

## SONADEZI CHÂU ĐỨC - CTCP (SZC – HOSE)

“Tiềm năng tới từ quỹ đất lớn với giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng”

## KHẢ QUAN

Lê Quang Trung

Email: [trung.lequang@abs.vn](mailto:trung.lequang@abs.vn)

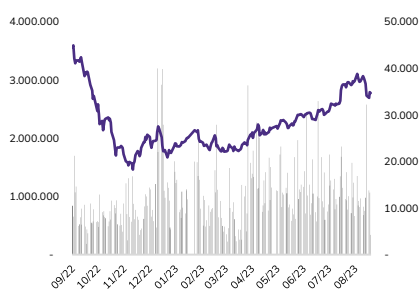
## THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bất động sản khu công nghiệp
Ngày báo cáo	: 31/08/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 36.600
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 41.300
Tỷ lệ tăng (%)	: <b>+12,8%</b>
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 4.392
SLCPĐLH (CP)	: 119.999.961

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

TCT phát triển KCN	: 46,84%
CTCP Sonadezi Long Thành	: 10,08%
Cổ đông khác	: 43,08%

## DIỄN BIẾN GIÁ



## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	17,0%	9,7%
Tăng trưởng LNST (%)	-44,1%	56,9%
Biên LNG (%)	35,2%	47,8%
Biên LNST (%)	23,3%	33,3%
ROA (%)	4,1%	6,0%
ROE (%)	16,6%	23,6%
Nợ vay/VCSH (lần)	1,50	1,48
EPS (VND/CP)	612	960
BVPS (VND/CP)	14.236	15.711

## Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của SZC khởi sắc so với cùng kỳ. Doanh thu thuần Q2 đạt 288 tỷ đồng (+9,7% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 96 tỷ đồng (+56,9% svck) và đây là mức lợi nhuận theo quý cao nhất của doanh nghiệp trong vòng 2 năm trở lại đây.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, KQKD của SZC vẫn ghi nhận sụt giảm svck. Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của SZC đạt 351 tỷ đồng (-34,9% svck) & LNST đạt 108 tỷ đồng (-21,1% svck). Như vậy, nửa đầu năm SZC đã hoàn thành 38,4% kế hoạch doanh thu và 51,4% kế hoạch LNST năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của SZC sẽ vẫn tích cực dựa trên những yếu tố sau:
  - ✓ Quỹ đất cho thuê vẫn còn nhiều SZC có hơn 300 ha đất sẵn sàng cho thuê tại Bà Rịa-Vũng Tàu. Trong dài hạn, việc phát triển các dự án hạ tầng như Cảng quốc tế Cái Mép Thị Vải, sân bay Long Thành cũng như khởi công đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu... sẽ là những động lực giúp cho giá chào thuê cũng như tốc độ cho thuê ở khu vực này tăng trưởng mạnh mẽ.
  - ✓ Giá cho thuê bình quân dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao nhờ sự cải thiện của nguồn vốn FDI. Tính đến ngày 20/8/2023, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt gần 18,15 tỷ USD, tăng 8,2% so với cùng kỳ, số vốn giải ngân được khoảng 13,1 tỷ USD tăng 1,3% so với cùng kỳ năm 2022 và tăng 0,5 điểm phần trăm so với 7 tháng đầu năm. Cụ thể, 8 tháng qua, có 1.924 dự án mới được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư, với tổng vốn đăng ký đạt hơn 8,87 tỷ USD, tăng 69,5% về số dự án và tăng 39,7% về số vốn so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận định giá thuê bình quân dự kiến trong năm 2023 theo USD là 75 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+7% svck).
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của SZC tăng 9% svck đạt 875 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 235 tỷ đồng (+19,2% svck). Năm 2024, doanh thu thuần dự kiến đạt 950 tỷ đồng (+8,57% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 239 tỷ đồng (+1,7% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 1.961 đồng/cp & 1.995 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 16.413 đồng/cp & 18.408 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 18,0 lần & 2,2 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 17,7 lần & 1,9 lần.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 41.278 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +12,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu SZC.

