

Công ty Sonadezi Châu Đức

- SZC ghi nhận LN ròng Q4/23 đạt 56 tỷ (+49% svck) nhờ mảng KCN tăng trưởng tốt, lũy kế 2023, LN ròng đạt 219 tỷ (+ 11% svck).
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2024-25 tăng trưởng 52%/30% svck nhờ giá cho thuê KCN tăng 10%/năm và diện tích cho thuê đạt 35-40 ha.
- Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với SZC với giá mục tiêu 39,300 đ/CP.

KQKD năm 2023 tăng trưởng tốt nhờ biên LNG mảng KCN cải thiện

Q4/23, doanh thu đạt 259 tỷ đồng tăng 32% svck, trong đó doanh thu cho thuê đất KCN tăng 96% svck và doanh thu BĐS nhà ở giảm 74% svck. LN ròng quý đạt 56 tỷ đồng tăng 49% svck. Lũy kế cả năm 2023, doanh thu SZC đạt 818 tỷ đồng, giảm 5% svck. Doanh thu cho thuê đất KCN giảm 9% svck với biên LNG đạt 54% cao hơn mức 40% của năm 2022. Doanh thu BĐS nhà ở đạt 72 tỷ đồng, hoàn thành 33% so với kế hoạch của công ty, biên lợi nhuận gộp đạt 66% thấp hơn mức 80% của năm 2022. Lũy kế cả năm 2023 LN ròng đạt 219 tỷ đồng, tăng 11% svck.

Lợi nhuận ròng dự báo tăng trưởng 52%/30% trong giai đoạn 2024-25

Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng KCN có thể đạt 814 tỷ đồng/1,031 tỷ đồng (+19%/27% svck) với kỳ vọng giá thuê đất KCN tăng trưởng 10%/năm được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI. Các dự án trọng điểm của tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu dần hoàn thiện giúp giảm chi phí và thời gian vận chuyển, thu hút dòng vốn đầu tư. Đặc biệt, KCN Châu Đức nằm ngay cạnh tuyến đường cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu là một lợi thế cạnh tranh so với các KCN khác. Đối với mảng BĐS nhà ở, doanh thu 2024-25 có thể đạt 87 tỷ đồng/162 tỷ đồng (+20%/86% svck) bởi kỳ vọng thị trường BĐS phục hồi từ cuối năm 2024. Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng SZC năm 2024-25 đạt 333 tỷ đồng (+52% svck)/ 432 tỷ đồng (+30% svck).

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu của SZC là 39,300 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị Năm giữ cho SZC do giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong thời gian qua với yếu tố hỗ trợ từ việc phát hành tăng vốn và kỳ vọng thoái vốn ở SZC của SNZ và hiện giá cổ phiếu đã gần với giá trị hợp lý. Rủi ro giảm giá của SZC bao gồm: (1) rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút; (2) rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ; (3) chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn dự kiến; (4) rủi ro chính sách vĩ mô của Việt Nam, rào cản thương mại, hiệp định khu vực, toàn cầu mà Việt Nam tham gia.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	859	818	962	1,302
Lợi nhuận ròng	197	219	333	432
Tăng trưởng doanh thu thuần	20.4%	-4.8%	17.6%	35.4%
Tăng trưởng LN ròng	-39.0%	10.9%	52.1%	29.8%
Biên LN gộp	36.1%	42.8%	46.9%	45.3%
Biên EBITDA	85.1%	50.3%	52.3%	48.0%
ROAE	13.2%	13.4%	13.8%	13.4%
ROAA	3.3%	3.3%	4.3%	4.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,974	1,990	2,220	2,402
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,343	14,478	17,168	18,570

(Nguồn: SZC, MBS Research)

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu

VND 39,300

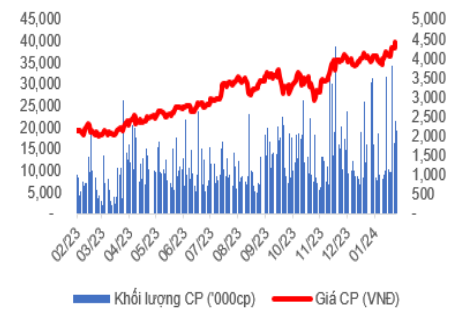
So với giá thị trường

-7.3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	42,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,100
Vốn hóa (tỷ VND)	7,587
P/E (TTM)	25.8
P/B	3.1
Tỷ suất cổ tức (%)	2.4%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	20%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tổng CTCP phát triển Khu Công nghiệp (SNZ)	46.8%
CTCP Sonadezi Long Thành (SZL)	10.1%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

