

# Báo cáo phân tích SZC (MUA: +36%)

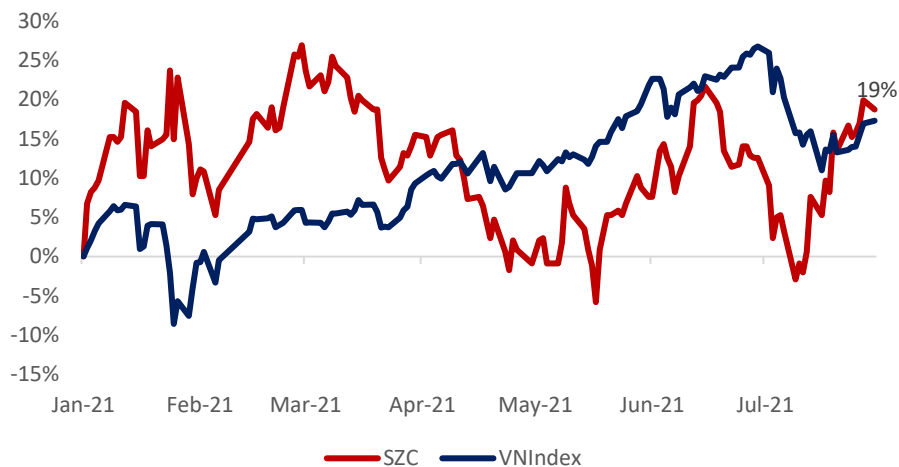
Hoàng Minh Thắng  
[thang.hm@tcsc.vn](mailto:thang.hm@tcsc.vn)

22/07/2021



Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	50,200
Thị giá hiện tại	37,000
Vùng giá mua an toàn	37,000
<b>Lợi nhuận tiềm năng</b>	<b>36%</b>
Giá thấp nhất 52 tuần	12,200
Giá cao nhất 52 tuần	43,000
GTGD trung bình	54 tỷ
Free float	30%
Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài	49%
Room nước ngoài	45%

## Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



## Tổng quan về cơ hội đầu tư:

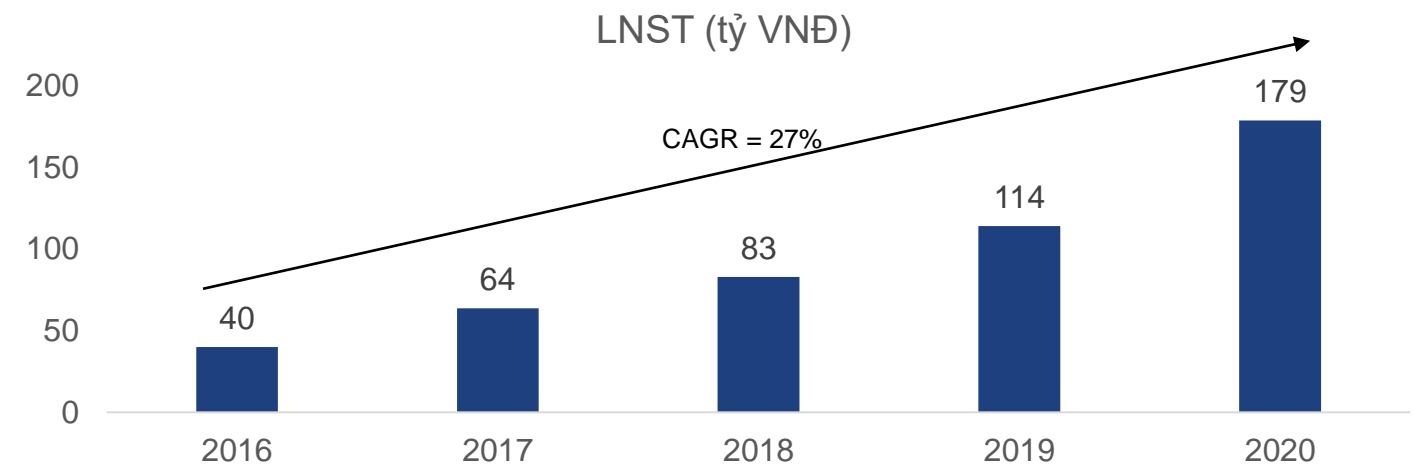
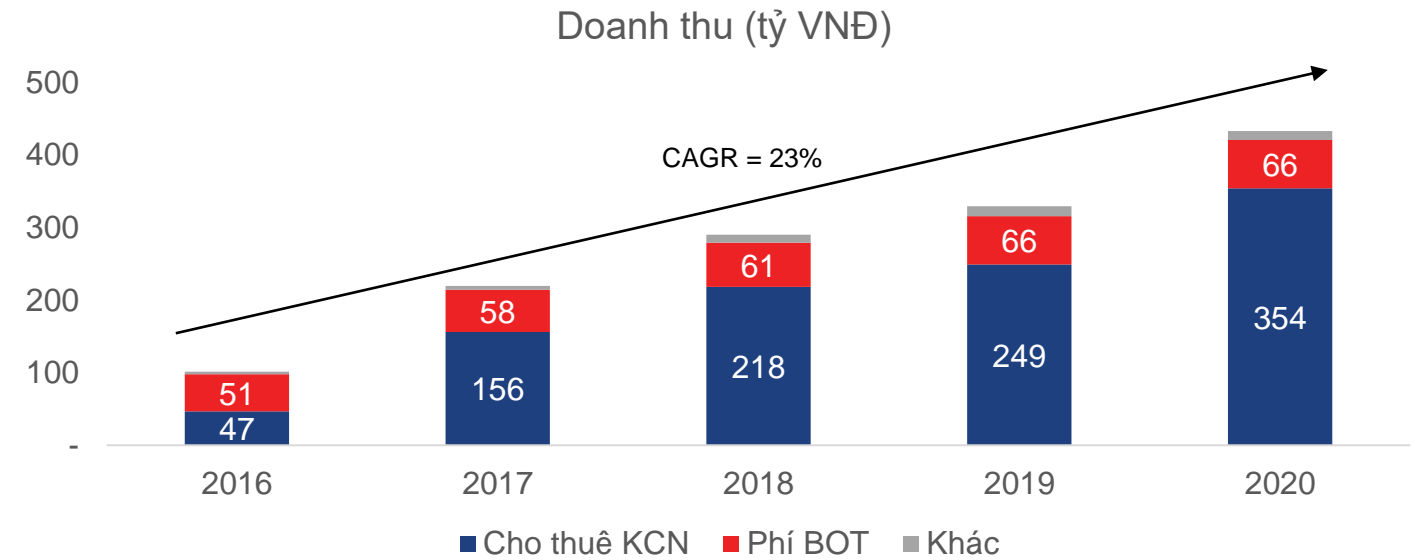
- Về HĐKD: 2 HĐKD đem lại thu nhập cho SZC là
  - Cho thuê KCN: Là động lực tăng trưởng chính, dòng tiền cho thuê hằng năm khoảng 500-550 tỷ (không gồm phí quản lý), tương ứng với diện tích cho thuê 50 ha/năm.
  - Thu phí đường bộ BOT: Lợi nhuận ổn định, khoảng 30 tỷ/năm
- Rủi ro: Tiến độ cho thuê chậm chạp, vì cơ sở hạ tầng khu vực kết nối KCN với cụm cảng Cái Mép & sân bay Long Thành tương lai chưa hoàn thiện

## Kết luận: MUA

- KCN Châu Đức có giá thuê hấp dẫn trong khu vực & chi phí đầu tư thấp, trong bối cảnh các KCN khác hoặc đã lấp đầy, hoặc giá thuê rất cao.
- Về dài hạn, SZC có gần 600 ha để phát triển khu dân cư. Trong ngắn hạn, KDC Hữu Phước (40ha) đã hoàn thành hạ tầng & sẵn sàng ghi nhận doanh thu 90 tỷ trong 2021.

Tổng quan doanh nghiệp		HSX: SZC
Ngành nghề kinh doanh	Hạ tầng, BĐS KCN	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1,000	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3,700	
ROE (2020)	13%	
Cổ tức tiền mặt (VNĐ/cp)	1,000	
Trailing P/E	15x	

Cơ cấu cổ đông	
Tổng công ty Sonadezi	46.8%
SZL	10%
Quý đầu tư phát triển Đồng Nai	2.8%
Khác	39.6%



**1. TIẾN ĐỘ CHO THUÊ SẼ ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ VỊ TRÍ, GIÁ THUÊ HẤP DẪN & QUAN HỆ SONADEZI**

**2. QUỸ ĐẤT KHU DÂN CƯ ĐANG ĐƯỢC KHAI THÁC, BẮT ĐẦU VỚI KDC HỮU PHƯỚC**

**3. CẬP NHẬT KQKD 6T 2021**

**4. KHUYẾN NGHỊ**

**1. TIẾN ĐỘ CHO THUÊ SẼ ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ VỊ TRÍ, GIÁ THUÊ HẤP DẪN & QUAN HỆ SONADEZI**