- **Rủi ro:**
  - ✓ Giá cho thuê bất ổn định do nguồn vốn FDI sụt giảm.
  - ✓ Khó khăn trong việc xử lý và giá đền bù, giải phóng mặt bằng cao, trong khi các vấn đề pháp lý trong Khu đô thị Châu Đức có thể làm chậm tiến độ của dự án này.
- **Cơ hội:**
  - ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
  - ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

**Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của SZC**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	713	859	875	950
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	64,7%	20,4%	1,9%	8,6%
Lợi nhuận gộp	451	310	377	420
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	63,2%	36,1%	43,1%	44,2%
Doanh thu tài chính	13	15	9	4
Chi phí tài chính	-7	-32	-49	-59
Chi phí bán hàng	-11	-10	-12	-13
Chi phí QLDN	-54	-40	-53	-75
Lợi nhuận từ HĐKD	392	243	272	276
Lãi/Lỗ khác	5	2	2	2
Lợi nhuận trước thuế	397	244	274	278
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>324</b>	<b>197</b>	<b>235</b>	<b>239</b>
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	45,4%	23,0%	26,9%	25,2%
EPS (đồng/cp)	2.874	1.750	1.961	1.995

*Nguồn: SZC, ABS Research*

# Cập nhật doanh nghiệp

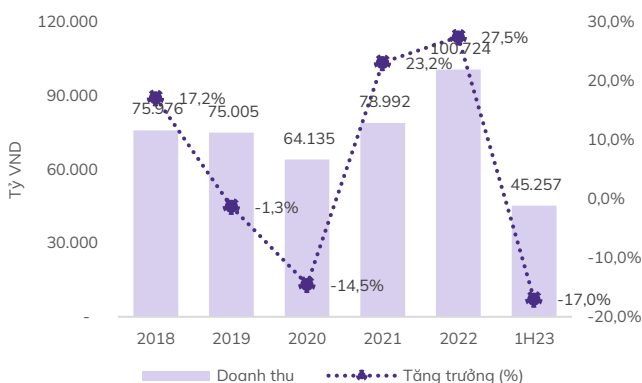
## KQKD 6 tháng đầu năm 2023 của SZC

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23	%YoY	1Q23	%QoQ	1H22	1H23	%YoY
Doanh thu thuần	263	288	9,7%	63	356,2%	540	351	-34,9%
Lợi nhuận gộp	92	138	49,1%	34	301,5%	195	172	-11,7%
<i>Biên LN gộp</i>	35,2%	47,8%		54,3%		36,1%	49,0%	
Chi phí BH & QLDN	(12)	(8)	-30,9%	(9)	-14,5%	(20)	(18)	-10,6%
<i>Tỷ lệ Chi phí BH &amp; QLDN/DTT</i>	4,5%	2,8%		15,0%		3,6%	5,0%	
Doanh thu tài chính	4	2	-60,0%	1	21,6%	5	3	-34,7%
Chi phí tài chính	10	12	21,2%	12	5,8%	12	24	101,3%
Chi phí lãi vay	10	12	21,2%	12	5,8%	12	24	101,3%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	75	119	59,1%	15	714,7%	168	134	-20,5%
Lợi nhuận trước thuế	75	119	59,6%	15	717,5%	168	134	-20,2%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	61	96	56,9%	12	716,5%	136	108	-21,1%
<i>Biên LN ròng</i>	23,3%	33,3%		18,6%		25,3%	30,7%	

