

Ngành: **BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP** | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	CÔNG TY CỔ PHẦN SODANEZI CHÂU ĐỨC (HSX: SZC)		
			LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ TỪ MỨC NỀN THẤP NĂM 2022		
Giá hiện tại:	38,650	Ngày viết báo cáo:	19/09/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu:	48,300	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	120	Tổng CTCP Phát triển KCN	46.8%
Tỷ suất cổ tức		Vốn hóa (tỷ VND)	4,620	CTCP Sodanezi Long Thành	10.1%
Tiềm năng tăng giá	25%	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	0.92		
		Sở hữu nước ngoài	2.98%		

Bộ phận Research:

Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SZC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **48,300 VNĐ/CP (Upside 25% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2023)**, dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP. Chúng tôi sử dụng **(1)** RNAV cho KCN Châu Đức và KDC Hữu Phước với tỷ lệ chiết khấu WACC = 10%, **(2)** P/B mục tiêu = 1.8x cho diện tích đã giải phóng mặt bằng ở KĐT Châu Đức để phản ánh triển vọng tươi sáng hơn của thị trường bất động sản sau hàng loạt chính sách hỗ trợ của chính phủ, **(3)** BV cho Sân Golf Châu Đức do chưa có thông tin chi tiết về dự án này và **(4)** BV cho BOT 768 do chưa xác định ngày hoạt động trở lại vì vấn đề pháp lý.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- SZC là nhà phát triển KCN hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT), với quỹ đất thương phẩm còn lại khoảng 560 ha, xếp thứ ba tại khu vực miền Nam.
- Giá cho thuê KCN Châu Đức dự báo tăng mạnh trong giai đoạn 2023-2025, với CAGR = 8% nhờ **(1)** Tỷ lệ lấp đầy KCN tại TP.HCM và các tỉnh thành vệ tinh đã ở mức cao (trên 86%); **(2)** Hạ tầng giao thông tại BR-VT được đẩy mạnh đầu tư; **(3)** Giá cho thuê KCN Châu Đức vẫn ở mức thấp so với các KCN khác trong cùng khu vực.
- BĐS thương mại với giá vốn thấp sẽ đẩy mức nền lợi nhuận lên một tầm cao mới.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo SZC ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 1,124 tỷ VNĐ (+31% yoy)**, **LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 375 tỷ VNĐ (+89% yoy)**, tương đương EPS fwd 2023 = 3,121 VNĐ/CP, P/E fwd = 12.3x, P/B fwd = 2.4x.

Trong năm 2024, BSC dự báo SZC ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 1,351 tỷ VNĐ (+20% yoy)**, **LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 459 tỷ VNĐ (+22% yoy)**, tương đương EPS fwd 2024 = 3,825 VNĐ/CP, P/E fwd = 10.1x, P/B fwd = 2.0x.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

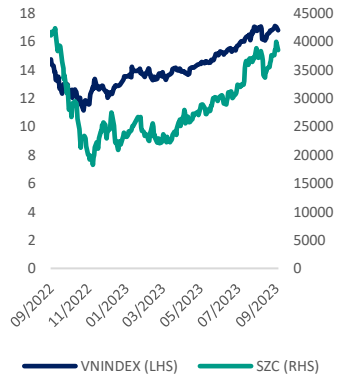
Trong Q2.2023, SZC ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 288 tỷ VNĐ (+10% yoy)**, **LNST - CĐTS đạt 96 tỷ VNĐ (+57% yoy)**.

Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy)**, **LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy)**, hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. **Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ**, nhờ **(1)** Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, **(2)** Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%)

RỦI RO

- SZC có các hoạt động kinh doanh với các doanh nghiệp trong cùng tập đoàn Sodanezi khiến cho giá cho thuê KCN thường bị chiết khấu so với giá thị trường.
- Tiến độ GPMB chậm khiến cho chi phí giá vốn KCN gia tăng.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2022	2023F	2024F	VN Index
PE (x)	13.9	12.3	10.1	14.8
PB (x)	1.8	2.4	2.0	1.9
PS (x)	3.1	4.1	3.4	1.7
ROE (%)	12.9%	19.6%	19.4%	13.8%
ROA (%)	3.1%	5.2%	5.5%	2.4%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	713	859	1,124	1,351
Lợi nhuận gộp	451	310	599	726
LNST-CĐTS	324	198	375	459
EPS	3,240	1,980	3,121	3,825
Tăng trưởng EPS	74%	-39%	58%	23%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 2.2023