CTCP Sonadezi Châu Đức

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 4/2023 & cả năm 2023

Lợi nhuận ròng Q4/23 và cả năm tăng trưởng lần lượt 49% và 11% svck

Hình 1: So sánh các kết quả Q4/2023 & cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng trưởng yoy (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	259	32%	818	-5%	
- KCN	223	96%	684	-9%	Q4/23 doanh thu mảng KCN tăng mạnh 96% svck nhờ giá cho thuê KCN tăng từ 70-75 USD/m2 lên mức 80-85 USD/m2. Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê đất KCN Châu Đức trong quý đạt khoảng 11 ha, lũy kế cả năm đạt khoảng 35 ha.
- KĐT	18	-74%	72	8%	Chúng tôi ước tính công ty đã bán được khoảng 10 căn shophouse của dự án KDC Hữu Phước trong năm 2023.
- Golf	14	22%	48	79%	
Biên LNG	36%	+1 điểm %	43%	+7 điểm %	
- KCN	56%	+10 điểm %	54%	+14 điểm %	Biên LNG mảng KCN tăng svck năm 2022 nhờ giá cho thuê đất KCN tăng mạnh trong năm 2023, ước tính tăng trên 10%.
- KĐT	25%	-55 điểm %	66%	-14 điểm %	Biên LNG của mảng BDS nhà ở trong Q4/23, chỉ đạt 25% trong khi biên LNG các quý trước đó duy trì khá cao khoảng 80% do doanh thu ghi nhận thấp.
- Golf	-225%	+56 điểm %	-121%	+21 điểm %	Sân golf bắt đầu kinh doanh từ năm 2022 nên giai đoạn đầu ghi nhận kinh doanh lỗ
Chi phí bán hàng	2	-66%	9	-14%	
Chi phí QLDN	23	93%	46	16%	
Chi phí QLDN & bán hàng	24	47%	55	10%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	9%	+1 điểm %	7%	+1 điểm %	
Doanh thu tài chính	8	35%	17	12%	
Chi phí tài chính	11	8%	46	43%	Chi phí tài chính tăng mạnh dù quy mô nợ không có nhiều thay đổi so với năm 2022 do trong 6T đầu năm 2023 mặt bằng lãi suất ở mức cao.
LNTT	65	36%	267	9%	
Thuế TNDN	9	-10%	48	3%	
LN ròng	56	49%	219	11%	LN ròng quý 4 tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ giá và diện tích cho thuê đất KCN tăng trưởng svck. Lũy kế cả năm, LN ròng chỉ tăng trưởng 11% svck do ảnh hưởng của mảng BDS nhà ở và mảng kinh doanh sân golf.

(Nguồn: SZC, MBS Research)

Mảng BĐS KCN tiếp tục là điểm sáng trong năm 2024-25

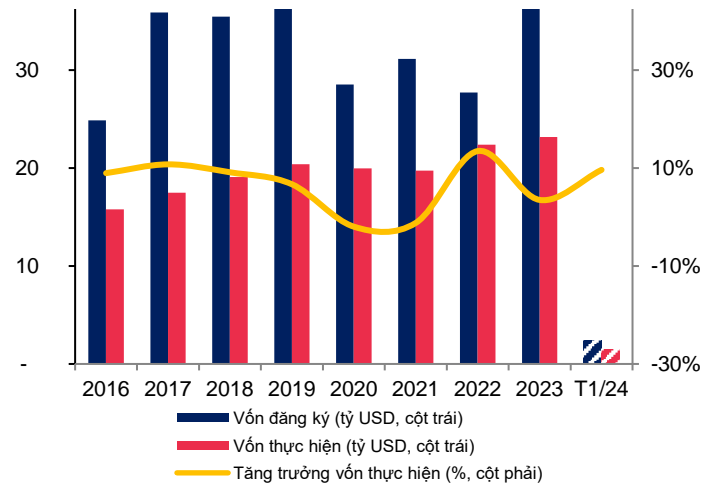
Dòng vốn FDI tích cực hỗ trợ giá thuê KCN tăng cao

Dòng vốn FDI vào Việt Nam trong tháng đầu năm 2024 tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, vốn đăng ký đạt 2.4 tỷ USD (+40% svck) và vốn giải ngân đạt 1.5 tỷ USD (+10% svck). Trong đó, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đứng thứ hai cả nước về thu hút FDI với vốn đăng ký đạt 0.3 tỷ USD chiếm 11.9%. Và có kế hoạch thu hút 2.9 tỷ USD vốn FDI trong năm 2024, cao gần gấp 3 lần so với thực hiện năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI vào Việt Nam trong năm 2024 sẽ tiếp đà tăng trưởng của năm ngoái nhờ: (1) các hiệp định FTA đã ký (2) năng suất lao động đang được cải thiện tích cực (3) chi phí điện hấp dẫn (4) cơ sở hạ tầng giao thông được đầu tư.

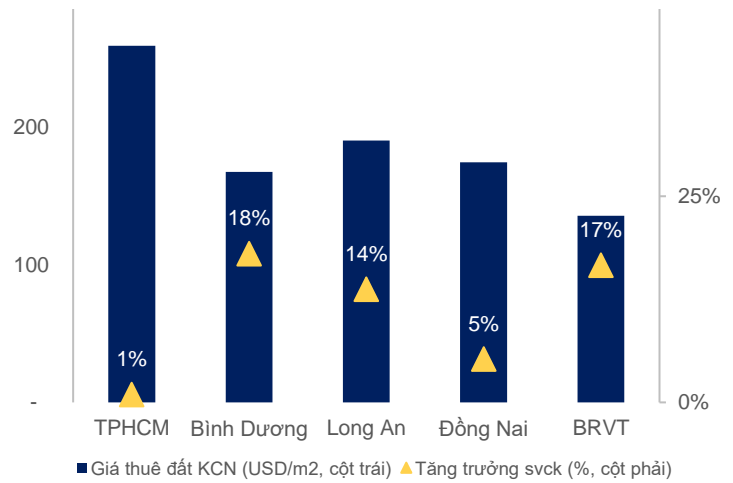
Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu là địa phương nằm trong Top 3 ghi nhận mức tăng giá thuê cao nhất tại khu vực phía Nam (chỉ sau tỉnh Bình Dương và Long An), giá thuê trung bình đạt 136 USD/m² (+17% svck). Trong khi giá thuê tại KCN Châu Đức chỉ khoảng 80-85 USD/m² thấp hơn mức trung bình của tỉnh.

