

## CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (SZC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường  
VND25.050

Giá mục tiêu  
VND44.000

Tỷ suất cổ tức  
3,7%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Bất động sản

Ngày 28/12/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua: 3 Giữ: 1 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: -27,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh dự phóng LN ròng 2022/23 lần lượt giảm 36,9%/9,9% so với dự phóng trước.
- Điều chỉnh giá mục tiêu 45,7% so với dự phóng trước đó.

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	83.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	26.868tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.690
Free float (%)	26
P/E trượt (x)	10,3
P/B hiện tại (x)	1,7

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Thị trường bất động sản khó khăn trì hoãn động lực tăng trưởng

- Trong 9T22, doanh thu của SZC tăng 17,3% svck trong khi lợi nhuận (LN) ròng giảm 37,5% svck, chỉ hoàn thành 42,2% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi nhận thấy nhiều khó khăn dần xuất hiện tới từ: chi phí đền bù đất KCN tăng và chậm bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000 đ/cp.

### Chi phí đền bù tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận 9T22

SZC công bố doanh thu (DT)/LN ròng Q3/22 lần lượt giảm 24,3%/65,0% svck. Trong 9T22, doanh thu tăng 17,3% svck lên 663,2 tỷ đồng nhờ doanh thu KCN trong 9T22 tăng 14,6% svck trong bối cảnh nhu cầu thuê KCN tăng cao tại tỉnh BR-VT và khoảng 15,6 tỷ đồng doanh thu từ sân gôn lần đầu tiên được ghi nhận. Dự án Sonadezi Hữu Phước tiếp tục chậm bàn giao và không ghi nhận doanh thu trong 9T22. Ngoài ra, giá bồi thường đất tăng khiến biên lợi nhuận gộp 9T22 của SZC giảm 26,5 điểm % svck xuống 36,5%. Do đó, LN ròng trong 9T22 giảm 37,5% svck, chỉ hoàn thành 42,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Những khó khăn dần xuất hiện ở cả BĐS KCN và BĐS dân cư

Chúng tôi nhận thấy những khó khăn sẽ làm ảnh hưởng đến KQKD của SZC gồm: 1) chi phí bồi thường đất cho KCN Châu Đức tăng, 2) chậm thủ tục pháp lý để bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước, dù giai đoạn 1 của dự án này đã hoàn thành 90-95% do thay đổi lãnh đạo cấp cao tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu.

### Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh DT năm 2022/23 giảm lần lượt 23,4%/10,7% so với dự phóng trước đó sau khi loại bỏ hoàn toàn DT từ BĐS dân cư trong 2022 và giảm DT BĐS dân cư năm 2023 xuống 29,8% so với trước đó, do lo ngại về tiến độ bàn giao của Sonadezi Hữu Phước có thể chậm hơn dự kiến. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng 2022/23 lần lượt 36,9%/9,9% so với dự phóng trước đó. Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS nhà ở sẽ phục hồi vào năm 2024 sau một năm khó khăn, vì vậy chúng tôi điều chỉnh tăng DT/LN ròng năm 2024 lần lượt là 1,2%/1,3% so với dự báo trước đó.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.000 đồng/cp theo phương pháp định giá từng phần sau khi: 1) thay đổi giả định WACC, 2) giảm định giá dự án Sonadezi Hữu Phước và 3) tăng tỷ lệ chiết khấu cho phần diện tích còn lại. Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) giá thuê và diện tích cho thuê của KCN Châu Đức tăng cao hơn dự kiến, 2) Thời gian triển khai giai đoạn 2 của Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) chi phí đền bù đất mới cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc cấp phép các dự án BĐS dân cư.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	713	864	1.365	2.081
Tăng trưởng DT thuần	64,7%	21,2%	58,0%	52,5%
Biên lợi nhuận gộp	63,2%	41,1%	52,0%	53,4%
Biên EBITDA	89,1%	86,6%	78,0%	69,0%
LN ròng (tỷ)	324	238	510	828
Tăng trưởng LN ròng	74,0%	(26,5%)	114,5%	62,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	74,8%	(26,5%)	114,5%	62,3%
EPS cơ bản	3.236	2.378	5.103	8.281
EPS điều chỉnh	2.939	2.160	4.634	7.520
BVPS	14.656	15.560	19.051	25.338
ROAE	23,7%	15,7%	29,5%	37,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## THỊ TRƯỜNG BĐS KHÓ KHĂN TRÌ HOÃN ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000 đ/cp

