

## CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC)

## KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)

### Bắt động sản Khu công nghiệp

|                            |                     |
|----------------------------|---------------------|
| Giá hiện tại               | VND37.650           |
| Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần | VND46.500/VND25.040 |
| Giá mục tiêu               | VND42.900           |
| Giá mục tiêu trước đo      | VND42.700           |
| Vs Consensus               | -0,8%               |
| Tiềm năng tăng giá         | 13,9%               |
| Tỷ suất cổ tức             | 2,7%                |
| Tổng tỷ suất sinh lời      | 16,6%               |

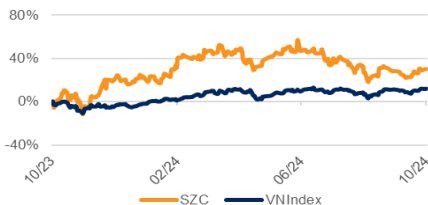
|                    |                          |
|--------------------|--------------------------|
| Triển vọng         | Tích cực                 |
| Định giá           | Tích cực                 |
| Phân tích kỹ thuật | <a href="#">Tích cực</a> |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Thị giá vốn (tr USD)    | 275,4 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 1,5   |
| hữu NN còn lại (tr USD) | 47,2  |
| SLCP lưu hành (tr)      | 180,0 |
| SLCP pha loãng          | 180,0 |

|              | SZC   | TB ngành | VNI   |
|--------------|-------|----------|-------|
| P/E Trượt    | 23,4x | 18,2x    | 15,8x |
| P/B Hiện tại | 2,3x  | 2,6x     | 1,7x  |
| ROA          | 3,8%  | 5,0%     | 1,8%  |
| ROE          | 11,6% | 12,5%    | 12,0% |

\* dữ liệu ngày 01/10/2024

### Diễn biến giá



| Giá cổ phiếu (%) | 1T  | 3T   | Trượt 12T |
|------------------|-----|------|-----------|
| SZC              | 0,1 | -8,3 | 4,1       |
| VNIIndex         | 0,3 | 1,4  | 14,0      |

### Cơ cấu sở hữu

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Sonadezi            | 47,2% |
| Sonadezi Long Thanh | 10,2% |
| Khác                | 42,6% |

### Tổng quan doanh nghiệp

SZC là thành viên của Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp (SNZ) - một trong những nhà phát triển BĐS KCN tiên phong tại Việt Nam với hơn 30 năm kinh nghiệm. SZC được thành lập năm 2007 nhằm phát triển dự án KCN đô thị & sân golf Châu Đức với tổng diện tích hơn 2.287ha. Với 1.109ha diện tích cho thuê tại KCN Châu Đức, SZC chiếm 31,4% tổng diện tích cho thuê và 50,3% diện tích KCN cho thuê còn lại của BR-VT

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thúy Nga

nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn

## Các mảng kinh doanh chính dẫn dắt tăng trưởng

- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 13,9% và tỷ suất cổ tức 2,7%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 0,5% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 11,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi chủ yếu do điều chỉnh giả định WACC thấp hơn và tổng mức đầu tư cao hơn cho KCN Châu Đức.
- Giá mục tiêu tương ứng với P/B năm 2024 là 2,5x, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,6 lần và P/B trung bình 5 năm qua là 2,6 lần.

### Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q2/24 giảm 8,9% svck, tuy nhiên LN ròng tăng 6,5% svck nhờ biên LN gộp mở rộng nhờ giá thuê tăng mạnh.
- Chúng tôi nâng 7.2% LN ròng 2024 sv dự phóng trước để phản ánh giá thuê cao hơn kỳ vọng và chi phí bán hàng thấp hơn. LN ròng 2025 chỉ tăng nhẹ 0,9% sv dự phóng trước do điều chỉnh tổng mức đầu tư dự án NOXH.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024-25 tăng trưởng 67,0%/37,5% svck.

### Luân điểm đầu tư

#### Bà Rịa – Vũng Tàu tiếp tục thu hút dòng vốn FDI mạnh mẽ

Trong 8T24, BR-VT ghi nhận 1,65 tỷ USD vốn FDI đăng ký mới, đứng đầu cả nước về thu hút FDI với những dự án nổi bật như: nhà máy Bio-BDO của Hyosung (730 triệu USD), nhà máy Electronic Tripod Vietnam (250 triệu USD) và nhà máy thiết bị đầu cuối thông minh BOE Việt Nam (275 triệu USD). Chúng tôi cho rằng những kết quả ấn tượng này đến từ: 1) hạ tầng giao thông BR-VT ngày càng được cải thiện; và 2) giá thuê đất KCN tại BR-VT thấp hơn sv các tỉnh trọng điểm phía Nam khác.

#### KCN Châu Đức có thể hưởng lợi từ làn sóng FDI vào BR-VT

Chúng tôi tin rằng hoạt động cho thuê tại KCN Châu Đức sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới vì: 1) KCN này chiếm 50,3% diện tích đất KCN còn lại có thể cho thuê của BR-VT tại cuối Q2/24; 2) KCN này có giá thuê cạnh tranh sv các đối thủ cùng ngành tại BR-VT và các tỉnh trọng điểm khác ở phía Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ KCN sẽ tăng trưởng 29,7%/20,0% svck trong năm 2024-25.

#### Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ giá thuê tăng mạnh

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp tăng 5,2 điểm % svck trong năm 2024 và đi ngang trong năm 2025. Với giá thuê cạnh tranh và vị trí gần cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, chúng tôi kỳ vọng giá thuê tại KCN Châu Đức sẽ tăng 7%/10% trong năm 2024-25, dẫn đến biên LN gộp tăng. Tuy nhiên, chi phí đền bù đất và tỷ trọng doanh thu từ NOXH cao hơn có thể hạn chế sự mở rộng biên LN gộp từ năm 2025.

#### Mảng BĐS dân cư đang phù hợp với dự phóng, sẽ bắt đầu cải thiện từ Q3/24

Cuối tháng 8, SZC đã công bố kế hoạch mở bán NOXH vào Q4/24, phù hợp với dự phóng của chúng tôi về việc bắt đầu bàn giao từ nửa cuối 2025. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao các căn shophouse sẽ tăng tốc từ nửa cuối 2024 khi các luật sửa đổi về thị trường BĐS đã có hiệu lực, giúp tháo gỡ các nút thắt pháp lý. Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS dân cư tăng 61,3%/128,3% svck trong năm 2024-25.

|                       | 2023   | 2024  | 2025  | 2026  |
|-----------------------|--------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu | -4,8%  | 32,2% | 33,4% | 20,6% |
| Tăng trưởng LN ròng   | 10,9%  | 67,0% | 37,5% | 41,9% |
| Tăng trưởng EPS       | -7,6%  | 11,3% | 37,5% | 41,9% |
| Biên LN gộp           | 42,8%  | 48,0% | 48,0% | 55,0% |
| Biên LN ròng          | 26,8%  | 33,8% | 34,8% | 41,0% |
| P/B                   | 2,6    | 2,2   | 2,0   | 1,8   |
| ROE                   | 13,4%  | 15,0% | 15,5% | 19,9% |
| Nợ vay ròng/VCSH      | 140,8% | 36,2% | 29,8% | 15,6% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

SZC là thành viên của Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp (SNZ) - một trong những nhà phát triển BĐS KCN tiên phong tại Việt Nam với hơn 30 năm kinh nghiệm. SZC được thành lập năm 2007 nhằm phát triển dự án KCN đô thị & sân gôn Châu Đức với tổng diện tích hơn 2.287ha. Năm 2018, SZC chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE.

