

Công ty cổ phần Sonadezi Châu Đức (SZC: HOSE)



MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 38.300 đồng/cp

Giá hiện tại: 34.200 đồng/cp

Ngô Thị Kim Thanh

thanhntk@ssi.com.vn

+84 28 3636 3688 ext. 3053

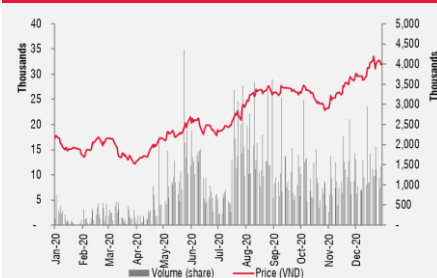
Ngày 05/01/2021

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	139
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	3.200
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	100
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	33,8/11,9
KLGD trung bình 3 tháng	1.222.388
GTGD trung bình 3T (tr USD)	1,46
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	33,75
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1,52
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	51,66
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức (SZC), tiền thân là Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Sonadezi, được thành lập năm 2007. Công ty hoạt động trong lĩnh vực (i) Đầu tư phát triển khu đô thị, khu công nghiệp, khu dân cư và sân golf; (ii) Kinh doanh kết cấu hạ tầng; (iii) Kinh doanh bất động sản bao gồm: mua bán, chuyển nhượng, định giá, quản lý ... bất động sản. Một số dự án tiêu biểu của công ty như: dự án KCN đô thị Châu Đức, đường BOT 768, dự án khu dịch vụ thể thao Sonadezi. SZC đã được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) lần lượt từ cuối năm 2018 và đầu năm 2019.

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Quý đất lớn với mức giá thấp

Chúng tôi lần đầu công bố báo cáo phân tích về cổ phiếu SZC với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 38.300 đồng/cp – triển vọng tăng giá là 19,7%. SZC có lợi thế quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn và hưởng lợi từ việc chuyển dịch sản xuất các doanh nghiệp FDI sang Việt Nam. Đồng thời, chi phí bồi thường của SZC thấp giúp công ty duy trì tỷ suất lợi nhuận cao. Ngoài ra, SZC có nguồn tiền mặt cao từ hoạt động kinh doanh thu phí. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 ước tính đạt lần lượt là 730 tỷ đồng (+58% so với cùng kỳ) và 292 tỷ đồng (+48% so với cùng kỳ).

Một số luận điểm đầu tư như sau:

Quý đất khu công nghiệp (KCN) sẵn sàng cho thuê lớn. Diện tích cho thuê lũy kế đến cuối năm 2019 là 394 ha đất khu công nghiệp và 5.600 m2 nhà xưởng xây sẵn. Tổng diện tích đất sẵn sàng cho thuê lên tới 640 ha, đã được giải phóng mặt bằng và đền bù xong. Quỹ đất sạch và lớn sẽ là lợi thế giúp SZC thu hút khách hàng mới nhanh chóng.

Chi phí đền bù và giải phóng mặt bằng thấp giúp tỷ suất lợi nhuận ròng của hoạt động thuê đất KCN hơn 50%. Theo HĐQT, chi phí đền bù và giải phóng mặt bằng của KCN Châu Đức là 87.000 đồng/m2 và chi phí hạ tầng khoảng 200.000 đồng/m2. Giá thuê hiện tại là 60 USD/m2/chu kỳ thuê (+20% so với cùng kỳ) trong năm 2020. Với xu hướng tăng giá thuê như hiện tại, tỷ suất lợi nhuận của SZC sẽ duy trì trên 62% trong năm 2020. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính tổng diện tích cho thuê mới sẽ đạt 90 ha (+80% so với cùng kỳ).

Dòng tiền ổn định từ BOT 768. SZC bắt đầu thu phí BOT 768 từ năm 2015 và thời gian thu trong vòng 35 năm. Doanh thu BOT ổn định ở mức 50 tỷ đồng/năm, lưu lượng xe tăng bình quân khoảng 3%-4% mỗi năm. Tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 58%.

Mục lục

1.	Tổng quan về doanh nghiệp.....	3
1.1.	Lịch sử hình thành	3
1.2.	Cơ cấu cổ đông và công ty	4
2.	Mô hình kinh doanh	4
3.	Tổng quan khu công nghiệp trong nước	8
4.	Phân tích chỉ số tài chính	12
5.	Triển vọng	14
5.1.	Chiến lược kinh doanh	14
5.2.	Triển vọng và ước tính lợi nhuận.....	14
6.	Định giá và quan điểm đầu tư.....	16
6.1.	Phương pháp SOTP	16
6.2.	Quan điểm đầu tư.....	17
6.3.	Rủi ro chính.....	17
	PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM	18

1. Tổng quan về doanh nghiệp

1.1. Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần Sonadezi Châu Đức, tiền thân là công ty cổ phần phát triển hạ tầng Sonadezi, được thành lập năm 2007. Công ty mẹ của SZC là Tổng công ty Sonadezi, một công ty nhà nước. Năm 2007, Tổng công ty Sonadezi và các công ty thành viên đã đầu tư vào dự án cụm khu công nghiệp đô thị và sân golf Châu Đức, với tổng diện tích 2.287 ha. KCN Châu Đức có tổng diện tích là 1.556,14 ha, trong đó diện tích dành cho KCN công nghệ cao là 194 ha, KCN đa ngành nghề là 775,1 ha, diện tích KCN ít ô nhiễm là 140 ha và diện tích khu đô thị Châu Đức là 690,6 ha.

- Q4/2010, SZC bắt đầu vận hành thu phí đối với dự án BOT 768, bao gồm 6 tuyến đường ở thành phố Biên Hòa và huyện Vĩnh Cửu.
- Năm 2011, công ty cho khách hàng đầu tiên thuê đất ở KCN Châu Đức – Công ty cổ phần Tiên Triết.
- Năm 2014, công ty đã phát hành riêng lẻ để tăng vốn điều lệ của công ty từ 700 tỷ đồng lên 1 nghìn tỷ đồng.
- Năm 2017, công ty đã hoàn thiện xây dựng cơ sở hạ tầng giai đoạn I của KCN Châu Đức, với tổng diện tích là 500 ha.
- Năm 2018, công ty ký kết hợp tác đầu tư xây dựng sân golf Châu Đức với đối tác Hàn Quốc – Công ty Sky 72 và công ty cổ phần Vina. Tổng giá trị đầu tư là 1,9 nghìn tỷ đồng.

Dự án cụm KCN – đô thị và sân golf



BOT 768

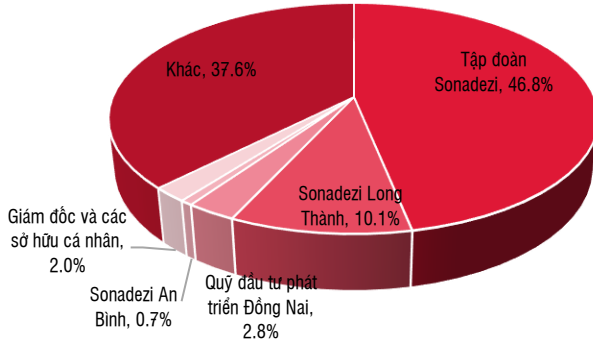


Nguồn: SZC

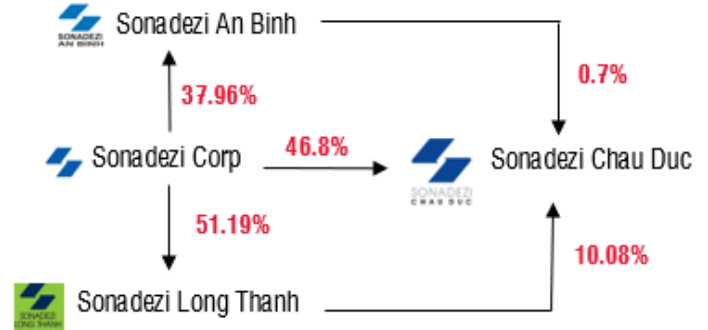
1.2. Cơ cấu cổ đông và công ty

Tỷ lệ sở hữu: Cơ cấu cổ đông của SZC bao gồm:

Cơ cấu cổ đông của SZC tháng 10/2020



Sở hữu chéo của các công ty trong tập đoàn Sonadezi



Nguồn: SZC

- (1) **Tổng công ty Sonadezi (SNZ: UPCOM)**. UBND tỉnh Đồng Nai sở hữu 99,5% cổ phần tại SNZ. Tổng công ty Sonadezi có 30 năm kinh nghiệm phát triển KCN từ nền tảng KCN đầu tiên của Việt Nam là KCN Biên Hòa 1. Đến năm 2019, Tổng công ty Sonadezi sở hữu 11 KCN (trong tổng số 28 KCN tại tỉnh Đồng Nai) với tổng diện tích 4.810 ha - chiếm 34% tổng diện tích đất KCN tại tỉnh Đồng Nai và 17,6% tổng diện tích đất KCN tại Bà Rịa - Vũng Tàu.