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích đầu tư SZC trong dài hạn do:

- SZC sở hữu nhiều lợi thế để nắm bắt nhu cầu cho KCN ngày càng tăng ở phía Nam. SZC có quỹ đất lớn (hơn 600ha) và giá thuê cạnh tranh trong số các nhà phát triển KCN niêm yết tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (BR-VT), một trung tâm sản xuất lớn của miền Nam. Diện tích cho thuê của KCN Châu Đức vẫn đảm bảo duy trì được ổn định trong các năm tới. Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê của KCN này vào khoảng 581ha. Cùng với việc sở hữu vị trí thuận lợi, chúng tôi tin rằng SZC sẽ cho thuê khoảng 40-60ha mỗi năm trong giai đoạn 2023-32.
- Mặc dù bàn giao chậm hơn dự kiến, mảng BĐS dân cư của SZC sẽ là động lực tăng trưởng với tỷ lệ đóng góp cho doanh thu trong giai đoạn 2023/24 lần lượt là 31,7%/41,5%.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 44.000 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 44.000 đồng (từ 81.100 đồng) do: 1) thay đổi giả định WACC, 2) giảm định giá cho Sonadezi Hữu Phước xuống 25,7% so với trước đó do chuyển định giá sang năm 2023 và thay đổi thời gian ghi nhận doanh thu để phản ánh tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến 3) tăng tỷ lệ chiết khấu lên 50% từ 0% trước đó cho phần diện tích còn lại để phản ánh quan ngại của chúng tôi về khả năng phê duyệt các dự án BĐS dân cư mới trong thời gian tới.

Nhìn chung, chúng tôi đã tăng tỷ lệ chiết khấu RNAV lên 15% (từ 10%) để phản ánh những rủi ro trong vĩ mô cũng như thị trường BĐS KCN. Sự thay đổi này tới từ 1) dòng vốn FDI chậm lại do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước sự phục hồi còn tiềm ẩn nhiều rủi ro của nền kinh tế toàn cầu và việc FED tăng lãi suất có thể tác động đến dòng vốn FDI vào Việt Nam và 2) Sự chậm trễ trong việc phê duyệt thủ tục pháp lý cho KCN do thay đổi lãnh đạo cấp cao của nhiều địa phương phía Nam (Bình Dương, Đồng Nai, BR-VT...)

Tiềm năng tăng giá: 1) giá thuê và diện tích cho thuê của KCN Châu Đức tăng cao hơn dự kiến, 2) Thời gian triển khai giai đoạn 2 của Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là: 1) chi phí đền bù đất mới cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc cấp phép cho các dự án BĐS dân cư.

Hình 1: Thay đổi giả định WACC

Giả định	Điều chỉnh	Trước đó
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	3,0%
Beta	1,8	1,1
Chi phí sử dụng nợ	10,0%	8,0%
Tỷ lệ nợ	60,4%	62,0%
Tỷ lệ vốn	39,6%	38,0%
Chi phí sử dụng vốn	23,8%	15,1%
<b>WACC</b>	<b>14,3%</b>	<b>9,7%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Định giá theo phương pháp định giá từng phần**

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Lưu ý
KCN Châu Đức	DCF		3.705	
KĐT Sonadezi Hữu Phước	DCF		792	Chúng tôi hạ định giá 25,7% so với trước đó cho dự án này tới từ: 1) chuyển năm cơ sở định giá sang năm 2023 và điều chỉnh thời gian ghi nhận doanh thu để phản ánh tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến, 2) tăng giá định WACC.
Diện tích đất KĐT còn lại (539ha)	So sánh ngang giá	50%	1.894	Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 50% tới từ lo ngại khả năng phê duyệt các dự án KĐT mới của SZC.
BOT	P/B, 0,9x		244	
Sân gôn	DCF		492	
(+)	Giá trị sổ sách Q3/22			
Tiền và tương đương tiền			292	
Đầu tư vào công ty liên kết			53	
(-)	Giá trị sổ sách Q3/22			
Tổng dư nợ gộp			2.286	
Nợ khác			-	
Lợi ích cổ đông thiểu số			-	
Giá trị doanh nghiệp			5.185	
Chiết khấu				Chúng tôi tăng tỷ lệ chiết khấu RNAV lên 15% để phản ánh tâm lý tiêu cực của của thị trường với các thông tin vĩ mô và thị trường BĐS khu công nghiệp.
SLCP đang lưu hành			100.000.000	
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>44.000</b>	Chúng tôi hạ giá mục tiêu 45,7% so với báo cáo trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu ngày 26/12/2022)**