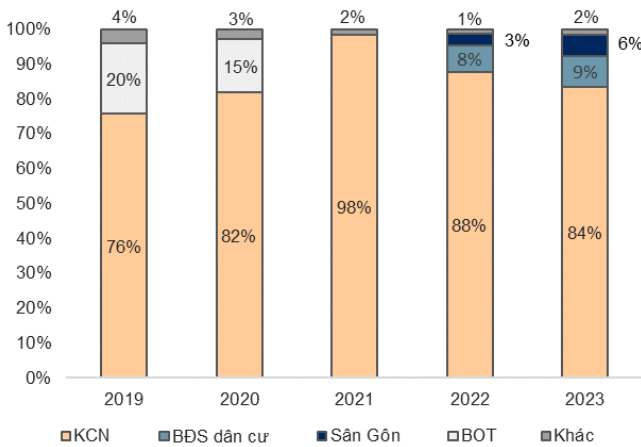
**Hình 1: Chi tiết dự án KCN đô thị & sân gôn Châu Đức**

| Dự án                         | Tổng diện tích đất (ha) | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Bình luận   |
|-------------------------------|-------------------------|---------------------------|---|
| <b>KCN Châu Đức</b>           | 1.556                   | 8.002                     | Đi vào hoạt động từ năm 2008                            |
| _Diện tích cho thuê           | 1.109                   |                           |   |
| _Kho bãi, cảng cạn            | 36                      |                           |   |
| _Cơ sở hạ tầng                | 411                     |                           |   |
| <b>KĐT Châu Đức</b>           | 498                     | 8.117                     | Đang trong quá trình xin chủ trương đầu tư              |
| <b>Sân gôn</b>                | 152                     | 1.265                     | Bắt đầu kinh doanh từ năm 2022                          |
| _Tournament                   | 74                      | 634                       |   |
| _Resort                       | 78                      | 683                       |   |
| <b>KDC Sonadezi Hữu Phước</b> | 41                      | 423                       | Đang triển khai xây dựng và mở bán các dự án thành phần |
| Khu TĐC Châu Đức              | 42                      |                           |   |
| <b>Tổng</b>                   | <b>2.287</b>            |                           |   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SZC

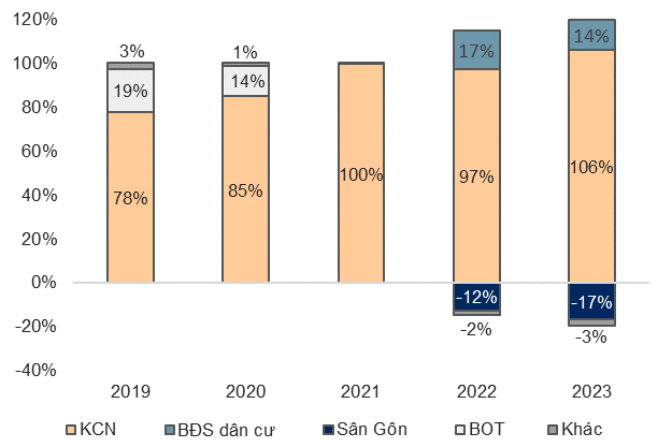
Theo UBND tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu (BR-VT), tính đến hết Q2/24, BR-VT có 13 KCN đi vào hoạt động với tổng diện tích cho thuê là 3.528ha đạt tỷ lệ lấp đầy ~70%. Với diện tích cho thuê là 1.109ha tại KCN Châu Đức, SZC chiếm 31,4% diện tích đất cho thuê và 50,3% quỹ đất có thể cho thuê còn lại tại BR-VT.

**Hình 2: DT của SZC chủ yếu đến từ mảng KCN, BĐS dân cư và sân golf, do mảng trạm thu phí (BOT) tạm dừng để nâng cấp từ 2021**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Tuy nhiên, mảng sân golf ghi nhận LN gộp âm do mới bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2022**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

## KQKD Q2/24: Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ giá thuê tăng

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q2/24

| (Tỷ đồng)               | Q2/24 | Q2/23 | % svck      | 6T24  | % svck      | 6T24 sv dự<br>phóng 2024 |
|-------------------------|-------|-------|-------------|-------|-------------|--------------------------|
| Doanh thu               | 262   | 288   | -8,9%       | 476   | 35,5%       | 44,4%                    |
| _BDS KCN                | 233   | 264   | -11,5%      | 427   | 47,3%       | 48,7%                    |
| _BDS Nhà ở              | 11    | 12    | -9,9%       | 13    | -61,4%      | 11,0%                    |
| _Khác                   | 19    | 13    | 44,9%       | 36    | 29,8%       | 46,4%                    |
| LN gộp                  | 150   | 138   | 8,6%        | 248   | 44,2%       | 48,8%                    |
| Chi phí BH&QLDN         | 14    | 8     | 70,4%       | 23    | 31,3%       | 31,1%                    |
| Thu nhập tài chính ròng | (9)   | (11)  | N/A         | (16)  | N/A         | N/A                      |
| LNTT                    | 126   | 119   | 5,9%        | 209   | 56,0%       | 49,1%                    |
| LN ròng                 | 102   | 96    | 6,5%        | 167   | 55,3%       | 49,1%                    |
| Biên LN gộp             | 57,0% | 47,8% | +9,2 điểm % | 52,1% | +3,1 điểm % |                          |
| Biên LN ròng            | 39,0% | 33,3% | +5,7 điểm % | 35,1% | +4,5 điểm % |                          |

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ giá thuê tăng mạnh

Doanh thu Q2/24 giảm 8,9% svck xuống còn 262 tỷ phần lớn do mảng BDS KCN giảm. Tuy nhiên, LN ròng vẫn tăng 6,5% svck lên 102 tỷ đồng nhờ biên LN gộp mở rộng (+ 9,2 điểm % svck) khi giá thuê tăng mạnh. Chúng tôi quan sát thấy giá thuê của KCN Châu Đức tăng 7% svck trong Q2/24. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng đây là xu hướng chung trên toàn ngành BDS KCN. Tuy nhiên, Đồng Nai và BR-VT dẫn đầu tăng trưởng ở thị trường cấp 1 phía Nam.

### Hoạt động kinh doanh BDS KCN vẫn phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Doanh thu BDS KCN Q2/24 giảm 11,5% svck, đạt 233 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính SZC đã bàn giao ~11ha đất trong Q2/24, trong đó hơn 80% được bàn giao cho D2D và Circular Plastics Vietnam. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi doanh thu BDS KCN 6T24 hoàn thành 48,7% dự phóng cả năm.

Ngoài ra, trong Q2/24, SZC đã ghi nhận 225 tỷ đồng tiền ứng trước từ Electronic Tripod. Vào ngày 13/05/2024, công ty này đã ký MOU thuê 18ha đất KCN với SZC để xây dựng nhà máy công nghệ cao trị giá 250 triệu USD. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ ghi nhận một phần doanh thu từ thương vụ này trong Q2/24.

Hình 1: Phân tích bảng cân đối kế toán - Sức khỏe tài chính cải thiện sau khi phát hành cổ phiếu trong 6T24

| Tỷ đồng                      | Q2/23 | Q3/23 | Q4/23 | Q1/24 | Q2/24 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tiền và tương đương tiền     | 162   | 184   | 222   | 1.295 | 1.337 |
| Các khoản phải thu           | 59    | 62    | 67    | 71    | 77    |
| Hàng tồn kho                 | 1.367 | 1.373 | 1.621 | 1.632 | 1.647 |
| Các khoản phải trả           | 1.035 | 1.018 | 1.115 | 923   | 1.165 |
| Tài sản cố định & BDS đầu tư | 1.743 | 1.717 | 1.846 | 1.818 | 1.793 |
| Tài sản dở dang dài hạn      | 2.827 | 2.886 | 2.943 | 2.991 | 3.147 |
| Khấu hao                     | 123   | 84    | 117   | 91    | 91    |
| Nợ vay ròng/VCSH             | 1,4   | 1,3   | 1,4   | 0,5   | 0,4   |

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Như chúng tôi đã thảo luận trong [Báo cáo cập nhật trước đây](#), SZC đã huy động được 1.200 tỷ đồng bằng cách phát hành 60 triệu cổ phiếu trong Q1/24.

