

# CTCP Sonadezi Long Thành (SZL)

# KHÔNG ĐÁNH GIÁ

**Đặng Văn Pháp**

Chuyên viên

[phap.dang@vcsc.com.vn](mailto:phap.dang@vcsc.com.vn)

+84 8 3 914 3588 ext. 143

## Thăm doanh nghiệp

Giá mục tiêu **NA**

## Bất động sản

Giá trị vốn hóa	16 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	20 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	17.500VND
Mức thấp nhất 12 tháng	11.400VND

Sở hữu của khối ngoại	4.9%
Sở hữu tối đa của khối ngoại	49%

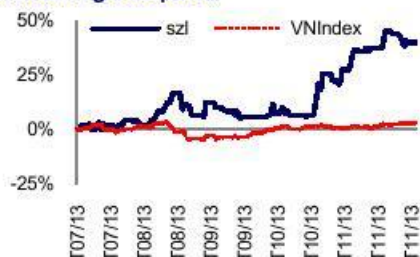
### Cơ cấu cổ đông

Sonadezi	56.3%
Công ty Điện lực Đồng Nai	7.0%
Quý Đầu tư Phát triển Đồng Nai	6.2%
Khác	30.5%

### Mô tả công ty

SZL là công ty con của Tổng Công ty Phát triển Khu công nghiệp, doanh nghiệp nhà nước chuyên phát triển các khu công nghiệp (KCN) ở khu vực kinh tế miền Nam Việt Nam. SZL đang quản lý KCN có diện tích 488ha ở huyện Long Thành, Tỉnh Đồng Nai. Công ty cũng có các dự án phát triển nhà ở. Dự án nhà ở tiêu biểu của SZL là khu dân cư Tam An (36ha), cũng tọa lạc tại tỉnh Đồng Nai.

### Diễn biến giá cổ phiếu



See important disclosure at the end of this document

## Tiền mặt dồi dào, nhưng khó tìm cơ hội đầu tư

CTCP Sonadezi Long Thành (HSX:SZL) có lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là phát triển và quản lý khu công nghiệp (KCN), với một KCN rộng 488 ha (84% diện tích đã được cho thuê) tại tỉnh Đồng Nai. Công ty sẽ phát triển một KCN mới rộng 78ha trong năm 2014; nhưng sau đó thì việc tìm cơ hội đầu tư sẽ khó hơn. Lợi suất cổ tức hiện ở mức hấp dẫn (11%) nhờ lượng tiền mặt dồi dào (chiếm 1/3 tổng tài sản) nhưng có thể sẽ giảm trong năm 2014. SZL cũng có một vài dự án nhà ở, nhưng không ấn tượng lắm.

### Tiền mặt dồi dào, cổ tức hấp dẫn nhưng có thể sẽ giảm

Tính đến ngày 30/09/2013, tiền và tương đương tiền của SZL đạt 350 tỷ đồng, tương đương 31% tổng tài sản, trong khi nợ rất ít là 10 tỷ đồng. Tiền mặt ròng trên mỗi cổ phiếu là 17.000 đồng, xấp xỉ giá cổ phiếu hiện nay của SZL. Nhờ có lượng tiền mặt dồi dào như trên nên SZL đã giữ được mức cổ tức cao trong vòng 3 năm qua với lợi suất cổ tức khoảng 11% so với mức giá cổ phiếu hiện tại.

Do đầu tư vào KCN mới có diện tích 78ha trong năm 2014, SZL có thể sẽ điều chỉnh cổ tức từ 1.800 đồng/cổ phiếu trong năm 2012 xuống mức thấp hơn nhưng không dưới 1.200 đồng/cổ phiếu trong năm 2013.

### Phát triển và quản lý KCN sớm mang lại dòng tiền

SZL đã phát triển KCN Long Thành, diện tích 488ha, trong đó diện tích để cho thuê là 303ha. KCN có tỷ lệ lấp đầy là 84%, với giá thuê dao động từ 20-90USD/m<sup>2</sup>, phụ thuộc vào thời điểm ký kết hợp đồng (90USD là giá thuê hiện nay). Các doanh nghiệp thuê đất trả tiền thuê một lần, và SZL ghi nhận doanh thu theo phương pháp đường thẳng trong 50 năm. SZL kỳ vọng tăng nguồn lợi nhuận từ KCN Long Thành bằng cách cho thuê nhà xưởng. SZL đã xây xong 24/37 nhà xưởng, mỗi nhà xưởng có diện tích 2000m<sup>2</sup>. SZL đã cho thuê 19 nhà xưởng và đã ký biên bản ghi nhớ cho 4 nhà xưởng khác. Tiền thuê là 4USD/m<sup>2</sup>/tháng, được thanh toán hàng năm.