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)			P/B (lần)			Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)		
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	Trượt 12T	2022	2023	Hiện tại	2022		2023	2022	2023	2022	2023
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	25.050	44.000	Khả quan	106	10,3	9,4	8,5	1,7	1,6	1,3	66,7	15,7	29,5	3,5	5,9	
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	13.350	N/A	N/A	2.261	12,6	13,6	12,3	1,1	N/A	N/A	10,4	8,5	8,8	5,1	5,1	
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	78.000	99.000	Khả quan	3.418	47,2	34,6	21,2	4,6	4,5	3,8	33,1	13,8	19,9	4,7	7,3	
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	20.000	36.400	Khả quan	650	6,8	8,4	5,2	0,9	0,7	0,5	30,3	22,4	25,7	10,4	11,3	
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	33.950	N/A	N/A	645	7,7	7,9	9,3	2,0	1,6	1,5	3,6	25,0	18,6	18,4	14,7	
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	20.900	N/A	N/A	333	8,8	N/A	N/A	1,4	N/A	N/A	22,5	N/A	N/A	N/A	N/A	
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	31.200	N/A	N/A	436	5,1	4,6	5,1	2,0	1,5	1,5	19,5	38,6	29,1	13,8	11,9	
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	67.600	N/A	N/A	260	7,5	6,3	N/A	2,1	1,7	N/A	N/A	27,5	N/A	5,6	N/A	
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	38.250	60.000	Khả quan	219	8,1	6,1	7,0	1,5	1,5	1,3	8,4	32,9	28,6	16,1	14,0	
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	113.000	N/A	N/A	115	9,2	6,8	3,0	4,3	N/A	N/A	N/A	52,1	70,3	6,9	N/A	
CTCP Long Hậu	LHG VN	20.950	N/A	N/A	44	5,3	4,3	3,6	0,7	0,6	0,5	23,7	16,7	21,0	8,5	10,9	
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	23.500	N/A	N/A	26	192,6	N/A	N/A	2,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
<i>Trung bình</i>						26,8	10,2	8,4	2,0	1,7	1,5	24,2	25,3	27,9	9,3	10,1	
<i>Trung vị</i>						8,5	7,3	7,0	1,8	1,6	1,3	22,5	23,7	25,7	7,7	11,1	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Tóm tắt Q3/22: Doanh thu từ BĐS dân cư vẫn chưa được ghi nhận**

