

**CTCP SONADEZI Châu Đức - SZC**

**Trung lập**

**Thêm một năm chờ đợi**

Giá mục tiêu (12T)

Bất động sản Khu công nghiệp | Cập nhật

VND40.500

Consensus\*: Mua: 3 Giữ: 3 Bán: 0

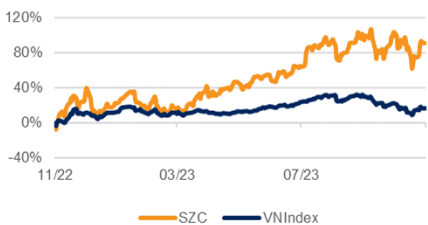
Giá mục tiêu / Consensus: 4,3%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Điều chỉnh giảm LN ròng 23/24 lần lượt 36,1%/26,3% sv dự phóng trước.
- Giảm giá mục tiêu 2,2% sv dự phóng trước.

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ (điều chỉnh)	VND34.500
Giá hiện tại	VND37.500
Cao nhất 52 tuần	VND40.550
Thấp nhất 52 tuần	VND18.249
GTGDBQ 3 tháng (tr US)	2,1
Thị giá vốn (tr USD)	183,6
Free float	74%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	21,3
P/B hiện tại (x)	2,7

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Sonadezi	46,8%
Sonadezi Long Thành	10,1%
Khác	43,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Lê Anh Sơn**

son.leanh@vndirect.com.vn

- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 8,0% và tỷ suất cổ tức 0,0%. Chúng tôi đã nâng giá mục tiêu lên 17,4% trong khi đó giá cổ phiếu tăng 14,1% kể từ báo cáo gần đây của chúng tôi.
- Giá mục tiêu thay đổi của chúng tôi chủ yếu do điều chỉnh giả định WACC và quá trình bàn giao KCN chậm hơn so với dự kiến.
- P/E trượt 12T là 21,3x, cao hơn so với trung vị các công ty cùng ngành nhưng được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng kép trong 3 năm nhờ tăng trưởng tích cực mảng BĐS KCN và BĐS dân cư.

**Điểm nhấn tài chính**

- Doanh thu của SZC trong 9T23 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, dẫn đến hạ dự phóng DT 23/24 xuống 30%/21% sv dự phóng trước đó.
- Chúng tôi giảm biên LN gộp 2023/24 lần lượt là 2,2 điểm %/2,2 điểm % do việc giải phóng mặt bằng bị kéo dài.
- Chúng tôi không kỳ vọng SZC sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt nhằm giảm đòn bẩy tài chính (tỷ lệ D/E cao nhất trong số các DN cùng ngành) do dự án Sonadezi Hữu Phước hiện chậm hơn dự kiến.

**Luận điểm đầu tư**

**Quý đất KCN sẵn sàng cho thuê chất lượng đảm bảo triển vọng tươi sáng**

Nguồn cung KCN tại BR-VT bắt đầu hạn chế từ nay đến năm 2027, điều này giúp SZC – với KCN Châu Đức - trở thành một trong điểm đến tốt nhất nhờ: 1) Sở hữu hơn 50% tổng diện tích còn lại của BR-VT; 2) giá thuê cạnh tranh so với cả thị trường cấp 1 và giá bình quân BR-VT; và 3) vị trí đắc địa gần cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, Cảng Cái Mép-Thị Vải và Sân bay quốc tế Long Thành. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép 19,8% trong 2023-27.

**Chúng tôi kỳ vọng BĐS nhà ở sẽ phục hồi sau khi bàn giao chậm trong 2023**

Trong 9T23, SZC đã bàn giao 8 căn shophouse tại dự án Sonadezi Hữu Phước, thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi. Các hoạt động xây dựng và kí bán mới vẫn theo đúng kì vọng tuy nhiên bàn giao chậm hơn dự kiến. Với lượng lớn tồn kho, khoảng 70 căn shophouse đã hoàn thiện, chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ đẩy nhanh tiến độ bàn giao trong Q4/23. Tuy nhiên, chúng tôi trì hoãn thời hạn bàn giao thêm hai quý đến Q2/24. Chúng tôi cũng thận trọng giảm giả định biên LN gộp với mảng BĐS nhà ở 2024 xuống 11,5% nhằm phản ánh rủi ro giá đất cao hơn.

**Giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh hoàn toàn tiềm năng tăng trưởng LN**

Mặc dù dự phóng mức tăng trưởng kép 3 năm tới ở mức cao, đạt 50,9% và P/E hợp lý năm 2024 là 11,5x, thấp hơn đáng kể so với mức hiện tại, chúng tôi vẫn cho rằng định giá SZC không thực sự hấp dẫn với P/B hợp lý năm 2024 là 2,0x, cao hơn so với trung vị toàn ngành BĐS KCN.

