

CTCP Sonadezi Châu Đức - SZC

Khả quan

Triển vọng tươi sáng cho nửa cuối 2023

Giá mục tiêu (12T)

Bất động sản | CẬP NHẬT

VND41.400

Consensus*: Mua: 4 Giữ: 1 Bán: 0

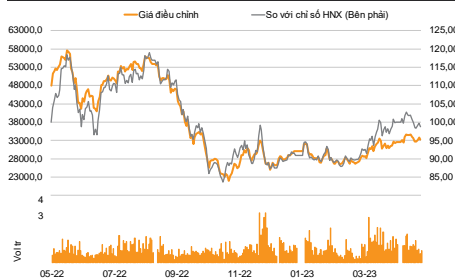
Giá mục tiêu / Consensus: -7,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh giảm LN ròng 23/24 lần lượt 13,7%/21,4% so với dự phóng trước
- Giảm giá mục tiêu 5,9% sv dự phóng trước

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND44.000
Giá thị trường	VND33.400
Cao nhất 52 tuần (VND)	57.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	30.078
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.375
Free float	74%
Tỷ suất cổ tức	2,97%
P/E trượt (x)	25,0
P/B hiện tại (x)	2,17

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Anh Sơn

son.leanh@vndirect.com.vn

- LN ròng Q1/23 giảm 84,4% svck, chỉ hoàn thành 2,3% dự phóng cả năm của chúng tôi do chậm giải phóng mặt bằng.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ đạt tăng trưởng kép 30,3% trong giai đoạn 2023-24 nhờ mảng bất động sản KCN cho tín hiệu khả quan cùng với đó đóng góp ngày càng gia tăng của mảng bất động sản nhà ở.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 41.400đ/cp sau khi giảm dự phóng LN giai đoạn 2023-24 lần lượt 13,7% - 21,4%.

Tóm tắt Q1/23: Giải phóng mặt bằng chậm kéo LN xuống thấp nhất 5 năm

SZC ghi nhận doanh thu Q1/23 giảm 77,2% svck xuống 63,2 tỷ đồng do: 1) doanh thu KCN giảm 90,3% svck xuống 26,4 tỷ đồng chủ yếu do giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến (chỉ 2-3 ha đất được bàn giao trong Q1/23) 2) Doanh thu BĐS nhà ở chỉ ghi nhận 21,7 tỷ đồng từ việc bàn giao một phần giai đoạn 1 (shophouse) của dự án Sonadezi Hữu Phước, khoảng 3 căn được bàn giao, chậm hơn nhiều so với dự kiến. Do đó, LN ròng Q1/23 giảm 84,4% svck, chỉ hoàn thành 2,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng BĐS KCN: Doanh nghiệp phát triển KCN với quỹ đất còn lại lớn thứ 3 tại phía Nam sẽ hưởng lợi từ xu hướng tăng giá thuê

Chúng tôi nhận thấy mảng BĐS KCN của SZC có triển vọng khả quan trong giai đoạn 2023-25 nhờ 1) quỹ đất còn lại lớn mang lại lợi thế trong bối cảnh nguồn cung mới hạn chế sẽ đẩy diện tích cho thuê của KCN Châu Đức tăng vọt từ năm 2023, 2) giá thuê có dự địa tăng trưởng trong vài năm tới khi so sánh với giá thuê trung bình của BR-VT. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu KCN giai đoạn 2023/24 tăng 17,9%/25,4% so với dự phóng trước, giúp cho doanh thu KCN 2023/24 tăng 28,8%/19,2% svck. Chúng tôi tin rằng SZC có thể đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và bàn giao khoảng 55-60ha đất KCN theo hợp đồng ghi nhớ trước đó.