KQKD (tỷ VND)	Q2.2023	%yoy	6T.2022	6T.2023	% yoy	Cập nhật
Doanh thu	288	10%	540	351	-35%	Trong Q2.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 288 tỷ VNĐ (+10% yoy), LNST - CĐTTS đạt 96 tỷ VNĐ (+57% yoy). Trong đó: - Doanh thu cho thuê KCN = 264 tỷ VNĐ (+4% yoy) nhờ ghi nhận 14 ha cho thuê tại KCN Châu Đức. - Doanh thu bán KDC Hữu Phước = 12 tỷ VNĐ (cùng kỳ SZC chưa ghi nhận doanh thu từ mảng này) nhờ tiếp tục ghi nhận sản phẩm shophouse – GĐ1. - Doanh thu sân golf = 9 tỷ VNĐ (+31% yoy) nhờ hoạt động du lịch trở lại sau Covid. Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
KCN	264	4%	526	290	-45%	
KDC Hữu Phước	12	-	-	33	-	
Sân golf	9	31%	8	22	174%	
Giá vốn hàng bán	(150)	-12%	(345)	(179)	-48%	Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
Lợi nhuận gộp	138	49%	195	172	-12%	
KCN	142	54%	195	160	-18%	
KDC Hữu Phước	9	-	-	26	-	
Sân golf	(11)	-1,256%	1	(10)	-2,000%	
Chi phí bán hàng	(1)	-48%	(2)	(1)	-11%	Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
Chi phí QLDN	(7)	-29%	(18)	(16)	-11%	
LN từ CTLDLK	-	-	-	-	-	
Doanh thu tài chính	2	-60%	5	3	-35%	
Chi phí tài chính	(12)	21%	(12)	(24)	101%	Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
Chi phí lãi vay	(12)	21%	(12)	(24)	101%	
Lãi/Lỗ HĐKD	119	59%	168	134	-20%	
Thu nhập khác, ròng	-	-	-	-	-	
LNTT	119	60%	168	134	-20%	Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
Thuế thu nhập DN	(23)	72%	(32)	(26)	-17%	
LNST	96	57%	136	108	-21%	
CĐTTS	-	-	-	-	-	
LNST-CĐTTS	96	57%	136	108	-21%	Doanh thu tài chính đạt 2 tỷ VNĐ (-60% yoy). Chi phí lãi vay = 12 tỷ VNĐ (+21% yoy) do tổng nợ vay ngắn và dài hạn đã tăng +9% yoy. Lũy kế 6T.2023, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 351 tỷ VNĐ (-35% yoy), LNST = 108 tỷ VNĐ (-21% yoy), hoàn thành lần lượt 38% và 51% kế hoạch kinh doanh năm. Biên lợi nhuận gộp = 49%, tăng 13 điểm % so với cùng kỳ, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN tốt hơn do cùng kỳ trích trước chi phí giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức, (2) Đóng góp từ KDC Hữu Phước có biên lợi nhuận gộp cao (79%). Biên lợi nhuận ròng = 31%, tăng 5 điểm % so với cùng kỳ.
Biên lợi nhuận gộp	48%	+13%	36%	49%	+13%	
KCN	54%	+18%	37%	55%	+18%	
KDC Hữu Phước	77%	-	-	79%	-	
Sân golf	-118%	-131%	6%	-44%	-50%	
Biên lợi nhuận ròng	33%	+10%	25%	31%	+5%	

Nguồn: SZC, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. SZC là nhà phát triển KCN hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT), với quỹ đất thương phẩm còn lại khoảng 560 ha, xếp thứ ba tại khu vực miền Nam.

Quỹ đất thương phẩm của KCN Châu Đức do SZC quản lý đạt 1,109 ha với diện tích còn lại khoảng 560 ha, đứng thứ 1 tại tỉnh BR-VT và xếp thứ 3 tại khu vực miền Nam, chỉ sau BCM (850 ha) và SIP (660 ha). Trong giai đoạn 2019 - 2022, diện tích cho thuê hàng năm của SZC đạt 35-55 ha.

