0	2,8	2,5	3,0
Trung bình	1,3	1,4	1,2	1,0	0,9	1,2
Trung vị	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,8
P/E						
SIP	7,7	10,4	9,9	15,4	13,0	11,3
Trung bình	40,8	21,8	16,4	17,5	21,3	23,6
Trung vị	36,4	13,8	12,8	14,8	19,2	19,4
P/B						
SIP	2,4	2,1	1,0	4,0	3,3	2,5
Trung bình	4,4	2,4	2,4	2,7	2,9	3
Trung vị	4,7	2,1	2,2	3,2	3,4	3,1

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – HIỆN TRẠNG CÁC KCN CỦA CTCP ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG

Hình 35: Hiện trạng KCN Phước Đông (03 giai đoạn)



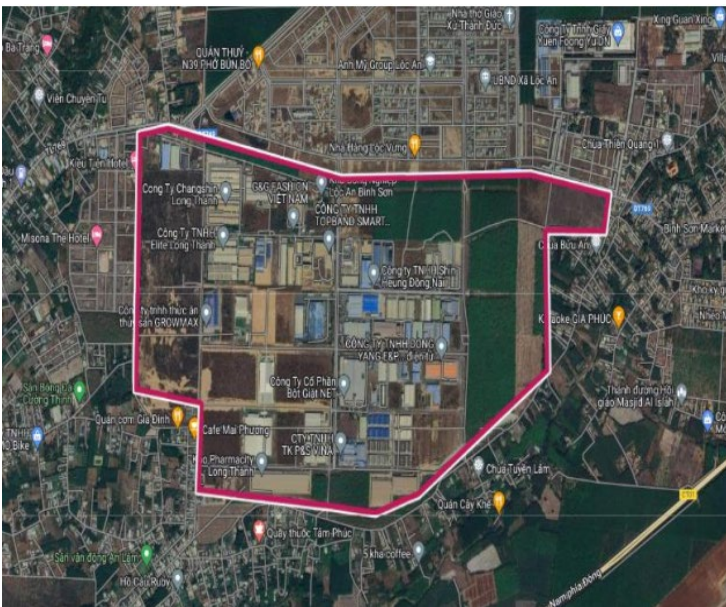
Nguồn: GGmap, SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 36: Hiện trạng KCN Lê Minh Xuân 03



Nguồn: GGmap, SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 37: Hiện trạng KCN Lộc An – Bình Sơn



Nguồn: GGmap, SIP, CTCK Rồng Việt

Hình 38: Hiện trạng KCN Long Đức (GĐ 02)



Nguồn: GGmap, SIP, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

Bảng 11: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 4)

GIẢ ĐỊNH VỀ KQKD	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Diện tích cho thuê (ha)	59	25	19	75	45	67	67	90	82
Tăng trưởng YoY	-50%	-58%	-26%	301%	-40%	49%	0%	35%	-9%
Sản lượng điện tiêu thụ (triệu Kwh)	2.491	2.491	2.491	2.491	2.491	2.491	2.491	2.491	2.491
Tăng trưởng YoY	10%	9%	11%	10%	3%	4%	4%	5%	5%
Doanh thu – Cho thuê đất KCN	290	302	341	375	389	435	487	570	679
Tăng trưởng YoY	4%	13%	10%	4%	12%	12%	17%	19%	20%
Doanh thu – Cung cấp điện, nước	3.925	4.482	4.970	5.567	6.548	6.679	7.166	7.675	8.316
Tăng trưởng YoY	14%	11%	12%	18%	2%	7%	7%	8%	8%
Doanh thu – BĐS	-	-	28	-	-	130	137	143	150
Tăng trưởng YoY						5%	5%	5%	
Doanh thu - Khác	739	694	698	649	864	897	922	934	945
Tăng trưởng YoY	-6%	1%	-7%	33%	4%	3%	1%	1%	2%
Tổng Doanh thu	5.479	6.037	6.591	7.800	8.142	8.711	9.323	10.091	10.724
Tăng trưởng YoY	11%	10%	9%	18%	4%	7%	7%	8%	6%
TỶ TRỌNG DOANH THU (THEO LĨNH VỰC)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cho thuê đất KCN	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	7%	8%
Cung cấp điện, nước	82%	82%	84%	84%	82%	82%	82%	82%	83%
BĐS	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	1%	0%
Khác	13%	12%	10%	11%	11%	11%	10%	9%	9%

Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 12: LN gộp dự phóng theo mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 5)

GIẢ ĐỊNH VỀ GIÁ VỐN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá vốn – Cho thuê đất KCN	(110)	(108)	(118)	(119)	(115)	(134)	(152)	(176)	(207)
Tăng trưởng YoY	30%	-2%	10%	0%	-3%	16%	14%	16%	17%
Giá vốn – Cung cấp điện, nước	(4.200)	(4.503)	(5.111)	(5.999)	(6.028)	(6.472)	(6.936)	(7.523)	(8.101)
Tăng trưởng YoY	17%	7%	14%	17%	0%	7%	7%	8%	8%
Giá vốn – BĐS	-	(12)	-	-	(16)	(16)	(16)	(16)	-
Tăng trưởng YoY						0%	0%	0%	
Giá vốn - Khác	(494)	(511)	(418)	(582)	(614)	(628)	(640)	(649)	(664)
Tăng trưởng YoY	-23%	3%	-18%	39%	6%	2%	2%	1%	2%
Tổng chi phí giá vốn	(4.805)	(5.133)	(5.647)	(6.700)	(6.773)	(7.250)	(7.745)	(8.365)	(8.973)
Tăng trưởng YoY	11%	7%	10%	19%	1%	7%	7%	8%	7%
Tổng LN gộp	674	904	944	1.100	1.368	1.461	1.578	1.726	1.752
Biên LN gộp (%)	12%	15%	14%	14%	17%	17%	17%	17%	16%
TỶ TRỌNG LN GỘP (THEO LĨNH VỰC)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cho thuê đất KCN	33%	29%	26%	27%	25%	23%	24%	26%	29%
Cung cấp điện, nước	52%	42%	52%	48%	50%	48%	48%	47%	46%
BĐS	0%	0%	2%	0%	0%	8%	8%	8%	8%
Khác	16%	30%	21%	24%	26%	21%	20%	19%	17%
Trung bình các doanh nghiệp KCN niêm yết	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F