Hình 2: Dòng vốn FDI vào Việt Nam 2016 – T1/2024



(Nguồn: Bộ KHĐT)

Hình 3: Giá thuê trung bình tại các tỉnh phía Nam trong năm 2023



(Nguồn: MBS Research)

Cơ sở hạ tầng được đầu tư giúp thu hút dòng vốn

Trong giai đoạn 2021-2025, nhiều dự án đầu tư hạ tầng giao thông lớn giúp kết nối tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu với các tỉnh, thành và vùng kinh tế trọng điểm đã được khởi công, xây dựng. Tập trung phát triển đường bộ, cầu cảng, đường thủy giúp giảm thời gian vận chuyển và chi phí logistics.

Hình 4: Các dự án trọng điểm thúc đẩy phát triển kinh tế tại BRVT

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện	Đánh giá
Cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu	23,000	2023-2025	Giảm tải áp lực giao thông cho QL51, rút ngắn thời gian di chuyển giữa TPHCM và BRVT
Cầu Phước An	4,900	2022-2027	Kết nối vận chuyển hàng hoá từ cụm cảng Cái Mép – Thị Vải về Đồng Nai, TPHCM và các tỉnh lân cận.
Đường 991B	4,000	2018-2024	Kết nối QL51 và cụm cảng Cái Mép tỉnh BRVT
TT Logistics Cái Mép Hạ	19,300	Đang xây dựng QH	Đưa BRVT trở thành trung tâm logistics và trung chuyển của khu vực

(Nguồn: MBS Research)

Đặc biệt, tuyến đường cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu là tuyến huyết mạch đi qua nhiều KCN lớn, trong đó KCN Sonadezi Châu Đức nằm tiệm cận với tuyến đường giúp thu hút dòng vốn đầu tư vào dự án, tiết kiệm chi phí và thời gian vận chuyển hàng hoá và phục vụ hoạt động trong KCN.

Hình 5: KCN Châu Đức hưởng lợi từ tuyến đường cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu



(Nguồn: MBS Research)

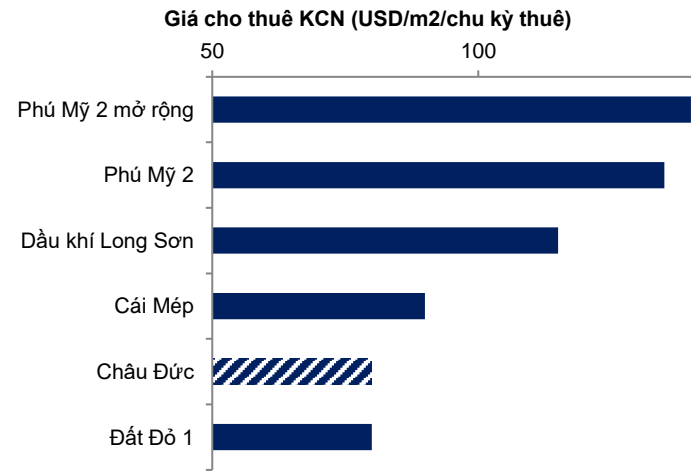
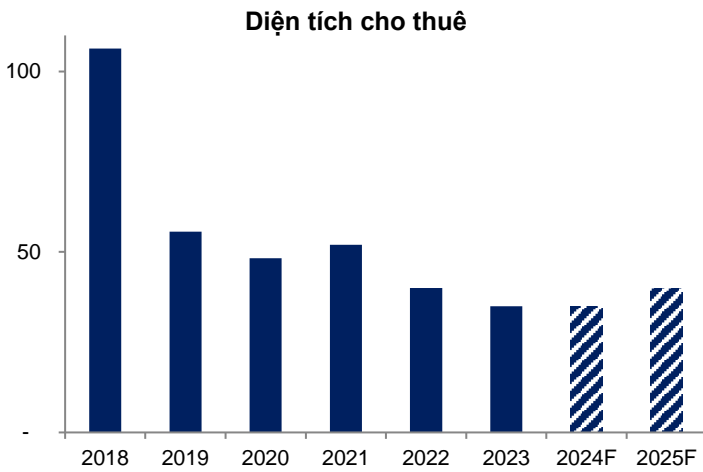
Quỹ đất KCN Châu Đức còn lại lớn, giá cho thuê cạnh tranh hơn so với các KCN khác trong vùng

KCN Châu Đức có quy mô 1,556 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm là 1,109 ha, diện tích đã cho thuê khoảng 560 ha. Như vậy, diện tích đất thương phẩm còn lại khoảng 550 ha. Chúng tôi ước tính mỗi năm SZC cho thuê được khoảng 40 ha.

