

SZC – BC CẬP NHẬT

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 27/09/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	45.600
KLGD TB 10 ngày	1.309.570
Vốn hoá (tỷ đồng)	4.560
Số lượng CPLH (triệu CP)	100
Giá mục tiêu	47.086
Upside	3,2%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Đại Hiệp
ndhiep@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 642

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

SZC – ĐỘNG LỰC TỪ KDC HỮU PHƯỚC

ĐỊNH GIÁ

Giá đóng cửa của cổ phiếu của SZC ngày 27/9/2021 đã vượt mức giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra trong **Báo cáo nhanh ngày 19/4/2021** ([link](#)) và **báo cáo triển vọng tháng 7/2021** ([link](#)). Chúng tôi đánh giá trong bối cảnh hiện tại, giá cổ phiếu đã phản ánh hợp lý so với tiềm năng của doanh nghiệp trong năm 2021 và chúng tôi đưa ra đánh giá **PHÙ HỢP thị trường với giá mục tiêu 47.086 đồng/cp (+3,2% so với giá đóng cửa ngày 27/09/2021)**

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá triển vọng dài hạn tích cực cho doanh nghiệp với các lợi thế sẵn có. Tuy nhiên, trong ngắn hạn do ảnh hưởng chung của tình hình đại dịch Covid19, tiến độ triển khai và kinh doanh của các dự án có thể bị ảnh hưởng. **Động lực dài hạn cho SZC vẫn phụ thuộc vào 4 yếu tố sau:**

1. **Mở bán khu dân cư Hữu Phước:** KDC với tổng diện tích hơn 40 ha dự kiến là chất xúc tác mạnh mẽ cho doanh nghiệp trong ngắn hạn. Kế hoạch doanh thu trong năm 2021 là 90 tỷ đồng
2. **Cho thuê đất KCN ổn định qua các năm**
3. **Triển khai các giai đoạn tiếp theo của KDC Châu Đức**
4. **Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ổn định qua các năm:** hàng năm dự kiến chia 10% mệnh giá

CẬP NHẬT KQKD

KQKD 6T2021

VỀ DOANH THU

Doanh thu thuần (DTT) đạt 403 tỷ đồng (+66% yoy, đạt 69% KH năm) chủ yếu là doanh thu hạch toán từ cho thuê đất và chi phí quản lý. Trong kỳ, BOT 768 vẫn chưa được phép vận hành nên chưa phát sinh doanh thu. KDC Hữu Phước cũng chưa ghi nhận mở bán và doanh số bán. Trong kỳ, số dư doanh thu chưa thực hiện dài hạn giảm nhẹ còn 233 tỷ đồng (đầu năm 240 tỷ đồng). Số dư người mua trả tiền trước ngắn hạn giảm khoảng 100 tỷ đồng – mặc dù công ty không thuyết minh số dư phát sinh lũy kế cho các khoản mục này, tuy nhiên theo chúng tôi nhận định, doanh thu sẽ chủ yếu ghi nhận theo phương thức 1 lần, với giá cho thuê đất + hạ tầng khoảng 80 USD/m²/chu kỳ thuê, ước tính công ty đã cho thuê khoảng hơn 21 ha.

SZC cũng đã hạch toán 44,5 tỷ đồng từ việc cho D2D thuê đất. Tính tới 30/6/2021, giá trị tiền thuê đất D2D trả trước cho 32 ha là 259,3 tỷ đồng cho 2 hợp đồng thuê (HĐ thuê 13,1 ha bắt đầu từ 19/11/2015). Chi phí bình quân là 35 USD/m²/chu kỳ thuê.

VỀ LỢI NHUẬN

Lợi nhuận gộp đạt 258 tỷ đồng (+88% yoy), biên lợi nhuận gộp cũng cải thiện lên 64% (cùng kỳ đạt 56%). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận cải thiện do giá cho thuê tốt hơn và quỹ đất có giá vốn rẻ được phân bổ giúp giảm giá vốn.

Tình hình bán hàng dự án tính tới 30/6/2021

Lợi nhuận từ HĐKD chính đạt 231 tỷ đồng (+75% yoy), biên lợi nhuận cũng tăng lên 57% (cùng kỳ đạt 54%). Trong kỳ, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 108%, **chủ yếu là chi phí cho nhân viên quản lý tăng rất mạnh từ 7,5 tỷ đồng lên 16,3 tỷ đồng.**

Lợi nhuận sau thuế đạt 192 tỷ đồng (+73% yoy, vượt 9,3% kế hoạch cho năm 2021).