Các KCN của tổng công ty Sonadezi

KCN	Sở hữu của SNZ	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đất cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)
Giang Điền	51%	529	322.8	45%
Biên Hòa 1	100%	335	227.8	100%
Biên Hòa 2	46,22%	394	283	100%
Gò Dầu	46,22%	182	151	100%
Xuân Lộc	46,22%	109	65.8	95%
Thạnh Phú	46,22%	177	130	59%
Suối Tre	37,95%	150	96	100%
Nhơn Trạch II	57,82%	330	288	100%
Long Thành	51,90%	488	309	100%
Châu Đức	48,08%	1.556	1.006	38%
Amata	10,00%	513	359,1	100%

Nguồn: Công ty

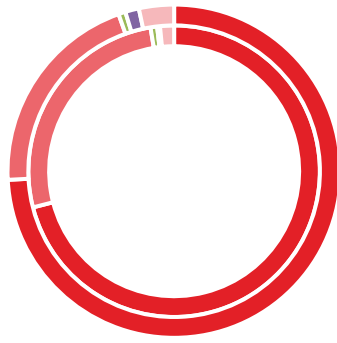
- (2) **Sonadezi Long Thành (SZL: HOSE)**. SZL sở hữu KCN Long Thành, với tổng diện tích 488 ha (diện tích thương phẩm là 309 ha) và tỷ lệ lấp đầy là 100%. Ngoài ra, SZL còn phát triển các nhà xưởng xây sẵn tại KCN Long Thành và KCN Châu Đức. SZL hiện tại cũng đang đầu tư vào cụm công nghiệp Long Phước 1, với tổng diện tích 75 ha. SZL cũng đầu tư vào các dự án đô thị như Tam An 1 (271 lô đất nền) và Sona Riverview (95,5ha). Hiện tại, SZL đang cho thuê 50 ha đất tại KCN Châu Đức.

- (3) **Sonadezi An Bình**. Sonadezi An Bình sở hữu KCN Suối Tre (tổng diện tích 150 ha), với tỷ lệ lấp đầy 100%.

2. Mô hình kinh doanh

SZC có ba mảng hoạt động kinh doanh: (1) Cho thuê đất KCN - chiếm 75% tổng doanh thu; (2) Hoạt động thu phí BOT 768 - chiếm 20% tổng doanh thu; và (3) Kinh doanh sân golf tại KCN Biên Hòa 2 - chiếm 1% tổng doanh thu.

Cơ cấu doanh thu của SZC

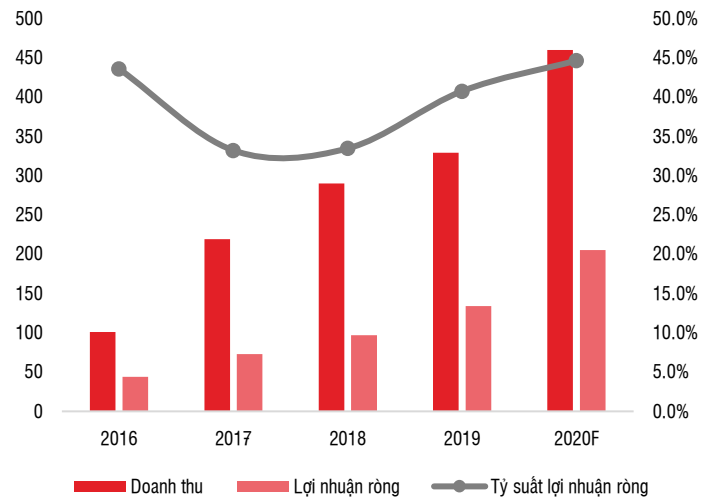


■ Cho thuê đất ■ Doanh thu phí BOT ■ Khu vực dịch vụ thể thao
■ Nhà xưởng xây sẵn ■ Khác

*hình trong: 2018, hình ngoài: 2019

Nguồn: SZC

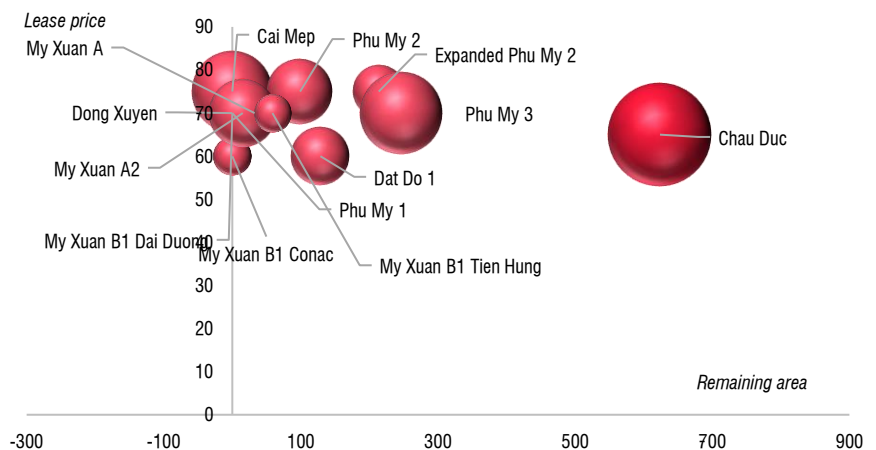
Doanh thu, lợi nhuận ròng (tỷ đồng) trong giai đoạn 2016-2020F



Cho thuê đất KCN – động lực tăng trưởng chính đối với SZC

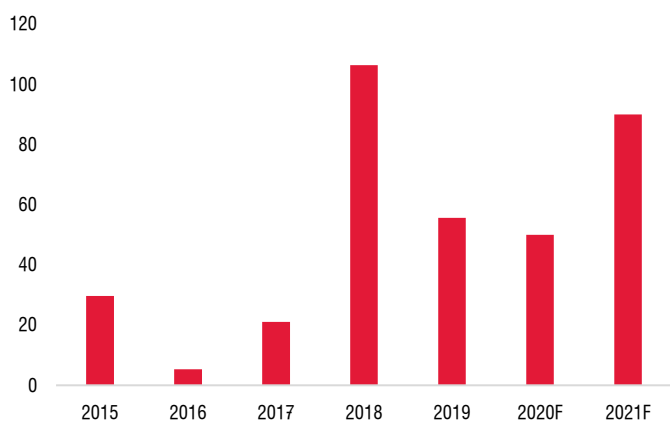
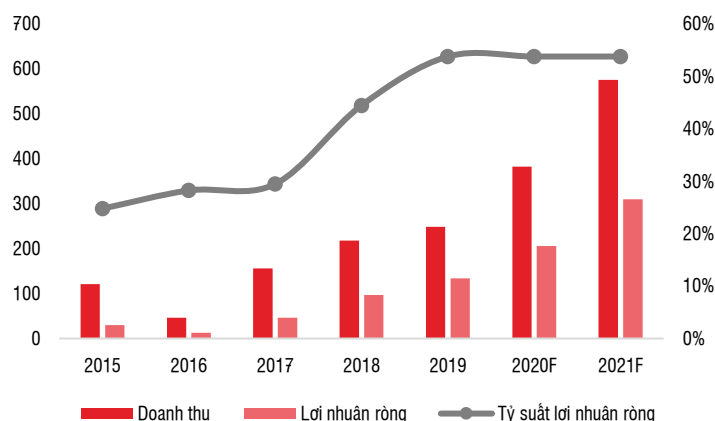
SZC sở hữu KCN và đô thị Châu Đức tại Bà Rịa - Vũng Tàu. KCN được quy hoạch thành hai phân khu chức năng bao gồm: (1) KCN Châu Đức (1.556,14 ha); và (2) Khu đô thị Châu Đức (690,55 ha). Trong đó, tổng diện tích đã giải phóng mặt bằng của KCN và khu đô thị là 1.679 ha với thời gian cho thuê là 50 năm kể từ năm 2008. Chúng tôi cho rằng hoạt động cho thuê đất của KCN Châu Đức là khả quan:

(1) Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn. Diện tích đã cho thuê lũy kế đến cuối năm 2019 đạt 394 ha đất công nghiệp và 5.600 m² nhà xưởng xây sẵn. Trong đó, diện tích sẵn sàng cho thuê còn lại là gần 640 ha, và đã giải phóng mặt bằng xong (bao gồm cả đền bù). Chúng tôi tin rằng, diện tích sẵn sàng cho thuê lớn sẽ là lợi thế để SZC nhanh chóng thu hút được khách hàng mới so với các doanh nghiệp khác tại tỉnh Bình Dương và Đồng Nai khi mà hầu hết được lấp đầy với tỷ lệ cao.

