

Ngành : Bất động sản Khu công nghiệp | RETAIL RESEARCH

Khuyến nghị

MUA

Công ty cổ phần Sonadezi Châu Đức - (HSX: SZC)

Tiềm năng đột phá

Giá hiện tại:	49,950
Giá mục tiêu trước đây	51,000
Giá mục tiêu mới:	62,700
Tỷ suất cổ tức	3%
Tiềm năng tăng giá	26%

Ngày viết báo cáo:	23/11/2021
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	100
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,995
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	1,039,030
Sở hữu nước ngoài	45.4%

CƠ CẤU CỔ ĐỒNG	
Tổng công ty Sonadezi	46.84%
SZL	10.8%

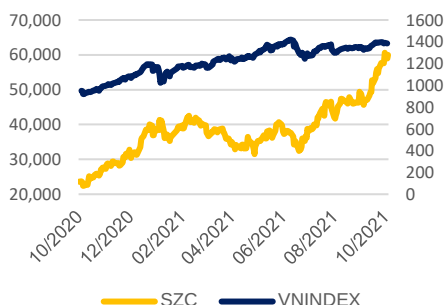
Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn
(Tiêu dùng-bán lẻ, BĐS KCN)

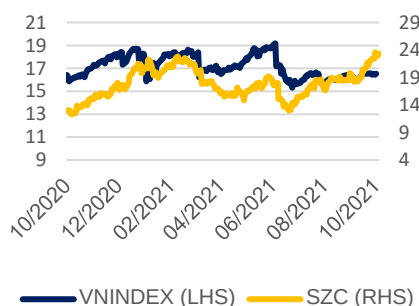
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Lê Quốc Trung
Trungql@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu **SZC** cho năm 2022 với giá **62,700 VND/CP**, upside 26% so với giá ngày 22/11/2021 với phương pháp SOTP với WACC =9%.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo DTT và LNST 2022 lần lượt đạt 1,123 tỷ đồng (+63%YoY) và 480 tỷ đồng (+53%YoY), Tương đương EPS FW=4,563 đồng, P/E FW=11x

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Sở hữu quy mô đất KCN lớn hơn 1,500ha (so với trung bình khu vực là 319ha) và vị trí thuận lợi gần cảng và đường quốc lộ**, được kì vọng hưởng lợi từ (1) nhu cầu tiếp tục được cải thiện nhờ dòng vốn FDI trở lại sau dịch Covid-19 (2) Tỷ lệ lấp đầy* dưới 50% - Thấp hơn so với khu vực (71%) và cả nước (71%) ;
- **Biên lợi nhuận kỳ vọng tiếp tục cải thiện** nhờ dư địa tăng giá lớn và giá vốn duy trì ở mức thấp do đã hoàn thành đền bù 1,783/2,287ha, với giá 147,400 đồng/m2.
- **Mảng KĐT Hữu Phước (25ha) dự kiến sẽ đóng góp tích cực lợi nhuận ~120 tỷ đồng trong 2022**, với CAGR lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2026 là 20% .

RỦI RO

- KĐT Hữu Phước chậm được mở bán chậm hơn kì vọng;
- Tiến độ GPMB và bán hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh
- Chi phí xây dựng và GPMB tăng cao hơn kì vọng

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- DTT và LNST 9T/2021 lần lượt đạt 566 tỷ đồng (+43%YoY) và 256 tỷ đồng (+57%YoY). Doanh thu chủ yếu đến từ DT mảng kinh doanh KCN (+80%YoY) nhờ ghi nhận doanh thu cung cấp dịch vụ và bán đất KCN Châu Đức. Tuy nhiên, mảng kinh doanh BOT đã tạm dừng khai thác (-100%YoY) để lắp đặt hệ thống thu phí tự động không dừng (ETC) từ đầu năm 2021.

	2020	2021E	2022F	Peer
PE (x)	28.3	16.7	10.9	17.9
PB (x)	4.0	3.3	2.5	3.2
PS (x)	172	152	115	4
ROE (%)	15%	21%	24%	21%
ROA (%)	4%	6%	7%	6%

	2019	2020	2021	2022
Doanh thu	329	433	706	1,123
Lợi nhuận gộp	177	234	440	658
Lợi nhuận sau thuế	134	186	315	480
EPS	1,341	1,860	3,146	4,803
Tăng trưởng EPS	38%	39%	69%	53%

*Diện tích đất KCN còn lại sẵn sàng cho thuê/ Tổng diện tích đất KCN

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP 9T/2021.