Hình 4: So sánh KQKD Q3/22 và 9T22

(Tỷ đồng)	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	% so với dự phóng cả năm	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>123,3</b>	<b>162,8</b>	<b>-24,3%</b>	<b>663,2</b>	<b>565,5</b>	<b>17,3%</b>	<b>58,8%</b>	Doanh thu Q3/22 giảm 24,3% svck chỉ đạt 123,3 tỷ đồng. Mặc dù vẫn doanh thu 9T22 vẫn ghi nhận mức tăng trưởng tốt, tăng 17,3% svck được hỗ trợ chủ yếu tới từ đã tăng mạnh của mảng BĐS KCN (đóng góp tới 96,3% doanh thu).
<i>BĐS KCN</i>	112,8	161,0	-29,9%	638,7	557,3	14,6%	90,3%	Doanh thu mảng BĐS KCN trong 9T22 tăng 14,6% svck lên 638,7 tỷ đồng nhờ nhu cầu thuê đất KCN vẫn được duy trì ở mức cao tại tỉnh BR-VT.
<i>BĐS dân cư</i>	-	-	-	-	-	-	-	Trong Q3/22, doanh thu BĐS dân cư vẫn chưa được ghi nhận khi dự án Sonadezi Hữu Phước tiếp tục bị lùi thời gian bàn giao.
<i>Khác</i>	10,4	1,8	490,6%	24,6	8,2	200,2%	20,1%	Doanh thu khác trong Q3/22 bật tăng mạnh 490,6% svck nhờ đóng góp tới từ sân golf khoảng 8,0 tỷ đồng. Kể từ khi được chính thức đưa vào hoạt động trong Q2/22, doanh thu từ sân golf đã đóng góp 15,6 tỷ đồng.
<b>LN gộp</b>	<b>47,3</b>	<b>99,2</b>	<b>-52,3%</b>	<b>242,0</b>	<b>356,4</b>	<b>-32,1%</b>	<b>45,7%</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	38,3%	60,9%	-22,6 điểm %	36,5%	63,0%	-26,5 điểm %	-10,4 điểm %	Biên LN gộp Q3/22 giảm mạnh 22,6 điểm % svck xuống chỉ còn 38,3% do KCN Châu Đức áp dụng giá đất đền bù mới kể từ Q2/22, kéo theo đó biên LN gộp trong 9T22 giảm 26,5 điểm % svck.
Thu nhập tài chính	4,6	5,0	-7,5%	9,5	8,6	9,8%	37,9%	
Chi phí tài chính	9,8	1,8	458,9%	21,7	5,1	328,5%	83,6%	
Chi phí BH&QLDN	13,9	18,8	-26,0%	33,6	49,1	-31,6%	51,7%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	11,3%	11,6%	-0,3 điểm %	5,1%	8,7%	-3,6 điểm %	-0,7 điểm %	
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	28,1	83,5	-66,4%	196,1	310,9	-36,9%	42,9%	
LNTT	28,1	83,7	-66,4%	196,1	315,2	-37,8%	42,6%	
<b>LN ròng</b>	<b>23,3</b>	<b>66,5</b>	<b>-65,0%</b>	<b>159,8</b>	<b>255,5</b>	<b>-37,5%</b>	<b>42,4%</b>	LN ròng trong 9T22 giảm 37,5% svck, mới chỉ hoàn thành 42,4% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

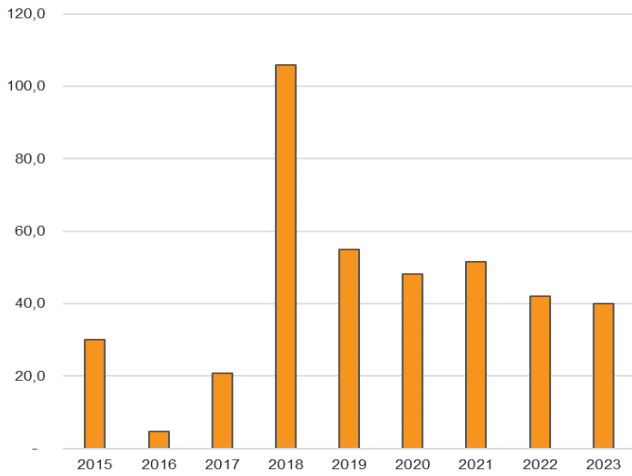
**Triển vọng 2023-24: Những khó khăn dần xuất hiện**

**BĐS KCN: Chi phí đền bù tăng tạo áp lực lên LN**

Trong 9T22, chúng tôi ước tính diện tích cho thuê của KCN Châu Đức vào khoảng 31-32ha, giúp doanh thu KCN tăng 14,6% svck. BR-VT đang tạm dừng phê duyệt phương án đền bù giải phóng mặt bằng để chờ điều chỉnh giá đất mới. Cuối Q3/22, BR-VT đã không thể ban hành được quyết định điều chỉnh như dự kiến do không thống nhất được hệ số điều chỉnh.

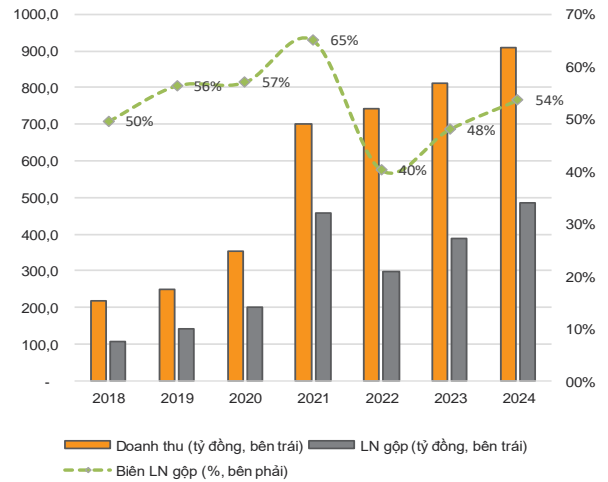
Tuy nhiên, SZC đã bắt đầu áp dụng mức giá đền bù mới kể từ Q2/22. Từ đó, chúng tôi dự báo doanh thu BĐS KCN năm 2022 tăng 5,8% svck nhưng LN gộp sẽ bị ảnh hưởng nặng nề do chi phí bồi thường tăng, dẫn đến LN gộp KCN năm 2022 giảm 34,3% svck. Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng KCN năm 2022 giảm 24,7 điểm % svck.

