



# CTCP Sonadezi Châu Đức

[ Việt Nam / Khu công nghiệp ]

Bloomberg Code (SZC VN) | Reuters Code (SZC.HM)

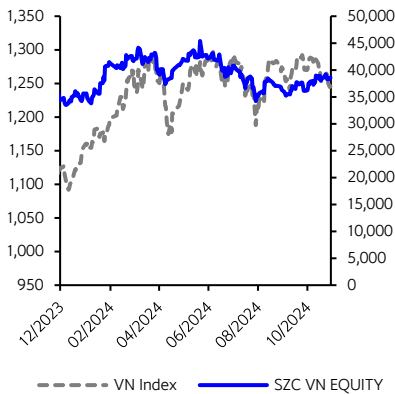
## MUA

Báo cáo lần đầu

**Giá mục tiêu (12 tháng)** **49,800 VND**  
 Giá hiện tại (28/11/2024) **40,450 VND**  
 Suất sinh lời (%) **23%**

VNINDEX	1,242
HNXINDEX	223
Vốn hóa (tỷ VND)	7,280
SLCP lưu hành (triệu CP)	180
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	109
52-tuần cao/thấp (VND)	46,500/27,831
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.10
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	42
Tổng CTCP phát triển khu Công nghiệp	46.84%
CTCP Sonadezi Long Thành	10.08%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	10.4	-7.3	36.3
So với VN-Index (%)	7.5	-7.7	22.0



Nguồn: Bloomberg

### Tiên Lê – Chuyên viên

☎ (84-28) 6299 - 4233  
 ✉ tien.ld@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Lợi thế quỹ đất lớn đón dòng vốn FDI

### Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 49,800 đồng

CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC) là trong những doanh nghiệp phát triển các dự án khu công nghiệp và bất động sản tại huyện Châu Đức, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Sonadezi Châu Đức sở hữu quỹ đất lớn với tổng diện tích 2,287 ha để phát triển khu công nghiệp (KCN), khu đô thị (KĐT) và sân Golf. Với triển vọng nguồn vốn FDI tăng trưởng mạnh mẽ tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, nhu cầu thuê KCN dự kiến sẽ được tiếp tục củng cố. Bước sang năm 2025, các dự án KĐT, sân Golf và BOT 768 sẽ có sự chuyển biến mạnh mẽ góp phần gia tăng nguồn thu cho SZC. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu SZC ở mức giá VND 49,800 tương ứng với mức sinh lời 23%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV để định giá SZC.

### Dòng vốn FDI tăng trưởng tiếp tục thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu thuê KCN

Với hơn 62% khách thuê KCN là doanh nghiệp nước ngoài, dòng vốn FDI có ý nghĩa quan trọng đối với KCN Sonadezi Châu Đức. Trong 10 tháng đầu năm 2024, lũy kế vốn FDI giải ngân đạt khoảng 19.5 tỷ USD, tăng 8.8% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, lũy kế vốn FDI đăng ký cũng tăng trưởng, đạt khoảng 27.2 tỷ USD, tăng 1.9% so với cùng kỳ. Đặc biệt, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ghi nhận mức tăng trưởng mạnh với 1,706 triệu USD (+69% YoY), nhờ sự thúc đẩy đầu tư hạ tầng.

### Diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn với giá đất cải thiện qua các năm

SZC sở hữu 2,287 ha đất KCN tại huyện Châu Đức, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, đất khu dân cư và sân golf chiếm 689 ha. Với vị trí địa lý thuận lợi và giá cho thuê cạnh tranh so với khu vực, chúng tôi ước tính SZC sẽ cho thuê khoảng 45 ha trong năm 2024 và duy trì khoảng 40 ha/năm cho các năm sau. Bên cạnh đó, giá thuê đất KCN của Sonadezi Châu Đức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 5% - 8% trong giai đoạn 2025 – 2028.

### Nguồn thu gia tăng từ khu đô thị, sân Golf và dự án BOT 768

Các nguồn thu từ KĐT, sân Golf, và dự án BOT 768 sẽ có sự chuyển biến tích cực nhờ:

- Dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước bắt đầu chào bán 117 căn Shophouse và nhà Liên Kế, đồng thời tổ chức đăng ký mua 210 căn Nhà ở Xã hội trong Q4/2024
- Dự án Golf đã chính thức hoàn thành vào 11/2023 và đi vào hoạt động hoàn chỉnh
- Dự án BOT 768 thu phí trở lại từ năm 2025 sau quá trình lắp đặt hệ thống ETC

**Rủi ro:** (1) Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu; (2) Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm; (3) Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm; (4) Rủi ro pháp lý.

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>818</b>	<b>1,020</b>	<b>1,210</b>	<b>1,306</b>	<b>1,372</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	295	407	521	556	563
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>219</b>	<b>318</b>	<b>408</b>	<b>433</b>	<b>436</b>
EPS (đồng)	1,621	1,765	2,268	2,408	2,422
BPS (đồng)	12,867	14,251	16,019	17,927	19,849
OPM (%)	36.10	39.90	43.05	42.55	41.01
NPM (%)	26.76	31.16	33.75	33.19	31.77
<b>ROE (%)</b>	<b>12.60</b>	<b>12.39</b>	<b>14.16</b>	<b>13.43</b>	<b>12.20</b>
PER (x)	22.04	23.08	17.96	16.93	16.83
PBR (x)	3.08	2.86	2.54	2.27	2.05
EV/EBITDA (x)	8.68	11.28	8.90	7.77	7.41

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

## MỤC LỤC

- 3 **Tổng quan doanh nghiệp**
- 7 **Quan điểm đầu tư**
- 12 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 14 **Định giá và khuyến nghị**
- 18 **Rủi ro**
- 19 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

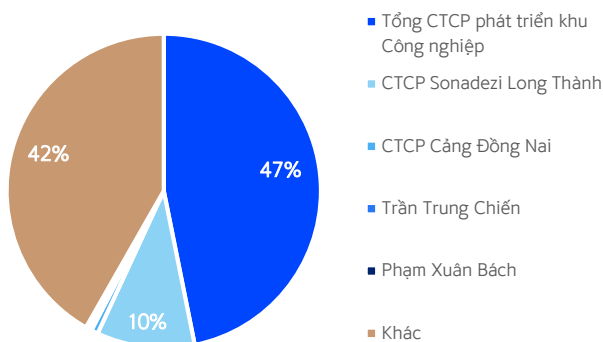
## Tổng quan doanh nghiệp

### Lịch sử hình thành doanh nghiệp

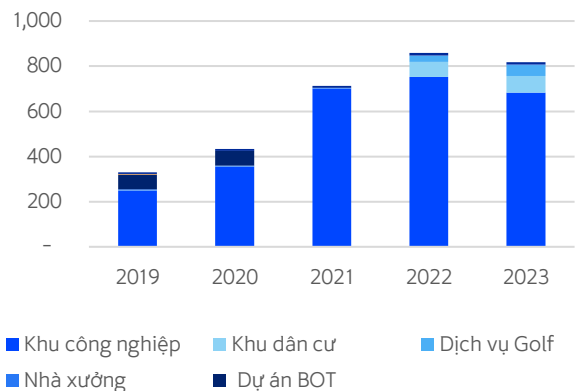
CTCP Sonadezi Châu Đức (HoSE: SZC) là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư và phát triển bất động sản công nghiệp tại Việt Nam. Công ty được thành lập vào năm 2007 và chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) vào cuối năm 2018.

CTCP Sonadezi Châu Đức có trụ sở tại KCN Châu Đức, công ty sở hữu vùng đất rộng 2,287ha tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu tạo thành một khu phức hợp công nghiệp - đô thị - sân Golf. Bên cạnh đó, Sonadezi Châu Đức còn sở hữu dự án BOT đường 768 góp phần đem lại nguồn doanh thu ổn định cho doanh nghiệp.