Hoạt động kinh doanh:

DTT và LNST 9T/2021 lần lượt đạt 566 tỷ đồng (+56%YoY) và 256 tỷ đồng (+57%YoY). Doanh thu chủ yếu đến từ DT mảng kinh doanh KCN (+80%YoY) nhờ ghi nhận doanh thu từ cung cấp dịch vụ và bán đất KCN Châu Đức ước tính hơn 47ha, chủ yếu đến từ khoản cho D2D thuê 18.8ha với giá cho thuê sỉ ước tính trung bình 55 USD/M2, được chiết khấu hơn 17% so với giá cho thuê công bố tại thời điểm tháng 2/2021.

Ngoài ra, mảng kinh doanh BOT đã tạm dừng khai thác (-100%YoY) để lắp đặt hệ thống thu phí tự động không dừng (ETC) từ đầu năm 2021.

Biên lợi nhuận gộp 9T/2021 ghi nhận mức tăng tích cực 600 điểm phần trăm so với cùng kì. Chúng tôi cho rằng mức tăng này chủ yếu đến từ chênh lệch giữa giá bán đất KCN và dịch vụ tăng (+59% so với giá trung bình 2020) với quỹ đất có suất đầu tư ở mức thấp (chi phí đền bù ~147 nghìn đồng/m2).

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp 9T tăng từ 6.4% lên 8.7% do các khoản chi phí lương theo KQKD và các chi phí phát sinh do dịch bệnh Covid-19.

Cơ cấu Doanh Thu	Q3/2021	Q3/2020	%	9T/2021	9T/2020	%
Kinh doanh KCN	159	69	130%	562	312	80%
GPM	63.8%	64%		63.9%	57.9%	6%
Kinh doanh BOT	-	17	-100%	-	48	-100%
GPM		50%			54%	
	Q3/2021	Q3/2020	%	9T/2021	9T/2020	%
Doanh thu thuần	163	89	84%	566	362	56%
Lãi gộp	99	51	94%	356	205	74%
GPM	61%	58%		63.0%	57%	6%
Chi phí bán hàng	(6)	(0)	6493%	(10)	(5)	122%
Chi phí QLDN	(13)	(8)	48%	(39)	(21)	89%
SG&A/Rev	11.6%	9.7%		8.7%	6.9%	
EBIT	80	43	88%	307	180	71%
Biên EBIT	49%	48%		54%	50%	
Thu nhập tài chính	5	4	16%	9	16	-47%
Chi phí tài chính	(2)	(2)		(5)	(6)	-18%
Thu nhập khác, ròng	0	-	0%	4	2	176%
LNTT	84	45	86%	315	192	64%
LNST	67	37	79%	256	162	57%
Biên EBIT	41%	42%		45%	45%	
EPS	665	371		2,555	1,622	

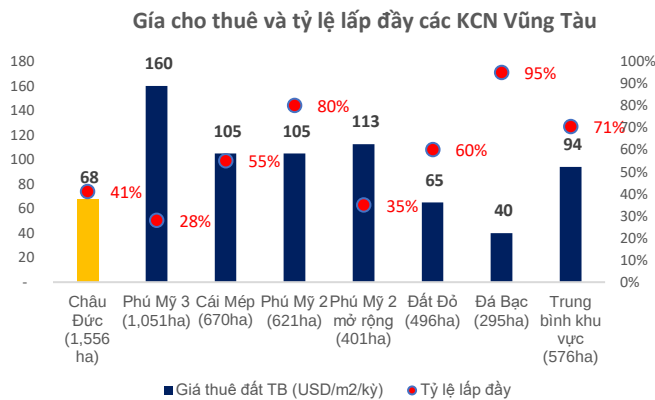
Nguồn: BSC Research

Hoạt động đầu tư:

Dòng tiền đầu tư trong 9T/2021 (Chủ yếu là chi phí đền bù và GPMB của KCN và KDT Châu Đức) đạt 891 tỷ đồng (+58%YoY) nhưng chỉ đạt 21.7% kế hoạch tổng chi phí bồi thường GPMB và đầu tư cơ bản trong năm 2021, do diễn biến phức tạp của dịch bệnh khiến tiến độ giải ngân thấp trong quý 3 (-18%YoY). Chúng tôi lưu ý việc tiến độ bồi thường chậm trong năm 2021 có thể tiềm ẩn rủi ro là chi phí bồi thường GPMB cao hơn làm tăng suất đầu tư của dự án.