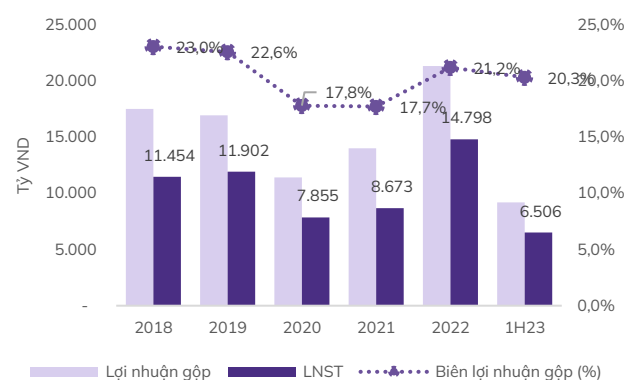
Nguồn: SZC, ABS Research

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của SZC khởi sắc** với doanh thu quý 2 đạt 288 tỷ đồng, +9,7% so với cùng kỳ với đóng góp chính tới từ hoạt động cho thuê đất đạt 264 tỷ đồng (+4,1% svck) chiếm 91,5% cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Chi phí giá vốn trong kỳ được cải thiện còn 10 tỷ đồng (-11,6% svck) đã giúp doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận gộp đạt 137,7 tỷ đồng (+49,1% svck) từ đó cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 47,8% so với mức 35,2% của Q2/2022. LNST của doanh nghiệp đạt 96 tỷ đồng (+56,9% svck) và đây là mức lợi nhuận theo quý cao nhất của doanh nghiệp trong vòng 2 năm trở lại đây.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, SZC vẫn ghi nhận sụt giảm svck.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của SZC đạt 351 tỷ đồng (-34,9% svck) & LNST đạt 108 tỷ đồng (-21,1% svck). Đáng chú ý, chi phí tài chính tăng 101,3% svck đạt 24 tỷ đồng (toàn bộ là chi phí lãi vay). Bên cạnh đó, chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong kỳ ghi nhận cải thiện đạt lần lượt 1,4 tỷ đồng (-11% svck) và 16,2 tỷ đồng (-10,5% svck). Năm 2023, SZC đặt mục tiêu 914,5 tỷ đồng doanh thu và 210 tỷ đồng LNST. Như vậy, nửa đầu năm SZC đã hoàn thành 38,4% kế hoạch doanh thu và 51,4% kế hoạch LNST năm 2023.

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của SZC



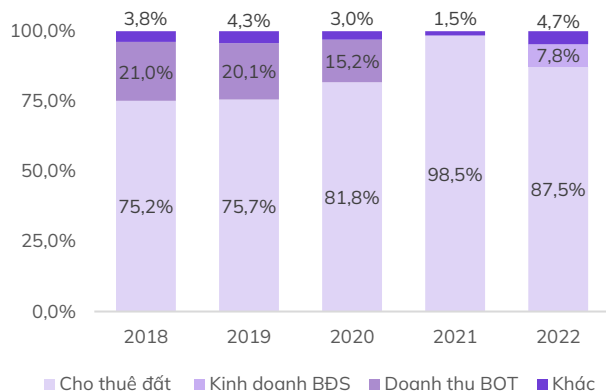
Quy mô lợi nhuận của SZC 2018-H1/2023



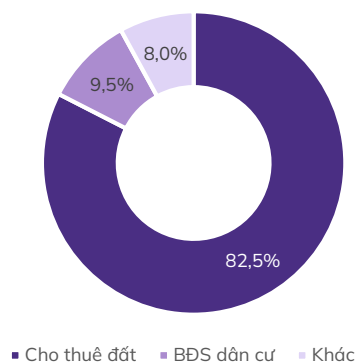
Nguồn: SZC, ABS Research

- Mảng cho thuê đất vẫn là đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp.** Theo đó, mảng cho thuê đất và phí quản lý hiện đang chiếm 91,5% cơ cấu doanh thu và đóng góp 93% cơ cấu lợi nhuận gộp của SZC (290 tỷ đồng doanh thu & 160 tỷ đồng lợi nhuận gộp). Tiếp đến là hoạt động kinh doanh nhà ở dân cư với doanh thu đạt 33 tỷ đồng, chiếm 9,5% cơ cấu tổng doanh thu của doanh nghiệp. Hiện, doanh nghiệp đang mở bán duy nhất 1 dự án là KDC Sonadezi Hữu Phước.