Cơ cấu cổ đông của SZC tại Q3/2024 (%)



Cơ cấu doanh thu của SZC từ 2019 – 2023 (tỷ đồng)

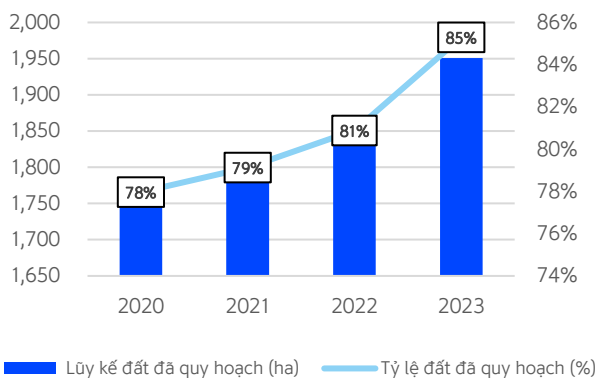


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

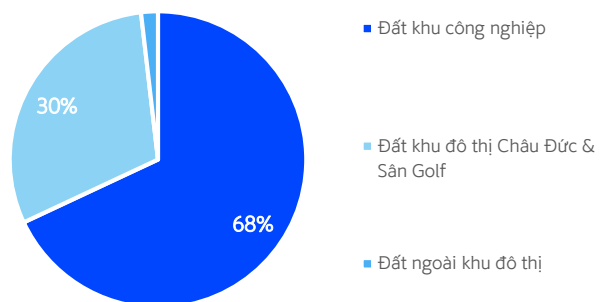
SZC được sở hữu phần lớn bởi Tổng CTCP phát triển khu Công nghiệp (thuộc sở hữu của UBND tỉnh Đồng Nai), chiếm 47% trong cơ cấu cổ đông.

Cơ cấu doanh thu của CTCP Sonadezi Châu Đức chủ yếu đến từ mảng cho thuê dài hạn đất khu công nghiệp và khu dân cư, chiếm 92% trong cơ cấu doanh thu năm 2023. Bên cạnh đó SZC còn sở hữu dịch vụ cho thuê nhà xưởng xây sẵn, sân golf và dự án thu phí BOT 768.

Lũy kế quỹ đất khu công nghiệp đã quy hoạch của SZC từ 2020 – 2023



Cơ cấu quỹ đất của SZC (%)

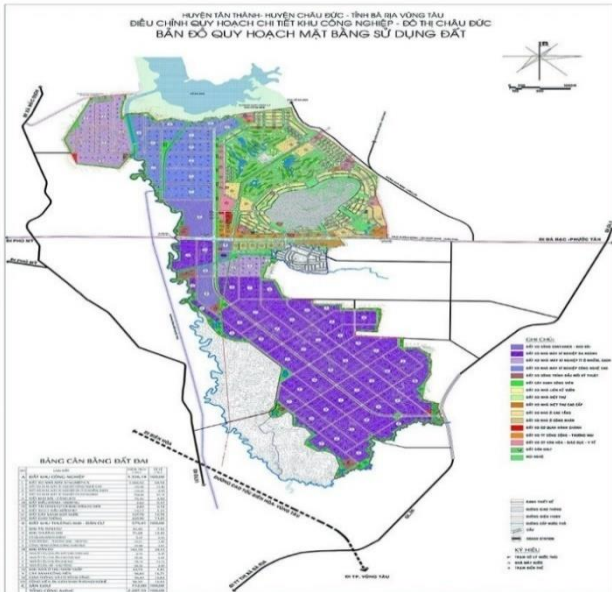


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

SZC sở hữu 2,287 ha đất KCN tại huyện Châu Đức, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, đất khu dân cư và sân golf chiếm 689 ha. Hiện tại SZC đã quy hoạch được 1,951 ha, chiếm 85% diện tích đất được cấp. SZC không ngừng thực hiện các công tác giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng nhằm gia tăng quỹ đất có thể cho thuê qua các năm. Bên cạnh đó, KCN Châu Đức vẫn duy trì được mức độ hấp dẫn đối với các doanh nghiệp khi duy trì tỷ lệ lấp đầy trên tổng diện tích đã quy hoạch qua các năm trên 60%.

## Khu công nghiệp Châu Đức

Bản đồ quy hoạch KCN Châu Đức



Vị trí địa lý của KCN Châu Đức



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

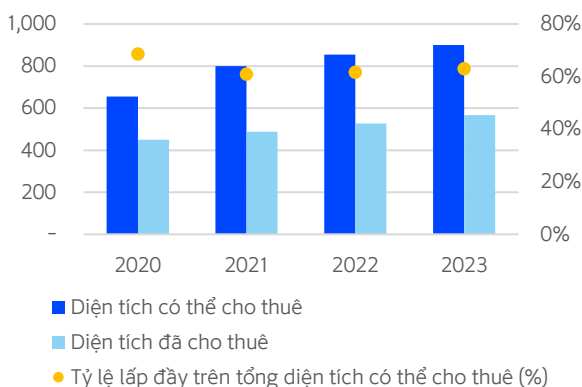
KCN Châu Đức sở hữu diện tích 1,556 ha với vị trí chiến lược quan trọng, có thể kết nối với hầu hết các mối giao thông trọng yếu của thành phố như:

- Cách quốc lộ 51: 9km
- Cách cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu: 0.5km
- Cách cao tốc Bến Lức – Long Thành: 22km
- Cách sân bay quốc tế Long Thành (dự kiến đưa vào hoạt động vào năm 2025): 34km
- Cách cụm cảng quốc tế Cái Mép – Thị Vải: 12km

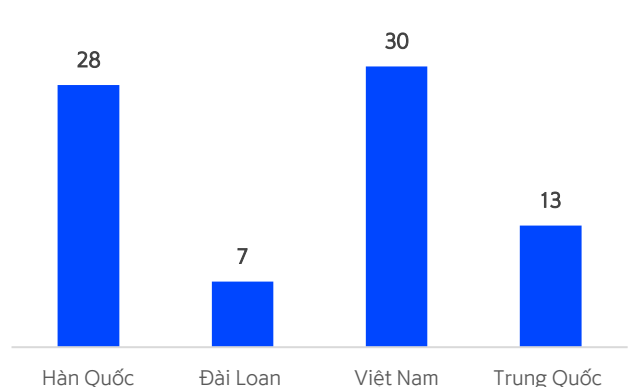
Trong đó, cụm cảng quốc tế Cái Mép có ý nghĩa quan trọng đối với KCN Châu Đức vì 90% hàng hóa quốc tế được vận chuyển bằng đường biển, điều này tạo nên sự thu hút của KCN Châu Đức đối với các doanh nghiệp nước ngoài.

Triển vọng đầu tư đẩy mạnh các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng như dự án cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, dự án Bến Lức – Long Thành, dự án sân bay Quốc tế Long Thành sẽ là cơ sở cho KCN Châu Đức tiếp tục thu hút các doanh nghiệp FDI.

Diện tích và tỉ lệ lấp đầy tại khu công nghiệp Châu Đức (ha)



Số lượng doanh nghiệp thuê đất của CTCP Sonadezi Châu Đức



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Khu Công nghiệp Châu Đức duy trì được sự thu hút đối với doanh nghiệp thuê đất, với diện tích đất cho thuê dao động từ 45ha – 50ha trong giai đoạn từ 2020 – 2023. Tỷ lệ lấp đầy trên tổng diện tích đã quy hoạch của khu công nghiệp duy trì ở mức cao trên 60%. Trong đó doanh nghiệp



thuê đất tại KCN Châu Đức chủ yếu là doanh nghiệp nước ngoài (Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc) chiếm 62% trong cơ cấu khách hàng tại SZC.

### Khu đô thị Châu Đức & Sân Golf

Nằm trong tổng thể khu công nghiệp và đô thị Châu Đức, Đất khu đô thị Châu Đức & Sân Golf có diện tích 689 ha, được chia thành các khu như Khu đô thị Châu Đức (498 ha), Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước (40 ha), và Sân Golf Châu Đức (152 ha).

**Khu đô thị Châu Đức** có tổng mức đầu tư 8,117 tỷ đồng, với thời gian thực hiện dự án được chia làm 6 giai đoạn trong vòng 10 năm (2022 – 2032). Hiện dự án đang xin điều chỉnh chủ trương đầu tư và triển khai các gói thầu đầu tư hạ tầng khu đô thị. Bên cạnh đó, các dự án nhà ở như dự án đầu tư và kinh doanh Biệt thự Golf và dự án đầu tư và kinh doanh Biệt thự Loại 2 đang trong giai đoạn thiết kế bản vẽ thi công.

