

CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC)

KHẢ QUAN +13,2%

Ngành	BDS KCN & KĐT
Ngày báo cáo	01/07/2025
Giá hiện tại	38.350 VND
Giá mục tiêu	42.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	48.300 VND
TL tăng	+10,6%
Lợi suất cổ tức	2,6%
Tổng mức sinh lời	+13,2%

GT vốn hóa	6,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	85,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	57,8%
SL cổ phiếu lưu hành	180,0 tr
Pha loãng	180,0 tr

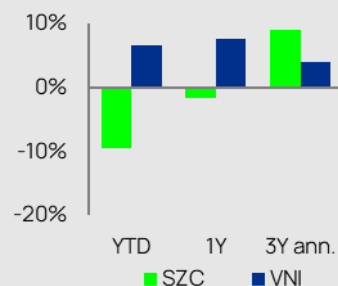
	SZC	Peers*	VNI
P/E (trượt)	20,6x	34,6x	14,0x
P/B (ht)	2,1x	1,6x	1,7x
ROE	11,7%	14,9%	12,8%
ROA	4,5%	3,2%	2,0%

* P/B điều chỉnh cho SZC và công ty cùng ngành

Tổng quan Công ty

SZC là chủ đầu tư KCN và khu đô thị (KĐT) hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (cách trung tâm TP.HCM 60-85 km) với tổng diện tích quỹ đất khoảng 2.300 ha. SZC là công ty con của Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp (UPCoM: SNZ), là tập đoàn cổ phần Nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	871	926	1.012	1.179
% YoY	6,4%	6,3%	9,3%	16,5%
LN HĐKD (tỷ đồng)	369	398	493	607
% YoY	25,1%	7,8%	23,8%	23,0%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	302	315	382	466
% YoY	38,0%	4,3%	21,3%	21,8%
EPS	12,5%	4,3%	21,3%	21,8%
Biên LN gộp	49,5%	50,1%	55,6%	58,4%
Biên LN từ HĐKD	42,4%	43,0%	48,7%	51,4%
Biên LN ròng	34,7%	34,0%	37,8%	39,5%
ROE	12,5%	10,0%	11,6%	13,3%
Nợ ròng/CSH	41,0%	44,9%	47,6%	53,6%
P/E	24,8x	23,8x	19,6x	16,1x
P/B điều chỉnh	2,1x	2,0x	1,9x	1,9x

Dòng tiền từ mảng KCN ổn định dù triển vọng doanh số cho thuê đất giảm

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% giá mục tiêu đối với CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC) xuống 42.400 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh việc giảm các giả định về doanh số cho thuê đất KCN và tăng trưởng giá cho thuê trung bình trong giai đoạn 2025-28, chủ yếu do những thách thức tiềm ẩn từ thông báo thuế đối ứng của Mỹ và các cuộc đàm phán thương mại đang diễn ra, một phần được bù đắp bởi việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 26%/34% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/26, chủ yếu do (1) mức giảm trong dự phóng doanh thu mảng KCN & KĐT và (2) giả định biên lợi nhuận gộp thấp hơn cho mảng KCN để phù hợp với KQKD quý 1/2025.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 4% YoY lên 315 triệu đồng, được thúc đẩy bởi (1) tăng bàn giao đất KĐT tại KĐT Hữu Phước so với năm 2024 và (2) triển vọng cải thiện cho các mảng BOT và sân golf, trong khi (3) chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN sẽ đi ngang so với cùng kỳ do mức giảm trong dự báo bàn giao đất KCN phần lớn được bù đắp bởi việc giá cho thuê trung bình dự kiến tăng.
- Chúng tôi tin rằng SZC sẽ được hưởng lợi từ các dự án cơ sở hạ tầng lớn, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang phát triển nhanh chóng, Sân bay Quốc tế Long Thành sắp tới tỉnh Đồng Nai và tiềm năng phát triển Đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu. SZC đã giải phóng mặt bằng khoảng 83% trên tổng quỹ đất khoảng 2.300 ha.
- Rủi ro: Doanh số cho thuê đất KCN thấp hơn dự kiến và việc mở bán KĐT Châu Đức chậm hơn dự kiến.