Trung bình	42%	47%	38%	49%	
Trung vị	46%	53%	41%	51%	

Nguồn: SIP, Bloomberg, CTCK Rông Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là giả định của chúng tôi, không phải nguồn SIP.

Bảng 13: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần ([Quay lại trang 7](#))

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 14: Biên lợi nhuận ròng dự phóng ([Quay lại trang 7](#))

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng SIP	835	977	927	1.164	1.248	1.242	1.387	1.589	1.737
Tăng trưởng YoY	-19%	17%	-5%	26%	7%	-1%	12%	15%	9%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng SIP	15%	16%	14%	15%	15%	14%	15%	16%	16%

Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 15: Dự phóng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (tỷ đồng) ([Quay lại trang 7](#))

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	444	828	992	(321)	1.444	481	2.120	4.180	4.671

Nguồn: SIP, , CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 16: Cổ tức tiền mặt hằng năm của SIP ([Quay lại trang 7](#))

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	2.800	2.000	4.500	2.000	2.000	2.000	4.000	8.000	8.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	28%	20%	44%	31%	34%	39%	70%	122%	112%

Nguồn: SIP, CTCK Rông Việt

tỷ đồng				
KQ HKKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6.677	7.800	8.142	8.711
Giá vốn	-5.746	-6.706	-6.773	-7.250
Lãi gộp	930	1.095	1.368	1.461
Chi phí bán hàng	-13	-22	-17	-19
Chi phí quản lý	-96	-88	-120	-129
Thu nhập từ HĐTC	439	622	472	368
Chi phí tài chính	-69	-116	-96	-82
Lợi nhuận khác	11	16	70	26
LN từ công ty liên kết	71	65	73	73
Lợi nhuận trước thuế	1.274	1.571	1.749	1.699
Thuế TNDN	-271	-293	-321	-320
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	114	119	122
Lợi nhuận sau thuế	927	1.164	1.309	1.257
EBIT	822	985	1.230	1.314
EBITDA	1.161	1.370	1.329	1.412

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	11%	17%	4%	7%
Lợi nhuận HKKD	12%	18%	-3%	6%
EBIT	3%	20%	25%	7%
Lợi nhuận sau thuế	-5%	26%	12%	-4%
Tổng tài sản	11%	19%	4%	8%
Vốn chủ sở hữu	11%	23%	19%	14%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,9%	13,9%	14,0%	16,8%
EBITDA/ Doanh thu	17,1%	17,4%	17,6%	16,3%
EBIT/ Doanh thu	13,2%	12,3%	12,6%	15,1%
LNST/ Doanh thu	16,2%	13,9%	14,9%	16,1%
ROA	4,6%	5,1%	5,1%	4,6%
ROCE	4,4%	4,5%	5,2%	5,1%
ROE	29,0%	31,1%	29,0%	24,0%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	1,9	1,7	1,8	2,5
Vòng quay HTK	12,7	15,8	16,7	16,3
Vòng quay kh. phải trả	8,4	8,2	8,5	9,0

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,7	3,8	4,3	4,4
Nhanh	3,2	3,4	3,7	3,8

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	50%	87%	36%	31%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	47%	60%	32%	29%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	3%	27%	4%	2%

tỷ đồng				
BẢNG CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tiền	829	644	257	488
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.139	5.176	5.176	5.176
Các khoản phải thu	3.500	5.479	3.500	3.500
Tồn kho	468	380	429	459
Tài sản ngắn hạn khác	771	850	850	909
Tài sản cố định hữu hình	8.976	9.497	12.777	14.525
Tài sản cố định vô hình	5	4	4	4
Đầu tư tài chính dài hạn	1.516	1.260	1.260	1.260
Tài sản dài hạn khác	1.856	1.735	1.735	1.735
TỔNG TÀI SẢN	21.060	25.026	25.989	28.058
Tiền hàng phải trả & ứng trước	1.649	2.476	1.606	1.606
Vay và nợ ngắn hạn	1.595	2.466	1.595	1.595
Vay và nợ dài hạn	91	1.132	173	138
Khoản phải trả ngắn hạn khác	14.200	15.272	17.117	18.343
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	402	466	566	666
Quỹ khoa học công nghệ	207	207	207	207
TỔNG NỢ	17.239	20.358	20.474	21.764
Vốn đầu tư của CSH	1.818	2.105	2.421	2.421
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.382	1.692	1.954	2.463
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	160	330	479	628
TỔNG VỐN	3.360	4.127	4.854	5.513
Lợi ích cổ đông thiểu số	461	541	660	782

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng/cp)	4.117	4.977	4.324	4.154
P/E (x)	15,4	13,0	14,1	14,7
BV (đồng/cp)	15.959	19.601	20.278	23.055
P/B (x)	4,0	3,3	3,5	3,0
DPS (đồng/cp)	4.500	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	7%	3%	3%	3%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SOTP	79.300	100%	79.300

Giá mục tiêu (đồng/cp)	79.300
------------------------	--------

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 8/2025	79.300	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Became Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể 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. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**