



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	BDS KCN
Giá hiện tại (VND/cp)	29,600
Vốn hóa (Tỷ VND)	2,960
Số lượng CPLH (triệu cp)	100
EPS 4 quý gần nhất	2,279
P/B	2
Cao nhất 52 tuần	83,300
Thấp nhất 52 tuần	20,400

KQKD

	2021	Q3/2022
Doanh số thuần	713	123
Lãi gộp	451	47
Biên gộp	63.2%	41.5%
LNST	324	23
Biên ròng	45.4%	28.1%
ROA	6.5%	3.9%
ROE	23.7%	15.6%
Debt/Equity	1.5	1.53

Diễn biến giao dịch



KHUYẾN NGHỊ

Sau khi đánh giá cẩn trọng các yếu tố từ vĩ mô cho tới doanh nghiệp và bằng phương pháp định giá P/E và RNAV, DSC đánh giá cổ phiếu SZC ở mức **KHẢ QUAN** và khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SZC với mức giá hợp lý đạt **35,800/cổ phiếu, UPSIDE 21%** so với mức giá đóng cửa của ngày 13/12/2022.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Sonadezi Châu Đức, thuộc Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu công nghiệp, là một doanh nghiệp nhỏ, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực Bất động sản khu công nghiệp. Địa bàn hoạt động của doanh nghiệp thuộc tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu, một trong 4 đặc khu kinh tế xung quanh TP.HCM và đang có mức phát triển hạ tầng hàng đầu Việt Nam.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

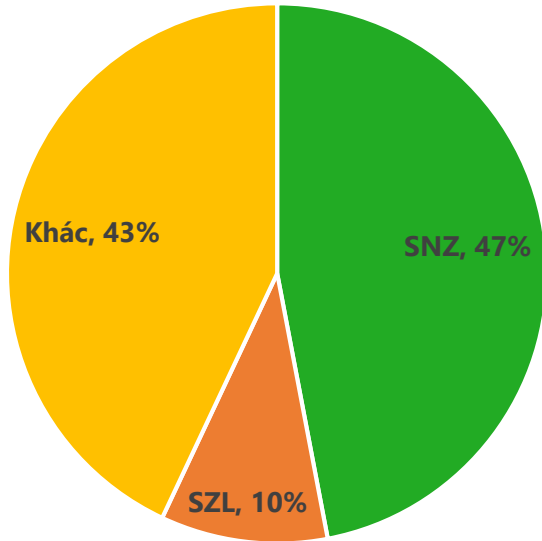
- Quy đất tốt vị trí tương đối đẹp, còn nhiều dư địa để cho thuê trong tương lai** Sở hữu quỹ đất KCN-đô thị 2,287 ha, vị trí đắc địa tại Bà Rịa-Vũng Tàu, gần sân bay Long Thành, cụm cảng Thị Vải-Cái Mép, cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu với khoảng cách chỉ trên dưới 10 km đường bộ. Trong đó, cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ là một trong 2 cảng đóng vai trò đặc biệt quan trọng với chức năng là cửa ngõ và cảng trung chuyển quốc tế. Trong đó, khoảng 1,109 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê. Tỷ lệ lấp đầy mới đạt khoảng 62% tính đến hết quý 3, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực phía Nam là 85% nên còn nhiều dư địa cho tăng trưởng doanh thu.
- Khu dân cư Hữu Phước là động lực mạnh mẽ trong trung - dài hạn** Vào 4/11 đã bắt đầu bàn giao shophouse, theo dự tính thận trọng của chúng tôi, giả định bàn giao 1/2 tổng số lượng, mức doanh thu và lợi nhuận ròng ghi nhận sẽ lần lượt rơi vào khoảng 240 tỷ và 60 tỷ. Các lô đất nền dự kiến bàn giao vào năm sau, đồng thời bắt đầu giai đoạn 2. Dự án này có thể sẽ là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023-2025, với biên lợi nhuận gộp trên dưới 50%.



