

# CTCP Sonadezi Châu Đức (HSX - SZC)

## MUA\_Giá mục tiêu 12 tháng: 44.000 VND

**Định giá cổ phiếu ở mức 44.000 đồng, dựa trên cơ sở 1) Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng mạnh, 2) Giá cho thuê đất khu công nghiệp và giá bất động sản tiếp tục tăng lên trong năm 2020 với mức tăng 18-20% tại khu vực, 3) Quỹ đất sạch sẵn sàng kinh doanh còn rất lớn và tiếp tục tăng thêm trong năm khi công ty tích cực đẩy nhanh quá trình đền bù giải tỏa, 4) thị trường bất động sản khu công nghiệp tiếp tục được hưởng lợi nhờ dòng vốn đầu tư nước ngoài dịch chuyển vào Việt Nam trong những năm tới. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu SZC cho mục tiêu trung và dài hạn.**

### Điểm nhấn đầu tư:

#### Giá đất cho thuê khu công nghiệp tiếp tục tăng lên, mang lại hiệu quả kinh doanh vượt trội

- Giá cho thuê đất của công ty tiếp tục tăng lên 18%-20% đạt mức giá 60usd/m2 trong tháng cuối năm 2020
- Với chi phí đền bù ở mức thấp trong các năm trước, hiệu quả kinh doanh sẽ dần tăng lên, trong 9 tháng 2020, biên lợi nhuận gộp lĩnh vực cho thuê bất động sản khu công nghiệp đã tăng lên mức 58.8% so với 56.2% của năm 2019. Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp những năm tới còn tiếp tục tăng nhờ giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng.

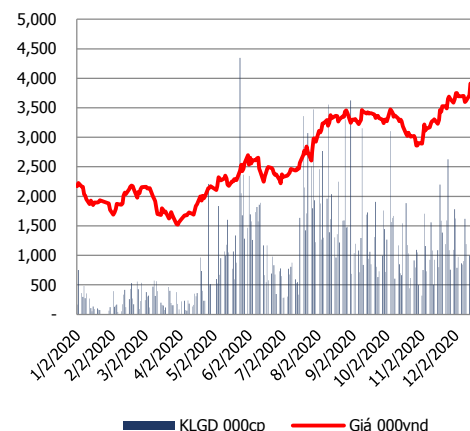
#### Diện tích đất khả năng cho thuê còn rất lớn với chi phí đầu tư thấp - tiềm năng phát triển dài hạn

- Khu công nghiệp được quy hoạch với diện tích 1.556 ha, trong đó diện tích đất cho thuê là 1.109ha. Trong năm 2020 công ty đẩy mạnh công tác đền bù giải phóng mặt bằng. Chúng tôi ước tính diện tích đền bù đạt 1.375 ha. Như vậy diện tích đất sạch sẵn sàng đầu tư cho thuê là khoảng 685 ha, còn rất lớn để công ty phát triển trong những năm tới.
- Chi phí đền bù mỗi m2 đất khu công nghiệp đến hết năm 2019 là 93.700 đồng/m2. Chúng tôi ước tính, chi phí chung toàn bộ là khoảng 110.000 đồng/m2 (với giả thiết công ty thực hiện đền bù giải phóng toàn bộ diện tích còn lại trong năm 2020-2021 với giá đền bù là 140.000 đồng/m2 theo khung giá đất nhà nước).

#### Khu đô thị mang lại kết quả kinh doanh vượt trội từ 2021

- Diện tích khu đô thị quy hoạch với 537ha, đến cuối năm 2019, diện tích đã đền bù là 292ha với chi phí khoảng 76.400 đồng/m2. Chúng tôi ước tính trong năm 2020 công ty tiếp tục đền bù giải phóng mặt bằng thêm 200 ha với chi phí khoảng 280 tỷ đồng. Công ty đã hoàn tất công tác hồ sơ điều chỉnh quy hoạch.
- Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh đất nền tại Khu Dân cư Phước Hữu (diện tích 41ha) có thể thực hiện từ 2021 và sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận từ năm 2021 trở đi.
- Chúng tôi cũng đã thực hiện khảo sát sơ bộ giá thị trường đất nền dân cư tại khu vực sát dự án của công ty, giá giao dịch tại đây đã tăng khoảng 20% trong 1 năm qua và đạt mức 8-9 triệu đồng cho những lô đất có mặt tiền từ 5-10 m và chiều dài lên đến 40-45 m. Chúng tôi cho rằng sản phẩm đất nền của công ty sẽ được tiêu thụ dễ dàng tại mức giá 8-10 triệu đồng/m2 trong năm 2021.