Dòng tiền từ mảng KCN dự kiến sẽ duy trì ổn định: Chúng tôi dự báo dòng tiền từ mảng KCN sẽ ở mức trung bình 1,1 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-2027 (tăng từ mức 1,06 nghìn tỷ đồng trong năm 2024). Triển vọng này được hỗ trợ bởi dự báo của chúng tôi rằng giá cho thuê trung bình sẽ tăng 5%/năm trong giai đoạn 2025-2027, nhờ tốc độ phát triển hạ tầng nhanh chóng và mức giá cho thuê cạnh tranh tại KCN Châu Đức (hiện vẫn thấp hơn mức trung bình trong khu vực). Mặc dù chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN hàng năm sẽ giảm nhẹ xuống mức 45 ha trong giai đoạn 2025-2027 (giảm 12% so với mức trung bình giai đoạn 2022-2024), nhưng chúng tôi cho rằng nhu cầu vẫn sẽ duy trì ở mức tương đối ổn định, nhờ được thúc đẩy bởi việc (1) kết nối hạ tầng khu vực được cải thiện và (2) cơ cấu khách thuê đa dạng của SZC, trải rộng trên các ngành chủ chốt như thép, nhựa, dệt may và điện tử. Trong quý 1/2025, SZC đã ký các biên bản ghi nhớ mới cho khoảng 9,6 ha đất, cùng với phần backlog 15,1 ha chưa ghi nhận (không bao gồm các biên bản ghi nhớ được ký trong quý 1).

Mảng BĐS nhà ở và thu phí dự kiến sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2025–2026: Chúng tôi cho rằng mảng BĐS nhà ở của SZC dự kiến sẽ ghi nhận đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ được thúc đẩy bởi đà phục hồi của tâm lý người mua nhà và sự gia tăng của nhu cầu dọc theo các tuyến hạ tầng đang được nâng cấp. Tuyến cao tốc Biên Hòa–Vũng Tàu (chỉ cách KCN và KĐT Châu Đức 4 km), dự kiến sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2025, và được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính của mảng kinh doanh này. Chúng tôi dự báo doanh thu từ khu đô thị (KĐT) Hữu Phước với diện tích 41 ha (dự án này là một phần của khu phức hợp KCN & KĐT Châu Đức; bao gồm khoảng 160 căn shophouse và 500 căn nhà phố) sẽ lần lượt tăng mạnh ở mức 61%/58% trong các năm 2025/2026, đóng góp tương ứng 7%/10% vào tổng lợi nhuận gộp dự kiến của SZC trong 2 năm kể trên. Trong dài hạn, KĐT Châu Đức sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng bổ sung, với khoảng 83% diện tích đã được giải phóng mặt bằng. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ được hỗ trợ bởi hoạt động tái thu phí trở lại dự án BOT 768 từ tháng 4/2025, kết hợp với sự cải thiện dần của KQKD mảng sân golf khi tỷ lệ lấp đầy tại cả KCN và KĐT đều gia tăng.