**Hình 5: Diện tích cho thuê của KCN Châu Đức (ha)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Chúng tôi kỳ vọng LN gộp BĐS KCN sẽ bật tăng trở lại trong năm 2023 sau khi giảm 34,4% svck trong năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù mảng BĐS KCN đối mặt với nhiều khó khăn đang nổi lên như 1) dòng vốn FDI vào Việt Nam chậm lại, 2) chậm trễ thủ tục pháp lý cho dự án mới, chúng tôi vẫn tin mảng BĐS KCN của SZC sẽ tiếp tục khả quan nhờ:

- Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê hiện hữu của KCN Châu Đức vào khoảng 581ha, sẽ tiếp tục diện tích cho thuê mỗi năm từ 40-60ha trong giai đoạn 2023-32. Với vị trí thuận lợi gần cảng, sân bay, chúng tôi cho rằng KCN Châu Đức có khả năng thu hút nhiều tệp khách hàng đa dạng.
- Chúng tôi nhận thấy giá thuê Q3/22 tại BR-VT tăng khoảng 19% lên 101 USD/m<sup>2</sup>, mức tăng mạnh nhất tuy nhiên vẫn có giá cho thuê thấp nhất trong 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Nam. Cùng với nhu cầu cao trong bối cảnh không có nguồn cung mới tại BR-VT nào đi vào hoạt động trong giai đoạn 2023-26, chúng tôi cho rằng SZC sẽ tận dụng được lợi thế từ quỹ đất cho thuê hiện có.

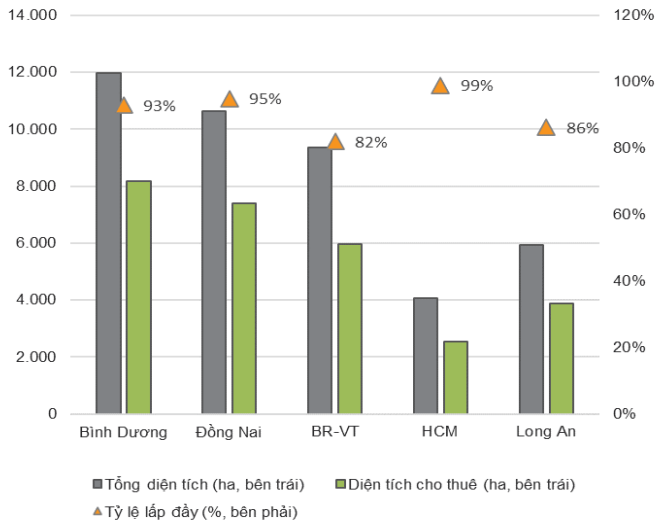
Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS KCN sẽ tăng lần lượt 9,3%/12,0% svck trong giai đoạn 2023/24. Chúng tôi kỳ vọng LN gộp của SZC có thể bật tăng trở lại từ năm 2023 sau khi sụt giảm trong 2022. Chúng tôi kỳ vọng LN gộp của BĐS KCN trong giai đoạn 2023-24 sẽ cải thiện tương ứng lần lượt 7,7/5,6 điểm % svck.

**Hình 7: Nguồn cung mới tại 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Nam**

	Tổng nguồn cung (ha)	Nguồn cung mới trong 9T22 (ha)	Nguồn cung tương lai trong 2023-25 (ha)
HCM	2.614	46	67
Bình Dương	7.719	-	-
Đồng Nai	7.104	19	231
BR-VT	5.072	196	-
Long An	5.294	1.278	346
<b>Toàn thị trường</b>	<b>27.803</b>	<b>1.538</b>	<b>644</b>