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông

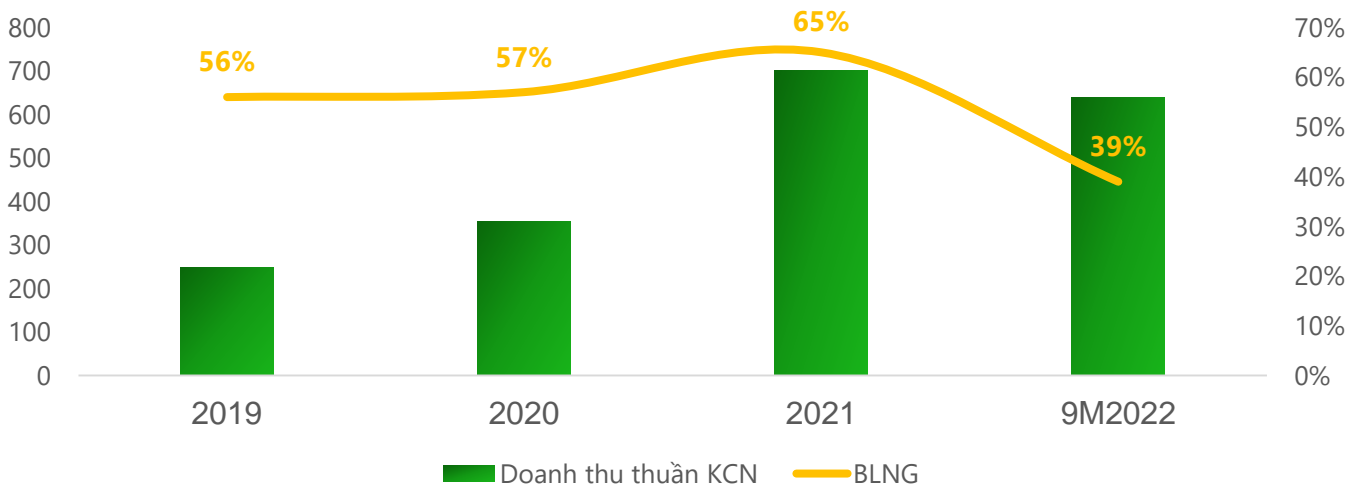


SZC là thành viên của Tổng Công ty Phát triển KCN (SNZ), một trong những đơn vị phát triển KCN tiên phong tại Việt Nam. Đến cuối 2020, SNZ đã khai thác 11 KCN tập trung tại các tỉnh Đồng Nai và BR-VT với tổng diện tích hơn 4,810ha, chiếm 34% tổng diện tích đất công nghiệp hiện có của tỉnh Đồng Nai và 18% tại BR-VT.

Với kinh nghiệm của công ty mẹ trong thị trường BĐS KCN, kết hợp mạng lưới rộng rãi của SNZ với 12 công ty con và 11 công ty liên kết, SZC sẽ được hưởng lợi thế trong việc thu hút các nhà đầu tư vào KCN Châu Đức.

2. Lĩnh vực và kết quả kinh doanh

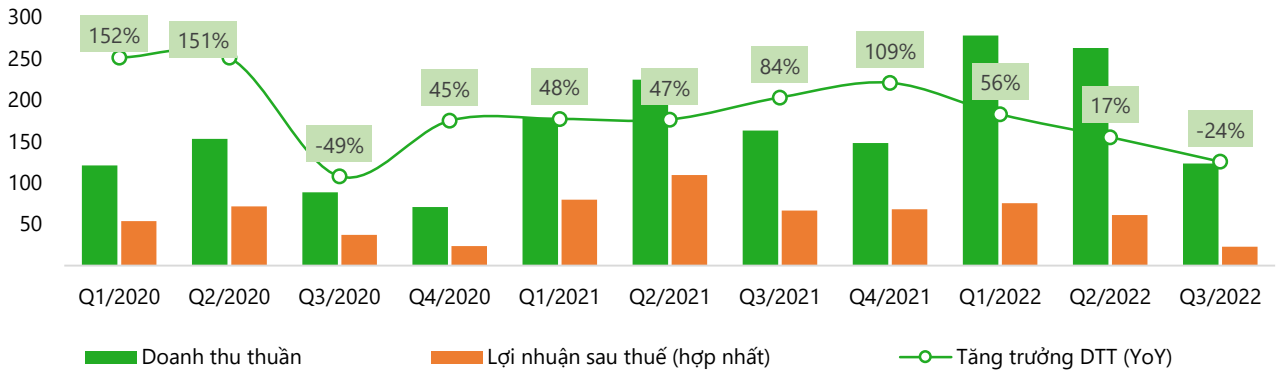
Về mô hình kinh doanh, SZC có khá nhiều mảng kinh doanh, trong đó cốt lõi vẫn là cho thuê đất KCN với trên 90% tỷ trọng doanh thu tuy nhiên lại mang tới gần như 100% tỷ trọng lợi nhuận gộp, bởi các mảng như sân Golf, dịch vụ cung cấp điện nước khác đều đang chịu lỗ hoặc gần như hòa vốn, những mảng này chủ yếu để tăng tính cạnh tranh và tiện ích cho KCN cũng như KDC.