## Triển vọng 2024-25: Đón sóng FDI vào Bà Rịa – Vũng Tàu

Hình 6: Dự phóng KQKD năm 2024-25

| Tỷ đồng                 | Thực tế | Dự phóng mới |       | Dự phóng cũ |       | Thay đổi    |             | Nhận xét  |
|-------------------------|---------|--------------|-------|-------------|-------|-------------|-------------|---|
|                         | 2023    | 2024         | 2025  | 2024        | 2025  | 2024        | 2025        |   |
| Doanh thu               | 818     | 1.082        | 1.443 | 1.072       | 1.437 | 0,9%        | 0,4%        |   |
| % svck                  | -5%     | 32,2%        | 33,4% | 31,0%       | 34,1% |             |             |   |
| _KCN                    | 684     | 887          | 1.064 | 877         | 1.062 | 1,1%        | 0,2%        | Dự phóng doanh thu mảng KCN tăng nhẹ do chúng tôi điều chỉnh tăng giá thuê KCN Châu Đức                                   |
| _BDS dân cư             | 72      | 117          | 267   | 117         | 263   | 0,0%        | 1,4%        | Dự phóng doanh thu BĐS dân cư năm 2025 tăng nhẹ do do chúng tôi nâng nhẹ giá bán dự án NOXH                               |
| _Khác                   | 62      | 78           | 112   | 78          | 112   | 0,0%        | 0,0%        |   |
| LN ròng                 | 350     | 519          | 692   | 508         | 720   | 2,1%        | -3,8%       |   |
| Biên LN gộp             | 42,8%   | 48,0%        | 48,0% | 47,4%       | 50,1% | +0,6 điểm % | -2,1 điểm % | Chúng tôi hạ dự phóng biên LN gộp năm 2025 do tăng tổng mức đầu tư dự án NOXH cho phù hợp với con số doanh nghiệp công bố |
| Chi phí BH&QLDN         | 55      | 63           | 77    | 74          | 94    | -15,5%      | -18,0%      | Hạ dự phóng chi phí bán hàng do hạ phí tư vấn, giới thiệu cho phù hợp với kết quả năm 2023 và 6T24                        |
| Lợi nhuận hoạt động     | 295     | 456          | 615   | 434         | 625   | 5,1%        | -1,7%       |   |
| Thu nhập tài chính ròng | (29)    | (14)         | (5)   | (11)        | (6)   | N/A         | N/A         |   |
| LNTT                    | 267     | 446          | 613   | 426         | 622   | 4,5%        | -1,6%       |   |
| LN ròng                 | 219     | 365          | 502   | 341         | 498   | 7,2%        | 0,9%        |   |
| % svck                  | 10,9%   | 67,0%        | 37,5% | 55,8%       | 46,0% |             |             |   |

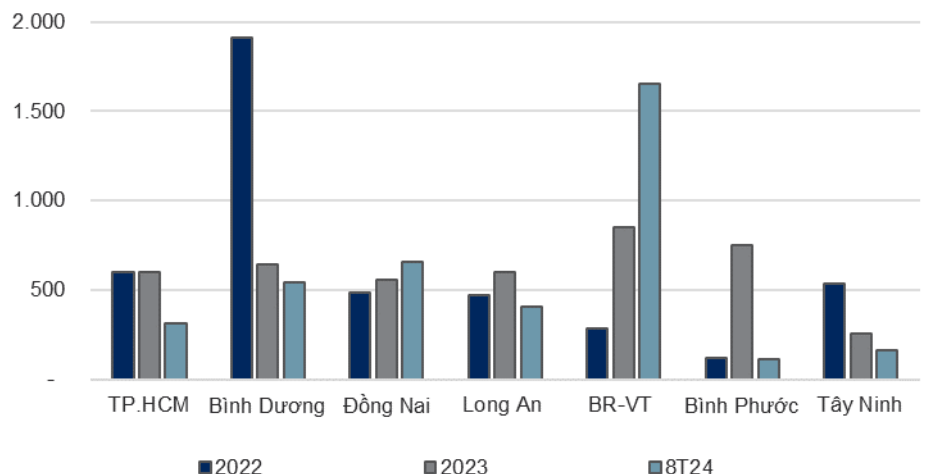
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng mảng BĐS KCN vẫn tích cực

#### Bà Rịa – Vũng Tàu tiếp tục thu hút dòng vốn FDI

Trong 8T2024, BR-VT ghi nhận 1,65 tỷ USD vốn FDI đăng ký mới, đứng đầu cả nước về thu hút FDI với những dự án nổi bật như: nhà máy Bio-BDO của Hyosung với tổng vốn đầu tư 730 tr USD tại KCN Phú Mỹ 2 (sở hữu bởi IDC), nhà máy Electronic Tripod Vietnam với tổng vốn đầu tư 250 tr USD trên diện tích 18ha tại KCN Châu Đức (sở hữu bởi SZC) và nhà máy thiết bị đầu cuối thông minh BOE Việt Nam với tổng vốn đầu tư hơn 275 tr USD tại KCN chuyên sâu Phú Mỹ 3.

Hình 2: BR-VT dẫn đầu về FDI đăng ký mới trong 8T2024 (đơn vị: tr USD)



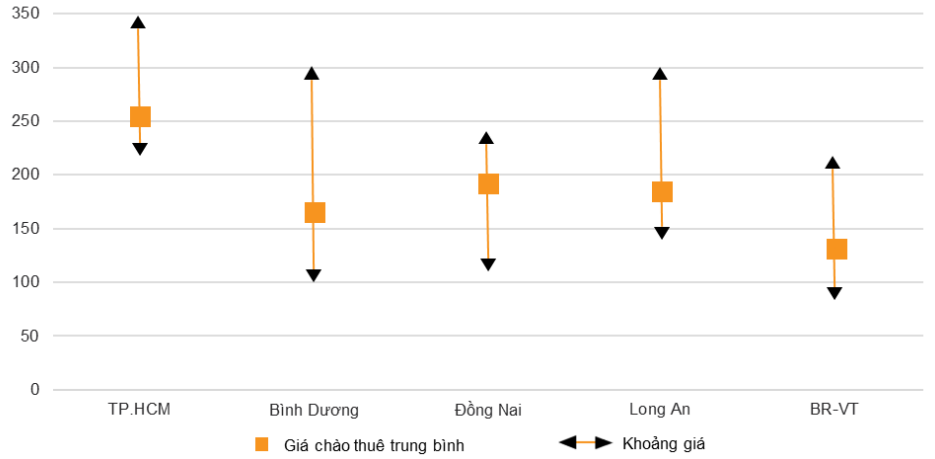
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ KH&ĐT

Chúng tôi cho rằng những kết quả ấn tượng trên của BR-VT là nhờ:

*(1) Giá thuê cạnh tranh so với các tỉnh trọng điểm phía Nam khác*

Giá thuê trung bình các KCN tại BR-VT trong Q2/24 rơi vào khoảng 131 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê (dao động từ 90 - 224 USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê), thấp hơn khoảng 21%-49% so với giá thuê trung bình tại các tỉnh trọng điểm khác ở phía Nam.

**Hình 8: BR-VT có giá thuê cạnh tranh so với các tỉnh trọng điểm phía Nam khác (USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn thuê)**

