

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

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND78.600	VND90.800	2,04%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 21/02/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

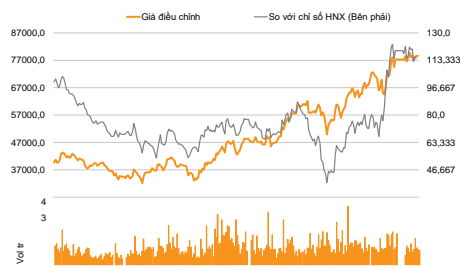
Consensus\*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: N/A

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Nâng dự phóng LN ròng 2022-24 lần lượt là 27,3%/25,8%/20,5%.
- Nâng giá mục tiêu 54,4%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	79.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	32.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	77.932
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.860
Free float (%)	39
P/E trượt (x)	24,1
P/B hiện tại (x)	5,3

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Thị Cẩm Tú**

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

## Tiếp tục tỏa sáng

- SZC ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng Q4/21 đạt 68 tỷ đồng (+186,7% svck). LN ròng 2021 tăng 74,0% svck lên 324 tỷ đồng, vượt 18,2% dự phóng.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2022 tăng 81,7% svck, nhờ tăng trưởng doanh thu (DT) tại các dự án khu công nghiệp (KCN) và khu đô thị (KĐT).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 90.800 đồng/cp nhờ giá đất KCN và dân cư tăng mạnh tại Bà Rịa Vũng Tàu.

### LN ròng Q4/21 tăng mạnh mẽ nhờ diện tích đất cho thuê và giá thuê tăng

Doanh thu Q4/21 của SZC tăng 108,9% svck lên 147,7 tỷ đồng, chủ yếu từ doanh thu bất động sản (BDS) KCN (+198,4% svck lên 144,7 tỷ đồng). Biên LN gộp Q4/21 tăng 24,1 điểm % svck lên 64,0% nhờ giá thuê tại KCN Châu Đức tăng 10-15% svck. Do đó, LN ròng Q4/21 tăng 186,7% svck lên 68,1 tỷ đồng. Lũy kế, LN ròng 2021 tăng 74,0% svck lên 324 tỷ đồng, cao hơn 18,2% so với dự báo.

### Triển vọng doanh thu BDS KCN tiếp tục khả quan giai đoạn 2022-24

Chúng tôi tin rằng xu hướng tăng giá cho thuê tại KCN Châu Đức sẽ tiếp tục trong 2022 nhờ nhu cầu thuê đất KCN cao và cơ sở hạ tầng tại Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT) đang được đẩy mạnh phát triển. Chúng tôi cho rằng DT từ BDS KCN năm 2022-24 sẽ tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng kép 22,5% nhờ cho thuê 40-60ha đất KCN mỗi năm và giá cho thuê trung bình tăng 10-15% mỗi năm, dao động 75-95 USD/m2/kỳ thuê.

### Đón điểm rơi lợi nhuận BDS dân cư giai đoạn 2022-24

SZC đã hoãn bàn giao các lô đất nền tại dự án Sonadezi Hữu Phước sang 2022 do dịch COVID-19. Tuy nhiên, SZC vẫn ghi nhận doanh số ký bán tích cực và nhận khoản góp vốn 220,6 tỷ đồng trong 2021. Chúng tôi kỳ vọng DT từ BDS dân cư sẽ đóng góp 30-35% vào DT 2022-24. Hơn thế nữa, SZC đã thông qua nghiên cứu khả thi dự án KĐT Châu Đức với tổng giá trị phát triển hơn 14.500 tỷ đồng vào đầu 2022. Chúng tôi tin rằng SZC sẽ đẩy mạnh các thủ tục pháp lý tại dự án này sau hơn 10 năm, để nắm bắt xu hướng giá đất tăng tại BR-VT.