Tổng quan tài chính (VND)	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần (tỷ)	859	933	1.431	1.892
Tăng trưởng DT thuần	20,4%	8,6%	53,4%	32,2%
Biên lợi nhuận gộp	36,1%	44,7%	47,3%	50,0%
Biên EBITDA	85,1%	86,5%	76,7%	80,7%
LN ròng (tỷ)	197	281	480	678
Tăng trưởng LN ròng	(39,0%)	42,4%	70,8%	41,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(40,9%)	42,4%	70,8%	41,2%
EPS cơ bản	1.974	2.342	4.000	5.648
EPS điều chỉnh	1.737	2.061	3.520	4.971
BVPS	15.343	15.864	18.551	22.688
ROAE	13,2%	16,3%	23,2%	27,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q3/23 và 9T23: BĐS nhà ở kém khả quan làm suy yếu sự hồi phục của BĐS KCN

Hình 1: So sánh KQKD Q3/23 và 9T23

	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	% sv dự phóng cả năm
Doanh thu	123	208	68,8%	663	559	-15,6%	42,0%
_ BĐS KCN	113	171	51,1%	639	460	-27,9%	48,2%
_ BĐS nhà ở	-	21	n/a	-	55	n/a	18,3%
_ Khác	10	16	54,2%	25	44	79,6%	58,0%
LN gộp	47	86	81,2%	242	258	6,5%	41,3%
Chi phí BH&QLDN	14	13	-5,3%	34	31	-8,4%	39,9%
LN tài chính	(5)	(5)	-11,4%	(12)	(25)	107,1%	115,6%
LN TT	28	67	139,7%	196	201	2,7%	36,6%
LN ròng	23	55	136,2%	160	163	1,9%	37,0%
Biên LN gộp	38,3%	41,2%	2,8 điểm %	36,5%	46,1%	9,6 điểm %	
Biên LN ròng	18,9%	26,5%	7,6 điểm %	24,1%	29,1%	5,0 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Bức tranh tương phản của hai mảng kinh doanh cốt lõi trong Q3/23

Doanh thu Q3/23 của SZC tăng 68,8% svck, đạt 208 tỷ đồng (8,5 tr USD). Kết quả kinh doanh tích cực chủ yếu được hỗ trợ bởi mảng KCN với mức tăng doanh thu 51,1% svck, nhờ: 1) bàn giao đất tại KCN Châu Đức cao hơn dự kiến; và 2) giá thuê có xu hướng tăng nhờ nhu cầu cao đối với đất khu công nghiệp sẵn có cho thuê. Chúng tôi ước tính diện tích thuê đất trong Q3/23 khoảng 19-20ha và giá thuê tăng 12% sv đầu năm lên 76,5 USD/m<sup>2</sup>/thời hạn thuê. Mặt khác, doanh thu BĐS nhà ở chỉ đạt 21 tỷ đồng (0,9 tr USD) từ việc bàn giao khoảng ba căn shophouse, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi.

### Biên LN gộp cải thiện và giảm chi phí BH&QLDN đã thúc đẩy LN ròng tăng cao

Biên LN gộp tăng 2,8 điểm %, lên 41,2% nhờ: 1) giá đất KCN giảm; và 2) đóng góp từ dự án Sonadezi Hữu Phước với biên LN gộp khoảng 60-70%. Chi phí BH&QLDN tiếp tục thu hẹp chỉ còn 13 tỷ đồng (0,5 tr USD), giảm 8,4% svck. Từ đó, LN ròng Q3/23 tăng 136,2% svck, lên 163 tỷ đồng (6,7 tr USD).

### Quá trình bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước chậm hơn dự kiến

Trong báo cáo trước đây, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh BĐS nhà ở từ dự án khu đô thị Sonadezi Hữu Phước sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2023. Tuy nhiên, quá trình bàn giao dự án này chậm hơn dự kiến khiến doanh thu BĐS nhà ở 9T23 mới chỉ đạt 18,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Kết quả lũy kế 9T23: Vẫn thấp hơn kỳ vọng

Mặc dù có 2 quý bứt phá, doanh thu 9T23 của SZC vẫn giảm 15,6% svck xuống còn 559 tỷ đồng (23,0 tr USD) do kết quả Q1/23 thất vọng. Biên LN gộp 9T23 cải thiện 9,6% svck từ mức nền thấp trong 9T22 do giá đất điều chỉnh ở mức cao làm suy yếu biên LN gộp. Trong 9T23, chi phí BH&QLDN giảm 8,4% svck, xuống 31 tỷ đồng (1,3 tr USD). Do đó, LN ròng 9T23 tăng 1,9% svck lên 163 tỷ đồng (6,7 tr USD), hoàn thành 37,0% dự báo cả năm của chúng tôi.