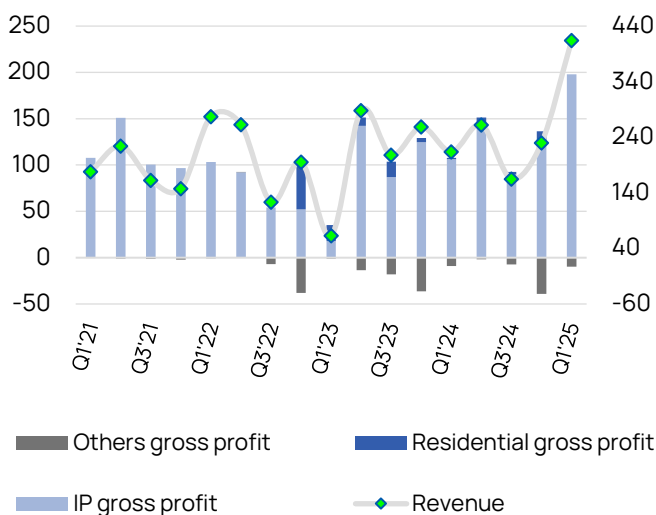
Triển vọng năm 2025: Việc ghi nhận phần backlog đất KCN, cùng với sự phục hồi của mảng BĐS nhà ở và mảng thu phí dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới so với KQ 2024	Dự báo 2025 mới so với dự báo cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	871	1.133	926	6%	-18%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng KCN & KĐT, chủ yếu do các thách thức tiềm ẩn từ thông báo áp thuế đối ứng của Mỹ vào tháng 4.
– KCN	765	945	763	0%	-19%	* Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng KCN sẽ đi ngang so với cùng kỳ năm trước, do mức giảm YoY dự kiến của lượng bàn giao đất được bù đắp bởi mức tăng dự kiến 10% YoY của giá cho thuê trung bình, lên mức 99 USD/m². Chúng tôi ước tính lượng backlog chưa ghi nhận vào cuối quý 1/2025 là khoảng 15,1 ha (chưa bao gồm phần diện tích 9,6 ha từ các biên bản ghi nhớ được ký trong quý 1).
– KĐT	31	75	50	61%	-33%	* Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN năm 2025 sẽ giảm 14% YoY xuống mức 40 ha (so với mức 55 ha trước đây), đồng thời dòng tiền của mảng KCN cũng sẽ giảm 4% YoY xuống mức 1,0 nghìn tỷ đồng.
– Thu phí	0	32	32	N.M.	0%	* Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ khu đô thị Hữu Phước (~160 căn shophouse và ~500 căn nhà phố) sẽ phục hồi từ mức nền thấp, được thúc đẩy bởi triển vọng phục hồi của thị trường BĐS tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu vào cuối năm 2025 và tiến độ hoàn thành sắp tới của tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, nằm liền kề dự án.
– Sân golf	55	61	61	10%	0%	
– Khác	19	20	20	3%	0%	
Lợi nhuận gộp	431	619	463	8%	-25%	
Chi phí SG&A	-61	-80	-65	6%	-18%	
Lợi nhuận từ HĐKD	369	539	398	8%	-26%	
Thu nhập tài chính	40	39	39	-3%	0%	
Chi phí tài chính	-35	-43	-43	23%	0%	* Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng YoY, chủ yếu do phần lớn khoản vay tài trợ cho KĐT & KCN Châu Đức và sân golf dự kiến sẽ không còn được vốn hóa.
Lãi/lỗ ròng khác	0	0	0	N.M.	N.M.	
LNTT	375	535	394	5%	-26%	
LNST sau lợi ích CĐTS	302	428	315	4%	-26%	* Dự báo thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do mức giảm dự kiến của biên lợi nhuận gộp và lượng bàn giao đất KCN.
Biên lợi nhuận gộp	49,5%	54,6%	50,1%			
– KCN	61,0%	61,2%	58,2%			* Chúng tôi điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp mảng KCN năm 2025, dựa theo KQKD thấp hơn kỳ vọng trong quý 1/2025.
– KĐT	69,1%	68,8%	68,8%			
Biên LN từ HĐKD	42,4%	47,5%	43,0%			
Biên LN ròng	34,7%	37,7%	34,0%			

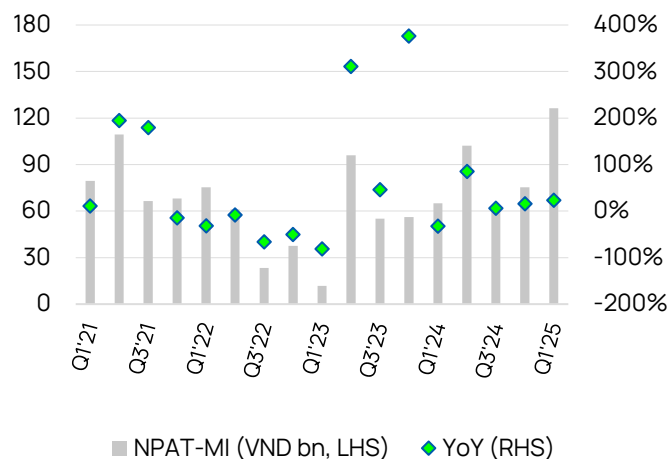
Nguồn: Báo cáo tài chính của SZC, dự báo của Vietcap

Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận gộp hàng quý của SZC



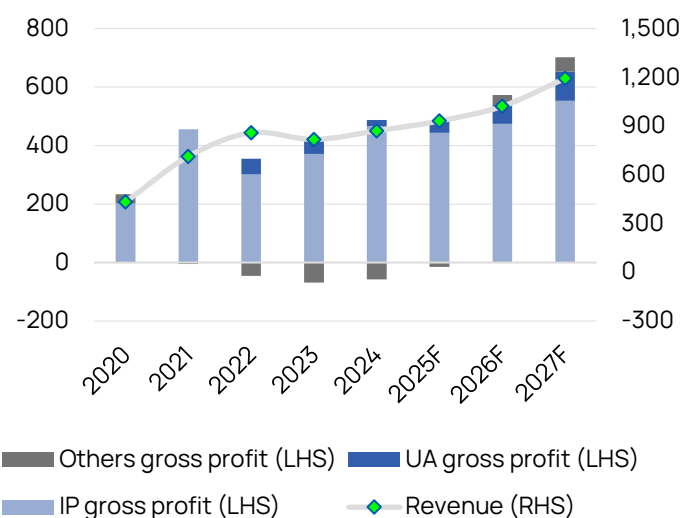
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 3: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của SZC



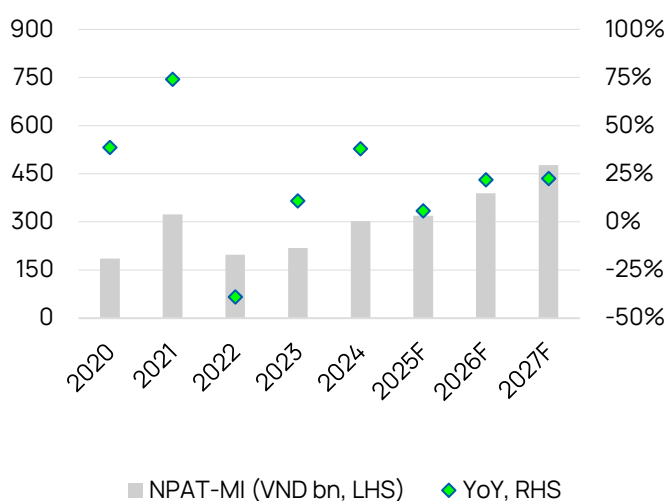
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 4: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 5: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của SZC



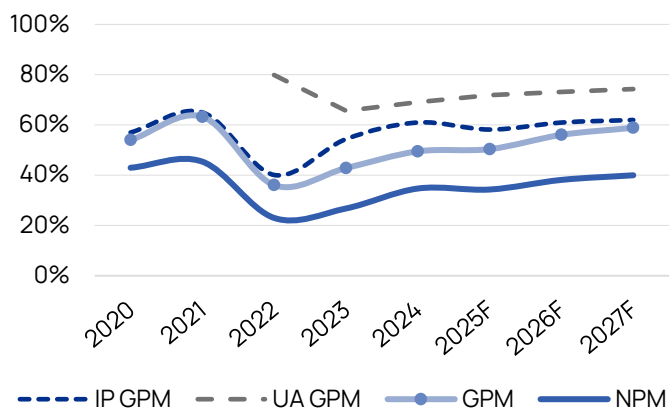
Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 6: Dòng tiền từ cho thuê đất KCN & KĐT của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap

Hình 7: Dự báo biên lợi nhuận gộp của SZC



Nguồn: SZC, Vietcap. Lưu ý: Không ghi nhận doanh thu mảng KĐT trong năm 2020 và 2021.