Triển vọng BĐS nhà ở: Khởi động lại động lực tăng trưởng

Sau nửa năm chậm tiến độ, dự án Sonadezi Hữu Phước cuối cùng cũng đã bàn giao giai đoạn 1 các căn shophouse vào cuối năm 2022. Theo kế hoạch, SZC sẽ bàn giao toàn bộ số căn shophouse còn lại của giai đoạn 1 trong năm 2023 và giai đoạn 2 vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng BĐS nhà ở sẽ trở thành động lực tăng trưởng với tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu giai đoạn 2023/24 lần lượt là 22,5%/30,3%. Do tốc độ giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu từ BĐS nhà ở của SZC giai đoạn 2023/24 xuống 22,4%/38,5% so với dự phóng trước. Tổng hợp lại, chúng tôi điều chỉnh giảm LN ròng giai đoạn 2023/24 lần lượt là 13,7%/21,4% so với dự phóng trước đó.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 41.400đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 5,9% so với báo cáo trước xuống 41.400đ/cp do định giá KCN Châu Đức tăng tuy nhiên giảm định giá của dự án Sonadezi Hữu Phước do quá trình bàn giao chậm hơn dự kiến của các căn shophouse. Tiềm năng tăng giá: Thời gian triển khai sản phẩm nhà phố tại Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá tới từ: 1) giá bồi thường đất cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc xin giấy phép cho các dự án khu nhà ở.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	713	859	1.332	1.816
Tăng trưởng DT thuần	64,7%	20,4%	55,1%	36,3%
Biên lợi nhuận gộp	63,2%	36,1%	46,9%	49,5%
Biên EBITDA	89,1%	85,1%	85,4%	78,7%
LN ròng (tỷ)	324	197	440	651
Tăng trưởng LN ròng	74,0%	(39,0%)	123,1%	47,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	74,8%	(40,9%)	123,1%	47,8%
EPS cơ bản	3.236	1.974	4.403	6.508
EPS điều chỉnh	2.939	1.737	3.875	5.727
BVPS	14.656	15.343	18.439	23.166
ROAE	23,7%	13,2%	26,1%	31,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng tươi sáng cho nửa cuối 2023

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 41.400đ/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích SZC do:

- SZC sở hữu nhiều lợi thế để nắm bắt cơ hội tăng trưởng doanh thu bất động sản KCN nhờ (1) SZC là doanh nghiệp phát triển KCN niêm yết sở hữu quỹ đất còn lại lớn thứ 3 ở phía Nam với tổng diện tích khoảng 560ha, dẫn đầu tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu (BR- VT), (2) giá thuê KCN Châu Đức thấp hơn đáng kể so với giá thuê trung bình ở BR-VT. KCN Châu Đức sẽ tận dụng lợi thế để tăng giá thuê trong vài năm tới nhờ vị trí đắc địa gần đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, dự kiến khởi công vào tháng 6/2023.
- Mảng BĐS nhà ở trở thành động lực tăng trưởng mặc dù tiến độ bàn giao chậm. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao phần còn lại shophouse thuộc giai đoạn 1 dự án Sonadezi Hữu Phước trong năm 2023 và bắt đầu bàn giao giai đoạn 2 vào năm 2024. Từ đó, tỷ trọng đóng góp của mảng BĐS nhà ở vào tổng doanh thu kì vọng sẽ ngày càng lớn, đạt tỷ lệ khoảng 22,5%/30,3% trong giai đoạn 2023/24.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 41.400đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu đối với SZC xuống 41.400đ/cp (từ 44.000đ/cp trước đó) do:

- Chúng tôi điều chỉnh tăng định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền cho KCN Châu Đức nhờ nhu cầu cao đối với đất KCN tại tỉnh BR-VT, thúc đẩy giá thuê và diện tích cho thuê cao hơn.
- Chúng tôi hạ định giá cho Sonadezi Hữu Phước 8,4% so với báo cáo trước để phản ánh: 1) chuyển định giá sang năm 2023, 2) tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ chiết khấu 15% để phản ánh những khó khăn của cả thị trường BĐS nhà ở và KCN.

Tiềm năng tăng giá: Thời gian triển khai giai đoạn 1 của các căn nhà phố thuộc dự án Sonadezi Hữu Phước sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là: 1) giá bồi thường đất cao hơn dự kiến, 2) chậm trễ trong việc xin giấy phép cho các dự án khu nhà ở.

Hình 1: Định giá theo SOTP

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Lưu ý
KCN Châu Đức	DCF		4.119	Chúng tôi điều chỉnh tăng định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền cho KCN Châu Đức nhờ nhu cầu cao đối với đất KCN tại tỉnh BR-VT, thúc đẩy giá thuê và diện tích cho thuê cao hơn.
KĐT Sonadezi Hữu Phước	DCF		725	Chúng tôi hạ định giá cho Sonadezi Hữu Phước 8,4% so với báo cáo trước để phản ánh: 1) chuyển định giá sang năm 2023, 2) tiến độ bàn giao chậm hơn dự kiến.
Diện tích đất KĐT còn lại (539ha)	So sánh	50%	1.894	
BOT	BV		47	
Sân gôn	DCF		280	
(+)	Giá trị sổ sách cuối Q1/23			
Tiền và tương đương tiền			231	
Đầu tư tài chính ngắn hạn			53	
(-)	Giá trị sổ sách cuối Q1/23			
Tổng dư nợ gộp			2.477	
Nợ khác			-	
Lợi ích cổ đông thiểu số			-	
Giá trị doanh nghiệp			4.873	
Chiết khấu			15%	Chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ chiết khấu 15% để phản ánh những khó khăn của cả thị trường BĐS dân cư và KCN.
SLCP đang lưu hành			100.000.000	
Giá mục tiêu (đ/cp)			41.400	Từ đó, chúng tôi giảm giá mục tiêu 5,9% so với báo cáo trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tính tới 24/05/2023)