## Triển vọng 2023-25: Thêm một năm chờ đợi

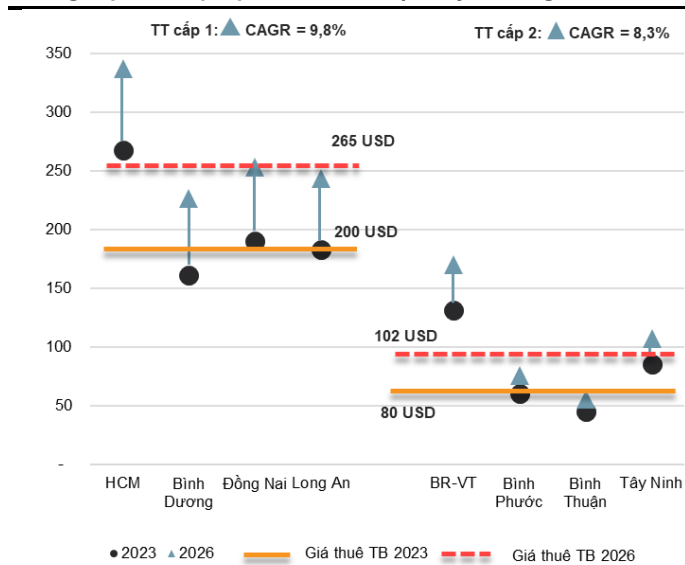
### BĐS KCN: Vị trí dẫn đầu về diện tích còn lại tại BR-VT mang tới triển vọng tươi sáng

Trong báo cáo ngành BĐS KCN mới nhất "[Cơ hội đan xen trong thách thức](#)", chúng tôi đã đề cập đến xu hướng chuyển dịch từ thị trường cấp 1 sang thị trường cấp 2 ngày càng rõ rệt ở cả thị trường KCN miền Nam và miền Bắc.

Chúng tôi tin rằng BR-VT sẽ trở thành tâm điểm tại thị trường cấp 2 miền Nam thu hút các nhà đầu tư, nhờ:

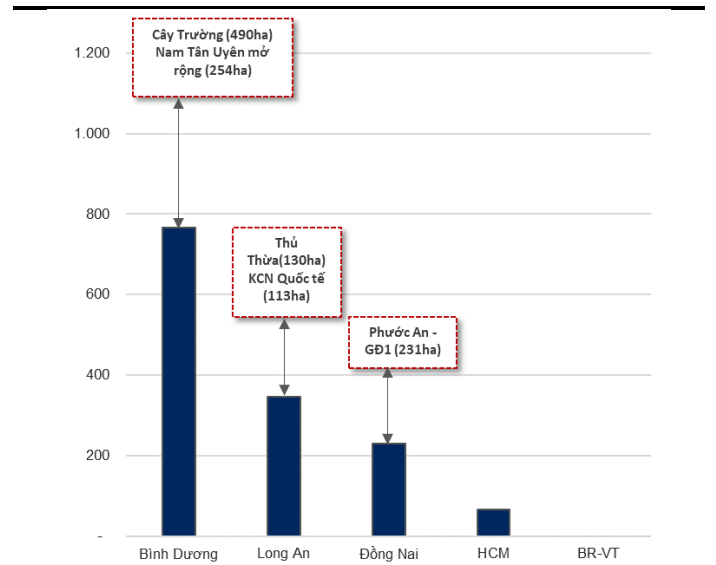
- Giá thuê cạnh tranh so với thị trường cấp 1 nhưng cung cấp nhiều lựa chọn hơn cho khách hàng.
- Chi phí nhân công thấp hơn.
- Kết nối tốt hơn với thị trường cấp 1 khi đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu hoàn thành, kết hợp với vị trí chiến lược gần Cảng Cái Mép - Thị Vải và Sân bay Quốc tế Long Thành.

**Hình 2: Chúng tôi cho rằng khoảng cách lớn về giá thuê giữa thị trường cấp 1 và cấp 2 phía Nam sẽ được duy trì trong 3 năm tới**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, CBRE

**Hình 3: Nguồn cung mới hạn chế ở miền Nam từ nửa sau năm 2023 cho đến 2027**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, CBRE

Để nắm bắt sự gia tăng của xu hướng dịch chuyển này, chúng tôi tin rằng SZC là một trong những nhà phát triển BĐS KCN tốt nhất với diện tích còn lại lớn trong bối cảnh không có nguồn cung mới được đưa vào hoạt động từ nay đến năm 2027.

Vào cuối Q3/23, BR-VT có khoảng 1.579ha diện tích đất còn lại, trong đó KCN Phú Mỹ 3 và KCN Châu Đức chiếm tỷ lệ 40,1% / 32,2% tương ứng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng KCN Phú Mỹ 3 đã cho thuê hầu hết diện tích của giai đoạn 1 và 2, phần lớn diện tích còn lại thuộc giai đoạn 3, đang chờ phê duyệt các thủ tục pháp lý. Nếu loại bỏ giai đoạn 3 của KCN Phú Mỹ 3, KCN Châu Đức sở hữu hơn 50% tổng diện tích còn lại của BR-VT, chiếm ưu thế trên thị trường KCN của BR-VT.