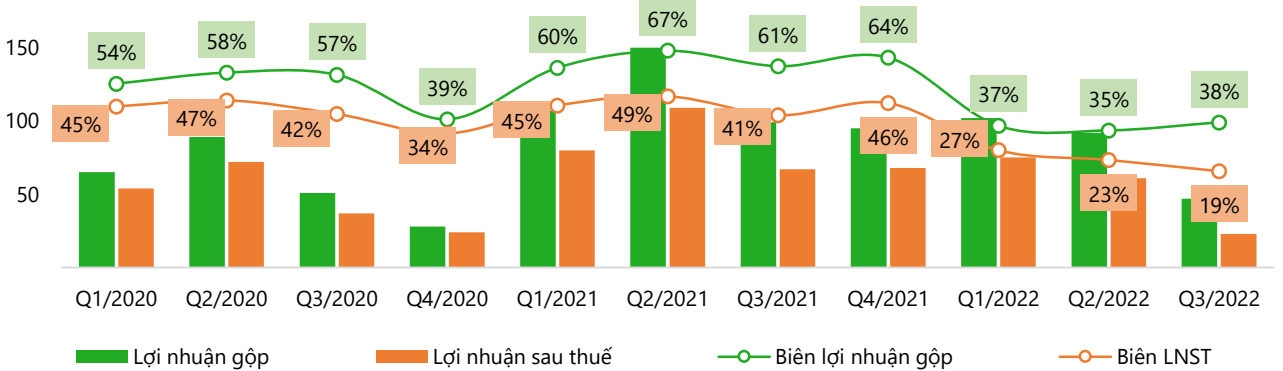


- Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 663 tỷ đồng (+17% YoY), LNST đạt 160 tỷ (-37% YoY), chủ yếu do chi phí bồi thường GPMB tăng mạnh theo giá đất của Bà Rịa-Vũng Tàu cùng với việc hoạt động kinh doanh sân golf vẫn đang chịu lỗ, khiến biên lợi nhuận gộp giảm 26 điểm phần trăm, chỉ còn khoảng 35.6%.
- Riêng quý 3, doanh thu đạt 123 tỷ đồng (-25% YoY, -54% QoQ), LNST chỉ còn 23.3 tỷ đồng (-65%). Hoạt động cho thuê đất KCN đang có dấu hiệu chậm lại đáng kể. Thêm vào đó, chi phí tài chính tăng mạnh gấp 8 lần do chi phí lãi vay cho dự án sân golf đã dừng vốn hóa mà hạch toán vào chi phí.

KẾT QUẢ KINH DOANH



BIÊN LỢI NHUẬN





LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

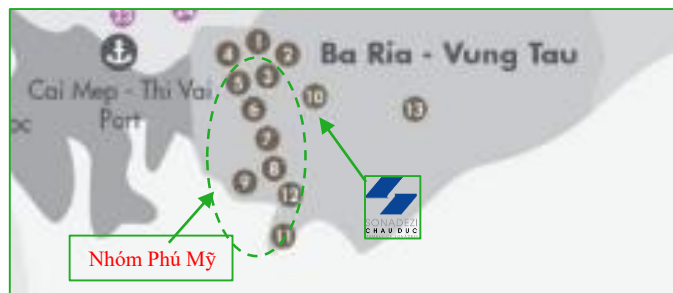
1. Quỹ đất tốt vị trí tương đối đẹp, còn nhiều dư địa để cho thuê trong tương lai

Quỹ đất của SZC gói gọn trong **1 quần thể KCN-đô thị 2,287 ha**, thuộc địa phận tỉnh **Bà Rịa-Vũng Tàu** – địa phương có tốc độ tăng trưởng hạ tầng tốt nhất hiện tại, **gần sân bay Long Thành (40 km), cụm cảng Thị Vải-Cái Mép (30 km), cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu (10 km)**. Trong đó, cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ là một trong 2 cảng đóng vai trò đặc biệt quan trọng với chức năng là cửa ngõ và cảng trung chuyển quốc tế.