Diện tích còn lại (ha) và giá thuê (USD/m²/chu kỳ thuê) đối với các KCN ở Bà Rịa – Vũng Tàu

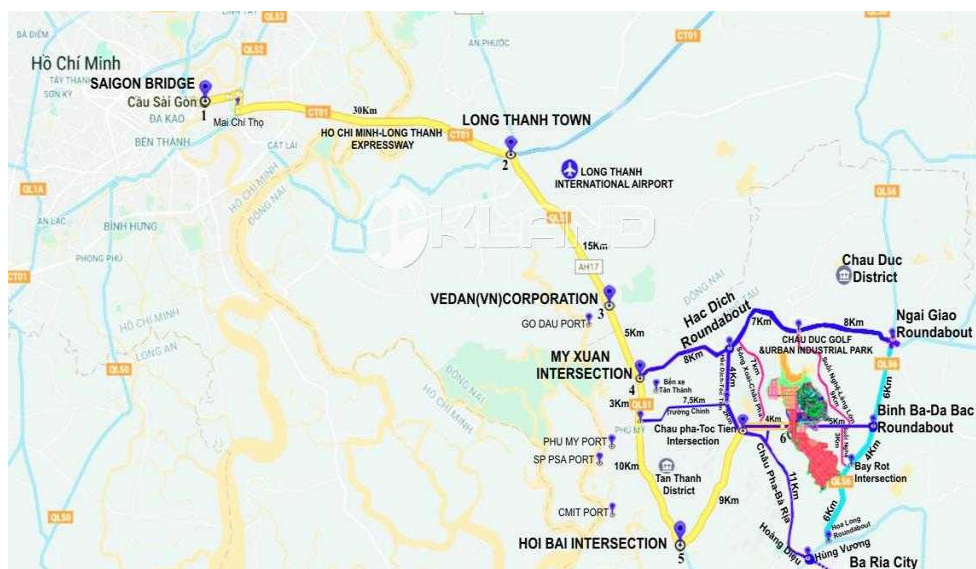
Nguồn: SSI tổng hợp

(2) Chi phí bồi thường thấp giúp công ty duy trì tỷ suất lợi nhuận ròng ở mức cao trên 50%. Theo HĐQT, chi phí đền bù giải phóng mặt bằng KCN Châu Đức là 87.000 đồng/m². Chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng khoảng 200.000 đồng/m². Tổng chi phí vốn là 4,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 260.668 đồng/m². Giá thuê là 60 USD/m²/chu kỳ thuê trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận của SZC sẽ duy trì ở mức cao trên 50% do giá thuê tiếp tục có xu hướng tăng.

Diện tích đất cho thuê (ha) của SZC trong 2015-2021F**Doanh thu, lợi nhuận ròng (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận ròng của mảng KCN trong 2015-2021F**

Nguồn: SZC và SSI ước tính

(3) Tiếp cận cơ sở hạ tầng logistic thuận tiện. Với hệ thống hơn 40 cảng biển, TP. Hồ Chí Minh và Bà Rịa - Vũng Tàu là đầu mối quan trọng của miền Nam - hỗ trợ vận chuyển hầu hết các sản phẩm trong khu vực. Ngoài ra, đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2021 và đi vào hoạt động vào năm 2025, nối liền hai tỉnh Bình Dương và Đồng Nai.



(4) Giá cho thuê ở mức cạnh tranh nhất so với các KCN khác ở Bà Rịa-Vũng Tàu. Trong số 12 KCN ở Bà Rịa Vũng Tàu, Châu Đức có giá cho thuê thấp nhất. Giá thuê bình quân ở Bà Rịa Vũng Tàu là 72,6 USD/m²/chu kỳ thuê. Chúng tôi nhận thấy giá thuê của KCN Châu Đức thấp hơn khoảng 35% -54% so với các KCN ở tỉnh Đồng Nai và Bình Dương.

Hoạt động thu phí BOT 768 – thu nhập ổn định trong dài hạn

Dự án BOT đường 768 bao gồm 6 tuyến đường ở TP. Biên Hòa và huyện Vĩnh Cửu. Tổng giá trị đầu tư là 700 tỷ đồng (trong đó 70% từ vốn vay), bao gồm 4 trạm thu phí. Dự án bắt đầu thu phí từ năm 2015, thời gian thu phí là 35 năm. Theo chúng tôi, dự án thu phí này sẽ mang lại nguồn thu nhập ổn định cho SZC.

(1) Lưu lượng phương tiện tăng bình quân 3-4%/năm. Đường 768 có lưu lượng xe tương đối ổn định. Chúng tôi ước tính lưu lượng xe sẽ tăng 3% so với cùng kỳ trong năm 2021.

(2) Hoạt động thu phí có mức thu thấp nhất theo Thông tư 37/2014/TT-BTC; sẽ tăng 35% trong năm 2021. Hoạt động thu phí cầu đường sẽ tăng 35% trong năm 2021 và doanh thu ước tính tăng 38% so với cùng kỳ với tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 65%.

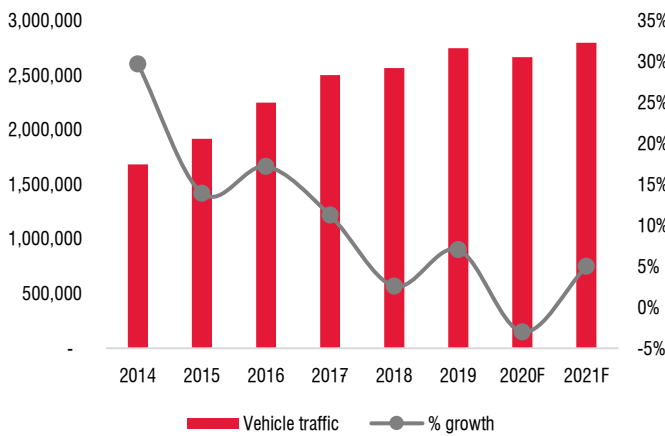
Giá vé tại BOT 768

STT	Phân loại xe	Mức phí (đồng)	Hiện tại	2018-2020	2023-2032	Từ năm 2033 trở đi
1	Xe khách dưới 12 chỗ ngồi, xe tải dưới 2 tấn	15.000 - 52.000	15.000	20.000	30.000	40.000
2	Xe khách từ 12 chỗ đến 30 chỗ, xe tải từ 2 tấn đến 4 tấn	20.000 - 70.000	22.000	35.000	45.000	50.000
3	Xe khách trên 31 chỗ, xe tải từ 4 tấn đến 10 tấn	25.000 - 87.000	33.000	44.000	55.000	60.000
4	Xe tải từ 10 tấn đến 18 tấn, xe Container 20 feet	40.000 - 140.000	60.000	80.000	90.000	100.000
5	Xe tải trên 18 tấn, xe Container 40 feet	80.000 - 200.000	120.000	160.000	170.000	180.000

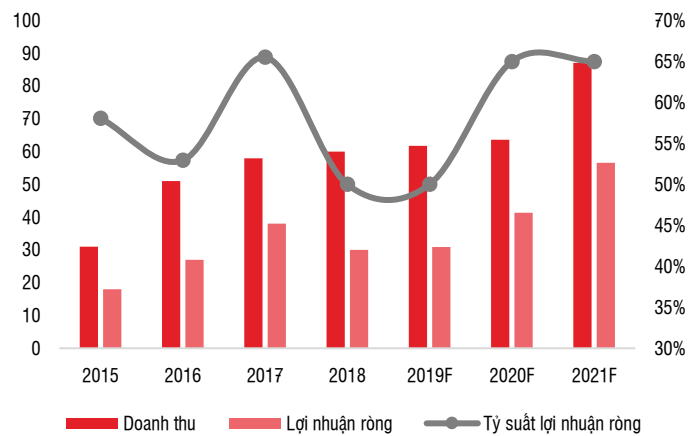
Nguồn: Nghị quyết 174/2010/NQ-HĐND

(3) IRR của dự án đạt 11%. Theo nghiên cứu tính khả thi, IRR của dự án đạt 11%.

