

## MUA - Giá mục tiêu 12 tháng: 60.000 VND (+37% upside)

**Cập nhật tình hình thị trường và hoạt động đầu tư kinh doanh của công ty, chúng tôi duy trì khuyến nghị mua cổ phiếu SZC hợp lý là 60,000 đồng/cổ phần dựa trên các luận điểm: 1) Kết quả kinh doanh ổn định trong điều kiện giá đất đều bù và chi phí tăng, 2) Triển vọng các hoạt động kinh doanh của SZC trở nên tích cực hơn khi các hoạt động kinh tế trở lại bình thường, 3) Quỹ đất sạch sẵn sàng kinh doanh còn rất lớn và sẽ tiếp tục tăng lên khi công ty đẩy nhanh tiến độ đền bù giải tỏa và đầu tư hạ tầng. Trên cơ sở đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu SZC khi so sánh với mức giá hiện tại.**

### Thông tin cập nhật

#### Doanh thu tăng trưởng ổn định, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế có phần sụt giảm

- Năm 2021, doanh thu SZC đạt hơn 712 tỷ đồng, tăng gần 65% so với cùng kỳ năm 2021, lợi nhuận sau thuế đạt giá trị 323.6 tỷ đồng, tăng 74% so với cùng kỳ năm 2021, lần lượt đạt 125% và 184% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cả năm 2021.
- Cập nhật trong quý I năm 2022, doanh thu SZC đạt 277 tỷ đồng, tăng 56% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sau thuế đạt 75 tỷ đồng, giảm nhẹ -5% so với cùng kỳ năm trước, lần lượt hoàn thành 36% và 41% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2022. Do chi phí đền bù giải tỏa thu hồi đất tăng mạnh, biên lợi nhuận gộp cho thuê đất công nghiệp của SZC giảm mạnh về mức 38% so với mức 61% cùng kỳ Quý I/2021.

#### Hoạt động thu phí giao thông BOT được khôi phục sau 1 năm gián đoạn và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ sân golf

- Năm 2021, thu phí đường bộ dự án BOT đường 768 tạm ngưng từ ngày 01/01/2021 do quy định của Chính phủ về việc bắt buộc phải có trạm thu phí không ngừng (ETC). Bắt đầu từ T4/2022, SZC sẽ khởi động lại việc khảo sát và lắp 5 trạm thu phí không dừng, dự kiến bắt đầu thu phí từ nửa sau năm 2022 và dự kiến mang lại doanh thu hơn 35 tỷ VND.
- SZC dự kiến sẽ tuyển thêm nhân sự và mở rộng hoạt động sân golf Châu Đức sau thời gian gián đoạn do dịch Covid19. Công ty kỳ vọng mảng sân golf sẽ mang lại doanh thu

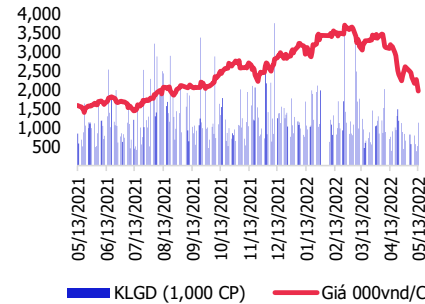
#### Thực hiện hợp tác đầu tư sản phẩm đất nền tại giai đoạn 1 dự án KDC Hữu Phước

- Trong tháng 7, công ty đã triển khai đợt đầu tiên bán sản phẩm dự án KDC Hữu Phước bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn xây dựng hạ tầng khu đô thị, nhà đầu tư sẽ nhận lại bằng sản phẩm đất nền hoặc nhà ở được xây dựng hoàn chỉnh theo quy định. Bằng hình thức này, công ty đã đưa sản phẩm ra thị trường trong khi vẫn tiếp tục chờ phê duyệt từ UBND tỉnh cho phép bán hàng.
- Theo trao đổi, trong đợt đầu thực hiện, công ty đã hoàn thành các Hợp đồng hợp tác với khoảng 170 sản phẩm. Đây là các căn nhà liền kề tại giai đoạn 1 với diện tích từ 175m2-196m2. Hợp đồng hợp tác có thời gian thực hiện 12 tháng, với 4 đợt thanh toán chi phí đầu tư để nhận lại sản phẩm đất nền. CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 là một trong những khách hàng lớn tham gia. Ban lãnh đạo SZC dự kiến bắt đầu hạch toán khoản doanh thu này từ năm 2022.