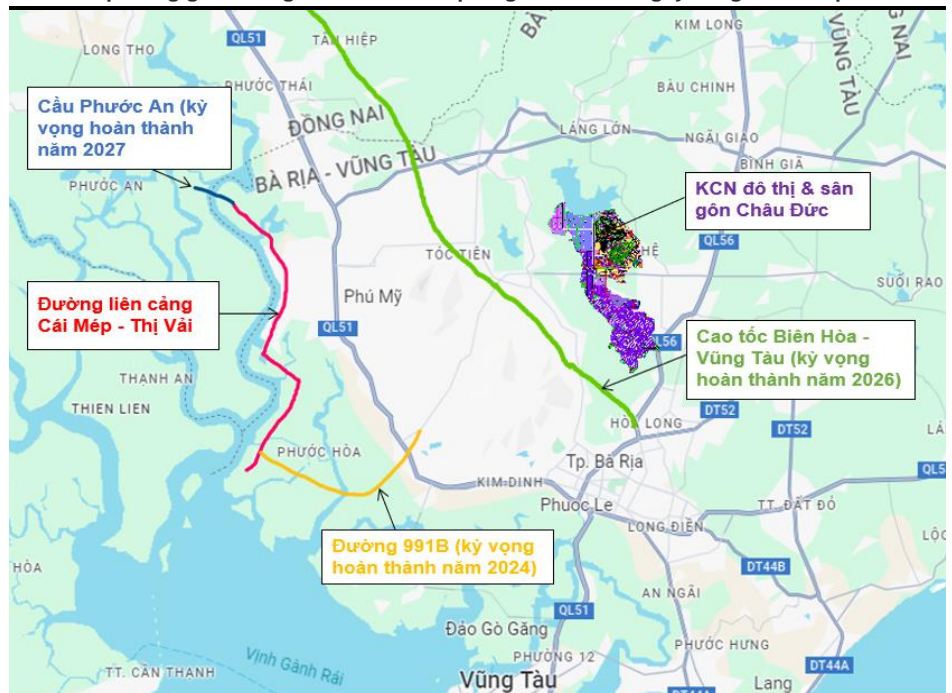


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, VARS, Cushman & Wakefield

*(2) Hệ thống giao thông kết nối hạ tầng ngày càng đồng bộ*

Trong 2023, BR-VT đã khởi công xây dựng hai dự án giao thông quan trọng kết nối với Đồng Nai: cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu và cầu Phước An. Bên cạnh đó, tỉnh cũng đang triển khai dự án đường 991B, kết nối quốc lộ 51 và cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu với cụm cảng Cái Mép - Thị Vải.

**Hình 9: Hệ thống giao thông kết nối cơ sở hạ tầng của BR-VT ngày càng hoàn thiện**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Hình 10: Chi tiết các dự án giao thông trọng điểm đang triển khai tại BR-VT**

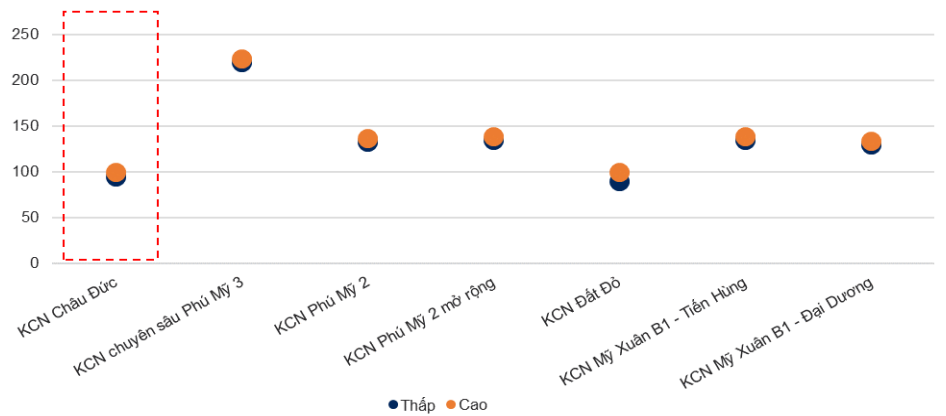
| Dự án                       | Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng) | Chiều dài (km) | Thời gian hoàn thành dự kiến | Nhận xét   |
|-----------------------------|---------------------------|----------------|------------------------------|--|
| Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu | 21.500                    | 53,7           | 2026                         | Cắt ngang cao tốc TPHCM - Long Thành - Dầu Giây giúp thuận tiện di chuyển đến sân bay Quốc tế Long Thành và TP.HCM; kết nối với cao tốc Bến Lức - Long Thành (đang triển khai); giúp giảm tình trạng tắc nghẽn trên QL51 |
| Đường 991B                  | 4.000                     | 9,7            | 2024                         | Đồng bộ tuyến đường giao thông từ QL51 đến hạ lưu cảng Cái Mép   |
| Cầu Phước An                | 4.900                     | 4,3            | 2027                         | Kết nối vận chuyển hàng hóa từ khu vực cảng Cái Mép - Thị Vải với cao tốc Bến Lức - Long Thành đi các tỉnh miền Tây  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**SZC hưởng lợi từ làn sóng FDI đang tăng vào BR-VT**

Hưởng lợi từ tăng trưởng FDI mạnh mẽ của BR-VT, chúng tôi cho rằng SZC là một trong những nhà phát triển KCN hàng đầu để thu hút các nhà đầu tư nhờ: 1) diện tích cho thuê còn lại lớn: chiếm 50,3% tổng diện tích KCN cho thuê còn lại của BR-VT; và 2) giá thuê cạnh tranh sv các KCN khác ở BR-VT.

**Hình 11: Giá chào thuê của KCN Châu Đức sv các KCN khác còn đất cho thuê tại tỉnh BR-VT (USD/m2/thời hạn thuê)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, RSQUARE

Bên cạnh đó, sự hiện diện của Electronic Tripod được kỳ vọng sẽ hỗ trợ gia tăng nhu cầu thuê trong tương lai của KCN Châu Đức. Theo ĐHCĐ của SZC, Electronic Tripod có thể tăng quy mô đầu tư trong các giai đoạn tiếp theo, với sự tham gia của các nhà cung cấp tiềm năng của Electronic Tripod. Nhà máy Electronic Tripod là dự án công nghệ cao lớn nhất tại KCN Châu Đức cho đến nay, chiếm 3,4% diện tích cho thuê còn lại của KCN này. Chúng tôi ước tính doanh thu từ việc cho Tripod thuê đầy sẽ chiếm 19,6% tổng doanh thu KCN trong năm 2024 và 2025.

**Hình 12: Vị trí lô đất xây dựng nhà máy Electronic Tripod tại KCN Châu Đức**



- Vị trí: Lô 40, KCN Châu Đức
- Tổng diện tích: ~18ha
- Tổng mức đầu tư: 250 triệu USD
- Ngày động thổ: 10/09/2024
- Dự kiến bắt đầu hoạt động: Q3/26

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google maps

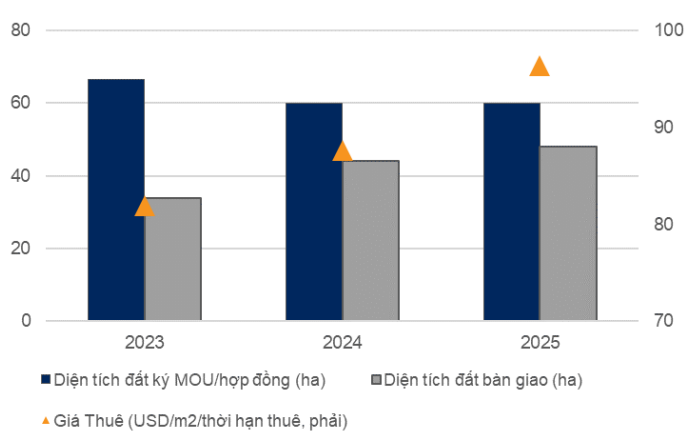
**Duy trì dự phóng diện tích đất cho thuê nhưng tăng nhẹ dự phóng giá thuê**

Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất cho thuê ký MOU/hợp đồng sẽ đạt 60ha/năm trong năm 2024-25, sv 66,7ha trong năm 2023. Với tỷ lệ nhận bàn giao mặt bằng đạt 81% vào cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao 44/48ha đất KCN trong năm 2024-25.

Về giá thuê, chúng tôi tin rằng việc xây dựng đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu sẽ hỗ trợ giá thuê của KCN Châu Đức trong vài năm tới vì KCN này nằm gần nút giao đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu và Quốc lộ 56 (chi tiết trong Hình 9). Do giá thuê trong 6T24 cao hơn một chút sv dự kiến, chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá thuê tăng 1% so với dự phóng trước. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê tại KCN Châu Đức sẽ tăng 7%/10% svck (sv 6%/11% svck trong dự phóng trước đó) đạt 88/96 USD/m2/kỳ hạn thuê trong năm 2024-25.