Lưu lượng xe và tốc độ tăng lưu lượng xe (%)



Doanh thu, lợi nhuận ròng (tỷ đồng), tỷ suất lợi nhuận ròng của mảng hoạt động thu phí



Nguồn: SZC và SSI ước tính

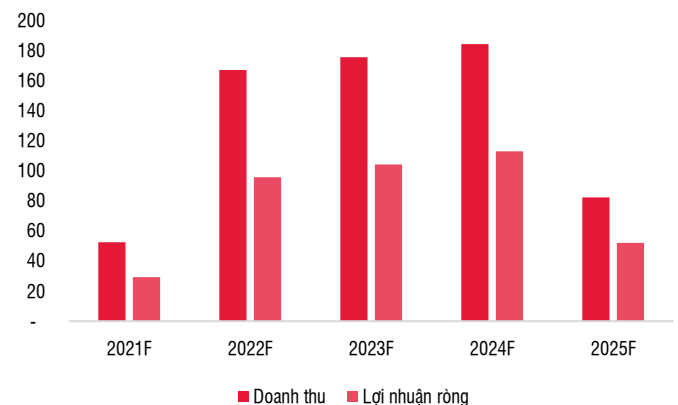
Khu đô thị Hữu Phước - Hiệu quả cao nhờ chi phí đầu tư thấp

Tổng diện tích đất của khu đô thị Hữu Phước là 40,6 ha, trong đó diện tích đền bù giải tỏa là 37,8 ha (chiếm 93% tổng diện tích). Diện tích có quyền sử dụng đất là 36,7 ha (chiếm 91% tổng diện tích). Theo quy hoạch, dự án có 164 căn shophouse và 500 lô đất nền.

Chi phí đầu tư thấp. Tổng vốn đầu tư cho dự án này là 380 tỷ đồng. Theo HĐQT, chi phí đền bù giải tỏa và xây dựng là 3 triệu đồng/m². Theo chúng tôi tính toán, giá cho thuê đất trên thị trường dao động từ 7-9 triệu đồng/m², điều này cho thấy tỷ suất lợi nhuận ròng là 56%.

Dự án tạo ra một dòng lợi nhuận trong 5 năm kể từ thời điểm đầu tư. SZC đang hợp tác với Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp Số 2 (D2D: HOSE) để bán dự án do D2D đã có kinh nghiệm triển khai các dự án tại tỉnh Đồng Nai. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu từ dự án đạt 661 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 267 tỷ đồng.

Doanh thu và lợi nhuận ròng (tỷ đồng) trong năm 2021-2025F



Nguồn: SSI ước tính

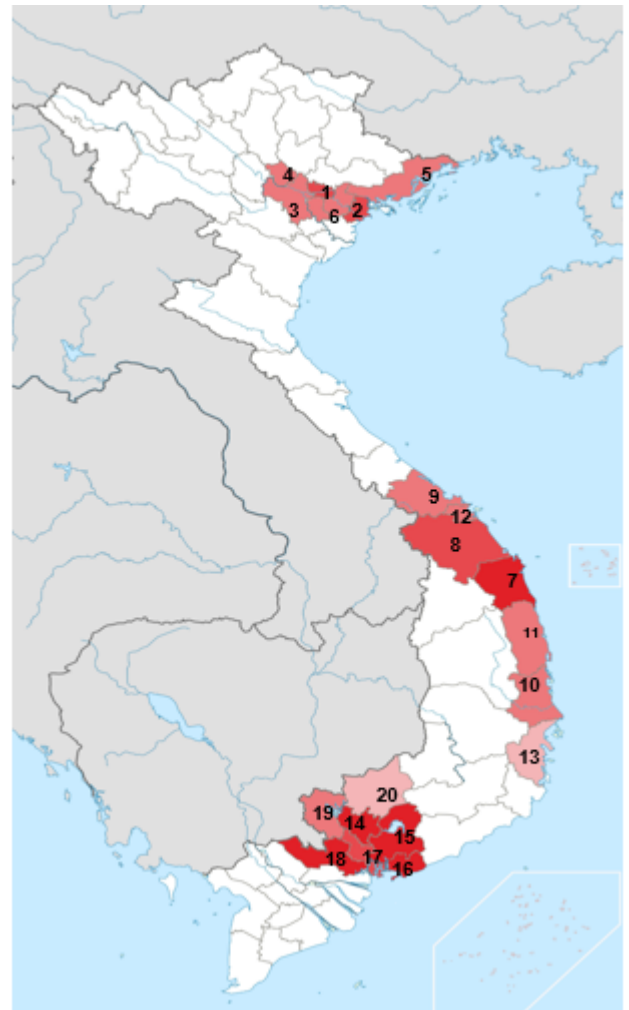
3. Tổng quan khu công nghiệp trong nước

Theo Bộ kế hoạch và đầu tư, tại thời điểm cuối tháng 10/2020, Việt Nam có 369 KCN trên tổng diện tích đất 97,8 nghìn ha, trong đó 280 KCN hiện đang hoạt động. Tỷ lệ lấp đầy bình quân tại các KCN đang hoạt động là 70,1% tại thời điểm cuối tháng 10/2020, theo Bộ kế hoạch và đầu tư.

No	Province	No of IP	No of operating IPs	Total area (ha)
Northern				
1	Bac Ninh	16	10	4,523
2	Hai Phong	13	11	3,292
3	Ha Noi	14	9	1,710
4	Vinh Phuc	11	9	1,859
5	Quang Ninh	11	11	1,609
6	Hung Yen	10	10	1,392

No	Province	No of IP	No of operating IPs	Total area (ha)
Central				
7	Quang Ngai	8	6	10,138
8	Quang Nam	9	9	4,331
9	Hue	6	6	2,393
10	Phu Yen	8	4	2,215
11	Binh Dinh	8	5	1,961
12	Da Nang	6	6	1,160
13	Khanh Hoa	4	4	854

No	Province	No of IP	No of operating IPs	Total area (ha)
Southern				
14	Binh Duong	28	28	10,931
15	Dong Nai	35	32	12,000
16	BR – Vung Tau	15	15	8,501
17	Ho Chi Minh	17	16	4,532
18	Long An	30	17	11,500
19	Tay Ninh	7	5	3,384
20	Binh Phuoc	13	13	4,686