Giao dịch của SZC



Giá hiện tại (30/12/2020)	32.000 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	44.000 VND
Biên độ tăng(%)	38%
Bloomberg	SZC VN
Vốn hóa thị trường (30/12/2020)	3.200 tỷ VND 139 triệu USD
Biên độ 52 tuần (000 VND)	12.16-33.50
KLGD trung bình ngày trong 12 tháng (000cp)	958
Giá trị giao dịch/ngày (tỷ VND)	22.8
Giới hạn Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
TLSH nước ngoài hiện tại(%)	1.4%

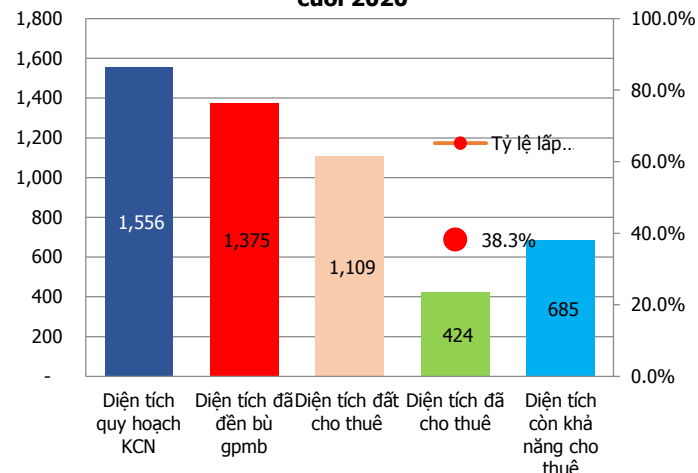
Chỉ tiêu	Đơn vị	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Diện tích KCN cho thuê	Ha	83.2	30.0	60.0	80.0	80.0
Kinh doanh Khu đô thị	Ha	-	-	5.0	10.0	15.0
Doanh thu	Tỷ đồng	329	444	996	1,812	2,502
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	177	246	508	921	1,245
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	156	202	414	767	1,062
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	134	172	348	640	881
EPS	Đồng	1,340	1,716	3,478	6,405	8,811
Tăng trưởng EPS	%	40%	28%	103%	84%	38%
Cổ tức bằng tiền	Đồng/cp	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000
Lợi tức cổ phần	%	4%	3%	5%	6%	6%
PE	Lần	16.7	18.6	9.2	5.0	3.6
PB	Lần	2.68	2.52	2.18	1.68	1.24
ROA	%	4.3%	4.5%	6.8%	10.6%	13.4%
ROE	%	11%	14%	24%	34%	34%
Nợ rỗng/Vốn CSH	Lần	96%	150%	76%	-37%	-103%

Nguồn: SZC, TTNC MBS

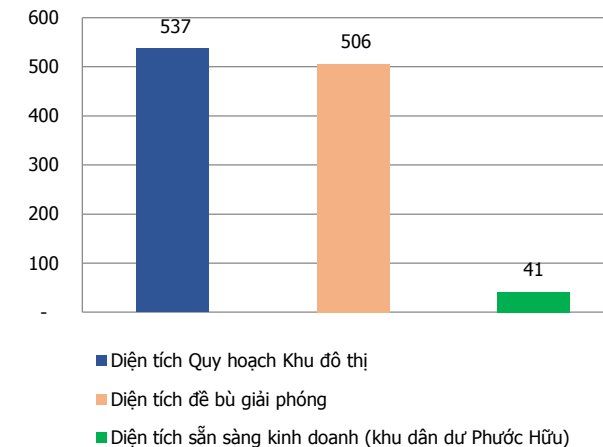
## Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng mạnh

- Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ: doanh thu 9 tháng 2020 đạt 362 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận trước thuế đạt 192 tỷ đồng, tăng 44% so với cùng kỳ 2019.
- Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê bất động sản khu công nghiệp tăng lên 58.8% so với mức 56.2% của năm 2019
- Hiệu quả hoạt động tiếp tục tăng lên, ROA 9 tháng đầu năm 2020 đạt 4.2%, đặt biệt ROE tăng mạnh và đạt 13.2%.
- Công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đền bù giải phóng mặt bằng, đầu tư cơ sở hạ tầng đất khu công nghiệp và đô thị để hưởng chi phí giá đất đền bù thấp cũng như điều kiện kinh doanh để khi thị trường sôi động trở lại từ năm 2021 khi dịch Covid được kiểm soát tốt hơn.
- Trong năm 2021, chúng tôi dự tính kết quả kinh doanh sẽ tăng nhanh khi công ty thực hiện kinh doanh đất Khu dân cư Phước Hữu. Doanh thu dự kiến tăng 124%, lợi nhuận tăng 105%.

