

BÁO CÁO NHANH

Ngày 19 tháng 04 năm 2021

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đại Hiệp

ndhiep@vcbs.com.vn

+84-28 3820 0751 (Ext: 642)

ĐỊNH GIÁ

Năm 2021, chúng tôi dự phóng DT của SZC đạt 584,3 tỷ đồng (đạt kế hoạch công ty đề ra) và LNST của SZC sẽ đạt khoảng 187 tỷ đồng (+0,5% yoy, vượt 106% KH năm) dựa trên giả định (1) Biên lợi nhuận gộp từ việc bán đất nền cho khu dân cư Hữu Phước đạt 50%; (2) Thu nhập hoạt động tài chính duy trì như năm trước đạt 21 tỷ đồng; (3) chi phí bán hàng và quản lý giữ nguyên mặc dù trạm BOT 768 đã dừng hoạt động và không phát sinh nguồn thu; (4) Chi phí tài chính tăng lên 10 tỷ đồng (+23% yoy) giả định công ty sẽ phát hành thêm trái phiếu.

Với mức EPS 2021 là 1.870 tỷ đồng và BV là 13.512 đồng/cp, tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%. Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu SZC với **giá mục tiêu 39.534 đồng (+8% so với thị giá đóng cửa ngày 16/4/2021 là 36.700)**.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Doanh số cho thuê đất KCN ổn định qua các năm:** Năm 2020, công ty đã ký được 12 hợp đồng với tổng diện tích 48,26 ha và 8 thỏa thuận với tổng diện tích 33,88 ha tại Khu công nghiệp Châu Đức. Triển vọng trong các năm tới mỗi năm sẽ ký thỏa thuận thuê đất khoảng 50 ha và năm 2021 sẽ ghi nhận doanh thu dự kiến cho 26-28 ha, giá cho thuê dao động quanh 65 USD/m²/chu kỳ thuê. Mảng cho thuê KCN Châu Đức vẫn duy trì biên lợi nhuận tốt trong năm 2021 nhờ còn lại 80 ha quỹ đất với giá vốn thấp phân bổ sẵn sàng để cho thuê.
- (2) Mở bán khu dân cư Hữu Phước:** dự kiến mở bán trong năm 2021. Kế hoạch doanh thu năm 2021 đạt 90 tỷ đồng.
- (3) Sân Golf Châu Đức:** Đưa vào khai thác và dự kiến doanh thu năm 2021 đạt 16 tỷ đồng .
- (4) Quỹ đất lớn, dự án có sẵn và vị trí tốt.**
- (5) Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ổn định các năm:** năm 2021 dự kiến chia 10%/mệnh giá

Sau ĐHCĐ của SZC, những điểm chính trong KQKD 2020 và kế hoạch năm 2021 của doanh nghiệp được chúng tôi ghi nhận và đánh giá như sau:

ĐIỂM LẠI BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM 2020

KQKD 2020: Khép lại năm tài chính 2020, DT tăng 26,5% so với năm 2019, tuy nhiên LNST giảm nhẹ 5,2% yoy và hoàn thành 161% KH năm.

Doanh thu	Giá trị (tỷ đồng)	% so với kế hoạch
Cho thuê đất KCN, nhà xưởng xây sẵn	362,9	124%
Thu phí đường bộ	66,4	103%
Dịch vụ tư vấn giám sát	1,99	57%
Sân tập golf	1,08	77%
Tổng cộng	461,8	124%

Nguồn: SZC, VCBS tổng hợp

Doanh thu cho thuê đất KCN được ghi nhận một lần là 315,4 tỷ đồng cho 38 năm thuê tới năm 2058. Là mảng đóng góp chính đạt **354.3 tỷ đồng DT (+42% yoy)**. Giá cho thuê nếu so với thời điểm 2018 đã tăng kép 12,3%/năm (giá khoảng 44 USD/m²/chu kỳ thuê), hiện tại khoảng 60-62 USD/m²/chu kỳ thuê (chưa bao gồm VAT). Phí quản lý không thay đổi nhiều dao động quanh 11.400 -11.750 VNĐ/m²/năm (chưa bao gồm VAT).