#### Diện tích đất sạch có khả năng cho thuê, kinh doanh còn rất lớn

- Khu công nghiệp được quy hoạch với diện tích 1,556 ha, trong đó diện tích đất cho thuê là 1,109ha. Diện tích khu đô thị quy hoạch với 537ha, trong đó tỷ lệ đất thương phẩm là khoảng 40%. Công ty đang đẩy nhanh công tác đền bù và thu hồi.
- Ước tính diện tích đất cho thuê khu công nghiệp đến cuối Quý I/2022 là còn khoảng 530 ha, trong đó diện tích sẵn sàng cho thuê là gần 300 ha. Đối với khu đô thị, toàn bộ diện tích đất thương phẩm với khoảng 220ha là tiềm năng tăng trưởng mạnh trong những năm tới, khi giá cho thuê đất khu công nghiệp và đô thị đang tăng nhanh tại khu vực.

### Giao dịch của SZC trong 12 tháng



Giá hiện tại (13/05/2022)	44.000 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	60,000 VND
Upside (%)	37%
Bloomberg	SZC VN
Vốn hóa thị trường	4,420 tỷ VND
Biến động 52 tuần	31,500 - 83,400
KLGD trung bình ngày trong 12 tháng (000cp)	1,213.27
Giá trị giao dịch/ngày (tỷ VND)	68.2
Giới hạn Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
TLSH nước ngoài hiện tại(%)	2.22%

	1T	3T	9T	12T
SZC	-38.3%	-44.6%	-4.9%	23.7%
VNIndex	-19.9%	-21.2%	-19.7%	-6.3%

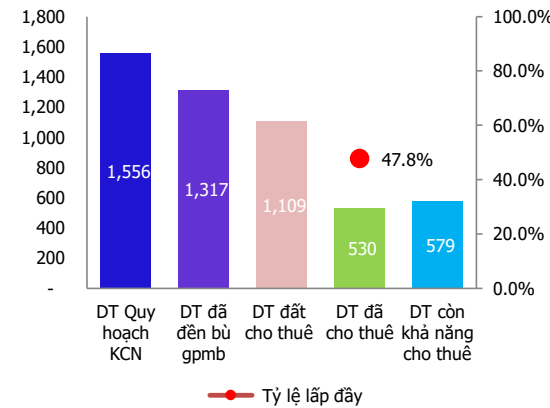
Chi tiêu	Đơn vị	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	713	965	1,312	1,561	1,735	2,229
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	451	373	507	603	673	846
Biên lợi nhuận gộp	%	63.2%	38.7%	38.7%	38.6%	38.8%	37.9%
EBIT	Tỷ đồng	404	310	411	511	569	707
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	397	309	335	397	398	451
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	317	247	268	318	319	361
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	3,173	2,470	2,679	3,179	3,185	3,607
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
Lợi tức cổ phần	%	1.9%	2.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
P/E	Lần	16.4	21.0	19.4	16.3	16.3	14.4
P/B	Lần	3.5	3.3	3.2	2.9	2.8	2.5
EV/EBITDA	Lần	12.7	16.6	12.3	9.9	8.9	7.2
ROE	%	21.4%	15.6%	16.3%	18.0%	16.9%	17.7%
ROA	%	5.6%	3.9%	3.7%	3.9%	3.5%	3.3%
Nợ rỗng/Vốn CSH	Lần	129.9%	140.2%	143.6%	148.0%	159%	154%

Nguồn: SZC, TTNC MBS

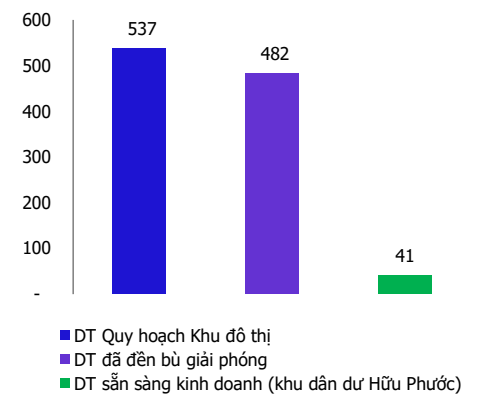
## Cập nhật kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