Hình. Thông tin KCN Châu Đức

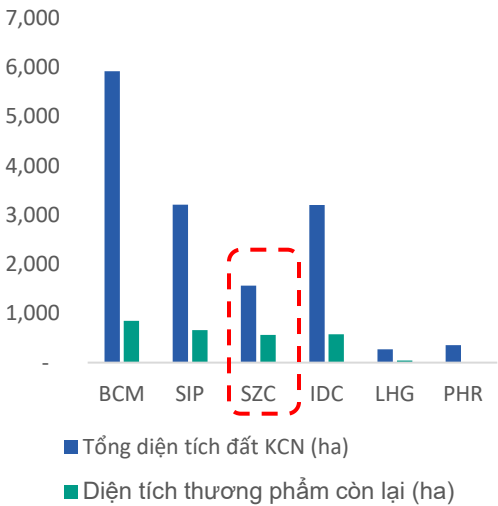
Vị trí	% SZC sở hữu	Năm triển khai	Tổng diện tích (ha)	Diện tích đã GPMB (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Giá thuê (USD/m2/chu kỳ thuê)	Tiến độ đến cuối năm 2022
BR-VT	100%	2008	1,556	1,326	1,109	560	85	Lũy kế từ đầu dự án, đã san nền được 855 ha, xây dựng 40.5 km đường giao thông.

Nguồn: SZC, BSC Research tổng hợp

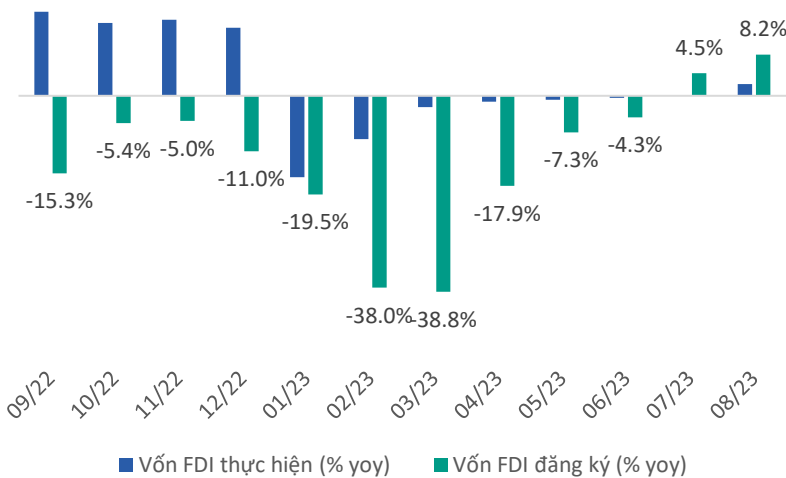
Với quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn, SZC sẽ được hưởng lợi từ việc dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam đang dần hồi phục. Theo Bộ Công Thương, tính đến hết T8.2023, vốn FDI đăng ký tăng +8.2% yoy, khả quan hơn rất nhiều so với mức giảm -38% yoy trong 3 tháng đầu năm. Bên cạnh đó, những ngành nghề kinh doanh chủ đạo tại KCN Châu Đức như linh kiện điện tử, thiết bị điện, dệt may là những ngành nghề có lợi thế trong việc thu hút vốn đầu tư FDI, qua đó, đảm bảo doanh số cho thuê của KCN Châu Đức trong các năm tiếp theo.

BSC kỳ vọng trong giai đoạn 2023-2025, diện tích cho thuê KCN Châu Đức đạt 35-45 ha mỗi năm, với giá thuê trung bình khoảng 95 USD/m2/chu kỳ thuê.

Hình. Quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê của SZC xếp thứ 3 tại khu vực miền Nam.



Hình. Dòng vốn FDI đã tăng trưởng trở lại từ T7.2023 sau khi giảm liên tục trong 6T đầu năm.



Nguồn: SZC, Bộ KHĐT, BSC Research tổng hợp

2. Giá cho thuê KCN Châu Đức dự báo tăng mạnh trong giai đoạn 2023-2025, với CAGR = 8% nhờ (1) Tỷ lệ lấp đầy KCN tại TP.HCM và các tỉnh thành vệ tinh đã ở mức cao (trên 86%); (2) Hạ tầng giao thông tại BR-VT được đẩy mạnh đầu tư; (3) Giá cho thuê KCN Châu Đức vẫn ở mức thấp so với các KCN khác trong cùng khu vực.

Tỷ lệ lấp đầy KCN tại các TP.HCM và các tỉnh thành vệ tinh đã đạt mức cao, trên 86% tính đến cuối năm 2022, trong đó TP.HCM đã gần như lấp đầy hết. Do đó, BSC kỳ vọng, trong giai đoạn sắp tới, dòng vốn FDI sẽ có xu hướng dịch chuyển nhiều hơn về BR-VT, một trong 5 tỉnh thuộc vùng kinh tế trọng điểm phía Nam, với tỷ lệ lấp đầy chỉ ở mức 81%.

