

SONADEZI CHÂU ĐỨC JSC (SZC) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND49.450

Giá mục tiêu

VND58.800

Tỷ suất cổ tức

2,2%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Bất động sản

Ngày 24/09/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus:

na

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	49.450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	56.120
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.630
Free float (%)	39
P/E trượt (x)	21,9
P/B hiện tại (x)	3,7

Cơ cấu sở hữu

Sonadezi	46,8%
Sonadezi Long Thành	10,1%
Khác	43,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Sẵn sàng bùng nổ

- Nằm ở vùng trọng điểm phía Nam, Bà Rịa – Vũng Tàu, khu công nghiệp của SZC nổi bật với quỹ đất lớn 2.287ha và giá cho thuê cạnh tranh.
- Dự phóng LN ròng 2021-23 tăng trưởng kép 49,8% với động lực là tăng trưởng doanh thu tại các dự án khu công nghiệp và khu đô thị (KĐT).
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 58.800 đ/cp.

Sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn thứ hai trong các công ty bất động sản (BDS) khu công nghiệp niêm yết

Chúng tôi tin rằng SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội từ nhu cầu thuê đất khu công nghiệp (KCN) đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”. SZC có lợi thế nhờ: 1) sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ, tổng công ty Sonadezi; 2) quỹ đất sẵn sàng cho thuê tại cuối 2020 lớn thứ hai cùng giá thuê đất cạnh tranh trong các công ty niêm yết trong ngành; và 3) khả năng thu hút tệp khách hàng đa dạng nhờ vị thế gần cảng biển, sân bay và các KCN khác của Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT).

BR-VT giữ vững vị thế trung tâm công nghiệp trọng điểm phía Nam

BR-VT nổi lên với vai trò là một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm của phía Nam, nhờ vị thế gần TP HCM, giá thuê đất cạnh tranh và quỹ đất còn lại lớn. Cùng với cụm cảng Cái Mép-Thị Vải, sân bay quốc tế Long Thành và các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm sắp tới, BR-VT là điểm đến lý tưởng cho mọi lĩnh vực sản xuất từ công nghiệp nặng, hóa chất, ô tô đến công nghiệp phụ trợ. Chúng tôi tin rằng BR-VT là một trong những tỉnh được hưởng lợi lớn nhất nhờ dòng vốn đầu tư mạnh mẽ và giá thuê đất KCN ngày càng tăng.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận 2022 sẽ tiếp tục bùng nổ

Chúng tôi dự phóng giá thuê đất tại KCN Châu Đức đạt tăng trưởng kép 17,5% trong 2021-22 lên 65-80 USD/m2/kỳ thuê, từ đó dự phóng doanh thu từ BĐS KCN tăng lần lượt 56,6%/29,0% svck trong 2021 và 2022. Cùng với đóng góp doanh thu của các dự án KĐT và sân golf từ 2021, chúng tôi ước tính DT giải đoạn 2021-23 sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 52,0% và LN ròng đạt 49,8%.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 58.800 đ/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho SZC với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 58.800đ/cp, dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP), cùng với giả định tỷ lệ chiết khấu theo WACC là 9,7%. Động lực tăng giá gồm: 1) bán và cho thuê đất KCN và KĐT nhanh hơn dự kiến, và 2) đền bù, giải phóng mặt bằng nhanh hơn đẩy nhanh quá trình phát triển dự án. Rủi ro giảm giá: 1) dịch bùng phát lần thứ 4 kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) các dự án KĐT và sân golf hoãn mở bán, đưa vào khai thác.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	433	631	1.026	1.459
Tăng trưởng DT thuần	31,4%	45,8%	62,6%	42,2%
Biên lợi nhuận gộp	54,0%	58,6%	58,9%	57,2%
Biên EBITDA	87,0%	88,0%	77,5%	75,7%
LN ròng (tỷ)	186	274	456	614
Tăng trưởng LN ròng	38,7%	47,2%	66,6%	34,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	37,4%	44,0%	72,7%	34,9%
EPS cơ bản	1.860	2.738	4.562	6.143
EPS điều chỉnh	1.681	2.475	4.123	5.551
BVPS	12.642	13.895	16.910	21.316
ROAE	15,1%	20,6%	29,6%	32,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** đối với SZC với những luận điểm sau:

1) Chúng tôi tin rằng SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội từ nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”, nhờ:

- SZC có lợi thế trong việc thu hút các nhà đầu tư với sự hỗ trợ từ công ty mẹ, Sonadezi, doanh nghiệp tiên phong phát triển KCN hàng đầu tại Việt Nam có hơn 30 năm phát triển và quản lý các KCN.
- SZC sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn thứ hai trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành (660ha) với giá cho thuê cạnh tranh tại BR-VT, một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm của phía Nam.

2) Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2021-23 SZC sẽ đón điểm rơi lợi nhuận từ các dự án KĐT, theo đó, sau hơn 10 năm phát triển do các thủ tục pháp lý kéo dài, công ty dự kiến sẽ chính thức mở bán giai đoạn 1 của dự án - Sonadezi Hữu Phước (40,5ha) vào cuối 2021. Hơn thế nữa, dự án sân golf giai đoạn 1 cũng được đưa vào hoạt động từ 2021. Theo quan điểm của chúng tôi, những dự án này sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho SZC trong dài hạn.

3) Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của SZC sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) 49,8% trong giai đoạn 2021-23; được thúc đẩy bởi giá cho thuê tại KCN Châu Đức tăng, và sự đóng góp doanh thu từ các dự án KĐT Sonadezi Hữu Phước và sân golf Châu Đức từ 2021.

4) SZC hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 là 20,0 lần, cao hơn so với mức P/E trung bình ngành 16,7 lần. Tuy nhiên xét về triển vọng LN ròng của SZC trong 2022 với mức tăng trưởng mạnh mẽ ước tính 66,6%, P/E 2022 là 12,0x, mức tương đối hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Bên cạnh đó, với tiềm năng tăng giá 21,2%, bao gồm tỷ suất cổ tức, chúng tôi cho rằng cổ phiếu SZC hấp dẫn để tích lũy.

Động lực tăng giá 1) bán và cho thuê đất KCN và KĐT nhanh hơn dự kiến, và 2) việc đền bù, GPMB nhanh hơn giúp đẩy nhanh quá trình phát triển dự án. Rủi ro giảm giá 1) dịch bùng phát lần thứ 4 kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) các dự án KĐT và sân golf hoãn mở bán, đưa vào khai thác.

Giá mục tiêu 1 năm cho SZC là 58.800 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 21,2%

Đối với các dự án bất động sản, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ suất chiết khấu WACC là 9,7%. Ngoài ra, để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% vào RNAV của chúng tôi.

Hình 1: Các giả định cho WACC

Giả định	
Phần bù thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,1
Chi phí sử dụng nợ	8,0%
Tỷ lệ nợ	62,0%
Tỷ lệ vốn	38,0%
Chi phí sử dụng vốn	15,1%
WACC	9,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Đối với dự án BOT, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu 0,9x, tương đương với mức trung bình ngành, cho giá trị sổ sách tại cuối Q2/21.

Hình 2: Định giá

Tên dự án	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)	Phương pháp	Lưu ý
KCN Châu Đức	6.312	DCF	Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá cho các dự án đang phát triển gồm KCN Châu Đức và KĐT Hữu Phước.
KĐT Sonadezi Hữu Phước	693	DCF	
Diện tích đất KĐT còn lại	632	BV	Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho phần diện tích 539ha đất KĐT còn lại do hạn chế về các thông tin quy hoạch phát triển, công ty hiện còn đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý.
BOT	244	P/B, 0,9x	
Sân gôn	678	DCF	Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá cho giai đoạn 1 (18 lỗ) đang phát triển và sử dụng giá trị sổ sách cho giai đoạn 2 (18 lỗ) do công ty đang hoàn các thủ tục pháp lý và chưa công bố kế hoạch triển khai cụ thể.
(+) Tiền và tương đương tiền	95		
(+) Đầu tư vào công ty liên kết	53		
(-) Tổng dư nợ gộp	2.175		
Giá trị doanh nghiệp	6.531		
Chiết khấu	10%		Để phản ánh các rủi ro thực hiện dự án hoặc rủi ro dự án không bán được toàn bộ do điều kiện thị trường so với dự phóng của chúng tôi.
SLCP đang lưu hành	100.000.000		
Giá mục tiêu (VND/cp)	58.800		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)			Tỷ suất cổ tức
					TTM	2021	2022	Hiện tại	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	45.400	NA	2.064	20,3	N/A	N/A	3,0	N/A	N/A	15,4	N/A	N/A	5,0	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	43.000	57.500	887	23,8	10,8	9,8	2,0	1,8	1,5	8,6	17,6	18,9	3,7	7,0	8,1	-
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	34.400	NA	678	16,4	14,8	13,7	2,4	2,0	N/A	14,4	15,4	N/A	4,8	5,2	N/A	N/A
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	52.000	NA	685	30,7	18,7	N/A	4,0	3,4	N/A	11,0	16,0	N/A	3,4	5,1	N/A	4,6
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	136.900	NA	549	12,2	N/A	N/A	5,4	N/A	N/A	51,7	N/A	N/A	6,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	30.000	NA	496	15,5	N/A	N/A	2,1	N/A	N/A	14,3	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	52.600	NA	313	10,1	9,8	9,3	2,4	2,0	1,9	23,6	24,5	26,4	11,7	12,3	13,3	6,2
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	49.450	58.800	217	21,9	20,0	12,0	3,7	3,6	2,3	19,1	20,6	32,1	5,1	5,4	7,7	2,2
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	188.000	NA	198	15,5	22,2	N/A	6,6	5,3	N/A	39,8	26,0	N/A	7,3	4,6	N/A	4,3
Trung bình VN					18,5	16,0	11,2	3,5	3,0	1,9	22,0	20,0	25,8	5,7	6,6	9,7	3,4
Waha Corp Pcl	WHA TB	3,3	NA	1.459	21,4	16,9	13,8	1,8	1,6	1,5	7,9	9,7	11,5	2,7	3,8	4,6	3,2
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	18,4	NA	633	18,9	17,9	13,2	1,3	1,2	1,1	7,1	7,2	9,1	2,7	3,1	4,1	1,9
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	11,8	NA	819	9,5	15,7	13,4	0,8	0,8	0,8	8,7	5,5	6,1	2,8	1,9	2,1	3,4
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	6,5	NA	393	9,4	12,1	14,2	0,9	0,9	0,9	9,6	5,3	5,5	2,7	1,8	1,8	3,7
Trung bình Thái Lan					14,8	15,6	13,7	1,2	1,1	1,1	8,4	6,9	8,1	2,8	2,6	3,1	3,0
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	975,0	NA	1.450	19,5	13,7	10,9	0,7	0,6	0,6	3,5	4,7	5,4	1,8	3,0	3,5	0,1
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	930,0	NA	1.212	10,6	12,0	13,7	1,1	1,0	1,0	10,7	8,1	6,2	4,2	3,3	2,9	1,0
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	150,0	NA	747	N/A	16,0	20,6	0,6	N/A	N/A	(36,3)	3,2	0,7	(12,8)	N/A	N/A	-
Trung bình Indonesia					15,0	13,9	15,1	0,8	0,8	0,8	(7,4)	5,3	4,1	(2,3)	3,2	3,2	0,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

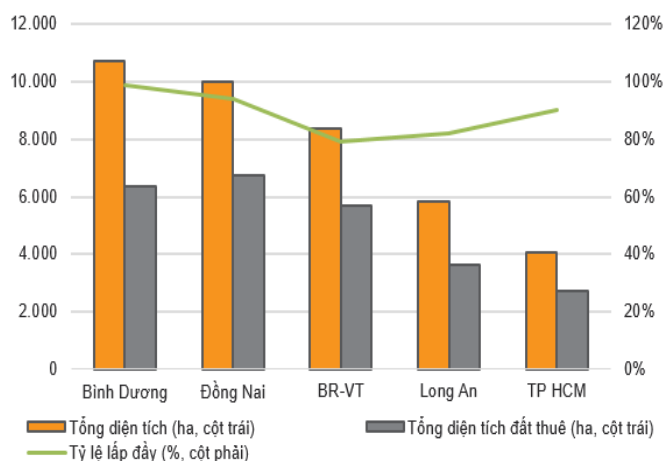
SẴN SÀNG BỨT PHÁ

BR-VT nổi lên với vai trò là một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm tại phía Nam

BR-VT nổi lên với vai trò là một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm của phía Nam, nhờ vị thế gần TP HCM, giá thuê đất cạnh tranh và quỹ đất còn lại lớn. Cùng với cụm cảng Cái Mép-Thị Vải, sân bay quốc tế Long Thành và các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm sắp tới như cầu Phước An, cao tốc Bến Lức – Long Thành và Biên Hòa – Vũng Tàu, BR-VT là điểm đến lý tưởng cho mọi lĩnh vực sản xuất từ công nghiệp nặng, hóa chất, ô tô đến công nghiệp phụ trợ. Chúng tôi tin rằng BR-VT là một trong những tỉnh được hưởng lợi lớn nhất nhờ dòng vốn đầu tư mạnh mẽ và giá thuê đất KCN ngày càng tăng.

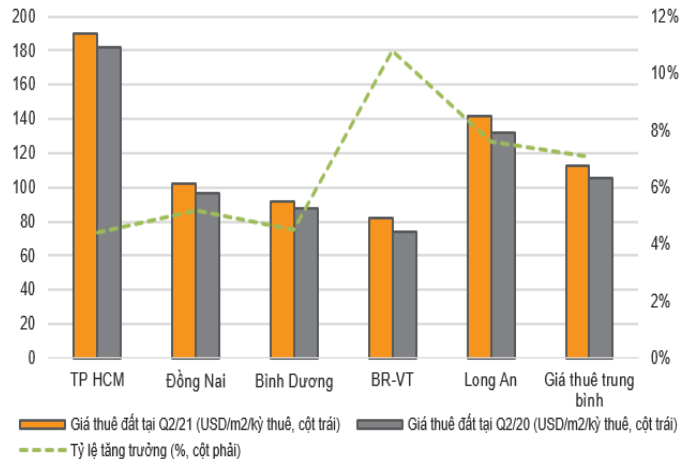
Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang đón nhận xu hướng dịch chuyển lưu thông hàng hóa cũng sẽ giúp thu hút phát triển kho bãi và đầu tư logistic tại BR-VT. Trong bối cảnh cảng Cát Lái đang trở nên quá tải, cụm cảng này là lựa chọn hàng đầu của các nhà đầu tư. Nằm tại cửa ngõ phía Nam của Việt Nam, cụm cảng sôi động nhất Việt Nam, Cái Mép – Thị Vải có lợi thế lớn về cơ sở hạ tầng với bến đỗ có độ sâu lên tới 17m, có thể tiếp nhận các tàu trọng tải lớn lên tới 200.000 DWT.

Hình 4: BR-VT có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu thuê BDS KCN ngày càng tăng với quỹ đất cho thuê lớn tại thời điểm Q2/21



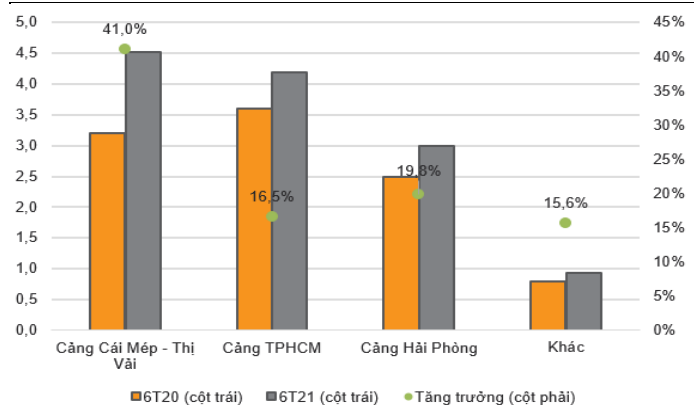
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Hình 5: BR-VT có giá thuê đất KCN tăng mạnh nhất so với các khu vực phía Nam khác tại Q2/21



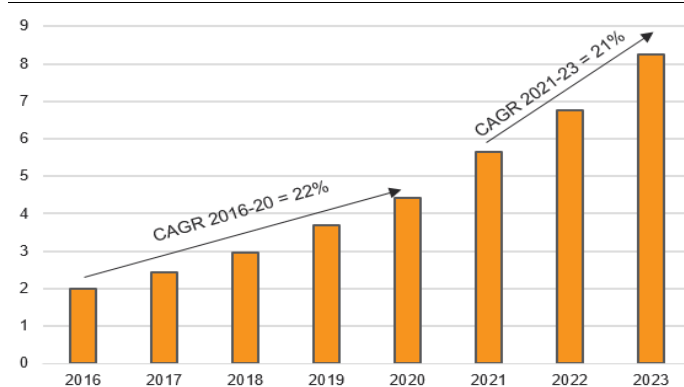
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 6: Sản lượng container qua Cái Mép – Thị Vải trong 6T21 tăng ấn tượng 41% svck nhờ Gemalink đi vào hoạt động từ 01/2021 (Đơn vị: triệu TEU)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VINAMARINE

Hình 7: Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải sẽ đạt tăng trưởng kép 21% trong giai đoạn 2021-23 (triệu TEU)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VPA

Hình 8: Dự án sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1 được động thổ đầu năm 2021



- Dự án: sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1.
- Tổng mức đầu tư: 109.112 tỷ đồng.
- Thời gian bắt đầu: Q1/21.
- Dự kiến hoàn thành: 2025.
- Hiện trạng dự án: động thổ vào đầu năm 2021, bàn giao mặt bằng vào tháng 6/2021 và xây dựng hàng rào sân bay tháng 9/2021.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội nhu cầu BĐS KCN đang gia tăng tại BR-VT

SZC hiện đang phát triển dự án phức hợp Khu Công nghiệp, Đô thị & Sân Golf Châu Đức, với tổng diện tích đất hơn 2.287ha, bao gồm 1.556ha diện tích đất KCN, 579ha đất KĐT và khu sân golf rộng 152ha. Do SZC đã phát triển dự án này từ những năm 2010 nên công ty hiện đang sở hữu quỹ đất sạch với chi phí đền bù thấp so với các dự án khác ở khu vực lân cận. Tính đến cuối năm 2020, SZC đã giải phóng mặt bằng và đền bù thành công 1.706,5ha diện tích đất, với tổng giá trị đền bù là 2.353,4 tỷ đồng, chỉ tương đương khoảng 138.000 đồng/m².

Hình 9: Chi tiết quỹ đất của SZC

	Diện tích đất (ha)
KCN Châu Đức	1.556,1
Diện tích đất KCN có thể cho thuê	1.108,9
Diện tích đất kho bãi và cảng cạn	36,3
Cơ sở hạ tầng và các hạng mục khác	411,0
KĐT Châu Đức	579,0
Sonadezi Hữu Phước	40,5
Diện tích đất KĐT còn lại	538,5
Sân golf	152,0
Sân golf Tournament	74,4
Sân golf Resort	77,6
Tổng	2.287,1

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

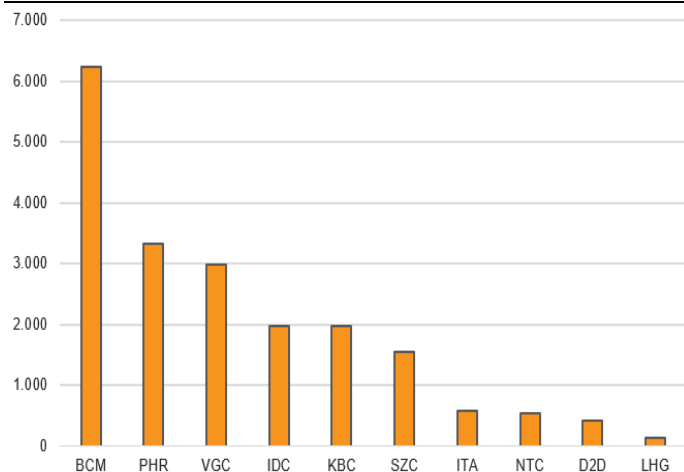
Sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn thứ hai trong các công ty niêm yết trong ngành

Tính đến cuối năm 2020, SZC đã thuê 449,1ha đất công nghiệp và 5.600m² diện tích nhà kho, thu hút 79 nhà đầu tư từ các nhà sản xuất công nghệ cao, dệt may, dầu khí đến các chế biến thực phẩm và các công ty hậu cần. Với 660ha diện tích đất công nghiệp có thể cho thuê còn lại tại KCN Châu Đức vào cuối năm 2020, SZC đang sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn thứ hai trong các công ty niêm yết trong ngành tại Việt Nam.

Mặc dù không sở hữu vị trí đặc địa như các KCN tại Phú Mỹ, chúng tôi cho rằng giá thuê tại KCN Châu Đức vẫn sẽ tăng đáng kể trong 2021-23. Trong bối cảnh quỹ đất của các KCN tại Phú Mỹ đang dần khan hiếm, các khu công nghiệp lân cận như KCN Châu Đức dễ dàng kết nối với các KCN khác của BR-VT với khoảng cách chỉ 10-20 km, sẽ đáp ứng được nhu cầu mở rộng sản xuất từ các khách thuê hiện có tại các KCN này và đạt được giá thuê tốt.

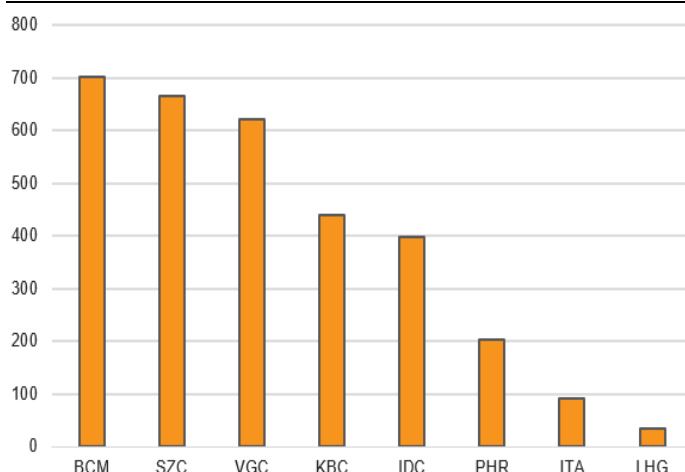
Bên cạnh đó, chúng tôi quan sát thấy giá thuê đất KCN tại Phú Mỹ đã tăng mạnh 30-40% từ 2019 trung bình lên 100-120 USD/m²/kỳ thuê, cao hơn 50-70% giá thuê tại KCN Châu Đức tại thời điểm Q2/21. Trong bối cảnh quỹ đất KCN khan hiếm, giá thuê tăng cao tại Phú Mỹ, chúng tôi tin rằng KCN Châu Đức là lựa chọn hấp dẫn cho các nhà sản xuất mới đến BR-VT.

Hình 10: SZC sở hữu quỹ đất lớn thứ sáu trong các công ty niêm yết cùng ngành tại Việt Nam...



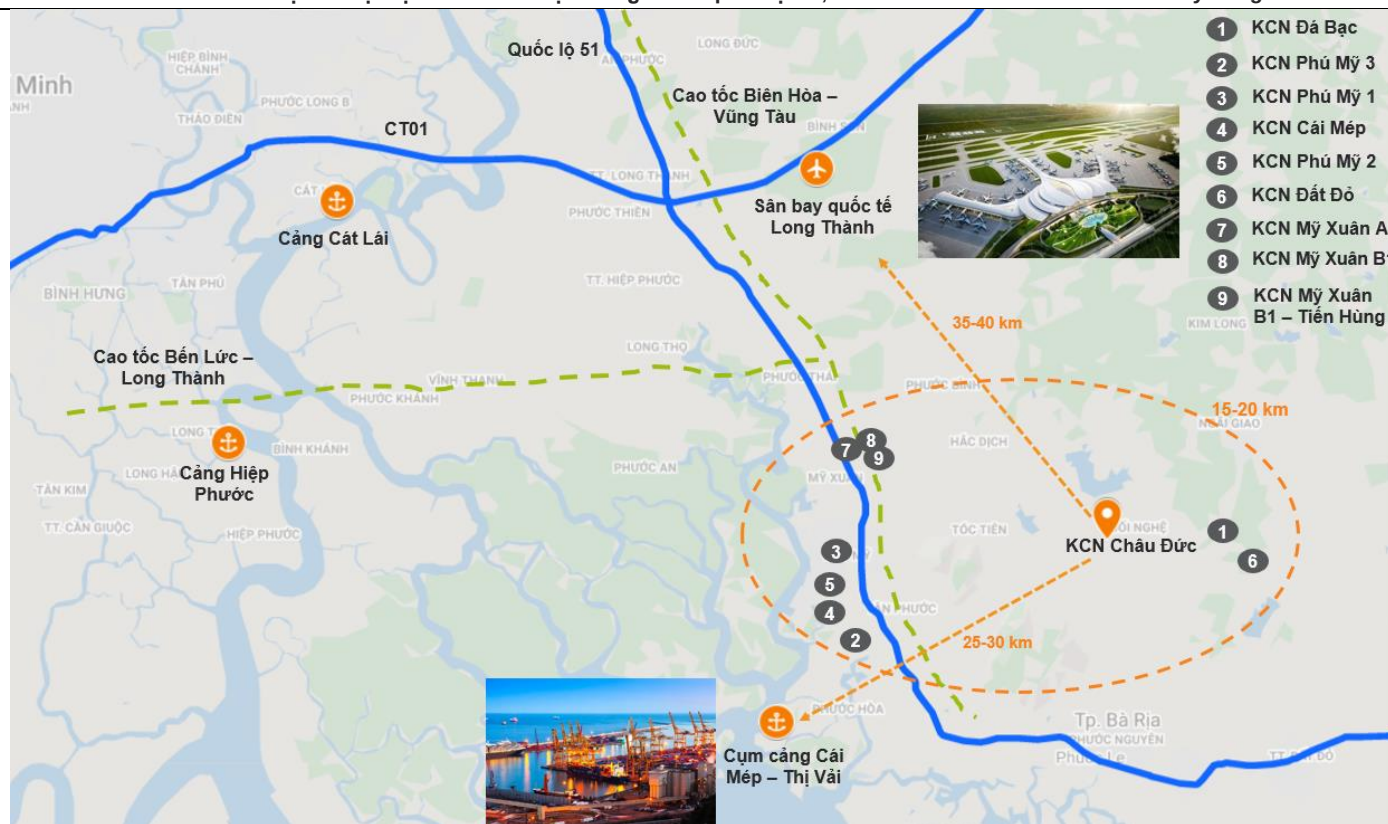
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VINAMARINE

Hình 11: ...nhưng lớn thứ hai về diện tích sẵn sàng cho thuê tại thời điểm cuối 2020



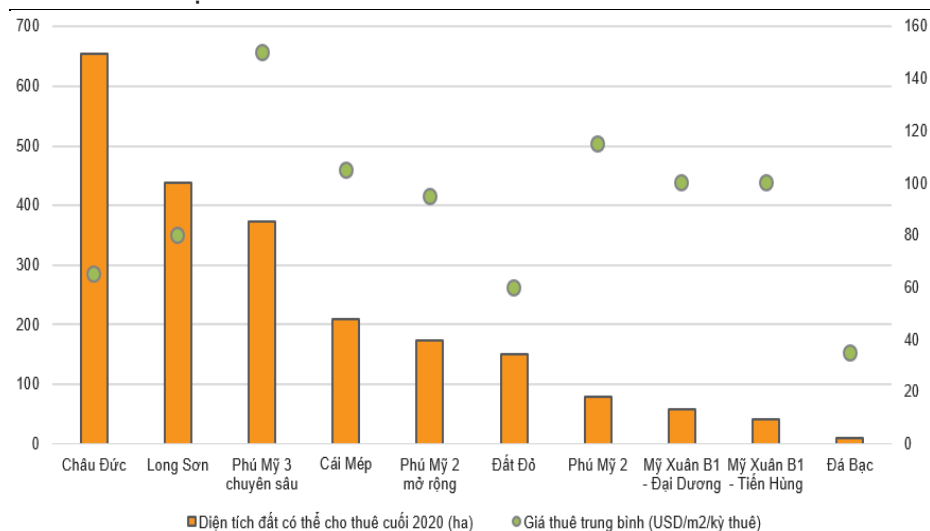
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VPA

Hình 12: KCN Châu Đức có vị trí thuận lợi kết nối với cụm cảng Cái Mép – Thị Vải, các KCN khác của BR-VT và sân bay Long Thành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GOOGLEMAP

Hình 13: KCN Châu Đức nổi bật trong số 16 KCN tại BR-VT với giá thuê cạnh tranh và quỹ đất cho thuê còn lại lớn



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tổng quan về các KCN tại BR-VT

KCN	Tổng diện tích đất (ha)	Diện tích có thể cho thuê (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá thuê đất (USD/m2/kỳ thuê)	Thời gian hoạt động	Tỷ lệ lấp đầy
Châu Đức	1.556	1.109	4.891	65-70	2008 - 2058	41%
Long Sơn	1.250	875	NA	60-80	2008 - 2058	50%
Phú Mỹ 3 chuyên sâu	1.051	517	6.030	150-170	2007 - 2077	28%
Phú Mỹ 1	945	754	1.722	80-90	1998 - 2048	100%
Cái Mép	670	463	1.503	100-110	2002 - 2052	55%
Phú Mỹ 2	621	395	1.601	100-110	2005 - 2055	80%
Phú Mỹ 2 mở rộng	401	267	1.142	105-120	2008 - 2058	35%
Đất Đỏ	496	377	1.212	60-70	2009 - 2059	60%
Mỹ Xuân A2	313	217	518	70-90	2004 - 2054	100%
Mỹ Xuân A	302	229	342	70-90	2002 - 2052	100%
Đá Bạc	295	204	1.355	35-45	2015 - 2065	95%
Mỹ Xuân B1 - Conac	227	161	544	100-120	1998 - 2062	100%
Mỹ Xuân B1 - Tiến Hùng	200	138	390	100-120	2006 - 2056	70%
Đồng Xuyên	161	138	298	NA	1996 - 2046	100%
Mỹ Xuân B1 - Đại Dương	146	105	266	100-120	2006 - 2056	44%

Nguồn: BAN QUẢN LÝ CÁC KCN TẠI TỈNH BR-VT, VNDIRECT RESEARCH

Sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ, tổng công ty Sonadezi

SZC là thành viên của Tổng Công ty Phát triển KCN (SNZ), một trong những đơn vị phát triển KCN tiên phong thành công tại Việt Nam với hơn 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển và quản lý các khu công nghiệp. Đến cuối năm 2020, SNZ đã khai thác 11 KCN tập trung tại các tỉnh Đồng Nai và BR-VT với tổng diện tích hơn 4.810ha, chiếm 34% tổng diện tích đất công nghiệp hiện có của tỉnh Đồng Nai và 18% tại BR-VT.

Sau hơn 30 năm, Sonadezi đã khẳng định được uy tín và vị thế là một trong những tập đoàn phát triển hạ tầng hàng đầu, thu hút hơn 800 dự án đầu tư, với tổng vốn đầu tư nước ngoài và trong nước lần lượt hơn 10 tỷ USD và 16.546 tỷ đồng. Năm trong số 11 KCN của SNZ đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100% và hai khu đạt tỷ lệ lấp đầy trên 95%, điều này đã chứng tỏ năng lực của công ty trong việc phát triển và quản lý khu công nghiệp.

Với kinh nghiệm của công ty mẹ trong thị trường BĐS KCN, kết hợp mạng lưới rộng rãi của SNZ với 12 công ty con và 11 công ty liên kết, chúng tôi cho rằng

SZC sẽ được hưởng lợi thế trong việc thu hút các nhà đầu tư vào KCN Châu Đức.

Đón điểm rơi lợi nhuận từ các dự án KĐT và sân golf trong 2021-23, sau hơn 10 năm phát triển

Sau hơn 10 năm trì hoãn phát triển do các thủ tục pháp lý kéo dài, dự án khu đô thị Châu Đức với tổng diện tích 579ha - dự án thành phần trong dự án phức hợp Khu Công nghiệp, Đô thị & Sân Golf Châu Đức, được dự kiến có thể đưa vào khai thác từ 2021. SZC dự kiến mở bán giai đoạn một dự án Sonadezi Hữu Phước (40,5ha) vào cuối 2021, dự án bao gồm 657 đất nền và 1.213 căn hộ bình dân.

Chúng tôi thận trọng dự phóng SZC sẽ bán và bàn giao 50-60 lô đất trong năm 2021, thu về khoảng 54 tỷ đồng doanh thu, thấp hơn mục tiêu 90 tỷ đồng của SZC, do tình hình đợt dịch bùng phát lần thứ 4 hiện tại. Trong năm 2022 và 2023, chúng tôi ước tính dự án này sẽ đóng góp lần lượt 145 tỷ đồng và 245 tỷ đồng vào doanh thu, tương đương khoảng 14% và 17% tổng doanh thu của SZC. Chúng tôi chưa tính đến sự đóng góp của phần diện tích khu đô thị còn lại (539ha), do công ty còn đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý của dự án.

Tương tự khu dân cư Hữu Phước, dự án sân golf Châu Đức với tổng diện tích 152ha cũng bị hoãn do các điều kiện khách quan của thị trường. Tuy nhiên, SZC đã tiếp tục tiến hành xây dựng hoàn thiện giai đoạn 1 dự án này trong 2020 và đưa vào hoạt động từ 2021. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đóng góp 200-250 tỷ đồng doanh thu hàng năm cho SZC khi dự án đi vào hoạt động ổn định từ 2024.

Hình 15: Sonadezi Hữu Phước dự kiến được mở bán trong nửa cuối 2021, sau hơn 10 năm phát triển



- Dự án: Sonadezi Hữu Phước.
- Tổng diện tích đất: 40,5ha.
- Sản phẩm: 657 đất nền và 1.213 căn hộ bình dân.
- Tổng mức đầu tư: 652 tỷ đồng.
- Tổng doanh thu ước tính: 1.592 tỷ đồng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Sân golf Châu Đức đi vào hoạt động sẽ giúp hoàn thành hệ sinh thái và nâng cao giá trị đất tại dự án này



- Dự án: sân golf 36 lỗ.
- Tổng diện tích đất: 152ha (sân golf Tournament: 74,4ha; sân golf Resort: 77,6ha).
- Tổng mức đầu tư: 1.317 tỷ đồng (sân golf Tournament: 634 tỷ đồng; sân golf Resort: 683 tỷ đồng).

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tạm dừng thu phí BOT đường 768 do thiếu hệ thống thu phí đường bộ tự động

SZC hiện đang vận hành hoạt động thu phí tại các trạm thu phí của dự án BOT đường 768 tại tỉnh Đồng Nai, với 6 tuyến có tổng chiều dài 48,2km bao gồm trạm số 1, 3a, 3b trên đường 768; trạm 2a, 2b trên đường Đồng Khởi; trạm 4a trên đường Nhà máy nước Thiện Tân. Trong giai đoạn 2018-20 trước đó, mảng BOT đem về khoảng 61-66 tỷ đồng, đóng góp 15-20% doanh thu hàng năm cho SZC.

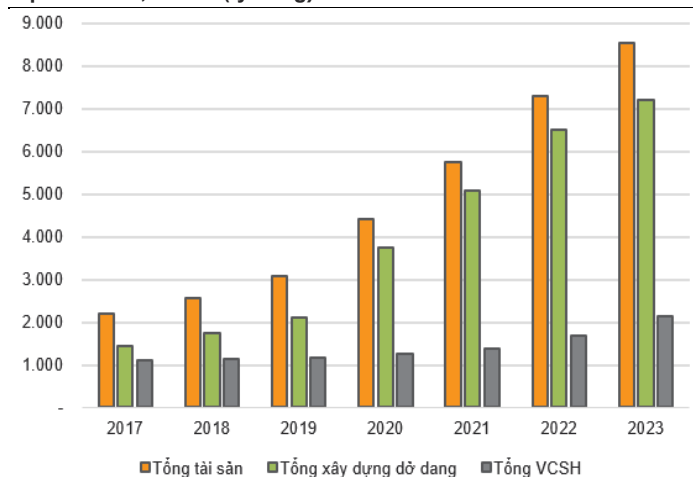
Tuy nhiên, đầu 2021, SZC đã thông báo tạm dừng thu phí BOT đường 768 để triển khai hệ thống thu phí đường bộ tự động (ETC) theo quy định tại Quyết định 19/2020/QĐ-TTg do Chính phủ ban hành ngày 17/06/2020, theo đó tất cả các trạm thu phí BOT tại Việt Nam phải được trang bị hệ thống ETC trước 31/12/2020.

Ban lãnh đạo SZC chưa cung cấp thêm thông tin về tiến trình và thời gian, do đó, chúng tôi đang giả định rằng việc thiếu hệ thống ETC sẽ được giải quyết vào cuối năm 2021. Chúng tôi lưu ý ban lãnh đạo có chia sẻ tại đại hội cổ đông năm 2021 khả năng SZC có thể sẽ xem xét thoái vốn khỏi dự án BOT này.

Khả năng sinh lời hấp dẫn so với các công ty cùng ngành, nhưng tỷ lệ đòn bẩy cao là điểm cần lưu ý

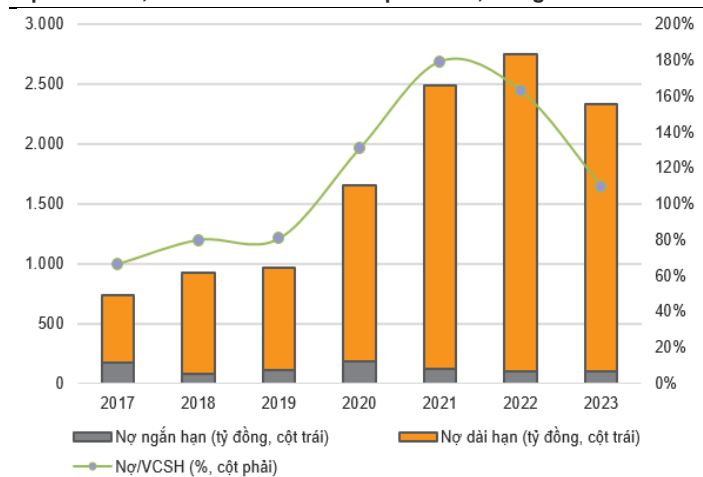
Việc đẩy mạnh đền bù, GPMB và đầu tư xây dựng tại dự án KĐT, sân golf đã làm tăng đáng kể nhu cầu vốn của SZC. Công ty chủ yếu đã sử dụng nợ vay nhằm tài trợ cho các hoạt động trên, điều này đã dẫn tới hệ số đòn bẩy của SZC tăng lên đáng kể thời gian gần đây. Tại thời điểm cuối Q2/21, tổng nợ vay của SZC đã tăng lên 2.175 tỷ đồng (+31,4% so với đầu năm và 125,4% so với cuối 2019), kéo theo tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của công ty tăng lên 1,6x, tăng mạnh từ mức 0,8x cuối năm 2019. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ D/E của SZC đang cao hơn đáng kể so với mức chỉ 0,3x-0,6x của các công ty trong ngành (bao gồm KBC, VGC và IDC). Trong năm 2021-23, chúng tôi ước tính tỷ lệ D/E của SZC sẽ dao động trong khoảng 1,6x-1,8x.

Hình 17: Tổng xây dựng dở dang tăng mạnh từ 2020 do SZC đẩy mạnh đền bù, GPMB (tỷ đồng)



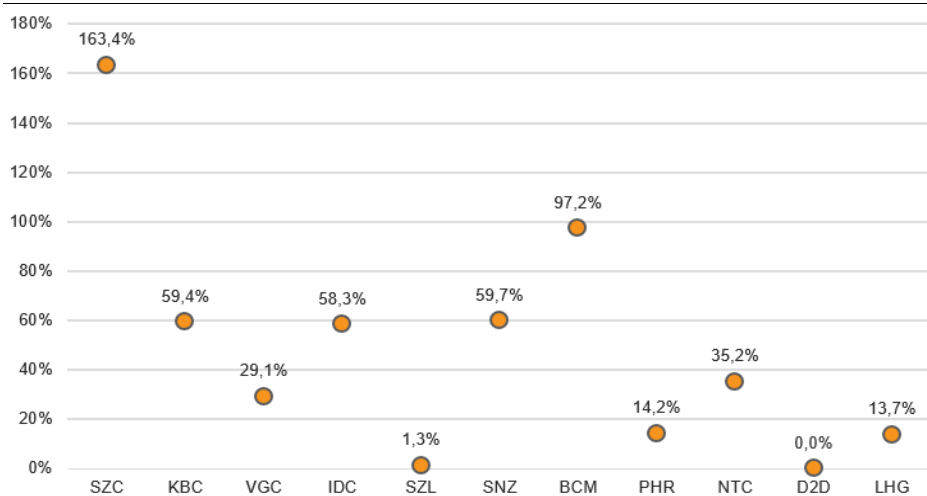
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Tỷ lệ nợ/VCSH tăng vọt lên 1,8x trong 2021 do công ty đẩy mạnh đền bù, GPMB và đầu tư vào dự án KĐT, sân golf



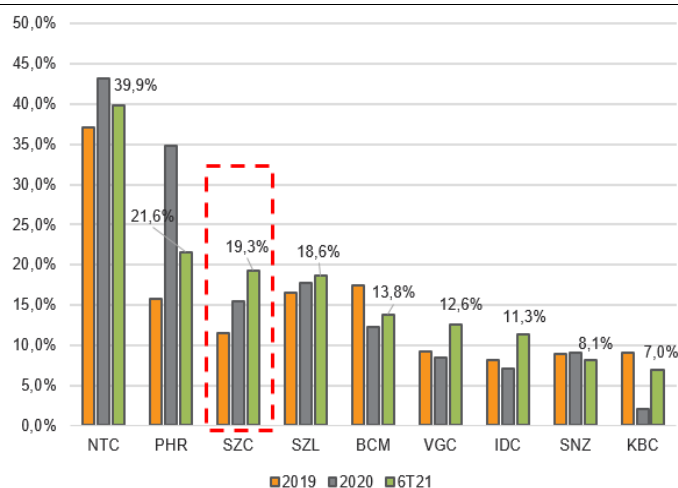
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: SZC có tỷ lệ đòn bẩy (D/E) cao so với các doanh nghiệp cùng ngành tại cuối Q2/21



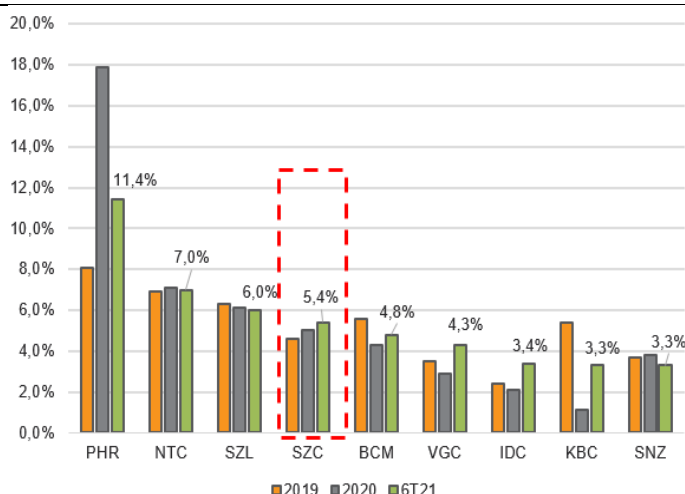
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 20: ROE của SZC so với các công ty cùng ngành



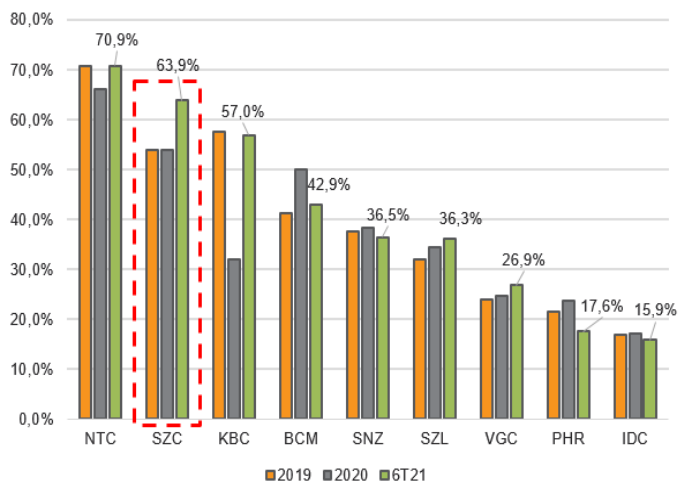
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: ROA của SZC so với các công ty cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Biên LN gộp của SZC cao thứ trong các công ty cùng ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

KQKD 6T21: LN ròng tăng trưởng ấn tượng 51,0% svck, vượt 7,4% kế hoạch năm 2021 của SZC

Hình 23: So sánh KQKD 6T21

	6T21	6T20	% tăng trưởng svck	% sv kế hoạch 2021 của SZC	Nhận xét
Doanh thu (tỷ đồng)	402,7	273,7	47,1%	69,0%	
Cho thuê đất KCN	396,3	236,9	67,3%		
BOT	-	31,0	-100,0%		SZC đã tạm dừng hoạt động thu phí sử dụng dịch vụ đường bộ tại các trạm thu phí thuộc dự án BOT đường 768 để lắp đặt hệ thống thu phí điện tử không dừng, theo quy định của Chính phủ ban hành thông qua Quyết định số 19/2020/QĐ-TTg ngày 17/06/2020 về việc các trạm thu phí BOT tại Việt Nam phải lắp đặt hệ thống thu phí điện tử không dừng trước 31/12/2020.
Khác	6,4	5,8	11,3%		
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	257,3	154,2	66,9%		
Biên lợi nhuận gộp	63,9%	56,3%	7,6 điểm %		
BLN cho thuê đất KCN	65,3%	57,6%	7,6%		Giá thuê đất tại KCN Châu Đức ghi nhận mức tăng 10-15% svck lên 65-70 USD/m2/kỳ thuê trong 2021.
BLN BOT	-	56,9%	-56,9%		
Chi phí BH và QLDN (tỷ đồng)	30,2	16,6	82,1%		
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	227,4	145,3	56,5%		
DT tài chính (tỷ đồng)	3,6	11,9	-69,4%		
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	3,3	4,2	-20,7%		
LN trước thuế (tỷ đồng)	231,5	146,9	57,6%		
LN ròng (tỷ đồng)	189,0	125,2	51,0%	107,4%	

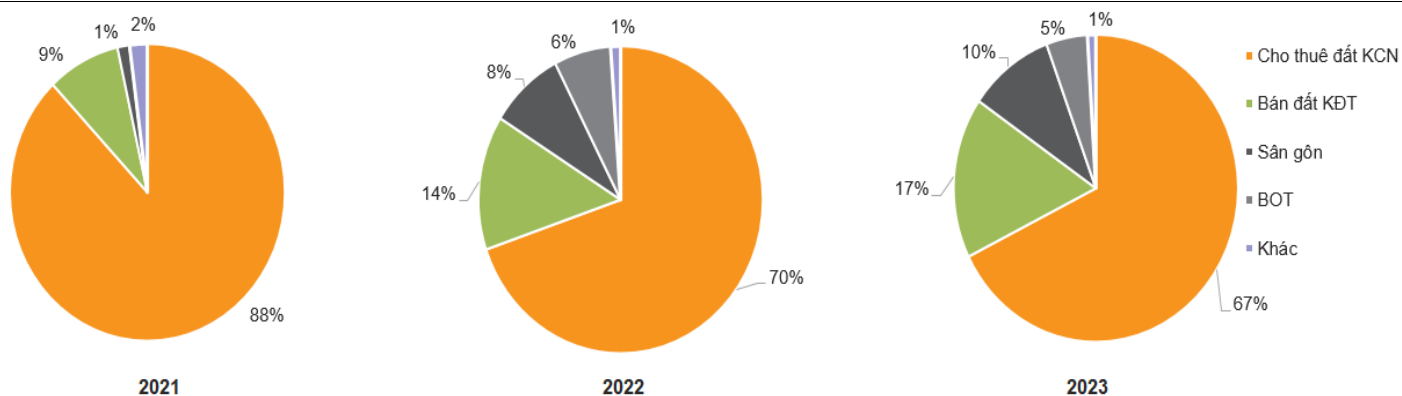
Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng LN ròng giai đoạn 2021-23

Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất KCN cho thuê của SZC sẽ đạt tăng trưởng kép 16,2% lên khoảng 40-60ha mỗi năm trong 2021-23, được thúc đẩy bởi nhu cầu thuê đất KCN đang tăng tại phía Nam. Cùng với sự tăng trưởng của giá thuê đất khoảng 10-20% mỗi năm lên 65-85 USD/m2/kỳ thuê trong 2021-23, chúng tôi dự phóng doanh thu từ BĐS KCN đạt 555 tỷ đồng (+56,6% svck) trong 2021 và lần lượt 716 tỷ đồng (+29,0% svck)/992 tỷ đồng (+38,6% svck) trong 2022-23. Kết hợp với phần doanh thu từ khu đô thị và sân golf, chúng tôi dự phóng doanh thu SZC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 52,0% giai đoạn 2021-23.

SZC đang sử dụng phương pháp ghi nhận hỗn hợp cho việc bán đất KCN, bao gồm cả phương pháp phân bổ và ghi nhận một lần. Trong đó, phương pháp ghi nhận một lần chiếm trung bình khoảng 90% tổng doanh thu bán đất KCN của SZC. Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi giả định 90% doanh thu bán đất KCN của SZC sẽ đến từ phương pháp ghi nhận một lần và dự kiến doanh thu chưa thực hiện sẽ tăng trưởng kép 51,7%.

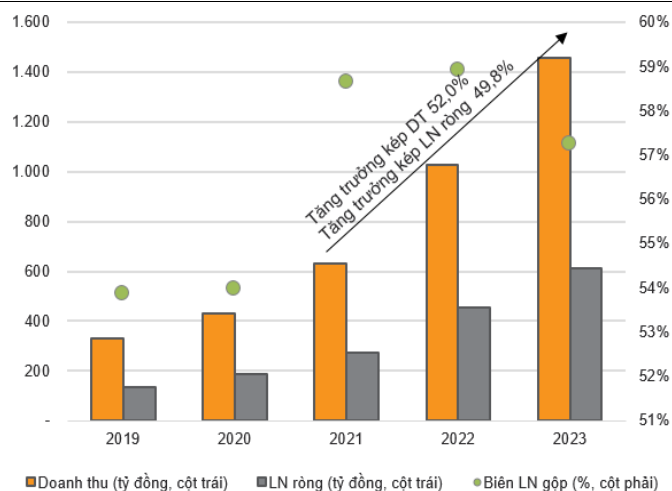
Hình 24: Cơ cấu doanh thu của SZC giai đoạn 2021-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

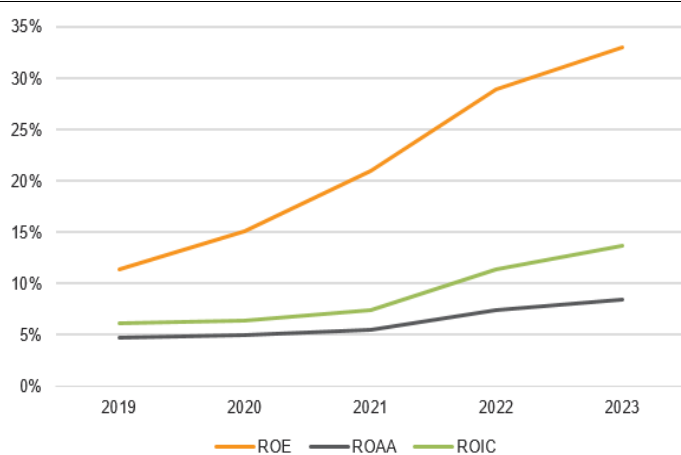
Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp SZC tăng 4,7 điểm % svck đạt 58,6% trong 2021 và sẽ duy trì quanh mức 57,2-58,9% trong 2022-23, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của giá cho thuê đất. Giai đoạn 2021-23, chúng tôi ước tính LN ròng của SZC đạt tỷ lệ tăng trưởng kép ấn tượng 49,8%.

Hình 25: Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 49,8% giai đoạn 2021-23 với biên LN gộp duy trì ở mức cao 57,2-58,9%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 26: Khả năng sinh lời hấp dẫn trong 2021-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 27: Dự phóng QKQD SZC giai đoạn 2021-23

tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	329	433	631	1.026	1.459
% svck	13,5%	31,4%	45,8%	62,6%	42,2%
Doanh thu cho thuê KCN	249	354	555	716	992
% svck	14,3%	42,1%	56,6%	29,0%	38,6%
Doanh thu bán đất KĐT	-	-	54	145	245
% svck				168,4%	68,6%
Doanh thu từ sân golf	-	-	9	87	141
% svck				873,0%	61,8%
BOT	66	66	-	66	68
% svck	9,2%	0,0%	-100,0%	0,0%	2,0%
Khác	14	12	13	12	14
% svck	22,5%	-10,5%	7,4%	-11,4%	17,6%
LN gộp	177	234	370	605	835
Biên LN gộp	53,9%	54,0%	58,6%	58,9%	57,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	(38)	(34)	(46)	(58)	(62)
Doanh thu tài chính	27	22	21	23	22
Chi phí tài chính	(10)	(8)	(16)	(36)	(31)
LN trước thuế	156	220	334	537	768
LN ròng	134	186	274	456	614
% svck	37,8%	38,7%	47,2%	66,6%	34,6%

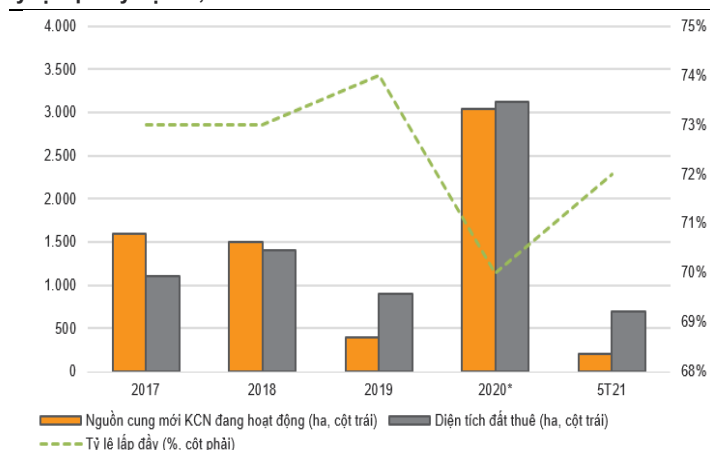
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

TRIỂN VỌNG NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%

Diện tích đất công nghiệp cho thuê duy trì ở mức cao 700ha (-12,5% svck) trong 5T21. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới, do đó tỷ lệ lấp đầy tăng 1,6% (so với cuối năm 2020) lên 71,8%. Chúng tôi tin rằng nhu cầu đất công nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao trong nửa cuối 2021 và 2022 bởi dòng vốn FDI và mở rộng sản xuất đang diễn ra mạnh mẽ, đặc biệt sự tham gia của Foxconn, OPPO sẽ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ cũng như mở ra cơ hội cho ngành công nghiệp hỗ trợ Việt Nam.

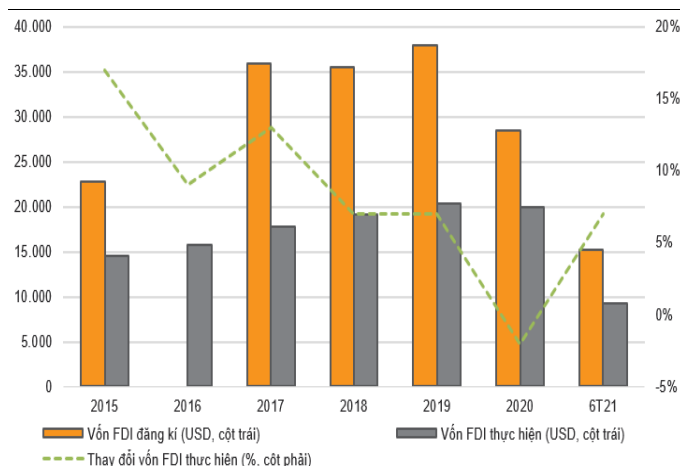
Hình 28: Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%



*Bao gồm KCN trong các khu kinh tế

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Hình 29: Vốn FDI giải ngân tăng 6,8% svck trong 6T21

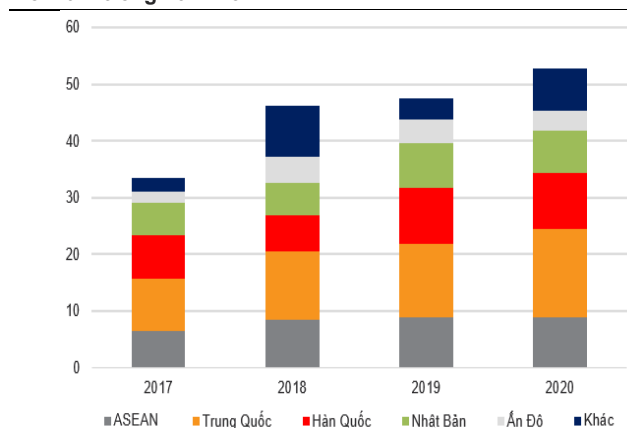


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) và chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc giúp thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam

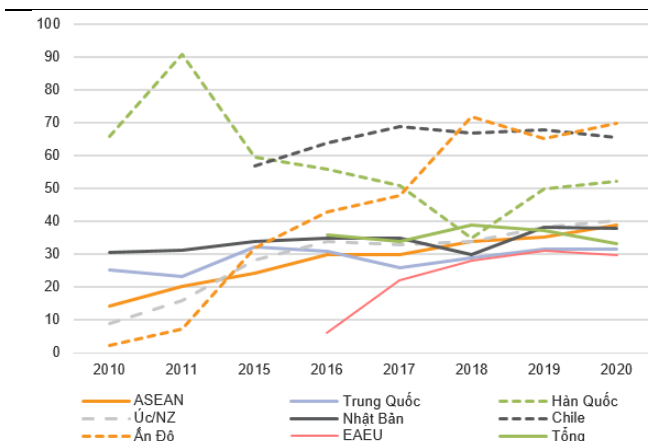
Theo Bộ Công thương, giá trị xuất khẩu được hưởng ưu đãi thuế FTA năm 2020 đạt 52,76 tỷ USD (+10,9% svck). Bên cạnh đó, nhờ EVFTA có hiệu lực, Việt Nam đã cấp 127.296 bộ C/O mẫu EUR.1 trị giá 4,8 tỷ USD tính từ 01/08/2020 tới đầu tháng 4 năm 2021. Xuất khẩu của Việt Nam sang EU đến năm 2030 dự kiến sẽ tăng 44,4%. Chúng tôi cho rằng hiệp định EVFTA sẽ giúp thúc đẩy đầu tư sản xuất tới Việt Nam, giúp duy trì dòng vốn FDI trong các năm tới.

Hình 30: Giá trị xuất khẩu có áp dụng ưu đãi thuế quan FTA tăng 16,4% mỗi năm trong 2017-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 31: Tỷ lệ hiệu dụng FTA vẫn tích cực 33,1% trong 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 32: Danh sách công ty có kế hoạch/đang di chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam

Tên công ty	Quốc gia	Tình trạng tại Q1/21	Vị trí chuyển dịch	Ngành
Hanwha	Hàn Quốc	Đã di chuyển	Hà Nội	Linh kiện hàng không
Yokowo	Nhật Bản	Đã di chuyển	Hà Nam	Linh kiện mô tô
Huafu	Trung Quốc	Đã di chuyển	Long An	Dệt may
Goertek	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bắc Ninh	Linh kiện tai nghe và điện thoại
TCL	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bình Dương	Điện tử - TV
Foxconn	Đài Loan	Đang di chuyển	Bắc Giang Quảng Ninh	Điện tử - TV
Lenovo	Trung Quốc	Đang xem xét	Bắc Ninh	Điện tử - Máy tính
Nintendo	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Điện tử - Phụ kiện game
Sharp	Nhật Bản	Đang di chuyển	Bình Dương	Điện tử - Camera
Kyocera	Nhật Bản	Đang di chuyển	Hải Phòng	Điện tử - Máy in, photocopy
Asics	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Sản xuất giày

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế sẽ là nhân tố giúp Việt Nam hấp dẫn giữa chiến lược “Trung Quốc + 1”

Dù giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam tăng mạnh từ 2019 nhưng với mức giá 110 USD/m²/kỳ thuê tại Q2/21 vẫn là mức thấp thứ hai trong khu vực, chỉ cao hơn giá thuê đất tại Myanmar. Tại Việt Nam, lương công nhân thấp hơn nhiều so với Thái Lan và Malaysia. Trong khi đó, chỉ có Indonesia có mức giá điện thấp hơn so với Việt Nam.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) từ mức 22% xuống mức 20% vào năm 2016 cho tất cả các công ty trong nước và nước ngoài để tăng cường thu hút sản xuất. Ngoài ra, các công ty tại các khu công nghiệp còn được hưởng các ưu đãi khác như miễn/giảm thuế và miễn thị thực. Các ưu đãi thuế phổ biến dành cho các công ty ở các khu công nghiệp bao gồm miễn thuế trong 2 đến 4 năm, giảm thuế trong 3 đến 15 năm và miễn thuế nhập khẩu.

Hình 33: Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế

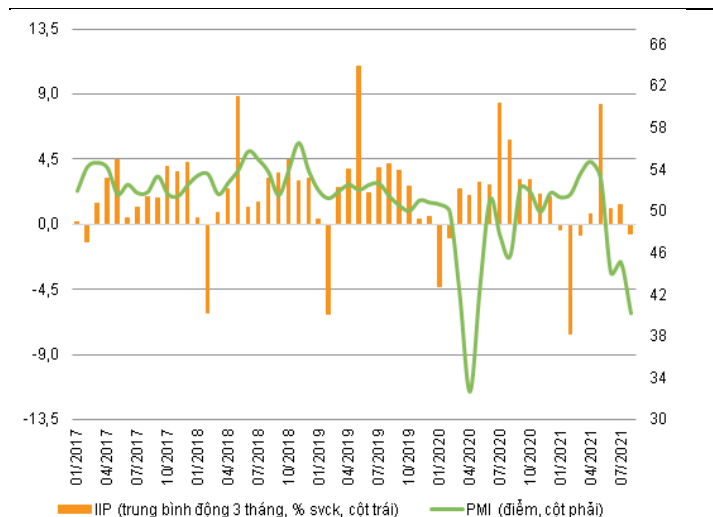
	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m ²)	Giá thuê đất trung bình (USD/m ² /kỳ thuê)	Thuế TNDN (%)	Số KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25	63
Philippines	205	0,110	na	122	30	323
Việt Nam	265	0,077	352	110	20	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24	340
Trung Quốc	1042	0,104	356	na	25	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, STATISTA, MPI

Tiềm năng rộng sản xuất mạnh mẽ từ các doanh nghiệp nước ngoài và doanh nghiệp nội địa

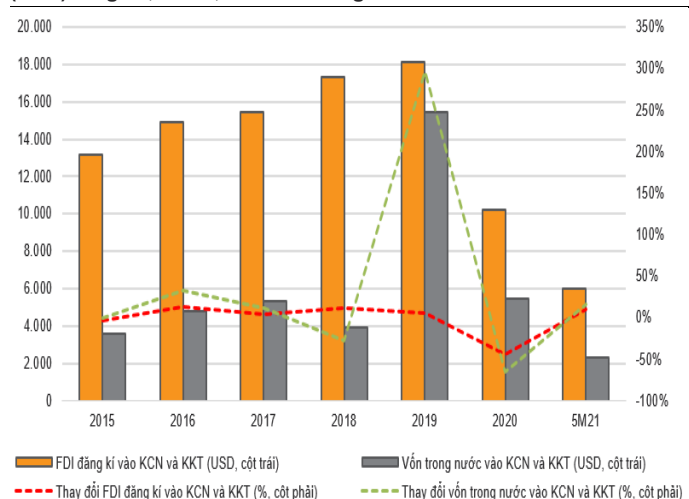
Chúng tôi quan sát thấy các khách thuê hiện hữu đang tích cực mở rộng sản xuất tại Việt Nam nhờ nền tảng sản xuất vững chắc của Việt Nam. Theo JETRO, gần 47% doanh nghiệp Nhật Bản có kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh tại Việt Nam trong 1-2 năm tới. LG Electronics, Intel, Mitsubishi Motors, và Ford cũng đã thông báo kế hoạch mở rộng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp hỗ trợ trong nước cũng được hưởng lợi từ làn sóng FDI và dự kiến mở rộng sản xuất như O.N Vina, một đối tác của Samsung.

Hình 34: PMI tháng 08/2021 dưới mức 50 do làn sóng COVID-19 thứ 4



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Hình 35: Dòng vốn FDI và vốn trong nước vào KCN và khu kinh tế (KKT) tăng 10,3%/15,7% svck trong 5T21

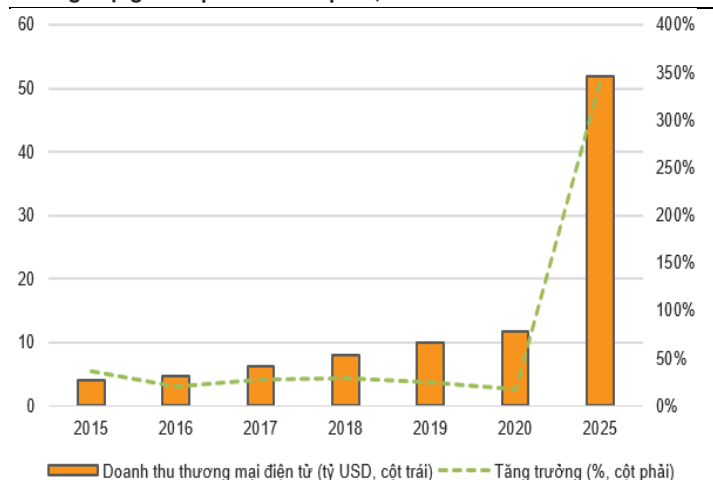


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI

Thương mại điện tử bùng nổ tại Việt Nam, thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN làm dịch vụ kho bãi

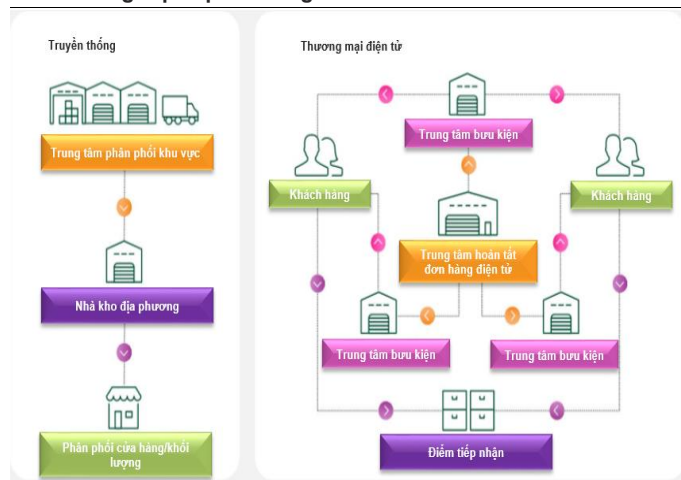
Theo Bộ Công thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, sự tăng trưởng trong lĩnh vực thương mại điện tử sẽ thúc đẩy nhu cầu kho bãi thêm 350.000 m2 với doanh thu thương mại điện tử khoảng 25-27 tỷ USD, tương đương với 728.000 m2 trong năm 2025 cho Việt Nam.

Hình 36: Thương mại điện tử bùng nổ tại Việt Nam, doanh thu tăng trưởng kép giai đoạn 2020-25 đạt 44,9%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MoIT

Hình 37: Nhu cầu về kho bãi có thể tăng thêm 728.000 m2 trong 2025 nhờ thương mại điện tử bùng nổ

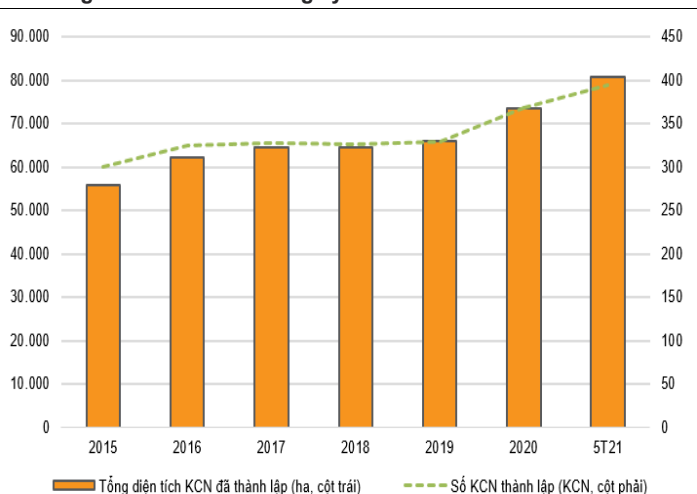


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Nguồn cung đang được đẩy mạnh bổ sung để đáp ứng nhu cầu đất khu công nghiệp ngày càng tăng trong các năm tới

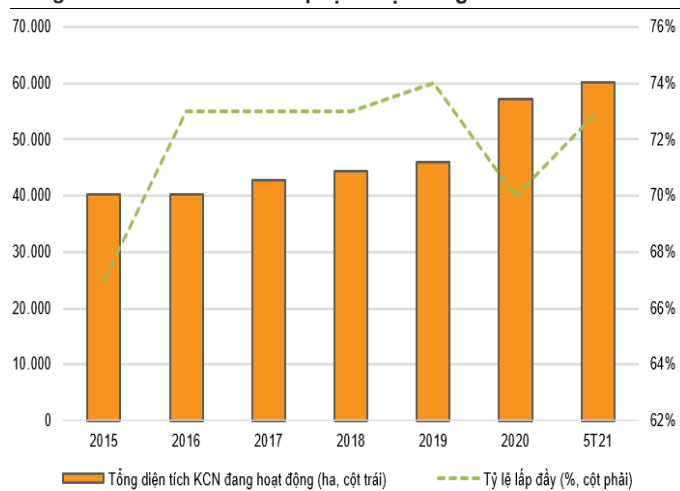
Trong bối cảnh nhu cầu đang vượt cung, Việt Nam tăng tốc độ thành lập bổ sung đất KCN để đáp ứng nhu cầu. Trong 5T21, Việt Nam thành lập mới 25 khu công nghiệp (KCN), bổ sung 7.300ha diện tích đất công nghiệp, mức tăng diện tích đất cao nhất kể từ năm 2015. Tính đến tháng 5/2021, Việt Nam có 394 KCN được thành lập, với tổng diện tích đất công nghiệp là 80.900ha (+9,9% so với cuối năm 20). Trong đó, 286 KCN với 57.300ha đất công nghiệp đang hoạt động, 108 KCN với 23.600ha đang xây dựng, giúp đảm bảo nguồn cung trong tương lai.

Hình 38: Việt Nam thành lập 25 KCN bổ sung 7.300ha đất trong 5T21, mức tăng cao nhất so với cùng kỳ kể từ 2015



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Hình 39: Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao 72-74% trong 2021-22 khi nhu cầu tiếp tục vượt cung

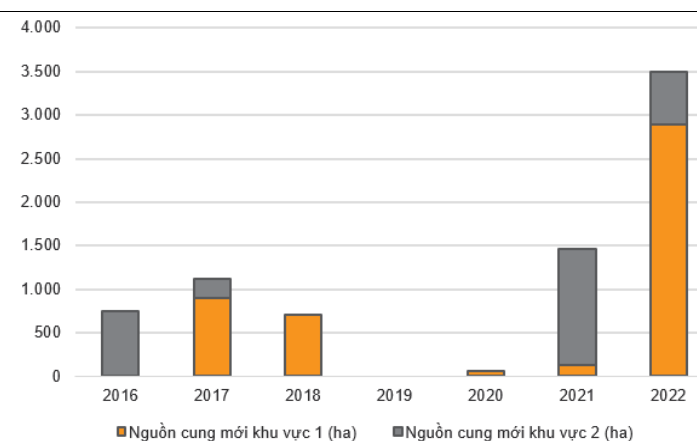


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

Tập trung mở rộng nguồn cung KCN phía Nam

Diện tích đất KCN ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm hơn 5.000ha trong 2021-22 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực. Cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh phát triển với các dự án sắp và đang được triển khai như 11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam, đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và giai đoạn một của dự án sân bay quốc tế Long Thành.

Hình 40: Diện tích đất KCN phía Nam dự kiến tăng mạnh thêm 5.000ha trong 2021-22

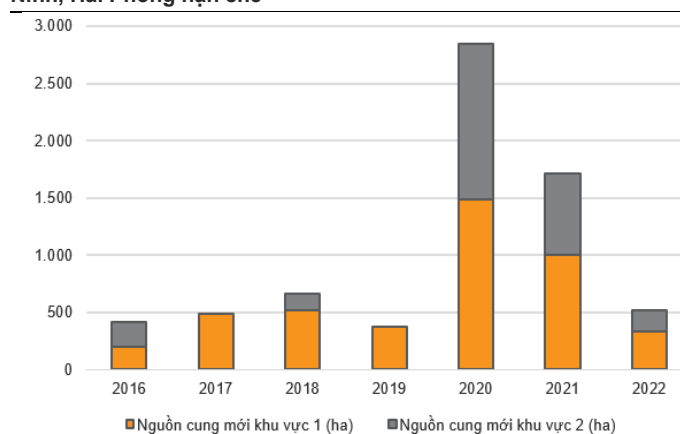


Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An

Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 41: Nguồn cung mới có thể dịch chuyển sang Hưng Yên, Hải Dương do quỹ đất tại các trung tâm công nghiệp như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng hạn chế



Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng

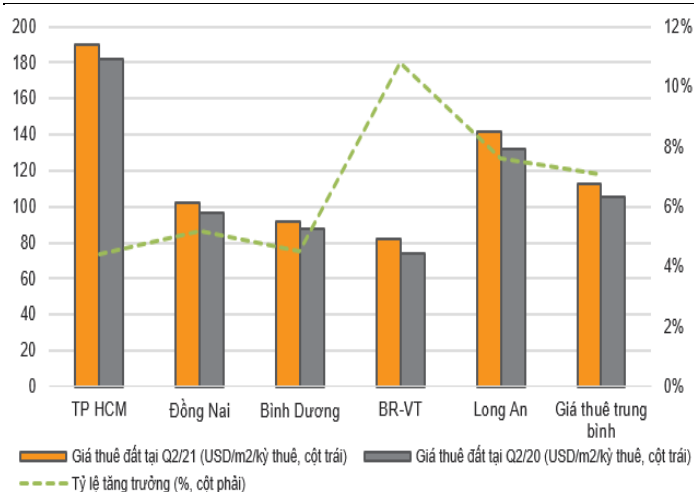
Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chúng tôi cho rằng giá thuê tiếp tục tăng trong nửa cuối 2021 và 2022 do nhu cầu cao và nguồn cung hạn chế

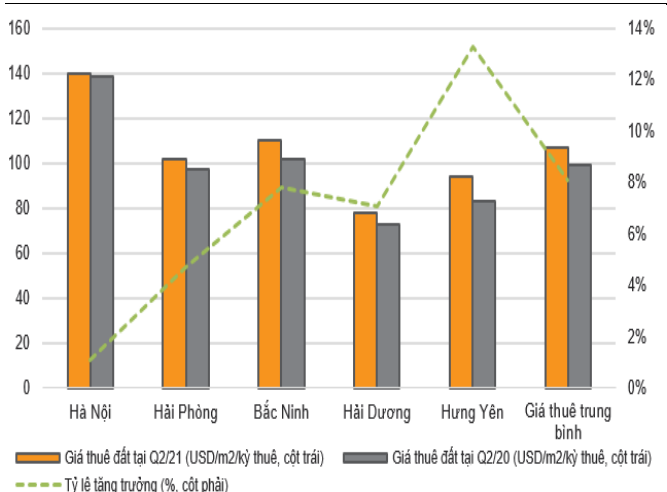
Theo JLL, giá thuê đất tại hai vùng công nghiệp trọng điểm vẫn tăng mạnh trong Q2/21, cụ thể các tỉnh phía Nam tăng trung bình 7,1% svck lên 113 USD/m2/kỳ thuê và các tỉnh phía Bắc tăng 5,9% svck lên 107 USD/m2/kỳ thuê. Tại phía Nam, chúng tôi quan sát thấy giá thuê đất KCN tại BR-VT tiếp tục tăng mạnh nhất 10,8% svck trong Q2/21. Hưng Yên và Bắc Ninh ghi nhận mức tăng ấn tượng lần lượt là 11,5% svck và 8,2% svck. Với nhu cầu tăng cao, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối 2021 và 2022, đặc biệt là đối với các KCN ở khu vực trung tâm, do nguồn cung thiếu hụt.

Hình 42: Giá thuê đất KCN tại BR-VT tăng 10,8% svck, cao nhất so với các KCN khác ở phía Nam trong Q2/21



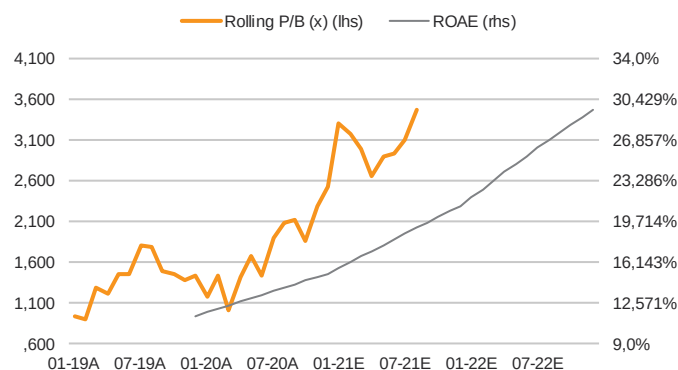
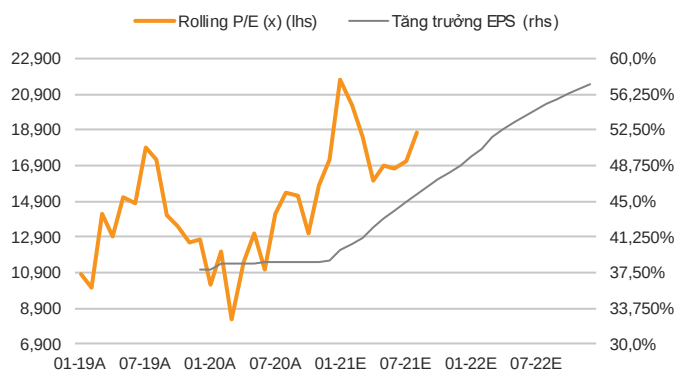
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 43: Giá thuê đất tại Hưng Yên tăng 11,5% svck, cao nhất so với các KCN khác ở phía Bắc trong Q2/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	631	1.026	1.459
Giá vốn hàng bán	(261)	(422)	(624)
Chi phí quản lý DN	(40)	(46)	(49)
Chi phí bán hàng	(6)	(12)	(12)
LN hoạt động thuần	324	547	773
EBITDA thuần	555	796	1.105
Chi phí khấu hao	231	249	332
LN HĐ trước thuế & lãi vay	324	547	773
Thu nhập lãi	21	23	22
Chi phí tài chính	(16)	(32)	(31)
Thu nhập ròng khác	5	3	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	334	537	768
Thuế	(60)	(81)	(154)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
LN ròng	274	456	614
Thu nhập trên vốn	230	397	536
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
LN giữ lại	174	356	514

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	89	170	653
Đầu tư ngắn hạn	120	120	120
Các khoản phải thu ngắn hạn	14	22	36
Hàng tồn kho	3	4	4
Các tài sản ngắn hạn khác	20	22	23
Tổng tài sản ngắn hạn	302	426	966
Tài sản cố định	5.381	6.817	7.527
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	10	10	10
Tổng tài sản	5.764	7.306	8.555
Vay & nợ ngắn hạn	126	100	100
Phải trả người bán	270	436	644
Nợ ngắn hạn khác	705	1.102	1.608
Tổng nợ ngắn hạn	1.113	1.651	2.368
Vay & nợ dài hạn	2.365	2.651	2.235
Các khoản phải trả khác	897	1.313	1.821
Vốn điều lệ và	1.000	1.000	1.000
LN giữ lại	340	641	1.082
Vốn chủ sở hữu	1.390	1.691	2.132
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.764	7.306	8.555

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	334	537	768
Khấu hao	231	249	332
Thuế đã nộp	(60)	(81)	(154)
Các khoản điều chỉnh khác	(42)	(80)	(90)
Thay đổi VLĐ	157	711	840
LC tiền thuần HKKD	615	1.349	1.705
Đầu tư TSCĐ	(1.329)	(1.440)	(714)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(19)	23	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.349)	(1.417)	(692)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.383	680	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(547)	(420)	(415)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(100)	(100)	(100)
LC tiền thuần HĐTC	736	160	(515)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	89	89	170
LC tiền thuần trong năm	2	92	497
Tiền & tương đương tiền cuối kì	91	181	667

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	43,4%	44,5%	42,1%
Vòng quay TS	0,12	0,16	0,18
ROAA	5,4%	7,0%	7,7%
Đòn bẩy tài chính	3,84	4,24	4,15
ROAE	20,6%	29,6%	32,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	8,1	8,0	9,1
Số ngày nắm giữ HTK	4,4	3,7	2,8
Số ngày phải trả tiền bán	376,7	377,2	377,1
Vòng quay TSCĐ	0,14	0,18	0,21
ROIC	7,1%	10,3%	13,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,3	0,3	0,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,3	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	(364,2)	(365,4)	(365,2)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	45,8%	62,6%	42,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	62,7%	68,7%	41,4%
Tăng trưởng LN ròng	47,2%	66,6%	34,6%
Tăng trưởng EPS	47,2%	66,6%	34,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>