Nguồn: SSI Research tổng hợp

Các KCN ở Việt Nam trong năm 2016-tháng 10/2020

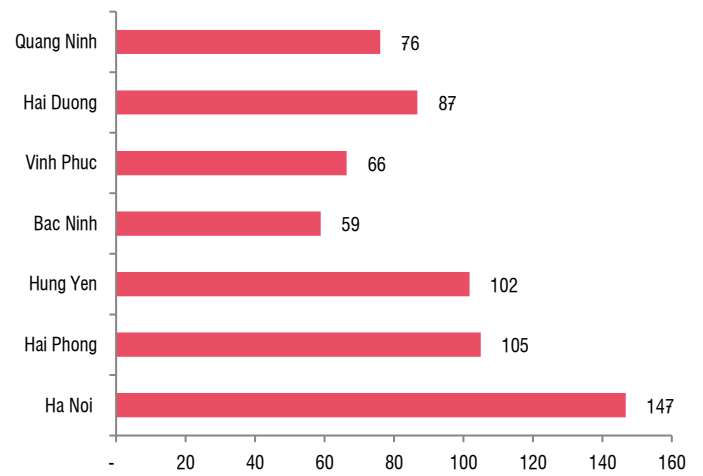
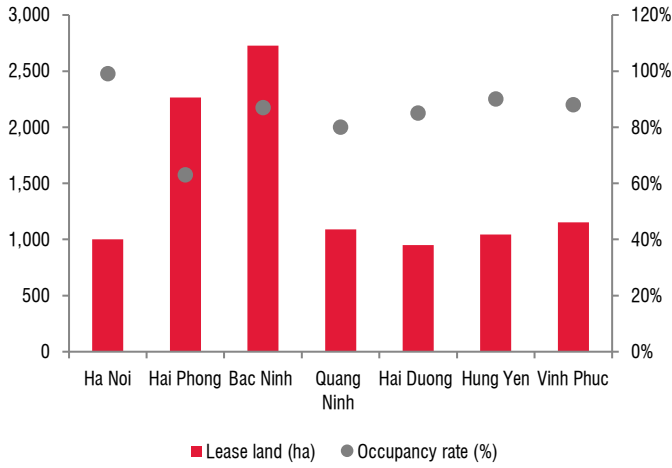
	2016	2017	2018	2019	10M2020
Tất cả các KCN					
+ Số lượng KCN	325	325	326	330	369
+ Tổng diện tích (ha)	94.900	94.900	93.000	97.000	113.300
+ Diện tích cho thuê (ha)	63.583	64.000	64.000	65.900	73.600
Các KCN đang hoạt động					
+ Số lượng dự án	220	220	250	258	280
+ Tổng diện tích (ha)	60.900	60.900	68.000	68.800	82.800
+ Diện tích cho thuê (ha)	40.803	41.071	46.796	46.741	56.600
+ Tỷ lệ lấp đầy (%)	73,0%	73,00%	73,00%	74,30%	70,10%

Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Ở miền Bắc, các KCN tập trung ở các tỉnh như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh, Hưng Yên và Vĩnh Phúc. Tổng diện tích đất là 13.500 ha. Trong Q3/2020, tỷ lệ lấp đầy cho các KCN đang hoạt động ở phía Bắc là 74%, trong khi giá đất bình quân là 102 USD/m² cho mỗi chu kỳ dự án (+7% so với cùng kỳ), theo JLL Research.

Diện tích đất cho thuê và tỷ lệ lấp đầy ở miền Bắc: 9T2020

Giá cho thuê (USD/m²/chu kỳ thuê) ở miền Bắc: 9T2020

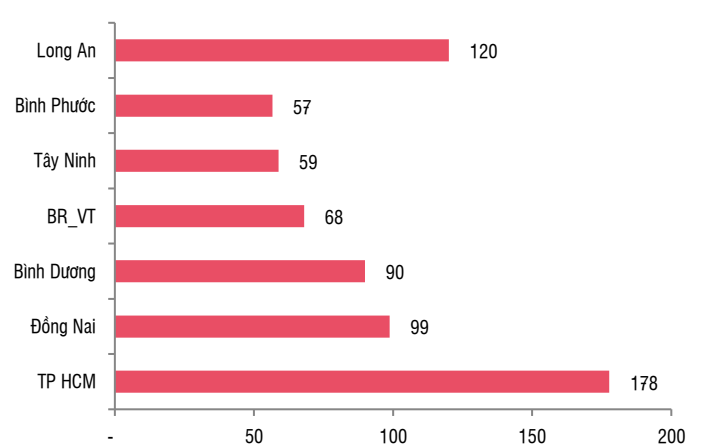
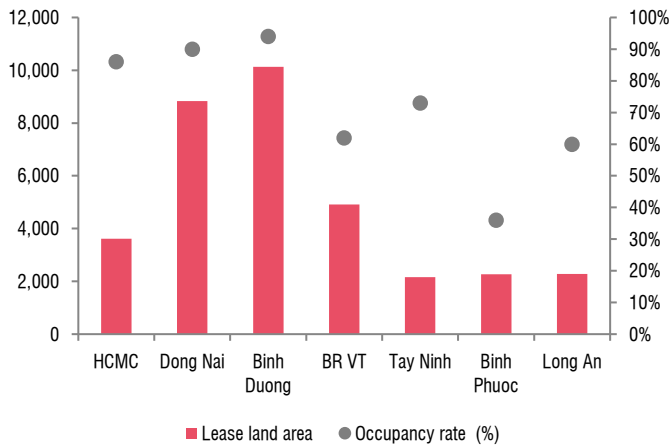


Nguồn: JLL

Các KCN ở miền Nam tập trung ở TP. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Tây Ninh, Bình Phước và Long An - có tổng quỹ đất là 42.836 ha. Tính đến tháng 9/2020, tỷ lệ lấp đầy bình quân cho các KCN đang hoạt động đạt 83%, với giá đất cho thuê đạt khoảng 105-115 USD/m²/chu kỳ thuê (+9,7% so với cùng kỳ), theo JLL Research.

Diện tích đất cho thuê và tỷ lệ lấp đầy ở miền Nam: 9T2020

Giá cho thuê (USD/m²/chu kỳ thuê) ở miền Nam: 9T2020



Nguồn: JLL

Các động lực chính thúc đẩy nhu cầu của KCN bao gồm:

Động lực số 1: Nhu cầu tăng cao do hoạt động dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam

Nhìn chung, đại dịch Covid-19 toàn cầu đã gây ra sự gián đoạn nghiêm trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu và các doanh nghiệp đã bắt đầu đẩy mạnh đa dạng hóa sản xuất. Một mặt, dịch Covid-19 đã thúc đẩy hoạt động dịch chuyển trong vài năm trở lại đây và Việt Nam được cho là một trong những quốc gia hưởng lợi từ xu hướng này. Trong khi năm 2020 đặt ra nhiều thách thức lớn, chúng tôi tin rằng một khi dịch bệnh lắng xuống

nhu cầu đối với các khu công nghiệp Việt Nam sẽ tăng đáng kể do nhiều công ty quốc tế trước đó đã chuẩn bị chuyển dịch cơ sở sản xuất sang Việt Nam.

Việc chuyển các cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam là một xu hướng lớn có khả năng đẩy nhanh thời kỳ hậu Covid. Có một số công ty lớn đang có kế hoạch chuyển một phần hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, bao gồm Microsoft, Google, Panasonic, Sharp, Foxconn...

Danh sách các công ty lớn có kế hoạch xây dựng nhà máy ở Việt Nam

Công ty	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Địa điểm	KCN	Diện tích đất thuê (ha)	Thời gian
Sharp Manufacturing	135	Bình Dương	VSIP		2020
Panasonic Việt Nam		Hà Nội	Thăng Long II	20	T9/2020
Wistron Infocomm		Hà Nam	Đồng Văn 3	24	T4/2020
Foxconn		Bắc Ninh	Nam Sơn Hạp Lĩnh	60	2020
Pegatron		Hải Phòng	Đình Vũ	35	T3/2020
Topband Smart	20	Đồng Nai	Lộc An – Bình Sơn		T4/2020

Nguồn: SSI Research tổng hợp

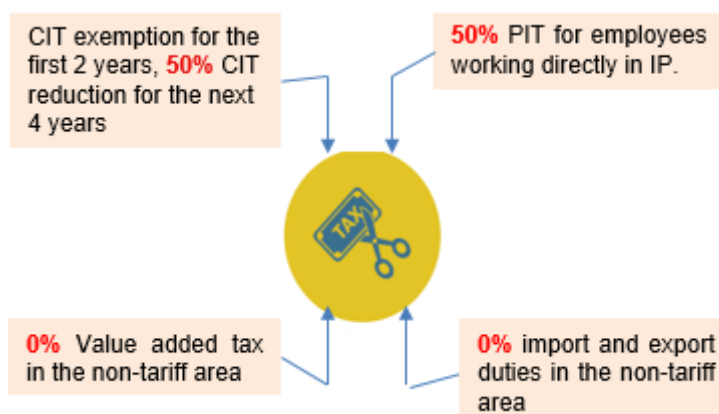
Các ưu đãi cho các dự án có nguồn vốn FDI do Chính phủ Việt Nam và Nhật Bản triển khai cũng có thể mang lại cơ hội cho một số doanh nghiệp Nhật Bản mở rộng sản xuất sang Việt Nam ví dụ như Shin-Etsu Chemical, HoYa Coporation, Matsuoaka, Meiko Electronics, Yokowo và Nikkiso... Hầu hết các công ty này đều đã có cơ sở sản xuất ở miền Bắc.