### Phát triển KCN mới trong năm 2014, nhưng sau đó việc tìm kiếm cơ hội đầu tư sẽ khó khăn hơn

Ban lãnh đạo cho biết SZL sẽ đầu tư vào một KCN rộng 78 ha tại Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai trong năm 2014. Tuy nhiên, công ty cho biết việc tiếp tục mở rộng trong lĩnh vực phát triển KCN có thể sẽ không dễ dàng. Đất dành cho KCN ở Đồng Nai đã gần như được dùng hết, trong khi việc mở rộng ở các khu vực khác lại không khả thi về mặt kinh tế. Cơ sở hạ tầng kết nối tỉnh Bình Dương với các tỉnh thành khác không đủ tốt, trong khi chi phí cải tạo và gia cố đất tại Long An và Cần Giuộc rất cao. Về đầu tư tài chính, SZL sở hữu 11% cổ phần CTCP Sonadezi Châu Đức, công ty này sở hữu KCN rộng 1.500ha ở Vũng Tàu.

Các chỉ số chính	2011	2012
Doanh thu (tỷ đồng)	130	129
Biên LN ròng	47,1%	35,4%
LN ròng cho CĐ (tỷ đồng)	61	45
EPS pha loãng (đồng)	3.064	2.285
Tăng trưởng EPS (%)	-18,6%	-25,4%
Cổ tức/CP (đồng)	1.800	1.800
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	24.295	25.681
PER (x)	5,5	7,3
PBR (x)	0,7	0,7
ROE (%)	12,6%	9,1%
Nợ/CSH (%)	0,0%	0,0%

## Sơ lược về công ty

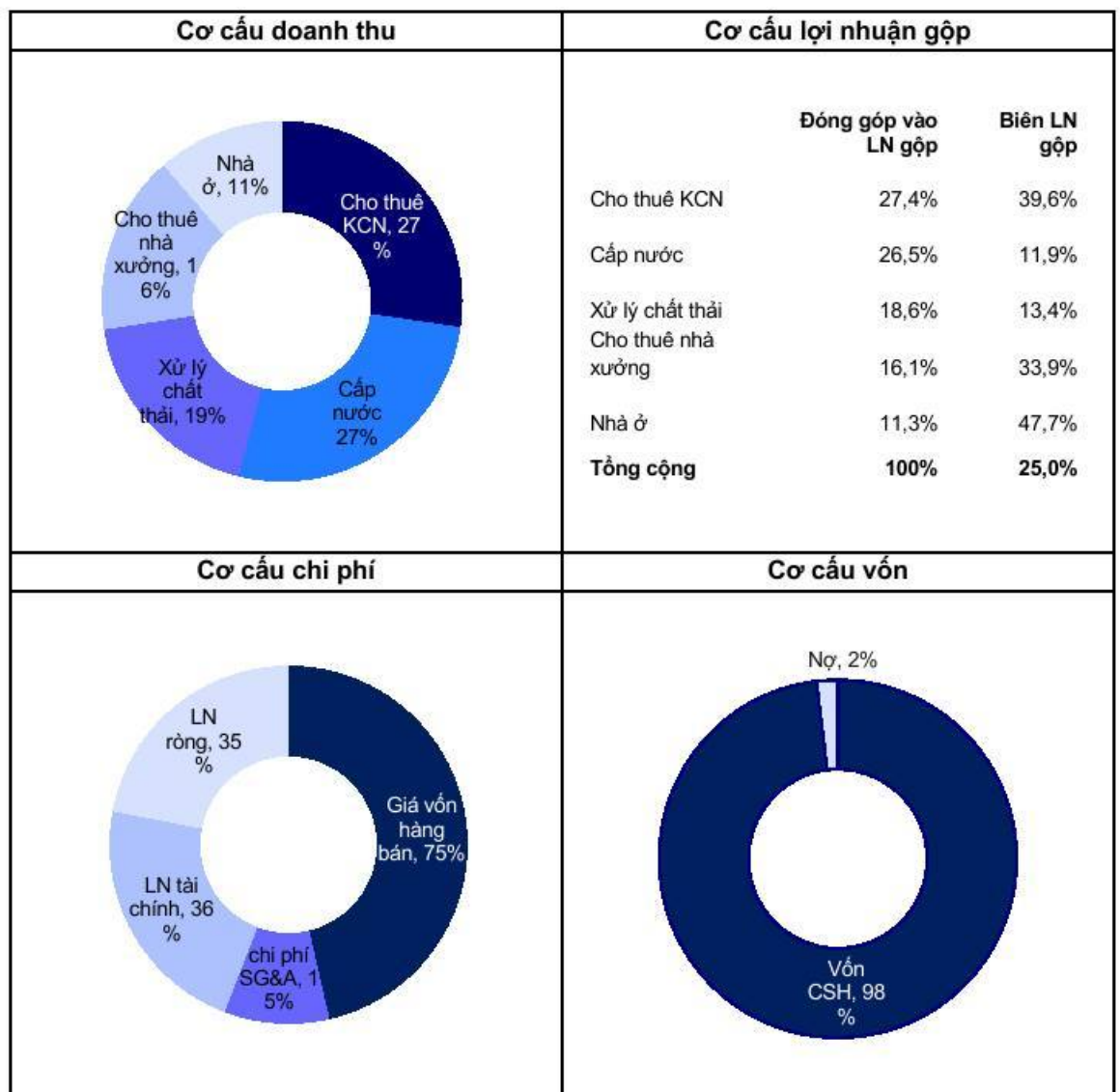
**Lĩnh vực kinh doanh** Bất động sản (công nghiệp và nhà ở)  
**Doanh thu** 6,1 triệu USD (2012)  
**Lợi nhuận ròng** 2,2 triệu USD (2012)

**Yếu tố doanh thu chính** Cho thuê KCN mới, bán đất nền  
**Yếu tố chi phí chính** Chi phí đất, chi phí xây dựng, chi phí bảo trì  
**Yếu tố rủi ro chính** Kịch tượng liên quan đến vấn đề môi trường

**Các đối thủ chính** KCN Long Đức  
**Các khách hàng chính** Công Ty TNHH Global Dyeing,  
 Công Ty Liên Doanh Cấp Taihan Sacom

**Lãnh đạo** Ông Phan Đình Thám (Chủ tịch HĐQT)

**Địa chỉ** KCN Long Thành,  
 Đồng Nai, Việt Nam  
**Website** <http://www.szl.com.vn>  
**Email** [longthanhiz@sonadezi.com.vn](mailto:longthanhiz@sonadezi.com.vn)  
**Điện thoại** +84. 61 351 44 94



Nguồn: SZL và ước tính của VCSC

## Thông tin bổ sung

### Các dự án nhà ở

- Khu dân cư Tam An (rộng 36ha, cạnh KCN Long Thành) gồm cả cao ốc và biệt thự. Theo SZL, hai cao ốc căn hộ đầu tiên đã được bán cho Olympus (một doanh nghiệp thuê đất tại KCN Long Thành). Ngoài ra, SZL đã xây xong 14 căn nhà phố. Phần đất còn lại được chia thành từng lô để bán. Tiến độ bán hàng tại KDC Tam An khá chậm. Công ty giải thích là vì nhu cầu cho sản phẩm tại dự án này, mà chủ yếu đến từ giới đầu cơ, đang thấp. SZL cũng cho biết tại Đồng Nai, chỉ có đất tại khu vực Trảng Bom mới hấp dẫn được giới đầu cơ.
- 197ha nhà ở ven sông Đồng Nai: giai đoạn đầu, chưa có tiến triển.

## Quy hoạch tổng thể KCN Long Thành



Nguồn: SZL

## Tổng kết kết quả hàng quý

	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013
Doanh thu (tỷ đồng)	29	31	35	34	33	40	43
Biên LN gộp	14%	10%	16%	56%	20%	27%	26%
Biên LN từ hoạt động	3%	-7%	0%	40%	6%	11%	19%
Biên EBITDA	59%	57%	47%	86%	62%	52%	58%
Biên EBIT	39%	38%	30%	67%	36%	30%	46%
Biên LN ròng	28%	28%	21%	63%	28%	25%	40%

Nguồn: Bloomberg

## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
<b>KQLN</b>			
Doanh thu thuần	130	130	129
- Giá vốn hàng bán	-80	-85	-97
Lợi nhuận gộp	50	45	32
- Chi phí bán hàng	-2	-1	-2
- Chi phí quản lý DN	-14	-17	-17
LN thuần HĐKD	35	27	13
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	7	5	-1
- Lợi nhuận khác	31	45	46
EBIT	72	78	57
- Chi phí lãi vay	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	71	78	57
- Thuế TNDN	-15	-17	-11
LNST	56	61	46
- Lợi ích CĐTS	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>46</b>
EBITDA	91	99	79
Số CP lưu hành (triệu)	15	20	20
EPS	3.762	3.064	2.285

<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	67,4%	0,5%	-0,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	145,1%	-21,2%	-54,0%
Tăng trưởng EBIT	39,8%	8,8%	-26,6%
Tăng trưởng EPS	-14,3%	-18,6%	-25,4%

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38,4%	34,8%	25,0%
Tỷ suất LNST	43,6%	47,1%	35,4%
ROE %	11,7%	12,6%	9,1%
ROA %	7,1%	6,9%	4,4%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	262,9	281,3	331,5
Số ngày phải thu	31,4	87,5	93,9
Số ngày phải trả	60,3	49,6	59,6
TG luân chuyển tiền	234,0	319,2	365,8

<b>Chỉ số TK/đơn bầy TC</b>			
CS thanh toán hiện hành	2,4	10,5	7,7
CS thanh toán nhanh	2,1	8,7	6,4
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,4	2,6
Nợ / Tài sản	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0
Nợ / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	385,3	0,0	0,0

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
<b>Bảng cân đối kế toán</b>			
+ Tiền và tương đương	82	64	177
+ Đầu tư TC ngắn hạn	182	250	203
+ Các khoản phải thu	22	40	26
+ Hàng tồn kho	46	85	91
+ Tài sản ngắn hạn khác	8	39	28
Tổng tài sản ngắn hạn	341	477	525
+ Tài sản dài hạn	381	379	431
+ Khấu hao lũy kế	-114	-135	-157
+ Tài sản dài hạn	267	245	274
+ Đầu tư tài chính dài hạn	30	136	144
+ Tài sản dài hạn khác	162	130	142
Tổng tài sản dài hạn	459	510	561
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>800</b>	<b>987</b>	<b>1.086</b>
+ Phải trả ngắn hạn	15	8	24
+ Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0
+ Phải trả ngắn hạn khác	126	37	45
Nợ ngắn hạn	141	45	68
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	170	456	504
Nợ dài hạn	170	456	504
<b>Tổng nợ</b>	<b>310</b>	<b>501</b>	<b>572</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
+ Thặng dư	4	4	4
+ Vốn điều lệ	200	200	200
+ LN chưa phân phối	286	282	310
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>490</b>	<b>486</b>	<b>514</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>800</b>	<b>987</b>	<b>1.086</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>			
Tiền đầu năm	137	82	64
Lợi nhuận sau thuế	56	61	46
+ Khấu hao lũy kế	22	23	25
+ Thay đổi vốn lưu động	21	79	102
+ Điều chỉnh khác	-43	-6	-1
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>56</b>	<b>158</b>	<b>171</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	-44	-47	-90
+ Đầu tư khác	-37	-68	47
<b>Tiền từ đầu tư</b>	<b>-81</b>	<b>-115</b>	<b>-43</b>
+ Cổ tức đã trả	-30	-38	-15
+ Tăng (giảm) vốn	0	-23	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-30</b>	<b>-61</b>	<b>-15</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-55	-19	113
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>82</b>	<b>64</b>	<b>177</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chênh lệch giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên**, Đặng Văn Pháp, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Tri Định, ext 149

**Chuyên viên**, Doãn Hải Phương, ext 171

**Chuyên viên**, Văn Đình Vỹ, ext 120

**Chuyên viên**, Dương Mỹ Thanh, ext 173

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.