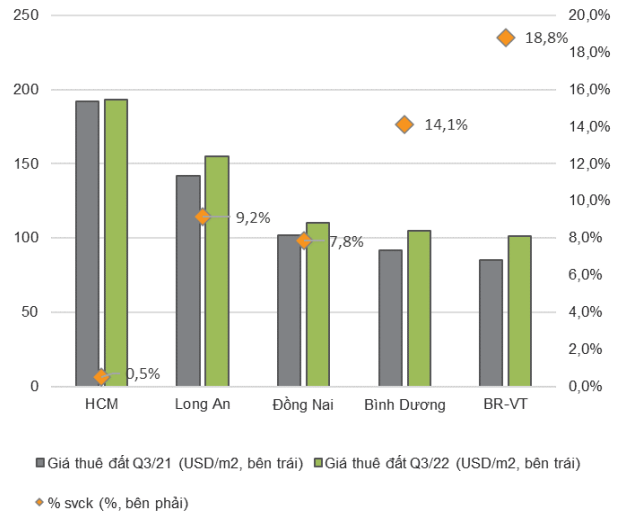
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL, CBRE

**Hình 8: Tỷ lệ lấp đầy tại 5 tỉnh thành tăng nhẹ nhờ nhu cầu cao vào cuối Q3/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

**Hình 9: BR-VT ghi nhận giá thuê tăng mạnh nhất khu vực phía Nam**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

**BDS dân cư: Chậm bàn giao dự án Sonadezi Hữu Phước**

Theo khảo sát thị trường của chúng tôi, SZC đã hoàn thành xây dựng 90-95% giai đoạn 1 của Sonadezi Hữu Phước. Tuy nhiên, dự án này vẫn chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý để bàn giao và ghi nhận doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ kịp bàn giao khoảng 60 căn nhà phố thương mại và 150 lô đất nền trong nửa đầu năm 2023, sau đó tiếp tục triển khai giai đoạn 2 của dự án này.

Gần đây, SZC và CTCP Sonadezi An Bình (SZA) đã liên danh hợp tác thi công giai đoạn 2 dự án Sonadezi Hữu Phước. Việc hợp tác với công ty trong cùng hệ sinh thái Sonadezi giúp SZC đảm bảo chất lượng công trình cùng với việc tối ưu hóa chi phí xây dựng và phát triển.

**Hình 10: Dự án Sonadezi Hữu Phước**

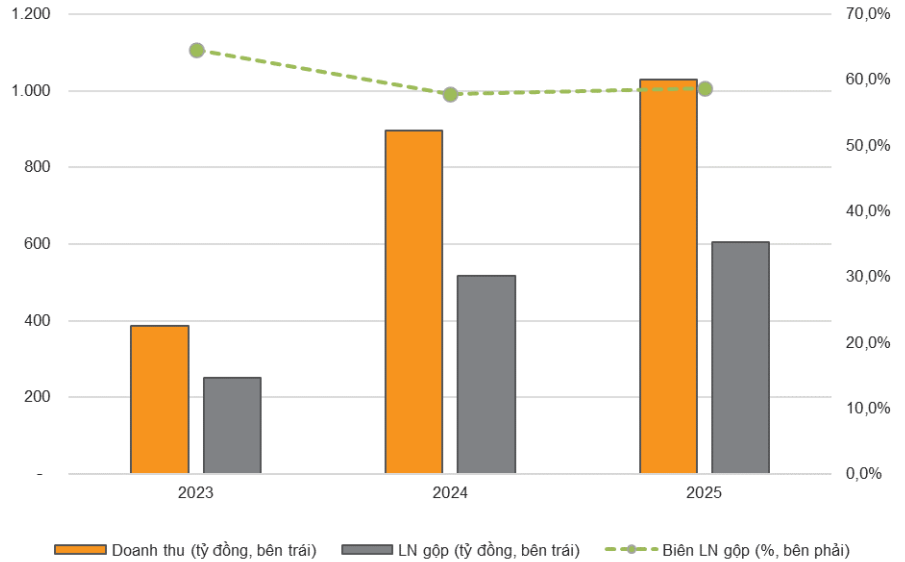


- Vị trí: Châu Đức, BR-VT.
- Tổng diện tích: 40,5ha.
- Sản phẩm: 164 căn nhà phố thương mại, 384 lô đất nền (175m<sup>2</sup>), 126 lô đất nền (196m<sup>2</sup>) và 1.213 căn hộ chung cư bình dân.
- Tổng doanh thu ước tính: 2.253 tỷ đồng.
- Hiện trạng: hoàn tất hạ tầng cơ bản và 90-95% nhà phố thương mại.
- Dự kiến bàn giao: giai đoạn 1 (nửa đầu 2023), giai đoạn 2 (nửa đầu 2024).