- Doanh thu tăng trưởng ổn định, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế có phần sụt giảm: Doanh thu quý 1 năm 2022 đạt 277 tỷ đồng, tăng mạnh 56% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế đạt 75 tỷ đồng, giảm nhẹ -5% so với cùng kỳ năm trước, lần lượt hoàn thành 36% và 41% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2022.
- Do chi phí đền bù giải tỏa thu hồi đất tăng mạnh, biên lợi nhuận gộp cho thuê đất công nghiệp của SZC giảm mạnh về mức 38% so với mức 61% cùng kỳ Quý I/2021.
- Từ tháng 7.2021, công ty thực hiện mở bán lần đầu sản phẩm Giai đoạn 1 dự án khu dân cư Hữu Phước bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn phát triển dự án, sản phẩm nhận được là đất nền. Theo thông tin chia sẻ, đợt bán hàng đã thành công với khoảng 170 căn được thực hiện với diện tích từ 175m<sup>2</sup>-196m<sup>2</sup> mỗi căn, tổng diện tích kinh doanh ước khoảng 3 ha. Ban lãnh đạo SZC dự kiến bắt đầu hạch toán doanh thu này từ năm 2022.
- Về công tác giải phóng mặt bằng và đầu tư hạ tầng, công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đền bù thu hồi đất để hưởng chi phí giá đất đền bù thấp, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng khu công nghiệp để khi dịch Covid được kiểm soát sẽ đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trở lại từ cuối năm 2021. Giá trị xây dựng cơ bản dở dang đến cuối tháng 3.2022 đạt 4,999 tỷ đồng, tăng 29% so với đầu năm.
- Trong quý 1/2022, SZC đã trả bớt 100 tỷ đồng giá trị trái phiếu đến hạn. Tổng vay nợ ngắn và dài hạn đến thời điểm 31/03/2022 đạt 2,080 tỷ đồng, chiếm 36.7% tổng nguồn vốn.
- Trong năm 2022, chúng tôi dự tính kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục tăng khi hoạt động cho thuê khu công nghiệp vẫn trên đà tăng trưởng, trong khi hoạt động kinh doanh khu đô thị bắt đầu được thực hiện nhưng sẽ hạch toán vào năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi giá đền bù giải phóng mặt bằng và áp lực lạm phát lên chi phí hoạt động chung. Theo đó, chúng tôi dự kiến doanh thu SZC sẽ đạt 965 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 247 tỷ đồng, lần lượt tăng 35% và giảm -22% so với 2021.

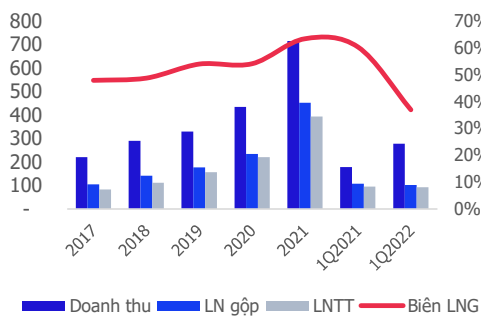
### Tình hình đất Khu công nghiệp của SZC đến T4.2022 (ha)



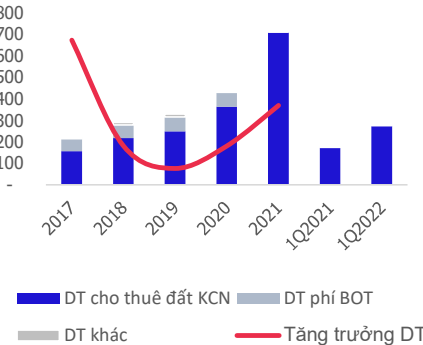
### Tình hình đất Khu đô thị của SZC đến T4.2022 (ha)