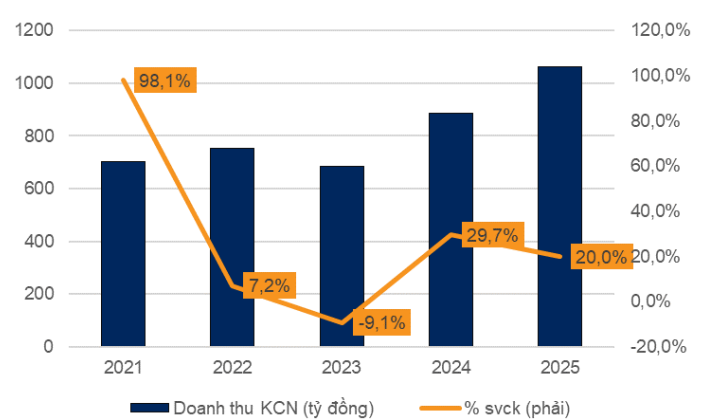
Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN sẽ tăng trưởng 29,7%/20,0% svck, đạt 887 tỷ đồng/1.064 tỷ đồng trong năm 2024-25, tăng nhẹ sv dự phóng trước đó.

**Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao 44/48ha đất KCN trong năm 2024-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN sẽ tăng 29,7%/20,0% svck trong năm 2024-25 do giá thuê và doanh số bán đất đều tăng**

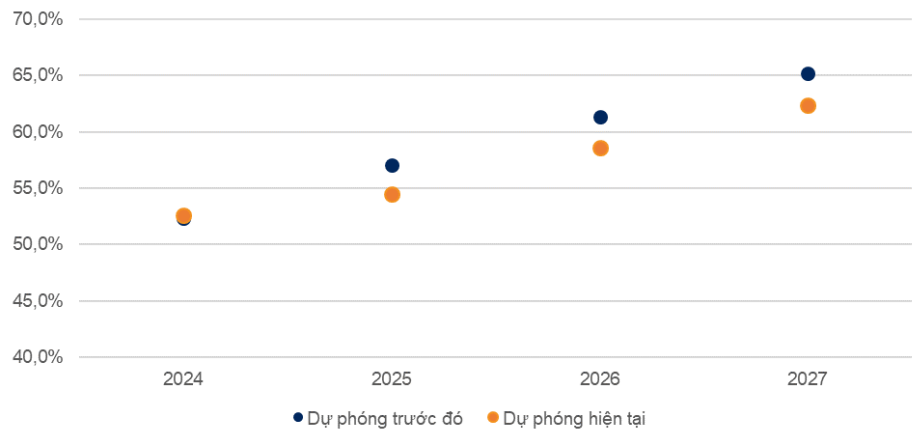


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hạ dự phóng biên LN gộp từ năm 2025 để phản ánh chi phí bồi thường đất cao hơn**

Chúng tôi tin rằng giá đền bù đất sẽ tăng từ năm 2025 trở đi do Luật Đất đai sửa đổi được thông qua, đưa giá đất gần hơn với giá thị trường. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng giá đền bù đất cho phần diện tích còn lại chưa đền bù (294ha tính đến cuối năm 2023) tại KCN Châu Đức, dẫn đến tổng mức đầu tư tăng 19,2% sv dự phóng trước đó, đạt 10.200 tỷ đồng. Điều này khiến biên LN gộp thấp hơn trong những năm tới so với dự phóng trước đó.

**Hình 15: Chúng tôi hạ dự phóng biên LN gộp của dự án KCN Châu Đức để phản ánh chi phí đền bù đất cao hơn**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Kỳ vọng hoạt động kinh doanh BĐS dân cư sẽ cải thiện từ Q3/24

**Hình 4: Dự án Sonadezi Hữu Phước**

| Sản phẩm            | Đơn vị (căn/lô) | Diện tích/đơn vị (m <sup>2</sup> /căn,lô) | Tổng diện tích (m <sup>2</sup> ) | Tổng diện tích sàn xây dựng (m <sup>2</sup> ) | Ghi chú  |
|---------------------|-----------------|---|----------------------------------|---|--|
| <b>Shophouse</b>    | 164             |   | 36.736                           | 86.018  |  |
| _ Giai đoạn 1       | 94              |   |                                  |   | Đã hoàn thành xây dựng, 75 căn đã được bán trước. Tuy nhiên, chỉ khoảng 20 căn đã được bàn giao  |
| _ Giai đoạn 2       | 70              |   | 224                              |   | Sắp hoàn thành xây dựng, bắt đầu mở bán từ tháng 11/2023   |
| <b>Nhà liền kề</b>  | 512             |   | 92.288                           |   |  |
| _ Giai đoạn 1       | 128             | 196                                       | 25.088                           |   | SZC đang bán đất nền dưới dạng hợp đồng hợp tác đầu tư với khách hàng. Công ty hiện đang xin giấy xép xây dựng để phục vụ nhu cầu khách hàng muốn xây nhà theo quy hoạch |
| _ Giai đoạn 2       | 384             | 175                                       | 67.200                           |   | SZC đang triển khai xây dựng 244 căn nhà liền kề. Trong đó 128 căn đã được mở bán  |
| <b>Nhà ở xã hội</b> | 1.213           |   | 48.531                           | 97.062  |  |
| _ Giai đoạn 1       | 210             | 25-68                                     | 11.677                           |   | Bắt đầu xây dựng từ tháng 30/10/2023, SZC kỳ vọng hoàn thành vào cuối năm 2024   |
| _ Giai đoạn 2       | 1.003           |   | 36.854                           |   |  |
| <b>Tổng</b>         |                 |   | <b>177.555</b>                   |   |  |

Nguồn: SZC, VNDIRECT RESEARCH

### Dự án NOXH được mở bán, thúc đẩy doanh thu BĐS dân cư năm 2025

Vào cuối tháng 8, SZC đã công bố kế hoạch mở bán 210 căn hộ thuộc dự án NOXH giai đoạn 1 vào Q4/24. Theo đó, SZC dự kiến bắt đầu tiếp nhận hồ sơ đăng ký mua nhà từ ngày 01/10 đến ngày 15/12/2024 với giá bán dự kiến từ 12,4-14,1 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Với động thái này, dự án NOXH đang tiến triển như kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng SZC sẽ bắt đầu bàn giao nhà từ nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, giá bán ước tính cao hơn dự phóng trước đó của chúng tôi là 12,0-12,2 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá bán của dự án này để phù hợp với giá ước tính của công ty. Chúng tôi dự phóng SZC sẽ ghi nhận 61 tỷ đồng doanh thu từ các căn NOXH trong năm 2025 (+6,5% sv dự phóng trước đó).



**Hình 17: Phối cảnh dự án NOXH giai đoạn 1 tại khu dân cư Sonadezi Hữu Phước**



- Vị trí : Xã Suối Nghệ, huyện Châu Đức, tỉnh BR-VT
- Tổng diện tích: 11.677 m2
- Tổng mức đầu tư: 174 tỷ đồng
- Quy mô: 210 căn hộ
- Diện tích mỗi căn hộ: 25-68,5 m2
- Giá bán dự kiến: 12,4-14,1 triệu đồng/m2

Nguồn: SZC, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao các căn shophouse từ Q3/24

Theo SZC, ~75 căn shophouse giai đoạn 1 đã được bán trước năm 2023. Tuy nhiên, việc bàn giao đã bị trì hoãn do các vấn đề pháp lý. Chúng tôi ước tính chỉ có ~20 căn được bàn giao trong năm 2022-23 và không có căn nào được bàn giao trong nửa đầu năm 2024.

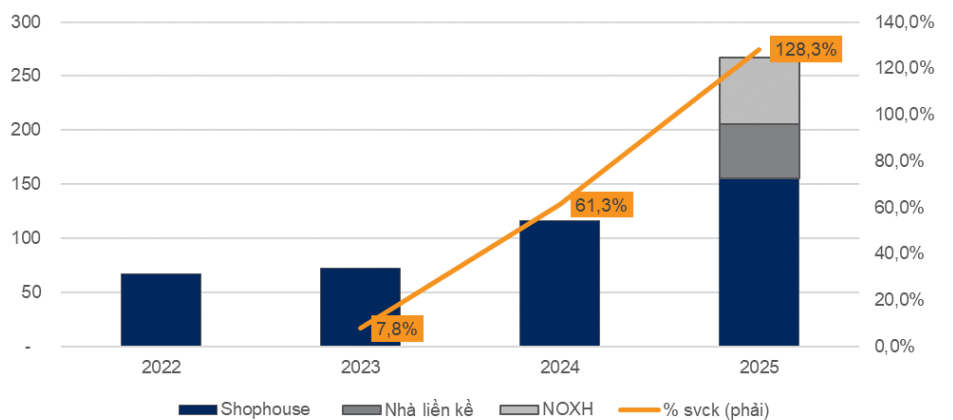
Chúng tôi kỳ vọng SZC có thể đẩy nhanh tiến độ bàn giao sản phẩm shophouse từ nửa cuối năm 2024 với 15/20 căn được bàn giao trong năm 2024-25 (không thay đổi sv dự phóng trước đó) nhờ các luật sửa đổi liên quan đến thị trường bất động sản đã có hiệu lực từ ngày 1/8/2024, tạo điều kiện tháo gỡ những vướng mắc pháp lý cho dự án.