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Chúng tôi kỳ vọng với sự đóng góp của Sonadezi Hữu Phước, doanh thu BĐS dân cư của SZC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 63% trong giai đoạn 2023-25.

**Hình 11: Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS dân cư sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 63% trong giai đoạn 2023-25**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Điều chỉnh dự phóng 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn 2022-24 như sau:

#### 2022:

- Chúng tôi điều chỉnh doanh BĐS KCN năm 2022 tăng 5,1% so với dự phóng trước đó lên 743 tỷ đồng nhờ nhu cầu thuê KCN cao tại tỉnh BR-VT. Mặt khác, chúng tôi loại bỏ hoàn toàn doanh thu BĐS dân cư năm 2022 (từ 299 tỷ đồng) do lo ngại về tiến độ bàn giao Sonadezi Hữu Phước có thể chậm hơn dự kiến, sẽ không kịp bàn giao trong năm 2022. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2022 giảm 23,4% so với dự phóng trước đó.
- Chúng tôi điều chỉnh biên LN góp năm 2022 giảm 5,8 điểm % so với dự phóng trước đó để phản ánh điều chỉnh chi phí bồi thường đất cho KCN Châu Đức.
- Theo đó, chúng tôi điều chỉnh LN ròng năm 2022 giảm 36,9% so với dự phóng trước đó xuống còn 218 tỷ đồng (-26,5% svck).

#### 2023:

- Chúng tôi không thay đổi dự phóng doanh thu BĐS KCN năm 2023 trong khi điều chỉnh doanh thu BĐS dân cư năm 2023 giảm 29,8% so với dự phóng trước đó, dẫn đến doanh thu năm 2023 giảm 10,7% so với dự phóng trước đó.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9,9% LN ròng năm 2023 so với dự phóng trước đó.

#### 2024:

- Chúng tôi tiếp tục không thay đổi dự phóng doanh thu BĐS KCN trong khi doanh thu BĐS dân cư tăng 3,0% so với dự phóng trước đó, chúng tôi tin rằng thị trường BĐS dân cư sẽ phục hồi vào 2024 sau một năm

khó khăn. Theo đó, chúng tôi tăng doanh thu năm 2024 thêm 1,3% so với dự phóng trước đó.

- Chúng tôi nâng LN ròng năm 2024 thêm 1,3% so với dự phóng trước lên 828 tỷ đồng (+62,4% svck).

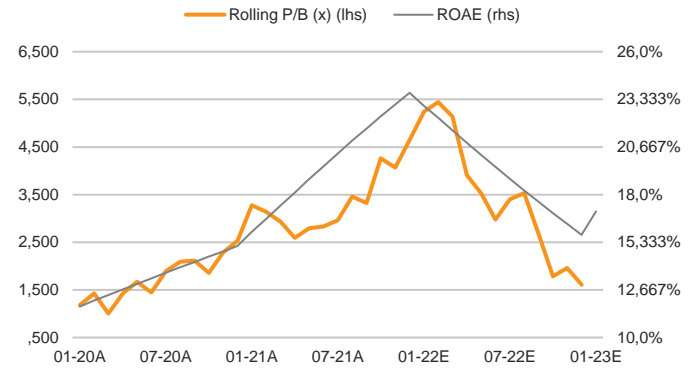
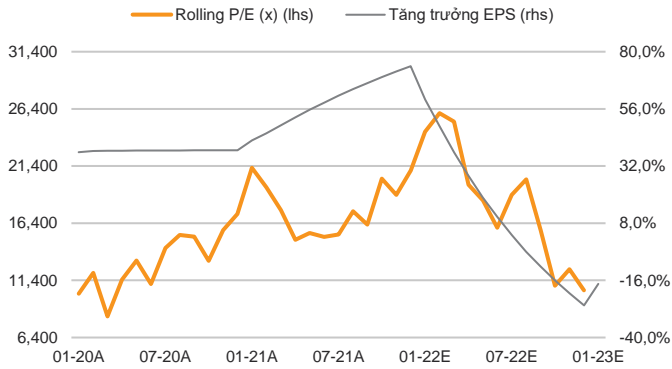
Hình 12: Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2022-24