Hình ảnh khu đô thị Châu Đức





Dự án của SZC	Diện tích đất (ha)
KCN Châu Đức	1556.1
Diện tích đất KCN cho thuê	1108.9
Diện tích đất kho bãi và cảng cạn	36.3
Cơ sở hạ tầng và các hạng mục khác	411
KĐT Châu Đức	579
Sonadezi Hữu Phước	40.5
Diện tích đất KĐT còn lại	538.5
Sân Golf	152
Sân gôn Tournament	74.4
Sân gôn Resort	77.6
Tổng	2287.1

Nguồn: Ban quản lý KCN tỉnh BR-VT, SZC

Dự báo KQKD Q4/2021:

Chúng tôi kì vọng DTT và LNST Q4 lần lượt đạt 140 tỷ đồng (+98%YoY) và 59 tỷ đồng(+149%YoY). Lợi nhuận khả quan chủ yếu đến từ kỳ vọng ghi nhận 9ha hoạt động bán đất và cung cấp DV tại KCN Châu Đức, dựa trên khoản người mua trả tiền trước hơn 113 tỷ đồng của D2D phát sinh trong Q3/2021 và tiềm năng ghi nhận doanh thu các bên khác hơn 321.9 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, chúng tôi dự kiến KĐT Hữu Phước sẽ chưa được ghi nhận doanh thu trong năm 2021 do tiến độ phê duyệt của UBND tỉnh BR-VT, chấp thuận chủ trương chuyển nhượng quyền sử dụng đất kèm theo hạ tầng hoàn chỉnh chậm hơn kì vọng tại ĐHCĐ 2021.

Triển vọng 2021-2022: Tiếp tục tăng trưởng trên mức nền cao

Đơn vị: Tỷ đồng	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu KCN và các DV liên quan	329	433	706	933	1,316
%YoY		31%	63%	32%	41%
Doanh thu BOT	66.4	66.4	-	67	68
%YoY		0%	-100%		1%
Doanh thu BĐS Hữu Phước	-	-	-	124	309
%YoY					150%
Doanh thu thuần	329	433	706	1,123	1,693
% YoY	14%	31%	63%	59%	51%
Giá vốn hàng bán	152	199	266	466	704
Lợi nhuận gộp	177	234	440	658	989
Chi phí bán hàng	7	4	16	25	37
Chi phí QLDN	31	31	50	77	116
EBIT	139	199	374	556	836
Doanh thu tài chính	27	22	14	24	31
Chi phí tài chính	10	8	8	7	7
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
LN trước thuế	156	220	387	580	867
Thuế TNDN	22	34	73	99	156
Lợi nhuận sau thuế	134	186	315	480	710
% YoY	38%	39%	69%	53%	48%
EPS cơ bản (đồng)	1,274	1,767	2,989	4,563	6,748
Biên LNG	53.88%	53.98%	62.30%	58.55%	58.44%
Biên LN ròng	40.72%	42.96%	44.59%	42.75%	41.96%
ROE	11.22%	14.71%	21.10%	24.36%	26.49%

Nguồn: BSC Research

BSC kỳ vọng DTT và LNST 2021 lần lượt đạt 706 tỷ đồng (+63%YoY) và 315 tỷ đồng (+69%YoY) tương đương EPS FW= 2,989 Đồng, P/E FW= 16.7x. Dựa trên những giả định tiếp tục ghi nhận (1) biên lợi nhuận được cải thiện 8.3 ppt YoY nhờ mức tăng giá bán đất và cung cấp dịch vụ tại KCN Châu Đức tăng 8%-10%YoY (2) KĐT Hữu Phước chưa đóng góp lợi nhuận trong năm 2021 (3) Mảng BOT tạm thời không đóng góp doanh thu trong 2021 do lắp đặt hệ thống ETC. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá dịch bệnh vẫn là rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến kì vọng của chúng tôi.