Doanh thu phí đường bộ đạt 66,4 tỷ đồng (-0,2 % yoy). Trong ngắn hạn, SZC sẽ tạm dừng thu phí trạm BOT 768 (bao gồm 5 trạm) là tuyến đường quan trọng nối TP.Biên Hòa với huyện Vĩnh Cửu và huyện Tân Uyên (Bình Dương), tổng chiều dài 48 km, dự án được cấp phép đầu tư vào 11/1/2010 và thời gian thu 35 năm. SZC đã trình báo cáo nghiên cứu khả thi ngày 12/5/2020 và UBND tỉnh Đồng Nai đã thông qua báo cáo này. SZC đang trong giai đoạn mời gọi đấu thầu cho thiết bị thu phí không dừng, và sau đó công ty lập báo cáo điều chỉnh dự án đầu tư để đi trình duyệt một lần nữa. **SZC đã công bố dừng thu phí chính thức vào ngày 06/01/2021 và hiện chưa rõ thời gian sẽ tái khởi động thu phí trở lại**

Doanh thu cho thuê nhà xưởng đạt 3,8 tỷ đồng (-0,5% yoy), với giá cho thuê 82.250 VNĐ/m²/tháng (chưa VAT) và phí quản lý 11.750 VNĐ/m²/tháng (chưa VAT). Thời gian thuê nhà xưởng tối thiểu là 5 năm, công ty có chính sách tăng giá không vượt quá 15% trong vòng 5 năm đối với khách hàng thuê. Lũy kế năm 2020, SZC đã cho thuê được 5.600 m² nhà xưởng như vậy hoạt động cho thuê nhà xưởng kể từ giai đoạn 2017-2020 diễn biến chưa khả quan với diện tích 2 nhà xưởng cho thuê đã lấp đầy và chưa có nguồn thu mới. Giá cho thuê nhà xưởng khó tăng mạnh do nguồn cung nhà xưởng đang tăng mặc dù khả năng hấp thụ tốt. Theo ước tính của JLL, nguồn cung nhà xưởng xây sẵn mới tới cuối năm 2021 sẽ đạt 897.000 m², trong đó khu vực tỉnh Đồng Nai và Bình Dương đang chiếm tỷ trọng lớn nhất cả nước.

Doanh thu dịch vụ khác: dịch vụ giám sát, xử lý nước thải, cung cấp nước...đi kèm với sự phát triển của KCN-KĐT Châu Đức và có tốc độ tăng trưởng đi cùng với doanh thu cho thuê đất KCN.

Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN các năm qua tăng trưởng tốt (2019: 42,6%, năm 2020: 46,6%) nhờ giá đền bù, xây dựng cơ sở hạ tầng thấp cũng như giá cho thuê tăng trưởng qua các năm. Mảng thu phí đường bộ do có tới 5 trạm thu phí, trong năm qua theo ban lãnh đạo cần bố trí nhiều nhân sự, thiết bị để phục vụ tại các trạm. Các mảng khác như cho

thuê nhà xưởng, tư vấn giám sát có biên lợi nhuận gộp giảm trong năm 2020. Các chỉ tiêu sinh lời khác như ROA, ROE, ROS cũng tốt dần qua các năm trong giai đoạn 2016-2020.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty khá cao và tăng dần qua các năm cho thấy SZC dần phụ thuộc vào nợ vay để phát triển dự án. Tỷ lệ D/E (nợ/ vốn chủ sở hữu) tăng từ 67,09% (năm 2016) lên mức 131% vào cuối năm 2020. Tỷ lệ D/V (Nợ/tổng nguồn) năm 2020 cải thiện năm nay nhờ khoản người mua trả tiền trước từ CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp Số 2 (D2D) hơn 168,8 tỷ đồng. Trong năm SZC cũng đã ghi nhận 44,4 tỷ đồng doanh thu từ việc cho D2D thuê KCN, trước đó vào tháng 10/2020 HĐQT của D2D cũng đã phát đi thông báo muốn thuê 18,8 ha đất KCN của SZC ước tính tổng chi phí bao gồm phí quản lý là 350 tỷ đồng cho giá thuê quanh 65 USD/m²/chu kỳ thuê. *Khoản tiền nhận trước từ D2D dự kiến cũng sẽ được SZC hạch toán vào doanh thu trong năm 2021 do đây là hoạt động thuê đóng tiền 1 lần*

KẾ HOẠCH NĂM 2021

Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ của SZC và có một số ghi nhận chính sau đây:

❖ KHKD 2021: ĐHCĐ đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2021, trong đó

Chỉ tiêu	Năm 2021 (tỷ đồng)	Năm 2020 (tỷ đồng)	%Tăng/giảm
DT từ cho thuê KCN, nhà xưởng, phí quản lý	455,83	362,9	+25,6%
DT từ thu phí đường bộ BOT 768	0	66,4	N/a
DT từ KDC Hữu Phước	90	0	N/a
DT các mảng khác	38,5	32,5	18,3%
Tổng DT	584,3	461,8	+26,5%
LNST	176,3	186,0	-5,2%
Cổ tức (% mệnh giá)	10%	10%	0%

Nguồn: VCBS tổng hợp

❖ THÔNG TIN CHI TIẾT VỀ NHU CẦU VỐN

Theo thông tin từ ĐHCĐ năm 2021 cùng tình hình tài chính thể hiện trên bảng cân đối, SZC chưa đủ dòng tiền ở thời điểm hiện tại để tiếp tục hoàn thiện dự án KCN-KĐT Châu Đức.