Giá cho thuê đất trong năm 2023 đạt khoảng 80-85 USD/m²/chu kỳ thuê, thấp hơn so với giá cho thuê trung bình tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu khoảng 40% do vị trí KCN Châu Đức cách cầu cảng, bến, sân bay khá xa so với các KCN khác. KCN Châu Đức cách cảng Thị Vải – Cái Mép khoảng 20 km, trong khi KCN Phú Mỹ 2, KCN Phú Mỹ 2 mở rộng và KCN Dầu khí Long Sơn nằm ngay gần cảng. Chúng tôi dự phóng doanh thu trong năm 2024-25 đạt 814 tỷ đồng/1,031 tỷ đồng tương ứng tăng trưởng (+19%/+27% svck), biên LN góp đạt 54% chủ yếu nhờ kỳ vọng tăng trưởng giá cho thuê trong dài hạn đạt 10%/năm nhờ dòng vốn FDI tích cực và cơ sở hạ tầng giao thông được đầu tư xây dựng.

Hình 6: Diện tích cho thuê có thể phục hồi nhẹ trong 2024-25

Hình 7: Giá cho thuê đất cạnh tranh



(Nguồn: SZC, MBS Research)

Kỳ vọng mảng BĐS nhà ở tích cực khi thị trường chung phục hồi

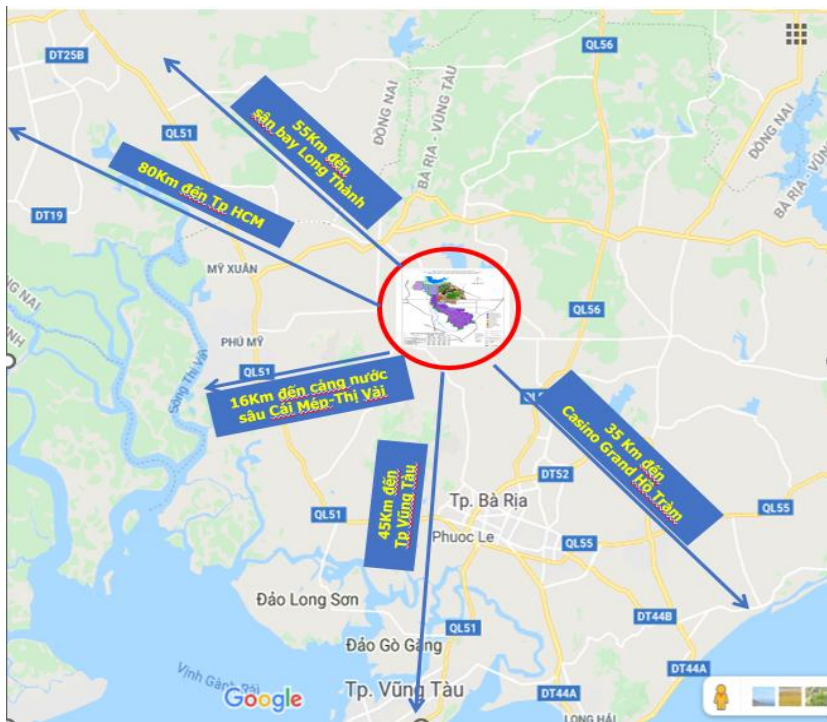
KDC Hữu Phước bàn giao chậm hơn dự kiến

Doanh thu BĐS nhà ở năm 2023 đạt 72 tỷ đồng, hoàn thành 33% chỉ tiêu kế hoạch, thấp hơn so với dự phóng trước đây của chúng tôi là 100 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính khoảng 20 căn shophouse đã được bàn giao, trong đó khoảng 10 căn bàn giao trong năm 2023.

Chúng tôi dự phóng doanh thu BĐS nhà ở năm 2024-25 lần lượt đạt 87 tỷ đồng và 162 tỷ đồng (+20%/86% svck) với biên LNG ở mức 66% tới từ các dự án:

- Dự án KDC Hữu Phước: chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu năm 2024-25 đạt khoảng 200 tỷ đồng từ bán 30 căn shophouse GĐ 1, được hỗ trợ bởi (1) thị trường BĐS được dự báo hồi phục từ cuối năm 2024 (2) dự án cơ sở hạ tầng quan trọng dần hoàn thiện (3) dòng vốn FDI tích cực thúc đẩy nhu cầu nhà ở quanh các KCN.
- Khu nhà ở xã hội (NOXH) thuộc KDC Sonadezi Hữu Phước có quy mô 1,213 căn hộ đã được khởi công từ T10/2023. Dự án được chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 có diện tích 1.16 ha gồm 3 khối nhà 5 tầng, cung cấp 210 căn NOXH, dự kiến đưa vào sử dụng vào cuối năm 2024; giai đoạn 2 có quy mô 3.68 ha, cung cấp 1,003 căn hộ. Chúng tôi đánh giá dự án không đem lại nhiều hiệu quả tài chính cho công ty với doanh thu dự phóng cho giai đoạn 2024-25 là 50 tỷ đồng. Mặc dù vậy, đây là dự án cấp thiết của tỉnh BRVT bởi nguồn cung NOXH còn thấp chưa đáp ứng được nhu cầu. Ngoài ra việc triển khai dự án này để đảm bảo quy định về việc dành đất trong KCN cho phát triển NOXH.