**Cơ cấu doanh thu của SZC 2018-2022**



**Cơ cấu lợi nhuận gộp của SZC năm 6T/2023 (%)**

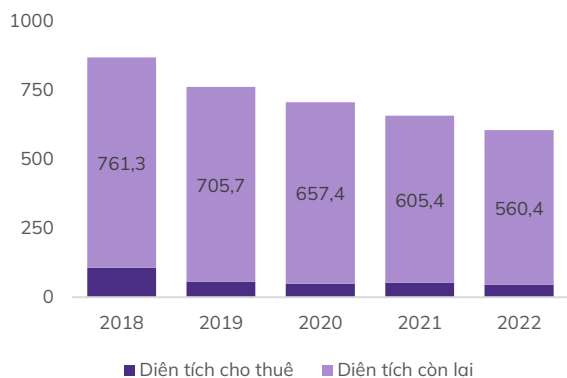


Nguồn: SZC, ABS Research

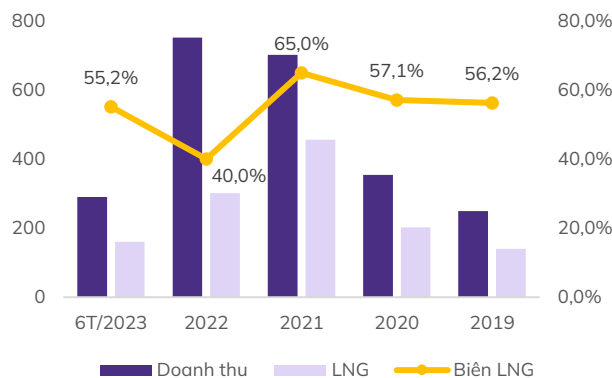
**Tình hình sản xuất kinh doanh của SZC:**

- **Hoạt động cho thuê đất KCN:** Trong 6 tháng đầu năm, công ty đã tiến hành ghi nhận khoản cho thuê 15 ha với giá 72 USD/m<sup>2</sup> (+17% svck) của tổng công ty Sonadezi. Hiện công ty đã ký kết cho thuê 38 ha trong 6 tháng đầu năm 2023 và dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận nốt doanh thu vào Q3 và Q4/2023. Với tổng diện thương phẩm hiện nay đạt 944 ha và diện tích cho thuê lũy kế đạt 502 ha thì tỷ lệ lấp đầy của doanh nghiệp đạt 53,2%.
- **Tiếp tục ghi nhận doanh thu của GĐ1 của dự án KDC Sonadezi Hữu Phước.** SZC hiện tại đã hoàn tất thi công hạ tầng kỹ thuật GĐ1 của dự án KDC Sonadezi Hữu Phước với diện tích 25,2 ha và đang trong quá trình triển khai thi công GĐ2 15,3 ha. Dự án dự kiến sẽ cung cấp 164 căn shophouse với diện tích thương phẩm là 36.736m<sup>2</sup>; 510 căn nhà liền kề với diện tích thương phẩm là 91.896m<sup>2</sup>. Theo như thông tin từ phía SZC, trong năm 2022 công ty đã nộp tiền sử dụng đất tương đương 718 tỷ đồng cho diện tích đất đô thị tương ứng 43 ha. Hiện tại, SZC đang thực hiện thủ tục cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho 23,8 ha. Trong 6 tháng đầu năm, doanh nghiệp ghi nhận 33 tỷ đồng doanh thu (chiếm 9,4% cơ cấu tổng doanh thu) từ hoạt động này.
- **BOT 768** vẫn chưa có thời gian được thu phí trở lại do gặp nhiều trở ngại về pháp lý.