### Chúng tôi kỳ vọng doanh thu BĐS dân cư sẽ tăng 61,3%/128,3% trong năm 2024-45

Với sản phẩm nhà liền kề, SZC đang xây dựng 244 căn của dự án giai đoạn 2 và đã đủ điều kiện để mở bán 128 căn. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ ghi nhận khoảng 50 tỷ đồng doanh thu từ sản phẩm này trong năm 2025 (tương đương 20 căn) khi thị trường bất động sản phục hồi rõ ràng hơn.

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS dân cư sẽ tăng 61,3%/128,3% svck, đạt 117 tỷ đồng/267 tỷ đồng trong năm 2024-25.

**Hình 18: Dự phóng doanh thu BĐS dân cư theo loại sản phẩm năm 2024-25 (đơn vị: tỷ đồng)**



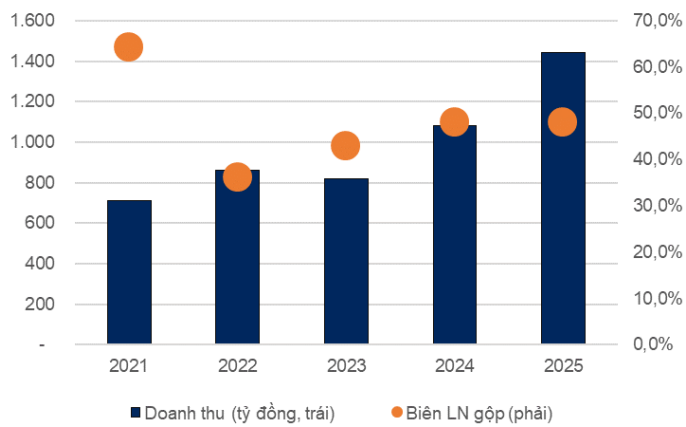
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, RSQUARE

## Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng tích cực trong năm 2024-25

Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 67,0%/37,5% svck trong năm 2024-25 dựa trên các giả định chính sau:

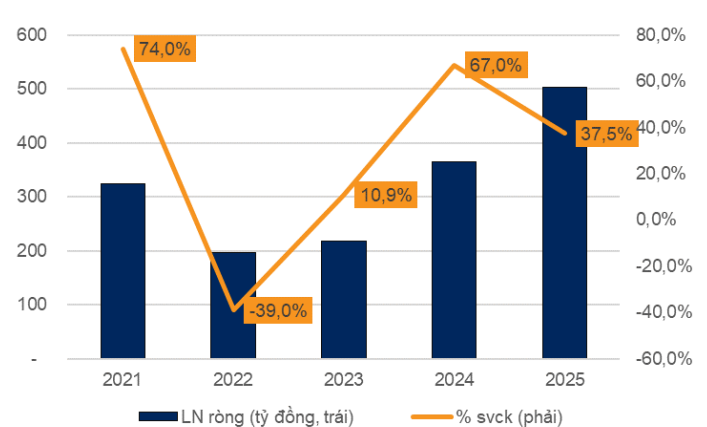
- Doanh thu tăng 32,2%/33,4% svck trong năm 2024-25 nhờ: 1) Doanh thu từ KCN tăng 29,7%/20,0% svck do cả diện tích đất bàn giao và giá thuê đều tăng; và 2) Doanh thu từ BĐS dân cư tăng 61,3%/128,3% svck do nhiều căn shophouse được bàn giao hơn và doanh thu từ NOXH và nhà nhà liền kề bắt đầu được ghi nhận từ năm 2025.
- Biên LN gộp tăng 5,2 điểm % trong năm 2024 nhờ giá thuê đất KCN Châu Đức tăng và tỷ trọng doanh thu từ shophouse cao hơn trong năm 2024. Biên LN gộp năm 2025 không đổi svck do tác động trái chiều của: 1) biên LN gộp cao hơn của mảng KCN và sân golf; và 2) biên LN gộp thấp hơn của mảng BĐS dân cư do dự án NOXH có biên LN thấp.
- Thu nhập tài chính ròng cải thiện nhờ tái cấu trúc nợ vay.

**Hình 19: Chúng tôi dự phóng doanh thu của SZC tăng 32,2%/33,4% svck trong năm 2024-25**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của SZC sẽ tăng trưởng tích cực svck trong năm 2024-25**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

## Định giá

### Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu cao hơn là **42.900 đồng/cp**

Chúng tôi định giá SZC dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho các mảng: KCN, BĐS dân cư, sân golf và trạm thu phí (BOT). Giá mục tiêu cao hơn là 42.900 đồng (từ 42.700 đồng) do:

- Điều chỉnh giả định WACC từ 9,8% xuống 9,3% (Lãi suất phi rủi ro: 2,79%, [Phần bù rủi ro thị trường](#): 7,78%) trong định giá DCF cho các mảng KCN, BĐS dân cư và sân golf.
- Điều chỉnh tăng tổng mức đầu tư của dự án KCN Châu Đức do điều chỉnh giá đền bù đất đối với phần diện tích đất còn lại chưa đền bù của dự án (294ha tính đến hết năm 2023) trong những năm tới, vì chúng tôi kỳ vọng luật đất đai sửa đổi sẽ làm tăng giá đất trong những năm tiếp theo.

Hình 6: Thay đổi giả định WACC

|                           | Trước       | Điều chỉnh  |
|---------------------------|-------------|-------------|
| Phần bù rủi ro thị trường | 9,0%        | 7,8%        |
| Lãi suất phi rủi ro       | 2,7%        | 2,8%        |
| Beta                      | 1,2         | 1,2         |
| Chi phí VCSH              | 13,7%       | 12,3%       |
| Chi phí nợ vay            | 7,0%        | 7,4%        |
| Tỷ lệ nợ vay              | 47,4%       | 47,4%       |
| Tỷ lệ VCSH                | 52,6%       | 52,6%       |
| <b>WACC</b>               | <b>9,8%</b> | <b>9,3%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Định giá theo SOTP

| Dự án                        | Phương pháp | Giá trị hợp lý (tỷ đồng) |
|------------------------------|-------------|--------------------------|
| KCN Châu Đức                 | DCF         | 4.470                    |
| Sonadezi Hữu Phước           | DCF         | 1.030                    |
| KĐT Châu Đức                 | P/B         | 2.247                    |
| Sân Golf                     | DCF         | 767                      |
| BOT                          | BV          | 336                      |
| (+)                          |             |                          |
| Tiền và tương đương tiền     |             | 1.357                    |
| Đầu tư vào công ty khác      |             | 53                       |
| (-)                          |             |                          |
| Tổng nợ vay                  |             | 2.554                    |
| Giá trị doanh nghiệp         |             | 7.705                    |
| SLCP lưu hành                |             | 179.985.863              |
| <b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b> |             | <b>42.900</b>            |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với WACC (đồng/cp)

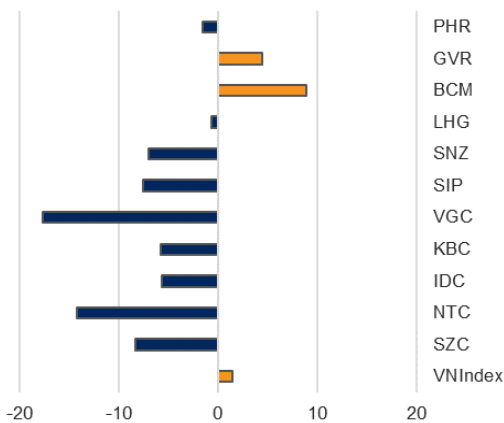
| WACC         | 8,3%   | 8,8%   | 9,3%   | 9,8%   | 10,3%  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Giá mục tiêu | 44.800 | 43.800 | 42.900 | 42.000 | 41.100 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá cổ phiếu SZC, cùng với các cổ phiếu thuần về BĐS KCN khác, đã diễn biến kém khả quan hơn sv thị trường thời gian vừa qua khi thị trường dường như đã lãng quên câu chuyện về xu hướng FDI. Chúng tôi tin rằng triển vọng của ngành BĐS KCN vẫn đầy hứa hẹn trong 2-3 năm tới và định giá của SZC hiện đã trở nên hấp dẫn hơn.