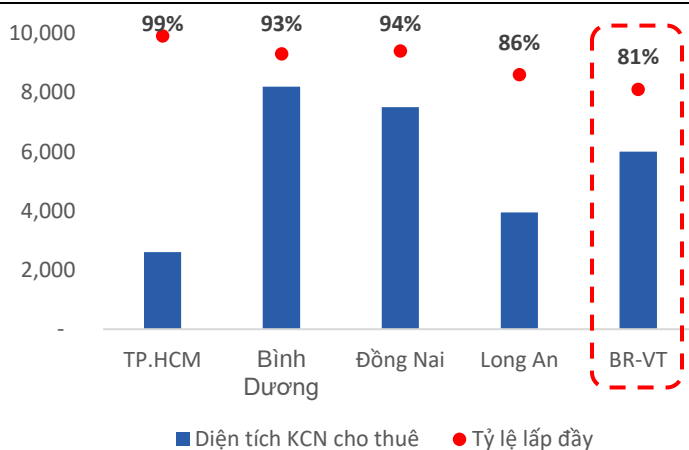
Trong năm 2022, tốc độ tăng giá cho thuê KCN của tỉnh BR-VT đạt mức +29% yoy, đứng thứ hai tại khu vực phía Nam. Mặc dù vậy, giá cho thuê KCN tại BR-VT vẫn thấp hơn khoảng 40% so với Bình Dương, Đồng Nai và Long An.

Do đó, BSC cho rằng khoảng cách về giá cho thuê KCN giữa BR-VT với các trung tâm kinh tế khác sẽ dần được thu hẹp nhờ:

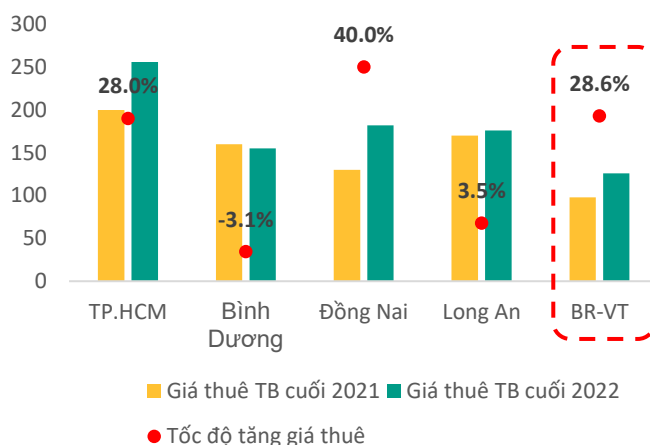
(1) Nhiều dự án hạ tầng giao thông được đẩy mạnh thực hiện, giúp giảm thiểu thời gian di chuyển giữa BR-VT và các trung tâm kinh tế khu vực phía Nam. Trong đó nổi bật là dự án cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, với chiều dài 78 km, giúp kết nối Đồng Nai và BR-VT đã được khởi công vào T6/2023 và dự kiến hoàn thành vào T6/2025.

(2) Xu hướng dịch chuyển sản xuất về các tỉnh xa trung tâm phía Nam tiếp tục tiếp diễn. Bằng chứng là, KCN VSIP tại Cần Thơ (293 ha) đã được khởi công trong T8.2023 hay KCN Sơn Mỹ 2 tại Bình Thuận đã được chấp thuận chủ trương đầu tư.

Hình. BSC kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ dịch chuyển về BR-VT trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy KCN tại TP.HCM và các tỉnh lân cận đã đạt trên 86%.



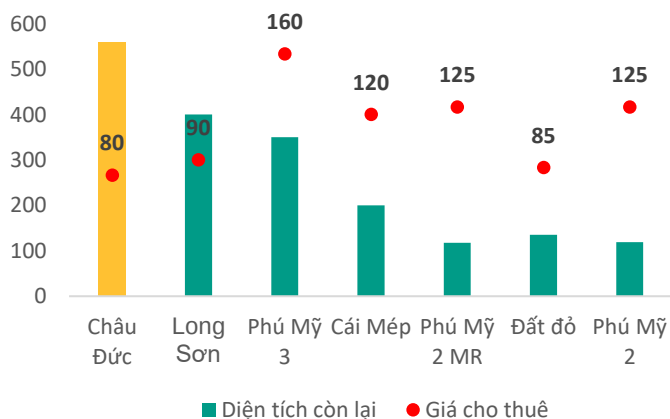
Hình. Giá thuê KCN tại BR-VT đang thấp hơn 40% so với Bình Dương, Đồng Nai và Long An.