Hình 8: Tình hình triển khai KDC Hữu Phước



- Diện tích: 40.5 ha (giai đoạn 1: 25.2 ha, giai đoạn 2: 15.3 ha)
- Vốn đầu tư: 423 tỷ đồng
- Dự án có tổng 1,870 sản phẩm, gồm 657 căn nhà liền kề (thuộc khu thấp tầng) và 1,213 căn hộ chung cư (thuộc khu cao tầng)

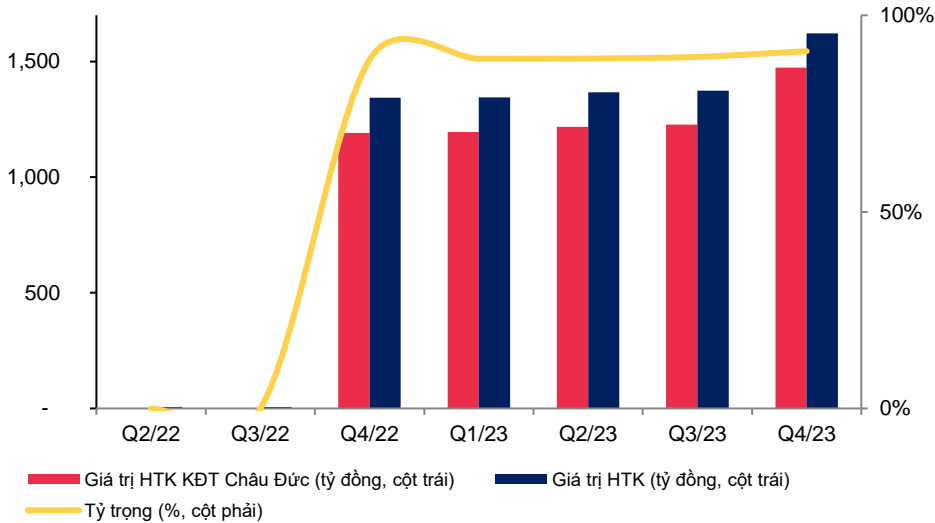
	Shophouse	Nhà liền kề (196 m ²)	Nhà liền kề (175 m ²)
Số lượng sản phẩm	164	126	384
Diện tích (m ²)	224	196	175
Giá bán	6 tỷ đồng/căn	2 tỷ đồng/nền	1.4 tỷ đồng/nền
Doanh thu ước tính (tỷ đồng)	992	247	538
Tiến độ	Đang bàn giao shophouse giai đoạn 1, đang xây dựng shophouse giai đoạn 2. Có 138 căn shophouse đã đủ điều kiện mở bán.	Có 128 căn liền kề đã đủ điều kiện mở bán	

(Nguồn: SZC, Sở Xây dựng BRVT, MBS Research)

Tiềm năng dài hạn từ dự án KĐT Châu Đức đang được triển khai

KĐT Châu Đức là dự án có quy mô lớn với diện tích 496 ha. Vốn đầu tư dự án đã được điều chỉnh tăng hơn 6 lần lên 8,117 tỷ đồng. Ước tính doanh thu dự án đạt 14,500 tỷ đồng, lợi nhuận thu được khoảng 4,600 tỷ đồng tương ứng với tỷ suất lợi nhuận đạt 57%. Tính đến cuối năm 2023, giá trị hàng tồn kho của dự án này đạt 1,473 tỷ đồng chiếm 91% tổng giá trị tồn kho của công ty, chủ yếu là chi phí giải phóng mặt bằng. Dự án đang trong quá trình xin điều chỉnh quy hoạch 1/500 và xin điều chỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư.

Hình 9: Phần lớn giá trị HTK từ dự án KĐT Châu Đức



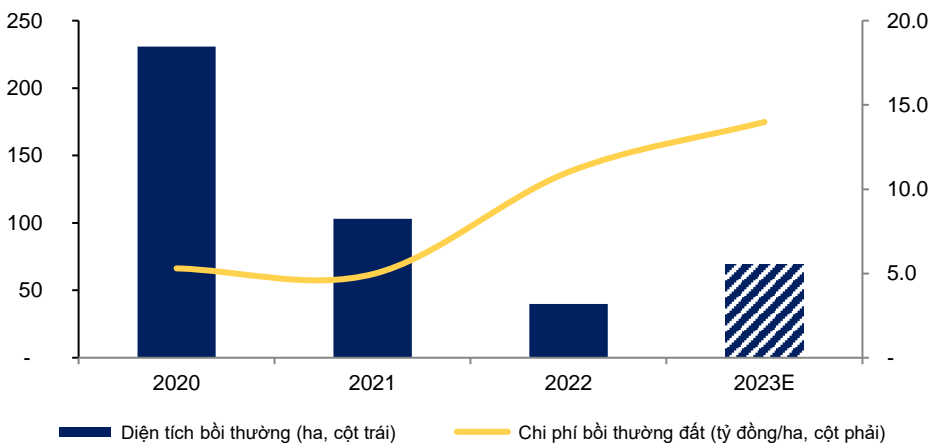
(Nguồn: SZC, MBS Research)

Luật đất đai có thể khiến chi phí bồi thường đất tăng gây áp lực cho biên LNG mảng BĐS nhà ở trong khi mảng KCN vẫn đảm bảo ổn định

Chi phí bồi thường đất tăng từ 5 tỷ đồng/ha năm 2020 lên 14 tỷ đồng/ha năm 2023, tương ứng mức tăng 2.6 lần. Hơn nữa, khi Luật Đất Đai sửa đổi có hiệu lực sẽ làm tăng chi phí cho dự án bởi tiền sử dụng đất được tính theo giá thị trường hàng năm. Theo chúng tôi, điều này có tác động khác nhau lên các lĩnh vực hoạt động của SZC:

- Đối với mảng KCN: Tiền sử dụng đất phải nộp một lần hoặc hàng năm phụ thuộc đất cho thuê thu tiền một lần hoặc hàng năm. Vậy nên giá cho thuê có thể điều chỉnh linh hoạt theo tiền sử dụng đất phải nộp tại thời điểm cho thuê, do vậy chúng tôi cho rằng biên LNG không bị ảnh hưởng nhiều bởi quy định mới.
- Đối với mảng BĐS nhà ở: Tiền sử dụng đất tính theo giá thị trường hàng năm thay vì khung giá đất 5 năm một lần nên biên LNG có thể giảm nhiều so với trước đây, cùng với đó tạo áp lực tăng giá bán.

Hình 10: Áp lực chi phí đầu tư tăng ảnh hưởng đến tiến độ giải phóng mặt bằng

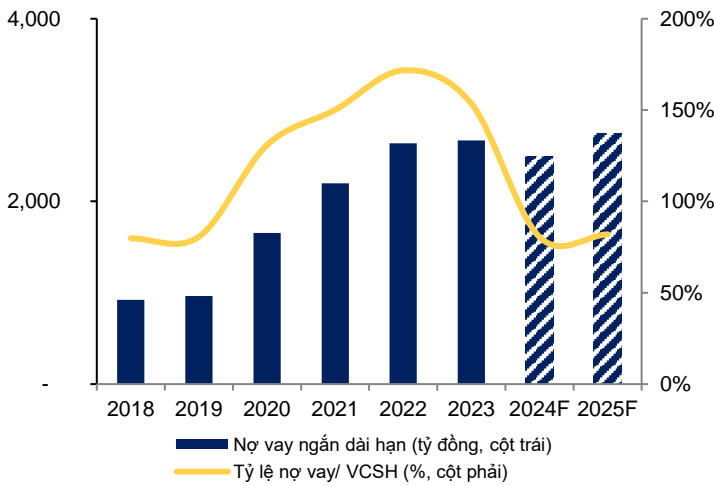


(Nguồn: SZC, MBS Research)

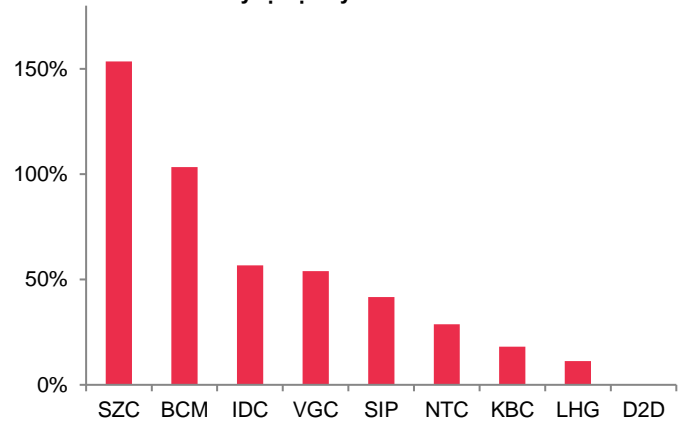
Giảm bớt áp lực tài chính sau khi phát hành tăng vốn

Chúng tôi nhận thấy đòn bẩy tài chính tăng mạnh kể từ khi dự án Sonadezi Hữu Phước được khởi công từ cuối năm 2020. Tỷ lệ nợ vay/ VCSH cuối năm 2023 đạt 154%, cao hơn các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, áp lực tài chính sẽ được giảm bớt sau khi công ty dùng 800 tỷ đồng từ phát hành tăng vốn để trả nợ vay (SZC phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1, dự kiến thu về 1,200 tỷ đồng, thời gian thực hiện trong Q1/24). Tỷ lệ nợ vay/VCSH có thể giảm xuống 81% trong năm 2024, tuy nhiên, tỷ lệ này sẽ tăng trở lại 82% vào năm 2025 bởi nhu cầu vốn cho xây dựng, phát triển dự án BĐS nhà ở của SZC là rất lớn.

Hình 11: Tỷ lệ nợ vay/ VCSH của SZC



Hình 12: SZC có tỷ lệ nợ vay cao hơn các công ty cùng ngành
Tỷ lệ nợ vay/ VCSH



(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp (SNZ) có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại SZC

Tổng CTCP Phát triển Khu Công nghiệp (SNZ) đã được phê duyệt phương án thoái vốn tại 6 công ty gồm Sonadezi Châu Đức (SZC), Sonadezi Long Thành (SZL), Sonadezi Giang Điền (SZG), Sonadezi Long Bình (SZB), Sonadezi Bình Thuận và Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D), đều thuộc diện thoái vốn xuống còn 36%. Thời gian thực hiện trong giai đoạn 2024-25. Đối với SZC, chúng tôi ước tính SNZ sẽ bán khoảng 19.5 triệu CP (bao gồm cả phần cổ phiếu mua mới từ đợt phát hành thêm) để giảm sở hữu từ 46.84% xuống còn 36%. Đây là thông tin tích cực hỗ trợ đà tăng giá cổ phiếu trong thời gian vừa qua.