Hình 8: Các dự án KCN và KĐT của SZC

Dự án KCN	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SZC	Thời gian mở cho thuê	Tổng diện tích (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Diện tích cho thuê còn lại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	% diện tích đã hoàn tất giải phóng mặt bằng*
KCN Châu Đức	BR-VT	100%	2008	1.556,1	1.147,5	~580	51%	~83%
Dự án KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của SZC	Thời gian mở bán	Tổng diện tích (ha)	Tiến độ hiện tại			
KĐT Hữu Phước	BR-VT	100%	2021	41	• Shophouse: Khoảng 120 căn đã được bán tính đến cuối quý 1/2025. • Nhà liền kề: Hiện đang hoàn tất các thủ tục pháp lý để đủ điều kiện mở bán. • Căn hộ: Đã hoàn thành quy hoạch tổng thể 1/500 sửa đổi; hiện đang chờ giấy phép xây dựng.			
KĐT Châu Đức	BR-VT	100%	2029**	539	Đã hoàn thành quy hoạch tổng thể 1/500; hiện đang xin giấy phép đầu tư sửa đổi.			
TỔNG CỘNG				580				

Nguồn: SZC, Vietcap. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối quý 1/2025; BR-VT là tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu; (*) % giải phóng mặt bằng cho cả KCN & KĐT; (**) Dự báo của Vietcap.

Hình 9: Dự báo mảng KCN và KĐT của SZC

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	TT 2025F	TT 2026F	TT 2027F
Doanh số cho thuê đất KCN (ha)	38	40	67	46	40	45	50	-14%	13%	11%
Doanh số bán đất KĐT (m2)	0	6.272	6.720	2.912	4.480	6.720	9.632	54%	50%	43%
Doanh thu mảng KCN (tỷ đồng)	702	752	684	765	763	778	893	0%	2%	15%
Doanh thu mảng KĐT (tỷ đồng)	0	67	72	31	50	79	119	61%	58%	51%
Tổng dòng tiền mảng KCN & KĐT (tỷ đồng)	622	808	725	1.114	980	1.058	1.310	-12%	8%	24%

Nguồn: SZC, dự báo của Vietcap; TT: tăng trưởng

Hình 10: Các căn shophouse tại dự án khu dân cư Hữu Phước



Nguồn: Vietcap tổng hợp, cập nhật đến tháng 6/2025

Định giá

Chúng tôi định giá SZC theo phương pháp định giá giá trị tài sản ròng có điều chỉnh (RNAV) – phương pháp mà chúng tôi cho là phù hợp nhất đối với các doanh nghiệp BĐS nhằm phản ánh giá trị quỹ đất và tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi tiếp tục định giá (1) các dự án KCN Châu Đức, khu dân cư Hữu Phước và KĐT Châu Đức theo phương pháp CKDT, và (2) các dự án sân golf Châu Đức và BOT 768 theo phương pháp P/B, với mức P/B mục tiêu tương ứng là 0,8x/1,0x do chúng tôi kỳ vọng dự án sân golf Châu Đức sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ trong giai đoạn 2025–2026, trong khi BOT 768 đã hoạt động trở lại từ tháng 4/2025.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% giá mục tiêu xuống mức 42.400 đồng/cổ phiếu, chủ yếu nhằm phản ánh (1) mức giảm 25% của chúng tôi đối với dự báo doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2025–28 và (2) mức giảm từ mức 8% trước đây xuống mức 5% đối với dự báo tăng trưởng giá cho thuê trung bình hàng năm trong giai đoạn 2025–28 của chúng tôi, sau thông báo áp thuế của cựu Tổng thống Trump; 2 yếu tố trên được bù đắp một phần bởi việc (3) chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị
KCN Châu Đức	CKDT	5.021
Dự án KĐT Hữu Phước	CKDT	504
KĐT Châu Đức	CKDT	2.778
Khác*	P/B	690
Tổng giá trị tài sản ròng (NAV) dự phóng		8.993
(+) Tiền và tương đương tiền		686
(-) Tổng nợ vay gộp		-2.039
NAV		7.640
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		180
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		42.400
Tỷ lệ tăng (%)		+10,6%
Lợi suất cổ tức (%)		2,6%
Tổng mức sinh lời dự phóng (%)		+13,2%
P/B điều chỉnh năm 2025/2026 theo giá mục tiêu		2,2x/2,1x
P/E dự kiến năm 2025/2026 theo giá mục tiêu		26,3x/21,7x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Các dự án khác bao gồm Sân golf Châu Đức, và BOT 768.