Nguồn: CBRE, BSC Research tổng hợp

Tính đến cuối năm 2022, giá cho thuê KCN Châu Đức đang thấp hơn khoảng 50% so với mặt bằng chung các KCN tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Chúng tôi dự báo giá cho thuê KCN Châu Đức có thể tăng trưởng 8% mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025, nhờ (1) SZC đang có kế hoạch phát hành thêm vốn để đẩy mạnh GPMB và hoàn thiện xây dựng hạ tầng, giúp cho KCN Châu Đức thu hút thêm các doanh nghiệp FDI lớn, (2) KCN Châu Đức sở hữu vị trí đắc địa khi chỉ cách các siêu dự án hạ tầng như cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu 15km, sân bay Long Thành 53km, hay cảng Cái Mép 25km.

Hình. Giá cho thuê KCN Châu Đức thấp hơn khoảng 50% so với mặt bằng chung các KCN tại BR-VT



Hình. KCN Châu Đức được hưởng lợi nhờ vị trí cách cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu chỉ 15km.



Nguồn: SZC, BSC Research tổng hợp

3. BĐS thương mại với giá vốn thấp sẽ đẩy mức nền lợi nhuận lên một tầm cao mới.

Năm 2022 là năm đầu tiên SZC ghi nhận doanh thu từ BĐS thương mại. Cụ thể, doanh thu của mảng này trong năm 2022 đạt 67 tỷ VNĐ, đến từ bàn giao 75 căn shophouse thuộc giai đoạn 1 dự án KDC Hữu Phước, chiếm 7.8% doanh thu của SZC. Với việc SZC vẫn đang chú trọng đầu tư phát triển các giai đoạn tiếp theo của KDC Hữu Phước, BSC kỳ vọng tỷ trọng mảng BĐS thương mại trong cơ cấu doanh thu sẽ tăng lên mức trung bình khoảng 25% trong các năm tới.

Qua đó, lợi nhuận gộp của SZC sẽ tăng lên một mức nền mới, với tốc độ tăng trưởng dự phóng đạt 25% mỗi năm nhờ (1) Đóng góp nhiều hơn từ BĐS thương mại và (2) Chi phí đền bù thấp (ước tính 0.5 triệu VNĐ/m2), giúp cho biên lợi nhuận gộp mảng này duy trì ở mức cao, đạt >70% theo dự phóng của chúng tôi.

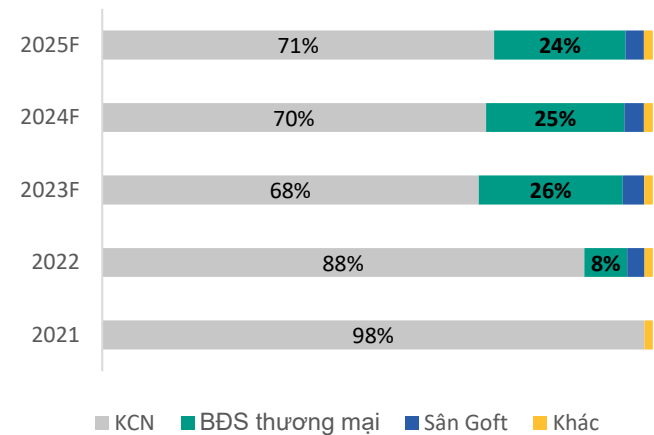
BSC dự báo KDC Hữu Phước sẽ mang về doanh thu năm 2023,2024,2025 lần lượt là 294 tỷ VNĐ (+338% yoy), 340 tỷ VNĐ (+16% yoy), và 382 tỷ VNĐ (+12% yoy); CAGR tốc độ tăng giá bán là 5%/năm.