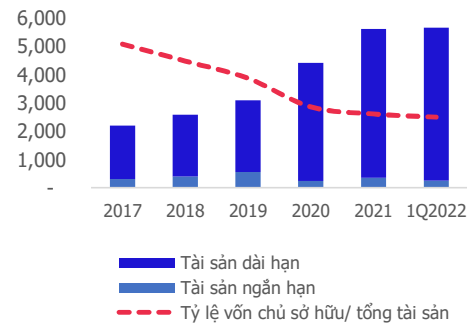
### Doanh thu và lợi nhuận



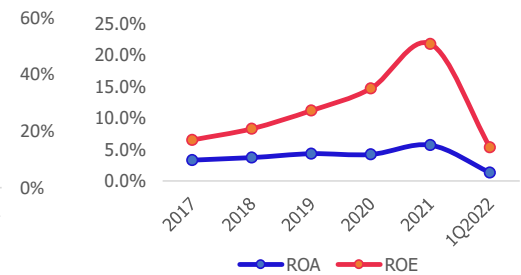
### Cơ cấu doanh thu



### Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



### ROA - ROE



Nguồn: SZC, TTNC MBS tổng hợp và ước tính

# CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX - SZC)

## Đầu tư và kinh doanh tại dự án Khu dân cư Hữu Phước

### Quy hoạch dự án Khu dân cư Hữu Phước

- Tổng diện tích: 40.5 ha
- Tổng vốn đầu tư: 652 tỉ đồng
- Thời gian thực hiện: từ 2020-2023
- Dự án được chia làm 2 giai đoạn:
  - ✓ Giai đoạn 1: 25.2 ha, vốn đầu tư 380 tỉ đồng, thời gian thực hiện: 2020 – 2021
  - ✓ Giai đoạn 2: 15.3 ha, vốn đầu tư khoảng 271 tỉ đồng, thời gian thực hiện: 2021 – 2023
- Nhà liên kề: 657 căn, cao 4 tầng
- Căn hộ chung cư cao 5 tầng: 1.212 căn
- Quy mô dân số dự kiến khoảng 7.552 người

### Tiến độ đầu tư xây dựng

Đến hết 2020, giai đoạn 1 đã được công ty đầu tư hoàn chỉnh toàn bộ hệ thống hạ tầng kỹ thuật, thực hiện thiết kế các block shophouse và chuẩn bị thực hiện đầu tư hạ tầng kỹ thuật giai đoạn 2.

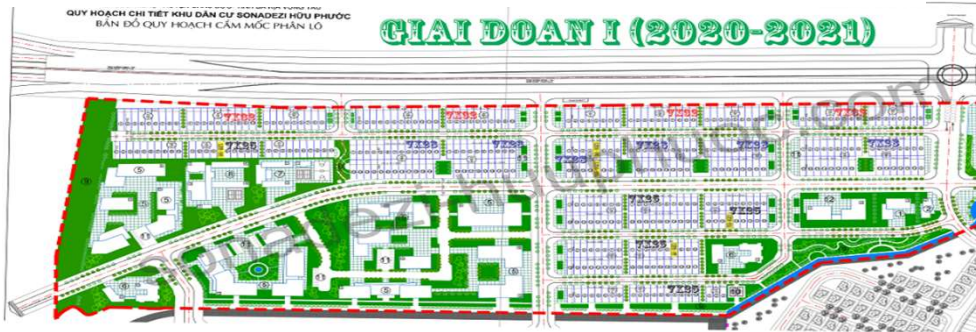
### Công tác kinh doanh bán hàng

Từ tháng 7.2021, công ty đã thực hiện công tác kinh doanh sản phẩm Giai đoạn 1 trong khi chờ các quyết định chấp thuận bán hàng của UBND tỉnh BRVT. Thông qua các hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn, công ty đã cơ bản hoàn thành khoảng 170 căn với diện tích từ 175m<sup>2</sup>-196m<sup>2</sup>/căn, tổng diện tích kinh doanh ước khoảng 3 ha.