Bản đồ quy hoạch chi tiết Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước



Dự án Shophouse Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

**Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước** có tổng mức đầu tư 652 tỷ đồng với thời gian thực hiện dự án trong giai đoạn 2020 – 2023 (giai đoạn 1: 25ha 2020 – 2022; giai đoạn 2: 16ha 2022 – 2024). Các dự án của Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước bao gồm 153 căn Shophouse (GĐ 1: 94 căn, GĐ 2: 64 căn), 126 căn Nhà Liên Kế (GĐ 1: 72 căn, GĐ 2: 54 căn) và 210 căn nhà ở xã hội. Hiện dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước đã hoàn tất việc mở bán giai đoạn 1 của dự án Shophouse và Nhà Liên Kế trong năm 2021 – 2022 và đã bắt đầu mở bán giai đoạn 2 trong năm 2024. Dự án nhà ở xã hội đã bắt đầu thi công từ Q3/2024 và dự kiến sẽ mở bán trong năm 2025.

### Dự án Sân Golf Châu Đức



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

**Sân Golf Châu Đức** đã hoàn tất việc thi công và tổ chức khánh thành vào tháng 11/2023. Sân golf Châu Đức có quy mô 36 hố, tổng diện tích khoảng 152 ha, bao gồm sân golf Resort 18 hố và sân golf Tournament 18 hố với tổng mức đầu tư hơn VND 1,800 tỷ, đạt tiêu chuẩn thi đấu quốc tế PGA. Trong năm 2024, Sân golf Châu Đức đã thu hút hơn 42,000 lượt khách từ Tp.Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu và nhiều tỉnh thành khác. Tính trung bình mỗi tháng, lượng khách đến Sân golf Châu Đức tăng khoảng 15 – 20%.

## Một số dự án khác

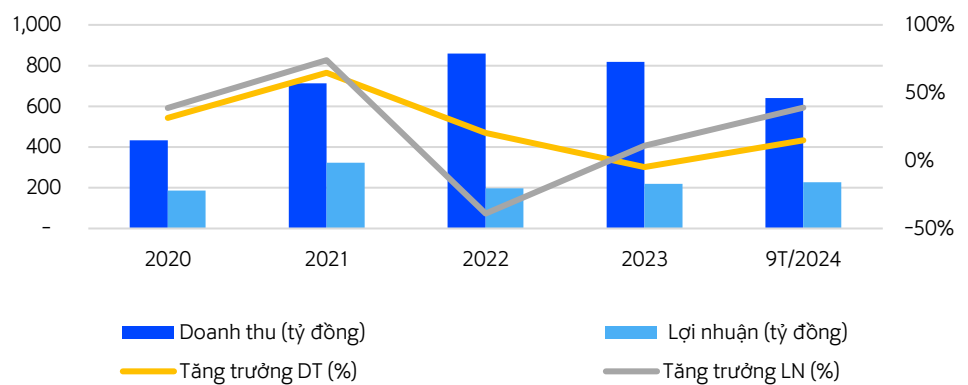
**Dự án BOT 768** với tổng chiều dài hơn 48 km, kết nối TP. Biên Hòa với huyện Vĩnh Cửu (Đồng Nai) và tỉnh Bình Dương. Dự án bao gồm 6 tuyến đường, với tổng mức đầu tư ban đầu hơn 534 tỷ đồng, không bao gồm chi phí giải phóng mặt bằng. Dự án bắt đầu thu phí hoàn vốn từ tháng 11/2010, dự kiến trong 30 năm, và thêm 5 năm thu phí tạo lợi nhuận. Tuy nhiên, từ ngày 1/1/2021, việc thu phí tạm dừng để lắp đặt hệ thống thu phí không dừng (ETC) theo yêu cầu của Chính phủ. Đến tháng 11/2024, UBND tỉnh Đồng Nai đã phê duyệt điều chỉnh dự án, giảm quy mô xuống còn 3 tuyến đường với tổng chiều dài gần 24 km, tổng mức đầu tư giảm còn 425 tỷ đồng. Thời gian thu phí hoàn vốn dự kiến rút ngắn từ 35 năm xuống còn khoảng 24 năm, với thời gian thu phí còn lại khoảng 9 năm 3 tháng. Dự kiến, việc thu phí sẽ được tái khởi động từ ngày 1/12/2024, nhằm hoàn vốn cho chủ đầu tư.

**Dự án nhà xưởng cho thuê** hiện tại SZC đang duy trì cho thuê khoảng 5,600 m2 nhà xưởng, với phí cho thuê đạt 80,500 VNĐ/m2/tháng, góp phần đem lại nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp.

## Cập nhật kết quả kinh doanh

**Kết quả kinh doanh 9T/2024 tăng trưởng tích cực với động lực đến từ mảng KCN**

Doanh thu và lợi nhuận CTCP Sonadezi Châu Đức 2020 – 9T/2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Kết quả doanh thu thuần 9M2024 của SZC đạt 641 tỷ đồng (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 227 tỷ đồng (+39% YoY). Trong đó doanh thu đến từ mảng KCN chiếm 89% (+23% YoY). Biên lợi nhuận góp tăng từ 46% trong 9M2023 lên mức 52% trong 9M2024. SZC ghi nhận kết quả kinh doanh năm 2024 tích cực nhờ 26.23 ha hợp đồng thỏa thuận đã ký kết được trong năm 2023 chuyển sang 2024.

Bên cạnh đó, vào tháng 05/2024 công ty đã ký kết hợp đồng với Công ty TNHH Electronic Tripod Việt Nam thuộc Tập đoàn Công nghệ Tripod – Đài Loan. Qua đó, Công ty TNHH Electronic Tripod Việt Nam sẽ triển khai xây dựng Nhà máy Electronic Tripod Việt Nam (Châu Đức), diện tích khoảng 18ha tại KCN Châu Đức với vốn đầu tư 250 triệu USD. Giá cho thuê ước tính sẽ khoảng USD 95/m2.

## Dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước mở bán giai đoạn 2

Sau khi nhận được quyết định của Sở Xây dựng Bà Rịa – Vũng Tàu về việc thông báo đủ điều kiện bán, thuê, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai vào tháng 11/2023, dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước mở bán đã chính thức giai đoạn 2 đối với dự án nhà Shophouse và nhà Liên Kế trong năm 2024.

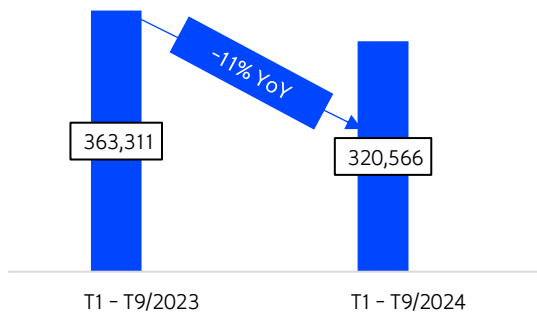
Trong đó dự án Shophouse mở bán 63 căn từ đầu năm 2024 (giá bán từ VND 6 tỷ, diện tích đất trung bình đạt 224m2, diện tích sàn xây dựng dao động từ 525 – 571 m2). Tính đến Q3/2024, dự án Shophouse đã bán được 30 căn.

Dự án nhà Liên Kế đã được chính thức chào bán vào tháng 11/2024 với tổng cộng 54 căn (giá bán từ VND 3 tỷ, diện tích đất trung bình đạt 175 m2, diện tích sàn xây dựng khoảng 225 m2).

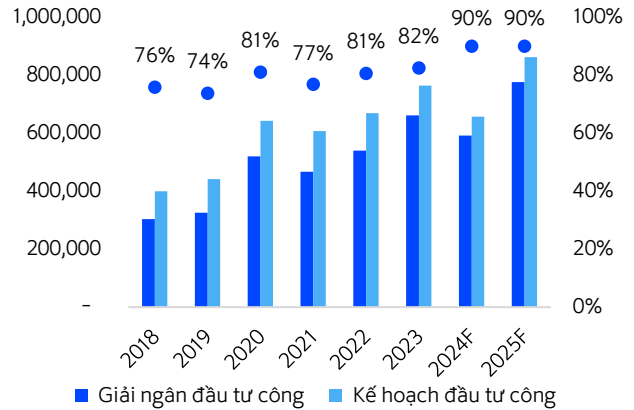
## Quan điểm đầu tư

### Đẩy mạnh đầu tư công góp phần thu hút nhà đầu tư nước ngoài vào Việt Nam

Lũy kế giải ngân đầu tư công 9T/2024 (tỷ đồng)



Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2018 – 2025F (tỷ đồng)