Hình. Sản phẩm BĐS dân cư tại KDC Hữu Phước

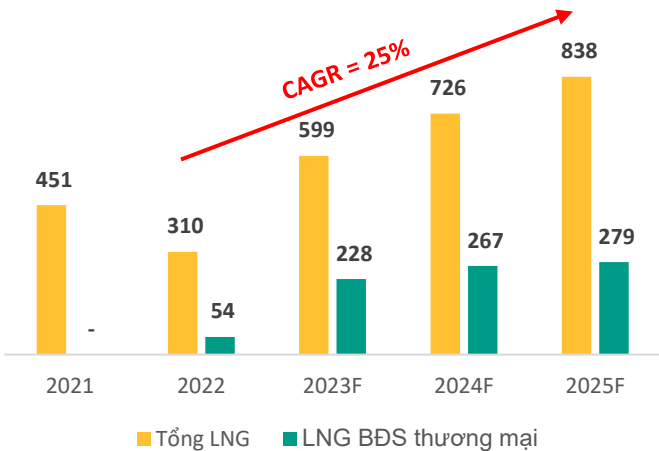
TT	Sản phẩm	Diện tích (m2)	Số lượng căn	Giá bán (Triệu VNĐ/m2)	Tình trạng
1	Shophouse	224	- GĐ1: 94 - GĐ2: 70	25-28	- Đã cấp giấy chứng nhận quyền sở hữu đất cho 75 căn thuộc GĐ1. - Đang triển khai xây dựng các căn còn lại thuộc GĐ1 và GĐ2. Dự kiến bàn giao trong năm 2024.
2	Nhà liền kề (7x25m)	175	384	14-16	- Đã tìm được đối tác xây dựng cho 239/510 căn. Dự kiến bàn giao từ năm 2025.
3	Nhà liền kề (7x28m)	196	126	14-16	
4	Nhà ở xã hội	N/A	1,213	N/A	- Chưa triển khai

Nguồn: SZC, BSC Research tổng hợp

Hình. Cơ cấu doanh thu mảng BĐS thương mại sẽ tăng lên khoảng 25% trong giai đoạn 2023-2025



Hình. Qua đó, lợi nhuận gộp của SZC sẽ đạt mức nền mới với tốc độ tăng trưởng dự phóng đạt 25%/năm.



Nguồn: SZC, BSC Research dự phóng

KĐT Châu Đức, với quy mô lớn, lên tới 498 ha, dự kiến sẽ đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận cho SZC từ 2025. Dự án có tổng vốn đầu tư là 8,117 tỷ VNĐ, hiện đã GPMB được 331 ha, được quy hoạch để cung cấp nhà ở cho cán bộ nhân viên làm việc trong KCN. Theo ban lãnh đạo SZC, công ty đang hoàn thiện lại hồ sơ xin điều chỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư dự án gửi Bộ Kế hoạch & Đầu tư và hoàn tất lập lại ĐTM theo quy hoạch 1/500 trình Bộ Tài nguyên và Môi trường.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,124 tỷ VNĐ (+31% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 375 tỷ VNĐ (+89% yoy), tương đương EPS fwd 2023 = 3,121 VNĐ/CP, P/E fwd = 12.3x, P/B fwd = 2.4x dựa trên các giả định sau:

1. Mảng cho thuê đất KCN:

- Doanh thu đạt 768 tỷ VNĐ (+2% yoy), nhờ ghi nhận 35 ha cho thuê KCN Châu Đức, trong đó bao gồm 21 ha kí MOU với Tổng công ty Sonadezi trong năm 2022. Giá cho thuê trung bình năm 2023 đạt 91 USD/m2/chu kỳ thuê.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 51.8%, tăng 11.7 điểm % so với cùng kỳ nhờ (1) Giá cho thuê tăng 8% và (2) Chi phí giá vốn giảm do cùng kỳ điều chỉnh chi phí trích trước giải phóng mặt bằng cho KCN Châu Đức.

2. Mảng bất động sản dân cư :

- Doanh thu đạt 294 tỷ VNĐ (+338% yoy), nhờ tiếp tục ghi nhận 50 căn shophouse thuộc giai đoạn 1. Giá bán shophouse ước tính là 26 triệu VNĐ/m2 (tương đương 5.9 tỷ VNĐ/căn).
- Biên lợi nhuận gộp đạt 77.5%, giảm 2.4 điểm % so với cùng kỳ.

Trong năm 2024, BSC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,351 tỷ VNĐ (+20% yoy), LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 459 tỷ VNĐ (+22% yoy), tương đương EPS fwd 2024 = 3,825 VNĐ/CP, P/E fwd = 10.1x, P/B fwd = 2.0x. Trong đó, Doanh thu cho thuê đất KCN đạt 942 tỷ VNĐ (+23% yoy) nhờ ghi nhận 40 ha cho thuê KCN Châu Đức, Doanh thu bất động sản dân cư đạt 340 tỷ VNĐ (+16% yoy) nhờ ghi nhận 55 căn shophouse thuộc giai đoạn 1&2, CAGR giá bán shophouse là 5%/năm.