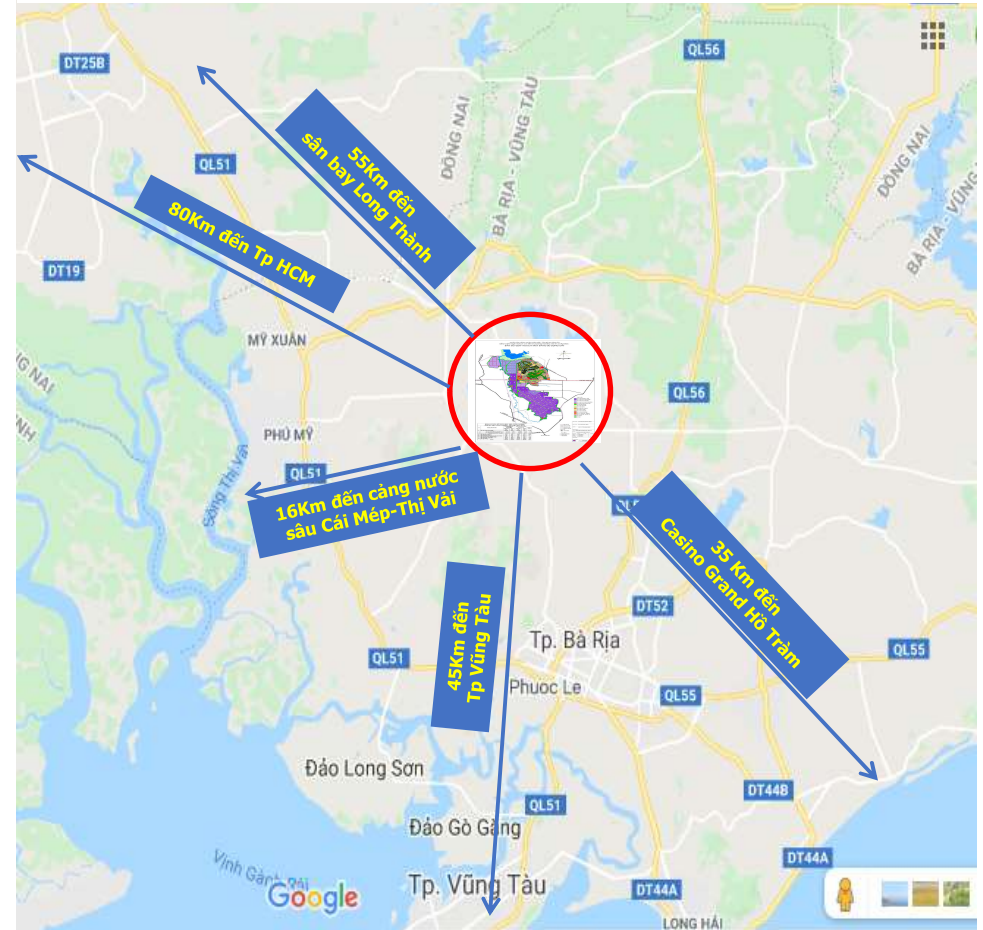
Một trong những khách hàng lớn tham gia là CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D), bằng việc hợp tác đầu tư kinh doanh với 40 căn nhà liên kề thương mại.

Chúng tôi cho rằng Hợp đồng hợp tác đầu tư sẽ sớm được thực hiện chuyển sang hình thức Hợp đồng mua bán trong năm 2022 khi công ty đạt được quyết định cho phép bán hàng tại dự án của cơ quan quản lý và khi đó công ty có thể hạch toán doanh thu bán nhà trong năm 2022 trở đi.

### Quy hoạch chi tiết Giai đoạn I Khu dân cư Hữu Phước



## Vị trí thuận lợi của Khu công nghiệp và đô thị Sonadezi Châu Đức



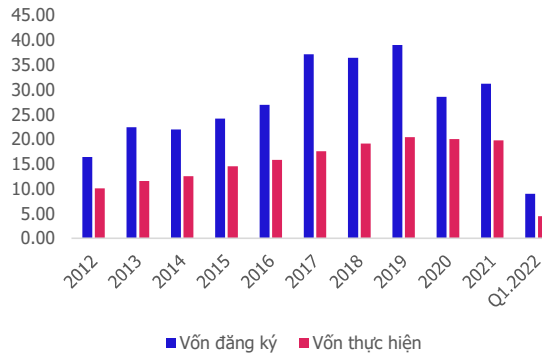
## Triển vọng ngành tích cực với xu hướng chuyển dịch dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam:

- Chi phí nguồn nhân công cạnh tranh hơn so với các nước trong khu vực, cơ cấu dân số trẻ (52% dân số trong độ tuổi lao động)
- Kinh tế sớm tăng trưởng trở lại khi Việt Nam đẩy mạnh chiến dịch tiêm chủng, kiểm soát Covid 19 và mở cửa nền kinh tế từ quý 4.2021
- Thị trường tiêu dùng lớn với 95 triệu dân, tầng lớp trung lưu tăng mạnh với nguồn lực tiêu dùng cao.
- Vị trí địa lý chiến lược: Nằm sát Trung Quốc, Việt Nam hứa hẹn là lựa chọn lý tưởng cho các nhà đầu tư tìm kiếm mở rộng chuỗi cung ứng dịch chuyển từ Trung Quốc.
- Gia tăng hội nhập quốc tế: Việt Nam gia nhập các thị trường lớn bằng các hiệp định thương mại tự do như, CPTPP, EU-Vietnam FTA, AFTA.
- Hỗ trợ từ môi trường pháp lý: Chính phủ đang ngày càng hoàn thiện môi trường đầu tư thông thoáng và bình đẳng.