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023		2023	2024	2023	2024
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	77.000	99.000	Khả quan	3.395	65,8	24,1	4,7	4,7	33,1	15,1	13,1	5,5	5,3
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	16.100	N/A	N/A	2.743	19,3	13,2	1,3	1,3	10,4	7,9	8,8	4,9	5,1
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	26.550	32.800	Khả quan	868	10,3	5,1	1,2	1,2	30,3	12,0	10,1	5,8	4,9
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	36.500	N/A	N/A	697	13,4	8,2	2,1	2,0	3,6	23,5	18,6	7,7	14,7
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	39.500	N/A	N/A	555	8,2	4,9	2,6	2,6	19,5	50,1	29,1	14,1	11,9
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	24.900	N/A	N/A	399	16,9	N/A	1,6	1,6	N/A	31,4	N/A	5,3	N/A
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	100.000	N/A	N/A	387	9,5	N/A	2,8	2,6	22,5	16,1	N/A	4,2	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	43.500	57.500	Khả quan	251	7,2	6,3	1,7	1,6	8,4	21,3	24,1	10,4	11,0
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	33.400	41.400	Khả quan	142	25,0	7,9	2,2	2,2	64,8	26,1	31,3	5,8	7,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	147.000	N/A	N/A	150	13,8	3,3	4,9	3,8	N/A	38,1	70,3	6,2	N/A
CTCP Long Hậu	LHG VN	26.200	N/A	N/A	56	6,4	3,3	0,8	0,8	23,7	13,6	21,0	7,0	10,9
CTCP Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Cao su Việt Nam	VRG VN	25.000	N/A	N/A	28	13,2	N/A	2,0	N/A	N/A	1,2	N/A	0,7	N/A
<i>Trung bình</i>						17,4	8,5	2,3	2,2	24,0	21,4	25,2	6,5	8,9
<i>Trung vị</i>						13,3	6,3	2,1	2,0	22,5	18,7	21,0	5,8	9,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q1/23: Chậm giải phóng mặt bằng khiến LN ròng giảm xuống mức thấp nhất 5 năm

Hình 3: So sánh KQKD Q1/23

(tỷ đồng)	Q1/23	Q1/22	% sv dự phóng cả	
			% svck	năm Nhận xét
Doanh thu	63,2	277,3	-77,2%	4,6%
BDS KCN	26,4	272,7	-90,3%	3,2%
BDS nhà ở	21,7	-	n/a	5,6%
Khác	15,1	4,6	228,1%	9,0%
LN gộp	34,3	102,3	-66,5%	4,8%
Biên LN gộp	54,3%	36,9%	17,4 điểm %	2,3 điểm %
Thu nhập tài chính	1,4	0,5	182,8%	6,5%
Chi phí tài chính	11,6	1,7	571,0%	50,6%
Chi phí BH&QLDN	9,5	7,9	19,5%	12,6%
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	15,0%	2,9%	12,1 điểm %	9,5 điểm %
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	14,6	93,2	-84,3%	2,3%
LNTT	14,6	93,2	-84,3%	2,3%
LN ròng	11,8	75,3	-84,4%	2,3%

Doanh thu mảng KCN giảm 90,3% svck xuống còn 26,4 tỷ đồng chủ yếu do việc giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến bất chấp việc SZC đã ký hợp đồng ghi nhớ cho thuê 62ha đất KCN trong năm 2023 vào cuối năm 2022. Thực tế ghi nhận, chỉ có 2-3ha được bàn giao trong Q1/23.

Doanh thu BĐS nhà ở Q1/23 chỉ ghi nhận 21,7 tỷ đồng từ việc bàn giao phần nhỏ giai đoạn 1 (sản phẩm shophouse) của dự án Sonadezi Hữu Phước với 3 căn được bàn giao, tiến độ này chậm hơn nhiều so với dự kiến.