**Hình 4: KCN Châu Đức là một trong những KCN dẫn đầu BR-VT về diện tích cho thuê còn lại đến cuối Q3/23**

KCN	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> /thời hạn thuê)
KCN Phú Mỹ 3 chất lượng cao	1.051	803	633	79%	6.030	150-215
<b>KCN Châu Đức</b>	<b>1.556</b>	<b>1.109</b>	<b>508</b>	<b>54%</b>	<b>4.891</b>	<b>75-85</b>
KCN Đất Đỏ	496	377	128	66%	1.212	85-100
KCN Phú Mỹ 2 mở rộng	401	267	109	59%	1.142	120-130
KCN Phú Mỹ 2	621	395	99	75%	1.601	110-130
KCN Cái Mép	670	463	60	87%	1.503	100-110
KCN Mỹ Xuân B1 - Đại Dương	146	105	32	70%	266	120-130
KCN Mỹ Xuân B1 - Tiến Hùng	200	138	10	93%	390	125-135
KCN Long Sơn	1.250	875	-	100%	NA	100-110
KCN Phú Mỹ 1	945	754	-	100%	1.722	65-75
KCN Mỹ Xuân A2	313	217	-	100%	518	80-90
KCN Mỹ Xuân A	302	229	-	100%	342	65-75
KCN Đá Bạc	295	204	-	100%	1.355	35-45
KCN Mỹ Xuân B1 - Conac	227	161	-	100%	544	100-120
KCN Đông Xuyên	161	138	-	100%	298	70-80

(\*): KCN Phú Mỹ 3 đã cho thuê hầu hết diện tích của giai đoạn 1 và 2, phần lớn diện tích còn lại thuộc giai đoạn 3, đang chờ phê duyệt thủ tục pháp lý  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, BAN QUẢN LÝ KCN TỈNH BR-VT

### Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu sẽ thúc đẩy xu hướng tăng giá thuê

SZC không chỉ sở hữu một quỹ đất còn lại lớn, mà còn có giá thuê thấp, khoảng 77 USD/m<sup>2</sup>/ki hạn thuê vào cuối Q3/23, thấp hơn đáng kể so với giá thuê trung bình của BR-VT. Chúng tôi tin rằng việc xây dựng đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu sẽ tạo ra cơ hội để thúc đẩy giá thuê của KCN Châu Đức trong vài năm tới.

**Hình 5: KCN Châu Đức có vị trí đặc địa gần cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## BDS nhà ở: Vẫn phải đợi thêm một năm nữa để kích hoạt động lực tăng trưởng

Trong báo cáo cập nhật trước đó, chúng tôi tin rằng sau khi các thủ tục pháp lý được tháo gỡ vào cuối năm 2022, SZC có thể đẩy nhanh quá trình bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước, với đóng góp chính từ giai đoạn 1 là các căn shophouse. Tuy nhiên, chỉ hạn chế các căn shophouse được bàn giao trong 9T/23, khoảng 8 căn, thấp hơn rất nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi.

Hình 6: Dự án Sonadezi Hữu Phước



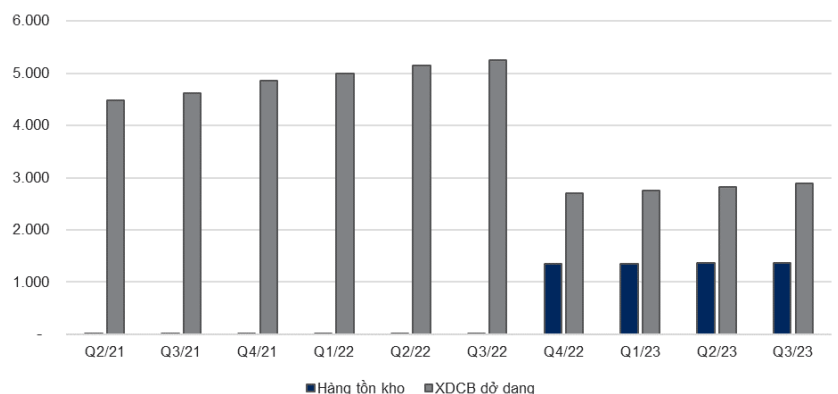
- Vị trí: Châu Đức, BR-VT.
- Tổng diện tích đất: 40,5ha.
- Quy mô: 164 căn shophouse, 384 lô đất 175m<sup>2</sup>, 126 lô đất 196m<sup>2</sup> và 1.213 căn hộ bình dân.
- Tổng doanh thu ước tính: 2.253 tỷ đồng (92,5 tr USD)
- Tiến độ: Đang bàn giao shophouse giai đoạn 1, đang xây dựng shophouse giai đoạn 2.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù quá trình bàn giao các căn shophouse giai đoạn 1 chậm hơn dự kiến, chúng tôi vẫn tin rằng Sonadezi Hữu Phước sẽ là nền tảng cho triển vọng năm 2024-25. Chúng tôi kì vọng SZC có thể tăng tốc quá trình bàn giao trong Q4/23 với 15 căn shophouse sẽ được bàn giao trong tổng số 75 căn đã bán hết vào cuối năm 2022.