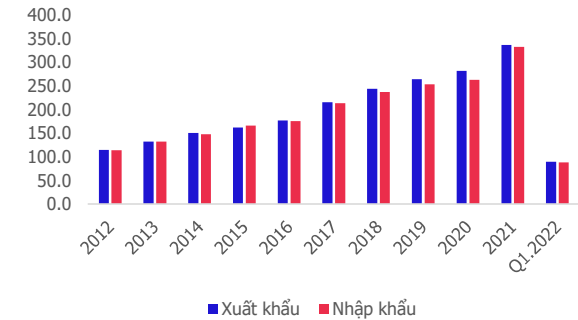
## Các khu công nghiệp trong nước tiếp tục đầu tư mở rộng – Giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy gia tăng tốt.

- Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, hiện cả nước có 394 KCN đã được thành lập, có 286 KCN đang hoạt động: Tổng diện tích đất tự nhiên đạt khoảng 86 nghìn ha, diện tích đất công nghiệp đạt khoảng 57.3 nghìn ha và 108 KCN đang trong quá trình xây dựng cơ bản với tổng diện tích đất tự nhiên khoảng 35.9 nghìn ha, diện tích đất công nghiệp đạt khoảng 23.6 nghìn ha.
- Tỷ lệ lấp đầy KCN trên toàn quốc tiếp tục tăng lên trước làn sóng dịch chuyển sản xuất đến Việt Nam: Tại khu vực phía Bắc tăng lên mức 85.5%, tại phía Nam là 87.5%, một số tỉnh có tỷ lệ cao như: Hà Nội 90%, Bắc Ninh 95%, Hải Phòng 73%. Tại phía Nam, Tp HCM 88%, Bình Dương 99%, Đồng Nai 94%, Long An 84%, Bà Rịa Vũng Tàu 79%.
- Giá cho thuê đất tăng trung bình 5.9% đối với KCN các tỉnh phía Bắc, trong khi ở phía Nam là 7.5%: Mặt bằng giá cho thuê tại phía Bắc đạt 107 usd/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, trong khi phía Nam đạt 113 usd/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh là 2 thành phố có mức giá cho thuê cao nhất tại miền khi lần lượt đạt 140 usd và 190 usd/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

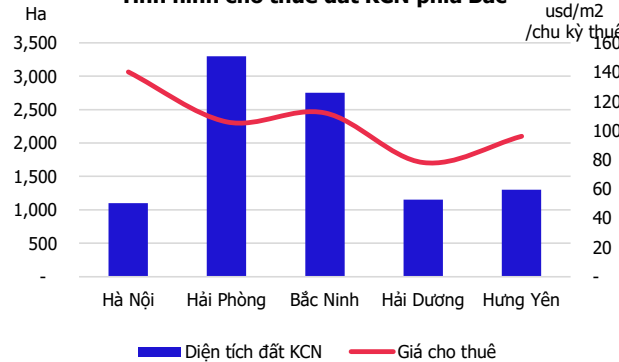
### Vốn FDI vào Việt Nam (tỷ USD)



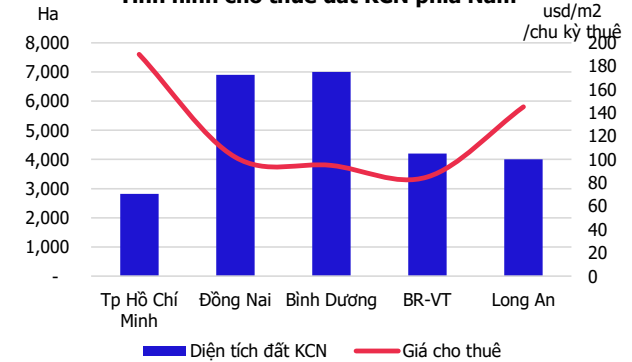
### Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam (tỷ usd)