### Nâng dự phóng LN ròng 2022-24 nhằm phản ánh giá đất tăng mạnh

Do tiến độ thi công nhà phố thương mại tại dự án Sonadezi Hữu Phước nhanh hơn dự kiến, cùng với lượng bàn giao bị hoãn từ 2021 do dịch COVID-19, chúng tôi nâng dự phóng LN ròng 2022-24 lần lượt tăng 28,9%/24,5%/20,0% lên 588 tỷ đồng (+81,7% svck)/765 tỷ đồng (+30,1% svck)/980 tỷ đồng (+28,2% svck).

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 90.800 đồng/cp

Tiềm năng tăng giá là 1) doanh thu bán đất KCN và nhà ở tốt hơn dự kiến, 2) giải phóng mặt bằng nhanh hơn giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án. Rủi ro giảm giá là 1) dịch bùng phát làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) tiến độ pháp lý tại các dự án KĐT chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	433	713	1.335	1.770
Tăng trưởng DT thuần	31,4%	64,7%	87,2%	32,6%
Biên lợi nhuận gộp	54,0%	63,2%	58,5%	58,4%
Biên EBITDA	87,0%	89,1%	76,8%	77,3%
LN ròng (tỷ)	186	324	588	765
Tăng trưởng LN ròng	38,7%	74,0%	81,7%	30,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	44,3%	74,8%	81,7%	30,1%
EPS cơ bản	1.860	3.236	5.879	7.650
EPS điều chỉnh	1.681	2.939	5.339	6.947
BVPS	12.642	14.656	18.641	24.373
ROAE	15,1%	23,7%	35,3%	35,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## TIẾP TỤC TỎA SÁNG

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 90.800 đồng/cp

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** đối với SZC với những luận điểm sau:

1) Chúng tôi tin rằng SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội từ nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”, nhờ:

- SZC có lợi thế trong việc thu hút các nhà đầu tư với sự hỗ trợ từ công ty mẹ, Sonadezi, doanh nghiệp tiên phong phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam có hơn 30 năm phát triển và quản lý các KCN.
- SZC sở hữu quỹ đất cho thuê lớn (khoảng 600ha) với giá cho thuê cạnh tranh trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành tại BR-VT, một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm của phía Nam.
- UBND tỉnh Đồng Nai đã ban hành quyết định đến cuối 2022 là thời hạn cuối cùng cho tất cả các doanh nghiệp tại KCN Biên Hòa 1 (do Tổng công ty Sonadezi phát triển) phải di dời để giúp bảo vệ môi trường tại đây. Chúng tôi tin rằng KCN Sonadezi Châu Đức với hậu thuẫn từ công ty mẹ và giá cho thuê cạnh tranh trong khu vực sẽ là một trong những KCN được hưởng lợi nhiều nhất.

Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu từ BĐS KCN năm 2022-24 sẽ tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng kép 22,5% nhờ cho thuê 40-60ha đất KCN mỗi năm và giá cho thuê trung bình tăng 10-15% mỗi năm, dao động 75-95 USD/m2/kỳ thuê.

2) Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2022-24 SZC có thể sẽ đón điểm rơi lợi nhuận từ các dự án KĐT, với giai đoạn 1 của dự án - Sonadezi Hữu Phước (40,5ha) đã đưa vào khai thác vào nửa cuối 2021. Hơn thế nữa, SZC đã thông qua Báo cáo Nghiên cứu khả thi dự án Khu đô thị Châu Đức với tổng giá trị phát triển dự kiến hơn 14.500 tỷ đồng sau hơn 10 năm. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ đẩy mạnh việc hoàn thành các thủ tục pháp lý tại dự án này và đưa vào khai thác để nắm bắt xu hướng giá đất tăng tại BR-VT trong những năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ BĐS dân cư sẽ đóng góp 30-35% vào doanh thu 2022-24.

3) Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2022-24 tăng trưởng kép 30,1% nhờ tăng trưởng doanh thu BĐS KCN và sự đóng góp của dự án KĐT Sonadezi Hữu Phước từ năm 2022.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 90.800 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 90.800 đồng/cp (từ 58.800 đồng/cp) do:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh để định giá phần đất khu đô thị 539ha (từ giá trị sổ sách trong định giá trước đó), để phản ánh giá đất tăng mạnh tại BR-VT nhờ phát triển cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng SZC sẽ đẩy mạnh hoàn thiện các thủ tục pháp lý tại phần đất KĐT này để nắm bắt xu hướng tăng giá tại BR-VT.
- Chúng tôi tăng giả định giá bán tại dự án Sonadezi Hữu Phước lên 20% để phản ánh giá đất tăng mạnh tại dự án này trong nửa cuối 2021.

Tiềm năng tăng giá là 1) doanh thu bán đất KCN và nhà ở tốt hơn dự kiến, 2) giải phóng mặt bằng nhanh hơn giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án. Rủi ro giảm giá là 1) dịch bùng phát làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) tiến độ pháp lý tại các dự án KĐT chậm hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá tổng giá trị thành phần

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Lưu ý
KCN Châu Đức	5.884	DCF	
KĐT Sonadezi Hữu Phước	1.064	DCF	Tăng giá định giá bán tại dự án Sonadezi Hữu Phước lên 20% để phản ánh giá đất tăng mạnh tại dự án này trong nửa cuối 2021.
Diện tích đất KĐT còn lại (539ha)	4.132	BV	Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh để định giá phần đất khu đô thị 539ha (từ giá trị sổ sách trong định giá trước đó) để phản ánh giá đất tăng mạnh tại BR-VT nhờ phát triển cơ sở hạ tầng.
BOT	244	P/B, 0,9x	
Sân gôn	648	DCF	
(+) Tiền và tương đương tiền	259		
(+) Đầu tư vào công ty liên kết	53		
(-) Tổng dư nợ góp	2.200		
Giá trị doanh nghiệp	10.084		
Chiết khấu	10%		Để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi.
SLCP đang lưu hành	100.000.000		
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>90.800</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đơn vị bản địa)	Giá mục tiêu (đơn vị bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)
					TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM	2022	2022
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	78.600	90.800	344	24,1	14,7	5,3	4,2	23,4	35,3	6,1	8,9	2,0
Cao su Việt Nam	GVR VN	33.600	NA	5.886	31,6	25,3	2,8	N/A	8,9	10,3	5,3	5,9	1,9
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	83.700	NA	3.794	68,7	63,6	5,5	4,8	8,2	N/A	2,6	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	58.500	81.800	1.460	36,7	4,6	2,4	1,6	6,7	41,7	2,9	21,4	0
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	56.500	NA	1.109	20,6	17,2	3,6	3,1	18,2	15,8	6,1	N/A	1,9
Tổng Công ty Phát triển KCN	SNZ VN	57.400	NA	947	29,7	N/A	4,0	N/A	14,3	N/A	3,8	N/A	N/A
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	71.800	NA	943	47,6	16,7	5,5	4,4	13,0	31,8	2,9	8,9	N/A
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	139.000	NA	566	12,4	N/A	5,5	N/A	51,7	N/A	6,8	N/A	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	81.000	75.600	481	20,3	10,5	3,7	3,1	17,5	37,6	8,6	18,6	4,8
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	216.500	NA	228	17,7	N/A	8,2	N/A	33,3	N/A	5,9	N/A	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	53.400	NA	117	9,1	6,4	1,8	N/A	21,5	23,5	10,8	12,8	3,7
KCN Cao Su Việt Nam	VRG VN	31.600	NA	36	77,8	N/A	3,0	N/A	3,7	N/A	1,7	N/A	N/A
<b>Trung bình VN</b>					<b>33,8</b>	<b>20,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>17,9</b>	<b>26,8</b>	<b>5,2</b>	<b>13,5</b>	<b>2,5</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