Hình 12: Tóm tắt WACC

	Trước đây	Điều chỉnh
Beta	1,4	1,4
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Chi phí VCSH %	17,2%	17,2%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
% nợ vay	50,0%	50,0%
% vốn CSH	50,0%	50,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,0%	13,0%

Nguồn: Vietcap

Hình 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi cho SZC liên quan đến những thay đổi trong giả định WACC của chúng tôi, các yếu tố khác không đổi

WACC	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	46.700	44.500	42.400	40.500	38.600

Nguồn: Vietcap

Hình 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi cho SZC liên quan đến mức tăng điểm phần trăm bổ sung trong giá cho thuê trung bình ròng dự kiến năm 2025 của chúng tôi cho các dự án KĐT, các yếu tố khác không đổi

Mức tăng điểm % bổ sung	0%	5%	8%	10%	12%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	42.400	44.400	45.600	46.400	47.100

Nguồn: Vietcap

Hình 15: Tổng quan về ba kịch bản thuế và tác động của chúng đến ngành BĐS KCN của Việt Nam

Kịch bản kém khả quan	Kịch bản cơ sở (Quan điểm của Vietcap)	Kịch bản khả quan
- Mức chênh lệch thuế cao hơn 10–15% so với các nước trong khu vực. - Việt Nam có thể đánh mất lợi thế cạnh tranh so với các nước xuất khẩu sang Mỹ trong khu vực, đặc biệt là trong lĩnh vực điện tử công nghệ cao.	- Mức chênh lệch thuế 5–10% so với các nước trong khu vực, nhưng vẫn thấp hơn Trung Quốc. - Dù chúng tôi dự báo Việt Nam vẫn sẽ giữ được một số lợi thế về mặt cấu trúc, nhưng kịch bản cơ sở của chúng tôi vẫn sẽ giả định rằng khả năng cạnh tranh sẽ suy giảm nhẹ.	- Mức chênh lệch thuế 0–5% so với các nước trong khu vực. - Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tương đối duy trì được lợi thế cạnh tranh.

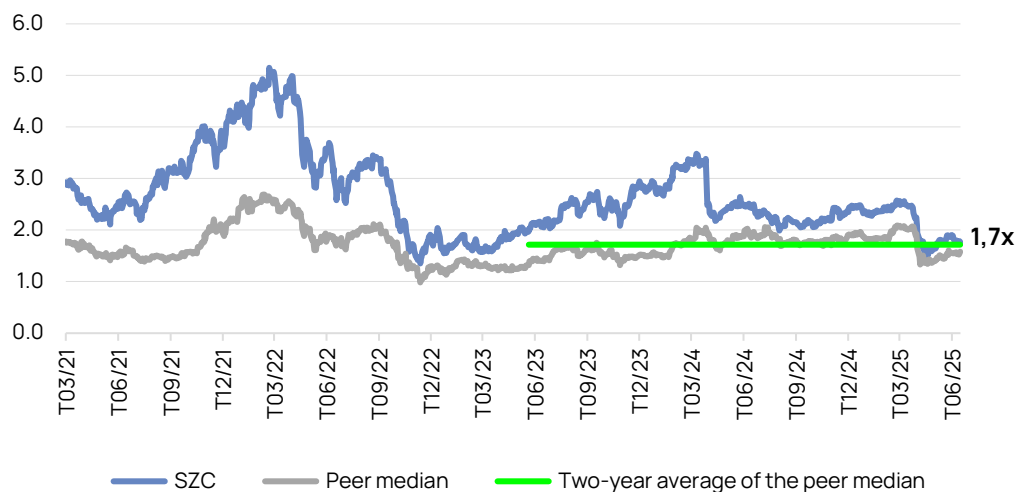
Nguồn: Vietcap. Vui lòng tham khảo chi tiết trong Báo cáo Chiến lược Đầu tư 6 tháng cuối năm 2025 của chúng tôi.