Biên LN gộp Q1/23 bật tăng 17,4 điểm % svck nhờ đóng góp từ dự án Sonadezi Hữu Phước, cho biên LN tốt hơn, khoảng 60-70%.

Do đó, LN ròng Q1/23 giảm tới 84,4% svck, chỉ hoàn thành 2,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.

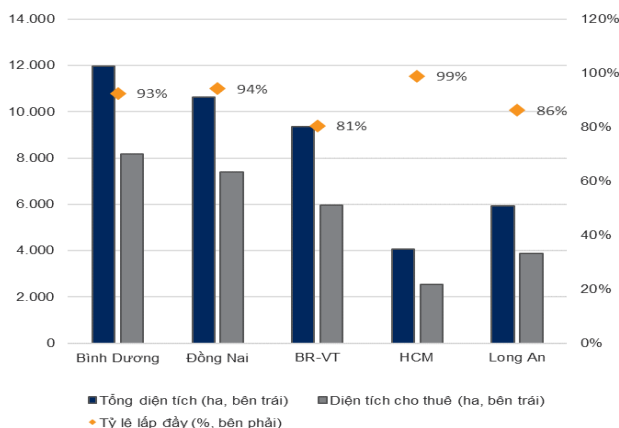
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2023-25: Bước vào quỹ đạo tăng trưởng mạnh mẽ

Mảng BDS KCN: SZC hưởng lợi từ xu hướng tăng giá thuê khi là nhà phát triển KCN sở hữu quỹ đất còn lại lớn thứ 3 ở phía Nam

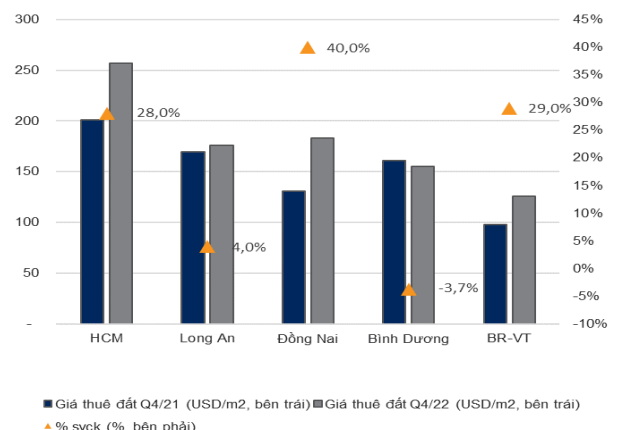
Chúng tôi nhận thấy tất cả các tỉnh/thành phố công nghiệp phía Nam đều có xu hướng tăng giá thuê trong cả năm 2022 trước bối cảnh nguồn cung mới hạn chế. Với việc không có nguồn cung mới đi vào hoạt động kể từ Q1/22, Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT) ghi nhận mức tăng giá thuê mạnh thứ 2 trong số các tỉnh phía Nam vào cuối năm 2022, tăng khoảng 29% svck. Kết hợp với giá thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 126USD/m²/thời hạn thuê và 80,6%, duy trì ở mức thấp nhất trong số 5 tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Nam; chúng tôi thấy BR-VT có nhiều tiềm năng tăng trưởng, trong đó các nhà phát triển KCN sở hữu quỹ đất còn lại lớn sẽ được hưởng lợi nhiều nhất.

Hình 4: Tỷ lệ lấp đầy của 5 tỉnh/thành trọng điểm KCN tăng nhẹ cuối năm 2022.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 5: Đồng Nai lần đầu ghi nhận mức tăng giá thuê cao nhất nhờ nhu cầu mạnh mẽ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Chúng tôi nhận thấy SZC có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội cải thiện hoạt động mảng KCN nhờ:

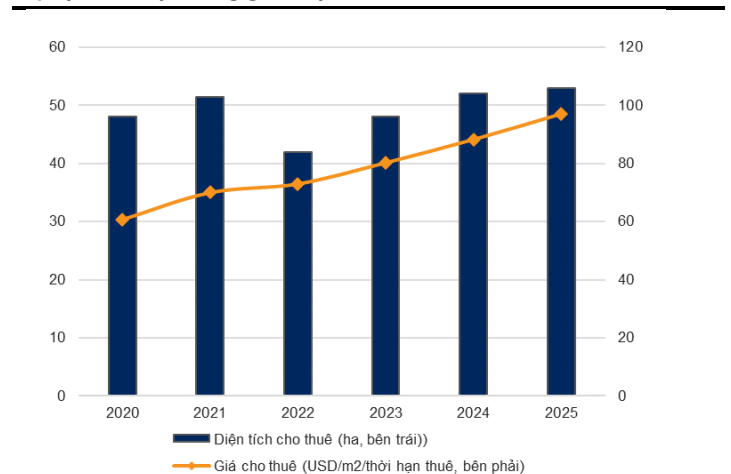
- SZC là nhà phát triển KCN niêm yết có quỹ đất còn lại lớn thứ ba ở phía Nam, chỉ sau BCM và IDC. Trong khi BCM tập trung phát triển quỹ đất tại Bình Dương và IDC phát triển quỹ đất trải rộng trên nhiều tỉnh/thành phố thì SZC tiếp tục vị thế dẫn đầu ở BR-VT với diện tích đất còn lại khoảng 560ha vào cuối năm 2022. Mặc dù quá trình giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến nhưng chúng tôi tin rằng diện tích cho thuê KCN Châu Đức sẽ có bước tăng mạnh từ năm 2023 nhờ lượng lớn hợp đồng ghi nhớ cho thuê đất được kí kết.
- Giá thuê KCN Châu Đức hiện vào khoảng 73-75 USD/m²/thời hạn thuê, thấp hơn đáng kể so với giá thuê trung bình tỉnh BR-VT. Với việc cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu dự kiến khởi công vào tháng 6/2023 và hoàn thành vào tháng 6/2025, chúng tôi cho rằng KCN Châu Đức sẽ tận dụng lợi thế để gia tăng giá thuê trong vài năm tới nhờ vị trí đặc địa gần đường cao tốc này.

Hình 6: Các công ty KCN niêm yết lớn nhất phía Nam theo diện tích cho thuê còn lại cuối năm 2022

Công ty	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê (ha)	Diện tích còn lại (ha)
BCM	Bình Dương	4.420	3.048	878
IDC	Đồng Nai, Long An, BR-VT, Bắc Ninh, Thái Bình	3.251	2.279	755
SZC	BR-VT	1.556	1.109	560
TID	Đồng Nai, BR-VT, Long An	4.839	3.163	477
NTC	Bình Dương	965	683	255
SIP	HCMC, Tây Ninh, Đồng Nai	3.195	2.113	234

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng diện tích thuê và giá thuê KCN Châu Đức tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

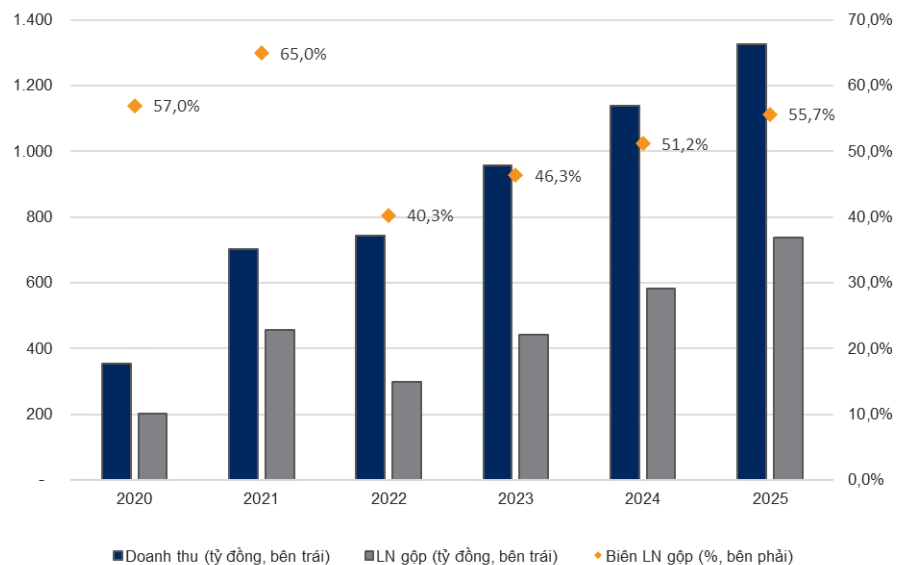
Hình 8: Chúng tôi cho rằng KCN Châu Đức sẽ tận dụng lợi thế từ vị trí đặc địa gần đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu để tăng giá thuê trong vài năm tới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN năm 2023/24 sẽ tăng lần lượt 28,8%/19,2% svck nhờ xu hướng tăng của cả giá thuê và diện tích cho thuê với tốc độ tăng trưởng kép là 10,0%/8,3% trong năm 2023/24. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp có thể tăng trở lại từ năm 2023 sau khi giảm trong năm 2022. Từ đó, chúng tôi cho rằng biên LN gộp sẽ được cải thiện khoảng 5,1 điểm %/năm và sẽ đạt 55,7% vào cuối năm 2025.