**LN ròng 2021 vượt dự phóng của chúng tôi do doanh thu từ BĐS KCN cao hơn dự kiến**

**Hình 3: So sánh kết quả kinh doanh Q4/21 và năm 2021**

	Q4/21	Q4/20	% tăng trưởng svck	2021	2020	% tăng trưởng svck	% sv dự phóng Nhận xét
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	147,7	70,7	108,9%	713,2	433,0	64,7%	113,0%
Cho thuê đất KCN	144,7	48,5	198,5%	702,1	354,3	98,1%	D2D đã thuê 22ha đất KCN tại KCN Châu Đức trong 2021.
BOT	-	18,0	-100,0%	-	66,4	-100,0%	SZC đã tạm dừng hoạt động thu phí sử dụng dịch vụ đường bộ tại các trạm thu phí thuộc dự án BOT đường 768 để lắp đặt hệ thống thu phí điện tử không dừng, theo quy định của Chính phủ ban hành thông qua Quyết định số 19/2020/QĐ-TTg ngày 17/06/2020 về việc các trạm thu phí BOT tại Việt Nam phải lắp đặt hệ thống thu phí điện tử không dừng trước 31/12/2020.
Khác	3,0	4,2	-28,9%	11,1	12,2	-8,9%	
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)</b>	94,6	28,3	234,3%	451,0	233,7	93,0%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	64,0%	40,0%	24 điểm %	63,2%	54,0%	9,3 điểm %	
BLN cho thuê đất KCN	66,9%	46,9%	20,0%	65,0%	57,0%	8,0%	Giá thuê đất tại KCN Châu Đức ghi nhận mức tăng 10-15% svck lên 65-70 USD/m2/kỳ thuê trong 2021.
Chi phí BH và QLDN (tỷ đồng)	15,7	9,2	69,6%	64,7	34,4	88,2%	
LN từ HDKD (tỷ đồng)	81,2	22,6	259,5%	392,1	212,8	84,2%	
DT tài chính (tỷ đồng)	4,4	5,6	-21,4%	13,0	21,8	-40,4%	
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	2,1	2,1	0,0%	7,2	8,4	-14,3%	
LN trước thuế (tỷ đồng)	81,5	28,0	190,7%	396,7	219,8	80,5%	
<b>LN ròng (tỷ đồng)</b>	<b>68,1</b>	<b>23,8</b>	<b>186,7%</b>	<b>323,6</b>	<b>186,0</b>	<b>74,0%</b>	<b>118,2%</b> Hoàn thành kế hoạch của SZC 183,9%.

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng giai đoạn 2022-24: phát triển mạnh mẽ cả mảng BĐS KCN và BĐS dân cư**

**Doanh thu từ BĐS KCN giai đoạn 2022-24 sẽ tiếp tục khả quan nhờ điện tích cho thuê và giá thuê tăng ấn tượng**

Chúng tôi tin rằng KCN Châu Đức sẽ tiếp tục thu hút đầu tư trong 2022 nhờ 1) quỹ đất cho thuê lớn (khoảng 600ha) với giá cho thuê cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cùng ngành tại phía Nam; 2) khả năng thu hút tệp khách hàng đa dạng nhờ vị thế gần cảng biển, sân bay và các KCN khác của BR-VT và 3) UBND tỉnh Đồng Nai đã ban hành quyết định đến cuối 2022 là thời hạn cuối cùng cho tất cả các doanh nghiệp tại KCN Biên Hòa 1 (do Tổng công ty Sonadezi phát triển) phải di dời. Chúng tôi tin rằng KCN Sonadezi Châu Đức với hậu thuẫn từ công ty mẹ và giá cho thuê cạnh tranh trong khu vực sẽ là một trong những KCN được hưởng lợi nhiều nhất.