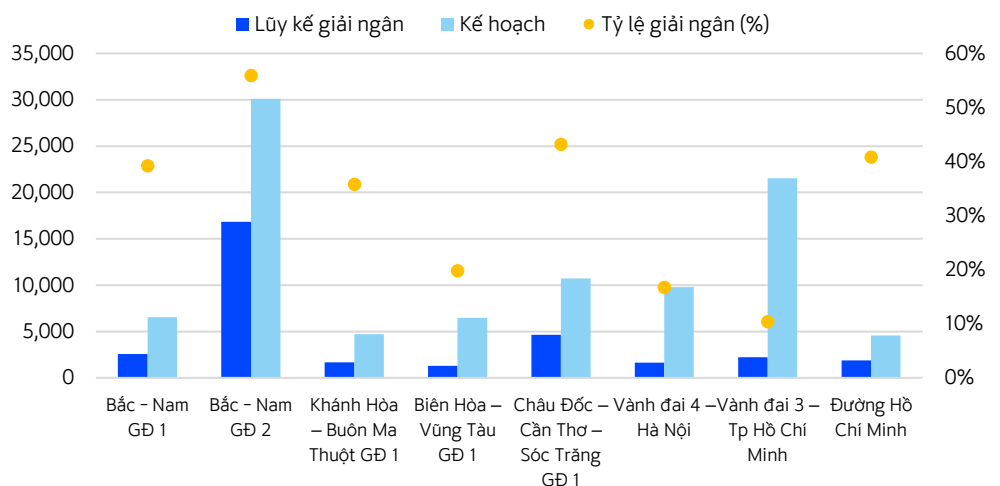


Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/09/2024 khoảng 320,566 tỷ đồng (-11% YoY), đạt 47.29% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 9T2024 có sự sụt giảm so với 9T2023 khi giảm từ 51.38% xuống mức 47.29%. Nhằm thúc đẩy tình hình giải ngân đầu tư công, Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính vừa ký Công điện số 115/CT-ĐTg ngày 7/11/2024 về việc quyết liệt thực hiện các nhiệm vụ, giải pháp đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công những tháng cuối năm 2024.

Căn cứ theo Quyết định số 1603/QĐ-ĐTg, kế hoạch đầu tư công của năm 2024 là 657,349 tỷ đồng (giảm -14% so với kế hoạch vốn năm 2023), tỷ lệ giải ngân năm 2024 theo kế hoạch dự kiến đạt 95%. Căn cứ theo nghị quyết số 29/2021/QH15, với tổng kế hoạch cho giai đoạn 2021 – 2025 là 2,870 triệu tỷ đồng, chúng tôi ước tính, kế hoạch giải ngân trong năm 2025 sẽ ở mức tương đương với 2024.

Lũy kế giải ngân đến 31/07/2024 của các dự án hạ tầng (tỷ đồng)

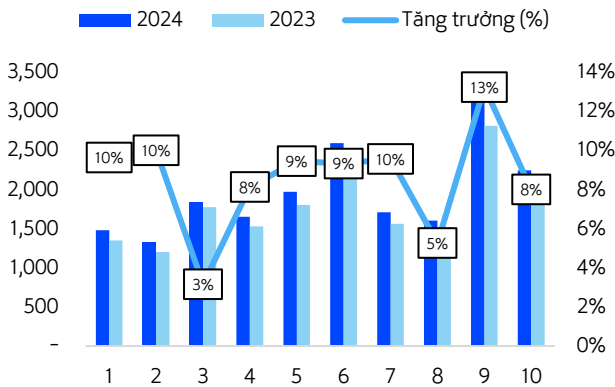


Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

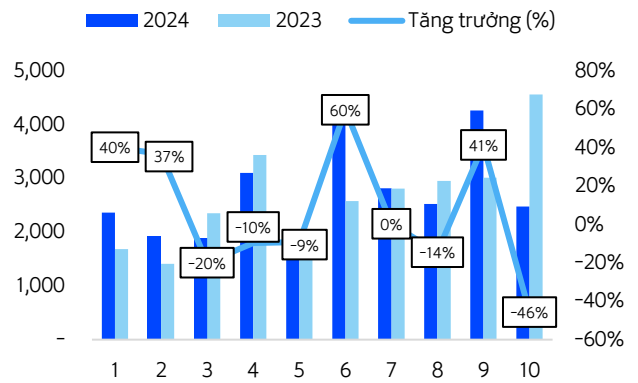
Việc đẩy mạnh đầu tư công sẽ giúp thúc đẩy đầu tư các dự án hạ tầng, qua đó thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam. Với vị trí địa lý gần các dự án đang được đẩy mạnh đầu tư (Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, đường Vành đai 3 Hồ Chí Minh và sân bay Quốc tế Long Thành). Chúng tôi kỳ vọng CTCP Sonadezi Châu Đức sẽ tăng được giá cho thuê đất KCN và thu hút được thêm nhiều nhà đầu tư.

### Dòng vốn FDI tăng trưởng thúc đẩy mảng bất động sản KCN

Vốn FDI giải ngân 10 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)



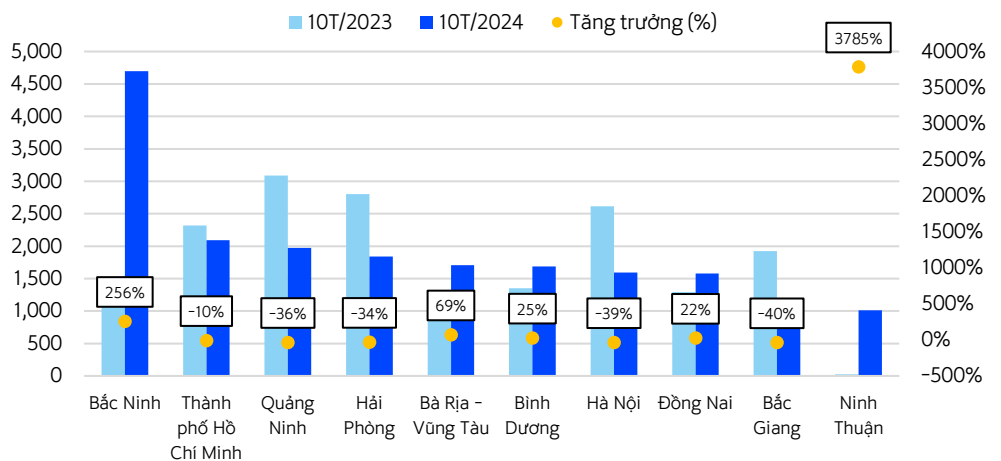
Vốn FDI đăng ký 10 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dòng vốn FDI có ý nghĩa quan trọng đối với SZC do 62% khách thuê khu công nghiệp là doanh nghiệp nước ngoài. Lũy kế vốn FDI giải ngân 10 tháng đầu năm 2024 đạt khoảng USD 19.5 tỷ, tăng 8.8% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó lũy kế vốn FDI đăng ký đã có sự tăng trưởng, đạt khoảng USD 27.2 tỷ, tăng 1.9% so với cùng kỳ.

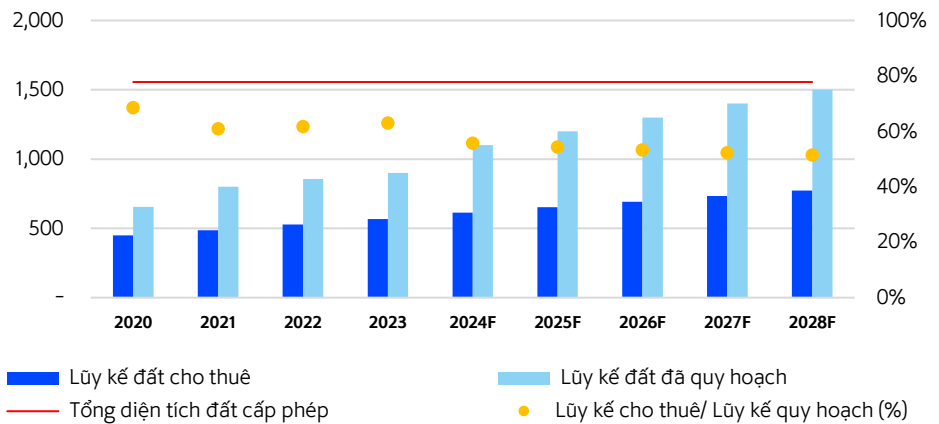
Top 10 địa phương nhận được vốn FDI đăng ký lũy kế 10 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)



Nguồn: Finpro, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với lợi thế cảng quốc tế Cái Mép – Thị Vải, một trong hai cảng sâu quốc tế lớn nhất cả nước, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu tiếp tục nhận được thu hút của các doanh nghiệp FDI. Lũy kế 10 tháng năm 2024, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu đạt USD 1,706 triệu (+69% YoY). Với cơ cấu các doanh nghiệp nước ngoài chiếm hơn 60% khách thuê tại KCN Châu Đức, nguồn vốn FDI gia tăng mạnh mẽ tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu góp phần tăng cường nhu cầu thuê đất.