Hình 16: Dự báo và giá mục tiêu của SZC theo ba kịch bản

Kịch bản kém khả quan	Kịch bản cơ sở (Quan điểm của Vietcap)	Kịch bản khả quan
Các giả định và dự báo chính cho SZC		
- Tăng trưởng giá cho thuê trung bình dự kiến ở mức 3%/năm trong giai đoạn 2025–2028. - Doanh số cho thuê đất KCN trung bình giai đoạn 2025–2028 dự kiến sẽ thấp hơn 10% so với kịch bản cơ sở. - Giả định các yếu tố khác không thay đổi so với kịch bản cơ sở.	- Tăng trưởng giá cho thuê/bán trung bình đối với tất cả các dự án KCN/bồi thường đất dự kiến sẽ ở mức 5%/năm trong giai đoạn 2025–2028. - Doanh số cho thuê đất KCN trung bình giai đoạn 2025–2028: 46 ha/năm.	- Tăng trưởng giá cho thuê trung bình dự kiến ở mức 7%/năm trong giai đoạn 2025–2028. - Doanh số cho thuê đất KCN trung bình dự kiến sẽ cao hơn 10% so với kịch bản cơ sở. - Giả định các yếu tố khác không thay đổi so với kịch bản cơ sở.
Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu của SZC		
GMT tương ứng: 36.800 đồng/cp Tổng mức sinh lời tương ứng: -1,4% P/E dự kiến 2025/26 tại GMT: 23,8x/21,7x P/B đ/c 2025/26F tại GMT: 2,0x/1,9x	GMT: 42.400 đồng/cp Tổng mức sinh lời: +13,2% P/E dự kiến 2025/26 tại GMT: 26,3x/21,7x P/B đ/c 2025/26 tại GMT: 2,2x/2,1x	GMT tương ứng: 49.400 đồng/cp Tổng mức sinh lời tương ứng: +31,4% P/E dự kiến 2025/26 tại GMT: 29,3x/22,5x P/B đ/c 2025/26 tại GMT: 2,6x/2,4x

Nguồn: Vietcap; GMT: Giá mục tiêu, đ/c: Điều chỉnh

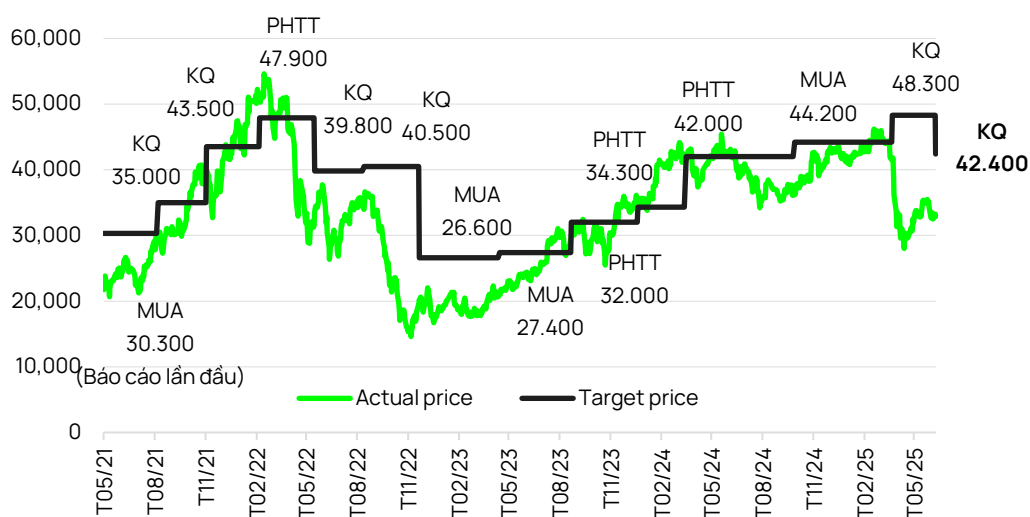
Hình 17: Tỷ lệ P/B điều chỉnh của SZC và các công ty cùng ngành KCN