Chúng tôi tiến hành điều chỉnh KQKD Q3/2021 thực tế và triển vọng phục hồi của mảng cho thuê KCN trong Q4/2021, khiến doanh thu mảng KCN điều chỉnh tăng 20% so với dự báo thận trọng của chúng tôi trước diễn biến của dịch bệnh và (2) KĐT Hữu Phước chưa đóng góp doanh thu so với kì vọng trước đó là 70 tỷ đồng (3) biên lợi nhuận gộp điều chỉnh tăng 3% so với dự báo trước đó nhờ điều chỉnh dựa theo KQKD 9T/2021.

Kỳ vọng năm 2022: DTT và LNST 2022 lần lượt đạt 1,123 tỷ đồng (+63%YoY) và 480 tỷ đồng (+53%YoY), Tương đương EPS FW=4,563 đồng, P/E FW=10.9x, dựa trên những giả định

(1) Doanh thu giá bán đất và cung cấp dịch vụ tại KCN tăng +10% YoY, nhờ tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp sẵn sàng khai thác tiếp tục duy trì ở mức cao ~71%; nhu cầu chuyển dịch đến các thành phố vệ tinh TP.HCM và nguồn vốn FDI dự kiến tiếp tục được triển khai mạnh mẽ sau dịch

(2) Mảng BOT tái khởi động sau khi hoàn thành hệ thống thu phí không dừng ETC

(3) Kỳ vọng dự án KDC Hữu Phước sẽ được UBND cấp phép kinh doanh sau khi tiến độ bị chậm trễ do dịch bệnh. Chúng tôi kì vọng KDC Hữu Phước sẽ đóng góp doanh thu hơn 120 tỷ đồng dựa trên cơ sở hợp đồng hợp tác với người nội bộ và người liên quan trong tháng 10/2021.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu **SZC** cho năm 2022 với giá **62,700 VND/CP**, upside 26% so với giá ngày 22/11/2021 với phương pháp SOTP với WACC =9%.

Chúng tôi có điều chỉnh tăng 23% với giá mục tiêu 51,000 đồng vào Q2/2021, nhờ vào

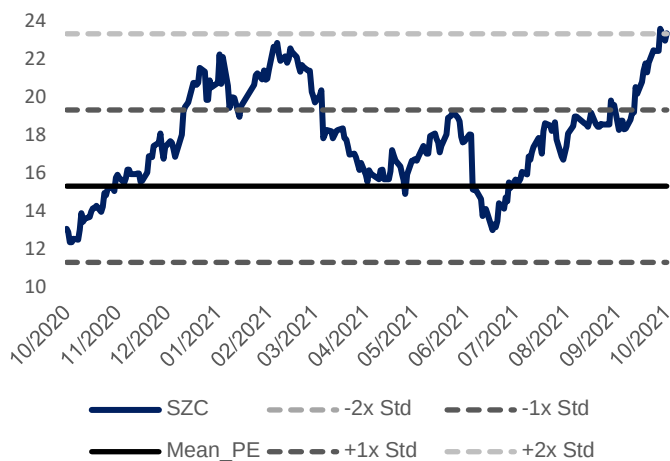
(1) Dòng tiền KCN Châu Đức được cải thiện do điều chỉnh tốc độ tăng giá bán đất KCN trung bình dài hạn từ 3% lên 5% dựa vào (1.1) Tái khởi động nền kinh tế sớm hơn kì vọng và (1.2) dự kiến tỷ lệ lấp đầy trong khu vực và cả nước duy trì ở mức cao trên 71% trong ngắn và trung hạn, do việc triển khai đầu tư các dự án mới bị chậm hơn do dịch bệnh.

(2) Dưa thêm mảng dịch vụ sân golf vào định giá và điều chỉnh 8% giá quỹ đất khu đô thị còn lại hơn 500ha dựa trên những kì vọng điều chỉnh tăng giá đất tại tỉnh Bà Rịa- Vũng Tàu từ 2022.