**Tiềm năng khai thác lâu dài với quỹ đất KCN lớn****Quỹ đất KCN CTCP Sonadezi Châu Đức (ha)**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

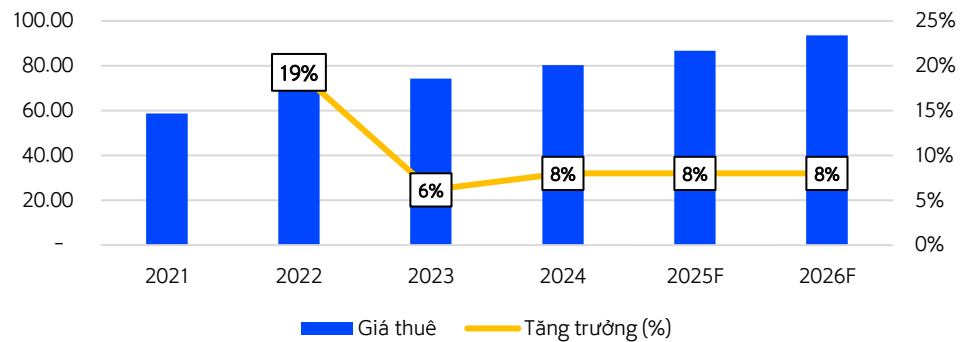
Với vị trí đắc địa và tổng diện tích được cấp phép lên đến 1,556 ha CTCP Sonadezi Châu Đức có tiềm năng to lớn để khai thác lâu dài mảng khu công nghiệp. Chúng tôi ước tính tổng diện tích cho thuê của doanh nghiệp đạt khoảng 45 ha trong năm 2024 nhờ các hợp đồng đã ký trước đó và dự án Tripod. Các năm sau dự kiến sẽ tiếp tục cho thuê khoảng 40 ha/ năm trong tương lai. Tỷ lệ cho thuê/ diện tích đất đã quy hoạch của SZC dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trên 50%.

**Các khu công nghiệp tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu**

KCN	Diện tích KCN	Giá cho thuê (USD/m <sup>2</sup> / chu kỳ)	Tỷ lệ lấp đầy	Thời gian thành lập	Thời gian kết thúc	Số năm còn lại
Mỹ Xuân B1 - Đại Dương	105	130	45%	12/2006	12/2056	32
Phú Mỹ 2 mở rộng	251	125	47%	07/2008	07/2058	34
Châu Đức	1,556	80	50%	10/2008	10/2058	34
Phú Mỹ 3	803	210	60%	12/2007	12/2077	53
Đất đỏ 1	377	70	61%	08/2009	08/2059	35
Cái Mép	463	80	70%	05/2002	05/2052	28
Mỹ Xuân B1 - Tiến Hùng	143	110	77%	05/2006	05/2056	32
Phú Mỹ 2	425	125	77%	06/2005	06/2055	31
Mỹ Xuân A2	327	120	98%	05/2001	05/2051	27
Đá Bạc	295	30	100%	05/2015	05/2065	41
Phú Mỹ 1	695	50	100%	10/1998	10/2048	24
Mỹ Xuân B1 - CONAC	160	80	100%	04/1998	10/2062	38
Mỹ Xuân A	230	70	100%	07/2002	07/2052	28
Đông Xuyên	129	85	100%	10/1996	10/2046	22

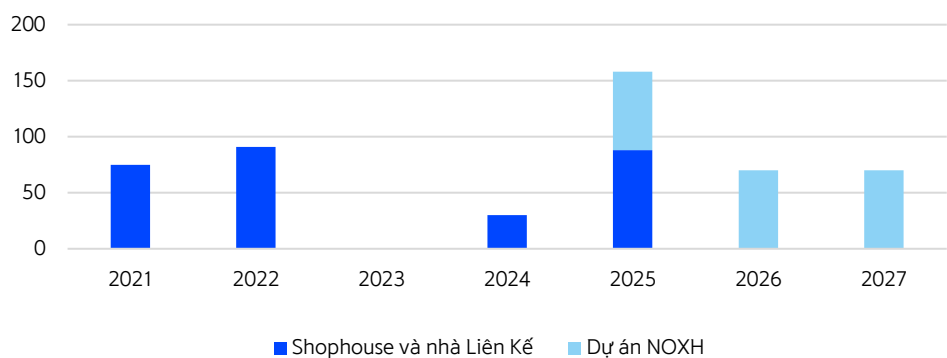
Nguồn: Ban quản lý các khu công nghiệp Bà Rịa - Vũng Tàu, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

So sánh với các KCN tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, CTCP Sonadezi Châu Đức có lợi thế to lớn khi sở hữu diện tích có thể cho thuê rộng lớn và giá thuê cạnh tranh so với các KCN trên địa bàn. Điều này cho thấy lợi thế của SZC so với các KCN khác.

**Giá thuê đất KCN duy trì ở mức cao và tăng tương đối đều đặn qua các năm****Giá thuê đất KCN Châu Đức từ 2021 – 2026F (USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ)**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với vị trí gần các dự án lớn đang dần được hình thành (cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, dự án sân bay Long Thành), đi cùng với lượng vốn FDI tăng trưởng mạnh tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, chúng tôi ước tính giá thuê của SZC dự kiến sẽ tăng trưởng đều đặn hàng năm với tốc độ khoảng 8% trong giai đoạn 2024 – 2026.

**Dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước đem lại nguồn doanh thu lớn****Dự kiến số căn mở bán của dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước (căn)**

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với tổng số lượng căn hộ lên đến 117 căn (64 căn Shophouse và 54 căn nhà Liên Kế) và giá bán khoảng VND 6 tỷ đối với Shophouse và VND 3 tỷ đối với nhà Liên Kế. Đợt chào bán Shophouse và nhà Liên Kế giai đoạn 2 dự kiến sẽ đem lại nguồn thu tiềm năng cho Sonadezi Châu Đức trong tương lai.

Bên cạnh đó, công ty cũng đã bắt đầu xây dựng dự án Nhà ở Xã hội (NOXH) và bắt đầu xét duyệt đăng ký mua đối với 210 căn trong giai đoạn cuối năm 2024. Qua đó, Chúng tôi dự kiến dự án NOXH sẽ bắt đầu mở bán trong 2025 – 2027.

Biên lợi nhuận gộp của dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước ước tính duy trì ở mức 70%, chủ yếu đóng góp bởi các Shophouse và Nhà Liên Kế.

**Nguồn thu tăng trưởng từ dịch vụ Sân Golf**

Tên sân golf	Địa chỉ	Quy mô	Đặc điểm nổi bật
Sân Golf Châu Đức	Xã Suối Nghệ, huyện Châu Đức	36 lỗ (18 lỗ Golf Resort và 18 lỗ Golf Tournament)	Thiết kế đạt tiêu chuẩn quốc tế PGA, địa hình đồi lượn sóng tự nhiên.
Sân Golf Paradise Vũng Tàu	Số 01 Thùy Vân, phường Nguyễn An Ninh, TP. Vũng Tàu	27 lỗ	Thiết kế trên địa hình dốc thoải thoải, gần bãi biển,
Sân Golf The Bluffs Hồ Tràm Strip	Xã Phước Thuận, huyện Xuyên Mộc	18 lỗ	Dạng links ven biển, cảnh quan tự nhiên độc đáo, xếp hạng trong top 100 sân golf tốt nhất thế giới.
Sân Golf Chí Linh Vũng Tàu	Khu đô thị Chí Linh, phường Nguyễn An Ninh, TP. Vũng Tàu	Sân tập với 40 thảm tập trên diện tích 2 ha	Sân tập golf đầu tiên tại Vũng Tàu, phù hợp cho người mới bắt đầu

Với việc sân Golf Châu Đức đã hoàn thành vào tháng 11/2023 và đi vào hoạt động hoàn chỉnh, SZC sẽ có thể khai thác sân golf một cách hiệu quả hơn. Sân Golf Châu Đức sẽ là 1 trong 4 sân Golf tiêu chuẩn của tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, một trong những thành phố du lịch nổi tiếng của Việt nam. Chúng tôi ước tính, mảng sân Golf Châu Đức có thể đem lại doanh thu từ VND 50 – 70 tỷ/ năm với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 10%/ năm.