Động lực thứ 2: Quy hoạch các KCN mới của Chính phủ Việt Nam cho giai đoạn 2021-2025 có thể giúp tăng diện tích các KCN mới trong tương lai, đặc biệt là đối với các KCN lớn có tổng diện tích đất trên 1.000 ha đáp ứng nhu cầu về quỹ đất lớn của các công ty có vốn đầu tư FDI.

Các “trung tâm” KCN Cấp 1 tập trung phát triển kho bãi và các dự án nhà xưởng xây sẵn do tỷ lệ lấp đầy, giá thuê đất đã cao và việc giải phóng mặt bằng rất khó khăn. Tại miền Bắc giá đất dao động trong khoảng 105-170 USD/m²/chu kỳ thuê với tỷ lệ lấp đầy trên 80%, trong khi tại miền Nam giá đất dao động trong khoảng 120-180 USD/m²/chu kỳ thuê với tỷ lệ lấp đầy trên 80%. Trong khi đó, các trung tâm KCN ở các tỉnh Cấp 2 tập trung phát triển đất công nghiệp cho thuê do còn nhiều diện tích sẵn sàng thuê và việc đền bù giải tỏa dễ dàng hơn.

Động lực thứ 3: Ưu đãi thuế khi đầu tư vào các KCN. Để thu hút vốn FDI, các chính sách ưu đãi đầu tư vào các KCN đã được quy định cụ thể tại Nghị định số 218/2013/NĐ-CP và các ưu đãi cụ thể cho từng KCN. Đối với thuế thu nhập doanh nghiệp, các doanh nghiệp hoạt động trong KCN được miễn thuế trong hai năm đầu, giảm 50% số thuế phải nộp trong bốn năm tiếp theo.

Ưu đãi về thuế cho nhà đầu tư ở KCN



Nguồn: Nghị định số 218/2013/NĐ-CP

Theo Pwc, Việt Nam được giảm tối đa 50%, với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) ưu đãi nhất là 10% - thấp hơn so với Myanmar. Thuế TNDN thực tế đã nộp sau ưu đãi bình quân là 12,3% - gần một nửa trong số đó chưa được ưu đãi trong năm 2019, điều này cho thấy mức thuế thậm chí còn thấp nhiều hơn. Các mức thuế này cũng thấp hơn nhiều so với các nước khác của khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

Thuế suất và ưu đãi thuế TNDN ở các nước ASEAN năm 2020

Quốc gia	Thuế suất TTNDN nói chung	Thuế suất TTNDN với mức ưu đãi cao nhất
Cam pu chia	20%	0%
Indonesia	22%	0%
Lào	20%	0%
Malaysia	24%	0%
Myanmar	25%	12.50%
Philippines	30%	5%
Singapore	17%	5%
Thái Lan	20%	5%
Việt Nam	20%	10%

Nguồn: Pwc

Động lực thứ 4: Mở rộng và cải thiện cơ sở hạ tầng. Việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng như đường cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu, cao tốc Dầu Dây Phan Thiết, cao tốc Bắc Nam, cảng Cái Mệp Thị Vải và cảng Gemalink sẽ giúp tạo kết nối thuận tiện hơn cho các KCN.

Hạ tầng cảng, đường cao tốc và sân bay tại các KCN phía Bắc



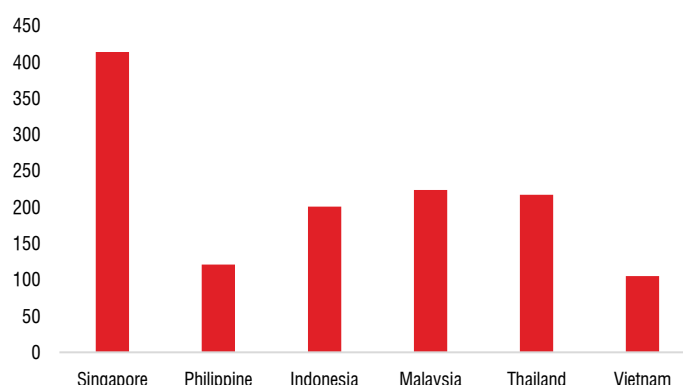
Nguồn: SSI tổng hợp

Động lực thứ 5: Giá đất KCN ở Việt Nam thấp nhất trong khu vực - thấp hơn khoảng 25% -30% so với Indonesia và Thái Lan. Do đó, giá đất KCN ở Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tăng từ 7%-8% ở miền Nam và từ 5%-6% ở miền Bắc trong năm 2021.

Hạ tầng cảng, đường cao tốc và sân bay tại các KCN phía Nam



Giá đất ở các nước ASEAN trong 9T2020 (USD/m2/chu kỳ thuê)



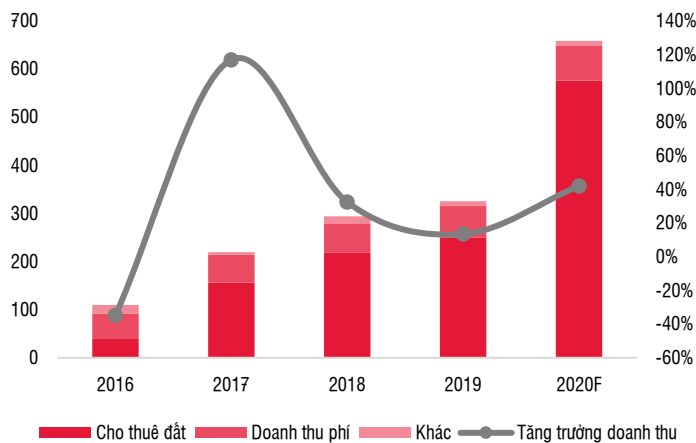
Nguồn: JLL, SSI Research

4. Phân tích chỉ số tài chính

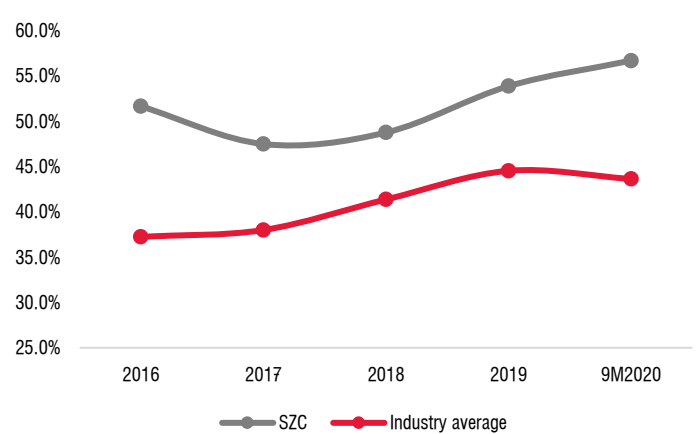
Tốc độ tăng trưởng (CAGR) doanh thu giai đoạn 2016-2019 đạt 48%, do (1) Diện tích đất cho thuê tăng từ 5,34 ha trong năm 2016 lên 55,65 ha - cho các khách hàng lớn như Solar Farm Vina (đất thuê: 60ha), Phương Đông Vũng Tàu (đất thuê: 10ha), Greentech Headfear (đất thuê: 2,9 ha) trong năm 2018- 2019; (2) Giá thuê tăng 49% từ 33 USD/m² trong năm 2016 lên 50 USD/m² trong năm 2019; (3) SZC cho thuê 5.600 m² nhà xưởng xây sẵn trong năm 2018 cho hai khách hàng là Aurelia Apparels (Ấn Độ) và Fullxin Việt Nam (Trung Quốc), đạt doanh thu 4 tỷ đồng/năm và (4) Tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu hoạt động thu phí là 9% trong giai đoạn 2016-2019.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn mức bình quân của ngành do chi phí bồi thường thấp. Đến Q3/2020, SZC đã trả bình quân 90.000 đồng/m² cho 1.610 ha tiền đền bù giải phóng mặt bằng với chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng trong KCN bình quân là 200.000 đồng/m². Với lợi thế về chi phí đầu tư thấp, tỷ suất lợi nhuận của SZC từ năm 2016 đến tháng 9/2020 dao động trong khoảng 47,5% đến 56,7% - cao hơn mức bình quân ngành là 37% - 41%.