Theo nghiên cứu thị trường của chúng tôi, giá chào thuê tại KCN Châu Đức vào tháng 02/2022 đã ghi nhận mức tăng ấn tượng 13-15% svck lên 75 USD/m2/kỳ thuê (không bao gồm VAT). Chúng tôi tin rằng xu hướng tăng giá cho thuê tại KCN Châu Đức sẽ tiếp tục trong 2022 nhờ nhu cầu thuê đất KCN cao và cơ sở hạ tầng tại BR-VT đang được đẩy mạnh phát triển (như cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1).

Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu từ BĐS KCN năm 2022-24 sẽ tiếp tục khả quan với tốc độ tăng trưởng kép 22,5% nhờ cho thuê 40-60ha đất KCN mỗi năm và giá cho thuê trung bình tăng 10-15% mỗi năm, dao động 75-95 USD/m2/kỳ thuê.

**BĐS dân cư tiếp thêm động lực phát triển doanh thu giai đoạn 2022-24**

SZC đã hoàn bàn giao các lô đất nền tại dự án Sonadezi Hữu Phước sang năm 2022 do ảnh hưởng của dịch COVID-19. Tuy nhiên, SZC vẫn ghi nhận doanh số ký bán trước tích cực và nhận được khoản góp vốn 220,6 tỷ đồng vào dự án này trong năm 2021. Theo quan sát của chúng tôi, SZC đang đẩy mạnh xây dựng 60-70 căn shophouse để bàn giao trong nửa cuối 2022. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ hoàn thiện các thủ tục pháp lý, thi công và có thể bàn giao 60 căn shophouse, 150 lô đất nền trong năm 2022.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá bán tại dự án này đang tăng mạnh khoảng 20-40% kể từ ngày chào bán. Theo nghiên cứu thị trường của chúng tôi, giá chào bán thứ cấp hiện khoảng 6,2-6,5 tỷ đồng/căn shophouse và 1,8-2,0 tỷ đồng/lô đất nền (so với giá sơ cấp là 5,0-5,5 tỷ đồng mỗi căn shophouse và 0,8-1,3 tỷ đồng mỗi lô đất vào Q3/21). Do đó, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2 được mở bán trong nửa đầu 2022 sẽ tiếp tục được hưởng lợi giá tăng và đạt tỷ lệ hấp thụ cao.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy một dấu hiệu tích cực khác đối với hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của SZC, công ty đã hoàn tất thông qua nghiên cứu khả thi dự án khu đô thị Châu Đức với tổng giá trị phát triển ước tính khoảng 14.500 tỷ đồng vào đầu năm 2022. Chúng tôi tin rằng SZC sẽ đẩy nhanh các thủ tục pháp lý tại dự án này, sau 10 năm trì hoãn, để có thể hưởng lợi xu hướng tăng giá nhà ở tại BR-VT.

**Hình 4: Sonadezi Hữu Phước: SZC đã nhận góp vốn 220,6 tỷ đồng trong 2021**



- Vị trí: Châu Đức, BR-VT.
- Diện tích đất: 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 bình dân.
- Tổng doanh thu ước tính: 2.253 tỷ đồng.
- Hiện trạng: hoàn tất hạ tầng cơ bản và tầng 1 nhà phố thương mại.
- Dự kiến bàn giao: nửa cuối 2022.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 5: Sân gôn Châu Đức dự kiến hoạt động vào nửa đầu 2022, sẽ giúp hoàn thiện hệ sinh thái và nâng cao giá trị đất tại đây**



- Vị trí: Châu Đức, BR-VT.
- Dự án: sân gôn 36 lỗ.
- Tổng diện tích đất: 152ha (sân gôn Tournament: 74,4ha; sân gôn Resort: 77,6ha).
- Tổng mức đầu tư: 1.317 tỷ đồng (sân gôn Tournament: 634 tỷ đồng; sân gôn Resort: 683 tỷ đồng).
- Hiện trạng: hoàn tất hạ tầng cơ bản.
- Dự kiến hoạt động: nửa đầu 2022.