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	871	926	1.012	1.179
Giá vốn hàng bán	-440	-462	-449	-491
Lợi nhuận gộp	431	463	563	689
Chi phí bán hàng	-5	-5	-6	-7
Chi phí quản lí DN	-56	-60	-65	-75
LN từ HĐKD	369	398	493	607
Thu nhập tài chính	40	39	38	40
Chi phí tài chính	-35	-43	-53	-64
Trong đó, chi phí lãi vay	-32	-42	-52	-63
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập ròng khác	0	0	0	0
LNTT	375	394	478	582
Thuế TNDN	-72	-79	-96	-116
LNST trước CĐTS	302	315	382	466
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	302	315	382	466
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	302	315	382	466
EBITDA	683	721	810	944
EPS báo cáo, VND	1.545	1.611	1.955	2.382
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS (%)	65%	62%	51%	42%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng (TT) YoY				
TT Doanh thu	6,4%	6,3%	9,3%	16,5%
TT LN HĐKD	25,1%	7,8%	23,8%	23,0%
TT LNTT	40,4%	5,2%	21,3%	21,8%
TT EPS báo cáo	12,5%	4,3%	21,3%	21,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	49,5%	50,1%	55,6%	58,4%
Biên LN từ HĐKD %	42,4%	43,0%	48,7%	51,4%
Biên EBITDA	78,4%	77,9%	80,0%	80,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	34,7%	34,0%	37,8%	39,5%
ROE	12,5%	10,0%	11,6%	13,3%
ROA	4,0%	3,8%	4,3%	4,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	1.396	1.503	1.832	2.077
Số ngày phải thu	46	57	50	44
Số ngày phải trả	186	145	172	192
TG luân chuyển tiền	1.255	1.414	1.711	1.928
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,6x	1,6x	1,7x	1,9x
CS thanh toán nhanh	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x
CS thanh toán tiền mặt	0,5x	0,5x	0,4x	0,5x
Nợ/Tài sản	28,1%	27,6%	28,0%	29,4%
Nợ/Vốn sử dụng	42,7%	42,4%	43,2%	45,2%
Nợ/Vốn CSH	41,0%	44,9%	47,6%	53,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	11,5x	9,5x	9,5x	9,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	705	583	629	716
Đầu tư TC ngắn hạn	335	335	335	335
Các khoản phải thu	150	140	139	145
Hàng tồn kho	1.743	2.064	2.445	3.140
TS ngắn hạn khác	134	134	134	134
Tổng TS ngắn hạn	3.067	3.255	3.681	4.470
TS dài hạn (gộp)	928	1.008	1.088	1.168
- Khấu hao lũy kế	-172	-212	-253	-292
TS dài hạn (ròng)	756	796	835	875
Đầu tư TC dài hạn	53	53	53	53
TS dài hạn khác	4.351	4.457	4.627	4.814
Tổng TS dài hạn	5.159	5.306	5.515	5.742
Tổng Tài sản	8.226	8.561	9.196	10.212
Phải trả ngắn hạn	180	188	235	283
Nợ ngắn hạn	656	656	721	793
Nợ ngắn hạn khác	1.076	1.143	1.202	1.259
Tổng nợ ngắn hạn	1.912	1.987	2.157	2.335
Nợ dài hạn	1.657	1.707	1.857	2.207
Nợ dài hạn khác	1.552	1.652	1.794	2.034
Tổng nợ	5.120	5.346	5.808	6.576
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	1.800	1.800	1.800	1.800
Thặng dư vốn CP	604	604	604	604
Lợi nhuận giữ lại	544	590	684	838
Vốn khác	158	222	299	394
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	3.106	3.216	3.388	3.636
Tổng cộng nguồn vốn	8.226	8.561	9.196	10.212
SL cổ phiếu lưu hành (tr)	180	180	180	180

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	222	705	583	629
Thu nhập ròng	375	315	382	466
Khấu hao	313	323	317	338
Thay đổi vốn lưu động	-346	-175	-212	-518
Điều chỉnh khác (a)	315	142	170	260
Tiền từ hoạt động KD	657	605	658	546
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-649	-598	-648	-701
Đầu tư, ròng	-270	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-919	-598	-648	-701
Cổ tức đã trả	-119	-180	-180	-180
Tăng (giảm) vốn	1.200	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	55	0	66	72
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-410	50	150	350
Tiền từ các hoạt động khác	19	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	745	-130	36	242
Tổng lưu chuyển tiền tệ	483	-122	46	87
Tiền cuối năm	705	583	629	716

Nguồn: SZC, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Nhật Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.