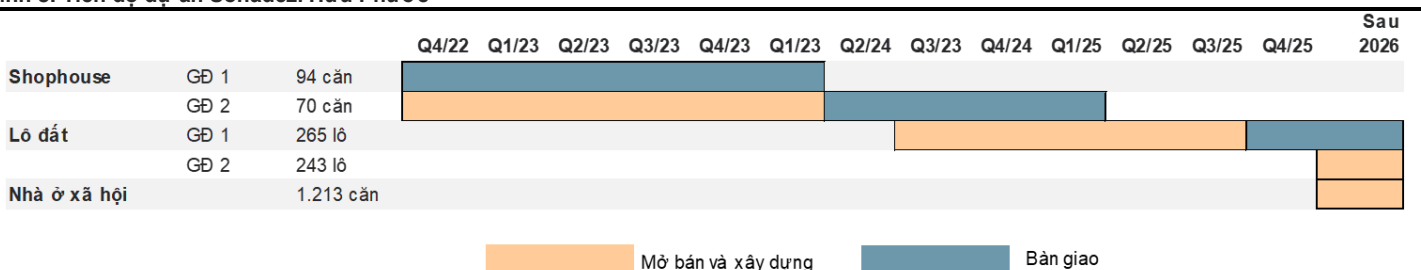
Chúng tôi quan sát thấy rằng giai đoạn 2 với 70 căn shophouse đã hoàn thành phần lớn quá trình xây dựng và sẵn sàng được bàn giao vào năm 2024. Ngoài ra, SZC đã hoàn thiện kế hoạch vốn và kế hoạch xây dựng cho 265 lô đất của giai đoạn 1, dự kiến bắt đầu mở bán vào Q3/24.

Hình 7: 99% tồn kho của SZC đến từ shophouse của dự án Sonadezi Hữu Phước (tỷ VND)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Tiến độ dự án Sonadezi Hữu Phước

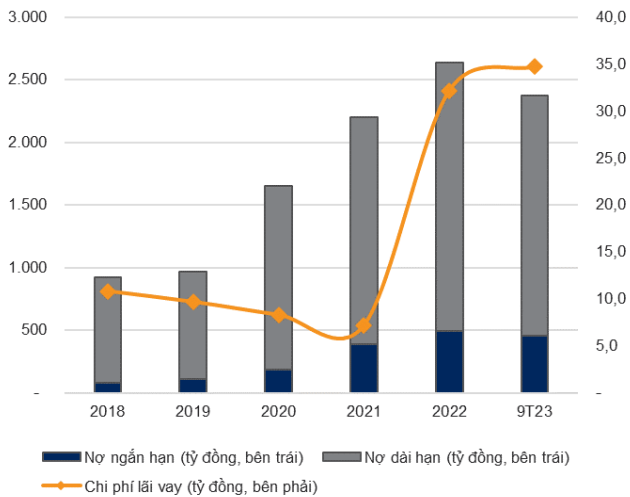


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Dự án BĐS nhà ở đầy triển vọng đi kèm đòn bẩy cao

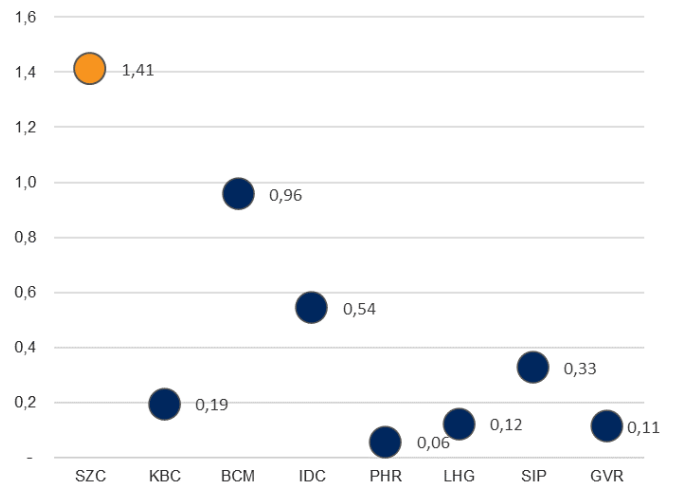
Từ khi đầu tư cho dự án Sonadezi Hữu Phước, chúng tôi nhận thấy SZC có đòn bẩy cao hơn khi nợ vay tăng đáng kể. Vào cuối quý 3/2023, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của SZC đạt 1,4 lần, cao nhất trong số các doanh nghiệp cùng ngành. Nợ ròng có xu hướng tăng nhanh qua từng năm kể từ năm 2020, dẫn đến tốc độ tăng trưởng kép là 39,8% trong giai đoạn 2020-22. Theo đó, chi phí lãi vay năm 2022 tăng hơn 3 lần svck và duy trì xu hướng tăng với mức tăng hơn 60% svck trong 9T2023.