Hình 9: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023-2024

KQKD (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	713	859	1,124	1,351
KCN	702	752	768	942
KDC Hữu Phước	-	67	294	340
Sân Golf	-	27	44	48
Lãi gộp	451	310	599	726
KCN	456	302	398	488
KDC Hữu Phước	-	54	228	267
Sân Golf	-	(38)	(20)	(22)
Thu nhập tài chính	13	15	11	16
Chi phí tài chính	(7)	(32)	(55)	(63)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(7)	(32)	(55)	(63)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Chi phí BH	(11)	(10)	(14)	(16)
Chi phí QLDN	(54)	(40)	(79)	(95)
Lãi từ HĐKD	392	243	463	568
Thu nhập khác, ròng	5	2	-	-
LNST	397	245	463	568
Thuế TNDN	(73)	(47)	(89)	(109)
LNST	324	198	375	459
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	324	198	375	459

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. RỦI RO

1. SZC có các hoạt động kinh doanh với các doanh nghiệp trong cùng tập đoàn Sodanezi khiến cho giá cho thuê KCN thường bị chiết khấu so với giá thị trường.

2. Tiến độ GPMB chậm khiến cho chi phí giá vốn KCN gia tăng.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

SZC đang được giao dịch ở mức **P/E fwd 2023 = 12.3x** và **P/B fwd 2023 = 2.4x** thấp hơn so với P/E và P/B trung bình 5 năm của SZC lần lượt = 17.1x và 2.6x. BSC cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng từ quỹ đất KCN lớn và đang tiếp tục phát triển các dự án BĐS dân cư dự kiến sẽ mang lại nguồn thu dồi dào trong tương lai.

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SZC** với giá trị hợp lý năm 2023 là **48,300 VNĐ/CP** (**Upside 25% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2023**), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP. Chúng tôi sử dụng phương pháp:

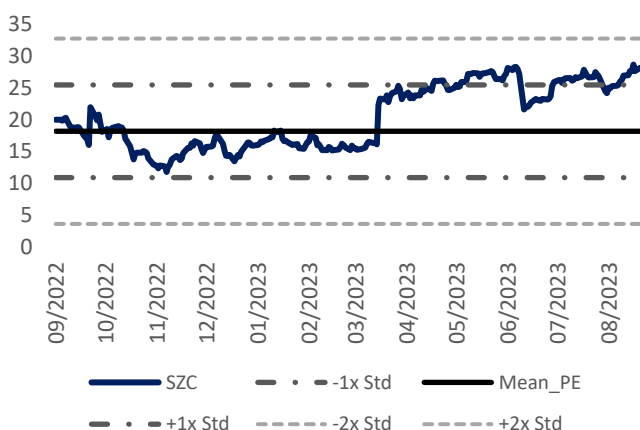
- RNAV cho KCN Châu Đức và KDC Hữu Phước với tỷ lệ chiết khấu WACC = 10%. Giá cho thuê trong năm 2023 giả định đạt 85 USD/m2/chu kỳ thuê, tốc độ tăng giá thuê giai đoạn 2023-2025 đạt 8%/năm, sau đó giảm về mức 5%/năm;
- P/B mục tiêu = 1.8x cho phần diện tích đã giải phóng mặt bằng ở KĐT Châu Đức để phản ánh triển vọng tươi sáng hơn của thị trường bất động sản sau hàng loạt chính sách hỗ trợ của chính phủ;
- BV cho Sân Golf Châu Đức do chưa có thông tin chi tiết về dự án này;
- BV cho BOT 768 do chưa xác định ngày hoạt động trở lại vì vấn đề pháp lý.

Hình 11: Định giá cổ phiếu

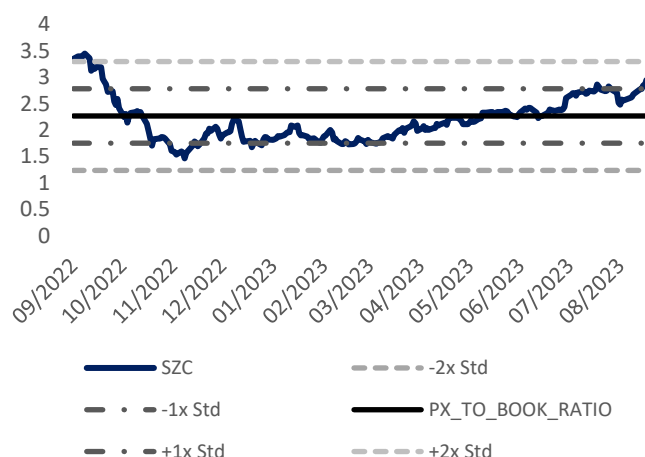
Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị hợp lý
KCN Châu Đức	RNAV	3,989
KDC Hữu Phước	DCF	784
KĐT Châu Đức	P/B	2,145
Sân Golf	BV	763
BOT 768	BV	47
(+) Tiền và tương đương tiền		1,091
(-) Nợ vay		(3,023)
Giá trị doanh nghiệp		5,776
SLCP đang lưu hành (triệu CP)		120
Giá mục tiêu		48,300
Tiềm năng tăng giá		25%