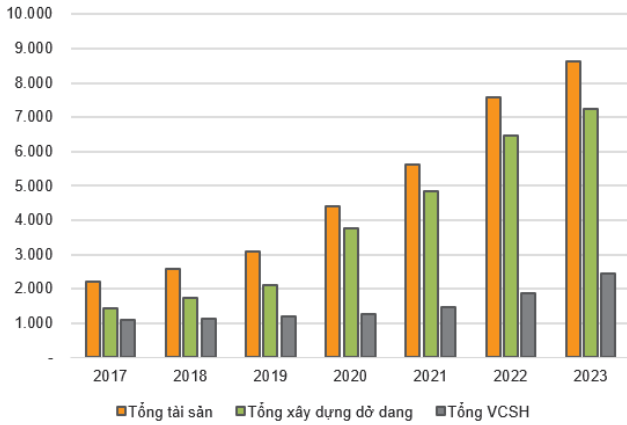
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### **Tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức cao trong 2022 do tiếp tục đẩy mạnh đền bù, GPMB và thi công tại dự án KĐT**

Việc đẩy mạnh đền bù, GPMB và đầu tư xây dựng tại dự án KĐT đã làm tăng đáng kể nhu cầu vốn của SZC. Công ty chủ yếu đã sử dụng nợ vay nhằm tài trợ cho các hoạt động trên, điều này đã dẫn tới hệ số đòn bẩy của SZC tăng lên đáng kể thời gian gần đây. Tổng nợ vay của SZC năm 2021 đã tăng lên 2.199,6 tỷ đồng (+32,9% svck), kéo theo tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của công ty tăng lên 1,5x, từ mức 1,3x cuối năm 2020. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ D/E của SZC đang cao hơn đáng kể so với mức chỉ 0,3x-0,6x của các công ty trong ngành (bao gồm KBC, VGC và IDC).

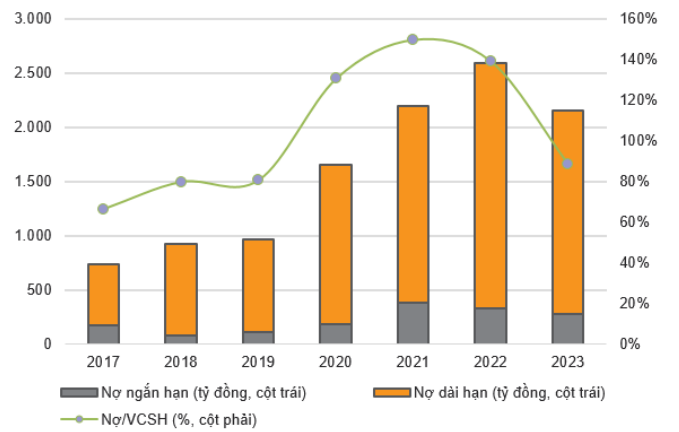
Chúng tôi ước tính tỷ lệ D/E của SZC sẽ duy trì ở mức cao 1,4x-1,6x trong 2022, do các hoạt động đầu tư của SZC gồm đền bù, GPMB, thi công xây dựng có thể sẽ trở lại mạnh mẽ hơn trong 2022, sau khi bị trì hoãn trong 2021 do ảnh hưởng của dịch COVID-19.

Hình 6: Tổng xây dựng dở dang tăng mạnh từ 2020 do SZC đẩy mạnh đền bù, GPMB (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Tỷ lệ nợ vay/VCSH (D/E) lên 1,5x trong 2021 do công ty đẩy mạnh đền bù, GPMB và đầu tư vào dự án KĐT



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thay đổi dự phóng 2022-24

Chúng tôi đưa ra một số điều chỉnh cho dự phóng 2022-24 như sau:

#### Năm 2022:

- Chúng tôi tăng doanh thu từ BĐS KCN 10,8% lên 794 tỷ đồng để phản ánh xu hướng giá thuê tăng tại KCN Châu Đức.
- Chúng tôi nâng doanh thu từ BĐS dân cư 188,8% lên 420 tỷ đồng do tiến độ thi công các căn nhà phố thương mại tại dự án Sonadezi Hữu Phước nhanh hơn dự kiến, cùng với lượng bàn giao bị hoãn từ 2021 do dịch COVID-19.
- Tóm lại, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 2022 tăng 30,1% lên 1.335 tỷ đồng (+87,2% svck) và LN ròng 2022 tăng 28,9% lên 588 tỷ đồng (+81,7% svck).

