

KHUYẾN NGHỊ		MUA		CÔNG TY CỔ PHẦN SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX: SZC) NỀN TẢNG VỮNG CHẮC HƯỚNG TỚI TƯƠNG LAI		
Giá hiện tại:	37,400	Ngày viết báo cáo:	27/09/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG		
Giá mục tiêu trước:	32,200	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	180	TCT CTCP PHÁT TRIỂN KCN	46.8%	
Giá mục tiêu mới:	44,500	Vốn hóa (tỷ VND)	6,624	CTCP SONADEZI LONG	10.1%	
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	0.92	THÀNH		
Tiềm năng tăng giá	19%	Sở hữu nước ngoài	2.78%			

Bộ phận Research:

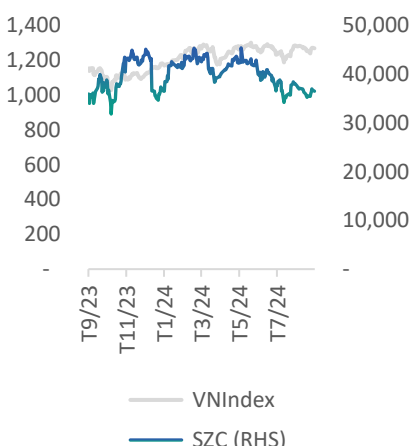
Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpq@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với **Báo cáo cập nhật gần nhất**, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SZC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **44,500 VNĐ/CP** (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 26/09/2024) với WACC = 11%, P/B mục tiêu = 1.5x. So với Báo cáo trước đó, BSC tăng +36% giá mục tiêu chủ yếu đến từ:

- BSC tăng +22% giá trị của dự án KCN Châu Đức do BSC tăng tốc độ tăng giá cho thuê từ 9% lên 12% trong giai đoạn 2023 – 2025 do giá thực tế cao hơn dự báo của BSC.
- BSC bổ sung giá trị sổ sách dự án Bất động sản đầu tư. (Giá trị sổ sách = 1,020 tỷ VNĐ)

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Ngoài ra, BSC điều chỉnh tăng WACC từ 9% - 10% lên 11% và giảm P/B mục tiêu cho dự án KĐT Châu Đức từ 1.8x xuống 1.5x để phản ánh rủi ro FDI chậm và rủi ro triển khai dự án KĐT.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2024 – 25

Trong năm 2024, SZC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,210 tỷ VNĐ (+48% yoy), LNST – CĐTĐ đạt 435 tỷ VNĐ (+99% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,419 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 15.6, P/B FWD 2024 = 2.0x, chủ yếu nhờ bàn giao 40 ha dự án KCN Châu Đức và 16 căn Shophouse KDC Hữu Phước.

Trong năm 2025, SZC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,385 tỷ VNĐ (+14% yoy), LNST – CĐTĐ đạt 527 tỷ VNĐ (+21% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 2,930 VNĐ/CP, P/E FWD 2025 = 12.9x, P/B FWD 2024 = 1.7x, chủ yếu nhờ bàn giao 30 ha dự án KCN Châu Đức và 40 căn Shophouse KDC Hữu Phước.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- BSC duy trì kỳ vọng giá cho thuê KCN Châu Đức sẽ tiếp tục tăng trưởng 12% trong 2 năm tới** nhờ (1) hạ tầng giao thông hoàn thiện, (2) giá cho thuê BRVT rẻ tương đối so với các tỉnh phía Nam.
- BSC kỳ vọng SZC sẽ cho thuê 30 – 40 ha đất/năm trong 2 năm tới** nhờ (1) hưởng lợi từ hệ sinh thái Tripod (2) FDI tại BRVT tăng, (3) Quy đất từ các KCN hiện hữu BRVT không còn nhiều.
- Điểm rơi bàn giao KDC Hữu Phước 1 vào năm 2025** nhờ GPMB xong 2.8 ha, hoàn tất hạ tầng.

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	13.9	21.7	15.6	12.9
PB (x)	1.8	2.7	2.0	1.7
PS (x)	3.1	5.8	5.6	4.9
ROE (%)	13%	13%	13%	14%
ROA (%)	3%	3%	5%	5%

KQKD	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	859	818	1,210	1,385
Lợi nhuận gộp	310	350	640	752
NPATMI	198	219	435	527
EPS	1,980	1,824	2,419	2,930
Tăng trưởng EPS	-39%	-8%	33%	21%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2024 – GIÁ CHO THUÊ ĐẤT TĂNG

Hình 1: Tóm tắt KQKD của SZC trong 1H.2024

BC KQKD	Q2.2023	Q2.2024	% YoY	1H.2023	1H.2024	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	288	262	-9%	351	476	36%	<p>Lũy kế 1H.2024, SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 476 tỷ (+36% YoY), lợi nhuận 167 tỷ (+56% YoY). Trong đó:</p> <ol style="list-style-type: none"> Mảng khu công nghiệp: Doanh thu đạt 427 tỷ VNĐ (+47% yoy) đến từ: (1) Giá cho thuê đất tăng (+25% yoy). (2) Diện tích cho thuê đất ước tính 18 ha (+15% yoy). Mảng khu dân cư: Doanh thu đạt 13 tỷ VNĐ (-61% yoy) đến từ bàn giao 2-3 căn dự án KDC Hữu Phước. BSC đánh giá tiến độ bàn giao tương đối chậm. Nguyên nhân có thể do chưa hoàn thiện nghiệm thu hạ tầng. Biên lợi nhuận gộp đạt 52%, tăng 3 điểm % chủ yếu nhờ giá cho thuê đất tăng. <p>Như vậy, lũy kế 1H.2024, SZC hoàn thành 54% kế hoạch về doanh thu và 73% kế hoạch về lợi nhuận. Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ (+56% yoy) chủ yếu nhờ diện tích bàn giao +15% yoy, và giá đất + 15-19% yoy.</p>
Cho thuê đất	264	233	-12%	290	427	47%	
Golf nhà hàng	9	13	46%	22	26	20%	
Khu dân cư	12	11	-10%	33	13	-61%	
Khác	4	5	42%	6	10	65%	
Giá vốn	(150)	(113)	-25%	(179)	(228)	27%	
Lãi gộp	138	150	9%	172	248	44%	
Cho thuê đất	142	144	1%	160	250	57%	
Golf nhà hàng	(11)	(2)	-86%	(10)	(11)	12%	
Khu dân cư	9	7	-21%	26	8	-68%	
Khác	(3)	(0)	-96%	(5)	(0)	-100%	
Doanh thu tài chính	2	1	-34%	3	4	29%	
Chi phí tài chính	(12)	(10)	-16%	(24)	(20)	-18%	
Trong đó: Lãi vay	(12)	(9)	-28%	(24)	(18)	-25%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(1)	(0)	-46%	(1)	(0)	-66%	
CP QLDN	(7)	(13)	80%	(16)	(23)	39%	
Lãi từ HĐKD	119	127	6%	134	209	57%	
Thu nhập khác, ròng	0	(0)	-125%	0	(0)	-158%	
EBT	119	126	6%	134	209	56%	
Thuế TNDN	(23)	(24)	3%	(26)	(42)	59%	
NPAT	96	102	7%	108	167	55%	
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-	
NPATMI	96	102	7%	108	167	55%	
Biên lợi nhuận gộp	48%	57%	9%	49%	52%	3%	
Cho thuê đất	54%	62%	8%	55%	59%	3%	
Golf nhà hàng	-118%	-12%	107%	-44%	-41%	3%	
Khu dân cư	77%	67%	-10%	79%	65%	-14%	
Khác	-71%	-2%	69%	-77%	0%	77%	
Biên lợi nhuận ròng	33.3%	39.0%	6%	30.7%	35.1%	4%	

Nguồn: SZC, BSC Research tổng hợp

Hình 2: Danh sách các dự án đầu tư tại KCN Châu Đức trong 1H.2024

TT	Dự án	Quốc gia	Vốn đăng ký (triệu USD)	Diện tích sử dụng đất (ha)	Tình trạng
1	Nhà máy Electronic Tripod Việt Nam	Đài Loan	250	18	Đã bàn giao trong Quý 3.2024
2	Nhà máy linh phụ kiện tháp điện gió	n.a	3	5-10*	
3	Nhà máy sản xuất thiết bị nâng hạ kính ô tô	n.a	8	-	Đã bàn giao
4	Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử Shen Ming	Trung Quốc	8	2.2	Đã bàn giao trong Quý 1.2024
5	Dự án Công ty TNHH Việt Nam Mingyue	Trung Quốc	14	1.8	
6	Dự án Công ty TNHH Minglei (Việt Nam)	Trung Quốc	12	Chưa có thông tin	
7	Nhà máy sản xuất Công ty TNHH Công nghệ chế biến ống Hùng Văn	Trung Quốc	0.8	5-8*	
8	Dự án Công ty TNHH Electromechanical Technology Jinmazhi (Vietnam)	Trung Quốc	4	Chưa có thông tin	
9	Nhà máy sản xuất đá thạch anh nhân tạo Công ty TNHH Youngwire VT	Hàn Quốc	10	5.6	Đã bàn giao trong Quý 1.2024
10	Công ty TNHH Circular Plastics Việt Nam	Singapore	1.2	5-10*	Đã bàn giao trong Quý 2.2024
11	Nhà máy sản xuất giày dép, dụng cụ sản xuất giày dép và dụng cụ thể thao	n.a	8	0	
12	Dự án Richbase (Việt Nam)	Đài Loan	5	5.9	
13	Nhà máy sản xuất ván ép container – Tập đoàn Hòa Phát	Việt Nam	28	6	
14	Nhà máy sản xuất kết cấu thép kỹ thuật cao HTSB	Việt Nam	34	7.6	Đã bàn giao trong Quý 1.2024
15	Dự án 06 Nhà xưởng cho thuê - D2D	Việt Nam	11	2.54	Đã bàn giao trong Quý 1.2024

*Số liệu BSC tham khảo ở các dự án có tính chất ngành nghề tương đương

Nguồn: BSC Research tổng hợp

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H.2024 – BÀN GIAO 18 HA TRIPOD TRONG QUÝ 3 + KDC HỮU PHƯỚC TRONG QUÝ 4

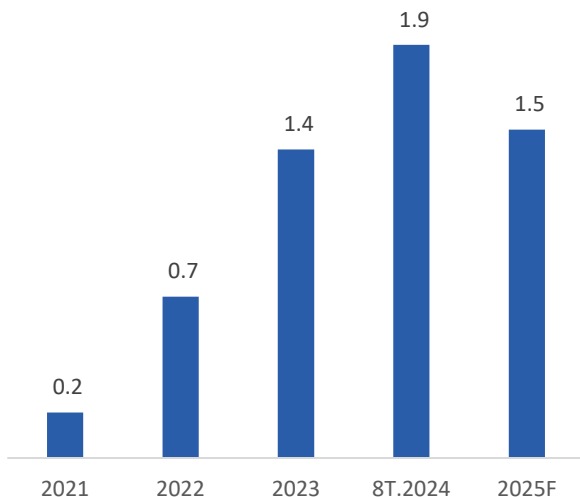
- BSC kỳ vọng SZC sẽ tiếp tục bàn giao 25 ha đất KCN trong 2H.2024, trong đó, 18 ha đến từ dự án Electronic Tripod sẽ được bàn giao trong Quý 3.2024.
- BSC kỳ vọng ghi nhận thêm 10 – 15 căn từ KDC Hữu Phước trong 2H.2024 nhờ đẩy mạnh GPMB, nghiệm thu hạ tầng.

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – GIÁ CHO THUÊ TĂNG

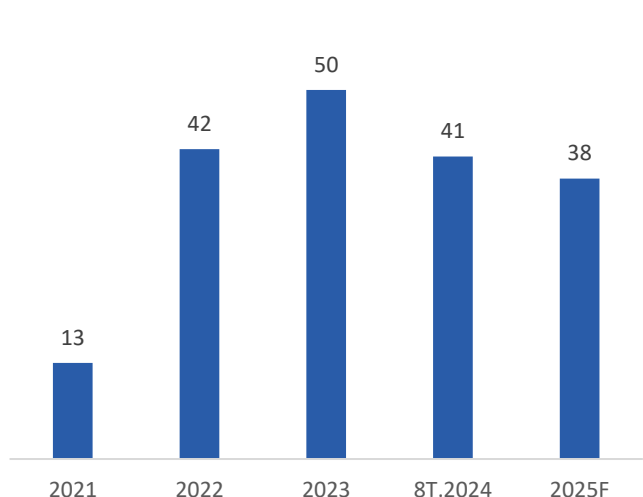
Luận điểm 1: BSC kỳ vọng SZC sẽ cho thuê 30 – 40 ha đất/năm trong 2 năm tới nhờ:

- Với việc kéo được Electronic Tripod, SZC sẽ thu hút thêm các doanh nghiệp vệ tinh phụ trợ đi kèm.** BSC ước tính có 30 doanh nghiệp phụ trợ theo Electronic Tripod – chủ yếu sẽ là các công ty sản xuất nguyên vật liệu cho bo mạch điện tử PCB, có nhu cầu thuê từ 3-5 ha KCN. Theo Ban lãnh đạo chia sẻ tại ĐHCĐ năm 2024, bản thân SZC cũng đang tích cực đẩy mạnh đền bù GPMB, xóa đất da beo để dành đất cho thu hút Tripod cũng như các doanh nghiệp phụ trợ kèm.
- FDI vào Vũng Tàu kỳ vọng vẫn sẽ duy trì khả quan trong năm 2025.** Trong 8T.2024, tổng vốn đầu tư đăng ký FDI đạt 1.9 tỷ USD (+3.35 lần so với cùng kỳ năm 2023). Đây là mức tăng trưởng FDI đột biến khi so sánh với giai đoạn 2021 – 2023 (Tổng vốn đăng ký FDI: 0.2 – 0.7 tỷ USD/năm). Sang năm 2025, BSC cho rằng xu hướng FDI vào Vũng Tàu vẫn duy trì khả quan nhờ: (1) Thứ nhất, nỗ lực UBND tích cực thu hút đầu tư thông qua các chương trình xúc tiến, (2) Thứ hai, BSC nhấn mạnh lại hạ tầng cải thiện, đi kèm giá cho thuê rẻ tương đối so với các tỉnh ở Khu vực phía Nam là lợi thế lớn để Vũng Tàu thu hút FDI về (Chi tiết Luận điểm 2). Trong năm 2025, UBND tỉnh Vũng Tàu đặt kế hoạch tổng vốn đầu tư đăng ký FDI đạt 1.5 tỷ USD – tương đương kế hoạch 2023 – 24.

Hình: Tổng vốn đầu tư đăng ký FDI (tỷ USD)



Hình: Số lượng dự án đăng ký FDI



Nguồn: BSC Research tổng hợp

- SZC hưởng lợi lớn nhất từ FDI tại Bà Rịa - Vũng Tàu do quỹ đất các KCN hiện hữu ở Vũng Tàu không còn nhiều.** Cụ thể, đa số các khu công nghiệp hiện tại đều có tỷ lệ lấp đầy cao (>70% - 80%) (Chi tiết tại Bảng 5), và được quy hoạch các ngành Công nghiệp nặng, Vật liệu xây dựng, Hóa chất, Phân bón. Do đó, với việc (1) quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê lớn (500 ha), (2) sở hữu vị trí tốt (nằm ở nút giao cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu – đường 991B), BSC cho rằng KCN Châu Đức (SZC) sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ từ FD tại Vũng Tàu.

Hình 3: Cập nhật dự án hạ Khu công nghiệp tại Vũng Tàu – đa số có tỷ lệ lấp đầy cao

TT	Dự án hạ tầng	Địa điểm	Tổng diện tích	Diện tích đất CN	Diện tích đất CN còn lại	Tỷ lệ lấp đầy	Ngành nghề quy hoạch/tình trạng
A KHU CÔNG NGHIỆP CÓ TỶ LỆ LẤP ĐẦY >70%							
1	KCN Phú Mỹ 1	Phú Mỹ	951	765	-	100%	Công nghiệp nặng, hóa chất, phân bón
2	KCN Mỹ Xuân B1 Conac	Phú Mỹ	212	158	-	100%	Vật liệu xây dựng, dệt, điện tử, chế biến
3	KCN Mỹ Xuân A	Phú Mỹ	302	232	-	100%	Vật liệu xây dựng, dệt, điện tử, chế biến
4	KCN Mỹ Xuân A2	Phú Mỹ	422	285	-	100%	May mặc
5	KCN Đá Bạc	Châu Đức	295	194	-	100%	Công nghiệp chung
6	KCN Đông Xuyên	Vũng Tàu	168	131	-	100%	Công nghiệp chung
7	KCN Phú Mỹ 2 & 2MR	Phú Mỹ	1,021	627	70	85%-62%	Lắp ráp điện tử, vật liệu xây dựng
8	KCN Phú Mỹ 3	Phú Mỹ	803	513	103	>80%	Công nghiệp nặng, công nghiệp phụ trợ, Logistics
9	KCN Mỹ Xuân B1 Tiến Hùng	Phú Mỹ	200	140	42	70%	Cơ khí, công nghiệp nhẹ, lắp ráp điện tử, vật liệu xây dựng
B KHU CÔNG NGHIỆP CÓ TỶ LỆ LẤP ĐẦY <70%							
10	KCN Cái Mép	Phú Mỹ	670	449	180	60%	Công nghiệp nặng, hóa chất, phân bón
11	KCN Châu Đức	Châu Đức	1,556	1,109	530	>50%	Công nghệ cao, điện tử
12	KCN Mỹ Xuân B1 Đại Dương	Phú Mỹ	146	92	46	50%	Cơ khí, công nghiệp nhẹ, lắp ráp điện tử, vật liệu xây dựng
13	KCN Đất Đỏ 1	Đất Đỏ	496	330	200	40%	
C KHU CÔNG NGHIỆP TRONG QUY HOẠCH, CHƯA XÂY DỰNG							
14	KCN Long Hương (Vạn Thương)	Châu Đức	400	-	-	-	Chưa xây dựng
15	KCN – ĐT HD	Phú Mỹ	450	-	-	-	Chưa xây dựng
16	Mỹ Xuân B1 – Conac MR	Phú Mỹ	110	85	85	-	Chưa xây dựng, vừa được chấp thuận chủ trương đầu tư trong Quý 3.2024
17	Long Sơn	Vũng Tàu	850	-	-	-	Chưa xây dựng
	TỔNG		9,052	5,110	1,256		

Nguồn: BSC Research cập nhật

Trong năm 2024, BSC dự báo SZC sẽ ghi nhận 42 ha từ dự án KCN Châu Đức, tương ứng với doanh thu đạt 1,050 tỷ VNĐ dựa trên: (1) 1H.2024, Công ty ghi nhận ước tính 18 – 20 ha, (2) 2H.2024, Công ty sẽ ghi nhận tối thiểu 18 ha từ bàn giao Tripod. **Sang năm 2025, BSC dự báo SZC sẽ ghi nhận 35 ha từ dự án KCN Châu Đức, tương ứng với doanh thu đạt 980 tỷ VNĐ.** Dự báo của BSC đã được đảm bảo bởi tổng giá trị hợp đồng đã ký và MOU tại cuối năm 2024 ước tính là 25 ha.

Luận điểm 2: BSC duy trì kỳ vọng giá cho thuê KCN Châu Đức sẽ tiếp tục tăng trưởng 12% trong 2 năm tới nhờ:

1. Hạ tầng giao thông của tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ngày càng đồng bộ.

- Nhìn lại giai đoạn trước năm 2020, mặc dù có lợi thế về cảng Cái Mép – Thị Vải, nhưng các KCN ở Vũng Tàu thu hút FDI chậm hơn so với các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Bình Dương, ... do thiếu hạ tầng kết nối, (phụ thuộc chủ yếu vào Quốc lộ 51), dẫn đến chi phí Logistics cao.
- Tuy nhiên, trong 3 năm gần đây, Chúng tôi nhận thấy nút thắt đang được giải quyết tốt khi (1) hạ tầng khu vực phía Nam nói chung và (2) hạ tầng kết nối của Vũng Tàu đã cải thiện lên đáng kể. Chẳng hạn như các dự án Cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu (2023 -26), cầu Phước An (2023 – 27).

=> BSC cho rằng đây là yếu tố then chốt giúp đảo ngược xu hướng FDI vào Vũng Tàu, và duy trì giá cho thuê tại KCN Châu Đức tiếp tục tăng trong 2-3 năm tới.

Hình 4: Cập nhật dự án hạ tầng kết nối tại Vũng Tàu

TT	Dự án hạ tầng	Thời gian	Mục tiêu kết nối	Tiến độ cập nhật tại T9.2024
1	Cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu	2023 – 2026	- Kết nối TP. HCM, Đồng Nai với Vũng Tàu, - Kết nối với cao tốc Long Thành Dầu Giây	- Dự án thành phần 3 (Đoạn Vũng Tàu) dự kiến thông xe T4/2025. - Dự án thành phần 2 (Đoạn Đồng Nai) đang chậm GPMB, dự kiến bàn giao 100% mặt bằng trong năm 2024.
2	Cầu Phước An	2023 – 2027	- Kết nối Cái Mép – Thị Vải với Nhơn Trạch (Đồng Nai), cao tốc Bến Lức Long Thành đi miền Tây	- Đang đúng tiến độ, đang thi công đường dẫn, và chân cầu.
3	Đường 991B	2018 – 2024	- Kết nối Quốc lộ 51 với hệ thống cảng Cái Mép	- Dự kiến thông xe T9/2024
4	Đường Long Sơn – Cái Mép	2020 – 2025	- Kết nối đường 991B với KCN Long Sơn	- Đang triển khai GPMB
5	Vành đai 4	-	- Kết nối Vũng Tàu với Đồng Nai, Bình Dương, Long An, TP. HCM	Đã hoàn thành Báo cáo nghiên cứu khả thi, đang xây dựng phương án vốn
6	Nâng cấp đường Hội Bài – Châu Pha – Đà Bạc – Phước Tân	-	- Kết nối nội tỉnh	Đã phê duyệt chủ trương đầu tư

Nguồn: BSC Research cập nhật

2. **Dư địa để tăng giá Khu công nghiệp ở Vũng Tàu còn rất lớn.** Hiện tại, giá khu công nghiệp ở Vũng Tàu dao động ở mức 100 – 140 USD/m² (KCN Châu Đức: 100 USD/m², Phú Mỹ 2: 140 USD/m²), thấp hơn 15-35% so với các tỉnh lân cận như Bình Dương (Nam Tân Uyên 3: 140 – 150 USD/m², Mỹ Phước 2,3: 170 -200 USD/m²), Đồng Nai (Nhơn Trạch: 160 – 170 USD/m²). (Chi tiết tham khảo thêm tại [Báo cáo trước đó](#)). So với Báo cáo trước đó, giá cho thuê tại KCN Châu Đức đang cao hơn 5% so với dự báo của BSC. Với việc (1) hạ tầng của Vũng Tàu đang tốt lên đáng kể như phân tích kể trên, (2) mức giá cho thuê rẻ hơn tương đối so với các tỉnh lân cận, BSC cho rằng giá KCN tại Vũng Tàu sẽ tiếp tục tăng và chênh lệch về giá sẽ thu hẹp dần trong 2-3 năm tới.

Trên cơ sở đó, BSC xây dựng kịch bản giá KCN Châu Đức tăng +12% yoy trong năm 2025 – 2026, và sau đó +5% -6% yoy từ 2027 trở đi.

Hình 5: Dự báo giá cho thuê KCN Châu Đức

Năm	2022	2023	2024	2025	2026	2027 trở đi
Giá cho thuê (USD/m ²)	65	80	100	112	125	
Giá cho thuê (tỷ VND/ha)	15	20	25	28	31	
% YoY		+33%	+25%	+12%	+12%	+5%-6%

Nguồn: BSC Research dự báo

Luận điểm 3: Điểm rơi bàn giao của Khu đô thị Hữu Phước Giai đoạn 1 và NOXH vào năm 2025.

SZC đang sở hữu 2 dự án Bất động sản dân cư là Khu dân cư Hữu Phước (40.5 ha) và Khu đô thị Châu Đức (498 ha). Chi tiết tiến độ như sau:

Hình 6: Cập nhật tiến độ dự án Khu dân cư Hữu Phước và KĐT Châu Đức

▪ **Khu dân cư Hữu Phước:**

TT	Sản phẩm	Số lượng căn	Giá bán (triệu VNĐ/m ²)	Tình trạng
1	Giai đoạn 1			
	- Shophouse (224 m ²)	94	25-27 (5.8 – 6 tỷ VNĐ)	Đã mở bán 94/94 căn, tỷ lệ hấp thụ >80% trong năm 2022 – 2023. Qua quan sát của BSC, GĐ 1 đã xây xong, hoàn thiện mặt ngoài. BSC ước tính SZC đã bàn giao 25 căn trong giai đoạn 2022 – 2023.
	- Nhà liền kề (196 m ²)	126		-
	- Nhà liền kề (175 m ²)	141		-
2	Giai đoạn 2			
	- Shophouse (224 m ²)	70	25-27 (5.8 – 6 tỷ VNĐ)	Đã mở bán 63 căn vào cuối năm 2023 (từ LH29 – LH 31, LH 38 – LH39, LH49 – LH 51) Đang xây dựng
	- Nhà liền kề (196 m ²)	-		
	- Nhà liền kề (175 m ²)	243	19-20 (3.2-3.5 tỷ VNĐ)	Đã ra hàng 54 căn/128 căn đợt 4 (giai đoạn 2 (từ LH 52 – LH 55), vào Tháng 11.2023. Tỷ lệ hấp thụ = 30% SZC đang xây dựng sẵn hộ cho khách hàng – chi phí 1.25 tỷ VNĐ/căn.
3	Nhà ở xã hội (3 block)		12-14	
	- Đợt 1	210		Đã khởi công xây dựng vào Tháng 10.2023, mở bán vào Tháng 10 – Tháng 12.2024 Đang xây dựng phần móng
	- Đợt 2	1.003		

Nguồn: BSC Research cập nhật

- **KĐT Châu Đức:** Công ty còn 100 ha đất Khu đô thị chưa đền bù & giải phóng mặt bằng, hiện đã sắp xếp nguồn vốn tín dụng để tiếp tục đền bù trong năm 2025. SZC đang thực hiện điều chỉnh chủ trương đầu tư, tuy nhiên, chưa xác định rõ thời điểm được cấp.

BSC kỳ vọng điểm rơi bàn giao dự án Khu dân cư Hữu Phước Giai đoạn 1 vào năm 2025. SZC đã triển khai dự án Khu dân cư Hữu Phước từ năm 2020. Tuy nhiên, tiến độ ghi nhận dự án tương đối chậm. Tính đến 6T.2024, SZC mới ghi nhận 152 tỷ VNĐ (tương ứng khoảng 27% tổng giá trị mở bán Shophouse GĐ 1). Qua tìm hiểu của BSC, dự án còn 2.8 ha tại phía Nam, giáp với Khu đô thị Châu Đức (thuộc Xã Nghĩa Thành), chưa được GPMB và hoàn thành hạ tầng. BSC cho rằng đây là nguyên nhân khiến cho hạ tầng chưa được nghiệm thu, ảnh hưởng đến tiến độ ghi nhận của dự án.

Tuy nhiên, BSC nhận thấy nút thắt này đã được gỡ kể từ Quý 2 và kỳ vọng dự án KDC Hữu Phước giai đoạn 2 sẽ bàn giao mạnh mẽ trong Quý 4.2024 – 2025 chủ yếu nhờ việc phát hành thêm thành công giúp Công ty có nguồn vốn để triển khai GPMB. Cụ thể:

- **Về GPMB:** Công ty đã nhận được 400 tỷ VNĐ từ đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu, đủ để GPMB nốt 50 ha đất KCN Châu Đức và KDC Hữu Phước (Đơn giá đền bù: 8 – 10 tỷ /ha). Thực tế, qua tìm hiểu BSC, SZC đang thực hiện GPMB và xây hạ tầng 2.8 ha từ giữa năm nay.

Các điều kiện ghi nhận khác đều đã hoàn thành:

- **Về xây dựng công trình:** Tính đến tháng 4.2024, đa số Shophouse giai đoạn 1 đã hoàn thiện xây thô, mặt ngoài, và đủ điều kiện bàn giao.
- **Về bán hàng:** Công ty chia sẻ tỷ lệ bán hàng >80%.

Hình: Phần diện tích chưa GPMB của KDC Hữu Phước GĐ 1 – tiếp giáp với KCN Châu Đức



Hình: Shophouse KDC Hữu Phước GĐ 1



Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC giữ quan điểm thận trọng đối với bàn giao dự án KDC Hữu Phước trong năm 2024, và cho rằng điểm rơi bàn giao sẽ tập trung vào năm 2025:

- Trong năm 2024, BSC dự báo SZC ghi nhận doanh thu từ Khu dân cư Hữu Phước đạt 90 tỷ VNĐ nhờ ghi nhận khoảng 16 căn Shophouse GĐ 1, biên lợi nhuận gộp đạt 59%. So với giai đoạn trước năm 2024, BSC đặt biên lợi nhuận gộp giảm 10-12 điểm % do phần 2.8 ha mới có chi phí đền bù cao hơn (ước tính 8-10 tỷ VNĐ/ha).
- Trong năm 2025, BSC dự báo SZC ghi nhận doanh thu từ KDC Hữu Phước đạt 247 tỷ VNĐ nhờ bàn giao 40 căn Shophouse GĐ 1, biên lợi nhuận gộp đạt 61%.

Hình: Dự báo của BSC về KDC Hữu Phước

KQKD	Trước năm 2024	2024	2025
Doanh thu	140	90	247
Lợi nhuận gộp	101	53	152
% Biên lợi nhuận gộp	72%	59%	61%
Số căn bàn giao			
- Shophouse	25	16	40
- Nhà liền kề			5

Nguồn: BSC Research dự báo

Triển vọng dài hạn: Dự án KĐT Châu Đức sẽ là tiềm năng tăng giá lớn trong dài hạn của SZC nhờ (1) vị trí tốt, (2) quỹ đất lớn có chi phí đền bù tương đối thấp (Chi phí đền bù: <1 triệu VNĐ/m²). BSC kỳ vọng Công ty sẽ mở khóa dự án này khi tỷ lệ lấp đầy của KCN Châu Đức >70% (ước tính giai đoạn: 2027 – 2028) – sau khi KCN Châu Đức đạt tỷ lệ lấp đầy cao.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 – 2025

Trong năm 2024, SZC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,210 tỷ VNĐ (+48% yoy), LNST – CĐTTS đạt 435 tỷ VNĐ (+99% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,419 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 15.6, P/B FWD 2024 = 2.0x, chủ yếu nhờ bàn giao 40 ha dự án KCN Châu Đức và 16 căn Shophouse KDC Hữu Phước.

Trong năm 2025, SZC dự báo SZC ghi nhận Doanh thu thuần đạt 1,385 tỷ VNĐ (+14% yoy), LNST – CĐTTS đạt 527 tỷ VNĐ (+21% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 2,930 VNĐ/CP, P/E FWD 2025 = 12.9x, P/B FWD 2024 = 1.7x, chủ yếu nhờ bàn giao 30 ha dự án KCN Châu Đức và 40 căn Shophouse KDC Hữu Phước.

Hình 7: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024 – 2025 của KBC

KQKD	2022	2023	2024F	2025F	% YoY 2024	% YoY 2025
Doanh thu thuần	859	818	1,210	1,385	48%	14%
Giá vốn hàng bán	(549)	(468)	(570)	(632)	22%	11%
Lợi nhuận gộp	310	350	640	752	83%	18%
Chi phí bán hàng	(10)	(9)	(14)	(16)	66%	14%
Chi phí QLDN	(40)	(46)	(61)	(69)	30%	14%
Lãi/Lỗ HĐKD	260	295	566	667	92%	18%
Doanh thu tài chính	15	17	18	25	6%	38%
Chi phí tài chính	(32)	(46)	(53)	(50)	16%	-7%
- Chi phí lãi vay	(32)	(46)	(53)	(50)	16%	-7%
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-		
Lãi/lỗ khác	2	0	0	1	0%	56%
Lợi nhuận trước thuế	245	267	531	643	99%	21%
Thuế thu nhập DN	(47)	(48)	(95)	(116)	99%	21%
LN sau thuế	198	219	435	527	99%	21%
CĐTTS	-	-	-	-		
LNST-CĐTTS	198	219	435	527	99%	21%
EPS	1,980	1,824	2,419	2,930	33%	21%
Doanh thu						
KCN	752	684	1,050	980	54%	-7%
KDC Hữu Phước	67	72	90	335	24%	273%
Sân golf	27	49	50	51	2%	2%
Khác	12	13	21	20	58%	-7%
Lợi nhuận gộp						
KCN	302	372	615	618	66%	0%
KDC Hữu Phước	54	47	53	163	12%	207%
Sân golf	(38)	(58)	(22)	(23)	-62%	2%
Khác	(7)	(11)	(6)	(6)	-46%	1%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với Báo cáo cập nhật gần nhất, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **SZC** với giá trị hợp lý năm 2025 là **44,500 VNĐ/CP** (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 24/09/2024) với WACC = 11%, P/B mục tiêu = 1.5x. So với Báo cáo trước đó, BSC tăng + 36% giá mục tiêu chủ yếu đến từ:

- BSC tăng +22% giá trị của dự án KCN Châu Đức do BSC tăng tốc độ tăng giá cho thuê do giá thực tế cao hơn 5% dự báo của BSC.
- BSC bổ sung giá trị sổ sách dự án Bất động sản đầu tư (Giá trị sổ sách = 1,020 tỷ VNĐ)

Ngoài ra, BSC điều chỉnh tăng WACC từ 9% - 10% lên 11% và giảm P/B mục tiêu cho dự án KĐT Châu Đức từ 1.8x xuống 1.5x để phản ánh rủi ro FDI chậm và rủi ro triển khai dự án KĐT.

Hình 8: Định giá của SZC

Tỷ VND	Phương pháp	Tổng giá trị
KCN	RNAV	4,897
KDC Hữu Phước	RNAV	768
KĐT Châu Đức	P/B	2,306
NOXH	RNAV	35
Sân Golf	BV	85
BOT & khác	BV	50
Bất động sản đầu tư	BV	1,020
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn		1,410
(-) Nợ vay		(2,554)
Tổng giá trị doanh nghiệp		8,017
Số lượng cổ phiếu (triệu)		180.0
Giá hiện tại		37,400
Lợi suất cổ tức		0%
Giá mục tiêu		44,500

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F	LCTT (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	859	818	1,210	1,385	(Lỗ)/LNTT	244	267	531	643
Giá vốn hàng bán	(549)	(468)	(570)	(632)	Khấu hao và phân bổ	454	338	482	456
Lợi nhuận gộp	310	350	640	752	Thay đổi vốn lưu động	(78)	(18)	(217)	(362)
Chi phí bán hàng	(10)	(9)	(14)	(16)	Điều chỉnh khác	17	33	53	50
Chi phí QLDN	(40)	(46)	(61)	(69)	LCTT từ HĐKD	638	619	849	787
Lãi/Lỗ HĐKD	260	295	566	667	Tiền chi mua TSCĐ	(907)	(716)	(68)	(69)
Doanh thu tài chính	15	17	18	25	Đầu tư khác	36	27	(0)	(0)
Chi phí tài chính	(32)	(46)	(53)	(50)	LCTT từ HĐĐT	(871)	(689)	(68)	(69)
Chi phí lãi vay	(32)	(46)	(53)	(50)	Tiền chi trả cổ tức	(136)	(6)	-	-
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-	Tiền từ vay ròng	435	32	(188)	107
Lãi/lỗ khác	2	0	0	1	Tiền thu khác	-	-	1,200	-
Lợi nhuận trước thuế	245	267	531	643	LCTT từ HĐTC	299	27	1,012	107
Thuế thu nhập DN	(47)	(48)	(95)	(116)	Dòng tiền đầu kỳ	199	266	222	2,015
LN sau thuế	198	219	435	527	Tiền trong kì	66	(43)	1,792	825
CĐTS	-	-	-	-	Dòng tiền cuối kỳ	266	222	2,015	2,839
LNST-CĐTS	198	219	435	527					
EPS	1,980	1,824	2,419	2,930					

CĐKT (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và TĐ tiền	266	222	2,015	2,839	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	40	30	30	30	Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.1	1.8	2.0
Phải thu ngắn hạn	39	67	100	114	Hệ số TT nhanh	0.3	0.2	1.1	1.3
Tồn kho	1,343	1,621	1,521	1,768	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	47	123	183	209	Hệ số Nợ/TTS	0.8	0.8	0.6	0.6
TS ngắn hạn	1,735	2,064	3,848	4,960	Hệ số Nợ/VCSH	3.1	3.0	1.6	1.5
TS cố định	669	791	755	721	Năng lực hoạt động				
TS dở dang dài hạn	2,699	2,943	3,002	3,062	Số ngày HTK	449	1157	1006	949
ĐT dài hạn	53	53	53	53	Số ngày phải thu	8	20	10	0
TS dài hạn khác	56	54	80	92	Số ngày phải trả	155	201	559	974
TS dài hạn	4,600	4,897	4,878	4,847	CCC	302	975	456	-25
Tổng TS	6,335	6,961	8,726	9,807	Tỉ suất lợi nhuận				
Phải trả người bán	248	268	1,479	1,897	LN gộp	36.1%	42.8%	52.9%	54.3%
Vay ngắn hạn	491	624	606	632	LNST	23.1%	26.8%	36.0%	38.1%
Nợ ngắn hạn khác	801	920	-	-	ROE	12.9%	12.6%	12.9%	13.5%
Tổng Nợ ngắn hạn	1,540	1,813	2,085	2,529	ROA	3.1%	3.1%	5.0%	5.4%
Vay dài hạn	2,144	2,044	1,873	1,954	Tăng trưởng				
Nợ dài hạn khác	1,117	1,368	1,395	1,423	Tăng trưởng DTT	20%	-5%	48%	14%
Tổng Nợ dài hạn	3,261	3,411	3,268	3,377	Tăng trưởng LNNT	-38%	9%	99%	21%
Tổng Nợ	4,801	5,224	5,353	5,906	Tăng trưởng EPS	-39%	-8%	33%	21%
Vốn góp	1,000	1,200	1,800	1,800					
Thặng dư vốn CP	5	5	605	605					
LN để lại	441	404	766	1,195					
Vốn chủ khác	88	128	201	300					
CĐTS	-	-	-	-					
Tổng Vốn CSH	1,534	1,737	3,373	3,900					
Tổng nguồn vốn	6,335	6,961	8,726	9,807					
Số lượng CP lưu hành (tr)	100	120	180	180					

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (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 BIDV (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 BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND 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 8,9 Tòa nhà Thái Holdings, 210 Đường
Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place, Số 93
Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1,
Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