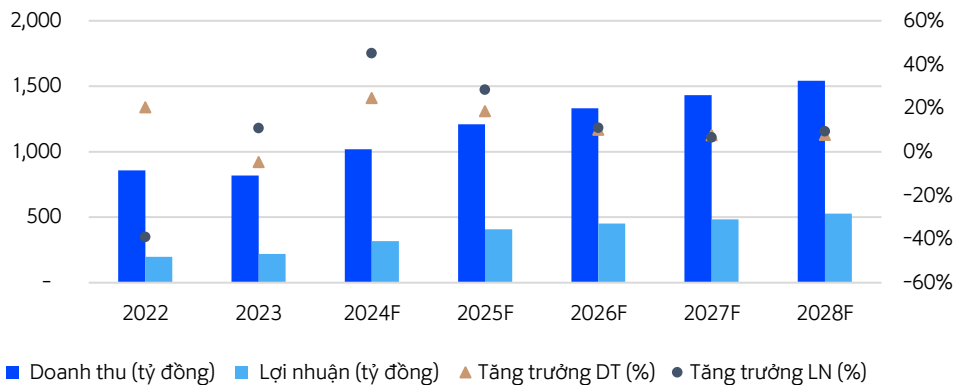
**Dự án BOT 768 hoạt động trở lại**

Sau quá trình tạm dừng thu phí từ ngày 01/01/2021 để lắp đặt hệ thống thu phí không dừng (ETC) theo yêu cầu của Chính phủ, SZC sẽ bắt đầu thu phí kể trở lại từ năm 2025. Điều này sẽ góp phần tăng nguồn thu cho SZC, giúp công ty thu hồi được vốn từ việc đầu tư dự án. Việc thu phí trở lại có thể giúp SZC tăng doanh thu từ dự án BOT từ VND 70 – 100 tỷ/ năm.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Doanh thu tăng trưởng bền vững với sự đóng góp của bất động sản KCN

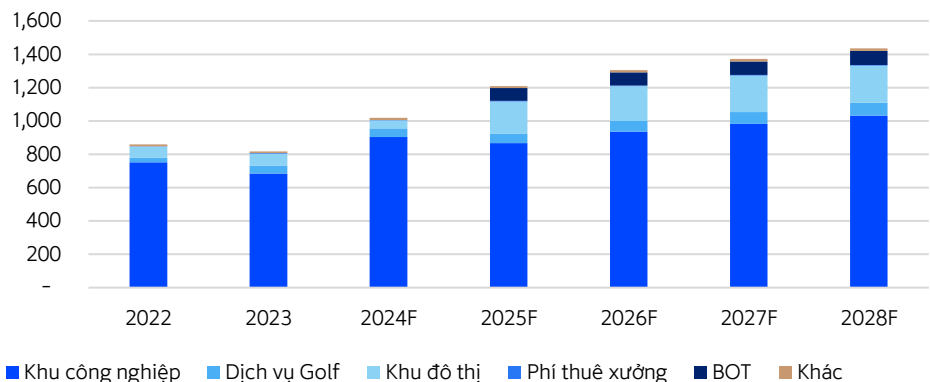
#### Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CTCP Sonadezi Châu Đức 2022 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần CTCP Sonadezi Châu Đức đạt khoảng VND 1,020 tỷ (+25% YoY) trong năm 2024 và VND 1,209 tỷ (+19% YoY) trong năm 2025. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 dự kiến đạt VND 318 tỷ đồng (+45% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 408 tỷ (+28% YoY).

#### Cơ cấu doanh thu CTCP Sonadezi Châu Đức 2022 – 2027F (tỷ đồng)

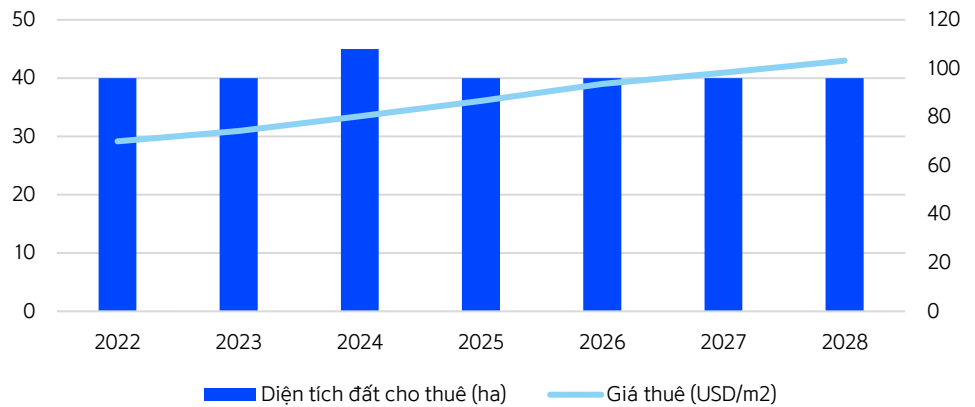


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của SZC trong năm 2024 chủ yếu đến từ mảng cho thuê đất KCN (chiếm 89% tổng doanh thu). Bước sang năm 2025, kết quả kinh doanh của CTCP Sonadezi Châu Đức được kỳ vọng sẽ bùng nổ nhờ nguồn thu từ dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước, dịch vụ sân Golf và BOT 768.

**Diện tích đất KCN cho thuê duy trì ổn định với giá cho thuê được cải thiện**

**Dự phóng diện tích khu công nghiệp của CTCP Sonadezi Châu Đức 2022 – 2028F**

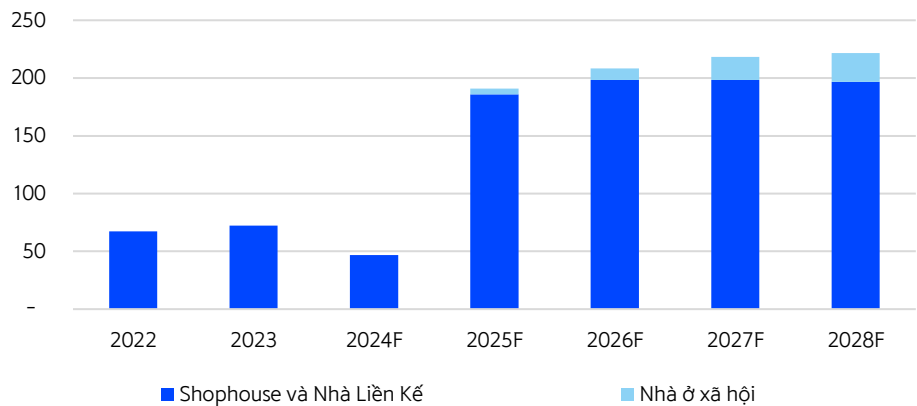


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với vị trí địa lý thuận lợi cùng nhiều dự án đầu tư hạ tầng đang được hình thành, giá thuê đất KCN dự kiến tăng trưởng khoảng 5% - 8% trong giai đoạn 2025 – 2028. Chúng tôi ước tính, doanh nghiệp sẽ duy trì được diện tích cho thuê mới khoảng 40 ha/ năm.

**Doanh thu bất động sản khu đô thị tăng trưởng nhờ dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước**

**Dự phóng doanh thu chuyển nhượng dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước 2022 – 2028F (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu mảng bất động sản khu đô thị dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 nhờ lượng doanh thu tiếp tục ghi nhận từ đợt chào bán giai đoạn 1 và doanh thu từ đợt chào bán giai đoạn 2. Dự án Nhà ở xã hội dự kiến cũng sẽ đóng góp vào doanh thu của SZC từ năm 2025.



## Định giá và Khuyến nghị

### Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 49,800

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 49,800 tương ứng với mức tăng 23%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, SZC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Dòng vốn FDI tăng trưởng thúc đẩy mảng bất động sản KCN
- 2) Diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn với giá đất cải thiện qua các năm
- 3) Nguồn thu gia tăng từ khu đô thị, sân Golf và dự án BOT 768

### Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) để định giá CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu SZC ở mức VND 49,800.

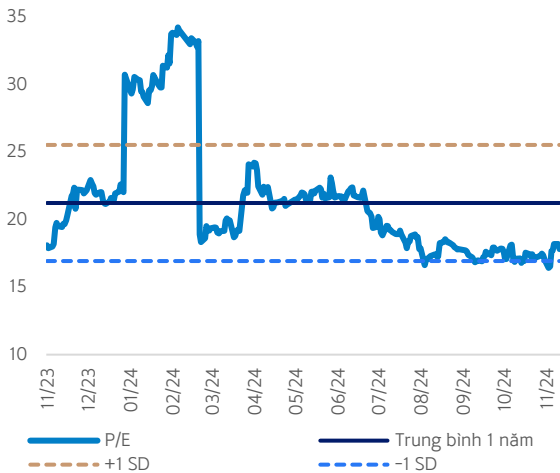
#### Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

Tên dự án	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ VND)
KCN Châu Đức	DCF	6,411
KĐT Châu Đức	BV	1,473
KĐT Hữu Phước	DCF	480
Dự án sân Golf	DCF	169
Dự án nhà xưởng	DCF	15
Dự án BOT 768	DCF	199
<b>Tổng cộng</b>		<b>8,747</b>
+ Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn		1,156
+ Đầu tư dài hạn, tài sản cố định		1,455
- Nợ vay		2,387
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		8,971
Số lượng cổ phiếu		179,985,863
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>		<b>49,800</b>
Giá hiện tại (VND)		40,450
<b>Upside (%)</b>		<b>23%</b>

Biến	Giá trị
D/E	0.36
Beta	1.4
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Chi phí sử dụng vốn	18.9%
Chi phí nợ	8.8%
WACC	15.8%

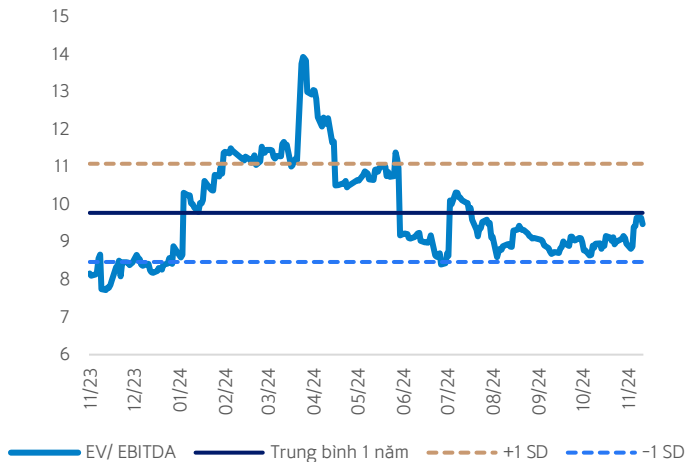
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.9% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của SZC và VNINDEX.

P/E 1 năm qua

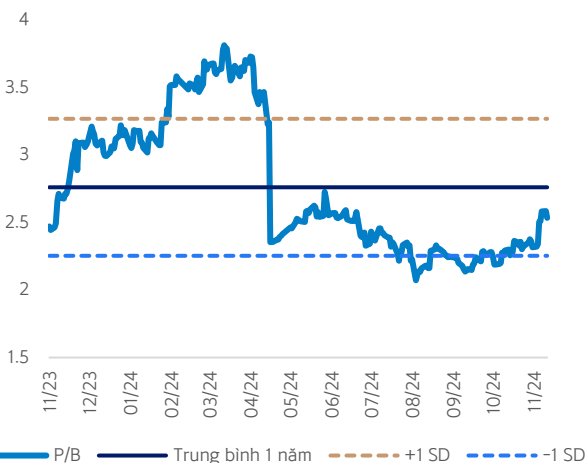


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA 1 năm qua



P/B 1 năm qua

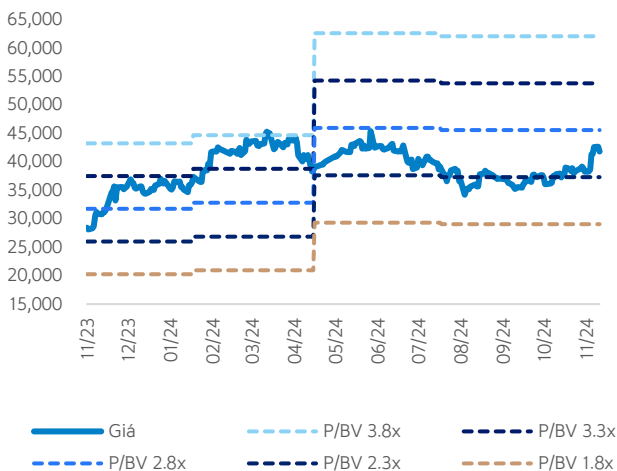


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/E



Giá với các mức P/B

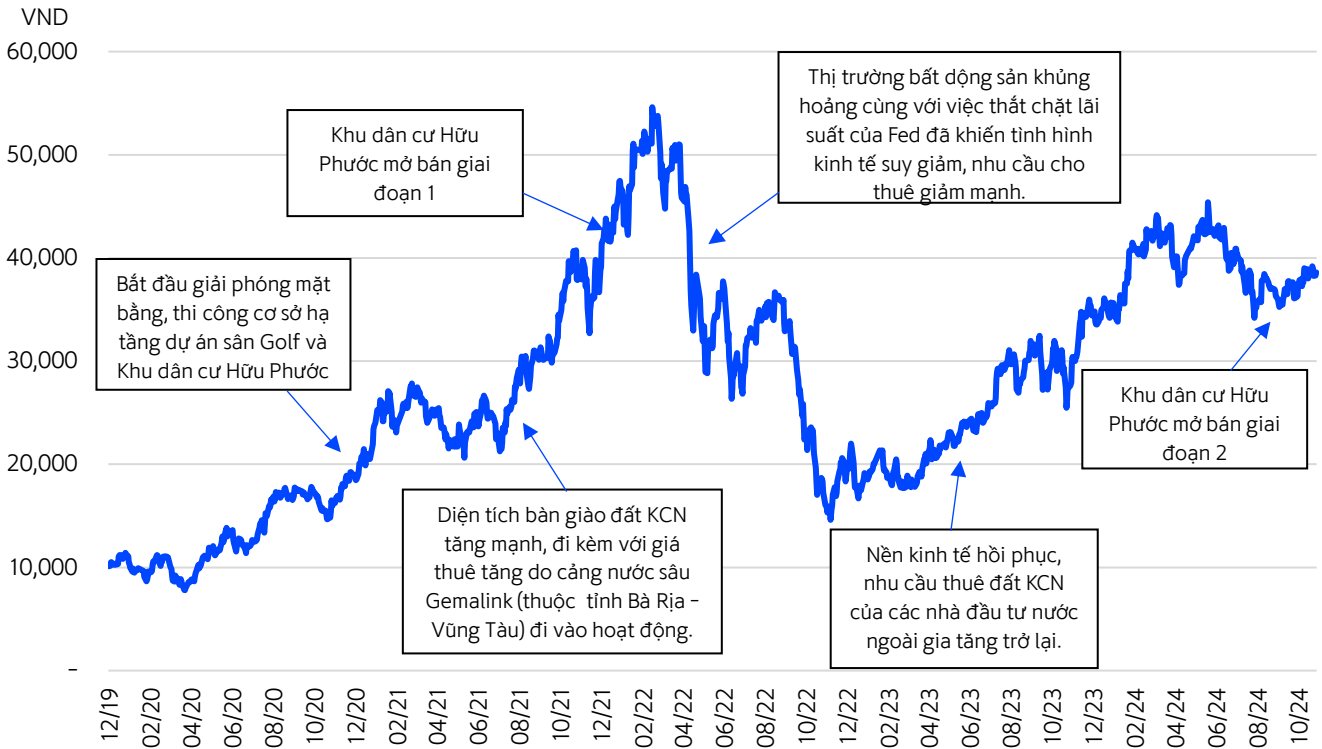


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình



Những sự kiện quan trọng của SZC



Nguồn: Bloomberg. Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Rủi ro

---

### Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu

Tình hình kinh tế thế giới với những yếu tố bất ổn đang tác động trực tiếp đến nguồn vốn FDI vào Việt Nam. Ngoài ra, những thay đổi trong chính sách ưu đãi thuế của các quốc gia, cùng với việc áp dụng “Thuế tối thiểu toàn cầu,” có khả năng làm giảm sức cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu hút vốn FDI.

### Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm

Tình hình thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tiêu thụ các dự án của Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức. Nhu cầu yếu có thể gây khó khăn trong việc bàn giao dự án, từ đó ảnh hưởng đến dòng tiền và lợi nhuận của công ty.

### Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm

Các yếu tố như thời gian xin giấy phép, giải phóng mặt bằng và tiến độ xây dựng ảnh hưởng trực tiếp đến thời điểm bàn giao bất động sản và ghi nhận doanh thu của Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức (SZC). Những yếu tố này có thể tác động đến mức độ sinh lời của dự án.



**Phụ lục: Báo cáo tài chính**

**Bảng cân đối kế toán**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,961</b>	<b>8,493</b>	<b>9,442</b>	<b>10,488</b>	<b>11,478</b>
Tài sản ngắn hạn	2,064	2,988	3,503	3,977	4,398
Tiền và tương đương tiền	222	859	1,057	1,208	1,284
Đầu tư TC ngắn hạn	30	30	30	30	30
Các khoản phải thu	191	241	322	407	515
Hàng tồn kho	1,621	1,858	2,095	2,332	2,569
Tài sản dài hạn	4,897	5,505	5,939	6,511	7,080
Tài sản cố định	791	1,023	1,246	1,607	1,965
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tài sản khác	4,106	4,482	4,693	4,904	5,115
<b>Tổng nợ</b>	<b>5,224</b>	<b>5,928</b>	<b>6,559</b>	<b>7,261</b>	<b>7,906</b>
Nợ ngắn hạn	1,789	2,063	2,182	2,302	2,426
Khoản phải trả	268	317	354	386	418
Vay và nợ thuê tài chính	601	805	865	931	999
Khác	920	941	963	985	1,009
Nợ dài hạn	3,434	3,865	4,377	4,959	5,480
Vay và nợ thuê tài chính	2,067	2,271	2,513	2,774	2,911
Khác	1,368	1,594	1,864	2,186	2,569
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,737</b>	<b>2,565</b>	<b>2,883</b>	<b>3,227</b>	<b>3,572</b>
Vốn góp chủ sở hữu	1,200	1,800	1,800	1,800	1,800
Thặng dư vốn	5	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	404	632	950	1,293	1,639
Vốn khác	128	128	128	128	128
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	-	-	-
*Tổng nợ	2,668	3,076	3,378	3,705	3,910
*Nợ ròng (tiền)	2,445	2,217	2,321	2,496	2,626

**Lưu chuyển tiền tệ**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>619</b>	<b>725</b>	<b>825</b>	<b>903</b>	<b>959</b>
Lợi nhuận ròng	267	381	490	520	523
Khấu hao TSCĐ	338	399	405	416	430
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(17)	-	-	-	-
Lãi vay	2	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	50	46	59	116	175
Thay đổi khác	(21)	(101)	(130)	(150)	(169)
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(689)</b>	<b>(1,006)</b>	<b>(839)</b>	<b>(988)</b>	<b>(999)</b>
Chi dùng vốn	(718)	(1,006)	(839)	(988)	(999)
Tiền thu do thanh lý, nhượng bán TSCĐ	2	-	-	-	-
Thay đổi khác	27	-	-	-	-
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>27</b>	<b>318</b>	<b>212</b>	<b>236</b>	<b>116</b>
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	32	408	302	326	206
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(6)	(90)	(90)	(90)	(90)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>(43)</b>	<b>36</b>	<b>198</b>	<b>151</b>	<b>76</b>
Tổng tiền đầu năm	266	222	859	1,057	1,208
Thay đổi trong tỷ giá	0	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	222	259	1,057	1,208	1,284

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>818</b>	<b>1,020</b>	<b>1,210</b>	<b>1,306</b>	<b>1,372</b>
Tăng trưởng (%)	(4.8)	24.7	18.6	7.9	5.1
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(468)</b>	<b>(548)</b>	<b>(612)</b>	<b>(668)</b>	<b>(723)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>350</b>	<b>471</b>	<b>597</b>	<b>638</b>	<b>649</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	42.8	46.2	49.4	48.9	47.3
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(55)</b>	<b>(65)</b>	<b>(77)</b>	<b>(83)</b>	<b>(87)</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>295</b>	<b>407</b>	<b>521</b>	<b>556</b>	<b>563</b>
Tăng trưởng (%)	13.8	37.8	28.0	6.7	1.3
Biên LN từ HĐKD (%)	36.1	39.9	43.0	42.5	41.0
<b>LN khác</b>	<b>(28)</b>	<b>(26)</b>	<b>(31)</b>	<b>(35)</b>	<b>(39)</b>
Thu nhập tài chính	17	17	17	17	17
Chi phí tài chính	(46)	(44)	(49)	(54)	(58)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(46)	(44)	(49)	(54)	(58)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	0	1	2	2	2
<b>LNTT</b>	<b>267</b>	<b>381</b>	<b>490</b>	<b>520</b>	<b>523</b>
Thuế TNDN	(48)	(64)	(82)	(87)	(87)
<b>LNST</b>	<b>219</b>	<b>318</b>	<b>408</b>	<b>433</b>	<b>436</b>
Tăng trưởng (%)	10.9	45.2	28.5	6.1	0.6
Biên lợi nhuận ròng (%)	26.8	31.2	33.7	33.2	31.8
LNST cổ đông công ty mẹ	219	318	408	433	436
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>313</b>	<b>425</b>	<b>539</b>	<b>574</b>	<b>582</b>
Tăng trưởng (%)	13.2	36.0	26.8	6.5	1.2
Biên LN (%)	38.2	41.7	44.6	44.0	42.4
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>650</b>	<b>824</b>	<b>944</b>	<b>990</b>	<b>1,011</b>
Tăng trưởng (%)	5.9	26.7	14.6	4.9	2.1
Biên LN (%)	79.5	80.8	78.1	75.8	73.7

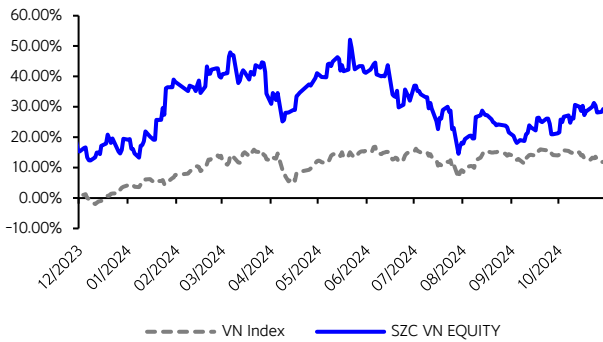
**Chỉ số tài chính**

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	1,621	1,765	2,268	2,408	2,422
BPS (đồng)	12,867	14,251	16,019	17,927	19,849
DPS (đồng)	42	500	500	500	500
PER (x)	22.0	23.1	18.0	16.9	16.8
PBR (x)	3.1	2.9	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	8.7	11.3	8.9	7.8	7.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.3	3.5	3.1	2.8	2.5
Lãi cổ tức (%)	0.1	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	79.5	80.8	78.1	75.8	73.7
Biên LN từ HĐKD (%)	36.1	39.9	43.0	42.5	41.0
Biên LNST (%)	26.8	31.2	33.7	33.2	31.8
ROA (%)	3.3	4.1	4.6	4.3	4.0
ROE (%)	13.4	14.8	15.0	14.2	12.8
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	153.6	119.9	117.2	114.8	109.5
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	376.0	269.0	245.8	252.1	259.7
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	12.4	41.6	48.4	52.5	52.9
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	6.8	9.7	10.9	10.6	10.0
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	661.4	622.7	596.3	618.7	651.8
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	23.8	26.5	29.2	34.8	39.7
Số ngày khoản phải thu (ngày)	201.5	194.7	199.9	202.3	202.9

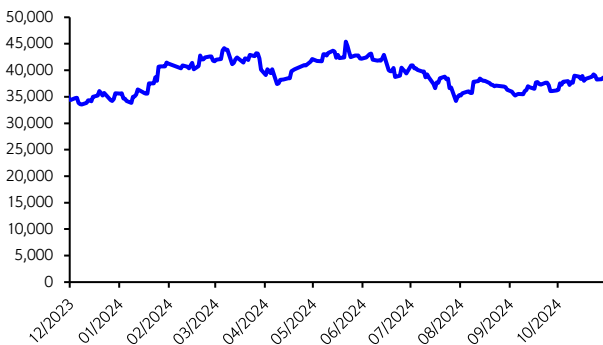
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC)

### Biến động giá cổ phiếu



### Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
28/11/2024 (BC lần đầu)	MUA	49,800	34	7/79

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: SZC VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang,  
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, HCM City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000