Doanh thu (tỷ đồng) và tăng trưởng doanh thu (%) trong năm 2016-2020



Tỷ suất lợi nhuận gộp của SZC và bình quân ngành trong năm 2016-9T2020



Nguồn: SSI Research

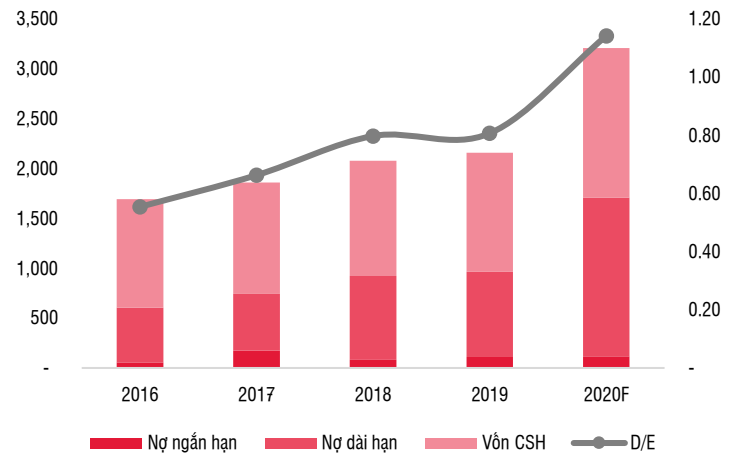
Đến cuối Q3/2020, chi phí xây dựng cơ bản dở dang chiếm 77% tổng tài sản của SZC. Trong đó, chi phí xây dựng (1,2 nghìn tỷ đồng) và chi phí đền bù giải tỏa (1,7 nghìn tỷ đồng) của KCN Châu Đức chiếm 94% tổng chi phí xây dựng dở dang của SZC vào cuối Q3/2020. Chi phí này tương đương với diện tích giải phóng mặt bằng là 1.610 ha. Lợi thế của SZC là chi phí bồi thường thấp góp phần tạo ra tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn.

Việc tăng nợ dài hạn do chi phí bồi thường. Nợ dài hạn (chiếm 88% tổng dư nợ) tăng 16% trong giai đoạn 2016-2019, trong đó 500 tỷ đồng huy động cho dự án BOT. Khoản vay này được đảm bảo bằng quyền thu phí tại trạm thu phí BOT 768, và 350 tỷ đồng sẽ được sử dụng để đền bù diện tích đất của dự án Châu Đức. Lãi suất cho vay dài hạn của SZC từ 7,0% -9,75%/năm.

Cơ cấu tổng tài sản của SZC trong năm 2016-2020 (tỷ đồng)



Nợ và vốn CSH của SZC trong năm 2016-9T2020 (tỷ đồng)



Nguồn: SZC, SSI tổng hợp

Doanh thu chưa thực hiện dài hạn là đất thuê từ Solar Farm Vina. Solar Farm Vina là nhà đầu tư Hàn Quốc đã thuê 60 ha tại KCN Châu Đức cho dự án pin năng lượng mặt trời. Solar Farm Vina trả cho Sonadezi 210 tỷ đồng trong vòng 17 năm. Doanh thu được ghi nhận đều đặn trong vòng 17 năm kể từ năm 2018. Chúng tôi ước tính doanh thu ghi nhận sẽ đạt 12,3 tỷ đồng/năm.

5. Triển vọng

5.1. Chiến lược kinh doanh

Hoàn thiện cơ sở hạ tầng KCN và khu dân cư. SZC dự kiến sẽ hoàn thành cơ sở hạ tầng của toàn bộ KCN vào năm 2021. Đồng thời, công ty cũng đặt mục tiêu hoàn thành các tuyến đường điều chỉnh tại BOT 768.

Xúc tiến đầu tư vào KCN Châu Đức. Tận dụng lợi thế của thương hiệu Sonadezi, SZC sẽ xúc tiến đầu tư vào KCN Châu Đức. Theo ban lãnh đạo, đến năm 2022 tỷ lệ lấp đầy của các KCN đạt trên 60%.

5.2. Triển vọng và ước tính lợi nhuận

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận của SZC sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước tính lần lượt đạt 730 tỷ đồng (+58% so với cùng kỳ) và 292 tỷ đồng (+48% so với cùng kỳ) trong năm 2021.

- Giá thuê đất KCN sẽ tăng mạnh do nhu cầu ngày càng tăng.** Chúng tôi ước tính tổng diện tích cho thuê sẽ đạt 90 ha (+80% so với cùng kỳ) trong năm 2021, trong đó: (1) diện tích thuê từ các nhà đầu tư thứ cấp (như D2D, Sonadezi Long Bình, Sonadezi Long Thành) là 50 ha (+66% so với cùng kỳ); và (2) diện tích thuê từ các nhà đầu tư trực tiếp là 40 ha (+100% so với cùng kỳ). Giá thuê có thể tăng 8% so với cùng kỳ trong năm 2021, đạt 65 USD/m²/chu kỳ thuê. Doanh thu của mảng KCN ước tính đạt 576 tỷ đồng (+56% so với cùng kỳ).

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng KCN là 64% (+2% so với cùng kỳ), do giá thuê tăng và chi phí đầu tư ổn định.

Phân tích độ nhạy giữa diện tích cho thuê (ha) và giá thuê (USD/m²/chu kỳ thuê) ảnh hưởng đến LNST của SZC năm 2021

	Giá thuê (USD/m ² /chu kỳ thuê)	Diện tích thuê (ha)					
		70	80	90	100	110	120
59	190	227	264	301	339	376	
62	200	239	278	317	356	395	
65	210	251	292	334	375	416	
68	220	264	307	350	393	436	
72	231	277	322	367	413	458	
75	243	290	338	385	433	481	

- Doanh thu hoạt động thu phí có thể tăng 38% so với cùng kỳ trong năm 2021.** Giá thu phí bình quân tăng 35% so với cùng kỳ và lưu lượng xe tăng 3% so với cùng kỳ. Doanh thu phí và lợi nhuận gộp ước tính lần lượt đạt 87 tỷ đồng và 49,6 tỷ đồng.
- Doanh thu dự án Khu đô thị Hữu Phước là 53 tỷ đồng.** Số lượng lô đất nền được ghi nhận dự kiến là 50 lô với giá bán 7 triệu đồng/m². Tỷ suất lợi nhuận ròng ước tính là 56%.
- Chi phí lãi vay ở mức 76 tỷ đồng (+7,9x so với cùng kỳ),** do tăng khoản vay dài hạn để đền bù giải tỏa tại khu đô thị Châu Đức. Lãi suất vay bình quân là 8,5%/năm.
- Thuế suất thuế TNDN là 15%, do thuế dự án BOT là 10% và thuế ưu đãi ở KCN là 15%.

Tóm tắt KQKD (tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu cho thuê đất	218	249	383	576
Doanh thu phí BOT	60	66,4	63,08	87,05
Tổng doanh thu	290	329	460	730
<i>% tăng trưởng</i>	<i>32,12%</i>	<i>13,50%</i>	<i>39,56%</i>	<i>58%</i>
Doanh thu cho thuê đất	110	141	237	368
Doanh thu phí BOT	32	35	36	49,6
Lợi nhuận gộp	142	177	276	460
<i>% tăng trưởng</i>	<i>35,66%</i>	<i>25,41%</i>	<i>55,61%</i>	<i>66%</i>
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>48,76%</i>	<i>53,88%</i>	<i>60,07%</i>	<i>62,98%</i>
Chi phí quản lý và bán hàng	-31	-38	-50	-60
<i>% doanh thu</i>	<i>-10,60%</i>	<i>-11,69%</i>	<i>-10,85%</i>	<i>-9,34%</i>
Lợi nhuận trước thuế	113	156	238	340
<i>% tăng trưởng</i>	<i>35,59%</i>	<i>38,86%</i>	<i>52,54%</i>	<i>42%</i>
Lợi nhuận ròng	97	134	205	292
<i>% tăng trưởng</i>	<i>33,90%</i>	<i>37,78%</i>	<i>52,91%</i>	<i>42%</i>
<i>Tỷ suất lợi nhuận ròng</i>	<i>33,54%</i>	<i>40,72%</i>	<i>44,61%</i>	<i>37,96%</i>
Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ	97	134	205	292
<i>% tăng trưởng</i>	<i>33,90%</i>	<i>37,78%</i>	<i>52,91%</i>	<i>42%</i>
<i>Tỷ suất lợi nhuận</i>	<i>33,54%</i>	<i>40,72%</i>	<i>44,61%</i>	<i>37,96%</i>

6. Định giá và quan điểm đầu tư

6.1. Phương pháp SOTP

Chúng tôi cho rằng việc sử dụng phương pháp định giá theo từng phần (SOTP) là phương pháp định giá đáng tin cậy nhất cho cổ phiếu của SZC. Chúng tôi sử dụng phương pháp NPV để định giá KCN Châu Đức, BOT 768 và DCF để định giá khu đô thị Hữu Phước.

