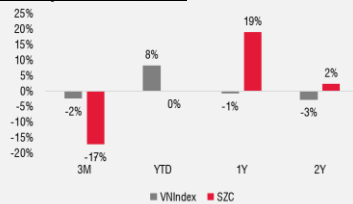


CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC: HOSE)

Ngày báo cáo: 12/08/2024
NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN
CVPT cao cấp: Ngô Thị Kim Thanh
Email: thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3053

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **43.200 Đồng**
Giá CP ngày 09/08/2024: 35.650 Đồng
% Tăng giá: **+21,2%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 255
Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 6.416
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 180
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 1.606.389
Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 54,4/25,5
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 66,4
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 3,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 46,8

Biên động giá cổ phiếu

Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức (SZC), tiền thân là Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Sonadezi, được thành lập năm 2007. Công ty hoạt động trong lĩnh vực (i) Đầu tư phát triển khu đô thị, khu công nghiệp, khu dân cư và sân golf; (ii) Kinh doanh kết cấu hạ tầng; (ii) Kinh doanh bất động sản bao gồm: mua bán, chuyển nhượng, định giá, quản lý ... bất động sản. Một số dự án tiêu biểu của công ty như: dự án KCN đô thị Châu Đức, đường BOT 768, dự án khu dịch vụ thể thao Sonadezi. SZC đã được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) lần lượt từ cuối năm 2018 và đầu năm 2019.

Diện tích MOUs tăng cao trong nửa đầu năm 2024

Trong Q2/2024, SZC ghi nhận LNST đạt mức cao nhất kể từ Q3/2021, trong đó, doanh thu đạt 262 tỷ đồng (-9% svck). Doanh thu chủ yếu đến từ việc cho thuê đất tại KCN Châu Đức, với doanh thu cho thuê KCN đạt 233 tỷ đồng (-11% svck), diện tích cho thuê đạt 7,2 ha (-18% svck) với giá 92 USD/m²/chu kỳ thuê (+7,8% svck). Biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể lên 61,8% (+7,8% svck) do giá cho thuê tăng. Theo đó, LNST đạt 102 tỷ đồng (+6% svck).

Trong 6 tháng đầu năm 2024, diện tích đã cho thuê và MOUs đạt 30 ha (+50% svck), nhờ 1 hợp đồng với khách hàng lớn là Electronic Tripod Vietnam (với tổng vốn đầu tư 250 triệu USD, tương đương 6,25 nghìn tỷ đồng) với diện tích cho thuê là 18 ha và giá cho thuê là 95 đô la Mỹ/m²/chu kỳ, cũng như hợp đồng thuê 6ha của Container Hòa Phát tại KCN Châu Đức.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng 12% svck, diện tích MOU dự kiến ký với Tripod và các nhà đầu tư nhỏ khác đạt tổng cộng 45 ha (+12% svck) - cao hơn tổng kế hoạch cho thuê hàng năm của công ty là 40 ha. Trong nửa cuối năm 2024, LNST của SZC dự kiến đạt 141 tỷ đồng (+14% svck). Theo đó, tổng doanh thu ước đạt 1,08 nghìn tỷ đồng (+32,8% svck), LNST đạt 308 tỷ đồng (+40,5% YoY) trong năm 2024, cao hơn kế hoạch doanh thu 881 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 228 tỷ đồng của công ty. EPS đạt 1.724 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng năm 2024 là 20,7x, cao hơn P/E trung bình ngành là 10,9x.

Luận điểm đầu tư: Chúng tôi dự báo EPS năm 2024 và 2025 lần lượt là 1.724 đồng/cổ phiếu (+37,6% svck) và 2.024 đồng/cổ phiếu (+18,9% svck). SZC có các lợi thế như: (1) Diện tích còn lại cho thuê hơn 400 ha. Trong đó, diện tích đất đã hoàn thành đền bù giải phóng mặt bằng là 250ha; (2) Triển vọng tăng giá thuê cao hơn so với các KCN khác ở Bà Rịa - Vũng Tàu - KCN Châu Đức hiện có giá thuê thấp hơn 13-20% so với các KCN khác và kết nối cơ sở hạ tầng được cải thiện đáng kể từ đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu. Chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu SZC, với giá mục tiêu 1 năm là **43.200 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 21,2%) theo phương pháp SOTP.