Hình 9: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp mảng KCN có thể phục hồi từ năm 2023 sau khi giảm 34,4% svck trong năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng BĐS nhà ở: Khởi động lại động lực tăng trưởng

Sau nửa năm chậm tiến độ, dự án Sonadezi Hữu Phước cuối cùng cũng đã bàn giao giai đoạn 1 các shophouse vào cuối năm 2022. Trong năm 2022, SZC đã hoàn thành việc xây dựng 75 căn hộ và bàn giao khoảng 15 căn hộ trong Q4/22. Chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ bàn giao các căn shophouse còn lại của giai đoạn 1 là khoảng 55 căn trong năm 2023.

Hình 10: Dự án Sonadezi Hữu Phước



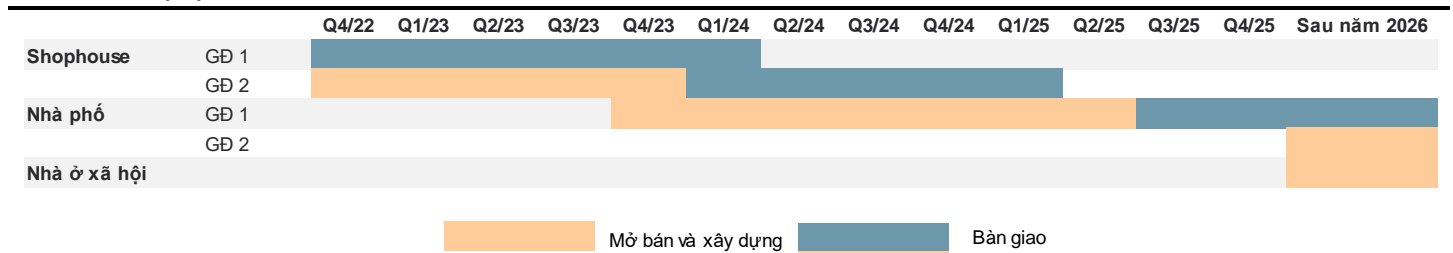
- Vị trí: Châu Đức, BR-VT.
- Tổng diện tích: 40,5ha.
- Sản phẩm: 164 shophouse, 384 lô đất nền (175m²), 126 lô đất nền (196m²) và 1.213 căn hộ nhà ở xã hội.
- Tổng doanh thu ước tính: 2.253 tỷ đồng.
- Hiện trạng: Đang bàn giao giai đoạn 1 và bắt đầu xây dựng giai đoạn 2 sản phẩm shophouse

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bên cạnh đó, SZC cũng đang tiến hành xây dựng giai đoạn 2 sản phẩm shophouse với khoảng 70 căn đã xây đến tầng 3-4. Chúng tôi kỳ vọng việc xây dựng giai đoạn 2 sẽ hoàn thành trong nửa cuối năm 2023 và bắt đầu bàn giao từ năm 2024.

Trong năm 2023, SZC sẽ tập trung tìm kiếm đối tác đầu tư giai đoạn 1 sản phẩm nhà phố với khoảng 200 căn. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 1 của sản phẩm nhà phố sẽ bắt đầu mở bán vào cuối năm 2023 và bắt đầu xây dựng từ năm 2024. Mới đây, SZC cũng đã công bố việc hợp tác cùng SZA và D2D để thi công các sản phẩm nhà phố thuộc dự án Sonadezi Hữu Phước. Việc hợp tác với công ty trong 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.