SZC hiện đang giao dịch ở mức P/B là 2,3x, thấp hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành là 2,6x và mức trung bình 5 năm của SZC là 2,6x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/B năm 2024 là 2,5x.

Hình 9: Biến động giá cổ phiếu trong ba tháng gần nhất (%) của các mã BĐS KCN so với VNIndex



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: SZC hiện đang giao dịch ở mức P/B là 2,3x, thấp hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành là 2,6x và mức trung bình 5 năm của SZC là 2,6x



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 11: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 10/01/2024)

| Công ty                                       | Mã CK      | Doanh thu 6T24 |            | LN ròng 6T24 |              | Nợ vay/VCSH  | ROE         | P/E trượt 12T | P/B hiện tại |
|---|------------|----------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
|   |            | Tr USD         | Tỷ đồng    | Tỷ đồng      | % svck       |              |             |               |              |
| Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam          | GVR        | 5.852          | 9.238      | 1.296        | 11,4%        | 12,0         | 5,6         | 51,2          | 2,8          |
| Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp | BCM        | 2.957          | 1.968      | 391          | 4,4%         | 101,3        | 14,8        | 29,2          | 3,9          |
| Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc       | KBC        | 880            | 1.044      | 155          | -78,2%       | 18,1         | 1,5         | 81,7          | 1,2          |
| Tổng Công ty Viglacera                        | VGC        | 804            | 5.383      | 365          | -19,8%       | 53,9         | 10,0        | 24,9          | 2,4          |
| Tổng Công ty IDICO                            | IDC        | 772            | 4.616      | 1.128        | 29,9%        | 56,8         | 38,0        | 10,3          | 4,0          |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG                       | SIP        | 616            | 3.760      | 545          | 23,0%        | 41,9         | 28,2        | 14,9          | 3,9          |
| Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp          | SNZ        | 513            | 2.855      | 545          | 17,6%        | 47,7         | 12,6        | 16,4          | 2,0          |
| CTCP Cao su Phước Hòa                         | PHR        | 330            | 595        | 138          | 36,2%        | 8,4          | 11,4        | 19,9          | 2,1          |
| CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên             | NTC        | 181            | 124        | 131          | 4,7%         | 28,7         | 35,8        | 14,9          | 4,6          |
| CTCP Long Hậu                                 | LHG        | 74             | 238        | 97           | 30,6%        | 11,3         | 12,3        | 9,7           | 1,2          |
| <b>Trung bình</b>                             |            |                |            |              | <b>6,0%</b>  |              | <b>17,0</b> | <b>27,3</b>   | <b>2,8</b>   |
| <b>Trung vị</b>                               |            |                |            |              | <b>14,5%</b> |              | <b>12,5</b> | <b>18,2</b>   | <b>2,6</b>   |
| <b>CTCP Sonadezi Châu Đức</b>                 | <b>SZC</b> | <b>275</b>     | <b>476</b> | <b>167</b>   | <b>35,5%</b> | <b>153,6</b> | <b>11,6</b> | <b>23,4</b>   | <b>2,3</b>   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tiềm năng tăng giá:

Khu đô thị (KĐT) Châu Đức chiếm tỷ trọng đáng kể trong định giá của SZC (29%). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa thu nhập từ dự án này vào dự phóng kết quả kinh doanh trong những năm tới vì dự án vẫn đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ xin phê duyệt đầu tư.

Trước đó, SZC đã nộp đơn xin điều chỉnh dự án KĐT Châu Đức lên Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu và được yêu cầu làm rõ năng lực tài chính để triển khai dự án. Trong 6T24, SZC đã huy động vốn góp chủ sở hữu thành công để đảm bảo tính khả thi của dự án. Do đó, chúng tôi tin rằng bất kỳ diễn biến pháp lý tích cực nào liên quan đến dự án này sẽ là động lực tăng giá cho SZC.

### Rủi ro giảm giá:

Việc bàn giao sản phẩm tại dự án Sonadezi Hữu Phước và bàn giao đất tại KCN Châu Đức chậm hơn dự kiến.

## Báo cáo KQKD

| (Tỷ đồng)                       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025         |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Doanh thu thuần                 | 329        | 433        | 713        | 859        | 818        | 1.082      | 1.443        |
| Giá vốn hàng bán                | (152)      | (199)      | (262)      | (549)      | (468)      | (563)      | (751)        |
| <b>LN gộp</b>                   | <b>177</b> | <b>234</b> | <b>451</b> | <b>310</b> | <b>350</b> | <b>519</b> | <b>692</b>   |
| Chi phí QLDN                    | (31)       | (31)       | (54)       | (40)       | (46)       | (50)       | (59)         |
| Chi phí bán hàng                | (7)        | (4)        | (11)       | (10)       | (9)        | (12)       | (18)         |
| <b>LN hoạt động</b>             | <b>139</b> | <b>199</b> | <b>386</b> | <b>260</b> | <b>295</b> | <b>456</b> | <b>615</b>   |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>249</b> | <b>348</b> | <b>618</b> | <b>714</b> | <b>633</b> | <b>828</b> | <b>1.016</b> |
| Khấu hao                        | 110        | 149        | 231        | 454        | 338        | 372        | 402          |
| <b>EBIT</b>                     | <b>139</b> | <b>199</b> | <b>386</b> | <b>260</b> | <b>295</b> | <b>456</b> | <b>615</b>   |
| Doanh thu tài chính             | 27         | 22         | 13         | 15         | 17         | 22         | 30           |
| Chi phí tài chính               | (10)       | (8)        | (7)        | (32)       | (46)       | (36)       | (35)         |
| Thu nhập ròng khác              | 0          | 7          | 5          | 2          | 0          | 4          | 3            |
| Thu nhập từ liên doanh/liên kết | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            |
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>156</b> | <b>220</b> | <b>397</b> | <b>244</b> | <b>267</b> | <b>446</b> | <b>613</b>   |
| Chi phí thuế TNDN               | (22)       | (34)       | (73)       | (47)       | (48)       | (80)       | (110)        |
| <b>LN ròng</b>                  | <b>134</b> | <b>186</b> | <b>324</b> | <b>197</b> | <b>219</b> | <b>365</b> | <b>502</b>   |

## Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ đồng)                         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tiền và tương đương tiền</b>   | <b>292</b>   | <b>89</b>    | <b>199</b>   | <b>266</b>   | <b>222</b>   | <b>742</b>   | <b>474</b>   |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn         | 120          | 80           | 60           | 40           | 30           | 20           | 20           |
| Các khoản phải thu ngắn hạn       | 144          | 46           | 52           | 40           | 67           | 81           | 99           |
| Hàng tồn kho                      | 1            | 3            | 7            | 1.343        | 1.621        | 1.783        | 2.051        |
| Tài sản ngắn hạn khác             | 3            | 18           | 34           | 46           | 123          | 116          | 102          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>      | <b>560</b>   | <b>237</b>   | <b>352</b>   | <b>1.735</b> | <b>2.064</b> | <b>2.742</b> | <b>2.746</b> |
| Tài sản cố định                   | 316          | 308          | 307          | 669          | 791          | 807          | 835          |
| Tài sản dở dang dài hạn           | 2.106        | 3.768        | 4.856        | 2.699        | 2.943        | 3.379        | 4.231        |
| Tổng các khoản đầu tư dài hạn     | 94           | 96           | 94           | 1.176        | 1.108        | 1.017        | 927          |
| Tài sản dài hạn khác              | 14           | 9            | 7            | 56           | 54           | 53           | 53           |
| <b>Tổng tài sản</b>               | <b>3.090</b> | <b>4.418</b> | <b>5.616</b> | <b>6.335</b> | <b>6.961</b> | <b>7.999</b> | <b>8.792</b> |
| Nợ vay ngắn hạn                   | 111          | 187          | 386          | 491          | 601          | 511          | 411          |
| Các khoản phải trả ngắn hạn       | 320          | 835          | 837          | 1.004        | 1.135        | 1.342        | 2.001        |
| Phải trả ngắn hạn khác            | 14           | 21           | 36           | 45           | 53           | 53           | 53           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>           | <b>446</b>   | <b>1.043</b> | <b>1.259</b> | <b>1.540</b> | <b>1.789</b> | <b>1.906</b> | <b>2.465</b> |
| Nợ vay dài hạn                    | 854          | 1.468        | 1.813        | 2.144        | 2.067        | 1.361        | 1.069        |
| Doanh thu chưa thực hiện dài hạn  | 328          | 241          | 231          | 283          | 308          | 295          | 282          |
| Phải trả dài hạn khác             | 266          | 402          | 847          | 834          | 1.059        | 1.310        | 1.602        |
| Vốn góp chủ sở hữu                | 1.005        | 1.005        | 1.005        | 1.005        | 1.205        | 2.404        | 2.404        |
| Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối | 150          | 214          | 408          | 441          | 404          | 565          | 772          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>             | <b>1.196</b> | <b>1.264</b> | <b>1.466</b> | <b>1.534</b> | <b>1.737</b> | <b>3.126</b> | <b>3.374</b> |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>             | <b>3.090</b> | <b>4.418</b> | <b>5.616</b> | <b>6.335</b> | <b>6.961</b> | <b>7.999</b> | <b>8.792</b> |



## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

| (Tỷ đồng)                              | 2019         | 2020           | 2021           | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|--|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>                   | <b>156</b>   | <b>220</b>     | <b>397</b>     | <b>244</b>   | <b>267</b>   | <b>446</b>   | <b>613</b>   |
| Khấu hao                               | 110          | 149            | 231            | 454          | 338          | 372          | 402          |
| Thuế TNDN đã nộp                       | (18)         | (34)           | (63)           | (54)         | (16)         | (80)         | (110)        |
| Các khoản điều chỉnh khác              | 73           | (76)           | (484)          | (722)        | (606)        | (853)        | (712)        |
| Thay đổi vốn lưu động                  | 251          | 353            | 622            | 716          | 637          | 831          | 1.019        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>   | <b>572</b>   | <b>611</b>     | <b>704</b>     | <b>638</b>   | <b>619</b>   | <b>715</b>   | <b>1.211</b> |
| Đầu tư TSCĐ                            | (468)        | (1.477)        | (1.099)        | (907)        | (718)        | (512)        | (937)        |
| Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ       | 0            | 0              | 0              | 0            | 2            | 0            | 0            |
| Các khoản khác                         | 26           | 24             | 11             | 16           | 17           | 22           | 30           |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác          | (32)         | 37             | 20             | 20           | 12           | 10           | 0            |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>   | <b>(474)</b> | <b>(1.416)</b> | <b>(1.068)</b> | <b>(871)</b> | <b>(689)</b> | <b>(480)</b> | <b>(907)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH            | 0            | 0              | 0              | 0            | 0            | 1.200        | 0            |
| Trả vớt góp CSH, mua CP quỹ            | 0            | 0              | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Tiền vay ròng nhận được                | 42           | 690            | 546            | 435          | 32           | (796)        | (392)        |
| Dòng tiền từ HĐTC khác                 | 0            | 0              | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH              | (84)         | (88)           | (72)           | (136)        | (6)          | (120)        | (180)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>   | <b>(42)</b>  | <b>602</b>     | <b>474</b>     | <b>299</b>   | <b>27</b>    | <b>284</b>   | <b>(572)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ         | 236          | 292            | 89             | 199          | 266          | 222          | 742          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b> | <b>56</b>    | <b>(203)</b>   | <b>110</b>     | <b>66</b>    | <b>(44)</b>  | <b>519</b>   | <b>(268)</b> |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ        | 292          | 89             | 199            | 266          | 222          | 742          | 474          |

## Các chỉ số cơ bản

| Chỉ số định giá                   | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025  |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|
| EPS (đồng)                        | 1.341 | 1.860  | 3.236  | 1.974  | 1.824   | 2.030   | 2.791 |
| P/B                               | 3,1   | 3,0    | 2,6    | 2,5    | 2,6     | 2,2     | 2,0   |
| Tỷ suất cổ tức                    | 2,1%  | 2,7%   | 2,7%   | 2,7%   | 0,0%    | 1,8%    | 2,7%  |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức              | 82%   | 75%    | 54%    | 31%    | 0%      | 55%     | 49%   |
| Chỉ số tăng trưởng (svck)         | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025  |
| Tăng trưởng doanh thu             | 13,5% | 31,4%  | 64,7%  | 20,4%  | -4,8%   | 32,2%   | 33,4% |
| Tăng trưởng LN ròng               | 37,8% | 38,7%  | 74,0%  | -39,0% | 10,9%   | 67,0%   | 37,5% |
| Chỉ số sinh lời                   | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025  |
| Biên LN gộp                       | 53,9% | 54,0%  | 63,2%  | 36,1%  | 42,8%   | 48,0%   | 48,0% |
| Biên EBITDA                       | 75,5% | 80,4%  | 86,6%  | 83,1%  | 77,4%   | 76,5%   | 70,4% |
| Biên LN ròng                      | 40,7% | 43,0%  | 45,4%  | 23,0%  | 26,8%   | 33,8%   | 34,8% |
| ROA                               | 4,7%  | 5,0%   | 6,5%   | 3,3%   | 3,3%    | 4,9%    | 6,0%  |
| ROE                               | 11,4% | 15,1%  | 23,7%  | 13,2%  | 13,4%   | 15,0%   | 15,5% |
| Chỉ số đòn bẩy                    | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025  |
| Khả năng chi trả lãi vay (EBIT/I) | 17,1  | 27,5   | 56,1   | 8,6    | 6,8     | 13,3    | 18,5  |
| Nợ vay/VCSH                       | 80,7% | 130,9% | 150,1% | 171,8% | 153,6%  | 59,9%   | 43,9% |
| Nợ vay ròng/VCSH                  | 56,3% | 123,9% | 136,5% | 154,4% | 140,8%  | 36,2%   | 29,8% |
| Chỉ số thanh khoản                | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025  |
| Vòng quay tổng tài sản            | 0,1   | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1     | 0,1     | 0,2   |
| Vòng quay các khoản phải thu      | 3,1   | 4,6    | 14,5   | 18,7   | 15,3    | 14,6    | 16,0  |
| Số ngày phải thu                  | 116,7 | 78,9   | 24,8   | 19,2   | 23,5    | 24,7    | 22,4  |
| Vòng quay các khoản phải trả      | 1,5   | 0,7    | 0,9    | 0,9    | 0,8     | 0,9     | 0,9   |
| Số ngày phải trả                  | 246,6 | 480,2  | 421,8  | 385,7  | 470,7   | 412,3   | 417,1 |
| Vòng quay hàng tồn kho            | 139,8 | 99,8   | 54,9   | 0,8    | 0,3     | 0,3     | 0,4   |
| Số ngày tồn kho                   | 2,6   | 3,6    | 6,6    | 442,3  | 1.141,1 | 1.089,1 | 919,3 |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn      | 1,3   | 0,2    | 0,3    | 1,1    | 1,2     | 1,4     | 1,1   |
| Khả năng thanh toán nhanh         | 1,2   | 0,2    | 0,2    | 0,2    | 0,2     | 0,4     | 0,2   |

## 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)

### Nguyễn Thị Thuý Nga – Chuyên viên Phân tích

Email: [nga.nguyenthuy2@vndirect.com.vn](mailto:nga.nguyenthuy2@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>