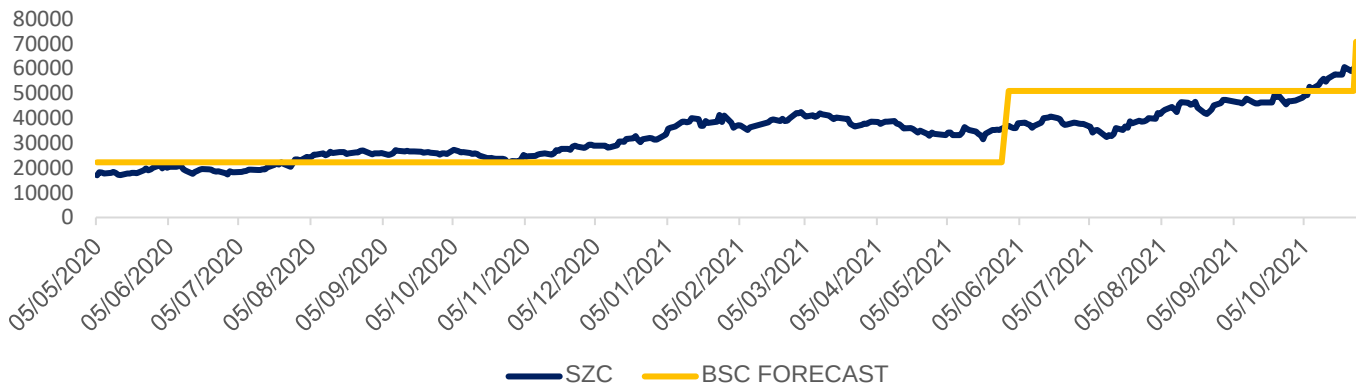
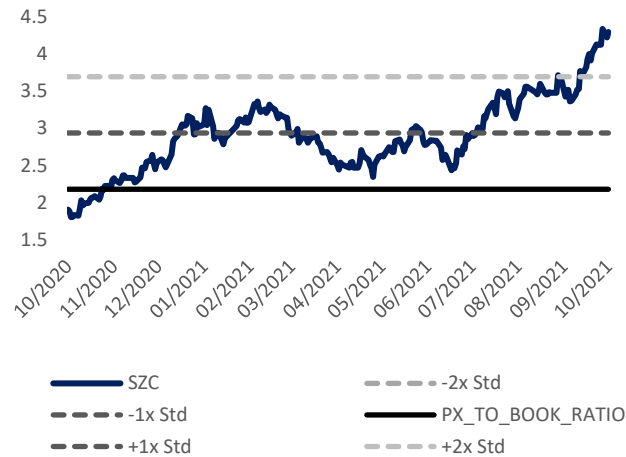
Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>SZC
KCN Châu Đức	DCF	5,650	100%	5,650
Khu dân cư Hữu Phước	DCF	579	100%	579
Dịch vụ Sân Golf	DCF	395	100%	395
BOT	DCF	291	100%	291
Quỹ đất đầu tư còn lại	BV	1,902	100%	1,902
(+) Tiền mặt		169		169
(-) Nợ		2,397		2,397
Tổng giá trị NAV				6,590
Chiết khấu hợp lý				5%
Số lượng cp lưu hành				100,000,000
Giá trị hợp lý				62,700
Giá cổ phiếu	22/11/2021			49,950
Upside				26%

Nguồn: BSC Research

STOCK PE



STOCK PB



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	329	433	706	1,123
Giá vốn hàng bán	152	199	266	466
Lợi nhuận gộp	177	234	440	658
Chi phí bán hàng	(7)	(4)	(16)	(25)
Chi phí QLDN	(31)	(31)	(50)	(77)
Lãi/lỗ HĐKD	139	199	374	556
Doanh thu tài chính	27	22	14	24
Chi phí tài chính	(10)	(8)	(8)	(7)
Chi phí lãi vay	(10)	(8)	(8)	(7)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	0	7	7	7
Lợi nhuận trước thuế	156	220	387	580
Thuế thu nhập DN	(22)	(34)	(73)	(99)
LN sau thuế	134	186	315	480
CĐTS	-	-	-	-
LNST - CĐTS	134	186	315	480
EBITDA	249	348	531	734
EPS Pha Loãng	1,341	1,860	3,146	4,803