**Hình 9: Nợ ròng có xu hướng tăng mạnh qua từng năm kể từ năm 2020**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

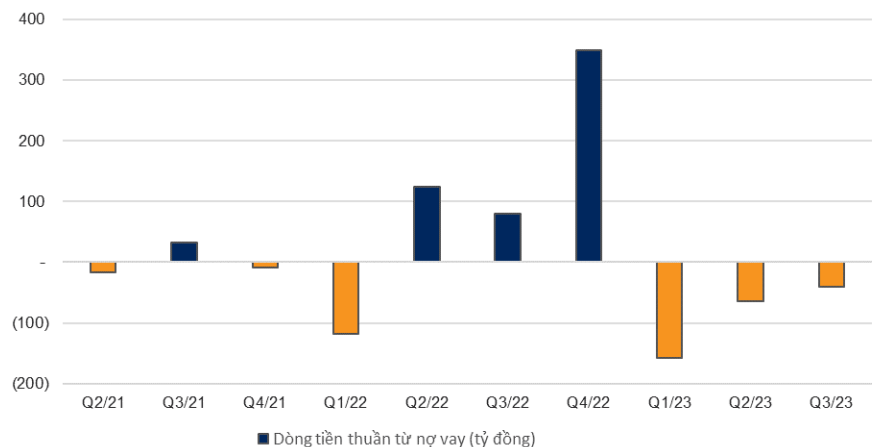
**Hình 10: SZC có tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù khả năng thanh toán lãi vay được duy trì ở mức an toàn khoảng 6,8x cuối Q3/23 nhưng bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước có thể dẫn đến gánh nặng nợ dài hạn. Như vậy, quá trình bàn giao Sonadezi Hữu Phước không chỉ là động lực chính cho doanh thu của SZC mà còn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán của công ty. Chúng tôi thấy rằng SZC đang tích cực giảm nợ từ Q4/22. Dẫn tới, lần đầu tiên SZC đã không trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2022 và chúng tôi cho rằng điều đó sẽ tiếp tục xuất hiện trong năm 2023.

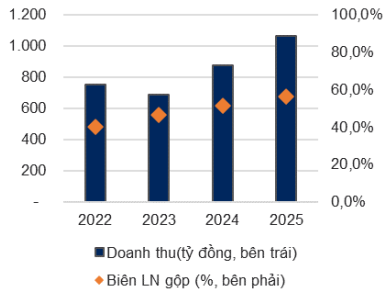
**Hình 11: SZC bắt đầu chi trả nợ gốc từ Q4/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

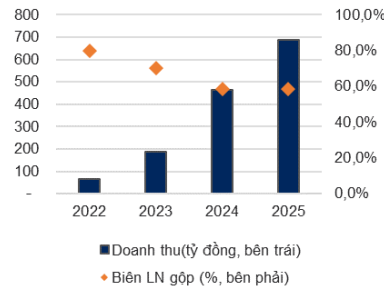
## Điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2023-25

Hình 12: BĐS KCN



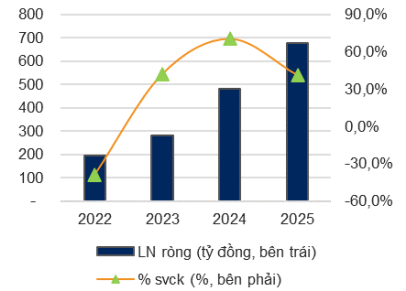
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: BĐS nhà ở



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: LN ròng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2023-25

(tỷ đồng)	Mới			Cũ			Thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Doanh thu	933	1.431	1.892	1.332	1.816	2.286	-30,0%	-21,2%	-17,3%	
BĐS KCN	688	877	1.062	956	1.140	1.326	-28,0%	-23,1%	-19,9%	Chúng tôi giảm doanh thu KCN 2023 xuống 28,0% sv dự phóng trước đó để phản ánh GPMB chậm hơn dự kiến trong Q1/23 dẫn đến đất KCN bàn giao cả năm thấp hơn. Chúng tôi đồng thời cũng giảm doanh thu KCN 24/25 lần lượt 23,1%/19,9% sv dự phóng trước đó do lo ngại về quá trình GPMB trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tốc độ tăng trưởng doanh thu 24/25 cao hơn so với dự phóng trước đó ở mức 27,4%/21,1% svck.
BĐS nhà ở	188	466	688	300	551	751	-37,4%	-15,5%	-8,4%	Chúng tôi giảm doanh thu BĐS nhà ở xuống 37,4% sv dự phóng trước đó do giảm 13 căn shophouse được bàn giao. Chúng tôi kỳ vọng SZC có thể đẩy nhanh quá trình bàn giao Sonadezi Hữu Phước khi thị trường BĐS nhà ở có thể hồi phục từ giữa năm 2024, dẫn đến điều chỉnh giảm 15,5%/8,4% dự phóng doanh thu 24/25.
Khác	57	89	142	76	125	209	-25,1%	-29,2%	-32,1%	
LN góp	417	677	946	624	899	1.212	-33,2%	-24,7%	-22,0%	
Biên LN góp	44,7%	47,3%	50,0%	46,8%	49,5%	53,0%	-2,2 điểm %	-2,2 điểm %	-3,0 điểm %	Chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN góp 23-25 do GPMB kéo dài dẫn đến gia tăng chi phí đất.
Chi phí BH&QLDN	68	89	113	77	98	122	-11,6%	-9,3%	-7,2%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần	7,3%	6,2%	6,0%	5,8%	5,4%	5,3%	1,5 điểm %	0,8 điểm %	0,6 điểm %	
LN từ hoạt động kinh doanh	349	587	832	548	801	1.090	-36,4%	-26,7%	-23,6%	
LNTT	351	600	847	550	814	1.105	-36,1%	-26,3%	-23,3%	
LN ròng	281	480	678	440	651	884	-36,1%	-26,3%	-23,3%	Từ đó, chúng tôi giảm LN ròng 23-25 lần lượt 36,1%/26,3%/23,3% sv dự phóng trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Phân tích độ nhạy của dự phóng

Tiềm năng tăng giá: Giá bán và giá cho thuê BĐS KCN cao hơn kỳ vọng do nhu cầu cao ở BR-VT.