Lợi nhuận 2024-25 kỳ vọng tăng trưởng 52%/30% svck

Hình 13: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024–25

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	Tăng trưởng yoy (%)	2025	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	818	962	18%	1,302	35%	
- KCN	684	814	19%	1,031	27%	Dự phóng doanh thu trong năm 2024-25 tăng trưởng lần lượt +19% và +27% svck với biên LN gộp đạt 54%. Diện tích cho thuê đất KCN năm 2024-25 đạt 35 ha/ 40 ha nhờ dòng vốn FDI tích cực và cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu đưa vào khai thác đồng bộ từ năm 2025.
- KĐT	72	87	20%	162	86%	Chúng tôi kỳ vọng SZC bàn giao được 30 căn shophouse KDC Hữu Phước trong 2 năm tới. Dự án NOXH dự kiến hoàn thiện vào cuối năm 2024 nên chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận từ năm 2025, ước đạt 50 tỷ đồng.
- Golf	48	48	-1%	96	100%	Dự kiến sân golf 36 lỗ đưa vào vận hành từ năm 2025
Lợi nhuận gộp	350	451	29%	589	31%	
- KCN	372	440	19%	559	27%	
- KĐT	47	57	20%	106	86%	
- Golf	-58	-48	-18%	-77	60%	Dự án mới đưa vào vận hành nên khả năng tiếp tục lỗ trong 3 năm tiếp theo
Biên LNG	43%	47%	+4 điểm %	45%	-2 điểm %	
- KCN	54%	54%	0%	54%	0%	
- KĐT	66%	66%	0%	66%	0%	
- Golf	-121%	-100%	+21 điểm %	-80%	+20 điểm %	
Chi phí quản trị & bán hàng	55	65	18%	90	39%	Chi phí tăng do chi phí bán hàng tăng lên 14 tỷ đồng (+61% svck)/21 tỷ đồng (+54% svck) chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở.
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	7%	7%	0%	7%	0%	
Doanh thu tài chính	17	18	8%	27	48%	
Chi phí tài chính	46	21	-55%	23	11%	Chi phí lãi vay năm 2024 giảm bởi (1) quy mô vay nợ giảm sau khi phát hành tăng vốn (2) lãi suất tín dụng duy trì ở mức thấp.
LNTT	267	384	44%	504	31%	
LN ròng	219	333	52%	432	30%	
EPS	1,990	2,220	52%	2,402	30%	

(Nguồn: SZC, MBS Research)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- (1) Triển vọng ngành BĐS KCN khởi sắc khi thu hút FDI sẽ tích cực hơn sau khi Việt Nam tăng cường hợp tác với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc;
- (2) Cơ sở hạ tầng tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu được đầu tư mạnh mẽ giúp thu hút dòng vốn đầu tư;
- (3) Tình hình tài chính cải thiện sau khi phát hành tăng vốn cho cổ đông hiện hữu.
- (4) SNZ có kế hoạch thoái vốn tại SZC sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho cổ phiếu SZC với giá mục tiêu **39,300 đồng/cổ phiếu**.

Hình 14: Định giá cổ phiếu SZC

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Phương pháp	Ghi chú
Khu công nghiệp	100%	5,636	DCF	Dự án KCN có doanh thu tương đối ổn định nên chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 10.8%
Khu dân cư		2,508		
- KDC Hữu Phước	100%	593	DCF	
- KĐT Châu Đức	100%	1,915	P/B	Dự án đang trong giai đoạn phê duyệt quy hoạch, chúng tôi áp dụng hệ số 1.3 lần giá trị BV theo PB trung bình của ngành BĐS dân cư
Dự án BOT 768		48	BV	Dự án này đang tạm dừng thu phí
Sân golf	100%	49	DCF	
Tổng giá trị tài sản		8,241		
(+) Tiền & tương đương tiền		222		
(+) Đầu tư tài chính		83		
(-) Nợ vay		2,668		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-		
Giá trị doanh nghiệp (bao gồm cả phần vốn tăng thêm nếu phát hành thành công 100%)		7,079		
Số lượng cổ phiếu mới		180,000,000		
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (đồng/cp)		39,333		

(Nguồn: MBS Research)

Hình 15: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Becamex IDC	BCM	65,100	77,200	Mua	66,240	30.5	28.7	3.7	3.4	12.4%	12.3%	4.4%	4.5%
IDICO	IDC	57,800	53,200	Nắm giữ	18,777	13.9	9.0	3.7	3.3	26.8%	38.5%	7.9%	11.8%
Kính Bắc	KBC	31,750	31,300	Nắm giữ	23,910	12.6	13.4	1.5	1.3	11.7%	10.4%	5.7%	5.5%
Sonadezi Châu Đức	SZC	42,450	39,300	Nắm giữ	7,524	20.8	18.7	2.9	2.4	13.4%	13.8%	3.3%	4.3%
Cao su Phước Hoà	PHR	56,400	60,900	Nắm giữ	7,601	12.2	13.8	2.4	2.2	19.1%	16.4%	10.0%	8.8%
Trung bình ngành						18.0	16.7	2.8	2.5	17%	18%	6%	7%

(Nguồn: MBS Research)