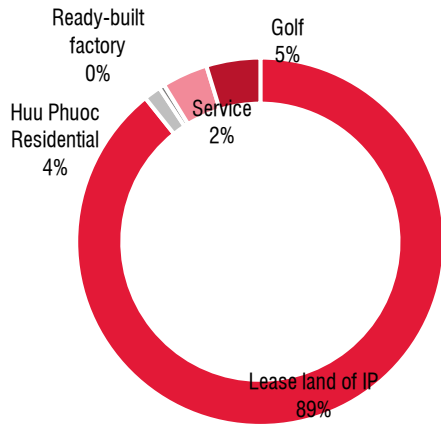
Trong Q2/2024, SZC ghi nhận LNST đạt mức cao nhất kể từ Q3/2021, trong đó, doanh thu đạt 262 tỷ đồng (-9% svck). Doanh thu chủ yếu đến từ việc cho thuê đất tại KCN Châu Đức, với doanh thu cho thuê đất đạt 233 tỷ đồng (-11% svck), diện tích cho thuê đạt 7,2 ha (-18% svck) với giá 92 USD/m²/chu kỳ thuê (+7,8% svck). Biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể lên 61,8% (+7,8% svck) do giá cho thuê tăng. Theo đó, lợi nhuận ròng đạt 102 tỷ đồng (+6% svck).

Lũy kế nửa đầu năm 2024, doanh thu và LNST của SZC lần lượt đạt 476 tỷ đồng (+35,6% svck) và 167 tỷ đồng (+56% svck) - hoàn thành 73% kế hoạch của công ty.

Tỷ đồng	6T24	6T23	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					6T24	6T23
Doanh thu thuần	476	351	35,6%	54%		
Lợi nhuận gộp	248	172	44,2%		52,1%	49,0%
Lợi nhuận hoạt động	209	133	57,1%		43,9%	37,9%
EBIT	227	157	44,6%		47,7%	44,7%
EBITDA	254	182	39,6%		53,4%	51,9%
LNTT	209	134	56,0%		43,9%	38,2%
LNST	167	107	56,1%	73%	35,1%	30,5%
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	167	107	56,1%		35,1%	30,5%

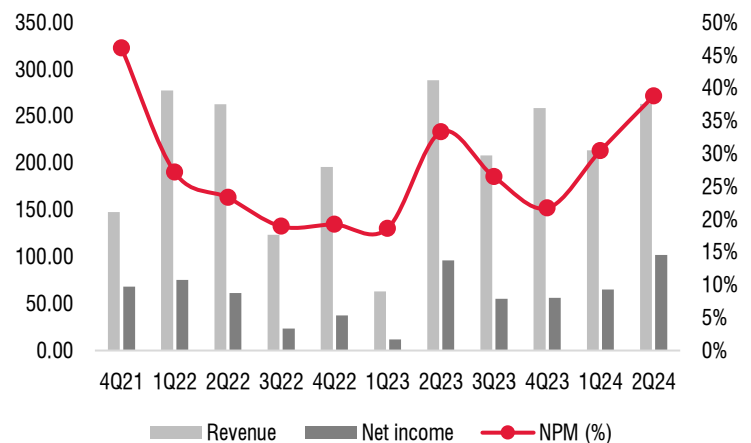
Nguồn: SZC, SSI Research

Cơ cấu doanh thu của SZC trong Q2/2024



Nguồn: SZC, SSI Research

Doanh thu và lợi nhuận gộp từ Q1/2022 đến Q2/2024 (tỷ đồng)



Chi phí đền bù và giải phóng mặt bằng lũy kế lên tới khoảng 3,05 nghìn tỷ đồng (+7% svck) trong Q2/2024 tại KCN và Khu đô thị Châu Đức, chiếm 36% tổng tài sản của công ty. Công ty sử dụng nợ ngắn hạn và dài hạn để tài trợ cho công tác đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng tại KCN và Khu đô thị Châu Đức là 2,55 nghìn tỷ đồng, do đó, tỷ lệ D/E là 0,85x vào Q2/2024.

Trong 6 tháng đầu năm 2024, diện tích MOU đạt 30 ha (+50% svck), nhờ có 1 hợp đồng thuê đáng kể là 18ha với Electronic Tripod Việt Nam với giá cho thuê là 95 USD/m²/chu kỳ thuê. Trong năm 2024, công ty dự kiến sẽ đạt tăng trưởng tích cực nhờ giá cho thuê và hợp đồng đều tăng, đặc biệt là Electronic Tripod Việt Nam

và hợp đồng thuê 6ha của Container Hòa Phát tại KCN Châu Đức. Chúng tôi dự kiến 26,23 ha (tương đương với 585 tỷ đồng giá trị) sẽ được ghi nhận trong năm 2024.

Đối với năm 2024, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng 12% svck, diện tích MOU dự kiến ký với Tripod và các nhà đầu tư nhỏ khác đạt tổng cộng 45 ha (+12% svck) - cao hơn tổng kế hoạch cho thuê hàng năm của công ty là 40 ha. Trong nửa cuối năm 2024, LNST của SZC dự kiến đạt 141 tỷ đồng (+14% svck). Theo đó, tổng doanh thu ước đạt 1,08 nghìn tỷ đồng (+32,8% svck), LNST đạt 308 tỷ đồng (+40,5% YoY) trong năm 2024, cao hơn kế hoạch doanh thu 881 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 228 tỷ đồng của công ty. EPS đạt 1.724 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E dự phóng năm 2024 là 20,7x cho năm 2024.

Tổng kế hoạch đầu tư năm 2024: Chi phí đền bù giải phóng mặt bằng năm 2024 dự kiến là 1,09 nghìn tỷ đồng (+175% svck), chủ yếu từ nguồn vốn chủ sở hữu sau khi công ty phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tổng giá trị là 1.199 tỷ đồng vào cuối năm 2023. Trong đó, diện tích đất tại KCN Châu Đức là 110 ha, tương đương 9,9 tỷ đồng/ha (+7% svck). Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của KCN sẽ đạt mức ấn tượng là 55% (+10,3% svck) trong năm 2024 nhờ giá cho thuê cao và nhu cầu tăng cao.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi dự báo EPS năm 2024 và 2025 lần lượt là 1.724 đồng/cổ phiếu (+37,6% svck) và 2.024 đồng/cổ phiếu (+18,9% svck). Với các giả định cho năm 2025 như sau: (1) Diện tích cho thuê dự kiến là 45 ha (đi ngang so với năm 2024), trong đó diện tích cho thuê đối với các công ty liên quan đến Tripod là 25 ha; (2) Giá cho thuê dự kiến tăng 8% svck.

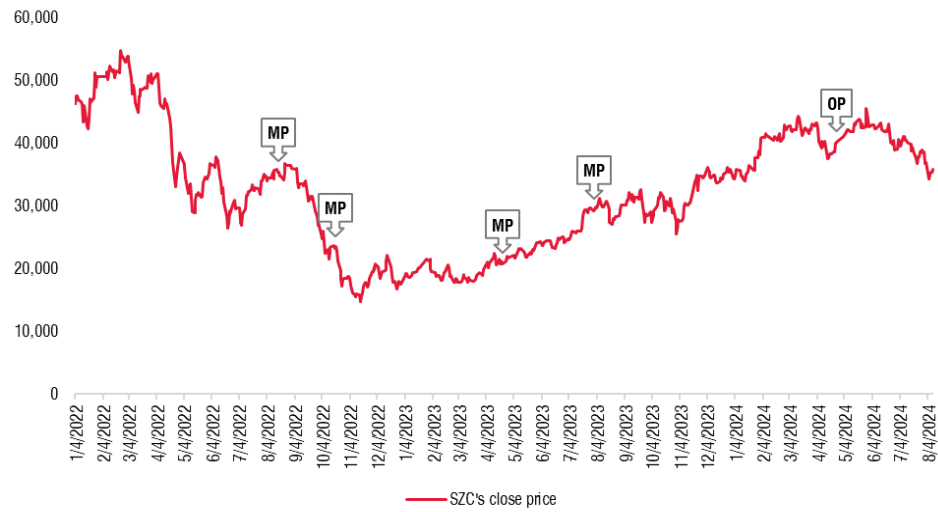
SZC có các lợi thế như: (1) Diện tích còn lại cho thuê hơn 400 ha. Trong đó, diện tích đất đã hoàn thành đền bù giải phóng mặt bằng là 250ha; (2) Triển vọng tăng giá thuê cao hơn so với các KCN khác ở Bà Rịa - Vũng Tàu –KCN Châu Đức hiện có giá thuê thấp hơn 13-20% so với các KCN khác và kết nối cơ sở hạ tầng được cải thiện đáng kể từ đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu. Chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu SZC, với giá mục tiêu 1 năm là **43.200 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 21,2%) theo phương pháp SOTP.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tiềm năng cho thuê đất tăng thêm 50 ha từ các nhà cung cấp của Tripod (khách hàng lớn nhất tại KCN của SZC kể từ khi KCN đi vào hoạt động vào tháng 6/2007) vào năm 2024-2026 với giá thuê 95 USD -100 USD/m²/chu kỳ thuê và dòng tiền tích cực từ khách hàng mới sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.

Về dài hạn, SZC hiện có hơn 100 ha đất liền thừa sẵn sàng cho thuê tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu và được hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng được cải thiện thông qua Đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu, Cảng Cái Mép và Cảng Gemalink.