#### Năm 2023-24:

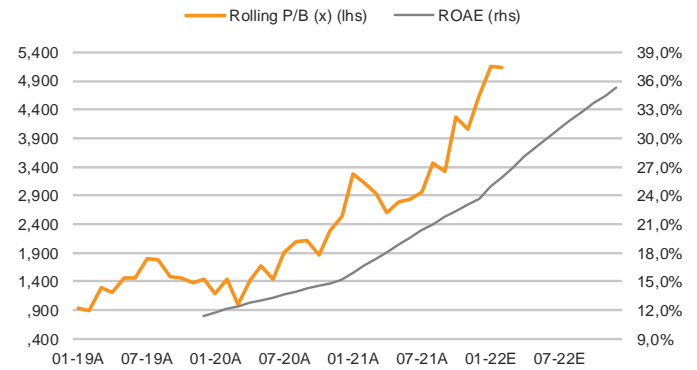
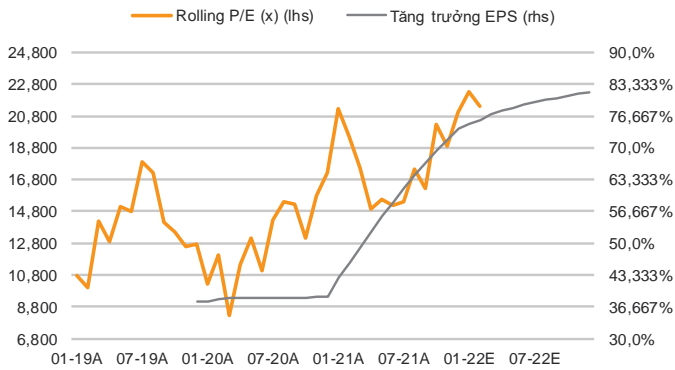
- Chúng tôi tăng doanh thu từ BĐS KCN năm 2023-24 lần lượt 7,1%/4,3% lên 1.063/1.190 tỷ đồng để phản ánh xu hướng giá thuê tăng tại KCN Châu Đức.
- Chúng tôi nâng DT từ BĐS dân cư năm 2023-24 lần lượt 120,8%/84,0% lên 541/758 tỷ đồng do chúng tôi tin rằng SZC sẽ đẩy nhanh tiến độ tại Sonadezi Hữu Phước giai đoạn 2 sau thành công của giai đoạn 1 trong 2021.
- Nhìn chung, chúng tôi nâng dự phóng doanh thu 2023-24 lần lượt lên 21,3%/17,8% đạt 1.770 tỷ đồng (+32,6% svck)/2.226 tỷ đồng (+25,8% svck), và LN ròng 2023-24 lên 24,5%/20,0% đạt 765 tỷ đồng (+30,1% svck)/980 tỷ đồng (+28,2% svck).

Hình 8: Thay đổi dự phóng 2022-24

	Mới			Cũ			Thay đổi		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	1.335	1.770	2.226	1.026	1.459	1.890	30,1%	21,3%	17,8%
BĐS KCN	794	1.063	1.190	716	992	1.141	10,8%	7,1%	4,3%
BĐS dân cư	420	541	758	145	245	412	188,8%	120,8%	84,0%
Lợi nhuận gộp	781	1.034	1.304	605	835	1.081	29,2%	23,8%	20,6%
Biên LN gộp (%)	58,5%	58,4%	58,6%	58,9%	57,2%	57,2%	0,4 điểm %	1,2 điểm %	1,4 điểm %
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	75	80	92	58	62	68	30,3%	30,1%	34,7%
LN hoạt động kinh doanh	706	953	1.212	547	773	1.013	29,1%	23,3%	19,7%
LN trước thuế	708	956	1.225	542	768	1.021	30,7%	24,5%	20,0%
Lợi nhuận ròng	588	765	980	456	614	817	28,9%	24,5%	20,0%

Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	713	1.335	1.770
Giá vốn hàng bán	(262)	(554)	(736)
Chi phí quản lý DN	(54)	(55)	(60)
Chi phí bán hàng	(11)	(20)	(20)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>386</b>	<b>706</b>	<b>953</b>
EBITDA thuần	618	998	1.343
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(231)</b>	<b>(292)</b>	<b>(389)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>386</b>	<b>706</b>	<b>953</b>
Thu nhập lãi	13	25	22
Chi phí tài chính	(7)	(26)	(23)
Thu nhập ròng khác	5	3	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>397</b>	<b>708</b>	<b>956</b>
Thuế	(73)	(120)	(191)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>LN ròng</b>	<b>324</b>	<b>588</b>	<b>765</b>
Thu nhập trên vốn	324	588	765
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
<b>LN giữ lại</b>	<b>224</b>	<b>488</b>	<b>665</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	199	517	775
Đầu tư ngắn hạn	60	60	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	52	111	151
Hàng tồn kho	7	7	8
Các tài sản ngắn hạn khác	34	37	41
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>352</b>	<b>732</b>	<b>1.035</b>
Tài sản cố định	5.163	6.766	7.527
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	48	23	7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.616</b>	<b>7.575</b>	<b>8.623</b>
Vay & nợ ngắn hạn	386	336	281
Phải trả người bán	217	458	609
Nợ ngắn hạn khác	656	1.160	1.428
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.259</b>	<b>1.954</b>	<b>2.318</b>
Vay & nợ dài hạn	1.813	2.262	1.873
Các khoản phải trả khác	1.078	1.495	1.995
Vốn điều lệ và	1.000	1.000	1.000
LN giữ lại	408	807	1.380
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.466</b>	<b>1.864</b>	<b>2.437</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.616</b>	<b>7.575</b>	<b>8.623</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>397</b>	<b>708</b>	<b>956</b>
Khấu hao	231	292	389
Thuế đã nộp	(73)	(120)	(191)
Các khoản điều chỉnh khác	(69)	(79)	(92)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>217</b>	<b>803</b>	<b>488</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>704</b>	<b>1.604</b>	<b>1.550</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.099)	(1.607)	(765)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	10	0	0
Các khoản khác	21	25	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.068)</b>	<b>(1.582)</b>	<b>(743)</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	1.104	1.080	450
Dòng tiền từ HĐTC khác	(558)	(681)	(895)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(72)	(100)	(100)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>474</b>	<b>299</b>	<b>(545)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	89	199	517
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>110</b>	<b>321</b>	<b>262</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	199	520	779

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	45,4%	44,0%	43,2%
Vòng quay TS	0,14	0,20	0,22
ROAA	6,5%	8,9%	9,4%
Đòn bẩy tài chính	3,68	3,96	3,77
ROAE	23,7%	35,3%	35,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	5,0	7,1	8,1
Số ngày nắm giữ HTK	9,2	4,8	4,0
Số ngày phải trả tiền bán	301,8	301,8	301,8
Vòng quay TSCĐ	0,15	0,22	0,25
ROIC	8,8%	13,2%	16,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,3	0,4	0,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,4	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4
Vòng quay tiền	(287,7)	(289,9)	(289,7)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	64,7%	87,2%	32,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	93,8%	82,8%	35,0%
Tăng trưởng LN ròng	74,0%	81,7%	30,1%
Tăng trưởng EPS	74,0%	81,7%	30,1%

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)

### Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: [tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

### Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@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>