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro suy thoái kinh tế khiến nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm sút;
- (2) Rủi ro giải phóng mặt bằng khiến dự án bị chậm tiến độ;
- (3) Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn dự kiến;
- (4) Rủi ro chính sách vĩ mô của Việt Nam, rào cản thương mại, hiệp định khu vực, toàn cầu mà Việt Nam tham gia;

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	859	818	962	1,302
Giá vốn hàng bán	(549)	(468)	(511)	(713)
Lợi nhuận gộp	350	451	589	764
Chi phí quản lý DN	(46)	(51)	(69)	(77)
Chi phí bán hàng	(9)	(14)	(21)	(30)
LN từ HKKD	260	295	386	499
EBITDA thuần	714	394	485	598
LN trước thuế & lãi vay	260	295	386	499
Thu nhập lãi	15	17	18	27
Chi phí tài chính	(32)	(46)	(21)	(23)
Thu nhập ròng khác	2	0	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	244	267	384	504
Thuế TNDN	(47)	(48)	(51)	(71)
Lợi nhuận sau thuế	197	219	333	432
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	197	219	333	432
Chi trả cổ tức	(136)	-	(180)	(180)
Lợi nhuận giữ lại	61	219	153	252

Bảng cân đối kế toán	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Tiền và tương đương tiền	266	222	431	473
Đầu tư ngắn hạn	40	30	30	30
Phải thu khách hàng	40	67	67	53
Hàng tồn kho	1,343	1,621	1,945	2,335
Tổng tài sản ngắn hạn	1,735	2,064	2,597	3,013
Tài sản cố định	669	789	759	729
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-
BĐS đầu tư	1,123	1,055	986	918
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-
Khoản đầu tư dài hạn khác	2,808	3,051	4,037	4,474
Tổng tài sản dài hạn	4,600	4,897	5,784	6,123
Tổng tài sản	6,335	6,961	8,381	9,136
Vay & nợ ngắn hạn	491	624	731	888
Phải trả người bán	248	268	268	268
Phải trả ngắn hạn khác	801	920	972	1,010
Tổng nợ ngắn hạn	1,540	1,813	1,972	2,166
Vay & nợ dài hạn	2,144	2,044	1,757	1,852
Các khoản phải trả khác	1,117	1,368	1,562	1,776
Tổng Nợ dài hạn	3,261	3,411	3,319	3,628
Tổng nợ	4,801	5,224	5,291	5,794
Vốn điều lệ	1,000	1,200	1,800	1,800
Thặng dư vốn cổ phần	5	5	605	605
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	441	404	557	809
Các quỹ thuộc VCSH	88	128	128	128
Vốn chủ sở hữu	1,534	1,737	3,090	3,343
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,534	1,737	3,090	3,343
Tổng nợ và VCSH	6,335	6,961	8,381	9,136

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
LN trước thuế	244	267	384	504
Khấu hao	454	98	99	99
Thuế đã nộp	(47)	(48)	(51)	(71)
Các khoản điều chỉnh khác	17	34	194	214
Thay đổi VLĐ	(31)	269	(272)	(336)
LCTT từ HKKD	638	620	353	409
Đầu tư TSCĐ	(907)	(718)	(986)	(438)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	2	-	-
LCTT từ đầu tư	(871)	(690)	(986)	(438)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	1,200	-
Tiền vay ròng nhận được	435	32	(179)	251
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(136)	(6)	(180)	(180)
LCTT từ hoạt động TC	299	27	841	71
Tiền & tương đương tiền đầu kì	199	266	222	431
LC tiền thuần trong năm	66	(43)	208	42
Tiền & tương đương tiền cuối kì	266	222	431	473

Các chỉ số cơ bản	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Tăng trưởng doanh thu thuần	20.4%	-4.8%	17.6%	35.4%
Tăng trưởng EBITDA	15.5%	-44.8%	23.1%	23.3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	-32.8%	13.8%	30.8%	29.3%
Tăng trưởng LN trước thuế	-38.4%	9.3%	43.8%	31.2%
Tăng trưởng LN ròng	-39.0%	10.9%	52.1%	29.8%
Tăng trưởng EPS	-39.0%	5.6%	22.9%	2.3%
Biên LN gộp	36.1%	42.8%	46.9%	45.3%
Biên EBITDA	85.1%	50.3%	52.3%	48.0%
Biên LN ròng	23.0%	26.8%	34.6%	33.2%
ROAE	13.2%	13.4%	13.8%	13.4%
ROAA	3.3%	3.3%	4.3%	4.9%
ROIC	4.7%	5.0%	6.0%	7.1%
Vòng quay tài sản	14%	12%	13%	15%
Cổ tức chi trả/LN ròng	69.1%	0.0%	54.1%	41.6%
Tổng nợ vay/VCSH	171.8%	153.6%	80.5%	82.0%
Nợ vay ròng/VCSH	154.4%	140.8%	66.6%	67.8%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	37.4%	35.1%	24.6%	24.8%
Khả năng thanh toán lãi vay	8.1	6.4	18.7	21.8
Số ngày phải thu	11	28	10	7
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	893	1,265	1,389	1,195
Số ngày phải trả tiền bán	165	209	191	137
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.1	1.1	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	0.3	0.2	0.3	0.3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.2	0.2
Định giá				
EPS	1,974	1,990	2,220	2,402
BVPS	15,343	14,478	17,168	18,570
P/E	21.2	21.0	18.9	17.4
P/B	2.7	2.9	2.4	2.3

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền