2024

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

CTCP SEAREFICO – SRF

SẴN SÀNG ĐÓN CƠ HỘI

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Công ty CP FIDT

Website: Fidt.vn

Email: support@fidt.vn

FIDT

FOCUS ON PERFORMANCE

SRF – SẴN SÀNG ĐÓN CƠ HỘI

Luận điểm đầu tư

Bất động sản công nghiệp – bước ngoặt nửa cuối năm 2024

- Lạm phát Mỹ giảm, FED hạ lãi suất thúc đẩy kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh mẽ hơn
- Dòng vốn FDI vào Việt Nam đang tăng trưởng dương trở lại, lĩnh vực công nghiệp là điểm nhấn
- Giá cho thuê bất động sản công nghiệp nhích lên, chờ đợi chu kỳ mới

SRF – SẴN SÀNG ĐÓN CƠ HỘI

Mảng EPC - Tập trung vào phân khúc khách hàng công nghiệp và ứng dụng sâu công nghệ 4.0

Với tình hình nền kinh tế, FDI phục hồi, nhu cầu về xây dựng kỹ thuật công nghiệp công nghệ cao tăng lên trong tương lai, cộng với việc đã trúng một gói thầu công nghệ cao trị giá 1,500 tỷ (gần bằng doanh thu cả năm ngoái) thuộc dự án trọng điểm quốc gia, chúng tôi cho rằng trong 2 năm 2024-2025, mảng EPC sẽ tăng trưởng cao, vượt kỳ vọng và vẫn sẽ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu.

Lạnh công nghiệp - bước vào chu kỳ mới, kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ

Lĩnh vực lạnh công nghiệp của SRF sẽ duy trì tăng trưởng ổn định trong năm 2024. Dự kiến doanh thu năm nay sẽ đạt 334 tỷ tăng khoảng 9% so với cùng kỳ năm trước. Từ năm 2025, tăng trưởng sẽ mạnh dần lên và đến năm 2026 doanh thu của mảng lạnh công nghiệp tại SRF có thể vượt 500 tỷ, đạt đỉnh tăng trưởng 38%.

Panel – hoạt động ổn định chờ đợi bứt phá

Greenpan đang sở hữu công nghệ 2bGP (công nghệ độc quyền của tập đoàn) để tạo nên lõi của panel. Với sự phục hồi của dòng vốn FDI và năng lực quá khứ của Greenpan, chúng tôi dự phóng, trong năm nay doanh thu của Greenpan có thể đạt 266 tỷ, tăng 11% so với 2024. Năm 2025 tăng trưởng sẽ là mạnh nhất lên đến 29,1% và doanh thu đạt mức 343 tỷ.

Bất động sản công nghiệp - lĩnh vực tạo dòng tiền tốt, nhiều dư địa tăng trưởng.

Searee công ty con của Searefico đang sở hữu gần 22.000m2 đất tại Khu công nghiệp Hòa Khánh (Đà Nẵng), đã cho thuê được một nửa với mức giá tốt. Searefico dự kiến tối ưu hóa diện tích khai thác tại các nhà kho nhà xưởng đang có để cho thuê; cùng với đó là đi M&A một số bất động sản công nghiệp khác tại các địa bàn đắc địa về logistics hoặc phát triển công nghiệp và đưa vào khai thác. Việc này sẽ góp phần gia tăng đáng kể diện tích đất thương phẩm của SRF.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024 của mảng bất động sản công nghiệp của Searefico sẽ là 7,4 tỷ, gần 4 lần so với năm trước, nhờ vào việc đưa tổng kho logistics vào vận hành. Năm 2025, với việc M&A các bất động sản công nghiệp mới và đưa dự án kho-xưởng-văn phòng 10,000m2 vào vận hành chúng tôi kỳ vọng doanh thu có thể tăng gần 1.9 lần so với 2024.

Giá mục tiêu	**16,240**
Upside	**66%**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng
Ngày báo cáo	20/06/2024
Giá hiện tại (VND/cp)	9,800
Vốn hóa (Tỷ VND)	331.1
P/E	768.01
P/B	0.97
ROE	0.13%
ROA	0.02%
EPS (VND/cp)	12.76
BVPS	10,072
Sở hữu nước ngoài (%)	46%
GTGD/ngày (Tỷ VND)	38,615
SLCP lưu hành (triệu cp)	33.79

Diễn biến VN-Index và giá cổ phiếu SRF

MỤC LỤC

BÁO CÁO LẦN ĐẦU – CÔNG TY CỔ PHẦN SEAREFICO – *SRF (HOSE)* **1**

BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP – BƯỚC NGOẶT NỬA CUỐI NĂM 2024 **1**

1. Lạm phát Mỹ giảm, FED hạ lãi suất thúc đẩy kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh mẽ hơn 1
2. Dòng vốn FDI vào Việt Nam đang tăng trưởng dương trở lại, lĩnh vực công nghiệp là điểm nhấn 2
3. Giá cho thuê bất động sản công nghiệp nhích lên, chờ đợi chu kỳ mới 2

SRF – SẴN SÀNG ĐÓN CƠ HỘI **5**

1. Tổng quan về SRF 5
2. Cơ cấu doanh thu 6
3. Quá trình tăng vốn và cơ cấu cổ đông 6
4. Mảng EPC - Tập trung vào phân khúc khách hàng công nghiệp và ứng dụng sâu công nghệ 4.0 6
5. Lạnh công nghiệp - bước vào chu kỳ mới, kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ 7
6. Panel – hoạt động ổn định chờ đợi bứt phá 9
7. Bất động sản công nghiệp – lĩnh vực tạo dòng tiền tốt, nhiều dư địa tăng trưởng 11

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH **14**

DỰ PHÓNG **17**

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ **18**

Bất động sản công nghiệp – bước ngoặt nửa cuối năm 2024

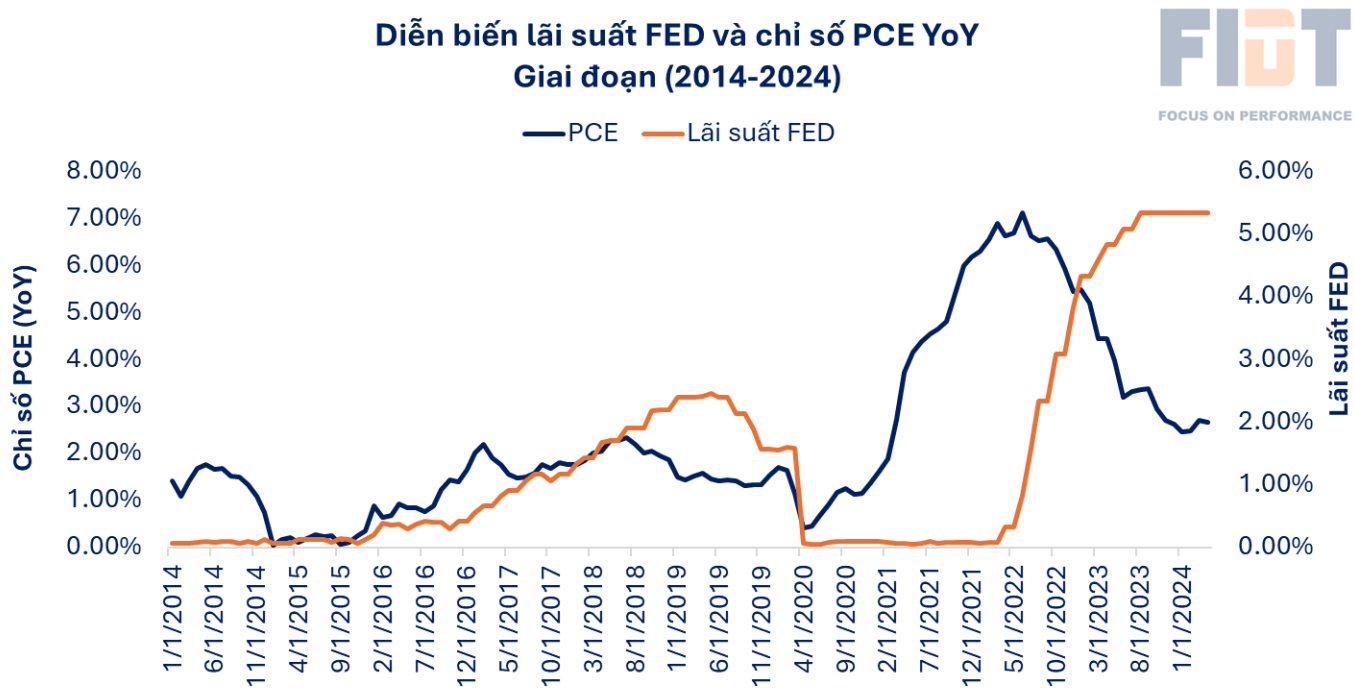
1. Lạm phát Mỹ giảm, FED hạ lãi suất thúc đẩy kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh mẽ hơn

Trước áp lực lạm phát, tháng 3/2022, FED đã phải tăng lãi suất. Trong suốt năm 2022 và nửa đầu năm 2023 sau đó, lãi suất đã liên tục được nâng lên. Đến tháng 7/2023, lãi suất FED ở mức 5.5% và duy trì xuyên suốt đến hiện tại. Đây là mức khá cao trong hai thập kỷ trở lại đây và thậm chí cao hơn cả giai đoạn khủng hoảng 2008.

Hành động đó của FED cũng đã buộc các ngân hàng trung ương toàn cầu phải tăng lãi suất để bảo vệ đồng nội tệ. Điều này đã đẩy mặt bằng lãi suất toàn cầu tăng lên đáng kể, các hoạt động tiêu dùng vì thế cũng chậm lại. Kéo theo đó là các hoạt động sản xuất cũng chậm lại.

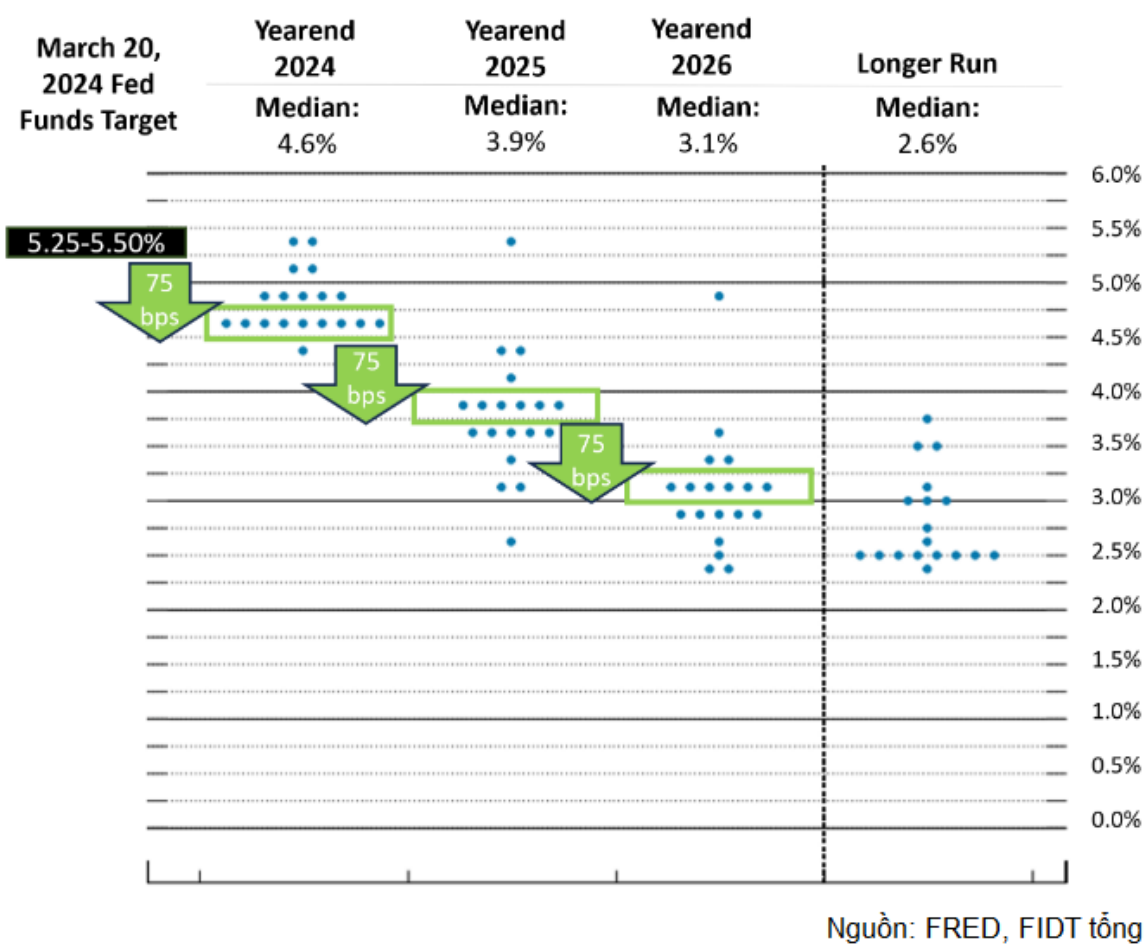
Điểm tích cực là từ giữa 2022 lạm phát đã liên tục giảm. Đến thời điểm hiện tại, chỉ số PCE (Personal consumption expenditures price index) – Chỉ số quan trắc lạm phát chính của FED đang áp sát ngưỡng 2% theo mục tiêu ban đầu của cơ quan này. Trong kỳ báo cáo tháng 5/2024, PCE ở mức 2,6% đúng với dự báo. Nếu tình hình tiếp tục được cải thiện, FED có thể giảm lãi suất trong năm nay.

Diễn biến lãi suất FED và chỉ số PCE YoY
Giai đoạn (2014-2024)



Nguồn: FRED, FIDT tổng hợp

Mặt khác, biểu đồ Dot Plot thể hiện quan điểm của các Thống Đốc FED cho thấy, đến cuối năm 2024, lãi suất có thể quanh mốc 5.25-5.5%. Tức là có khả năng lãi suất sẽ bắt đầu được hạ trong nửa cuối năm 2024 này. Đến năm 2025, các nhà điều hành FED kỳ vọng lãi suất sẽ thấp hơn.

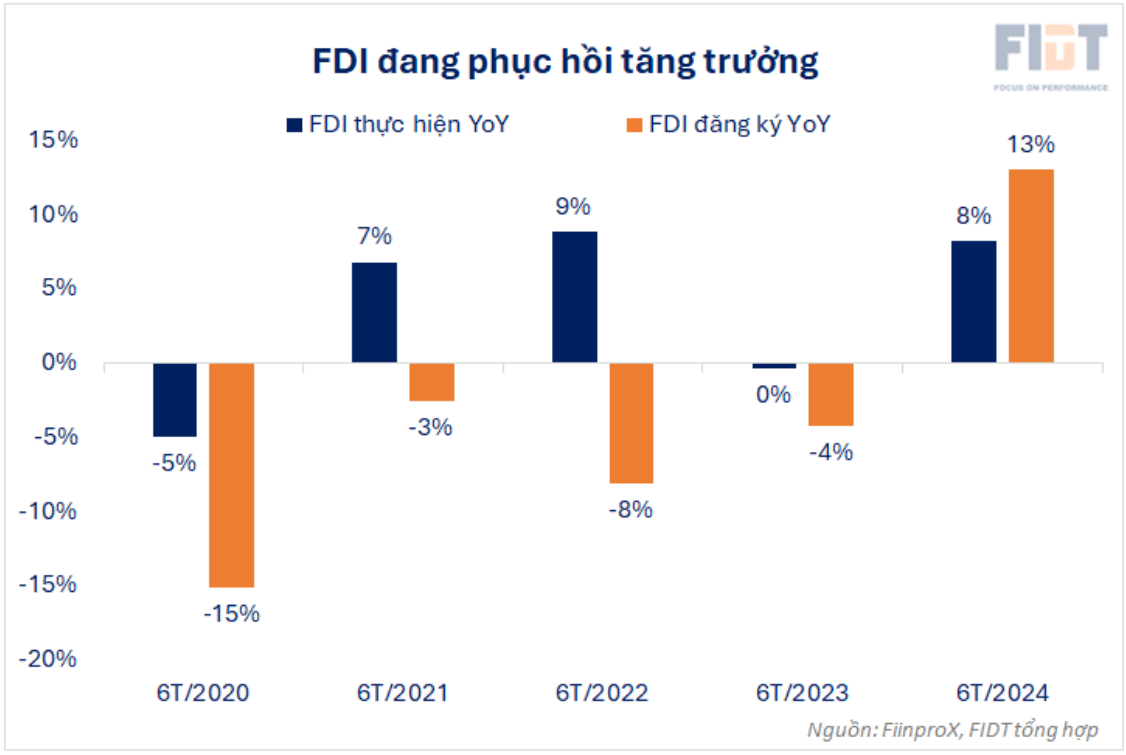


Nguồn: FRED, FIDT tổng hợp

Việc FED hạ lãi suất có thể sẽ tạo dư địa lớn hơn cho các hoạt động tiêu dùng, sản xuất kinh doanh trên toàn cầu tăng trưởng trở lại.

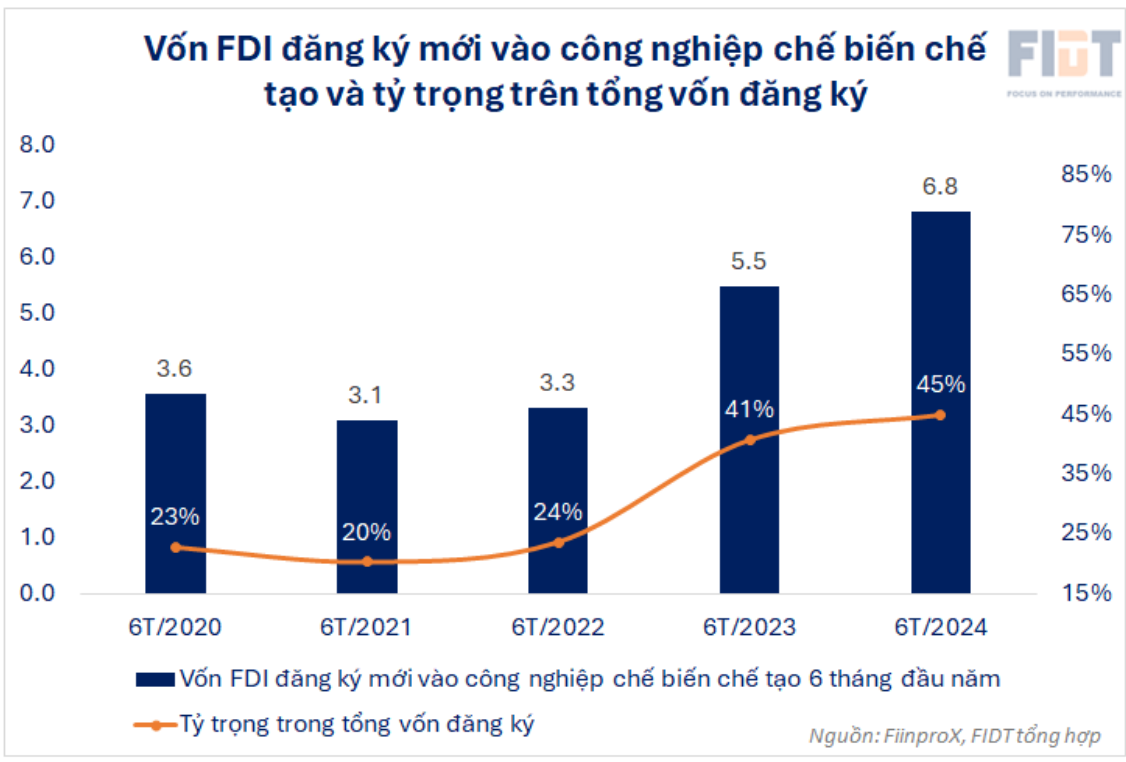
2. Dòng vốn FDI vào Việt Nam đang tăng trưởng dương trở lại, lĩnh vực công nghiệp là điểm nhấn

Trên thực tế, từ đầu năm 2024 các hoạt động đầu tư toàn cầu đã bắt đầu sôi động hơn để đón đầu xu hướng giảm lãi suất của FED. Tại Việt Nam, trong 6 tháng đầu năm, lượng vốn FDI đăng ký đã quay lại tăng trưởng dương (+13%). Vốn FDI thực hiện cũng chuyển từ tăng trưởng âm sang tăng trưởng hơn 8%.



Nguồn: FiinproX, FIDT tổng hợp

Trong đó, đáng chú ý là lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo. Trong 6 tháng đầu năm 2024, lượng vốn FDI đăng ký vào ngành này tại Việt Nam đã đạt hơn 6.8 tỷ USD, trong khi cùng kỳ năm trước chỉ khoảng 5.5 tỷ (tăng hơn 24%). Ngoài ra, tỷ trọng đầu tư vào lĩnh vực công nghiệp, chế biến chế tạo đã liên tục tăng lên trong 5 năm trở lại đây, từ 23% hồi năm 2020 đã lên đến 45% trong 6 tháng đầu năm 2024. Điều này cho thấy dòng vốn trực tiếp nước ngoài đang tập trung nhiều hơn vào lĩnh vực chế biến chế tạo.



Nguồn: FiinproX, FIDT tổng hợp

Việc dòng vốn ngoại tập trung nguồn lực vào lĩnh vực công nghiệp và chế biến chế tạo sẽ kéo theo nhu cầu bất động sản công nghiệp như nhà xưởng, kho bãi. Qua đó, thúc đẩy nhu cầu xây lắp kỹ thuật công nghiệp tăng lên.

3. Giá cho thuê bất động sản công nghiệp nhích lên, chờ đợi chu kỳ mới

Các báo cáo của CBRE mới đây cũng cho thấy, thị trường bất động sản công nghiệp Việt Nam duy trì hoạt động tích cực trong quý đầu tiên của năm 2024.

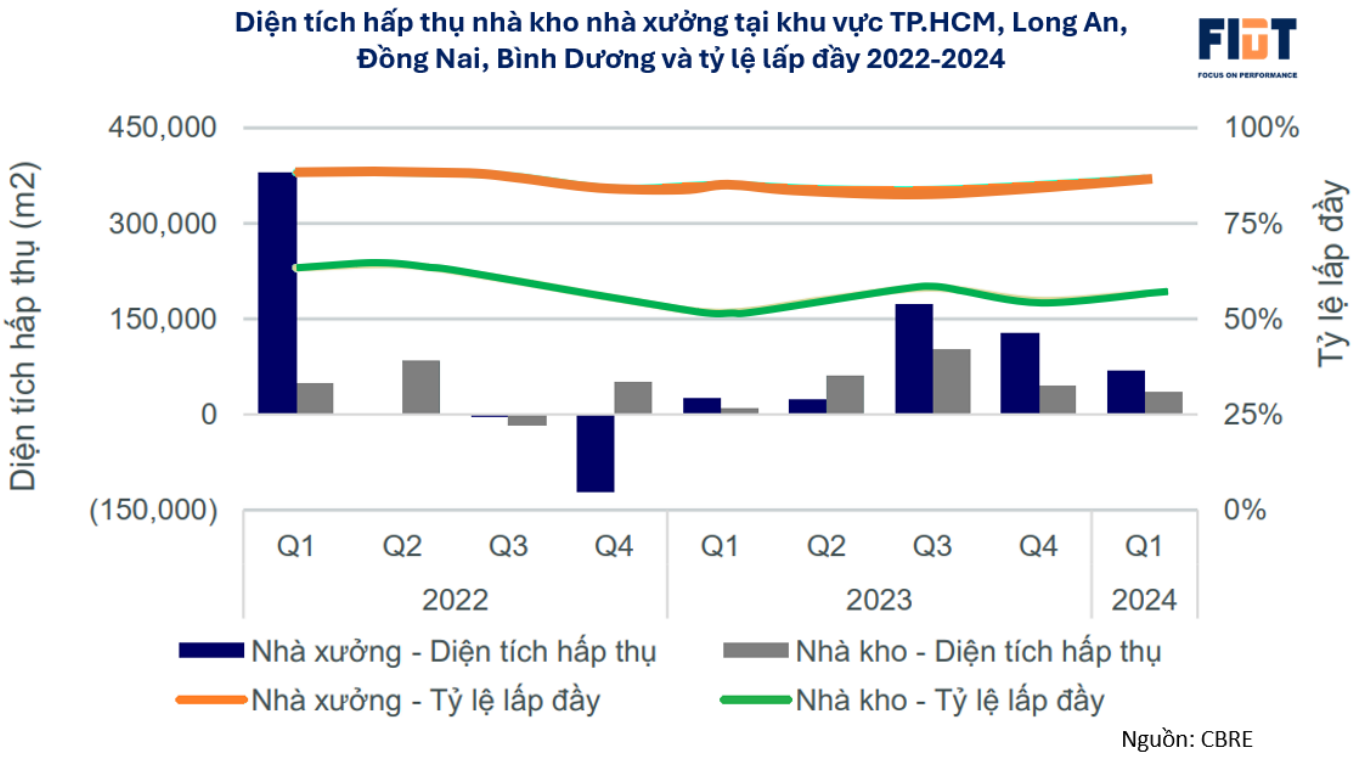
Tại miền Nam

Đất công nghiệp: Tại các khu vực TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An giá đất ở mức 189 USD/m2/kỳ hạn còn lại, ổn định so với quý trước và tăng 2,4% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do quỹ đất tương đối hạn chế. Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức 92%.

Bà Rịa – Vũng Tàu và Tây Ninh với quỹ đất dồi dào hơn so với các khu vực trên đang thu hút được không ít sự đầu tư từ các nhà sản xuất trong và ngoài nước.

Nguồn: CBRE

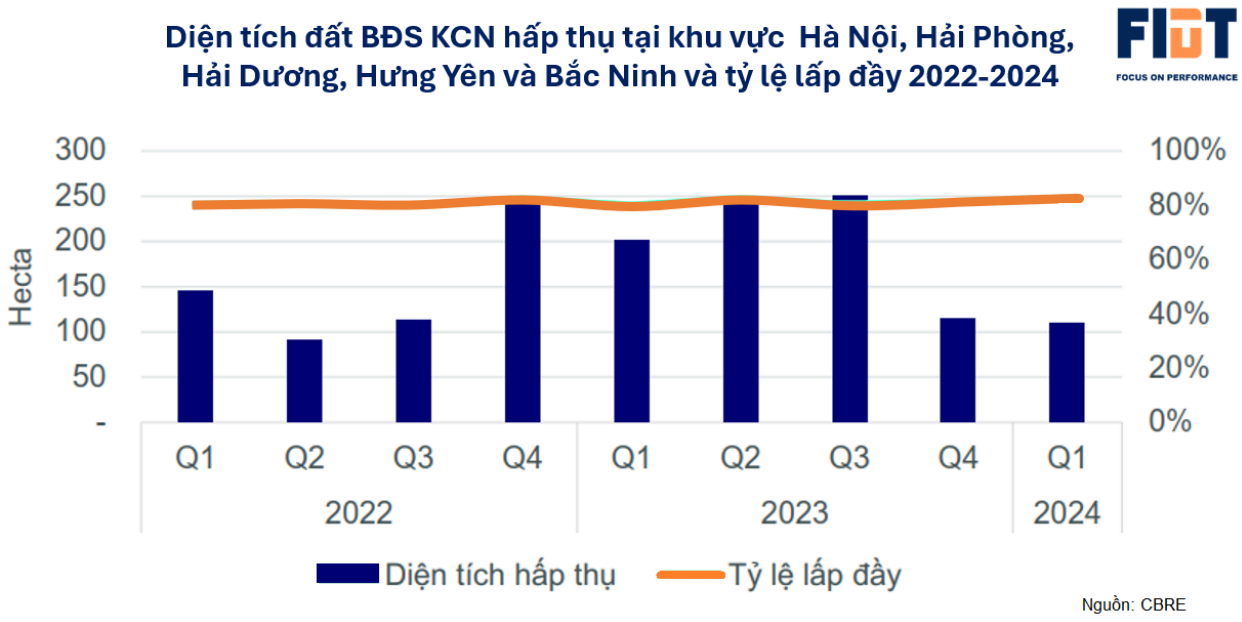
Thị trường nhà kho nhà xưởng xây sẵn: Không có nguồn cung mới trong Q1/2024 do các dự án mới vẫn đang trong giai đoạn xây dựng và hoàn thiện. Giá thuê trung bình kho xưởng xây sẵn tại thị trường miền Nam vẫn giữ mức ổn định so với quý trước lần lượt đạt 4,6 và 4,9 USD/m2/tháng, với mức độ tăng trưởng đạt 2,2% so với cùng kỳ năm ngoái đối với nhà kho và 3,9% đối với nhà xưởng. Nhu cầu về kho xưởng xây sẵn miền Nam đến từ các nhà sản xuất ở lĩnh vực công nghệ cao, năng lượng tái tạo, thương mại điện tử



Nguồn: CBRE

Tại miền Bắc

Đất công nghiệp: Do không có dự án mới đi vào hoạt động, khu vực Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh tiếp tục hút khách thuê, tỷ lệ lấp đầy tăng 1,3 đpt so với cùng kỳ. Giá đã tăng nhẹ 1,2% so với quý trước và 7,8% so với cùng kỳ, đạt ngưỡng trung bình 133 USD/m2/kỳ hạn còn lại.

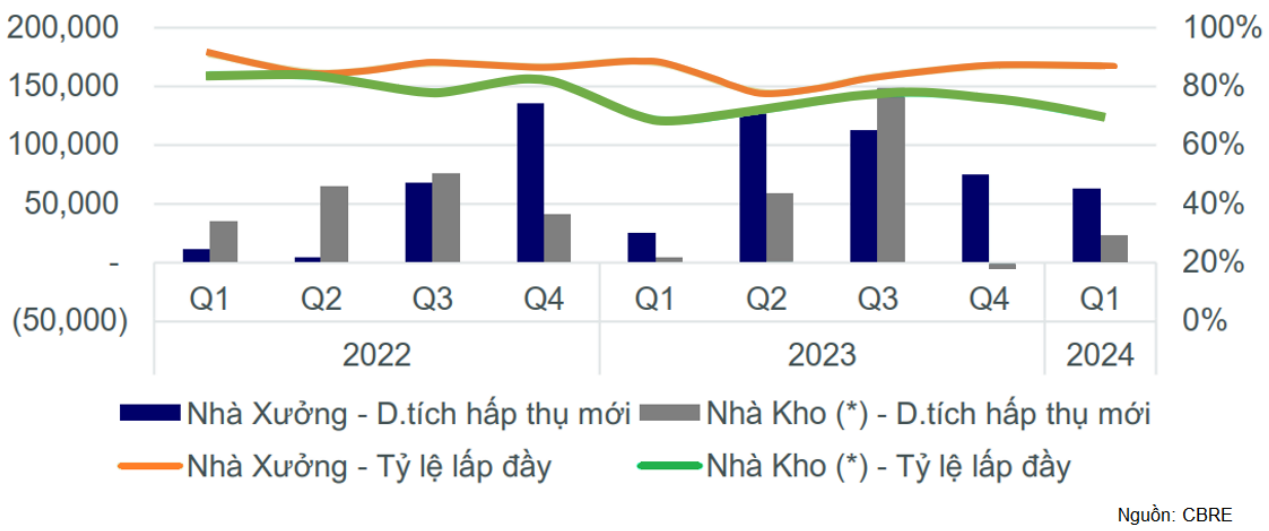


Nguồn: CBRE

Đối với thị trường kho xưởng xây sẵn: giá thuê kho xưởng xây sẵn tại thị trường cấp 1 trung bình đạt ngưỡng 4,7 và 4,9 USD/m2/tháng. Giá thuê kho duy trì ổn định theo năm, trong khi giá thuê xưởng tăng 3,9% theo năm. Diễn biến thị trường khá tích cực khi mà những

nhà sản xuất ở lĩnh vực công nghệ cao như sản xuất vật liệu bán dẫn, công nghệ động cơ tiếp tục mở rộng tại Việt Nam thông qua việc thuê xưởng sản xuất.

Diện tích hấp thụ nhà kho nhà xưởng tại khu vực Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh và tỷ lệ lấp đầy 2022-2024



Nguồn: CBRE

CBRE đánh giá, trong 3 năm tới, giá thuê đất công nghiệp dự kiến tăng 3-9%/năm ở miền Bắc. Trong khi đó, giá thuê của nhà kho/nhà xưởng xây sẵn được dự báo sẽ tăng nhẹ từ 1- 4%/năm. Với việc Việt Nam nâng cấp quan hệ ngoại giao với các nền kinh tế lớn trong giai đoạn vừa qua, nền kinh tế nói chung và ngành sản xuất cũng như bất động sản khu công nghiệp Việt Nam dự kiến sẽ được hưởng lợi và tiếp tục xu hướng phát triển.

Ở góc nhìn của JLL, thị trường nhà xưởng nhà kho xây sẵn tại khu vực phía Nam chưa có dấu hiệu phục hồi đáng kể. Số lượng các giao dịch thuê mới được ghi nhận rất ít, chủ yếu diễn ra giữa các nhà bán lẻ và khách thuê thương mại điện tử phục vụ tiêu dùng nội địa.

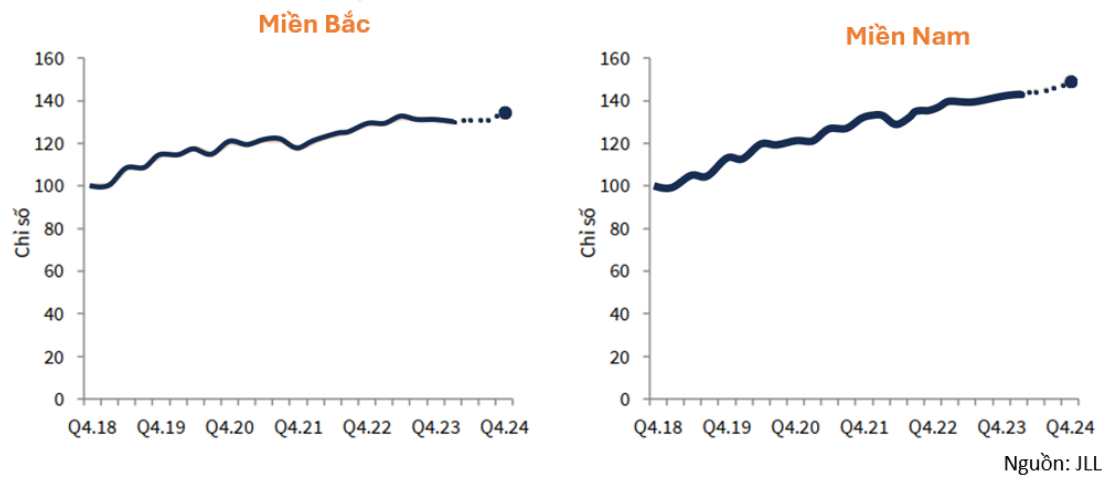
Tuy nhiên, giá đã tăng nhẹ 0,7% so với quý trước và 2,6% so với cùng kỳ năm trước. Giá cho thuê có sự phân hóa mạnh. Theo đó, những dự án tốt đã áp dụng giá chào thuê năm mới tốt hơn trước, còn ở những khu vực xa, một số chủ đầu tư giữ nguyên giá thuê hoặc có trường hợp chiết khấu 10-20% giá thuê.

Trong tình hình kho vận chưa tích cực, một số dự án đang lên kế hoạch nâng cấp nhà kho hiện hữu để có thêm công năng sản xuất, hoặc chuyển đổi toàn bộ phần diện tích NKXS thành không gian nhà xưởng cho thuê. Đây cũng sẽ là xu hướng trung hạn. Tuy nhiên, do dự phức tạp của quy trình cấp phép, sự chuyển đổi này có thể mất một khoảng thời gian đáng kể.

Ở miền Bắc, cung cầu thị trường kho xưởng xây sẵn quý I/2024 vẫn ổn định. Trong đó, nhu cầu đối với các dự án có vị trí tốt và chất lượng cao vẫn bền vững bất chấp các biến động ngoại cảnh của thị trường. Thị trường đang chứng kiến sự gia tăng của loại hình nhà kho-xưởng hỗn hợp xây sẵn.

JLL dự báo, thị trường phía bắc sẽ trở nên cạnh tranh hơn do nguồn cung mở rộng trong khi nhu cầu chỉ duy trì ổn định. Các dự án mới có xu hướng phát triển các tiện ích và tiêu chuẩn xanh làm yếu tố cạnh tranh nhằm nâng cao sức hấp dẫn đối với khách thuê tiềm năng.

Chỉ số giá cho thuê kho xưởng xây sẵn tại 2 miền Bắc và Nam từ 2018-2024



Nguồn: JLL

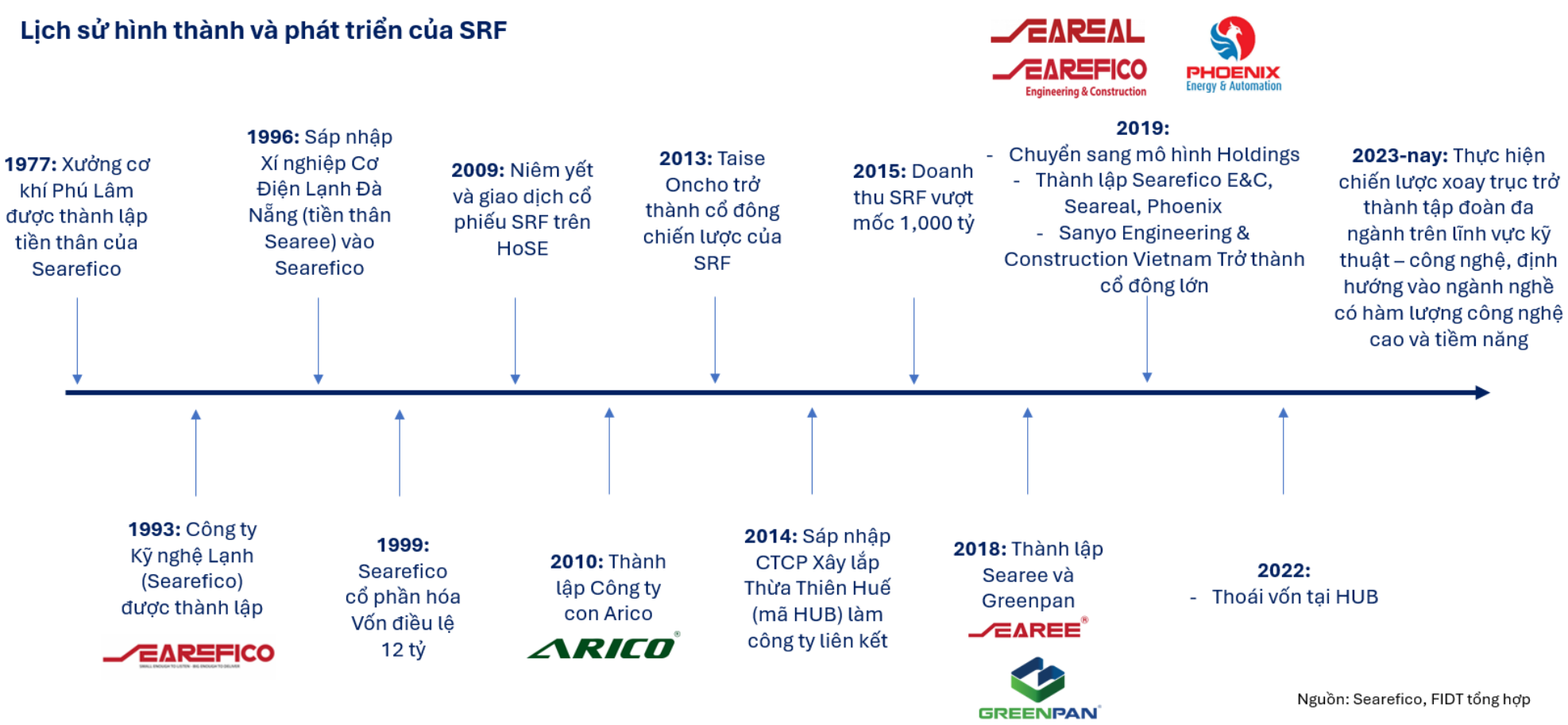
Có 3 xu hướng đáng chú ý trong các phân tích kể trên i) thị trường cho thuê kho ở hiện tại còn không ít khó khăn, nhưng đã có một số tín hiệu tan băng và trong tương lai vẫn còn dư địa phát triển; ii) những kho xưởng mới, hiện đại sẽ có sức hấp thụ và giá thuê tốt hơn; iii) các đơn vị kinh doanh đang chuyển đổi mục đích sử dụng từ kho sang xưởng để đón đầu dòng vốn đầu tư và các nhà sản xuất đang ưu tiên thuê kho xưởng hỗn hợp. Tựu trung lại, nửa cuối năm 2024 sẽ là năm bản lề đối với nhóm bất động sản công nghiệp và xây lắp kỹ thuật công nghiệp với sự phục hồi của nền kinh tế, sự quay lại của dòng vốn FDI. Những đơn vị có quỹ đất lớn, đồng thời, cơ sở vật chất mới, năng lực pháp lý chuyển đổi mục đích sử dụng đất tốt, có năng lực thi công tốt thì có thể sẽ có ưu thế hơn.

SRF – SẴN SÀNG ĐÓN CƠ HỘI

1. Tổng quan về SRF

CTCP Searefico (HSX: SRF) là đơn vị có bề dày lịch sử với gần 50 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực cơ điện. Trong suốt một thập kỷ vừa qua, công ty thường xuyên lọt vào vị trí top 1 nhà thầu cơ điện hàng đầu Việt Nam và chưa từng nằm ngoài top 3 của bảng xếp hạng này. Không chỉ thầu cơ điện, Searefico còn nổi bật trong lĩnh vực chế tạo máy móc lạnh công nghiệp và vật liệu xây dựng xanh, chất lượng cao. Năng lực của Searefico đã được bảo chứng bằng việc có thể tham gia cung ứng sản phẩm và dịch vụ cho những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam và thế giới như Calsberg, Vinamilk, Transimex,... Bề dày kinh nghiệm và năng lực thi công tạo ra một lợi thế cạnh tranh tương đối tốt cho SRF trên thị trường, qua đó tập đoàn có thể tiếp cận với khách hàng, những gói thầu tốt hơn.

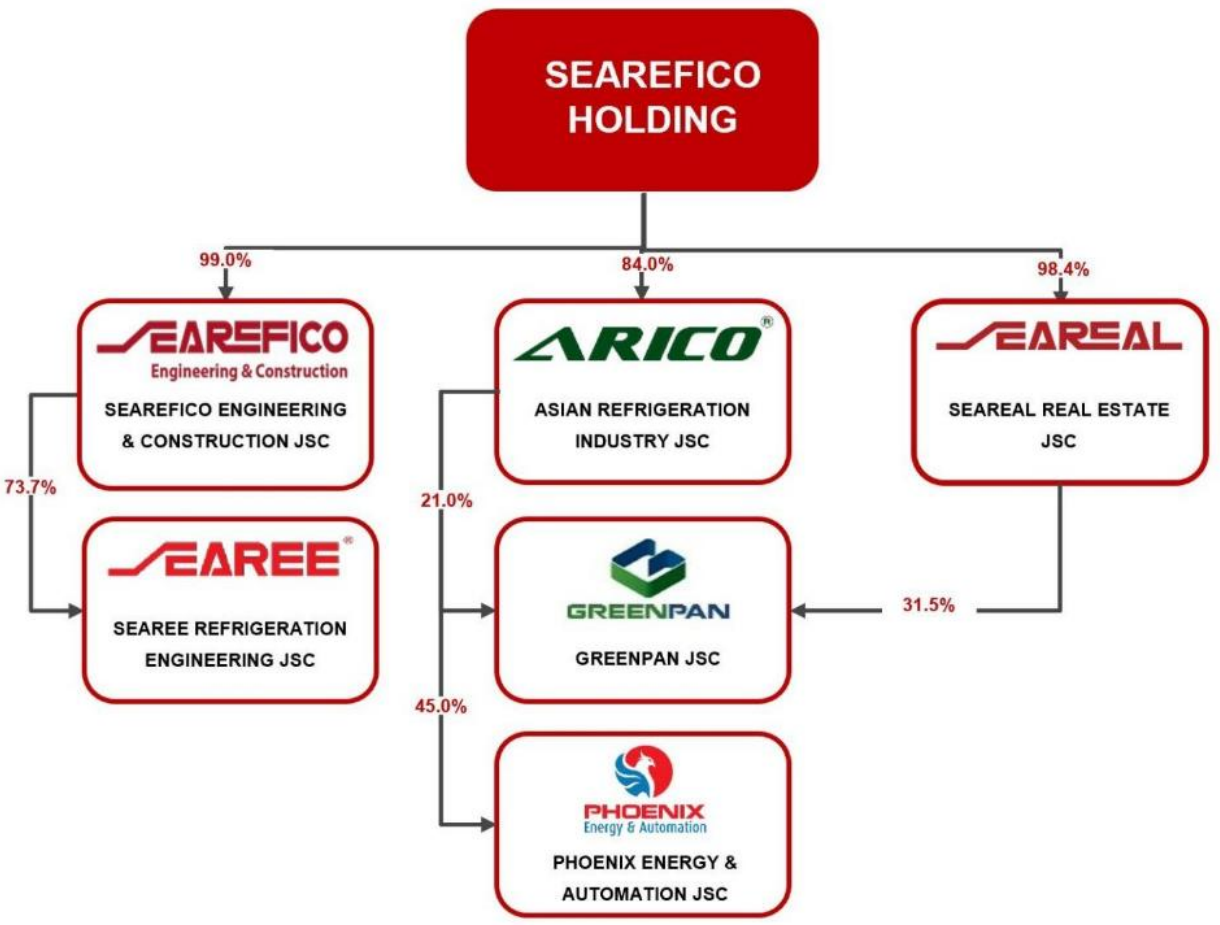
Lịch sử hình thành và phát triển của SRF



Nguồn: Searefico, FIDT tổng hợp

Trong khoảng 5 năm trở lại đây, công ty đã chuyển mình theo mô hình holding. Trong đó công ty mẹ sở hữu công ty con hoạt động ở các lĩnh vực mang tính bổ trợ lẫn nhau, hướng tới xây dựng một hệ sinh thái mà tại đó các thành viên có thể cùng hợp tác cộng giá trị. Ví dụ trong các dự án liên quan đến kho thông minh Searefico sẽ đứng vai trò tổng thầu; Searefico E&C là đơn vị thi công; Arico là đơn vị tham gia sản xuất những máy móc liên quan đến lạnh công nghiệp; Greenpan cung ứng panel làm vách ngăn,...

Ngoài ra, việc chuyển mình theo mô hình holding còn giúp trao quyền và tạo động lực cho các công ty thành viên tìm kiếm khách hàng và phát triển thị trường. Qua đó, sức mạnh của từng cá nhân trong tập đoàn, đặc biệt là các nhân sự cấp lãnh đạo được khai thác tốt hơn, tăng hiệu quả hoạt động. Bên cạnh đó, trong tình hình khó khăn việc này cũng sẽ tạo ra một cơ chế phòng thủ chủ động, hạn chế những ảnh hưởng tiêu cực. Khi giông bão qua đi, nó cũng giúp tập đoàn hồi phục nhanh hơn.



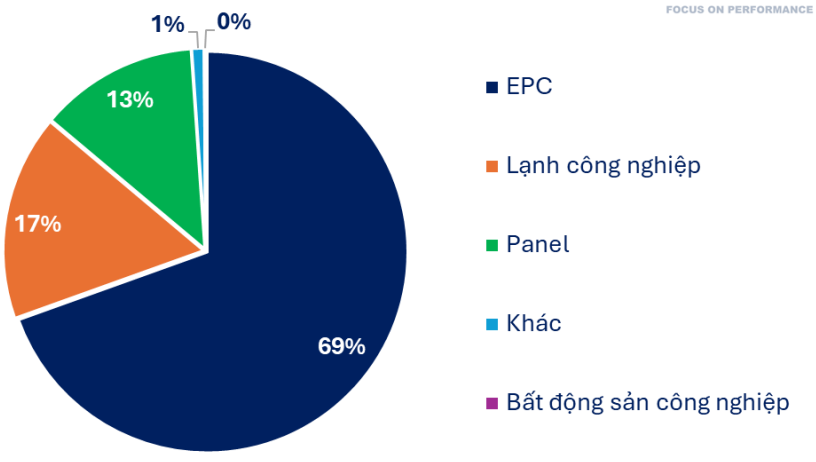
Nguồn: Searefico

Trên thực tế, mô hình này đã chứng minh được hiệu quả khi mà Greenpan, công ty con của SRF đã xuất khẩu được các sản phẩm của mình sang hàng loạt các thị trường khó tính như Nhật, Singapore; Arico và Searee dù mới chỉ lấn sân sang phân khúc khách hàng FDI song lại có thể phục vụ được hàng loạt khách hàng lớn và tên tuổi...

Hiện tại, SRF đang hoạt động trong các lĩnh vực chính gồm 1) nhà thầu công trình cơ điện (EPC); 2) sản xuất máy móc lạnh công nghiệp; 3) sản xuất panel cách nhiệt; 4) cho thuê bất động sản

công nghiệp; 5) năng lượng mặt trời; 6) khai thác bất động sản; 7) M&A.

2. Cơ cấu doanh thu



Nguồn: SRF, FIDT tổng hợp

Trong năm 2023, mảng tổng thầu EPC là trụ cột mang lại doanh thu chính của Searefico (69% doanh thu); theo sau là lạnh công nghiệp (17%); panel (13%) bất động sản công nghiệp (0.12%); khác (1%).

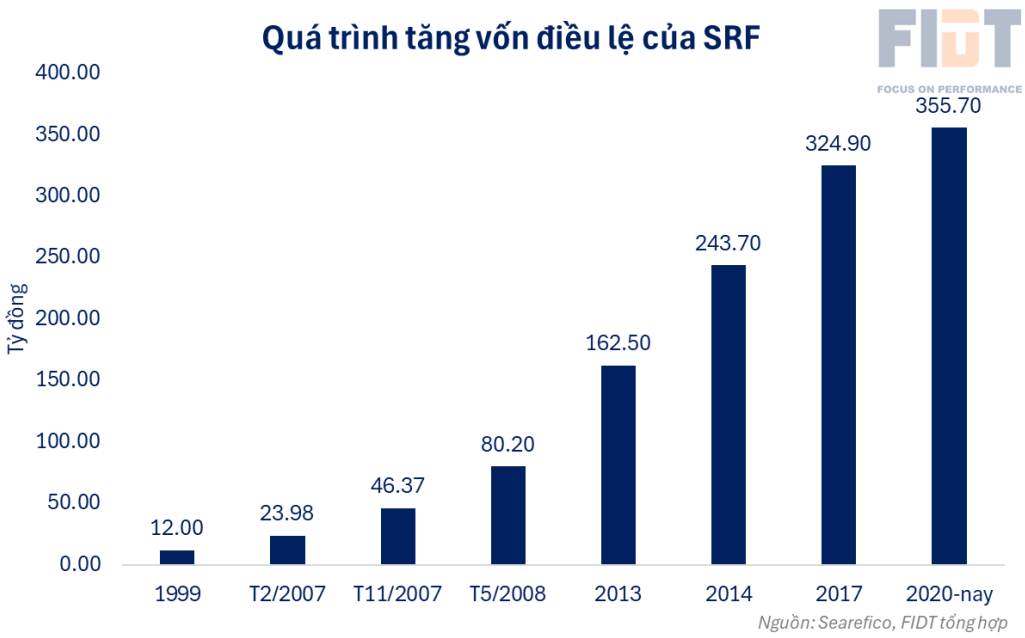
Về tương lai, định hướng chiến lược của SRF là giảm tỷ trọng của mảng tổng thầu EPC xuống còn 50%, gia tăng tỷ trọng đóng góp của các mảng sản xuất panel, lạnh công nghiệp, bất động sản công nghiệp.

3. Quá trình tăng vốn và cơ cấu cổ đông

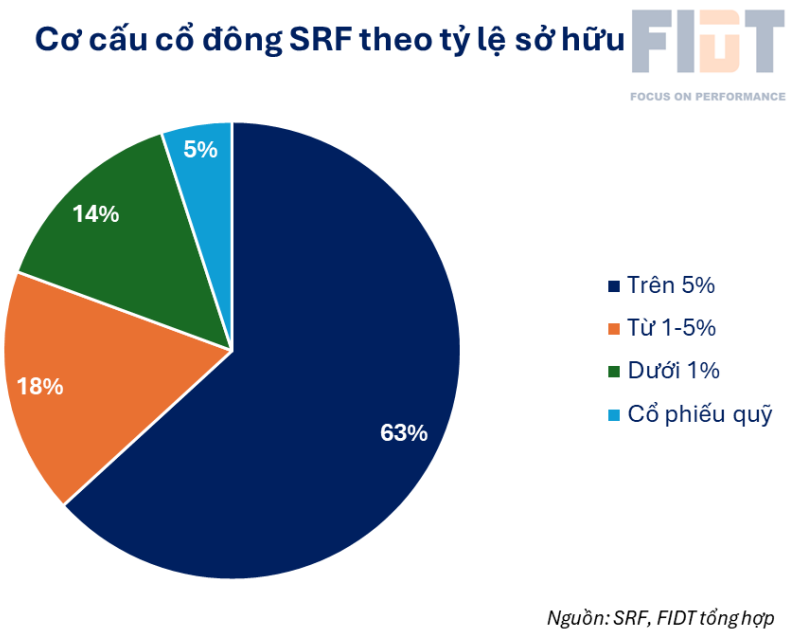
Trải qua gần 50 năm hình thành và phát triển, vốn điều lệ của SRF đã tăng từ 12 tỷ đồng, lên thành 355.7 tỷ đồng, gấp gần 30 lần so với ban đầu. Đến hiện tại, SRF đang có hơn 35,56 triệu cổ phiếu đang niêm yết. Xét về cơ cấu cổ đông, gần 63% cổ phiếu của SRF được nắm giữ bởi các cổ đông lớn. Trong đó có 3 tổ chức đáng chú ý là Taise Oncho (25.05%); Sanyo E&C Vietnam (20.10%); Seaprodex (12.84%).

Chi tiết hơn thì Taise Oncho là nhà thầu đến từ Nhật Bản có hơn 100 năm kinh nghiệm. Từ khi tham gia vào Hội đồng Quản trị SRF, đơn vị này đã có sự trợ giúp tích cực về mặt đào tạo đội ngũ kĩ thuật, hỗ trợ tiếp cận các dự án lớn. Sanyo E&C Vietnam cũng là một đơn vị đã có đóng góp không nhỏ trong công tác giúp SRF tiếp cận các dự án FDI, đặc biệt là FDI từ Nhật. Seaprodex là một trong những cổ đông chiến lược lâu năm ở SRF ngay từ những ngày đầu. Việc SRF có thể khẳng định tên tuổi trong lĩnh vực cơ điện, đặc biệt ở mảng lạnh công nghiệp thủy sản, nông sản có một phần không nhỏ đến từ sự hỗ trợ của Seaprodex. Các cổ đông lớn đều có xu hướng nắm giữ lâu dài. Ban lãnh đạo công ty nắm giữ dưới 10%, đồng thời có xu hướng nắm giữ lâu dài.

Việc các cổ đông lớn và ban lãnh đạo nắm giữ gần 70% giá trị công ty sẽ giúp cho cấu trúc thượng tầng của SRF ổn định, các cổ đông lớn và ban lãnh đạo có đủ động lực để cam kết đồng hành lâu dài cùng sự phát triển của doanh nghiệp.



Nguồn: Searefico, FIDT tổng hợp



Nguồn: SRF, FIDT tổng hợp

4. Mảng EPC - Tập trung vào phân khúc khách hàng công nghiệp và ứng dụng sâu công nghệ 4.0

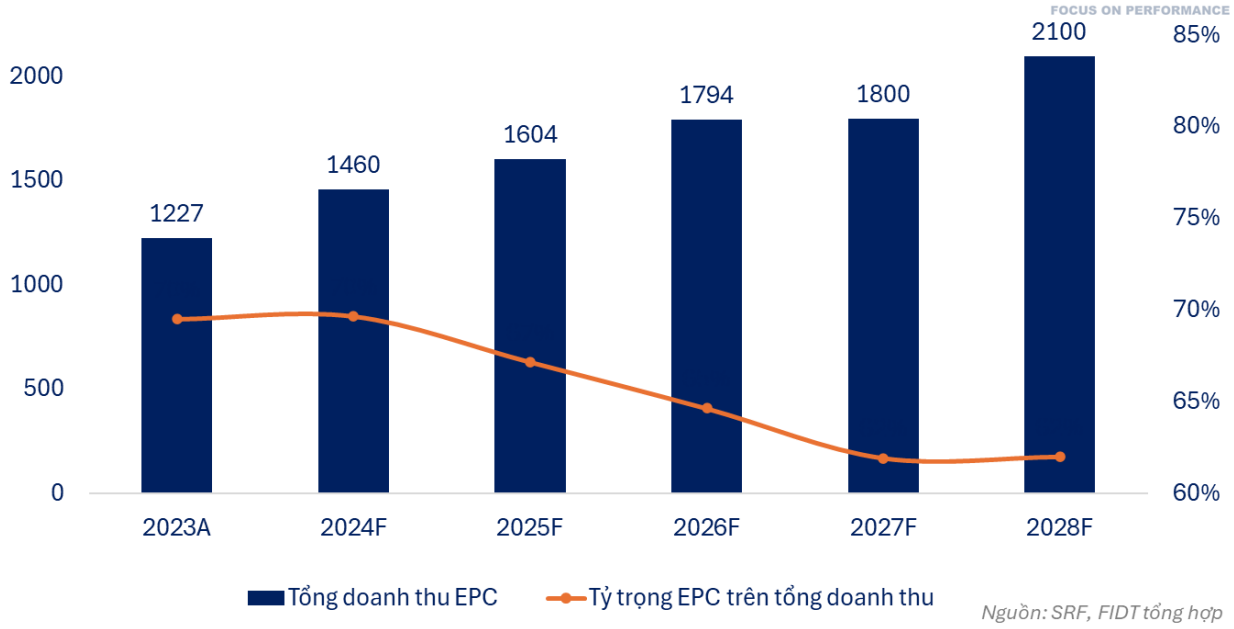
Mảng EPC hiện được đảm nhận bởi 2 công ty con của công ty là Searefico E&C và Searee. Theo đó, 2 đơn vị này sẽ đóng vai trò là tổng thầu trong các dự án xây lắp công nghiệp, công nghệ.

Mặc dù về định hướng, mảng EPC sẽ giảm dần tỷ trọng, song tập đoàn vẫn sẽ duy trì tăng trưởng đều về mặt doanh số đối với mảng này. Bên cạnh đó, với tình hình nền kinh tế, FDI phục hồi, nhu cầu về xây dựng kỹ thuật công nghiệp công nghệ cao tăng lên trong tương lai, cộng với việc đã trúng một gói thầu công nghệ cao trị giá 1.500 tỷ (gần bằng doanh thu cả năm ngoái) thuộc dự án trọng điểm quốc gia, chúng tôi cho rằng trong 2 năm 2024-2025, mảng EPC sẽ tăng trưởng cao, vượt kỳ vọng và vẫn sẽ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu.

Theo kế hoạch đề ra, đến năm 2026 Backlog (khối lượng xây lắp còn lại phải thực hiện/tổng doanh số ký hợp đồng) của tập đoàn sẽ ở mức 3.000 tỷ. Tuy nhiên, theo thông tin cập nhật tại đại hội cổ đông mới đây, thì backlog của công ty đã vượt ngưỡng trên. Điều này có nghĩa trong 3 năm tới, tập đoàn không thiếu việc để làm, thậm chí có thể nhiều hơn kỳ vọng.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng, trong giai đoạn 2024 – 2028, sẽ mang về doanh thu bình quân 2.037 tỷ/năm cho Searefico, tăng trưởng bình quân khoảng 7%/năm. Trong đó, năm 2024 và 2025 sẽ ghi nhận sự đột biến doanh thu trên 2.000 tỷ/năm, do động lực từ sự hỗ trợ của dự án 1.500 tỷ. Việc hoàn thiện gói thầu này sẽ củng cố năng lực của Searefico, qua đó tăng cường vị thế của công ty trên thị trường. Từ 2026 trở đi, chúng tôi dự phóng doanh thu tập đoàn sẽ ít cao hơn ít nhất 52% so với năm 2023.

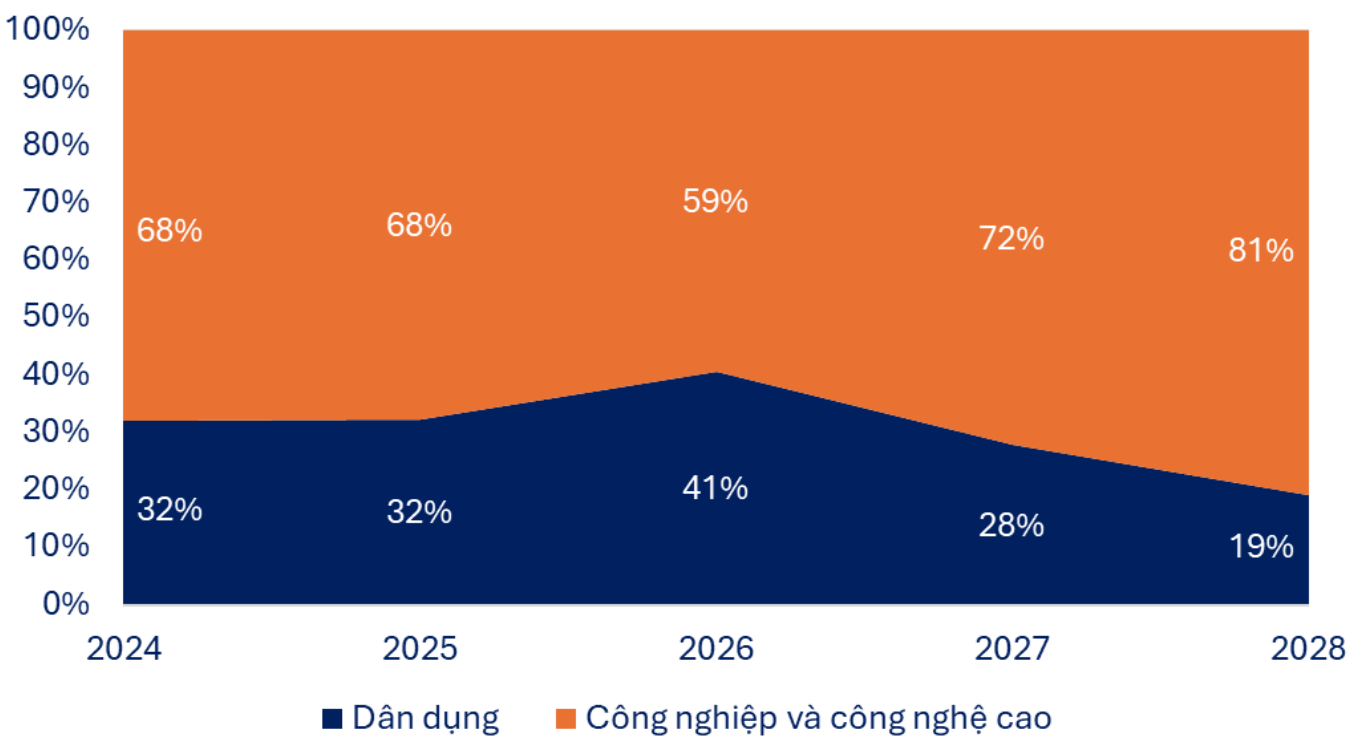
Dự phóng doanh thu EPC và tỷ trọng của EPC trên tổng doanh thu



Nguồn: SRF, FIDT tổng hợp

Trong đó, phân khúc công nghiệp và công nghệ sẽ đóng vai trò chính trong việc tạo nên doanh thu của hoạt động EPC, với mức đóng góp trung bình 60-70% trong 3 năm tới. Từ 2027 trở đi, tỷ trọng công nghiệp công nghệ cao có thể trên 70%

Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các mảng dân dụng và công nghiệp công nghệ cao trong lĩnh vực EPC của SRF

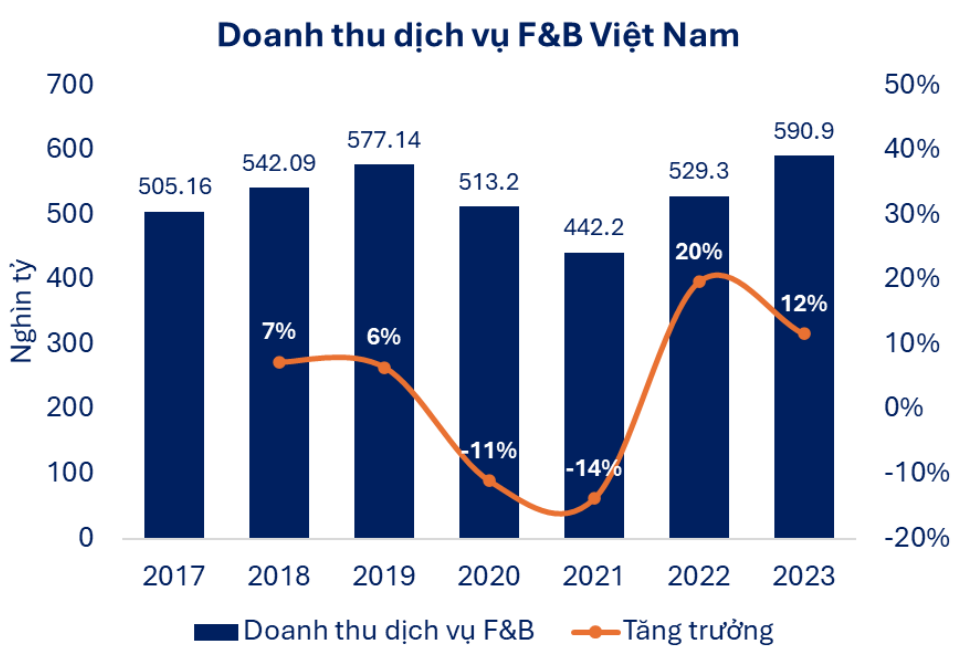


5. Lạnh công nghiệp - bước vào chu kỳ mới, kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ

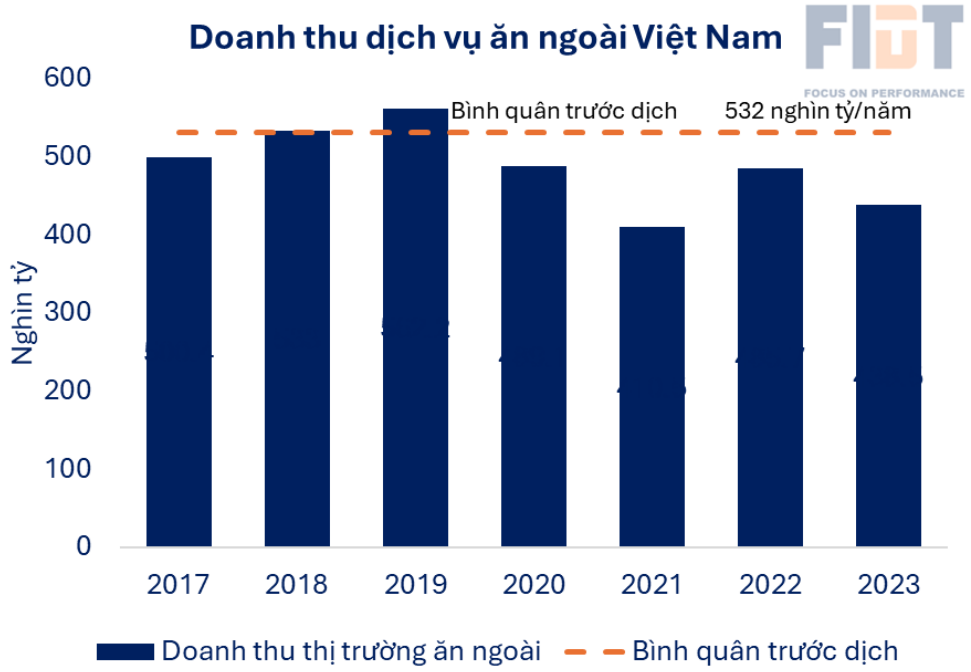
Lạnh công nghiệp là một lĩnh vực truyền thống của Searefico, hiện đang được đảm nhận bởi công ty con Arico. Đây là đơn vị duy nhất trong nước có thể thực hiện thầu D&B (thiết kế và lắp đặt) hệ thống cấp trữ đông trong ngành F&B (thực phẩm và đồ uống), định hướng của công ty là tập trung vào phân khúc khách hàng FDI có yêu cầu kỹ thuật cao.

Vì lẽ đó, bên cạnh việc tăng trưởng dựa trên sự phục hồi của FDI, thì sự phục hồi của lĩnh vực F&B cũng quan trọng không kém. Các số liệu từ Virac và Euromonitor cho thấy, trong năm 2023, doanh thu ngành F&B đã phục hồi về mức trước dịch. Cụ thể, năm 2023, doanh thu lĩnh vực này là gần 591 nghìn tỷ, tăng 12% so với cùng kỳ năm trước.

Tuy nhiên, doanh thu mảng ăn ngoài chỉ vừa phục hồi vào năm 2022 đã quay sang suy giảm vào năm 2023. Theo đó, doanh thu mảng ăn ngoài năm 2023 đạt 438.5 nghìn tỷ, giảm 9.72% so với cùng kỳ và thấp hơn 18% so với trước đại dịch. Chủ yếu do những khó khăn trong nền kinh tế, nên người dân hạn chế ăn ngoài.



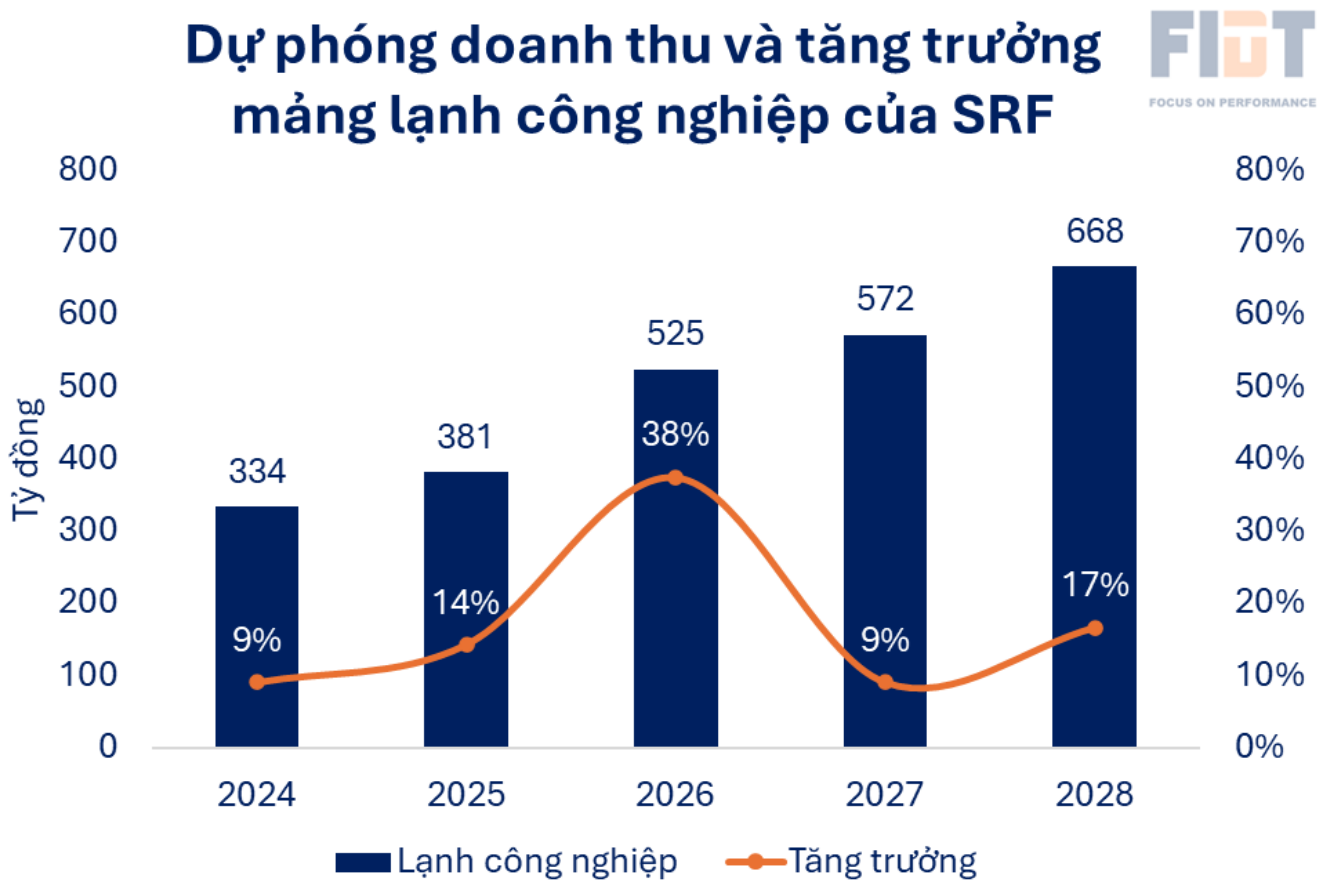
Nguồn: Virac, Euromonitor, FIDT tổng hợp



Nguồn: Virac, Euromonitor, FIDT

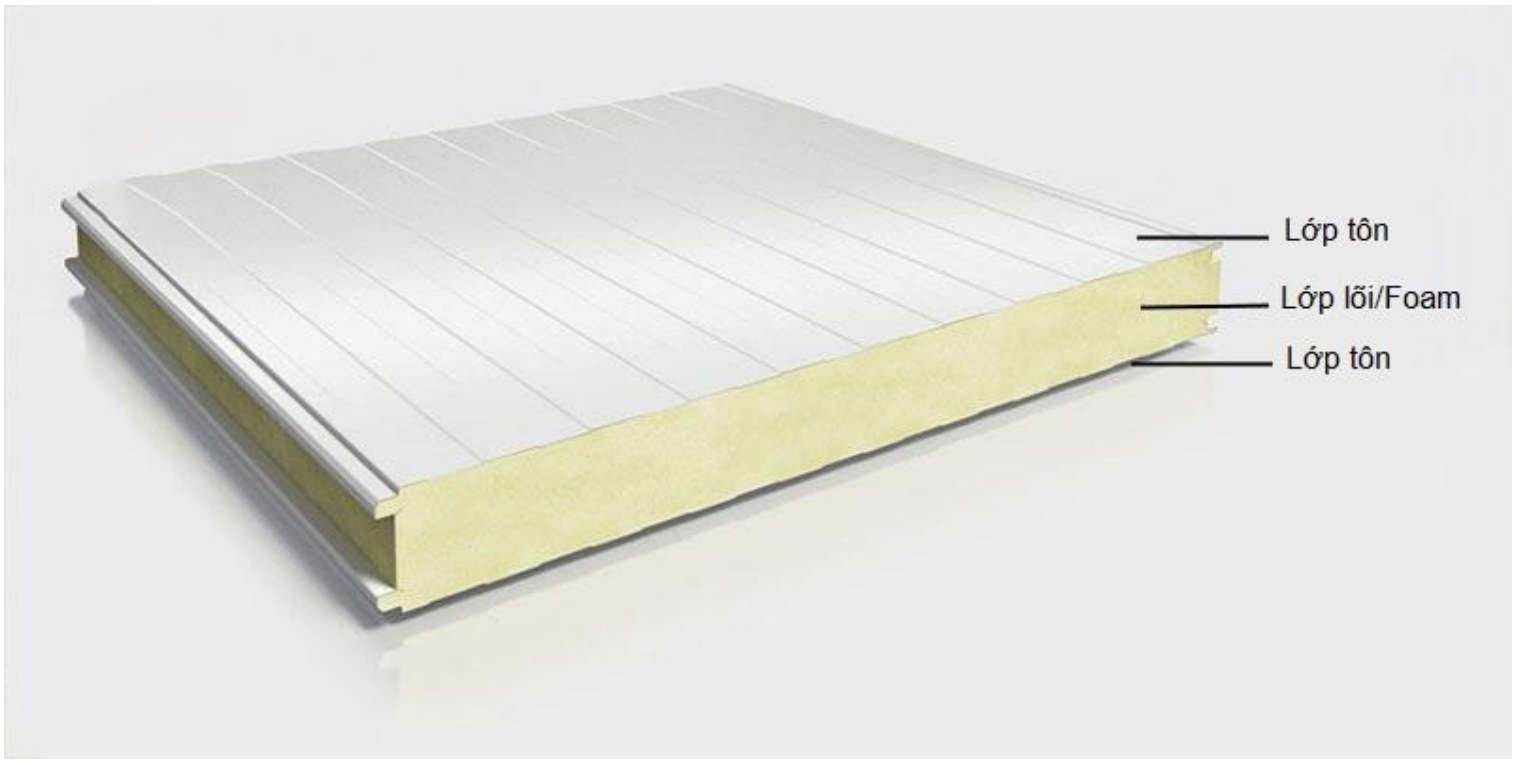
Về tổng thể, điều này có nghĩa rằng nền tảng của dịch vụ F&B đã phục hồi. Mảng ăn ngoài vẫn còn nhiều dư địa phát triển. Chúng tôi kỳ vọng mảng ăn ngoài sẽ phục hồi từ cuối năm 2024, trở về ngưỡng trước dịch vào cuối 2025.

Theo đó, lĩnh vực lạnh công nghiệp của SRF sẽ duy trì tăng trưởng ổn định trong năm 2024. Dự kiến doanh thu năm nay sẽ đạt 334 tỷ tăng khoảng 9% so với cùng kỳ năm trước. Từ năm 2025 tăng trưởng sẽ mạnh dần lên và đến năm 2026, doanh thu của mảng lạnh công nghiệp tại SRF có thể vượt 500 tỷ, đạt đỉnh tăng trưởng 38%.



6. Panel – hoạt động ổn định chờ đợi bứt phá

Panel thường được ứng dụng làm vách ngăn, mái, sàn, để ngăn tiếng ồn, cách nhiệt,... Cấu tạo của một tấm panel phổ thông bao gồm lớp tôn bề mặt và phần lõi. Loại panel phổ thông nhất trên thị trường hiện nay là Panel PU PUR (Poly Urethane). Tuy nhiên, phần lõi của panel này hiện đang bị đánh giá là có tác động không tích cực đến môi trường. Do đó, thị trường đang dần chuyển sang sử dụng Panel PIR (Polyisocyanurate) với phần lõi thân thiện với môi trường hơn.



Nhìn thấy được xu hướng này, từ 5 năm về trước Searefico đã chuyển mình theo định hướng panel xanh và giao cho Greenpan chuyên môn hóa thực hiện mảng này. Hiện tại, Greenpan là đơn vị Việt Nam duy nhất có thể sản xuất tấm panel PIR chất lượng cao theo tiêu chuẩn quốc tế.

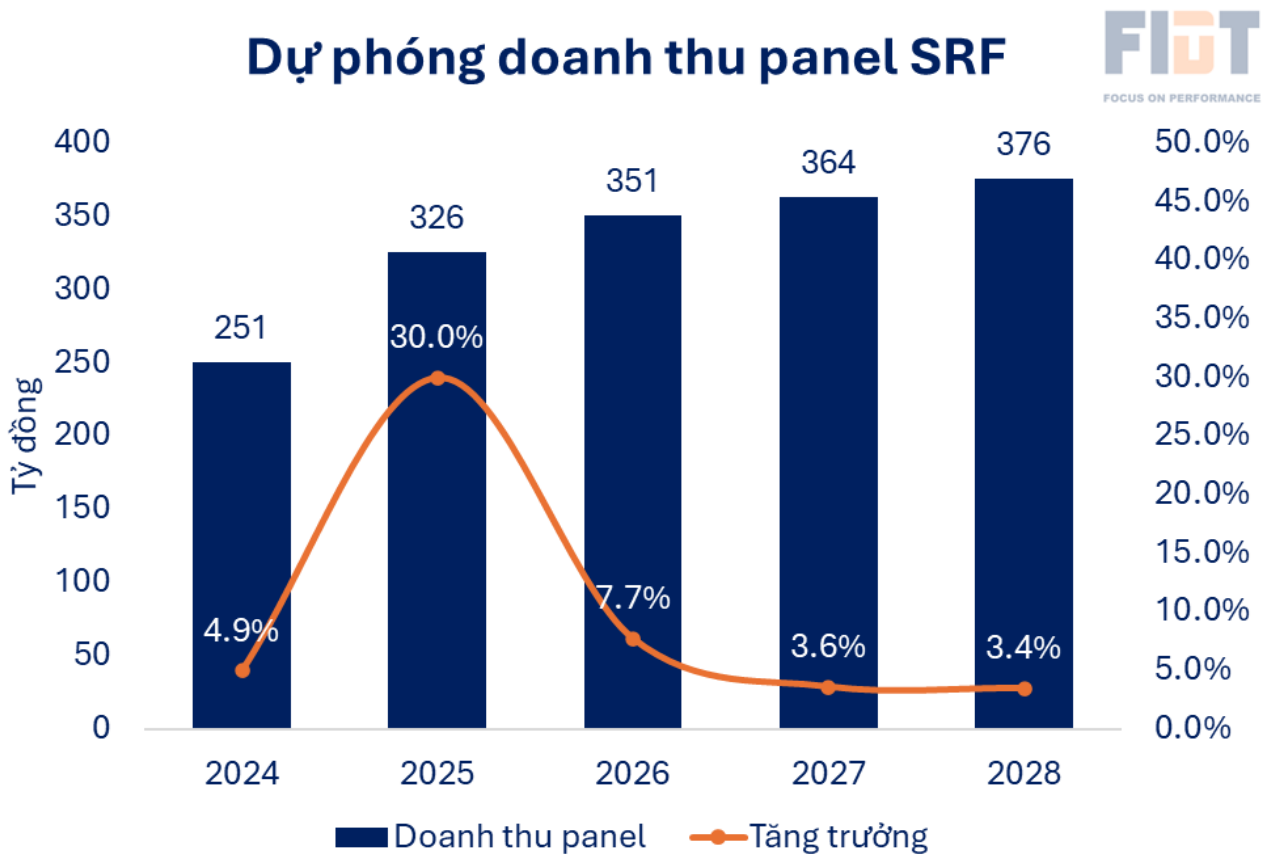
Greenpan đang sở hữu công nghệ 2bGP (công nghệ độc quyền của tập đoàn) để tạo nên lõi của panel. Lớp foam này có thành phần từ 12 loại hoá chất. Trong đó, 50% là có nguồn gốc từ thực vật như đậu nành, dầu cọ... Quá trình sản xuất cũng như tái sử dụng khi tháo dỡ công trình, vật liệu không nung giúp giảm thải CO2 và góp phần xây dựng nền kinh tế tuần hoàn. Toàn bộ quá trình sản xuất đều do công ty làm chủ.

Qua thực nghiệm, Panel của Greenpan sản xuất đã chứng minh được hiệu quả về cách nhiệt, cách âm, chống ẩm, chống cháy và đặc biệt kháng khuẩn cao hơn nhiều lần so với các sản phẩm panel đang được sử dụng trên thị trường. Thích hợp ứng dụng cho các nhà máy, nhà xưởng, kho lạnh và cả dân dụng.

Thông số kỹ thuật	Đơn vị	Panel PIR *(PolyIsocyanurate)*	Panel PUR *(Polyurethane)*	Panel EPS *(Expanded Polystyrene)*	Vách tường gạch truyền thống
Công thức hóa học		Cấu trúc bạch vòng với tỉ lệ MDI cao hơn nên bền với nhiệt hơn.	Cấu trúc mạch thẳng với MDI và Polyol, chịu nhiệt kém hơn.	Một dạng polymer Hydrocarbon mềm, dễ cháy.	Cát (silica),vôi và hỗn hợp các ôxít kim loại (sắt nhôm)
Công nghệ sản suất		Sản xuất trên dây chuyền liên tục belt kim loại có gia nhiệt tuyến tính, rót đa điểm, có công nghệ primer tăng dính.	Chủ yếu công nghệ sản xuất gián đoạn, phun điểm, khuôn nhốt khí. Một số sản xuất liên tục bằng belt cao su.	Dùng keo dán, không phải phun trực tiếp, dễ bong ra sau thời gian sử dụng.	Nghiền, đùn và nung đất sét ở nhiệt độ cao. Tiêu thụ rất nhiều năng lượng (nhiệt độ cao) và thải ra nhiều khí CO, CO_2
Cường độ bám dính giữa tôn và Foam PIR	kPa	> 90			
Tỷ trọng Foam	Kg/m^3	38 ÷ 42	38 ÷ 42	15 ÷ 30	1800 ÷ 2000
Nhiệt độ sử dụng	^0C	-45 ÷ +80 (*)	-40 ÷ +80	0 ÷ +75	Hệ số cách nhiệt kém, nên chỉ thường sử dụng ở nhiệt độ thông thường
Hệ số dẫn nhiệt tại 10°C	W/mK	0.018 ÷ 0.022	0.022 ÷ 0.024	0.035 ÷ 0.040	0.7 ÷ 1.12
Cường độ chịu nén	kPa	≥ 140	110 ÷ 140	60 ÷ 140	≥ 700
Hệ số hấp thụ nước	%	≤ 2	1.5 ÷ 3	2 ÷ 5	12 ÷ 20
Cấp chống cháy		Chống cháy lan có thể đạt đến Bs1d0. Có thể chịu lửa đến 600°C, rất ít khói.	Chỉ chống cháy lan B3. Rất khó đạt được B2. Chỉ chịu lửa đến 300°C, có nhiều khói.	Cấp độ cháy chỉ mức E là rất dễ cháy. Có thể chịu lửa đến 180°C, cháy rất nhiều khói.	Có thể chịu lửa đến đến 900°C, rất ít khói.
Độ ổn định kích thước tại nhiệt độ cao	%	< 2	2 ÷ 2.5	3 ÷ 5	< 1.5
Độ cách âm	dB	≥ 25(**)	≥ 25(**)	≥ 25(**)	≤ 50(***)

Greenpan đang kinh doanh sản phẩm panel PIR theo mô hình B2B, khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp có nhu cầu xây dựng các dự án công nghiệp, kho bãi, nhà xưởng, một số dự án bất động sản chất lượng cao. Vì là sản phẩm chất lượng cao, nên sản phẩm của Greenpan cũng được giá hơn so với mặt chung.

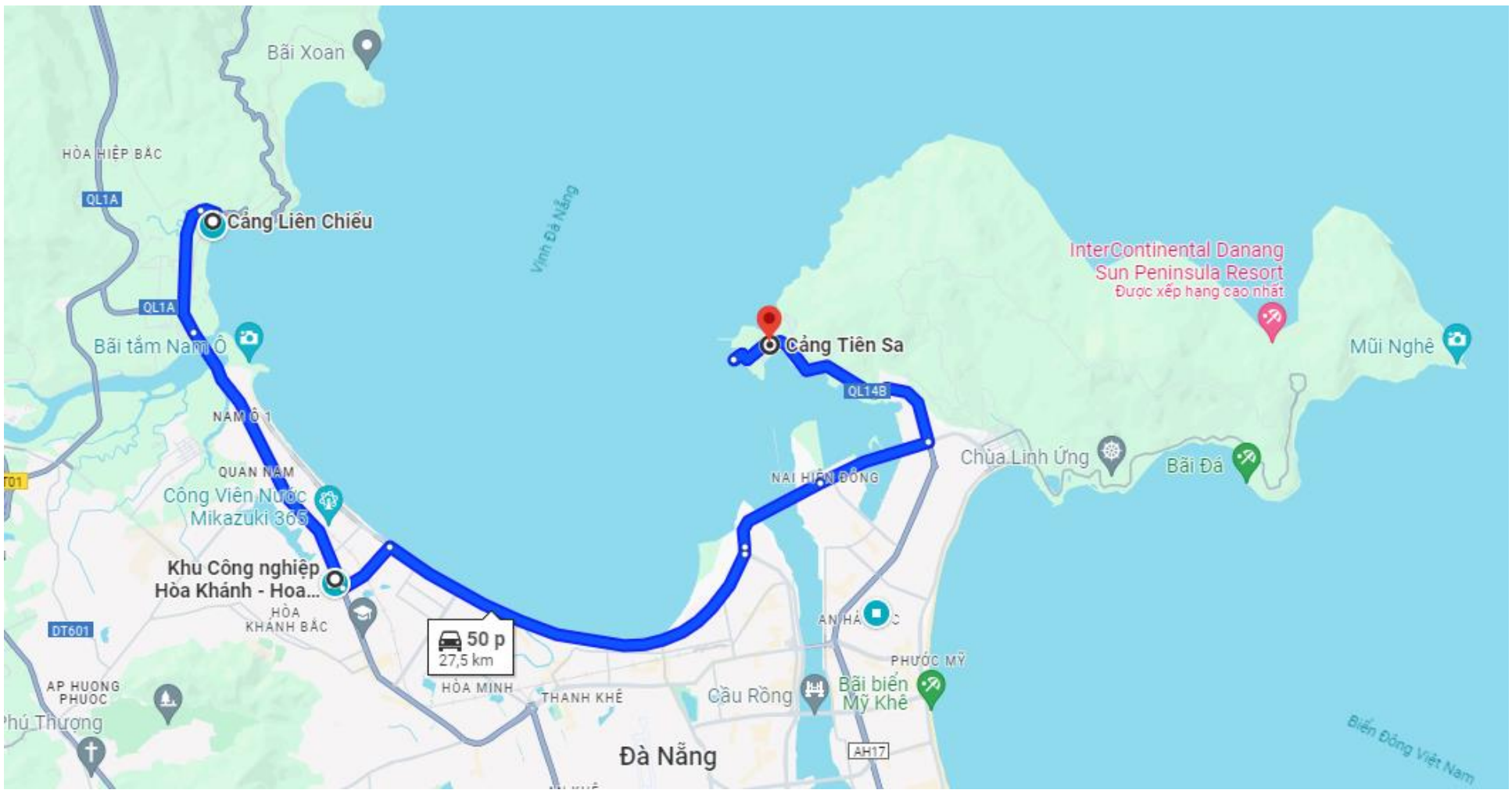
Với sự phục hồi của dòng vốn FDI và năng lực quá khứ của Greenpan, chúng tôi dự phóng, trong năm nay doanh thu của Greenpan có thể đạt 251 tỷ, tăng 5% so với 2023. Năm 2025 tăng trưởng sẽ là mạnh nhất lên đến 30% và doanh thu đạt mức 326 tỷ.



7. Bất động sản công nghiệp – lĩnh vực tạo dòng tiền tốt, nhiều dư địa tăng trưởng

Bất động sản công nghiệp là một lĩnh vực tồn tại từ lâu ở SRF, nhưng trước đây mảng này chưa được khai thác hiệu quả, nên chưa có nhiều đóng góp rõ ràng cho tập đoàn. Trên thực tế, doanh thu từ mảng này chỉ khoảng 2,7 tỷ đồng trong năm qua (chưa tới 1% doanh thu). Tuy nhiên, trong quá trình hoạt động, ban lãnh đạo công ty nhận thấy việc phần lớn doanh thu đến từ tổng thầu EPC thường sẽ đi kèm với rủi ro vốn bị chiếm dụng và dòng tiền không được rộng rãi; trong khi mảng bất động sản công nghiệp lại có khả năng tạo dòng tiền tốt, lại có nhiều tiềm năng phát triển. Do đó, Searefico đã thúc đẩy mạnh mẽ hơn sự phát triển của lĩnh vực này để có thể tối ưu hơn dòng tiền và thanh khoản của công ty.

Hiện tại, bất động sản công nghiệp của Searefico chủ yếu do Searee quản lý, nằm tại khu công nghiệp Hòa Khánh, Đà Nẵng. Đây là một vị trí đắc địa, bởi nằm ở giữa 2 cảng lớn của thành phố Đà Nẵng. Khu công nghiệp này đã lấp đầy toàn bộ. Do đó, các doanh nghiệp đặt trọng tâm phát triển là thành phố Đà Nẵng muốn đặt cơ sở sản xuất tại đây cũng không phải lo về vấn đề vị trí địa lý không thuận lợi và xa nguồn cung đầu vào hoặc xa thị trường tiêu thụ.



Ngoài ra, theo kế hoạch của Đà Nẵng, Cảng Tiên Sa sẽ hạn chế dần việc nhận tàu hàng, chuyển sang chỉ tiếp nhận các tàu chở khách du lịch. Dòng hàng hóa này sẽ được điều chuyển về Cảng Liên Chiểu. Từ Cảng Liên Chiểu đi về khu công nghiệp Hòa Khánh, sẽ chỉ mất có 8,5km (chưa đầy 15p di chuyển bằng ô tô). Trong khi nếu từ khu công nghiệp Hòa Khánh đi đến Cảng Tiên Sa có quảng đường và thời gian di chuyển dài hơn gấp đôi. Điều này sẽ tạo ra một lợi thế đặc biệt cho khu công nghiệp Hòa Khánh.

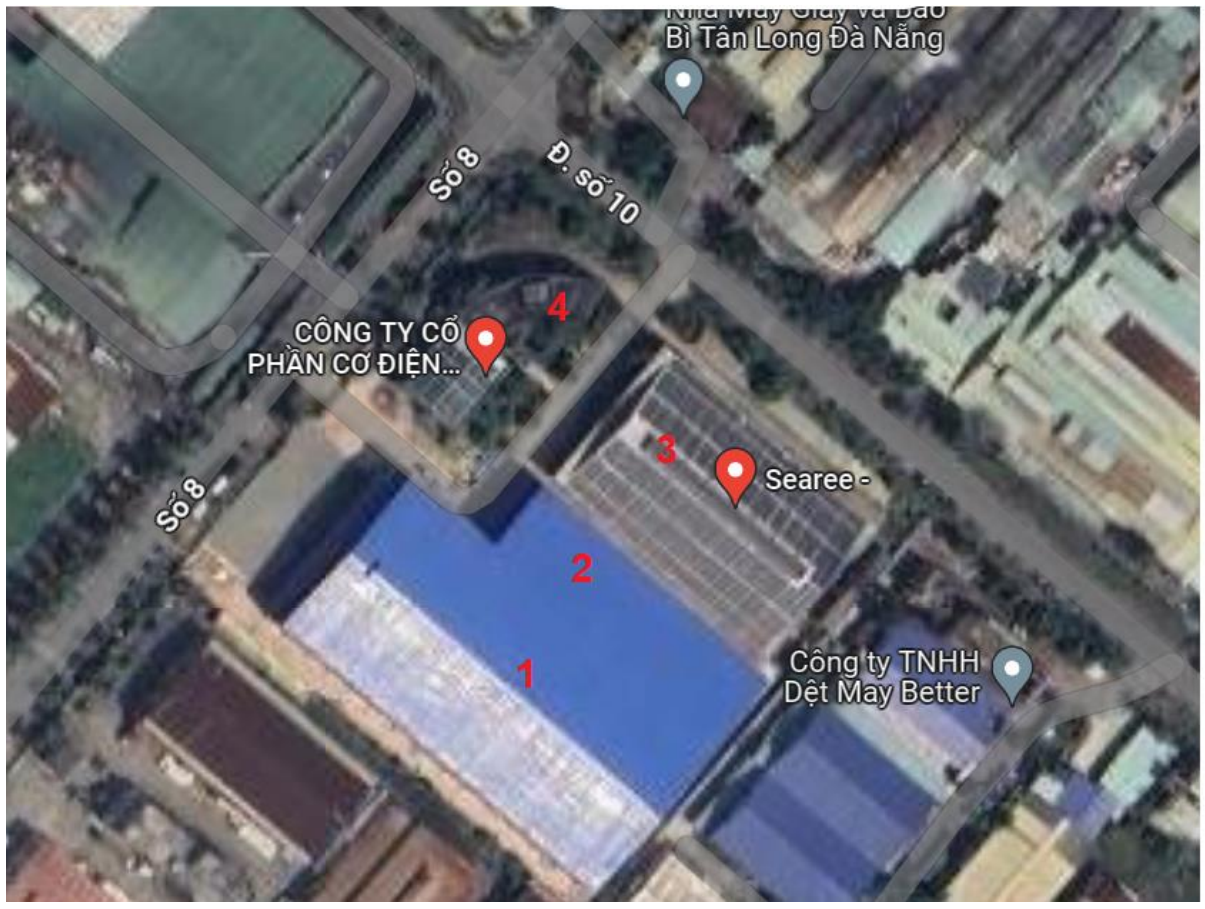
Đáng chú ý, Cảng Liên Chiểu hiện và đường ven biển nối Cảng Liên Chiểu cũng là 2 dự án trọng điểm quốc gia, được đầu tư bài bản. Khi đi vào hoạt động 2 dự án này sẽ giúp bổ trợ cho hoạt động logistics từ Cảng Liên Chiểu đến Khu công nghiệp Hòa Khánh thuận lợi hơn.

Bên cạnh đó, Khu công nghiệp Đà Nẵng cũng định hướng trở thành trung tâm tài chính. Để qua đó, tuyến đường Bạch Đằng và một số tuyến đường bờ biển Đà Nẵng hạn chế sự di chuyển của các container, khai thác du lịch tốt hơn.

Với sự điều hướng dòng hàng hóa về phía Cảng Liên Chiểu, định hướng di dời khu công nghiệp Đà Nẵng chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cũng sẽ dịch chuyển về phía Bắc thành phố nhiều hơn. Trong đó, Khu công nghiệp Hòa Khánh sẽ là một điểm đến khó có thể bỏ qua. Điều này cũng đồng nghĩa với việc những doanh nghiệp đang sở hữu đất tại các khu công nghiệp này để cho thuê làm nhà kho, nhà xưởng sẽ được hưởng lợi không nhỏ.

Hiện Searee đang sở hữu gần 22.000m^2 đất tại Khu công nghiệp Hòa Khánh. Hồi cuối quý 1/2024, Searee đã đưa vào vận hành tổng kho logistics (vị trí 1 và 2 trong hình bên dưới) hiện đại bậc nhất khu vực Đà Nẵng với diện tích hơn 8.000m2 nâng tổng diện tích bất động sản công nghiệp đang khai thác lên hơn 12.000m^2.

Theo khảo sát của chúng tôi, đơn giá cho thuê của dự án kể trên đang cao hơn mặt bằng chung khu vực khoảng 20%. Chỉ trong chưa đầy 1 tháng từ sau khi khánh thành toàn bộ dự án đã được cho thuê hết và kỳ vọng mang lại dòng thu nhập đều trong 10 năm tiếp theo cho công ty. Được biết, các khách hàng đều là doanh nghiệp FDI. Việc dự án của Searee có sức hấp thụ tốt như vậy là bởi phần lớn cơ sở hạ tầng ở Khu công nghiệp Hòa Khánh đã xuống cấp, chỉ có cơ sở hạ tầng của Searee là mới và hiện đại.



Kho Searee

Góc đường số 8 & 10 KCN Hòa Khánh, Đà Nẵng

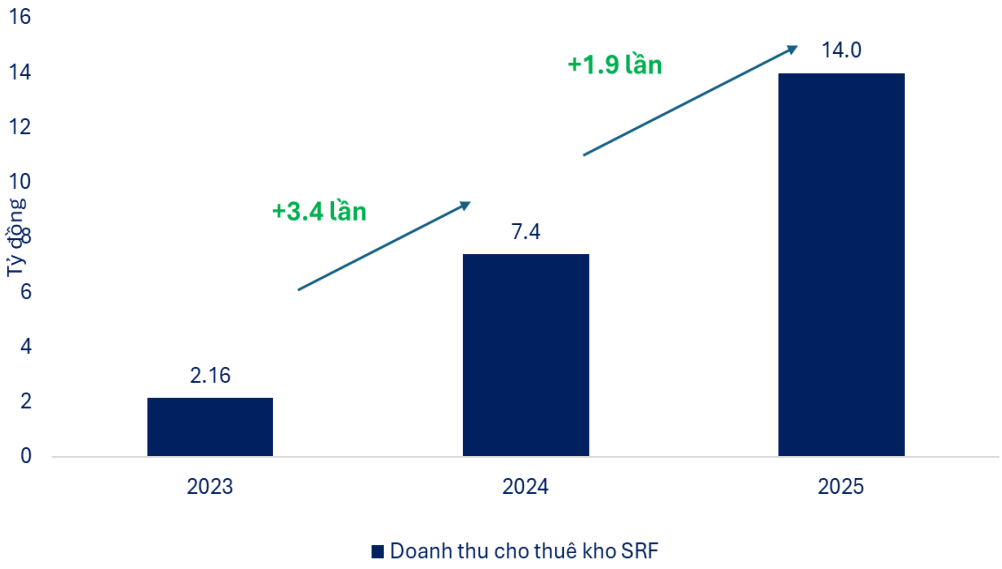
1) 6.200m2 đã cho thuê làm xưởng (mới)
2) 1.850m2 đã cho thuê làm xưởng (mới)
3) 3.000m2 đã cho thuê
4) 3.000m2 đang chuẩn bị xây mới làm dự án tổng diện tích 10.000m2 (3 tầng)
- **Trệt: Nhà xưởng**
- **Lầu 2: Văn phòng cho thuê/ Searee**
- **Lầu 3: Làm kho cho thuê**

Đã viết dự án, đang kêu gọi đầu tư

Đơn giá cho thuê cao hơn mặt bằng chung 20%

Công ty đang chuẩn bị san lấp mặt bằng một khu vực có diện tích 3,000m2 trong nội bộ phần đất công ty quản lý tại khu công nghiệp Hòa Khánh (vị trí số 4), để làm dự án mới, dự kiến sẽ có 3 tầng với tổng diện tích khai thác lên đến 10,000m2. Trong đó, tầng trệt cho thuê làm nhà xưởng; tầng 2 làm văn phòng cho thuê hoặc làm văn phòng Searee; tầng 3 làm kho cho thuê. Với vị trí đắc địa, cơ sở vật chất hiện đại hơn mặt bằng chung, xu hướng thuê kho xưởng hỗn hợp đang nổi lên, kết quả quá khứ đã đạt được, sự phục hồi của nền kinh tế và dòng vốn FDI, chúng tôi kỳ vọng dự án mới này sẽ có sức cầu và đơn giá tốt hơn mặt bằng chung. Dựa trên thời gian thi công tham khảo từ dự án trước, chúng tôi, dự phóng dự án nhà kho nhà xưởng văn phòng hỗn hợp này có thể đi vào hoạt động từ năm 2025.

Dự phóng doanh thu cho thuê BĐS Công nghiệp SRF



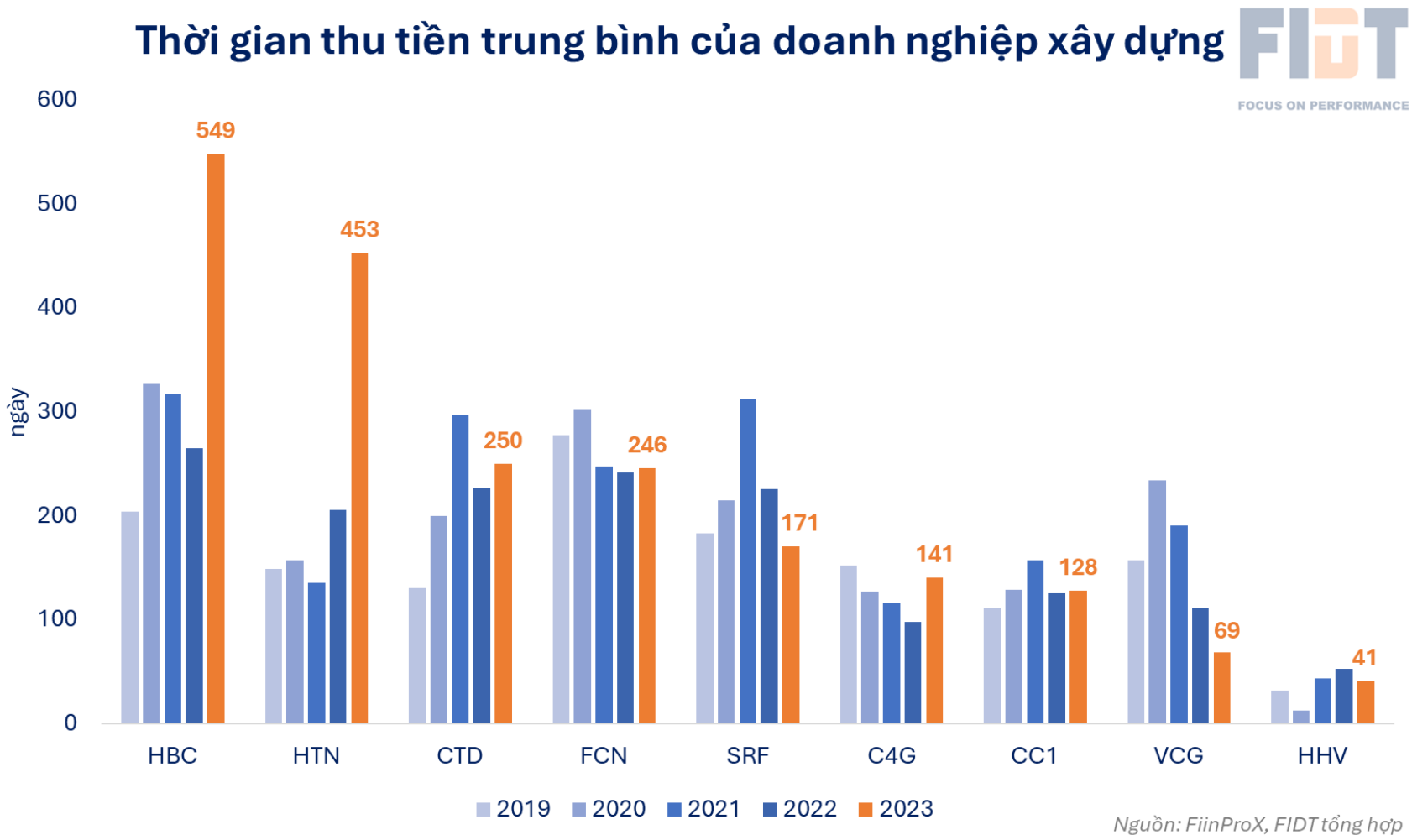
Ngoài ra, Searefico còn đang định tối ưu hóa diện tích khai thác tại các nhà kho nhà xưởng đang có tại khu công nghiệp Tân Tạo để cho thuê; cùng với đó là mua bán sáp nhập một số bất động sản công nghiệp khác tại các địa bàn đắc địa về logistics hoặc phát triển công nghiệp và đưa vào khai thác. Việc này sẽ góp phần gia tăng đáng kể diện tích bất động sản công nghiệp thương phẩm của SRF.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024 của mảng bất động sản công nghiệp của Searefico sẽ là 7,4 tỷ, gần 4 lần so với năm trước, nhờ vào việc đưa tổng kho logistics vào vận hành. Năm 2025, với việc M&A các bất động sản công nghiệp mới và đưa dự án kho-xưởng-văn phòng 10,000m2 vào vận hành chúng tôi kỳ vọng doanh thu có thể tăng gần 1.9 lần so với 2024. Dòng tiền của công ty theo đó cũng sẽ được cải thiện hơn.

Phân tích tài chính

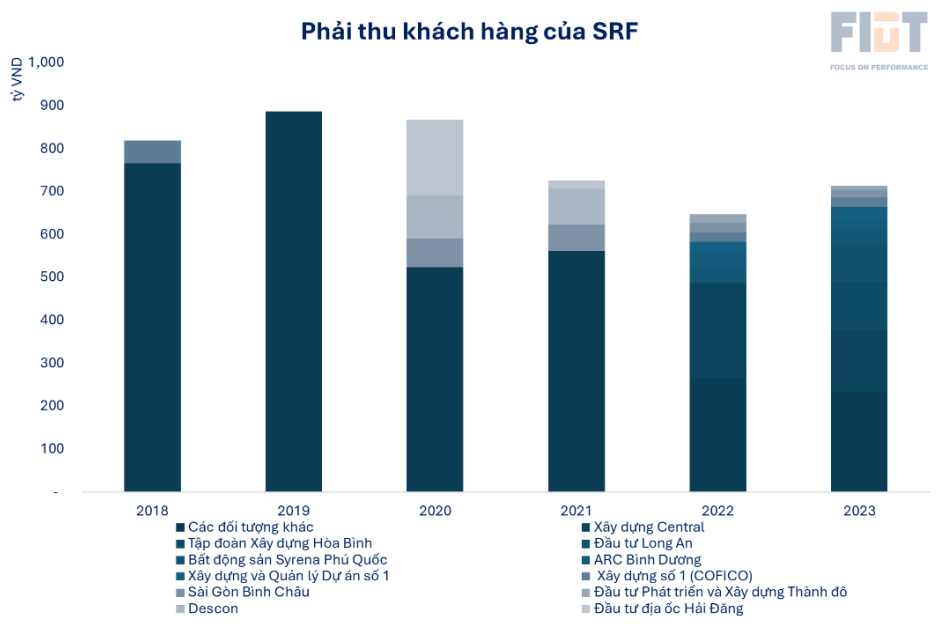
Rủi ro thanh toán cải thiện

Trong bối cảnh giao dịch trên thị trường bất động sản chưa khởi sắc, huy động vốn từ kênh ngân hàng và trái phiếu còn chậm, tình hình tài chính của các nhà phát triển bất động sản còn nhiều khó khăn, việc nhà thầu bị trì hoãn thanh toán là một điều khó lòng tránh khỏi, dẫn đến việc vốn bị chiếm dụng đáng kể. Tuy nhiên, SRF đã chủ động phòng tránh rủi ro này và là một trong số ít doanh nghiệp có thời gian thu tiền cải thiện.

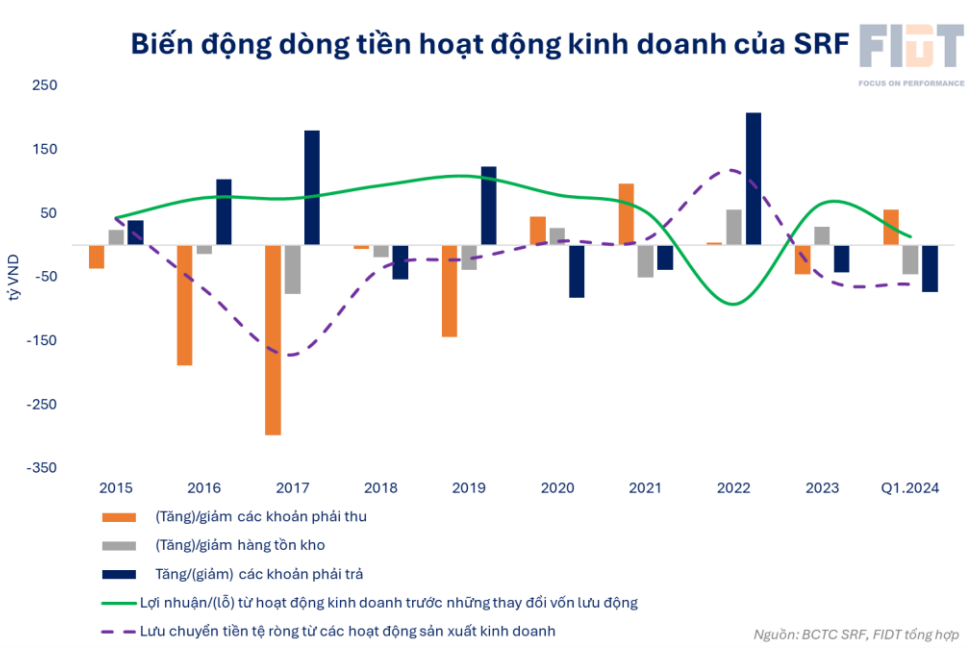


Nguồn: FiinProX, FIDT tổng hợp

Như nhiều doanh nghiệp trong nhóm xây dựng, khoản phải thu của SRF thường chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản của công ty. Điều này khiến cho dòng tiền kinh doanh của công ty thường không được rộng rãi. Tuy nhiên, từ sau khi thực hiện tái cơ cấu, thực hiện chiến lược xoay trục, chỉ tiêu này của SRF đang dần được cải thiện, mở rộng dư địa phát triển.



Nguồn: BCTC SRF, FIDT tổng hợp



Nguồn: BCTC SRF, FIDT tổng hợp

Trong Q1.2024, phải thu của SRF cải thiện 8% QoQ, tuy nhiên dòng tiền hoạt động vẫn còn cần cải thiện đặc biệt với việc hàng tồn kho nhích lên và các khoản mục phải trả ít đi. Với triển vọng thị trường Bất động sản, FDI và F&B dần ấm lên trong nửa sau 2024, hưởng lợi từ (1) môi trường lãi suất thấp (2) huy động vốn từ các kênh ngân hàng và trái phiếu sôi động trở lại (3) hỗ trợ chính sách từ chính phủ, chúng tôi kỳ vọng tình hình tài chính của các nhà phát triển dự án và nhà thầu chính sẽ được hỗ trợ đáng kể, hỗ trợ tích cực cho SRF thu hồi các khoản phải thu tồn đọng từ đó tiếp tục giảm áp lực lên dòng tiền.

Nợ xấu giảm dần, dự phòng phải thu giảm đáng kể trong 2023

Việc thực hiện chiến lược xoay trục, chuyển đổi sang phân khúc khách hàng công nghiệp và lĩnh vực công nghệ cao đã giúp SRF giảm đáng kể rủi ro phát sinh nợ khó đòi từ các khách hàng. Bởi phần đa các dự án thuộc lĩnh vực này có thời gian hoàn thành là dưới 1 năm và các khách hàng này là nhà sản xuất nên bán hàng hóa và thu tiền tốt hơn. Tuy nhiên, vì việc xoay trục chỉ mới diễn ra trong thời gian ngắn, nên Searefico vẫn chưa thể giải quyết những khoản nợ khó đòi còn tồn đọng trước đây ngay lập tức. Hiện giá trị thuần của khoản này đang khoản 135 tỷ, công ty đã trích lập dự phòng 113.9 tỷ tính đến cuối 2023. Chúng tôi kỳ vọng thời gian tới SRF sẽ dần khắc phục khoản này và cải thiện tình hình tài chính.

8 . NỢ XẤU

	31/12/2023		01/01/2023	
	Giá gốc	Giá trị có thể thu hồi	Giá gốc	Giá trị có thể thu hồi
	VND	VND	VND	VND
Tổng giá trị các khoản phải thu quá hạn thanh toán hoặc chưa quá hạn nhưng khó có khả năng thu hồi				
- Công ty Cổ phần Xây dựng Công Nghiệp [(i)]	84.360.709.259	-	84.360.709.259	-
- Công ty Cổ phần Thực Phẩm Thái Hòa	11.415.705.168	8.787.891.277	-	-
- Công ty Cổ phần Chế biến Thuỷ sản Xuất nhập khẩu Âu Vững II	10.650.498.392	-	10.650.498.392	-
- Công ty TNHH Arevo Hồ Chí Minh	6.380.856.561	4.458.023.962	-	-
- Công ty TNHH I.V.C	5.121.677.090	-	5.121.677.090	-
- Các đối tượng khác	17.563.233.069	7.315.174.990	15.642.408.113	7.079.645.736
	135.492.679.539	**20.561.090.229**	**115.775.292.854**	**7.079.645.736**

(i) Xem thêm thông tin tại Thuyết minh số 41a.

Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất 2023

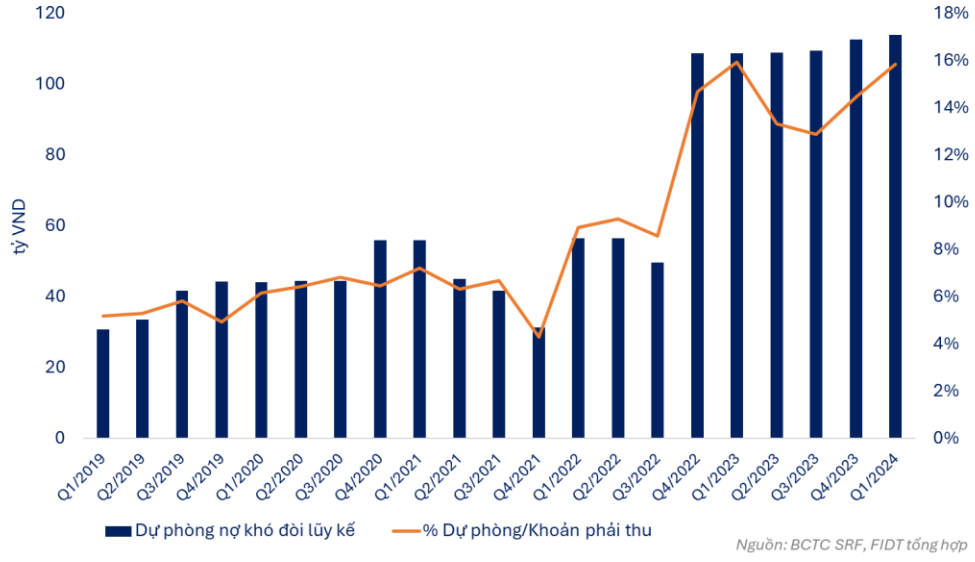
Các khoản nợ khó đòi đã có quyết định xử lý từ cơ quan chức năng và đang trong lộ trình thanh lý:

- **Khoản nợ 83.9 tỷ tại CTCP Xây dựng Công nghiệp (Descon):** SRF thực hiện thi công lắp đặt hệ thống cơ điện tại Dự án Khu du lịch sinh thái thể thao biển Hội An với tổng giá trị gói thầu là 155.5 tỷ. Descon đã thanh toán 71 tỷ, tuy nhiên giá trị còn lại 83.9 tỷ đến nay Descon vẫn chưa thanh toán. Vào giữa 2022, SRF đã đệ đơn khởi kiện Descon và được toà án chấp nhận, buộc Descon phải có nghĩa vụ thanh toán số tiền nợ gốc 83.9 tỷ và các lãi trả chậm phát sinh. Tuy nhiên, do chưa có thông tin về khả năng trả nợ của Descon, FIDT vẫn chưa đưa việc trả nợ của Descon vào dự phóng. Tuy nhiên, khoản nợ 83.9 tỷ của Descon đã được SRF trích lập đầy đủ, như vậy nếu thu hồi được SRF sẽ ghi nhận doanh thu đột biến từ hoàn nhập phải thu khó đòi.

Hiệu quả kinh doanh của SRF sẽ được nhẹ đi đáng kể những áp lực từ việc trích lập dự phòng. Trong 2022, SRF trích lập kỷ lục 77 tỷ đồng nợ phải thu khó đòi. Nếu giả định biên lợi nhuận gộp đạt 7%, việc trích lập 77 tỷ tương ứng với việc SRF mất đi hơn 1100 tỷ đồng doanh thu, tương ứng với 93% doanh thu 2022. Đây là nguyên nhân chính khiến SRF lỗ kỷ lục 141 tỷ trong năm 2022. Tuy nhiên, khi tình hình kinh tế cải thiện, việc xoay trục diễn ra thuận lợi, tình trạng này có thể sẽ được hạn chế đáng kể trong tương lai.

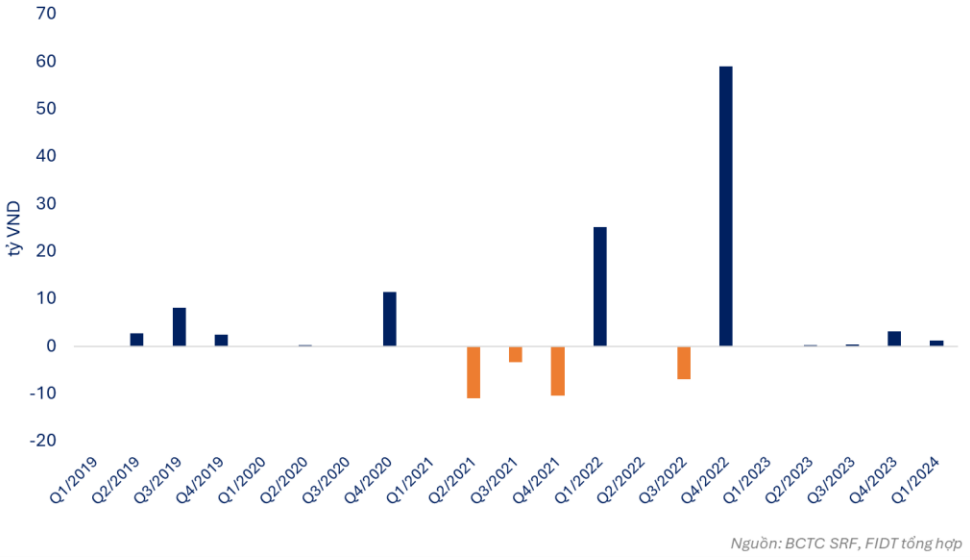
Trên thực tế, chi phí trích lập dự phòng đã giảm đáng kể trong 2023. Chi phí quản lý doanh nghiệp của SRF trong năm 2023 đạt 63.4 tỷ VND, giảm 60% YoY, trong đó chi phí trích lập dự phòng phải thu khó đòi 6.2 tỷ (-92% YoY), giảm đáng kể so với 2022. Dự phòng phải thu khó đòi lũy kế của SRF tính đến Q1/2024 đã đạt 113 tỷ ~ 16% tổng số dư khoản phải thu.

Dự phòng nợ khó đòi lũy kế của SRF theo quý



Nguồn: BCTC SRF, FIDT tổng hợp

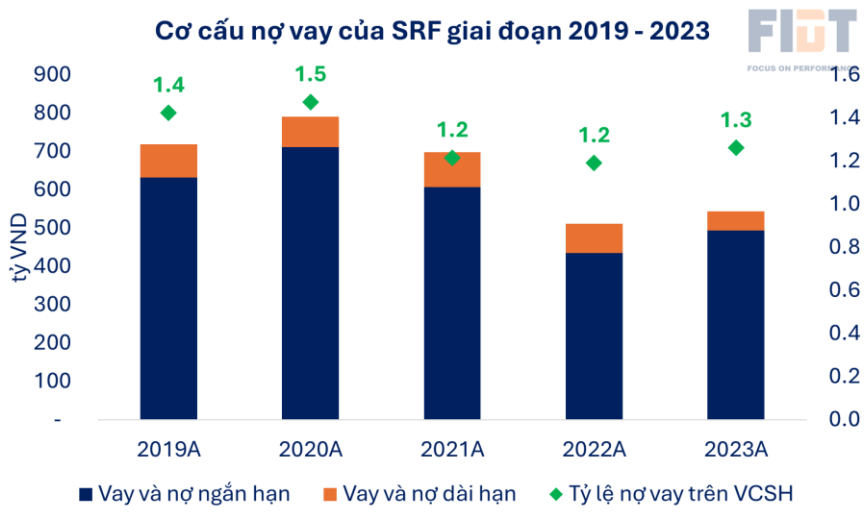
Trích lập/hoàn nhập dự phòng nợ lũy kế trong kỳ

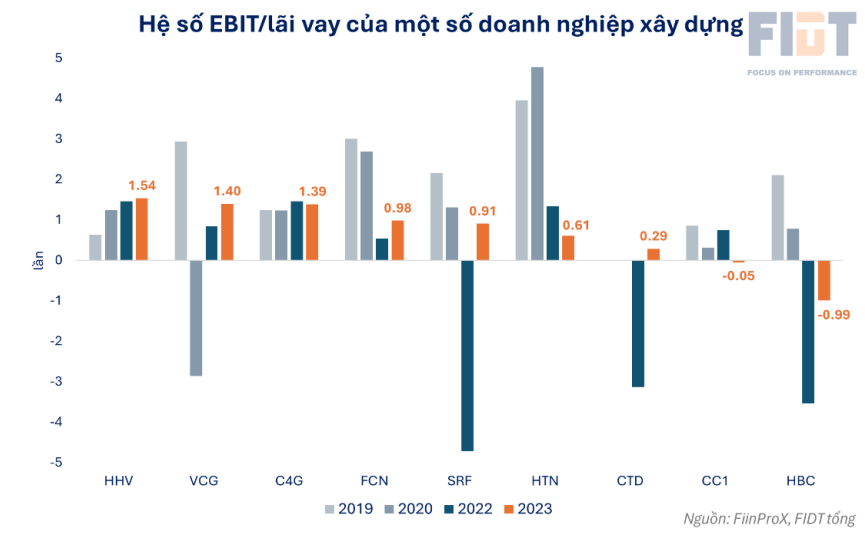


Nguồn: BCTC SRF, FIDT tổng hợp

FIDT kỳ vọng SRF sẽ duy trì trích lập dự phòng thấp trong những năm tới, chủ yếu do (1) SRF đã chuyển hướng sang các dự án Bất động sản công nghiệp - công nghệ và các dự án FDI, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ hạn chế rủi ro về nợ xấu (2) triển vọng kinh tế dần hồi phục sẽ giảm thiểu rủi ro về nợ xấu cho SRF.

Kỳ vọng cải thiện các chỉ số thanh toán





Nguồn: FiinProX, FIDT tổng

Lượng tiền mặt của SRF cải thiện đáng kể từ mức thấp trong 2021, chủ yếu do thu nhập từ hoạt động đầu tư khi SRF thực hiện thoái vốn công ty con trong 2022.

Những chỉ số thanh toán vẫn còn cần phải cải thiện. Phần lớn nợ của SRF các khoản vay ngắn hạn phục vụ nhu cầu vốn lưu động. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/lãi vay) đã được cải thiện đáng kể từ cuối năm 2022 và đang áp sát mức 1 (ngưỡng tốt), nhưng vẫn cần nỗ lực hơn để đạt được vị thế tốt về khả năng thanh toán nợ vay.

Với (1) lượng backlog dự phóng dồi dào sắp tới (2) lượng tiền mặt duy trì ổn định (3) các khoản thanh toán trước của chủ đầu tư (10 – 20% hợp đồng M&E), chúng tôi kỳ vọng SRF sẽ thu được dòng tiền ổn định hơn, từ đó sẽ đưa các chỉ số thanh toán về mức tốt. Năng lực thanh toán cải thiện sẽ hỗ trợ SRF trong việc tiếp cận quy mô lớn, cũng như đảm bảo tiến độ cho các gói thầu hiện hữu.