### Tình hình cho thuê đất KCN phía Bắc



### Tình hình cho thuê đất KCN phía Nam



Nguồn: GSO, Savill Vietnam, TTNC MBS tổng hợp

## Dự báo và Định giá cổ phiếu

- Năm 2021, SZC đã ký được 10 HĐ thuê đất (52,01ha) và 8 thỏa thuận thuê đất (24.78ha). Căn cứ vào kế hoạch kinh doanh trong năm 2022, chúng tôi cho rằng diện tích đất khu công nghiệp SZC cho thuê trong năm 2022 có thể đạt tối thiểu là 30ha.
- Đối với hoạt động khu đô thị, công ty đã triển khai bán hàng bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư tại khu đô thị Hữu Phước từ tháng 7.2021, và đợt bán hàng đã diễn ra thành công. Chúng tôi cho rằng các thủ tục pháp lý để chuyển thành hợp đồng mua bán sẽ sớm đạt chấp thuận và Công ty có thể hạch toán doanh thu bán hàng này từ năm 2022.
- Các hoạt động thu phí đường bộ BOT và sân golf đều được nối lại dự kiến mang lại nguồn doanh thu ổn định cho SZC từ năm 2022.
- Dựa trên tình hình kinh doanh thực tế trên, chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo SZC đã khá thận trọng trong việc đặt ra kế hoạch kinh doanh trong giai đoạn 2022 – 2026. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2022 của SZC có thể đạt mức 965 tỷ đồng, tăng 35% so với năm 2021 và cao hơn 26% so với kế hoạch doanh thu ban lãnh đạo đặt ra (763,7 tỷ đồng), trong đó chủ yếu là doanh thu cho thuê khu công nghiệp và bán hàng sản phẩm khu đô thị với tổng giá trị là 860 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 247 tỷ đồng, giảm -22% so với năm 2021 nhưng cao hơn 37% so với kế hoạch của ban lãnh đạo đặt ra.
- Từ năm 2023 trở đi, hoạt động bán hàng và ghi nhận doanh thu từ KDC Hữu Phước sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của SZC mạnh mẽ hơn. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo SZC đặt ra phương hướng thận trọng trong việc kinh doanh cho thuê đất khu công nghiệp và khu đô thị trong các năm tới. Do vậy, chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2022-2026, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của công ty sẽ đạt mức tăng trưởng kép CAGR đều là 23%, thấp hơn so với lần định giá trước đây với giá định lần lượt là 43% và 38%.

**Kết hợp phương pháp định giá so sánh PE theo ngành và chiết khấu dòng tiền NPV theo từng dự án và lĩnh vực kinh doanh của công ty, giá trị cổ phiếu SZC đạt mức 60,000 đồng/cổ phần.**

Phương pháp	Giá trị
- PE	52,624
- NAV	67,570
<b>Giá trung bình</b>	<b>60,099</b>

## Dự phóng kế hoạch kinh doanh và Định giá theo NAV

Dự án đầu tư	Quy mô		NPV (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện đầu tư và kinh doanh				
	Diện tích (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)		2008-2019	2020-2024	2025-2030	2031-2035	2036-2044
<b>Khu công nghiệp</b>	1,556	8,602	1,580					
<b>Dự án KDC Hữu Phước</b>	41	652	224					
<b>Dự án Khu đô thị phía Bắc</b>	496	9,750	2,738					
<b>Dự án Sân golf</b>	152	1,000	350					
<b>Dự án BOT</b>		339	228					
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>5,121</b>					
<b>Vay nợ ngắn và dài hạn</b>			(2,081)					
<b>Tiền tương đương tiền</b>			105					
<b>Đầu tư tài chính ngắn hạn</b>			50					
<b>Tài sản ròng khác</b>			3,562					
<b>Giá trị Vốn chủ sở hữu</b>			<b>6,757</b>					
<b>Số lượng cổ phần</b>			100,000,000					
<b>Giá trị mỗi cổ phần (đồng)</b>			<b>67,574</b>					

## Hệ số PE- PB các doanh nghiệp ngành bất động sản KCN

Mã cổ phiếu	PE	PB
KBC	23.97	1.50
ITA	37.95	0.87
BCM	61.15	4.70
IDC	20.34	3.42
NTC	15.65	6.52
SIP	10.16	3.02
SZL	10.50	1.94
LHG	5.29	1.12
IDV	6.75	2.26
<b>Trung bình</b>	<b>21.31</b>	<b>2.82</b>