CDKT (Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	292	89	192	341
Đầu tư ngắn hạn	80	130	130	130
Phải thu ngắn hạn	144	46	77	123
Tồn kho	1	3	2	2
TS ngắn hạn khác	3	18	30	48
TS ngắn hạn	560	237	432	644
TS hữu hình	316	308	308	1,029
Khấu hao	110	149	156	178
TS dở dang dài hạn	2,106	3,768	4,720	4,720
ĐT dài hạn	45	43	43	43
TS dài hạn khác	14	9	15	24
TS dài hạn	2,530	4,181	5,140	5,869
Tổng TS	3,090	4,418	5,571	6,514
Nợ phải trả	-	-	-	-
Vay ngắn hạn	111	187	309	202
Nợ ngắn hạn khác	276	650	665	1,164
Tổng Nợ ngắn hạn	446	1,043	1,193	1,700
Vay dài hạn	854	1,468	2,088	2,043
Nợ dài hạn khác	594	643	643	643
Tổng Nợ dài hạn	1,448	2,110	2,731	2,686
Tổng Nợ	1,894	3,154	3,924	4,386
Vốn góp	1,000	1,000	1,000	1,000
Thặng dư vốn cổ phần	5	5	5	5
LN chưa phân phối	150	214	441	914
Vốn chủ khác	40	44	44	52
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	1,196	1,264	1,491	1,971
Tổng nguồn vốn	2,581	3,090	4,418	5,415
Số lượng cổ phiếu lưu hành	100	100	100	100

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
(LỖ)/LNST	134	186	315	480
Khấu hao và phân bổ	110	149	156	178
Thay đổi vốn lưu động	-	-	(20)	541
Điều chỉnh khác	(329)	299	-	-
LCTT từ HĐ KD	572	611	451	1,200
Tiền chi mua TSCĐ	(468)	(1,477)	(953)	(899)
Đầu tư khác	64	61	(50)	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(474)	(1,416)	(1,003)	(899)
Tiền chi trả cổ tức	(84)	(88)	(88)	-
Tiền từ vay ròng	42	690	742	(152)
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(42)	602	654	(152)
Dòng tiền đầu kỳ	236	292	89	192
Tiền trong kì	56	(203)	103	149
Dòng tiền cuối kỳ	292	89	192	341

Chỉ số(%)	2019	2020F	2021F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.3	0.2	0.4	0.4
Hsố TT nhanh	0.7	0.1	0.2	0.2

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTTS	31%	37%	43%	34%
Hsố Nợ/VCSH	81%	131%	161%	114%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	118	80	32	33
Số ngày phải thu	3	4	3	2
Số ngày phải trả	140	374	293	217
CCC	-19	-290	-257	-183

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	53.9%	54.0%	62.3%	58.5%
Lợi nhuận LNST	40.7%	43.0%	44.6%	42.8%
ROE	11.2%	14.7%	21.1%	24.4%
ROA	4.3%	4.2%	5.6%	7.4%

Định Giá				
PE	39.2	28.3	16.7	10.9
PB	4.2	4.0	3.3	2.5

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	13.5%	31.4%	63.0%	59.2%
Tăng trưởng EBIT	25.5%	43.4%	87.7%	48.5%
Tăng trưởng LNNT	38.9%	40.6%	76.1%	49.8%
Tăng trưởng EPS	37.8%	38.7%	69.1%	52.7%

Nguồn: BSC Research

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Giá mục tiêu 60.0

Giá cắt lỗ 48.8

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Hồi phục.
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD và đường tín hiệu duy trì khoảng cách theo chiều giảm.
- Chỉ báo RSI: trung lập, hồi phục.

Nhận định: SZC đang nằm trong nhịp tích sau khi điều chỉnh mạnh từ ngưỡng 60.0. Thanh khoản cổ phiếu vẫn đang nằm tại ngưỡng giao dịch trung bình 20 phiên, cho thấy cổ phiếu vẫn đang hấp dẫn dòng tiền đầu tư. Chỉ báo RSI đang báo hiệu xu hướng hồi phục trong khi chỉ báo MACD vẫn đang nằm trong nhịp điều chỉnh. Đường giá cổ phiếu đang hướng về ngưỡng MA50, SZC nhiều khả năng sẽ tích lũy trong 1,2 phiên tới trước khi tăng giá trở lại.

Khuyến nghị: BSC khuyến nghị các nhà đầu tư trung hạn mở vị thế với cổ phiếu tại ngưỡng 53.4, chốt lãi tại ngưỡng 60.0 và cắt lỗ nếu mất ngưỡng hỗ trợ 48.8.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

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 đồng 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 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, 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>