2 quý cuối 2021

Mặc dù đã hoàn thành kế hoạch lợi nhuận, chúng tôi cho rằng SZC sẽ tiếp tục hạch toán khoản doanh thu từ phí cho thuê đất KCN, tối thiểu nếu không phát sinh thêm hợp đồng ký mới. Công ty vẫn có thể hạch toán doanh thu/lợi nhuận từ diện tích đất đã cho D2D. **Ngoài ra, trường hợp dịch được kiểm soát tốt công ty vẫn còn nguồn thu từ việc mở bán KDC Hữu Phước.**

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản duy trì ổn định, khoản mục thay đổi chủ yếu là Chi phí xây dựng cơ bản dở dang, chi tiết như sau:

- Chi phí đền bù GPMB cho dự án KCN-KĐT Châu Đức là 2.685 tỷ đồng (+353 tỷ đồng ytd), trong đó số dư phát sinh tăng chủ yếu trong quý 1. Tham khảo đơn giá đền bù, GPMB trong năm 2020 là 738 nghìn đồng/m², thì diện tích đất đền bù được khoảng 83 ha
- Chi phí chuẩn bị đầu tư, tư vấn, xây dựng là 1.442 tỷ đồng (+217 tỷ đồng ytd), số dư chủ yếu phát sinh tăng trong quý 2.
- Dự án sân golf Châu Đức có số dư 347 tỷ đồng (+148 tỷ đồng ytd)

➔ **Lũy kế tới cuối năm 2020, SZC đã chi hơn 2.628 tỷ đồng để đền bù cho tổng diện tích 1.784,14/2.287 ha (giá bồi thường 146,7 nghìn đồng/m²).** SZC đã hoàn tất thủ tục xin giấy chứng nhận quyền SDD cho tổng cộng **1.148,3 ha** đất trong đó (1) đất khu công nghiệp: 819,8 ha; (2) đất khu đô thị: 328,5 ha. **Đối với phần diện tích còn lại trong quy hoạch (tổng diện tích 2.287 ha) chưa có GCN quyền sử dụng đất (1) đất KCN còn 736,2 ha; (2) đất khu đô thị, sân golf, đất ngoài khu đô thị còn khoảng 360,5 ha.**

➔ **So với kế hoạch đề ra năm 2021, SZC mới hoàn thành khoảng 19% chi phí và khoảng 23% diện tích**

cho kế hoạch đền bù, GPMB cho KCN-Đô thị Châu Đức

Nguồn tài trợ trong kỳ chủ yếu tới từ nguồn trái phiếu và vay dài hạn phát sinh tăng gần 595 tỷ đồng (phát sinh giảm 214 tỷ đồng). Hệ số D/E tính tới 30/6/2021 là 1,4 lần, nguồn vốn đang chủ yếu tập để lấy đất nhằm hạn chế chi phí gia đền bù tăng quá nhanh làm tăng tới giá vốn cho thuê trong tương lai. **Với tốc độ cho thuê hiện tại, SZC chắc chắn sẽ cần huy động thêm vốn để lấy những phần diện tích còn lại.**

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Với giá cho thuê cạnh tranh so với các KCN trong khu vực, SZC có thể tiếp tục hưởng lợi từ lợi thế cạnh tranh của tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu khi cơ sở hạ tầng kết nối ngày một hoàn thiện (cao tốc, cảng...). Giá cho thuê KCN + giá bán đất cũng sẽ dần tăng theo.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

Chúng tôi đưa ra các giả định chính như sau cho giai đoạn 2022-2027

Mảng KCN: Mỗi năm công ty có khả năng cho thuê 50 ha, tỷ trọng hạch toán doanh thu 1 lần là 88%, giá cho thuê khoảng 80 USD/m²/chu kỳ thuê và tăng 5%/năm

Mảng KDC: Chúng tôi chưa đưa các giai đoạn sau của KDC Châu Đức vào mô hình định giá, hiện tại các thông số của KDC Hữu Phước được ước lượng như sau:

Đất nền: 657 nền đất nhà liên kế diện tích đất tương đương 125m²/nền. Giá bán 15 triệu đồng/m² và sẽ mở bán từ cuối năm 2021 và bán hết trong năm 2024

Chung cư, nhà ở xã hội: Sau khi triển khai bán hết đất nền của giai đoạn 1, công ty sẽ mở bán chung cư với giá bán 15 triệu/m², tổng số lượng sản phẩm là 1.213 căn hộ, diện tích bình quân 1 căn 80m².

Tốc độ tăng trưởng *g* giai đoạn 2 là 2,5%, chi phí sử dụng vốn WACC là 9%.

Tính toán giá trị doanh nghiệp

ĐVT: tỷ đồng	FCFF	EBITDA
Giá trị doanh nghiệp	4.569.947	4.625.981
Số lượng CP đang lưu hành	100.000.000	100.000.000
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	47.086	
Premium so với thị giá	+3,2%	

Nguồn :VCBS dự phóng

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro dịch bệnh Covid-19: Dịch bệnh bùng phát gây khó khăn cho việc mở bán. Ký kết biên bản bàn giao từ đó gây sụt giảm doanh thu, lợi nhuận cho công ty

Rủi ro nền kinh tế tăng trưởng chậm: Kinh tế tăng trưởng chậm dẫn tới thu nhập thực dụng của người dân bị sụt giảm. Điều này gián tiếp ảnh hưởng tới quyết định mua nhà ở cũng như quyết định đầu tư, thu hút FDI

Rủi ro lãi suất tăng mạnh: việc thay đổi trong điều hành chính sách tiền tệ tác động tới kênh tín dụng dẫn vốn cho thị trường bất động sản. Ngoài ra, lãi suất huy động tăng mạnh cũng sẽ là nguyên nhân dòng tiền rút khỏi bất động sản và chảy vào kênh tiết kiệm. Đây là nguyên tắc bình thông nhau trên thị trường tài chính

Rủi ro giá đất tiếp tục tăng nóng: điều này khiến giá đền bù của dự án tăng cao và khiến giá vốn tăng cao, giảm tỷ suất sinh lời trong tương lai nếu giá bán không tăng nhanh theo kịp

Rủi ro cơ cấu tài chính: doanh nghiệp sẽ cần tiếp tục huy động vốn trong tương lai để thực hiện kế hoạch hoàn thiện lấy những phần đất còn lại trong bối cảnh dòng tiền từ HĐKD chưa trang trải được hết cho các nhu cầu này. Cơ cấu tài chính với đòn cân nợ lớn cũng gây ra tác động 2 chiều đối với HĐKD trong tương lai

PHỤ LỤC TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	432.981	810.153	1.562.680	1.659.657	552.890	499.774
Giá vốn hàng bán	199.242	405.076	781.340	912.811	304.090	274.876
Lợi nhuận gộp	233.739	405.076	781.340	746.846	248.801	224.898
Doanh thu hoạt động tài chính	21.807	40.803	78.704	83.588	27.846	25.171
Chi phí tài chính	8.308	36.412	41.638	45.671	49.869	53.849
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	34.390	121.523	234.402	248.949	82.934	74.966
Lợi nhuận trước thuế	219.815	324.357	625.642	581.485	193.713	175.103
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	186.001	259.485	500.514	465.188	154.971	140.083

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
I. Tiền & tương đương tiền + ĐTTC ngắn	89.152	67.062	170.083	20.430	1.643	3.414
II. Các khoản phải thu ngắn hạn	45.971	110.980	214.066	227.350	45.443	68.462
III. Hàng tồn kho	2.957	3.256	6.281	7.338	2.444	2.210
IV. Tài sản ngắn hạn khác	18.499	18.499	18.499	18.499	18.499	18.499
Tài sản dài hạn	4.128.010	4.439.743	5.258.490	6.146.673	6.308.960	6.549.315
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	308.340	267.774	230.612	196.374	164.244	134.986
III. Bất động sản đầu tư	42.905	80.280	154.849	164.459	54.787	49.524
IV. Tài sản dở dang dài hạn	3.767.518	4.082.442	4.863.782	5.776.593	6.080.682	6.355.558
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	9.247	9.247	9.247	9.247	9.247	9.247
Tổng tài sản	4.723.905	5.808.160	6.485.625	6.430.681	6.696.548	7.128.183
Nợ phải trả	3.153.509	3.386.768	4.163.825	4.485.301	4.289.231	4.516.514
Các khoản phải trả ngắn hạn	205.808	405.076	781.340	912.811	416.561	301.234
Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	187.089	137.778	128.868	141.110	148.711	139.117
Thuế TN hoãn lại dài hạn	0	0	0	0	0	0
Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1.467.823	1.848.555	2.048.555	2.248.555	2.448.555	2.648.555
Doanh thu chưa thực hiện	250.643	376.713	398.212	390.850	813.231	1.007.423
Vốn chủ sở hữu	1.337.138	1.644.336	2.000.324	2.141.450	2.180.033	2.247.382
1. Vốn điều lệ + thặng dư	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000

2. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	214.437	337.138	644.336	1.000.324	1.141.450	1.180.033
3. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0	0
4. Vốn khác	44.393	66.361	138.416	127.855	35.117	30.666
Tổng nguồn vốn	4.490.647	5.031.103	6.164.149	6.626.752	6.469.264	6.763.896

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	1.860	2.595	5.005	4.652	1.550
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12.642	13.371	16.443	20.003	21.415
P/E	24,9	17,8	9,3	10,0	29,9
P/B	3,7	3,5	2,8	2,3	2,2
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	54%	50%	50%	45%	45%
Biên lợi nhuận sau thuế	43%	32%	32%	28%	28%
ROE	14%	16%	25%	22%	7%
ROA	4%	4%	8%	7%	2%

Nguồn : VCBS dự phóng

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Đại Hiệp

Chuyên viên Phân tích
ndhiep@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630