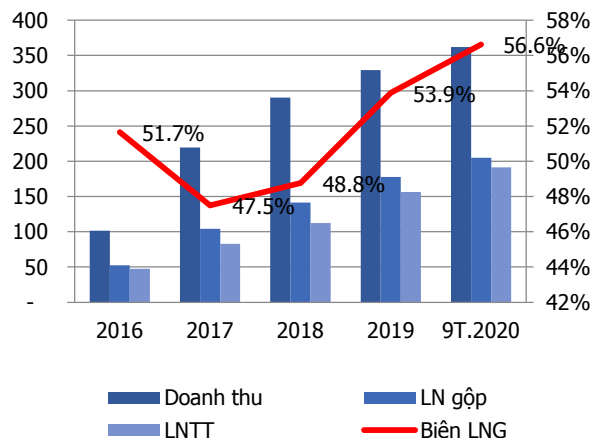
## Tình trạng đất khu công nghiệp của SZC đến cuối 2020



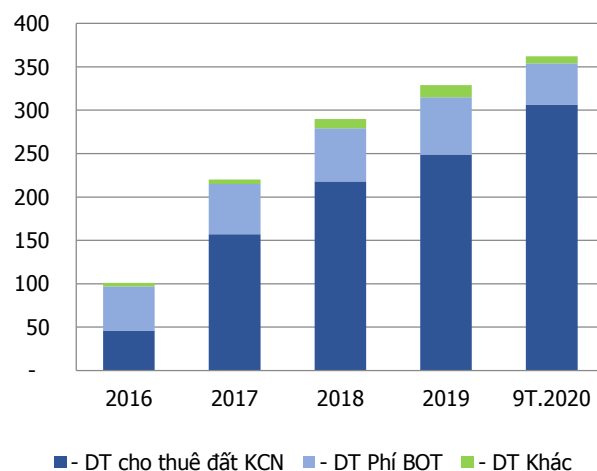
## Tình trạng đất khu đô thị của SZC đến cuối 2020