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	864	1.365	2.081	1.128	1.529	2.056	-23,4%	-10,7%	1,2%
BĐS KCN	743	811	909	707	811	909	5,1%	0,0%	0,0%
BĐS dân cư	-	387	895	299	551	869	0,0%	-29,8%	3,0%
LN gộp	355	710	1.112	529	782	1.098	-32,9%	-9,2%	1,3%
Biên LN gộp	41,1%	52,0%	53,4%	46,9%	51,1%	53,4%	-5,8 điểm %	0,9 điểm %	0,0 điểm %
Chi phí BH&QLDN	68	75	90	72	77	90	-6,3%	-2,1%	0,0%
LN ròng từ hoạt động kinh doanh	288	635	1.022	457	705	1.009	-37,0%	-9,9%	1,3%
LNTT	290	638	1.035	460	708	1.022	-37,0%	-9,9%	1,3%
LN ròng	238	510	828	377	566	817	-36,9%	-9,9%	1,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	864	1.365	2.081
Giá vốn hàng bán	(509)	(655)	(969)
Chi phí quản lý DN	(55)	(60)	(66)
Chi phí bán hàng	(12)	(15)	(24)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>288</b>	<b>635</b>	<b>1.022</b>
EBITDA thuần	720	1.039	1.410
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(432)</b>	<b>(404)</b>	<b>(388)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>288</b>	<b>635</b>	<b>1.022</b>
Thu nhập lãi	25	22	22
Chi phí tài chính	(26)	(23)	(13)
Thu nhập ròng khác	3	4	5
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>290</b>	<b>638</b>	<b>1.035</b>
Thuế	(52)	(128)	(207)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>LN ròng</b>	<b>238</b>	<b>510</b>	<b>828</b>
Thu nhập trên vốn	238	510	828
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
<b>LN giữ lại</b>	<b>138</b>	<b>410</b>	<b>728</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	973	1.283	1.255
Đầu tư ngắn hạn	60	60	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	102	127	179
Hàng tồn kho	7	8	9
Các tài sản ngắn hạn khác	37	41	45
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.179</b>	<b>1.519</b>	<b>1.548</b>
Tài sản cố định	6.660	7.914	8.361
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	23	7	7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.916</b>	<b>9.493</b>	<b>9.968</b>
Vay & nợ ngắn hạn	336	281	221
Phải trả người bán	421	541	802
Nợ ngắn hạn khác	1.666	2.399	2.050
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.423</b>	<b>3.222</b>	<b>3.073</b>
Vay & nợ dài hạn	2.262	2.022	1.633
Các khoản phải trả khác	1.675	2.344	2.728
Vốn điều lệ và	1.000	1.000	1.000
LN giữ lại	499	848	1.477
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.556</b>	<b>1.905</b>	<b>2.534</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.916</b>	<b>9.493</b>	<b>9.968</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>290</b>	<b>638</b>	<b>1.035</b>
Khấu hao	432	404	388
Thuế đã nộp	(52)	(128)	(207)
Các khoản điều chỉnh khác	(47)	(69)	(98)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>1.321</b>	<b>1.092</b>	<b>0</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>1.944</b>	<b>1.938</b>	<b>1.119</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.501)	(1.257)	(451)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	25	22	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.476)</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(429)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.080	450	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(681)	(745)	(449)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(100)	(100)	(100)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>299</b>	<b>(395)</b>	<b>(549)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	199	973	1.283
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>767</b>	<b>307</b>	<b>141</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	966	1.280	1.424

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	27,5%	37,4%	39,8%
Vòng quay TS	0,13	0,16	0,21
ROAA	3,5%	5,9%	8,5%
Đòn bẩy tài chính	4,48	5,03	4,38
ROAE	15,7%	29,5%	37,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	9,9	7,2	5,6
Số ngày nắm giữ HTK	5,2	4,4	3,3
Số ngày phải trả tiền bán	301,8	301,8	302,6
Vòng quay TSCĐ	0,15	0,19	0,26
ROIC	5,7%	12,1%	18,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,5	0,5	0,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,4
Vòng quay tiền	(286,7)	(290,2)	(293,8)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	21,2%	58,0%	52,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(25,5%)	120,7%	60,9%
Tăng trưởng LN ròng	(26,5%)	114,5%	62,3%
Tăng trưởng EPS	(26,5%)	114,5%	62,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

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

## 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.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

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>