**Diện tích cho thuê hằng năm (ha) và diện tích còn lại (ha)**



**Doanh thu (tỷ đồng) và Biên LNG (%) hoạt động cho thuê KCN**



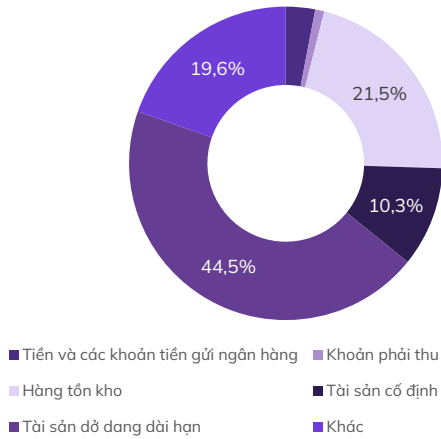
Nguồn: SZC, ABS Research

- **Cơ cấu tài sản chủ yếu là tài sản dở dang.** Giá trị tài sản dở dang dài hạn tại thời điểm cuối Q2/2023 đạt 2.827 tỷ đồng (+4,7% svck) chiếm 44,6% cơ cấu tổng tài sản. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn có hơn 1.367 tỷ đồng chi phí sản xuất kinh doanh dở dang ở khoản mục hàng tồn kho từ đó khiến giá trị các khoản mục liên quan tới tài sản dở dang chiếm 66,1% cơ cấu tổng tài sản. Lũy kế đến hết Q2/2023, chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng của SZC đạt khoảng 2,8 nghìn tỷ đồng

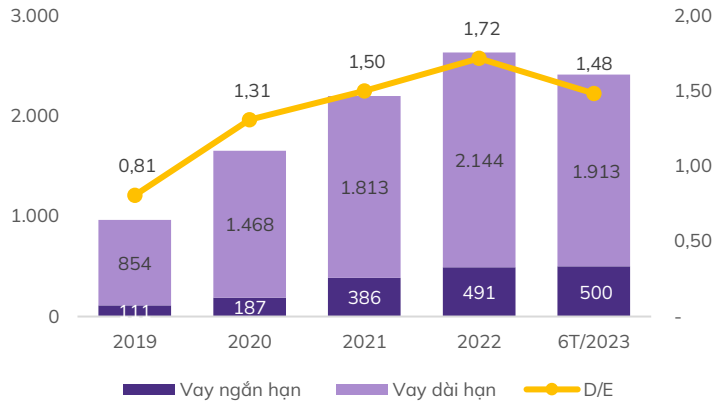
(+4% so với đầu năm), chiếm 49% cơ cấu tổng tài sản. Trong đó, chi phí đền bù giải phóng mặt bằng cho các dự án khu công nghiệp đạt hơn 2.245 tỷ đồng.

➤ **Cơ cấu nợ vay lành mạnh hơn.** Tổng giá trị nợ vay của doanh nghiệp đạt 2.413 tỷ đồng (-8,4% svck) bao gồm 500 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn và 1.913 tỷ đồng nợ vay dài hạn. Hệ số Nợ vay/VCSH giảm xuống 1,48x từ mức 1,72x đầu năm. Hiện doanh nghiệp đang còn 299 tỷ đồng giá trị trái phiếu doanh nghiệp và sẽ có 100 tỷ trái phiếu đáo hạn trong ngắn hạn. Trong đó, giá trị nợ vay để đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng KCN và Khu đô thị Châu Đức là 2,4 nghìn tỷ đồng.

**Cơ cấu tài sản của SZC tại 30/6/2023**



**Cơ cấu nợ vay của SZC 2019-H1/2023**



Nguồn: SZC, ABS Research

## Triển vọng dài hạn lạc quan

Chúng tôi dự báo triển vọng kinh doanh của SZC trong 2H2023 sẽ có sự hồi phục do:

- **Quỹ đất cho thuê vẫn còn nhiều** SZC có hơn 300 ha đất sẵn sàng cho thuê tại Bà Rịa-Vũng Tàu. Mặc dù, vị trí không gần cảng Cái Mép như các KCN của IDC, tuy nhiên, giá cho thuê tại KCN Châu Đức đang thấp hơn so với mặt bằng chung các KCN tại Bà Rịa Vũng Tàu. Trong dài hạn, việc phát triển các dự án hạ tầng như Cảng quốc tế Cái Mép Thị Vải, Gemalink, sân bay Long Thành cũng như khởi công đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu... sẽ là những động lực giúp cho giá chào thuê cũng như tốc độ cho thuê ở khu vực này tăng trưởng mạnh mẽ. Theo đó, các dự án hạ tầng này giúp SZC duy trì lợi nhuận cao ở dự án KCN + Khu đô thị Châu Đức. Tới cuối 2022, diện tích thương phẩm đã đền bù GPMB chưa kinh doanh còn lại của SZC ước tính khoảng 289,7 ha.