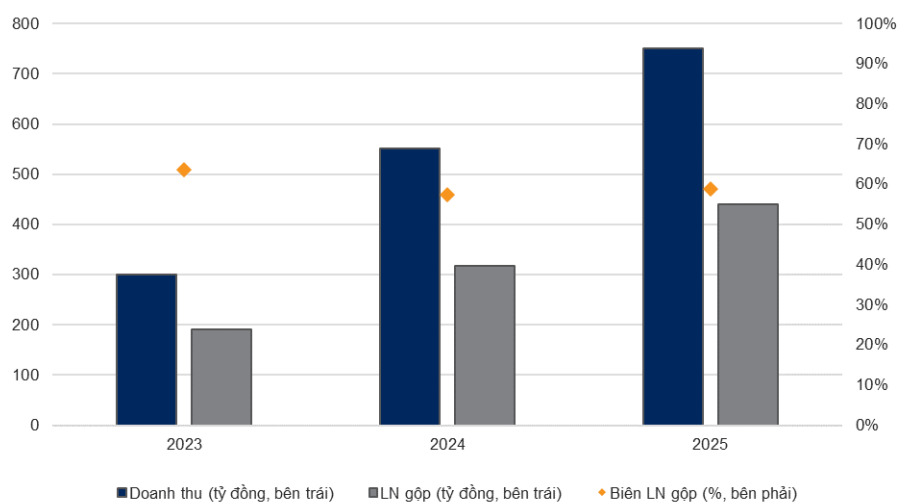
Hình 11: Tiến độ dự án Sonadezi Hữu Phước



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng BĐS nhà ở năm 2023 sẽ đạt 300 tỷ đồng (+347% svck), đến từ việc bàn giao 55 căn shophouse. Với việc một số chính sách mới sẽ sớm được ban hành, chúng tôi cho rằng thị trường BĐS nhà ở sẽ rút ngắn thời gian hơn để thoát khỏi giai đoạn suy thoái nay. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng BĐS nhà ở sẽ tăng trưởng kép 58% trong giai đoạn 2023-25 và biên LN gộp sẽ duy trì ở mức 60-62% trong giai đoạn này.

Hình 12: Doanh thu mảng BĐS nhà ở được kì vọng tăng trưởng kép 58% trong 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

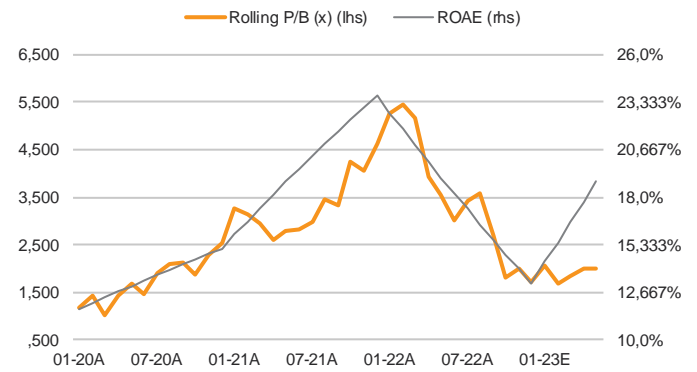
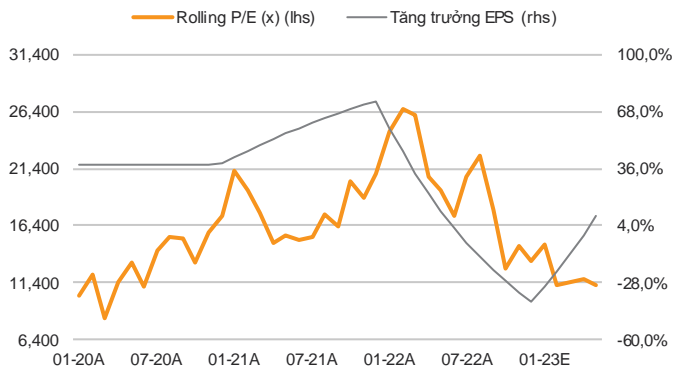
Điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2023-25

Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2023-25

(tỷ đồng)	Mới		Cũ		% thay đổi		Dự phóng mới	Lưu ý
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2025	
Doanh thu	1.332	1.816	1.365	2.081	-2,4%	-12,7%	2.286	
<i>BĐS KCN</i>	956	1.140	811	909	17,9%	25,4%	1.326	Chúng tôi nâng doanh thu mảng BĐS KCN năm 2023/24 tăng lần lượt 17,9%/25,4% sv dự phóng trước đó để phản ánh xu hướng tăng cả giá cho thuê và diện tích cho thuê của KCN Châu Đức.
<i>BĐS nhà ở</i>	300	551	387	895	-22,4%	-38,5%	751	Mặc dù Dự án Sonadezi Hữu Phước đã được bàn giao vào cuối năm 2022, tuy nhiên chúng tôi giảm dự phóng doanh thu BĐS nhà ở năm 2023/24 lần lượt 22,4%/38,5% sv dự phóng trước đó tới từ việc chúng tôi lo ngại về thị trường BĐS sẽ tiếp tục chững lại dẫn tới quá trình phát triển dự án này chậm hơn so với dự kiến (kéo dài thời gian tìm kiếm nhà đầu tư, giải phóng mặt bằng, thời gian mở bán, xây dựng...)
LN gộp	624	899	710	1.112	-12,1%	-19,2%	1.212	
<i>Biên LN gộp</i>	46,8%	49,5%	52,0%	53,4%	-5,2 điểm %	-3,9 điểm %	53,0%	Với sự đóng góp thấp hơn từ dự án BĐS nhà ở, dự án mà cho biên LN tốt, chúng tôi giảm biên LN gộp năm 2023/24 lần lượt 5,2 điểm% và 3,9 điểm % sv dự phóng trước đó.
Chi phí BH&QLDN	77	98	75	90	2,5%	9,0%	122	
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	548	801	635	1.022	-13,7%	-21,6%	1.090	
LNTT	550	814	638	1.035	-13,8%	-21,4%	1.105	
LN ròng	440	651	510	828	-13,7%	-21,4%	884	Tổng hợp lại, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng 2023/24 lần lượt 13,7%/21,4% so với dự phóng trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	859	1.332	1.816
Giá vốn hàng bán	(549)	(708)	(917)
Chi phí quản lý DN	(40)	(49)	(57)
Chi phí bán hàng	(10)	(28)	(41)
LN hoạt động thuần	260	548	801
EBITDA thuần	714	1.112	1.404
Chi phí khấu hao	(454)	(564)	(603)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	260	548	801
Thu nhập lãi	15	22	22
Chi phí tài chính	(32)	(23)	(13)
Thu nhập ròng khác	2	3	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	244	550	814
Thuế	(47)	(110)	(163)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	197	440	651
Thu nhập trên vốn	197	440	651
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
LN giữ lại	97	340	551

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	266	149	385
Đầu tư ngắn hạn	40	60	60
Các khoản phải thu ngắn hạn	40	51	65
Hàng tồn kho	1.343	1.343	1.276
Các tài sản ngắn hạn khác	46	51	56
Tổng tài sản ngắn hạn	1.735	1.655	1.842
Tài sản cố định	3.368	4.917	5.235
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	1.179	1.175	1.080
Tổng tài sản	6.335	7.799	8.209
Vay & nợ ngắn hạn	491	281	221
Phải trả người bán	248	320	415
Nợ ngắn hạn khác	801	1.524	1.315
Tổng nợ ngắn hạn	1.540	2.125	1.951
Vay & nợ dài hạn	2.144	2.046	1.657
Các khoản phải trả khác	1.117	1.784	2.284
Vốn điều lệ và	1.000	1.000	1.000
LN giữ lại	441	751	1.223
Vốn chủ sở hữu	1.534	1.844	2.317
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.335	7.799	8.209

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	244	550	814
Khấu hao	454	564	603
Thuế đã nộp	(54)	(110)	(163)
Các khoản điều chỉnh khác	(32)	(74)	(100)
Thay đổi VLĐ	26	967	(89)
LC tiền thuần HKKD	638	1.898	1.065
Đầu tư TSCĐ	(907)	(1.647)	(326)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	36	2	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(871)	(1.646)	(304)
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	914	450	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(479)	(719)	(426)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(136)	(100)	(100)
LC tiền thuần HĐTC	299	(369)	(526)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	199	266	149
LC tiền thuần trong năm	66	(117)	235
Tiền & tương đương tiền cuối kì	266	149	385

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	23,0%	33,0%	35,8%
Vòng quay TS	0,14	0,19	0,23
ROAA	3,3%	6,2%	8,1%
Đòn bẩy tài chính	3,98	4,18	3,85
ROAE	13,2%	26,1%	31,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	11,0	9,3	8,7
Số ngày nắm giữ HTK	892,6	692,5	509,3
Số ngày phải trả tiền bán	165,0	165,0	165,5
Vòng quay TSCĐ	0,20	0,32	0,36
ROIC	4,7%	10,6%	15,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	0,8	0,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,1	0,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2
Vòng quay tiền	738,5	536,8	352,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	20,4%	55,1%	36,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(32,8%)	111,0%	46,2%
Tăng trưởng LN ròng	(39,0%)	123,1%	47,8%
Tăng trưởng EPS	(39,0%)	123,1%	47,8%

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

Lê Anh Sơn – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

Website: <https://vndirect.com.vn>