**2. QUỸ ĐẤT KHU DÂN CƯ ĐANG ĐƯỢC KHAI THÁC, BẮT ĐẦU VỚI KDC HỮU PHƯỚC**

**3. CẬP NHẬT KQKD 6T 2021**

**4. KHUYẾN NGHỊ**

KCN – đô thị Châu Đức	Diện tích	
	Gross	Net
Phân khu		
KCN	1,556	1,109
KDC	579	288
Sân golf & resort	152	106
<b>Quy mô tổng</b>	<b>2,288</b>	<b>1,504</b>

Quy hoạch sử dụng đất KCN Châu Đức	Diện tích (ha)	Tỷ lệ
<b>Đất xây dựng công nghiệp</b>	<b>1,104.44</b>	<b>70.97%</b>
• NMXN công nghệ cao	194.04	
• NMXN ít ô nhiễm, sạch	140.03	
• NMXN đa ngành	770.37	
<b>Đất kho bãi, cảng ICD</b>	<b>41.09</b>	<b>2.64%</b>
<b>Đất điều hành dịch vụ</b>	<b>1.95</b>	<b>0.13%</b>
<b>Đất tái định cư (phía bắc KCN)</b>	<b>2.83</b>	<b>0.18%</b>
<b>Đất công trình Hạ tầng kỹ thuật</b>	<b>16.62</b>	<b>1.07%</b>
<b>Đất cây xanh - mặt nước</b>	<b>170.06</b>	<b>10.93%</b>
<b>Đất giao thông</b>	<b>219.15</b>	<b>14.08%</b>
<b>Tổng cộng</b>	<b>1,556.14</b>	<b>100%</b>

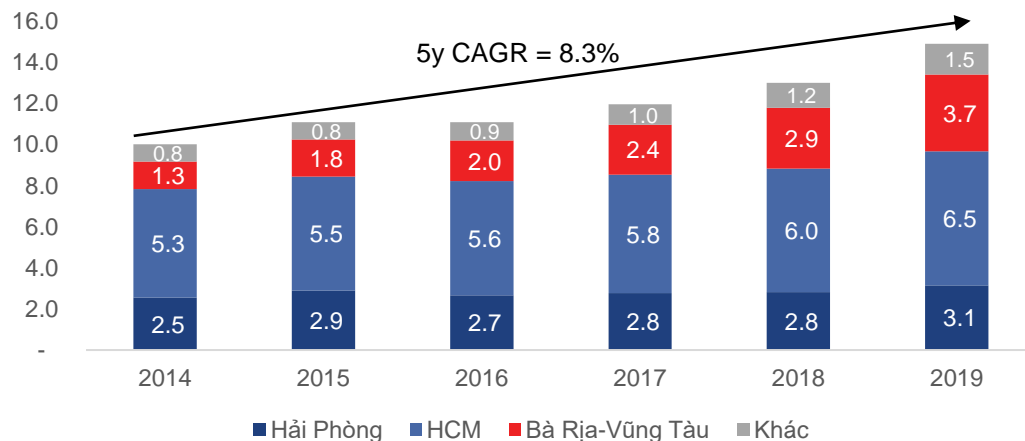
Các KCN ở Phú Mỹ, Mỹ Xuân vị trí gần cụm cảng Cái Mép & sân bay Long Thành thì có tỷ lệ lấp đầy cao hơn. 6T 2020, có 10/15 các KCN BR-VT đạt tỷ lệ lấp đầy trên 75%

TT	Tên các KCN	Chủ đầu tư	Năm thành lập	Khoảng cách tới cụm cảng Cái Mép (km)	Khoảng cách tới khu vực sân bay Long Thành (km)	Diện tích gross (ha)	Tỷ lệ lấp đầy 2020	Giá thuê 2020 (USD/m2/thời hạn)
1	Cái Mép	Saigoncons	2002	2	40	670	55%	80
2	Phú Mỹ 1	Izico	1998	2	40	959	100%	75
3	Phú Mỹ 2 Phú Mỹ 2 mở rộng	IDC	2005	2		623 400	77% 34%	75
4	Phú Mỹ 3 GD1 Phú Mỹ 3 GD2	CTCP Thanh Bình Phú Mỹ	2007	2	40	376 506	54% 0%	160
5	Mỹ Xuân A	IDC	2002	5	40	302	100%	65 (năm 2018)
6	Mỹ Xuân A2	Formosa	2001	7	35	422	94%	120
7	Mỹ Xuân B1 - Đại Dương	CTCP Đại Dương	2006	5	35	146		
8	Mỹ Xuân B1 - Conac	IDC	2011	7-10	35	212	100%	80
9	Mỹ Xuân B1 - Tiến Hùng	CT TNHH Tiến Hùng	2006	10	35	200		
10	<b>Châu Đức</b>	<b>SZC</b>	<b>2008</b>	<b>20</b>	<b>45-50</b>	<b>1,556</b>	<b>45%</b>	<b>60</b>
11	Đông Xuyên	Izico	N/A	40	80	161		
12	Dầu Khí Long Sơn	PXL	N/A			850		
13	Đất Đỏ 1	TID	2009		65	500		55
14	Long Hương		N/A			400		
15	Đá Bạc GD1	CTCP Đông Á Châu Đức	2015	35	50	295	95%	30

**Bà Rịa-Vũng Tàu là một trong những đầu mối logistics của cả nước, đem lại lợi thế cho việc sản xuất:**

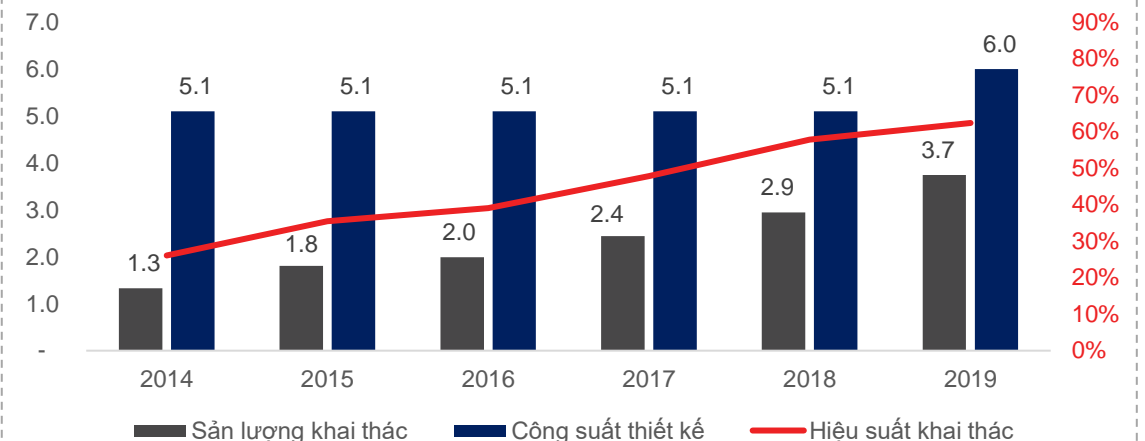
1. Lượng hàng container vận chuyển theo đường biển tại khu vực Bà Rịa-Vũng Tàu ghi nhận mức tăng trưởng bình quân 23%/năm (5y CAGR) do cụm cảng Cái Mép là cảng nước sâu, thuận lợi cho việc vận chuyển & lưu thông hàng hóa của các tàu container.
2. Cụm cảng Cái Mép-Thị Vải hiện là cụm cảng duy nhất ở Việt Nam có các chuyến tàu mẹ chở container đi thẳng châu Âu, châu Mỹ mà không phải trung chuyển qua nước thứ ba. Đây cũng là động lực để khu vực BR-VT hưởng lợi từ EV-FTA.
3. Hiện cụm cảng ở khu vực Cái Mép chỉ khai thác được khoảng 62% công suất thiết kế (2019). Nguyên nhân là do các nút thắt về:
  1. Kết nối cơ sở hạ tầng chưa đồng bộ: QL51, tuyến đường thuận lợi di nhất để các tỉnh thành miền nam di chuyển xuống BR-VT, hiện đang bị quá tải.
  2. Cơ chế chính sách phát triển & khai thác cảng biển: Hiện tại cảng Cái Mép - Thị Vải vẫn chưa có trung tâm kiểm tra hàng hoá tập trung, dẫn tới việc DN phải lấy mẫu gửi về các phòng thí nghiệm & trung tâm kiểm định chuyên ngành ở TP HCM => chờ tới khi có kết quả kiểm định mới được thông quan (thường mất 10-20 ngày) => tốn kém về thời gian & chi phí lưu kho bãi.

Lượng hàng container đường biển tại các khu vực (triệu TEU)



Nguồn: Hiệp hội cảng biển VN, TCSC tổng hợp

Công suất các cảng container tại khu vực Cái Mép (triệu TEU)



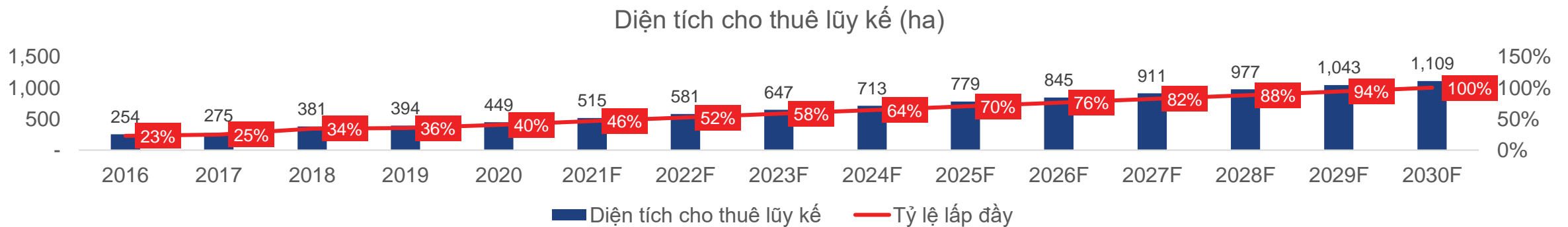
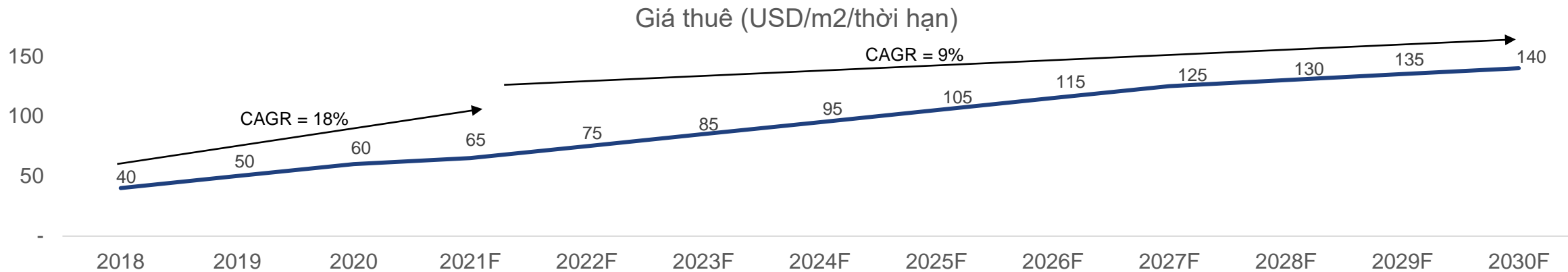
Nguồn: Hiệp hội cảng biển VN, Cảng vụ Vũng Tàu, TCSC tổng hợp





- KCN Châu Đức có vị trí tốt khi cách cảng Cái Mép chỉ 20-25 km, tương ứng khoảng 30 phút di chuyển.
- Khi sân bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu & các công trình hạ tầng liên vùng được hoàn thiện (dự kiến 2025), các KCN ở BR-VT nói chung & KCN Châu Đức sẽ càng trở nên hấp dẫn đối với khách thuê.

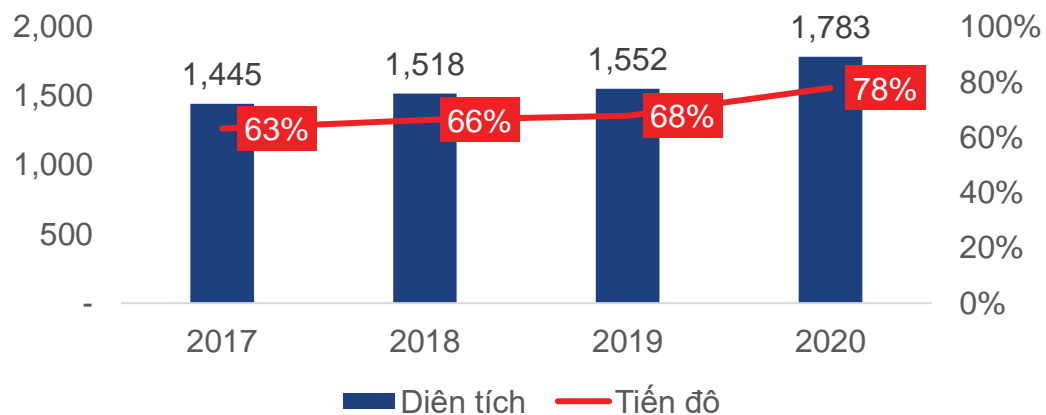
# TIẾN ĐỘ LẤP ĐẦY CÒN CHẬM, NHƯNG CÓ THỂ CẢI THIỆN



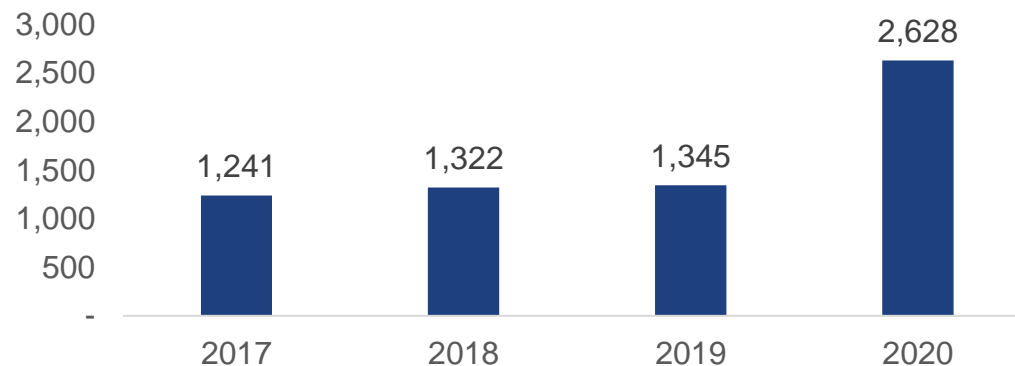
- TCSC thận trọng dự phóng giá thuê sẽ tăng 9%/năm trong 10 năm tới, cũng như giả định việc KCN Châu Đức sẽ hoàn thành việc lấp đầy trong vòng 10 năm tới (bình quân mỗi năm cho thuê được 66ha). Thực tế, với giá thuê rẻ & mối quan hệ với các công ty phát triển BĐS KCN chung tập đoàn mẹ Sonadezi (cụ thể là D2D), SZC có thể bán sỉ các lô đất cho các nhà đầu tư trên để thu tiền sớm & lấy vốn đầu tư cho quỹ đất khu dân cư.
- Bên cạnh đó, việc sân bay Long Thành & cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu hoàn thành đúng tiến độ (2025) cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu sản xuất, góp phần giúp giá đất & tỷ lệ lấp đầy tăng nhanh hơn

# VIỆC ĐỀN BÙ ĐỀN BÙ GPMB CÓ THỂ SỚM ĐƯỢC HOÀN TẤT

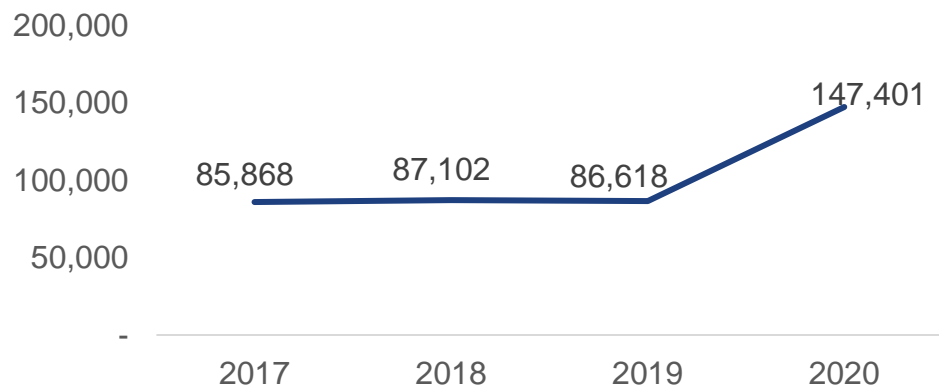
Diện tích đền bù GPMB lũy kế của KCN-ĐT Châu Đức (ha)



Chi phí đền bù GPMB lũy kế của KCN-ĐT Châu Đức (tỷ)



Lũy kế chi phí đền bù (VNĐ/m<sup>2</sup>)



- Trong 3 năm qua, khu vực Châu Đức có hiện tượng sốt đất & chi phí đền bù giải phóng mặt bằng của SZC tăng gấp 5 lần, từ khoảng 1.1 tỷ/ha (2018) lên hơn 5 tỷ/ha (2020)
- Do đó, BLĐ SZC đang đẩy mạnh công tác hoàn tất việc đền bù GPMB để tránh việc sốt đất làm đội vốn chi phí đầu tư lên cao về lâu dài.
- Ở khía cạnh tích cực, việc sốt đất cũng giúp cho các dự án dân cư SZC khi mở bán được giá tốt, trong khi SZC đã hoàn thành đền bù GPMB

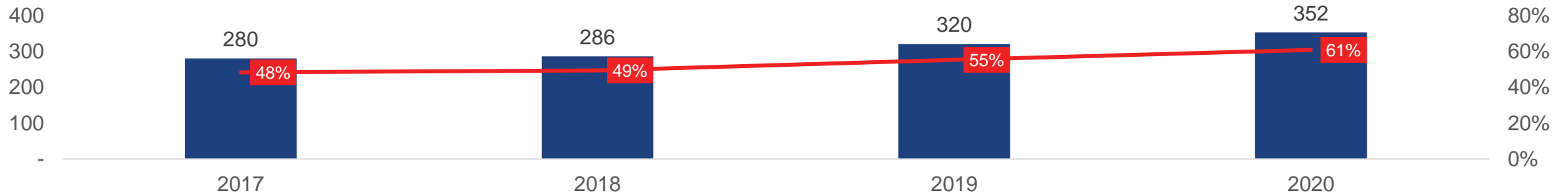
**1. TIẾN ĐỘ CHO THUÊ SẼ ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ VỊ TRÍ, GIÁ THUÊ HẤP DẪN & QUAN HỆ SONADEZI**

**2. QUỸ ĐẤT KHU DÂN CƯ ĐANG ĐƯỢC KHAI THÁC, BẮT ĐẦU VỚI KDC HỮU PHƯỚC**

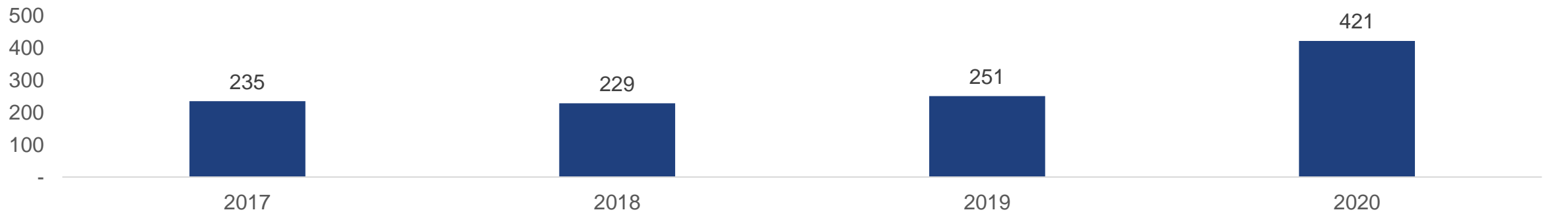
**3. CẬP NHẬT KQKD 6T 2021**

**4. KHUYẾN NGHỊ**

Diện tích KDC đã đền bù GPMB (ha)



Chi phí đền bù GPMB KDC lũy kế (tỷ)



- Cuối năm 2020, SZC đã hoàn thành GPMB khoảng 352ha (60% diện tích KDC). Trong đó, khoảng 329ha đã có sổ. Lũy kế chi phí đền bù bình quân là 120,000/m<sup>2</sup>, theo số liệu công bố của SZC & TCSC ước tính
- TCSC cho rằng việc triển khai nhanh các dự án KDC sẽ là động lực tăng giá đối với cổ phiếu SZC, trong bối cảnh đất nền khu vực Châu Đức đang tăng rất nhanh (chúng tôi quan sát tăng 40-50%/năm). Điều kiện cần là việc đẩy nhanh tiến độ cho thuê các KCN để có vốn vay & đầu tư các KDC sớm.

KDC Hữu Phước	
Diện tích khuôn viên (ha)	40.5
Diện tích thương phẩm (ha)	17.7
Tổng doanh thu ước tính (tỷ)	3,116
Tổng mức đầu tư, theo ban lãnh đạo (tỷ)	652
Tổng mức đầu tư, theo TCSC dự phòng	848

- Quý 1 2021, SZC đã hoàn thành cơ bản xây dựng cơ sở hạ tầng cho dự án này. Tuy vậy, sau 6T 2021, SZC vẫn chưa thực hiện mở bán & bàn giao sản phẩm.
- BLĐ đã chia sẻ dự kiến ghi nhận 90 tỷ doanh thu từ dự án này trong 2021 & TCSC cho rằng nguồn doanh thu này sẽ tới từ những căn shophouse (đơn giá khoảng 6 tỷ/căn, chưa gồm VAT).
- TCSC cho rằng SZC sẽ hoàn thiện bàn giao các sản phẩm dự án trên trong 10 năm từ 2021 – 2030.

**1. TIẾN ĐỘ CHO THUÊ SẼ ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ VỊ TRÍ, GIÁ THUÊ HẤP DẪN & QUAN HỆ SONADEZI**

**2. QUỸ ĐẤT KHU DÂN CƯ ĐANG ĐƯỢC KHAI THÁC, BẮT ĐẦU VỚI KDC HỮU PHƯỚC**

**3. CẬP NHẬT KQKD 6T 2021**

**4. KHUYẾN NGHỊ**

	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021
<b>Doanh thu</b>	<b>121</b>	<b>153</b>	<b>89</b>	<b>71</b>	<b>178</b>	<b>224</b>
KCN	103	134	69	48	175	222
BOT	15	16	17	18	-	-
Khác	2	4	2	4	4	3
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>65</b>	<b>89</b>	<b>51</b>	<b>28</b>	<b>107</b>	<b>150</b>
KCN	(47)	(53)	(26)	(26)	(67)	(71)
BOT	(7)	(7)	(9)	(12)	(1)	-
Khác	(2)	(3)	(2)	(5)	(3)	(4)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>59</b>	<b>79</b>	<b>43</b>	<b>19</b>	<b>97</b>	<b>130</b>
Thu nhập tài chính	3	8	4	6	2	2
Chi phí lãi vay	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Thu nhập khác	2	0	0	5	0	4
LNTT	62	85	45	28	97	135
<b>LNST</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	<b>37</b>	<b>24</b>	<b>80</b>	<b>109</b>
<i>Tăng trưởng LNST</i>					<i>+48%</i>	<i>+53%</i>

- 6T 2020, lợi nhuận SZC tăng hơn 50% so với cùng kỳ dù không có khoản thu từ BOT đường 768 (bị dừng hoạt động để nâng cấp trạm thu phí).
- TCSC cho rằng nhờ ghi nhận những dự án có giá chào thuê cao từ cuối năm 2020 giúp doanh thu lẫn biên lãi gộp của SZC tăng, nhờ đó lợi nhuận cũng tăng theo.
- Dự kiến trong H2 2021, SZC sẽ ghi nhận 90 tỷ doanh thu BĐS KDC Hữu Phước



**1. TIẾN ĐỘ CHO THUÊ SẼ ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ VỊ TRÍ, GIÁ THUÊ HẤP DẪN & QUAN HỆ SONADEZI**

**2. QUỸ ĐẤT KHU DÂN CƯ ĐANG ĐƯỢC KHAI THÁC, BẮT ĐẦU VỚI KDC HỮU PHƯỚC**

**3. CẬP NHẬT KQKD 6T 2021**

**4. KHUYẾN NGHỊ**

<b>SOTP</b>		
KCN	FCFF	5,221
BOT	DCF	218
KDC Hữu Phước	FCFF	929
Các khoản đầu tư khác	BV	95
Quỹ đất KDC còn lại	BV	421
Tiền ròng	BV	(1,959)
Giá trị cổ phần	tỷ VNĐ	5,023
Số lượng cổ phiếu	triệu	100
<b>Fair value</b>	<b>VNĐ</b>	<b>50,227</b>
Market value		37,000
<b>Upside</b>		<b>36%</b>

#### Các động lực tăng giá căn theo dõi của SZC:

1. Tiến độ cho thuê KCN Châu Đức & bàn giao KDC Hữu Phước
2. Tiến độ đầu tư đền bù GPMB & xây dựng hạ tầng

#### Rủi ro:

Rủi ro tài chính khiến SZC có thể phải phát hành cổ phiếu để tăng vốn đầu tư, gây pha loãng. Chúng tôi nhận thấy SZC hiện tại vay nợ đang khá cao (gần 2,200 tỷ) trong khi đã thế chấp gần hết quyền sử dụng đất. Trong khi đó, theo TCSC ước tính riêng, SZC cần khoảng 4,000 tỷ để hoàn thành việc XD/CB hạ tầng & đền bù GPMB KCN Châu Đức. Do đó, việc phát hành cổ phiếu là cần thiết, nếu SZC không thực hiện việc bàn giao KCN nhanh, để lấy vốn tái đầu tư..

- Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.
- Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.
- TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.
- 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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)