Rủi ro giảm giá: Chậm trễ trong việc xin giấy phép cho các giai đoạn tiếp theo của dự án Sonadezi Hữu Phước

Hình 16: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 09/11/2023)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (x)		P/B (x)		Tăng trưởng	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	EPS 3 năm	2023	2024	2023	2024
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	61.000	99.000	Khà quan	2.590	126,7	70,2	3,7	4,7	31,7	2,8	3,0	1,0	0,8
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	19.700	N/A	N/A	3.233	33,5	28,0	1,6	1,3	10,4	6,5	7,2	3,7	3,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	30.700	40.000	Khà quan	967	16,5	9,2	1,0	1,0	32,5	13,5	12,7	6,4	6,3
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	50.000	N/A	N/A	920	16,5	11,5	2,7	2,0	3,6	17,3	21,7	5,8	11,0
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	48.900	42.600	N/A	662	14,8	10,3	3,6	2,6	5,9	10,6	10,9	11,2	11,9
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	55.700	N/A	N/A	415	11,7	N/A	2,9	1,6	N/A	31,4	10,9	5,3	N/A
Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	28.400	N/A	N/A	439	19,3	N/A	1,8	2,6	10,4	16,1	N/A	4,2	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	46.950	57.500	Khà quan	261	7,2	6,3	1,8	1,6	8,4	21,3	24,1	10,4	11,0
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	186.900	N/A	N/A	184	17,5	16,2	6,3	3,8	N/A	33,8	25,6	5,8	4,0
CTCP Long Hậu	LHG VN	30.300	N/A	N/A	62	10,9	6,3	1,0	0,8	N/A	15,9	19,0	5,9	10,4
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	25.500	N/A	N/A	27	13,4	N/A	2,1	N/A	N/A	1,2	N/A	0,7	N/A
<i>Trung bình</i>						26,2	19,8	2,6	2,2	14,7	15,5	15,0	5,5	7,4
<i>Trung vị</i>						16,5	10,9	2,1	1,8	10,4	15,9	12,7	5,8	8,4
<b>CTCP Sonadezi Châu Đức</b>	<b>SZC VN</b>	<b>37.500</b>	<b>40.500</b>	<b>Trung lập</b>	<b>187</b>	<b>21,3</b>	<b>18,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>50,9</b>	<b>16,3</b>	<b>23,2</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Khuyến nghị Trung lập với mức giá mục tiêu thấp hơn 40.500 đồng

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 40.500 đồng (từ 34,500 đồng, giá mục tiêu điều chỉnh sau khi chia cổ tức) do giả định WACC giảm còn 11,8% (từ 14,1%), dẫn đến:

- Định giá chiết khấu dòng tiền cho KCN Châu Đức thấp hơn 4,4% so với trước đó phản ánh diện tích đất KCN bàn giao thấp hơn dự kiến.
- Nâng mức định giá Sonadezi Hữu Phước cao hơn 16% so với trước đó.

Chúng tôi hạ tỷ lệ chiết khấu RNAV xuống 10% (từ 15%) nhằm phản ánh tín hiệu tích cực của thị trường BĐS KCN nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất và các yếu tố vĩ mô sẽ hỗ trợ dòng vốn đổ vào thị trường này. Giá mục tiêu của chúng tôi áp dụng tỷ lệ P/E 11.5 lần đối với EPS 2024.

Hình 17: Thay đổi giả định WACC

	Trước	Điều chỉnh
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	9,7%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	2,7%
Beta	1,8	1,5
Chi phí sử dụng vốn	23,8%	17,3%
Chi phí sử dụng nợ	10,0%	10,0%
Tỷ lệ nợ	61,6%	58,5%
Tỷ lệ vốn	38,4%	41,5%
<b>WACC</b>	<b>14,1%</b>	<b>11,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