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm: (i) Khó khăn trong việc đền bù, giải phóng mặt bằng; và (ii) Chi phí đền bù giải phóng mặt bằng có khả năng tăng mạnh sau năm 2024 khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực vào ngày 01/8/2024. SZC có 150 ha tại KCN Châu Đức và 70 ha tại Khu đô thị Châu Đức chưa thực hiện bồi thường giải phóng mặt bằng.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research.

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	199	266	222	1.568
+ Đầu tư ngắn hạn	60	40	30	50
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	52	40	67	52
+ Hàng tồn kho	7	1.343	1.621	1.653
+ Tài sản ngắn hạn khác	34	46	123	125
Tổng tài sản ngắn hạn	352	1.735	2.064	3.449
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	307	669	791	791
+ Bất động sản đầu tư	41	1.123	1.055	1.123
+ Tài sản dài hạn dở dang	4.855	2.699	2.943	3.002
+ Đầu tư dài hạn	53	53	53	53
+ Tài sản dài hạn khác	7	56	55	55
Tổng tài sản dài hạn	5.264	4.600	4.897	5.024
Tổng tài sản	5.616	6.335	6.961	8.473
+ Nợ ngắn hạn	1.258	1.540	1.789	1.825
Trong đó: vay ngắn hạn	386	491	601	607
+ Nợ dài hạn	2.891	3.261	3.434	3.434
Trong đó: vay dài hạn	1.813	2.144	2.066	2.211
Tổng nợ phải trả	4.149	4.801	5.223	5.259
+ Vốn góp	1.000	1.000	1.199	1.784
+ Thặng dư vốn cổ phần	5	5	5	589
+ Lợi nhuận chưa phân phối	408	441	405	713
+ Quỹ khác	52	88	129	129
Vốn chủ sở hữu	1.465	1.534	1.738	3.215
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.614	6.335	6.961	8.473
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	286	638	670	703
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.117	-871	-966	-966
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	30	299	30	30
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-801	66	-266	-233
Tiền đầu kỳ	89	199	266	222
Tiền cuối kỳ	199	266	222	1.568
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,3	1,1	1,2	1,9
Hệ số thanh toán nhanh	0,3	0,3	0,2	1
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,1	0,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,3	0,2	0,2	0,4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,4	0,4	0,4	0,3
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,8	3,1	3	1,6
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,5	1,7	1,5	0,9

Nguồn: SZC, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	713	859	817	1.085
Giá vốn hàng bán	-262	-549	-467	-599
Lợi nhuận gộp	451	310	350	486
Doanh thu hoạt động tài chính	13	15	17	12
Chi phí tài chính	-7	-32	-46	-60
<i>Chi phí lãi</i>	<i>-7</i>	<i>-32</i>	<i>-46</i>	<i>-60</i>
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	1	1
Chi phí bán hàng	-11	-10	-9	-10
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-54	-40	-46	-71
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	392	243	267	358
Thu nhập khác	0	2	0	0
Lợi nhuận trước thuế	397	244	267	358
Lợi nhuận ròng	324	197	219	308
Lợi nhuận chia cho cổ đông	324	197	219	308
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	3.236	1.974	1.253	1.724
Giá trị sổ sách (VND)	14.654	15.343	14.499	18.019
Tỷ suất cổ tức	3,80%	4,30%	3,70%	3,70%
EBIT	404	276	313	418
EBITDA	525	277	767	886
Tăng trưởng				
Doanh thu	65,1%	20,5%	-4,9%	32,8%
Lợi nhuận gộp	93,6%	-31,3%	13,0%	38,8%
Lợi nhuận ròng	77,6%	-39,0%	10,9%	40,6%
EBIT	83,3%	-31,5%	13,2%	33,5%
EBITDA	138,4%	-47,2%	176,5%	15,5%
Tổng VCSH	15,9%	4,7%	13,3%	84,9%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	19,9%	48,8%
Tổng tài sản	27,1%	12,8%	9,9%	21,7%
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	63,3%	36,1%	42,8%	44,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	55,0%	28,3%	32,7%	33,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	45,4%	23,0%	26,8%	28,3%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,5%	1,2%	1,0%	0,9%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,5%	4,7%	5,7%	6,5%
ROE	22,1%	12,9%	12,6%	9,6%
ROA	5,8%	3,1%	3,1%	3,6%
Định giá				
P/E	18,7	14,7	36,9	20,7
P/B	4,5	2,1	2,4	2,5
Giá/Doanh thu	8,5	6,7	4,6	3,9
EV/EBITDA	5,1	9,9	7	6,2

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành BĐS KCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059