**Diện tích đất còn lại có thể cho thuê (ha) của một số KCN niêm yết tại thời điểm cuối năm 2022**

Mã	Tổng diện tích	Diện tích thương phẩm	Diện tích còn lại	Địa điểm
SZC	1.556	1.109	560	Bà Rịa Vũng Tàu
IDC	3.251	2.279	755	Đồng Nai, Long An, Bà Rịa Vũng Tàu, Bắc Ninh, Thái Bình
TID	4.839	3.163	477	Đồng Nai, Long An, Bà Rịa Vũng Tàu
SIP	3.195	2.113	234	TP.HCM, Tây Ninh, Đồng Nai
NTC	965	683	255	Bình Dương
BCM	4.42	3.048	878	Bình Dương

Nguồn: ABS Research

- **Giá cho thuê bình quân dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao** nhờ sự cải thiện của nguồn vốn FDI nhờ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi thị trường Trung Quốc. Tính đến ngày 20/8/2023, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt gần 18,15 tỷ USD, tăng 8,2% so với cùng kỳ. Số vốn giải ngân được khoảng 13,1 tỷ USD tăng 1,3% so với cùng kỳ năm 2022. Nguồn vốn FDI năm nay chủ yếu tập trung vào các nhóm ngành công nghiệp chế biến, chế tạo, kinh doanh bất

động sản và tài chính ngân hàng nên vẫn có tình trạng các doanh nghiệp FDI bên mảng sản xuất kinh doanh ghi nhận lỗ và đóng cửa do thiếu đơn hàng. Chúng tôi nhận định Giá thuê bình quân dự kiến cho năm 2023 theo USD là 75 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+7% svck).

## Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá cho thuê năm 2023 ở mức 75 USD/m<sup>2</sup>.
- Dựa trên cơ sở hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2023 của SZC, chúng tôi giả định diện tích cho thuê năm 2023 dự kiến đạt 38 ha với đóng góp chủ yếu tới từ tổng công ty Sonadezi.
- SZC sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ diện tích còn lại của Giai đoạn I dự án Khu đô thị Hữu Phước, chủ yếu thông qua nhà thầu (các căn shophouse đã xây sẵn). Chúng tôi dự kiến trong năm 2023 doanh nghiệp có thể hoàn thiện thủ tục pháp lý và tiến hành bàn giao 60/94 căn shop house của GD1.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của SZC tăng 1,9% svck đạt 875 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 235 tỷ đồng (+19,2% svck). Năm 2024, doanh thu thuần dự kiến đạt 950 tỷ đồng (+8,57% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 239 tỷ đồng (+1,7% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 1.961 đồng/cp & 1.995 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 16.413 đồng/cp & 18.408 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 18,0 lần & 2,2 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 17,7 lần & 1,9 lần.

### Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của SZC năm 2023-2024 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>1. Cho thuê KCN</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>354.333</b>	<b>702.059</b>	<b>752.445</b>	<b>655.500</b>	<b>736.000</b>
<i>% YOY</i>	<i>42,12%</i>	<i>98,14%</i>	<i>7,18%</i>	<i>-12,88%</i>	<i>12,28%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>81,84%</i>	<i>98,43%</i>	<i>87,61%</i>	<i>74,91%</i>	<i>77,47%</i>
Giá vốn hàng bán	-152.402	-245.917	-450.870	-346.760	-371.680
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>201.931</b>	<b>456.142</b>	<b>301.574</b>	<b>308.741</b>	<b>364.320</b>
<i>% YOY</i>	<i>43,77%</i>	<i>125,89%</i>	<i>-33,89%</i>	<i>2,38%</i>	<i>18,00%</i>
<b>2. Kinh doanh Bất động sản dân cư</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>115.000</b>	<b>92.000</b>
<i>% YOY</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>-20,00%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>13,14%</i>	<i>9,68%</i>
Giá vốn hàng bán	0	0	0	-58.000	-46.400
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>57.000</b>	<b>45.600</b>
<i>% YOY</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>na</i>	<i>-20,00%</i>
<b>3. Dịch vụ khác</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>78.648</b>	<b>11.164</b>	<b>106.444</b>	<b>104.500</b>	<b>122.000</b>
<i>% YOY</i>	<i>-1,82%</i>	<i>-85,81%</i>	<i>853,48%</i>	<i>-1,83%</i>	<i>16,75%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>18,16%</i>	<i>1,57%</i>	<i>12,39%</i>	<i>11,94%</i>	<i>12,84%</i>
Giá vốn hàng bán	-46.840	-16.288	-98.378	-93.005	-112.240
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>31.808</b>	<b>-5.124</b>	<b>8.066</b>	<b>11.495</b>	<b>9.760</b>
<i>% YOY</i>	<i>-60,29%</i>	<i>-116,11%</i>	<i>-257,41%</i>	<i>42,51%</i>	<i>-15,09%</i>
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>432.981</b>	<b>713.222</b>	<b>858.889</b>	<b>875.000</b>	<b>950.000</b>
<i>% YOY</i>	<i>31,44%</i>	<i>64,72%</i>	<i>20,42%</i>	<i>1,88%</i>	<i>8,57%</i>
<b>Tổng giá vốn hàng bán</b>	<b>-199.242</b>	<b>-262.205</b>	<b>-549.248</b>	<b>-497.765</b>	<b>-530.320</b>
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	<b>233.739</b>	<b>451.017</b>	<b>309.640</b>	<b>377.236</b>	<b>419.680</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>53,98%</b>	<b>63,24%</b>	<b>36,05%</b>	<b>43,11%</b>	<b>44,18%</b>

Nguồn: ABS Research

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu SZC dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp so sánh P/B

### Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2023 dự kiến 20%.

### Phương pháp P/E

- EPS 2023F là 1.961 đồng/cp;
- P/E mục tiêu cho năm 2023 được xác định ở mức 20,8x – dựa trên mức P/E trung bình theo trọng số của các doanh nghiệp ngành BĐS KCN là 20,8x.
- Theo phương pháp P/E, giá cổ phiếu SZC được xác định là 40.826 đồng/cp.

### Phương pháp so sánh P/B:

- BVPS 2023F là 16.413 đồng/cp;
- P/B mục tiêu cho năm 2023 được xác định ở mức 2,5x – dựa trên mức P/B trung bình theo trọng số của các doanh nghiệp ngành BĐS KCN là 2,5x.
- Theo phương pháp P/B, giá cổ phiếu SZC được xác định là 41.730 đồng/cp.

### Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- P/E	40.826	50%
- P/B	41.730	50%
<b>Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>41.278</b>

*Nguồn: ABS Research*

**Khuyến nghị:** Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 41.278 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +12,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu SZC.

### Rủi ro:

- ✓ Giá cho thuê bất ổn định do nguồn vốn FDI sụt giảm.
- ✓ Khó khăn trong việc xử lý và giá đền bù, giải phóng mặt bằng cao, trong khi các vấn đề pháp lý trong Khu đô thị Châu Đức có thể làm chậm tiến độ của dự án này..

### Cơ hội:

- ✓ Diện tích cho thuê, giá cho thuê cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

## PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	713	859	875	950
Giá vốn hàng bán	-262	-549	-498	-530
<b>Lợi nhuận gộp</b>	451	310	377	420
Doanh thu tài chính	13	15	9	4
Chi phí tài chính	-7	-32	-49	-59
Chi phí bán hàng	-11	-10	-12	-13
Chi phí QLDN	-54	-40	-53	-75
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	392	243	272	276
Lãi/Lỗ khác	5	2	2	2
Lợi nhuận trước thuế	397	244	274	278
Lợi nhuận sau thuế	324	197	235	239
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	324	197	235	239