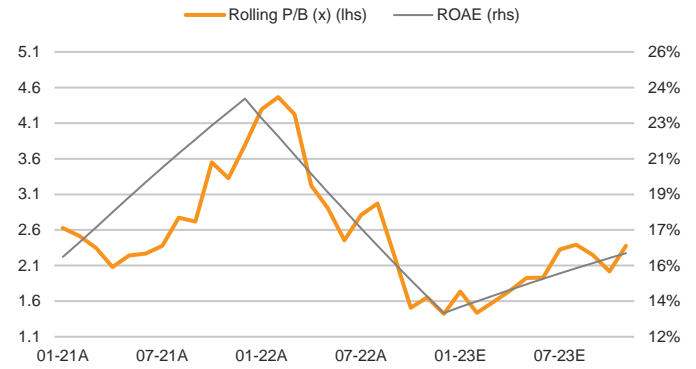
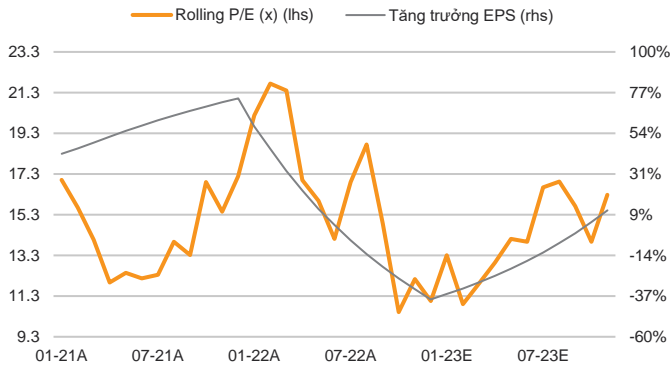
Hình 18: Định giá theo SOTP

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
KCN Châu Đức	DCF	3.967
KĐT Sonadezi Hữu Phước	DCF	845
Diện tích đất còn lại	So sánh ngang giá	2.308
BOT	BV	48
Golf	BV	332
(+)	BV	
Tiền và tương đương tiền		214
Đầu tư công ty liên kết		53
(-)	BV	
Nợ ròng		2.373
Giá trị doanh nghiệp		5.394
Chiết khấu		10%
SLCP lưu hành		120.000.000
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>		<b>40.500</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVNĐ)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	933	1.431	1.892
Giá vốn hàng bán	(516)	(754)	(946)
Chi phí quản lý DN	(49)	(57)	(67)
Chi phí bán hàng	(19)	(32)	(47)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>349</b>	<b>587</b>	<b>832</b>
EBITDA thuần	782	1.072	1.502
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(433)</b>	<b>(485)</b>	<b>(670)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>349</b>	<b>587</b>	<b>832</b>
Thu nhập lãi	22	22	22
Chi phí tài chính	(23)	(13)	(10)
Thu nhập ròng khác	3	4	3
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>351</b>	<b>600</b>	<b>847</b>
Thuế	(70)	(120)	(169)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>281</b>	<b>480</b>	<b>678</b>
Thu nhập trên vốn	281	480	678
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
<b>LN giữ lại</b>	<b>181</b>	<b>380</b>	<b>578</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVNĐ)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	213	456	105
Đầu tư ngắn hạn	60	60	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	34	48	61
Hàng tồn kho	1.343	1.276	1.302
Các tài sản ngắn hạn khác	51	56	62
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.701</b>	<b>1.896</b>	<b>1.590</b>
Tài sản cố định	5.116	5.412	6.214
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	1.175	1.080	985
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.044</b>	<b>8.440</b>	<b>8.841</b>
Vay & nợ ngắn hạn	281	221	221
Phải trả người bán	233	341	428
Nợ ngắn hạn khác	1.787	1.819	1.607
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.301</b>	<b>2.381</b>	<b>2.256</b>
Vay & nợ dài hạn	2.118	1.729	1.341
Các khoản phải trả khác	1.721	2.104	2.521
Vốn điều lệ và	1.200	1.200	1.200
LN giữ lại	610	933	1.429
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.904</b>	<b>2.226</b>	<b>2.723</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.044</b>	<b>8.440</b>	<b>8.841</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVNĐ)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>351</b>	<b>600</b>	<b>847</b>
Khấu hao	433	485	670
Thuế đã nộp	(70)	(120)	(169)
Các khoản điều chỉnh khác	(55)	(79)	(103)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>1.230</b>	<b>164</b>	<b>(169)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.888</b>	<b>1.050</b>	<b>1.076</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.846)	(303)	(960)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2	22	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.844)</b>	<b>(282)</b>	<b>(939)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	200	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	450	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(647)	(426)	(388)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(100)	(100)	(100)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(97)</b>	<b>(526)</b>	<b>(488)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	266	213	456
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(53)</b>	<b>243</b>	<b>(351)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	212	456	105

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	30,1%	33,5%	35,8%
Vòng quay TS	0,13	0,17	0,22
ROAA	3,9%	5,8%	7,8%
Đòn bẩy tài chính	4,18	3,99	3,49
ROAE	16,3%	23,2%	27,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	8,1	7,7	7,6
Số ngày nắm giữ HTK	949,8	619,3	502,2
Số ngày phải trả tiền bán	165,0	165,5	165,0
Vòng quay TSCĐ	0,22	0,27	0,33
ROIC	6,5%	11,5%	15,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,7	0,8	0,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,3	0,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1
Vòng quay tiền	792,8	461,5	344,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	8,6%	53,4%	32,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	34,3%	68,4%	41,7%
Tăng trưởng LN ròng	42,4%	70,8%	41,2%
Tăng trưởng EPS	18,7%	70,8%	41,2%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [son.leanh@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>