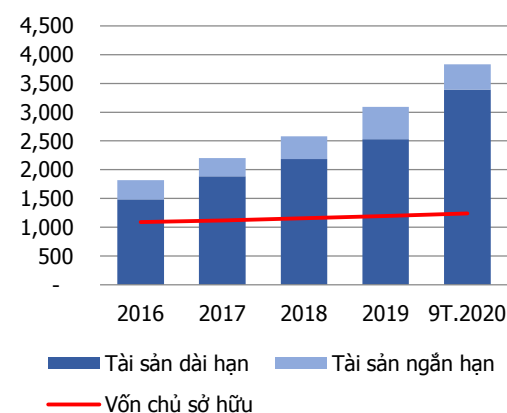
## Doanh thu và lợi nhuận



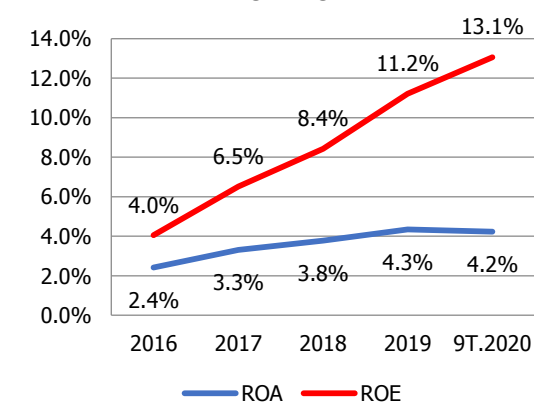
## Cơ cấu doanh thu



## Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



## ROA-ROE

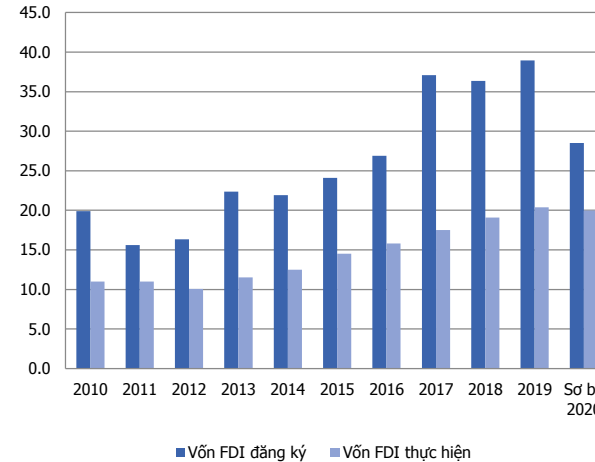


Nguồn: SZC, TTNC MBS tổng hợp và ước tính

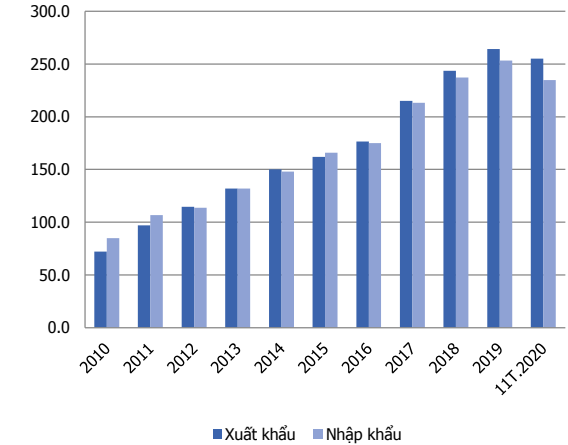
## Triển vọng ngành sáng sủa với xu hướng chuyển dịch dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam:

- 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 tăng trưởng cao và nền chính trị ổn định.
- 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.

Vốn FDI vào Việt Nam (tỷ usd)



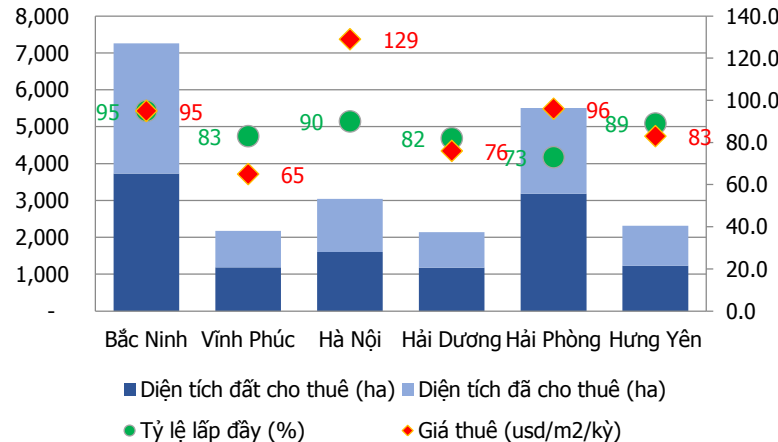
Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam (tỷ usd)



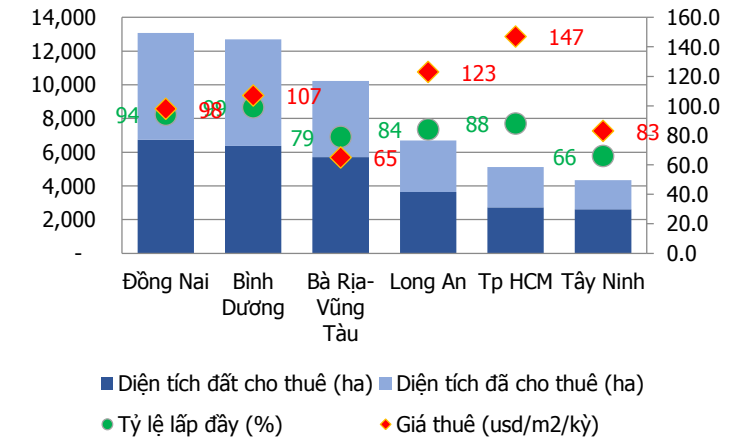
## Giá đất khu công nghiệp tiếp tục gia tăng

- **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: Bắc Ninh 99%, Hà Nội 90%, Tp HCM 88%, Bình Dương 99%, Đồng Nai 94%.
- **Giá cho thuê đất tăng trung bình 8.7% đối với KCN các tỉnh phía Bắc, trong khi ở phía Nam là 7.5%:** Có những tỉnh giá đất cho thuê tăng mạnh như Bà Rịa Vũng Tàu tăng 18.2%, Hà Nội tăng 13.2%, Hải Dương (13.2%), theo Savill Vietnam.