Cập nhật KQKD Q1.2024

Kết quả kinh doanh Quý 1/2024

Tỷ VND		Q1/2024	Q1/2023	YoY	Nhận định
Doanh thu		**271**	**256**	**6%**	
	Xây dựng	225.6	214.4	5.2%	Doanh thu hoạt động xây dựng tăng trưởng nhẹ YoY, chủ yếu do backlog 2023 chuyển sang 2024 đạt 1,190 tỷ. Trong đó, phần lớn đến từ hoạt động M&E, đóng góp khoảng 70% tổng doanh thu trong khi hoạt động Lạnh công nghiệp còn chờ sôi động trở lại
	Bán thành phẩm	44.8	38.8	15.5%	Tăng trưởng tích cực YoY, chủ yếu do mức nền Q1/2023 thấp và đơn hàng tồn đọng và ký mới trong Q1 khá tốt (tổng giá trị đơn hàng tính đến cuối Q1 đạt 105.8 tỷ ~ 50% tổng doanh thu 2023 của Greenspan)
Giá vốn hàng bán		**(254.5)**	**(235.7)**	**8.0%**	
	Xây dựng	(216.1)	(200.4)	7.8%	
	Bán thành phẩm	(38.0)	(34.7)	9.5%	
Lợi nhuận gộp		**17**	**20**	***-17%***	Giá nguyên vật liệu tăng cao (chủ yếu là thép, đồng, hóa chất nhập khẩu), một phần chịu ảnh hưởng từ biến động tỷ giá trong Q1 làm thu hẹp biên lợi nhuận.
Chi phí bán hàng		(0.1)	(0.5)	-78.7%	Chi phí QLDN tăng chủ yếu do SRF thực hiện trích lập dự phòng phải thu khó đòi 1.2 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm ngoái không trích lập, các cấu phần khác không biến động đáng kể
Chi phí quản lý doanh nghiệp		(14.9)	(11.9)	26.0%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD		**1**	**8**	***-81%***	
Doanh thu tài chính		1.6	4.4	-62.8%	
Chi phí tài chính		(8.2)	(10.3)	-20.5%	
Trong đó, chi phí lãi vay		(7.5)	(10.1)	-25.5%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết		-	-		
Lợi nhuận, chi phí khác		7.2	0.4	1805.7%	
Lợi nhuận trước thuế		**2.1**	**2.0**	***4%***	
Thuế TNDN		(1.5)	(0.2)	545.9%	Phát sinh khoản điều chỉnh thuế thu nhập doanh nghiệp và giá trị gia tăng do quyết toán thuế các năm trước. Tuy nhiên, sẽ khó tiếp tục phát sinh những khoản tương tự trong tương lai
Lợi nhuận sau thuế		**0.6**	**1.8**	***-65%***	

Dự phóng

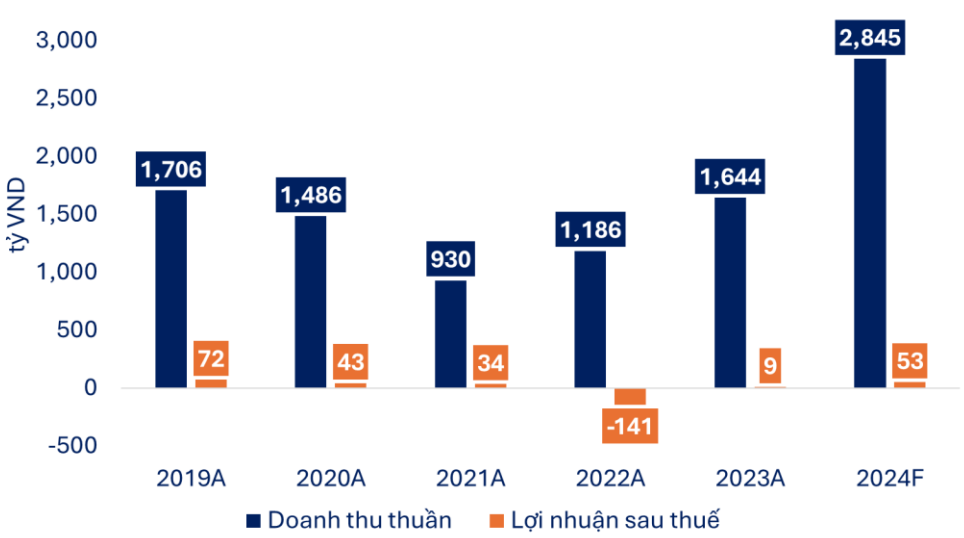
FIDT dự phóng doanh thu cả năm 2024 đạt 2,845 tỷ, tương ứng với mức tăng trưởng +82% YoY, cụ thể:

- **Mảng Kỹ thuật & Xây dựng và Lạnh công nghiệp** của SRF sẽ chứng kiến sự hồi phục đáng kể trong 2H2024 khi thị trường Bất động sản và F&B dần ấm lên thúc đẩy nhu cầu xây dựng lạnh công nghiệp và hoạt động M&E. Dự phóng doanh thu 2024F đạt 2,594 tỷ, tương ứng với mức tăng trưởng 82% YoY, dựa trên giả định doanh số ký mới đạt 3,317 tỷ và backlog 2023 chuyển sang 2024 đạt 1,137 tỷ.
- **Mảng vật liệu xây dựng** được kỳ vọng sẽ hồi phục so với cùng kỳ. Xét trong 2024, kỳ nhu cầu sản phẩm Panel cách nhiệt PIR sẽ tăng trong nửa cuối năm khi các nhà thầu xây dựng đốc thúc hoàn thành dự án, một phần do nhu cầu sản phẩm này thường nằm ở cuối chu kỳ dự án. Chúng tôi dự phóng nhà máy Panel PIR sẽ đóng góp 251 tỷ cho SRF trong 2024 với giả định (1) hoạt động 80% công suất trong 2024 và (2) giá bán panel trung bình đạt 125 nghìn đồng/m2.

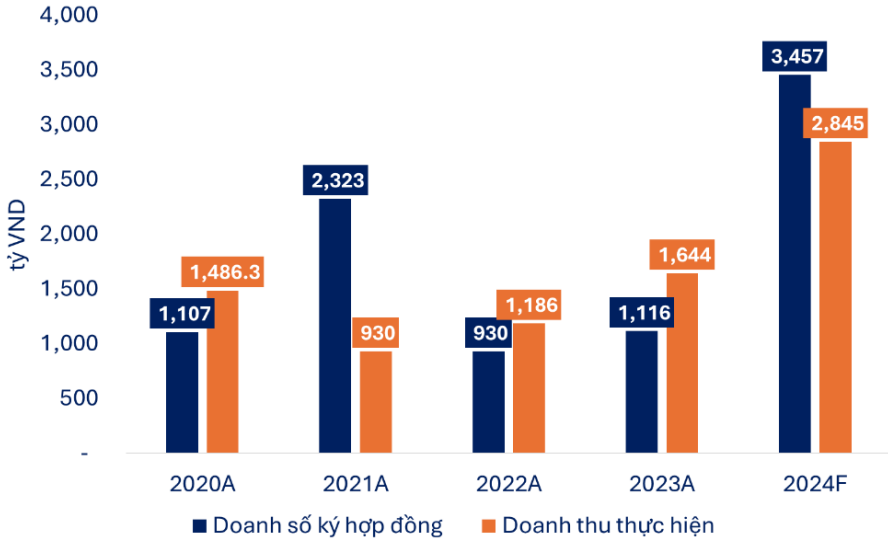
Dự phóng KQKD

Tỷ VND	2023	2024F	YoY	Dự phóng của FIDT
Doanh thu	**1,644**	**2,845**	***73%***	
Xây dựng	1,427	2,594	*82%*	Dựa trên kịch bản thị trường Bất động sản và F&B dần ấm lên trong 2H2024 thúc đẩy nhu cầu xây dựng lạnh công nghiệp và hoạt động M&E. Chúng tôi đưa gói thầu 1,500 tỷ mới ký của SRF vào dự phóng, giả định tiến độ thực hiện/ghi nhận trong đạt 50% trong 2 năm tiếp theo, tương ứng với doanh thu tăng thêm +750 tỷ mỗi năm. Dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới cho mảng xây dựng đạt 3,317 tỷ trong 2024
Bán thành phẩm	210	251	*20%*	Nhà máy Panel hoạt động 80% công suất trong 2024. Giá bán panel trung bình đạt 125 nghìn đồng/m2.
Lợi nhuận gộp	**109**	**199**	***83%***	
Chi phí bán hàng	(1.8)	(3.1)	*73%*	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(63)	(85)	*35%*	Chúng tôi chưa đưa nghĩa vụ thanh toán nợ của Descon vào dự phóng do chưa đủ thông tin về khả năng trả nợ doanh nghiệp này. Ước tính SRF sẽ ghi nhận 83.9 tỷ doanh thu từ hoàn nhập nợ phải thu khó đòi nếu thu hồi được các khoản nợ này (có thể lớn hơn nếu tính lãi trả chậm phát sinh).
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	**44**	**111**	***154%***	
Lợi nhuận tài chính ròng	(40)	(60)		
Lợi nhuận khác ròng	3.9	7.2		
Lợi nhuận trước thuế	**8**	**58**	***672%***	
Lợi nhuận của Cổ đông công ty mẹ	**3**	**52**	***1646%***	
Biên lợi nhuận gộp	*7.0%*	*7.0%*		
Chi phí QLDN/Doanh thu	*3.0%*	*3.0%*		
Biên EBIT	*4.1%*	*5.0%*		
Biên lợi nhuận trước thuế	*0.3%*	*2.0%*		

Dự phóng KQKD SRF



Doanh số ký hợp đồng và doanh thu thực hiện dự phóng của SRF



Định giá và Khuyến nghị

FIDT sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá mục tiêu của SRF, để phản ánh thực tế nhất chu kỳ phục hồi và triển vọng trong dài hạn của cổ phiếu này. Kết quả định giá, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu SRF là **16,200 đồng/cp**, tương ứng với mức sinh lời tiềm năng **+66%** so với giá đóng cửa ngày 19/06/2024.

Mô hình chiết khấu dòng tiền

Tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	**116.1**	**156.0**	**142.6**	**149.6**	**191.5**
- Thuế	(5.2)	(6.8)	(5.7)	(6.6)	(9.6)
+ Khấu hao	19.4	24.6	24.6	28.8	37.0
- Vốn XDCB	29.3	32.3	28.5	29.9	34.8
- Thay đổi VLĐ	191.9	56.2	(54.2)	26.1	89.7
Dòng tiền tự do FCF	**(80.4)**	**98.9**	**198.5**	**128.9**	**113.6**
Giá trị hiện tại của dòng FCF	**(74.7)**	**80.1**	**140.0**	**79.2**	**60.8**

Tổng giá trị hiện tại của dòng FCF	**285.39**
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng @ 2%	485.7
Tổng GTHT của FCF và giá trị cuối	**771.12**
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	321.8
- Nợ	544.2
Giá trị vốn chủ sở hữu	**548.69**
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	33.8
Giá trị hợp lý/cp	**16,240**
Upside	66%

WACC	**14.8%**
K_E, (%)	19.0%
K_D, (%)	12.0%

Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu liên quan đến WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng dài hạn \ WACC	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%	15.8%
3.0%	20,036	18,772	17,614	16,550	15,569
2.5%	19,158	17,981	16,899	15,901	14,978
2.0%	18,354	17,254	16,240	15,301	14,429
1.5%	17,617	16,585	15,630	14,744	13,920
1.0%	16,937	15,966	15,065	14,226	13,444

Khuyến nghị

Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá trị VCSH hợp lý	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý/cp
Chiết khấu dòng tiền	548.69	100%	**16,240**
P/E fw 2024 @ giá mục tiêu			**10.37**

Với những triển vọng như đã phân tích như trên, FIDT cho rằng SRF đang bước vào pha phục hồi trong chu kỳ tăng trưởng mới. Với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành là cơ điện công trình (M&E) và Lạnh công nghiệp, và tiềm năng rộng mở của mảng Vật liệu xây dựng thân thiện môi trường, SRF sẽ hưởng lợi mạnh mẽ khi thị trường Bất động sản và F&B dần ấm lên trong bối cảnh nền kinh tế dần phục hồi từ nửa sau 2024. Đồng thời, chúng tôi dự phóng khối lượng công việc dồi dào và tốc độ ký mới duy trì ổn định, giai đoạn 2024 – 2028 sẽ là giai đoạn tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp của SRF.

Áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, FIDT đưa ra quan điểm tích cực cho cổ phiếu SRF với giá mục tiêu là **16,200 đồng/cp**, tương ứng với mức P/E fw = 10.x lần và mức sinh lời tiềm năng 66% so với giá đóng cửa ngày 19/06/2024.

SRF đồng thời cũng phù hợp cho những nhà đầu tư cổ tức khi có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với mức tỷ suất hấp dẫn (tỷ suất cổ tức giai đoạn 2016 – 2019 đạt 12%).

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**1,644**	**2,845**	**3,138**
Giá vốn	(1,535)	(2,646)	(2,887)
Lợi nhuận gộp	**109**	**199**	**251**
Chi phí bán hàng	(1.81)	(3.13)	(3)
Chi phí QLDN	(63)	(85)	(94)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	**44**	**111**	**153**
Doanh thu tài chính	14.6	18	25
Chi phí tài chính	(54.6)	(78)	(103)
Trong đó, chi phí lãi vay	*(42.9)*	*(58)*	*(81)*
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-	-	-
Lợi nhuận, chi phí khác	3.9	7	-
Lợi nhuận trước thuế	**7.5**	**58**	**75**
Thuế TNDN	(4)	(5)	(7)
Lợi nhuận sau thuế	**4**	**53**	**69**
Lợi ích CĐTS	1	1	1
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS	**3**	**52**	**68**
EPS (VND/cp)	79	1,566	2,031
EBIT	50	116	156
Khấu hao	19	19.4	24.6
EBITDA	69	135	181

TỶ LỆ	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu thuần	37%	73%	10%
Tăng trưởng LNG	667%	83%	26%
Tăng trưởng LNTT	-16%	484%	30%
Tăng trưởng EBITDA	135%	102%	33%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp	7%	*7%*	*8%*
Biên EBITDA	4%	5%	6%
Biên EBIT	2%	4%	5%
Biên LNTT	0%	2%	2%
ROE	0%	12%	13%
ROA	1%	2%	2%
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu	2.1	2.7	2.2
Vòng quay HTK	5.8	8.5	7.1
Vòng quay khoản phải trả	3.4	2.8	2.2
Chỉ số thanh toán			
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.3
Hệ số thanh toán nhanh	0.8	0.9	0.9
Hệ số thanh toán hiện thời	1.1	1.1	1.1
Sức khỏe tài chính			
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.3	0.3	0.3
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	1.3	1.9	1.8
EBIT/ Lãi vay	0.9	2.0	1.9
EBITDA/ Lãi vay	1.3	2.3	2.2

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ VND)	2023A	2024F	2025F
TÀI SẢN			
Tiền và tương đương tiền	273	482	571
Đầu tư tài chính ngắn hạn	49	49	49
Các khoản phải thu	771	1,335	1,473
Hàng tồn kho	247	425	464
Tài sản ngắn hạn khác	27	27	27
Tổng tài sản ngắn hạn	**1,367**	**2,319**	**2,584**
Nguyên giá tài sản cố định	398	427	459
Khấu hao lũy kế	(151)	(166)	(187)
Giá trị còn lại tài sản cố định	247	261	273
Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	121	121	121
Tổng tài sản dài hạn	**372**	**385**	**397**
TỔNG TÀI SẢN	**1,739**	**2,705**	**2,982**
NỢ & VỐN CHỦ SỞ HỮU			
Khoản phải trả	735	1,267	1,382
Vay và nợ ngắn hạn	494	854	941
Nợ ngắn hạn khác	25	44	49
Nợ ngắn hạn	**1,254**	**2,165**	**2,372**
Vay và nợ dài hạn	51	51	51
Nợ dài hạn khác	3	5	6
Nợ dài hạn	**54**	**56**	**56**
Tổng nợ	**1,308**	**2,221**	**2,429**
Vốn góp chủ sở hữu	356	356	356
Thặng dư	0	0	0
LN chưa phân phối	2	55	124
Khác	73	73	73
Tổng vốn chủ sở hữu	**431**	**484**	**553**
TỔNG NGUỒN VỐN	**1,739**	**2,705**	**2,982**

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ VND)	2023A	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế		53	69
Khấu hao và dự phòng		19	25
Thay đổi tài sản lưu động		(743)	(176)
Thay đổi nợ lưu động		551	120
Thay đổi tài sản dài hạn		(4)	(4)
Thay đổi nợ dài hạn		2	1
CFO		**(121)**	**33**
Đầu tư tài sản cố định		(29)	(32)
Đầu tư dài hạn		-	-
CFI		**(29)**	**(32)**
Thay đổi vay nợ		360	88
Phát hành/mua lại cổ phiếu		-	-
Trả cổ tức		-	-
CFF		**360**	**88**
Lưu chuyển tiền trong năm		**210**	**89**
Tiền đầu kỳ		273	482
Tiền cuối kỳ		482	571

`

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH FIDT

Đoàn Minh Tuấn – Giám đốc khối

Phạm Hoàng Quang Kiệt – Phó phòng

Email: kiet.pham@fidt.vn

Facebook: https://www.facebook.com/hoangquangkiet

Số điện thoại: 096.143.4058

Tạ Đoàn Long – Chuyên viên phân tích

Email: long.ta@fidt.vn

Facebook: https://www.facebook.com/tdlong5112/

Tiktok: https://www.tiktok.com/@longinvest_otm

Võ Thanh Duy – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Viết Nhật – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Kim Dũng – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 038.991.3349

Hà Kim Thành – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Vũ Trường Giang – Chuyên viên phân tích

LƯU Ý NHÀ ĐẦU TƯ

Quý nhà đầu tư nên đọc kỹ các rủi ro mà chúng tôi có dự phòng

và đề cập trong báo cáo cũng như nhận diện về rủi ro thị trường để có lựa chọn đầu tư hiệu quả.

Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố.

Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này phản ánh đánh giá của FIDT tại thời điểm phát hành

và có thể thay đổi theo tình hình doanh nghiệp và thị trường từng thời kỳ mà không phải thông báo.

Ngoài ra, FIDT và các nhân sự của FIDT có quyền thực hiện các giao dịch

liên quan đến các cổ phiếu, cơ hội đầu tư liên quan đề cập tại báo cáo này mà không phải thông báo.

Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt của nhà đầu tư.

Mọi quan điểm đầu tư tại tính năng này được đưa ra dựa trên nhận định, dự đoán thị trường

với mục đích tối ưu hóa lợi nhuận và hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư.

Tuy nhiên, nhà đầu tư nhận thức được rằng kết quả đầu tư sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố và do đó

chúng tôi không cam kết bất kỳ mức độ lợi nhuận nào đối với việc đầu tư của nhà đầu tư.

Nhà đầu tư là người quyết định đầu tư, do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu trách nhiệm về kết quả đầu tư của mình.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi FIDT.

Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của FIDT.

Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Chúng tôi xin chân thành cảm ơn quý khách hàng!