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	704	638	-209	8
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-1.068	-871	0	0
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	474	299	265	179
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	110	66	56	187
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	89	199	266	322
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	199	266	322	509

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,28	1,13	1,39	1,64
Khả năng thanh toán nhanh	0,25	0,22	0,28	0,38
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,21	0,20	0,24	0,35
Khả năng thanh toán lãi vay	56,10	8,58	6,63	5,71
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,26	0,24	0,30	0,31
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,74	0,76	0,70	0,69
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	1,50	1,72	1,37	1,30
<b>Chỉ số hiệu suất hoạt động</b>				
Số ngày phải thu	3,5	7,5	17,0	20,8
Số ngày phải trả	294,2	154,5	112,6	176,9
Số ngày tồn kho	6,6	448,5	602,6	1.240,5
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	63,2%	36,1%	43,1%	44,2%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	54,2%	30,2%	35,6%	34,9%
Tỷ suất LNST	45,4%	23,0%	26,9%	25,2%
ROE	23,7%	13,2%	14,9%	11,5%
ROA	6,5%	3,3%	4,8%	3,5%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	199	266	322	509
+ Đầu tư ngắn hạn	60	40	50	50
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	52	40	52	56
+ Hàng tồn kho	7	1.343	1.643	1.962
+ Tài sản ngắn hạn khác	34	46	46	45
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>352</b>	<b>1.735</b>	<b>2.112</b>	<b>2.623</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản cố định	307	669	585	502
+ Bất động sản đầu tư	41	1.123	1.049	1.262
+ Tài sản dở dang dài hạn	4.856	2.699	2.780	2.537
+ Đầu tư dài hạn	53	53	53	53
+ Tài sản dài hạn khác	7	56	73	77
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5.264</b>	<b>4.600</b>	<b>4.539</b>	<b>4.432</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>5.616</b>	<b>6.335</b>	<b>6.651</b>	<b>7.054</b>
+ Vay ngắn hạn	386	491	480	493
+ Nợ ngắn hạn khác	873	1.049	1.040	1.108
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.259</b>	<b>1.540</b>	<b>1.521</b>	<b>1.602</b>
+ Vay dài hạn	1.813	2.144	2.220	2.386
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	1.078	1.117	941	858
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>2.892</b>	<b>3.261</b>	<b>3.161</b>	<b>3.244</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.151</b>	<b>4.801</b>	<b>4.682</b>	<b>4.846</b>
+ Vốn cổ phần	1.000	1.000	1.200	1.200
+ Thặng dư vốn cổ phần	5	5	205	205
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	408	441	476	716
+ Quỹ khác	52	88	88	88
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.466</b>	<b>1.534</b>	<b>1.970</b>	<b>2.209</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>5.616</b>	<b>6.335</b>	<b>6.651</b>	<b>7.054</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	64,7%	20,4%	1,9%	8,6%
Tăng trưởng LNNT	77,0%	-31,6%	16,6%	4,7%
Tăng trưởng LNST	74,0%	-39,0%	19,2%	1,7%
Tăng trưởng VCSH	15,9%	4,7%	28,4%	12,2%
Tăng trưởng Tổng tài sản	27,1%	12,8%	115,3%	6,1%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	19,4	12,5	18,0	17,7
P/B	3,8	1,4	2,2	1,9
EPS (VND/CP)	2.874	1.750	1.961	1.995
BVPS (VND/CP)	14.656	15.343	16.413	18.408



# KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

## Nguyên tắc khuyến nghị

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

## Thông tin liên hệ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

### Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: [hue.lenthikim@abs.vn](mailto:hue.lenthikim@abs.vn)

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: [huyen.lethu@abs.vn](mailto:huyen.lethu@abs.vn)

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: [thao.nphuong@abs.vn](mailto:thao.nphuong@abs.vn)

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: [trung.dothanh@abs.vn](mailto:trung.dothanh@abs.vn)

Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: [trung.lequang@abs.vn](mailto:trung.lequang@abs.vn)

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: [trang.trinhthu@abs.vn](mailto:trang.trinhthu@abs.vn)