Mặc dù vậy, vị trí của Châu Đức chưa phải là đắc địa nhất so với cụm KCN ở khu vực Phú Mỹ (ngay gần sông Đồng Nai), nên **giá thuê cũng như mức lấp đầy thường tăng chậm hơn (giá thuê của SZC hiện tại khoảng 85 USD/m²/chu kỳ, trong khi ở khu vực Phú Mỹ là trên 100 USD/m²/chu kỳ)**. Vì thế nên, trong bối cảnh các KCN “hot” tại Phú Mỹ không còn đất để thuê, nhu cầu sẽ dần chảy về các KCN lân cận, tiêu biểu nhất sẽ là KCN Sonadezi Châu Đức bởi sức hút của Sân bay Long Thành và cảng Cái Mép-Thị Vải là cực kỳ lớn.

Tính đến quý 3/2022, còn khoảng **1,109 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê**. Tỷ lệ lấp đầy mới đạt khoảng 62% tính đến hết quý 3, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực phía Nam là 85% nên còn nhiều dư địa để cho thuê.

Giá thuê khu vực BR-VT tăng trưởng nhanh nhất khu vực phía Nam với 18% YoY và có thể duy trì 8-10% YoY trong những năm tới.





LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Khu dân cư Hữu Phước là động lực mạnh mẽ trong trung – dài hạn



Dự án KDC Hữu Phước được phát triển chủ yếu nhằm mục đích đáp ứng nhu cầu sinh hoạt của các CBCNV, chuyên gia làm việc trong KCN. Dự án này hoàn toàn được bán cho các cán bộ công nhân viên gắn bó lâu năm với doanh nghiệp, không bán thẳng ra thị trường

Sản phẩm	Diện tích (m ²)		GD1 (25 ha)	GD2 (15 ha)	Tổng	Giá (tỷ VND)
Shophouse (xây sẵn)	7x32	224	94	70	164	5-5.5
Nhà Liền Kề (đất nền)	7x25	175	141	243	384	1.2
Nhà Liền Kề (đất nền)	7x28	196	126		126	1.4

Trong đó, theo thông tin DSC thu thập, giai đoạn 1 đã bán hết sản phẩm đất nền và shophouse cho các cán bộ công nhân viên, giá ưu đãi khoảng 1.2-1.4 tỷ / 1 mảnh đất nền và 5-5.5 tỷ / 1 shophouse.

Vào 4/11 đã bắt đầu bàn giao shophouse, theo dự tính thận trọng của chúng tôi, giá định bàn giao 1/2 tổng số lượng, mức doanh thu và lợi nhuận ròng ghi nhận sẽ lần lượt rơi vào khoảng 240 tỷ và 60 tỷ.

Các lô đất nền dự kiến bàn giao vào năm sau, đồng thời bắt đầu giai đoạn 2. Dự án này có thể sẽ là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023-2025, với biên lợi nhuận gộp trên dưới 50%.