Tình hình thị trường bds khu công nghiệp khu kinh tế trọng điểm phía Bắc



Tình hình thị trường bds khu công nghiệp khu kinh tế trọng điểm phía Nam



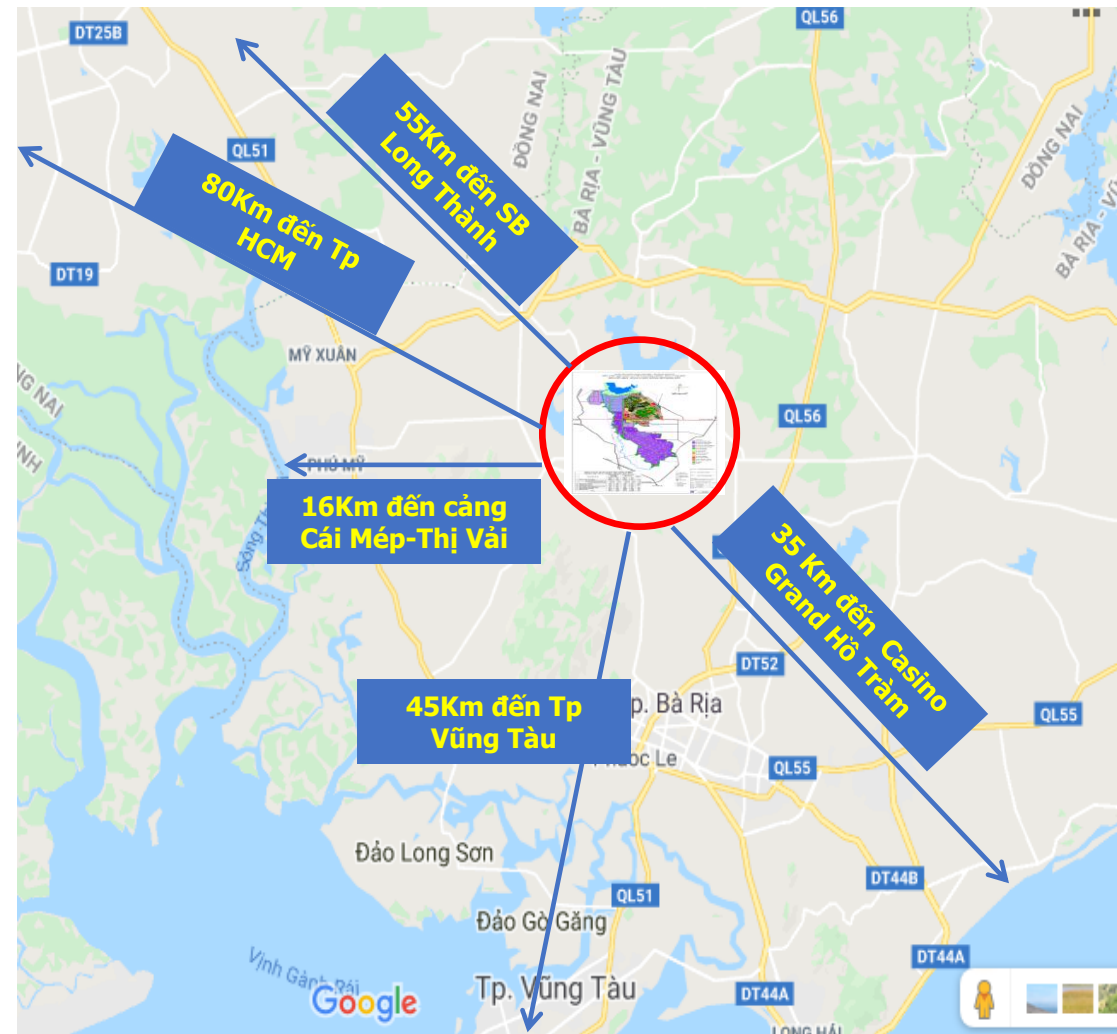
## Dự báo và Định giá cổ phiếu

- Trong năm 2019, công ty đã ký kết được thêm 27 hợp đồng với diện tích đặt chỗ và cho thuê là 83.2ha. Trong năm 2020, do dịch Covid19, tình hình cho thuê trong quý I và II có phần chững lại, chúng tôi dự báo công ty sẽ tiếp tục cho thuê ở mức 30-50ha, các năm tiếp theo là khoảng 60-80ha/năm
- Đối với hoạt động khu đô thị, chúng tôi dự báo công ty sẽ bắt đầu kinh doanh bán đất nền từ 2021 với diện tích khoảng 5-6ha, các năm tiếp theo khoảng từ 10-15ha mỗi năm.
- Chúng tôi dự báo, doanh thu năm 2020 có thể đạt mức 444 tỷ đồng, tăng 35% so với năm 2019, trong đó doanh thu cho thuê khu công nghiệp là 361 tỷ đồng, doanh thu phí BOT là 67 tỷ đồng. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 202 và 172 tỷ đồng, tăng 29% và 28% so với năm 2019.
- Trong năm 2021, chúng tôi dự tính kết quả kinh doanh sẽ tăng nhanh khi công ty thực hiện kinh doanh đất Khu dân cư Phước Hữu. Doanh thu dự kiến tăng 124%, lợi nhuận tăng 105%.

**Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá so sánh PE\_PB theo ngành và chiết khấu dòng tiền NPV theo từng lĩnh vực kinh doanh của công ty. Tổng hợp lại, giá trị cổ phiếu công ty đạt mức 44.000 đồng/cổ phần.**

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu
PB	32.570
PE	54.500
NAV	45.000
<b>Trung bình</b>	<b>44.000</b>

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



# CTCP Sonadezi Châu Đức (HSX - SZC)

Kết quả kinh doanh	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	329	444	996	1,812	2,502
Giá vốn hàng bán	-152	-198	-488	-891	-1,257
Lợi nhuận gộp	177	246	508	921	1,245