Nguồn: BSC Research dự báo

STOCK PE



STOCK PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	713	859	1,124	1,351
Giá vốn hàng bán	(262)	(549)	(525)	(625)
Lợi nhuận gộp	451	310	599	726
Chi phí bán hàng	(11)	(10)	(14)	(16)
Chi phí QLDN	(54)	(40)	(79)	(95)
Lãi/Lỗ HĐKD	386	260	507	615
Doanh thu tài chính	13	15	11	16
Chi phí tài chính	(7)	(32)	(55)	(63)
Chi phí lãi vay	(7)	(32)	(55)	(63)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	5	2	-	-
Lợi nhuận trước thuế	397	245	463	568
Thuế thu nhập DN	(73)	(47)	(89)	(109)
LN sau thuế	324	198	375	459
CĐTS	-	-	-	-
LNST-CĐTS	324	198	375	459
EPS	3,240	1,980	3,121	3,825
CĐKT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và TĐ tiền	199	266	973	1,905
Đầu tư ngắn hạn	60	40	118	142
Phải thu ngắn hạn	52	39	130	159
Tồn kho	7	1,343	1,387	1,523
TS ngắn hạn khác	34	47	66	73
TS ngắn hạn	352	1,735	2,675	3,802
TS cố định	308	669	624	578
TS dở dang dài hạn	4,856	2,699	2,896	3,092
ĐT dài hạn	53	53	53	53
TS dài hạn khác	6	56	126	196
TS dài hạn	5,264	4,600	4,591	4,583
Tổng TS	5,616	6,335	7,267	8,385
Phải trả người bán	217	248	327	153
Vay ngắn hạn	386	491	504	527
Nợ ngắn hạn khác	656	801	855	1,070
Tổng Nợ ngắn hạn	1,259	1,540	1,685	1,749
Vay dài hạn	1,813	2,144	2,519	2,961
Nợ dài hạn khác	1,079	1,117	1,154	1,307
Tổng Nợ dài hạn	2,892	3,261	3,673	4,268
Tổng Nợ	4,151	4,801	5,358	6,017
Vốn góp	1,000	1,000	1,200	1,200
Thặng dư vốn CP	5	5	5	5
LN để lại	408	441	579	993
Vốn chủ khác	52	88	124	170
CĐTS	-	-	-	-
Tổng Vốn CSH	1,465	1,534	1,909	2,368
Tổng nguồn vốn	5,616	6,335	7,267	8,385
Số lượng CP lưu hành (tr)	100	100	120	120

LCTT (tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Lỗ/LNTT	397	245	463	568
Khấu hao và phân bổ	231	454	275	275
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu động	622	716	650	734
LCTT từ HĐKD	704	638	594	687
Tiền chi mua TSCĐ	(1,099)	(907)	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(1,068)	(871)	(275)	(220)
Tiền chi trả cổ tức	(72)	(136)	-	-
Tiền từ vay ròng	546	435	388	465
LCTT từ HĐTC	474	299	388	465
Dòng tiền đầu kỳ	89	199	266	973
Tiền trong kỳ	110	66	707	932
Dòng tiền cuối kỳ	199	266	973	1,905
Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	0.3	1.1	1.6	2.2
Hệ số TT nhanh	0.3	0.3	0.8	1.3
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.7	0.8	0.7	0.7
Hệ số Nợ/VCSH	2.8	3.1	2.8	2.5
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	7	449	950	850
Số ngày phải thu	4	8	15	20
Số ngày phải trả	295	155	200	140
CCC	-284	302	765	730
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	63.3%	36.1%	53.3%	53.7%
LNST	45.4%	23.1%	33.3%	34.0%
ROE	22.1%	12.9%	19.6%	19.4%
ROA	5.8%	3.1%	5.2%	5.5%
Định giá				
P/E	19.4	13.9	12.3	10.1
P/B	3.4	1.8	2.4	2.0
P/S	9.5	3.1	4.1	3.4
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	65%	20%	31%	20%
Tăng trưởng LNTT	80%	-38%	89%	23%
Tăng trưởng EPS	74%	-39%	58%	23%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