Nguồn: TTNC MBS tổng hợp và dự báo

# CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX - SZC)



Kết quả kinh doanh	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	713	965	1,312	1,561	1,735
Giá vốn hàng bán	-262	-592	-804	-958	-1,062
Lợi nhuận gộp	451	373	507	603	673
Doanh thu tài chính	13	29	30	60	65
Chi phí tài chính	-7	-2	-76	-114	-171
Chi phí bán hàng	-11	-29	-39	-47	-52
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-54	-68	-92	-109	-121
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	392	304	330	393	394
Lợi nhuận trước thuế	397	309	335	397	398
Lợi nhuận sau thuế	317	247	268	318	319

Tài sản- Nguồn vốn	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>368</b>	<b>536</b>	<b>866</b>	<b>1,219</b>	<b>1,636</b>
Tiền tương đương tiền	215	208	432	702	1,051
Đầu tư tài chính ngắn hạn	60	72	86	104	124
Khoản phải thu	52	159	216	257	285
Hàng tồn kho	7	51	70	83	92
Tài sản ngắn hạn khác	34	46	63	74	83
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5,264</b>	<b>5,768</b>	<b>6,309</b>	<b>6,904</b>	<b>7,557</b>
Tài sản cố định	349	367	374	381	388
Tài sản dở dang dài hạn	4,856	5,341	5,875	6,463	7,109
Tài sản dài hạn khác	60	60	60	60	60
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,632</b>	<b>6,304</b>	<b>7,176</b>	<b>8,123</b>	<b>9,193</b>

<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,151</b>	<b>4,725</b>	<b>5,529</b>	<b>6,359</b>	<b>7,310</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>1,259</b>	<b>1,733</b>	<b>2,437</b>	<b>3,167</b>	<b>4,018</b>
Phải trả người bán ngắn hạn	791	1,125	1,529	1,817	2,029
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	386	579	869	1,303	1,955
Phải trả ngắn hạn khác	81	29	39	47	35
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>2,892</b>	<b>2,992</b>	<b>3,092</b>	<b>3,192</b>	<b>3,292</b>
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1,813	1,913	2,013	2,113	2,213
Phải trả dài hạn khác	1,078	1,078	1,078	1,078	1,078
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,481</b>	<b>1,578</b>	<b>1,646</b>	<b>1,764</b>	<b>1,883</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Quỹ đầu tư phát triển	44	44	44	44	44
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	432	529	597	715	834
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>5,632</b>	<b>6,304</b>	<b>7,176</b>	<b>8,123</b>	<b>9,193</b>

Lưu chuyển dòng tiền	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	800	314	367	603	560
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	(1,623)	(1,069)	(518)	(569)	(625)
Dòng tiền thuần hđ tài chính	621	880	143	190	334

Hệ số tài chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Hệ số hiệu quả</b>					
Biên lợi nhuận gộp	63%	39%	39%	39%	39%
EBITDA Margin	57%	32%	32%	34%	34%
Biên lợi nhuận ròng	44%	26%	20%	20%	18%
ROE	21%	16%	16%	18%	17%
ROA	6%	4%	4%	4%	3%

<b>Hệ số tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu	65%	35%	36%	19%	11%
Tăng trưởng LNTT	81%	-22%	8%	19%	11%
Tăng trưởng LNST	71%	-22%	8%	19%	11%
Tăng trưởng EPS	71%	-22%	8%	19%	11%

<b>Hệ số thanh khoản</b>					
Hệ số thanh toán hiện hành	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Hệ số thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2.8	3.0	3.4	3.6	3.9
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	56.0	178.9	5.4	4.5	3.3

<b>Hệ số định giá</b>					
Lợi suất cổ tức	2%	3%	4%	4%	4%
EPS (VND)	3,173	2,470	2,679	3,179	3,185
BVPS (VND)	14,813	15,783	16,462	17,641	18,827



## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

Lê Minh Anh [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

#### Bất động sản

Huỳnh Kim Quan Vũ [Vu.HuynhKimQuan@mbs.com.vn](mailto:Vu.HuynhKimQuan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)