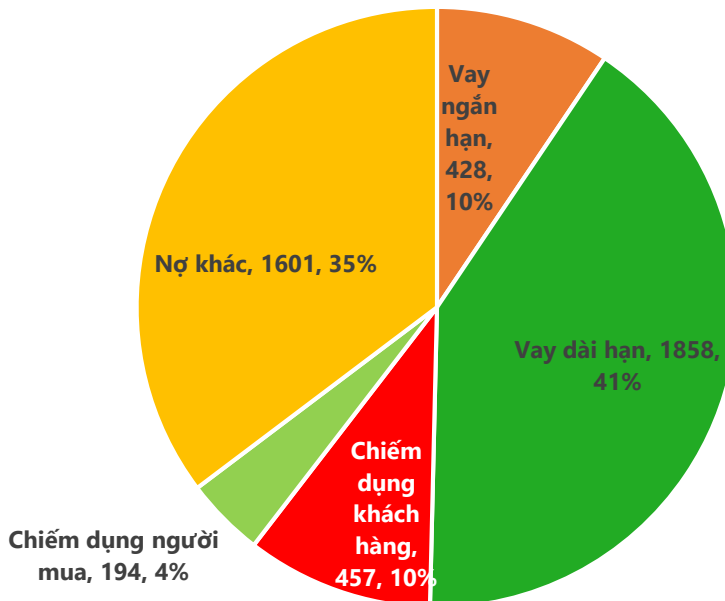


RỦI RO

1. Khoản nợ vay lớn, chi phí lãi vay chưa được phản ánh

- Khoản nợ vay của SZC lên tới 2,286 tỷ, chiếm tới 51% tỷ trọng nợ phải trả.
- Tuy nhiên, chi phí lãi vay trong những năm gần đây rất thấp, dưới 10 tỷ, trong khi nợ vay luôn ở mức trên 2,000 tỷ. Trong đó lãi suất trung bình khoảng 6%. Tức là chi phí lãi vay tính trên dư nợ hiện tại là khoảng 130 tỷ.
- Lý do bởi công ty đã vốn hóa chi phí lãi vay vào các dự án đang triển khai chưa đi vào hoạt động nên được tạm kết chuyển vào khoản mục "Xây dựng dở dang". Chính vì thế, vào quý 2,3 năm nay, khi một phần sân gôn đưa vào hoạt động thì chi phí lãi vay phát triển dự án được ghi nhận và tăng gần 5 lần svck.
- Đây có thể là một rủi ro có thể ăn mòn lợi nhuận cần theo dõi trong thời gian tới khi SZC bắt đầu ghi nhận các khoản thu từ dự án Hữu Phước.

Nợ phải trả





RỦI RO

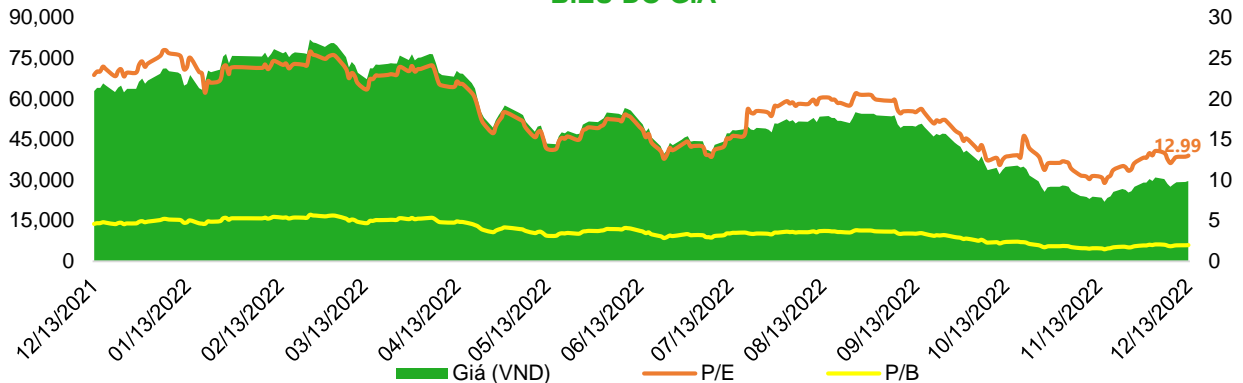
2. Tăng chi phí phát triển dự án

- Sự phát triển hạ tầng của Bà Rịa – Vũng Tàu là động lực cho giá thuê nhưng đồng thời khiến chi phí GPMB cũng tăng mạnh mẽ hơn. SZC đang trực tiếp gánh chịu rủi ro này khi năm nay họ phải điều chỉnh chi phí giải phóng mặt bằng, khiến giá vốn tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp thu lại từ 63% về 42%.
- Từ đó có thể ảnh hưởng xấu tới biên lợi nhuận của SZC trong tương lai gần khi công ty còn khoảng trên 200 ha chưa GPMB, khu vực có khá nhiều dân cư, và hiện tại cũng đã và đang gây khó dễ cho công tác đền bù về vấn đề giá.

III. GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

- Hiện tại, cổ phiếu SZC đang giao dịch với mức P/E là 12.9 lần, thấp hơn so với trung bình 3 năm (17 lần) nhưng cao hơn trung bình ngành (12 lần).
- SZC trả cổ tức bằng tiền đều đặn với tỷ lệ 4-10% từ 2014 đến nay, 3 năm gần nhất công ty trả tỷ lệ 10%. Tỷ suất cổ tức chỉ khoảng 2%, thấp hơn lãi gửi ngân hàng.

BIỂU ĐỒ GIÁ



IV. ĐỊNH GIÁ

- DSC dự phóng doanh thu 2022 của SZC khá tích cực và đạt (1) 807 tỷ đồng (+13% YoY) hoặc có thể lên tới (2) 1047 tỷ đồng (nếu tính doanh thu từ ½ shophouse dự án Hữu Phước), lợi nhuận sau thuế tương ứng lần lượt là (1) 226 tỷ đồng hoặc (2) 286 tỷ đồng. Sử dụng phương pháp P/E và RNAV, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 35,800 VND/cp (Upside 21% so với giá đóng cửa ngày 13/12/2022).
- Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu SZC từ đầu năm 2022 tới nay, giá mục tiêu bình quân là 49,500 VND, upside 67% so với giá đóng cửa ngày 13/12/2022.