Cơ sở định giá của chúng tôi được dựa trên các giả định sau:

KCN Châu Đức

- Diện tích còn lại có thể cho thuê đến năm 2030.
- Giá thuê bình quân tăng 5% trong giai đoạn 2021-2025 và 3% trong giai đoạn 2026-2030.
- Tổng số tiền đền bù giải phóng mặt bằng là 2,3 nghìn tỷ đồng.
- Chi phí xây dựng 1,7 nghìn tỷ đồng.
- WACC là 12%.

BOT 768

- Thời gian thu phí đến cuối năm 2044.
- Lưu lượng xe bình quân hàng năm dự kiến tăng 3% trong giai đoạn 2021-2024.
- Doanh thu phí tăng 35% trong năm 2021 và bình quân tăng là 30% trong giai đoạn 2023-2032.
- Tổng giá trị đầu tư là 811 tỷ đồng.
- Thời gian trung tu: 4 năm; thời gian đại tu: 12 năm.
- Tỷ lệ chi phí khấu hao/doanh thu là 11%.
- Chi phí hoạt động/doanh thu là 15%. Chi phí sửa chữa hàng năm 3%.
- WACC là 12%.

Khu đô thị Hữu Phước

Giá bán tăng 5%/năm trong giai đoạn 2022-2025. Tổng giá trị đầu tư cho giai đoạn 1 dự kiến là 380 tỷ đồng. Chi phí xây dựng là 2 triệu đồng/m² và giá bán bình quân từ 7 - 9 triệu đồng/m².

	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
KCN Châu Đức (tỷ đồng)	NPV	2.637
BOT 768 (tỷ đồng)	NPV	178
Khu dân cư Hữu Phước (tỷ đồng)	DCF	278
Tiền mặt (tỷ đồng)		412
Dư nợ (tỷ đồng)		965
Giá trị ghi sổ (tỷ đồng)		1.196
Giá mục tiêu (đồng/cp)		38.300

6.2. Quan điểm đầu tư

Dựa trên phương pháp SOTP, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu của SZC và giá mục tiêu là 38.300 đồng/cổ phiếu – triển vọng tăng giá là 19,7%. SZC có quỹ đất lớn sẵn sàng cho thuê cùng với nhu cầu thuê tăng mạnh với sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng. Chi phí bồi thường thấp của SZC cho phép công ty duy trì tỷ suất lợi nhuận cao.

6.3. Rủi ro chính

- **Rủi ro do dự án sân golf không hiệu quả.** Sân golf có diện tích 152 ha với tổng giá trị đầu tư 1.985 tỷ đồng. Trong đó, sân golf giai đoạn 1 với diện tích 77,6 ha (bao gồm sân golf 18 lỗ, trang thiết bị và các hạng mục phụ trợ). Tổng giá trị đầu tư cho giai đoạn 1 là 650 tỷ đồng, trong đó chi phí xây dựng là 311 tỷ đồng (chiếm 47% tổng giá trị đầu tư), chi phí giải phóng mặt bằng là 197 tỷ đồng (chiếm 30% tổng giá trị đầu tư). NPV của dự án là 29,5 tỷ đồng với vốn vay ngân hàng (BIDV) tài trợ 70% dự án. Chúng tôi lo ngại về hiệu quả thấp của dự án và SZC phải chịu chi phí lãi vay từ dự án.
- **Rủi ro dòng tiền đối với dự án BOT.** Hiện nay, trên thị trường đang có nhiều ý kiến trái chiều liên quan đến các dự án BOT 768. Do đó, chúng tôi lo ngại những thay đổi về mặt pháp lý như lùi thời hạn tăng giá thu phí đã được phê duyệt trước đó, thanh tra lại hiệu quả dự án sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền của dự án.
- **Rủi ro liên quan đến việc thu hút các nhà đầu tư Trung Quốc.** Chúng tôi tin rằng việc chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ làm tăng nhu cầu thuê đất của các nhà đầu tư Trung Quốc thông qua SZC. Tuy nhiên, việc cho thuê này có thể dẫn đến sự phụ thuộc vào các nhà đầu tư này với diện tích cho thuê lớn.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020F	2021F
Bảng cân đối kế toán			
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	292	223	226
+ Đầu tư ngắn hạn	120	120	120
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	144	201	318
+ Hàng tồn kho	1	1	1
+ Tài sản ngắn hạn khác	3	3	3
Tổng tài sản ngắn hạn	560	548	669
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	316	311	307
+ Bất động sản đầu tư	45	44	17
+ Tài sản dài hạn dở dang	2.106	2.956	3.456
+ Đầu tư dài hạn	50	50	50
+ Tài sản dài hạn khác	14	14	14
Tổng tài sản dài hạn	2.530	3.375	3.844
Tổng tài sản	2.822	3.923	4.513
+ Nợ ngắn hạn	446	1.025	922
Trong đó: vay ngắn hạn	111	116	122
+ Nợ dài hạn	1.448	1.593	2.093
Trong đó: vay dài hạn	854	874	1.374
Tổng nợ phải trả	1.894	2.618	3.015
+ Vốn góp	1.000	1.000	1.000
+ Thặng dư vốn cổ phần	5	5	5
+ Lợi nhuận chưa phân phối	150	256	448
+ Quỹ khác	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.196	1.305	1.497
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	3.090	3.923	4.513
Lưu chuyển tiền tệ			
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	572	234	286
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-474	-117	-1.117
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-42	1.125	30
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	56	1.242	-801
Tiền đầu kỳ	236	292	223
Tiền cuối kỳ	292	223	226
Các hệ số khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện hành	2	0,5	0,7
Hệ số thanh toán nhanh	2	0,5	0,7
Hệ số thanh toán tiền mặt	0	0,2	0,2
Cơ cấu vốn			
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	1,6	0,3	0,3
Nợ phải trả/Tổng tài sản	1,6	0,3	0,3
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,8	2	2
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,8	0,8	1

Nguồn: Công ty, SSI Research

Tỷ đồng	2019	2020F	2021F
Báo cáo kết quả kinh doanh			
Doanh thu thuần	329	460	730
Giá vốn hàng bán	-152	-184	-269
Lợi nhuận gộp	177	276	460
Doanh thu hoạt động tài chính	27	21	16
Chi phí tài chính	-10	-9	-76
Chi phí lãi	-10	-9	-76
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-7	-6	-7
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-31	-44	-53
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	156	239	340
Thu nhập khác	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	156	238	340
Lợi nhuận ròng	134	205	292
Lợi nhuận chia cho cổ đông	134	205	292
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0
Chỉ số tài chính			
EPS cơ bản (VND)	1.341	2.051	2.924
Giá trị sổ sách (VND)	800	1.000	1.000
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	3,50%	4,30%	3,10%
EBIT	166	247	416
EBITDA	276	247	416
Tăng trưởng			
Doanh thu	13,50%	39,60%	58,70%
Lợi nhuận gộp	25,40%	55,60%	66,70%
Lợi nhuận ròng	37,80%	52,90%	42,60%
EBIT	34,50%	48,80%	68,60%
EBITDA	17,00%	-10,50%	68,60%
Tổng vốn chủ sở hữu	3,40%	9,10%	14,70%
Vốn điều lệ	0,00%	0,00%	0,00%
Tổng tài sản	9,30%	39,00%	15,00%
Các hệ số khả năng sinh lời			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	53,90%	60,10%	63,10%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	47,40%	51,90%	46,60%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	40,70%	44,60%	40,10%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,20%	1,30%	1,00%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	9,50%	9,50%	7,20%
ROE	11,20%	15,70%	19,50%
ROA	4,30%	5,20%	6,50%
Định giá			
PE	17,4	15,6	10,9
PB	1,9	2,5	2,4
Giá/Doanh thu	7,4		
EV/EBITDA	10,3	11,2	6,7

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715