Doanh thu tài chính	27	15	15	30	60
Chi phí tài chính	-10	-14	-20	-21	-18
Chi phí bán hàng	-7	-9	-40	-72	-100
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-31	-36	-50	-91	-125
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	156	202	414	767	1,062
Lợi nhuận trước thuế	156	202	414	767	1,062
Lợi nhuận sau thuế	134	172	348	640	881
Lợi nhuận ròng cơ công ty mẹ	134	172	348	640	881

Tài sản- Nguồn vốn	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Tài sản ngắn hạn	560	265	1,874	4,106	5,921
Tài sản dài hạn	2,530	3,562	3,224	2,916	2,636
Tổng tài sản	3,090	3,827	5,098	7,022	8,557
Nợ phải trả	1,894	2,559	3,632	4,117	3,970
I.Nợ phải trả ngắn hạn	446	663	1,176	1,461	1,614
II. Nợ phải trả dài hạn	1,448	1,896	2,456	2,656	2,356
Vốn chủ sở hữu	1,196	1,268	1,465	2,906	4,587
Tổng nguồn vốn	3,090	3,827	5,098	7,022	8,557

Hệ số tài chính	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>Chỉ tiêu lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	53.8%	55.3%	51.0%	50.8%	49.7%
Biên EBITDA	83.9%	58.0%	47.8%	45.9%	44.9%
Biên lợi nhuận ròng	40.7%	38.7%	34.9%	35.4%	35.2%
ROE	11.2%	13.5%	23.7%	22.0%	0.0%
ROA	4.3%	4.5%	6.8%	10.6%	13.4%
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu	13%	35%	124%	82%	38%
Tăng trưởng LNTT	41%	29%	105%	85%	38%
Tăng trưởng LNST	40%	28%	103%	84%	38%
Tăng trưởng EPS	40%	28%	103%	84%	38%
<b>Thanh khoản</b>					
Hệ số thanh toán hiện thời	1.26	0.40	1.59	2.81	3.67
Hệ số thanh toán nhanh	1.25	0.40	1.54	2.73	3.56
Nợ/Tổng tài sản	0.61	0.67	0.71	0.59	0.46
Nợ/Nguồn vốn	1.58	2.02	2.48	1.42	0.87
Hệ số đảm bảo nợ vay	16.60	15.14	22.20	37.80	59.27
<b>Định giá</b>					
Lợi tức cổ phần	4%	3%	5%	6%	6%
Thu nhập mỗi cổ phần	1,340	1,716	3,478	6,405	8,811
Giá trị sổ sách cổ phần	11,960	12,676	14,654	19,059	25,870