Tổng số dư tiền, tương đương tiền +đầu tư tài chính ngắn hạn +phải thu ngắn hạn chỉ khoảng 215 tỷ đồng. Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD năm bình quân 3 năm 2017-2020 đạt 542,6 tỷ đồng và tiền thuần từ HĐ tài chính đạt 231 tỷ đồng. Như vậy, dòng tiền từ HĐ kinh doanh và tài chính chưa đủ cho nhu cầu đầu tư của SZC trong quá khứ và các năm tới. Dòng tiền từ HĐ kinh doanh KCN chỉ đủ trang trải cho nhu cầu vốn từ HĐ KCN trong hiện tại. Tổng nhu cầu vốn cho 2 hoạt động lớn nhất là bồi thường GPMB và xây dựng cơ bản năm nay là hơn 4.115 tỷ đồng. Hiện 3 GCN Quyền sử dụng đất của SZC đều đã thế chấp Ngân hàng để vay nợ, tiền sử dụng đất đóng 1 lần tăng quá cao khiến doanh nghiệp phải chuyển sang đóng tiền sử dụng đất hàng năm, các GCN quyền sử dụng đất mới này không thể vay Ngân hàng để thế chấp. Nên câu chuyện hiện tại của SZC giống như “con gà, quả trứng” vì nếu không bán/cho thuê

được đất thì không có tiền đầu tư, mà không đầu tư thì theo quy định của Nhà nước lại không bán được đất – sức khỏe tài chính cũng sẽ sụt giảm theo.

Về nhu cầu vốn chi tiết cần xem xét công tác đất đai, xây dựng của doanh nghiệp với dự án KCN- ĐT Châu Đức tính tới cuối năm 2020:

+ **Công tác bồi thường:** SZC đã thực hiện bồi thường cho các hộ dân hơn 1.224 tỷ đồng cho 230,84 ha (tương ứng giá bồi thường 530,2 nghìn đồng/m²). Lũy kế tới cuối năm 2020, SZC đã chi hơn **2.628 tỷ đồng** để đền bù cho tổng diện tích **1.784,14 ha** (giá bồi thường 146,7 nghìn đồng/m²), có thể thấy rõ giá bồi thường đang tăng rất nhanh qua các năm

+ **Công tác xin giao đất:** 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

+ **Công tác xây dựng hạ tầng:**

Dự án	Giá trị thực hiện (tỷ đồng)	% kế hoạch
Khu đô thị Châu Đức (Bao gồm: KĐT phía Bắc và Hữu Phước)	87,47	115%
Khu công nghiệp Châu Đức	284,34	95%
Sân golf Châu Đức	67,76	19%
Dự án BOT 768	0,024	0,02%

Nguồn: SZC, VCBS tổng hợp

Trong năm 2020, SZC chi 1.125,05 tỷ đồng để lấy tổng cộng 152,29 ha đất thực hiện dự án, trong đó bao gồm 63,33 ha đất KCN và 88,96 ha đất khu đô thị. Tính ra đơn giá bồi thường bình quân khoảng 738 nghìn đồng/m² trên tổng diện tích nhưng nếu tính trên đất thị trấn với tỷ lệ 50-60%, đơn giá nằm trong khoảng 1,2 -1,5 triệu đồng/m². 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.

Trong kế hoạch đền bù 3.298 tỷ đồng trong đó:

+ Theo ban lãnh đạo dành khoảng 2.386,74 tỷ đồng chi phí đền bù cho KDC Châu Đức cụ thể (1) Huyện Châu Đức diện tích 219,38 ha số tiền 1.170,74 tỷ đồng (2) Thị xã Phú Mỹ diện tích 121,62 ha số tiền 1.216 tỷ đồng. Tính ra trung bình giá đền bù khoảng 760 nghìn đồng/m², diện tích đất thị trấn khoảng 50% thì giá đền bù khoảng 1,52 triệu đồng/m².

+ Còn lại 911 tỷ đồng sẽ là chi phí đền bù giải phóng mặt bằng cho đất KCN Châu Đức.

Năm 2020, ban điều hành đã tăng gấp 3 lần đơn giá đền bù GPMB so với năm 2019, bình quân khoản từ 6,5-10 tỷ/ha. Với tình hình hiện tại gặp khó khăn trong công tác kiểm kê, tiền sử dụng đất, đền bù GPMB, chi phí xây dựng ngày một tăng cao, cộng thêm nguồn tiền đều đặn từ BOT 768 thì **SZC buộc phải huy động thêm vốn nhanh chóng để thực hiện dự án vì quỹ đất với giá vốn thấp của công ty không còn lại nhiều.**

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mảng cho thuê đất KCN, nhà xưởng: KCN Châu Đức nằm tại vị trí thuận lợi kết nối với Quốc lộ 51 dễ dàng, cụm Cảng Thị Vải-Cái Mép và tương lai khi cao tốc Biên Hòa- Vũng Tàu được hoàn thiện sẽ giải tỏa áp lực cho lưu lượng giao thông từ phía Đông đổ về. Với quỹ đất lớn và vị trí tốt, giá cho thuê lại thấp hơn so với các khu công nghiệp khác trong khu vực cũng như các tỉnh thành khác từ 10-30%, SZC có cơ sở để duy trì mảng kinh doanh này tốt trong tương lai. Tuy nhiên có thể thấy, tốc độ đàm phán cũng như ký hợp đồng cho thuê của công ty tương đối chậm xét trong tương quan chung với ngành dựa trên tỷ lệ lấp đầy khoảng 55%. Cùng với giá vốn cho thuê KCN ngày càng tăng, theo ban lãnh đạo giá vốn phân bổ mới cho quỹ đất gần 400 ha còn lại đã lên tới 42 USD/m² (giá vốn cũ 17 USD/m²) sẽ làm co hẹp biên lợi nhuận của SZC kể từ năm 2022 đáng kể nếu giá cho thuê tăng không theo kịp. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ giữ nguyên biên lợi nhuận gộp tương đương năm 2020 và đạt 212 tỷ đồng.

Mảng dân dụng KĐT Châu Đức: bao gồm (1) Khu đô thị phía Bắc đang trong quá trình điều chỉnh Quy hoạch 1/500; (2) **KDC Hữu Phước quy mô 40ha** gồm hạ tầng, đường xá, điện nước cho giai đoạn 1 đã xong, chỉ còn nợ hạ tầng chung và diện tích dự kiến đưa ra phân lô cũng đã được duyệt. **Sản phẩm tiêu thụ chủ yếu sẽ là đất nền và shophouse, dự kiến KQKD sẽ được thể hiện ngay trong năm 2021.** Giá bán dự kiến cho đất nền là 8-12 triệu đồng/m², giá bán shophouse 5-6 tỷ đồng/căn. SZC ước tính doanh thu khoảng 90 tỷ đồng trong năm nay, với giá bán 8 triệu/m², SZC có thể ghi nhận 45 tỷ đồng LN gộp.

Mảng thu phí đường bộ: dự kiến kéo dài thời gian thu phí ra thêm 2-3 năm do đang tạm dừng đầu tư thêm. Mảng này đặc thù là dự án BOT sẽ thu tiền cho tới khi lợi nhuận/vốn đầu tư đạt đủ 12% và sẽ ghi nhận lợi nhuận vào những năm cuối. Nên tạm thời việc ngắn hạn tác động của mảng này sẽ là tiêu cực tới HĐKD mặc dù mức độ tác động không quá lớn. Hiện tuyến đường đoạn nhà máy nước Thiện Tân đang bị người dân phản ánh nhiều vì tình trạng xuống cấp của cơ sở hạ tầng cùng tình trạng tắc nghẽn. Đoạn này dài 6,3 km dự kiến cũng sẽ được đầu tư lại và mở rộng. Hoạt động đầu tư trạm không dừng dự kiến sẽ tốn nhiều chi phí gây đội vốn đầu tư, ước tính theo ban lãnh đạo là 5 tỷ/1 trạm cho cả 2 chiều đi và về. **Trong trường hợp nếu tất cả các phương án không được thông qua, ban lãnh đạo dự kiến sẽ bàn giao lại cho Nhà nước khai thác, tuy nhiên kịch bản này có xác suất không cao, SZC vẫn sẽ duy trì nguồn thu ổn định từ dự án này trong tương lai**

Sân golf: tổng quy mô dự án là 152 ha, tổng mức đầu tư 1.985 tỷ đồng. Giai đoạn 1 triển khai 77,6 ha, tổng mức đầu tư 650 tỷ đồng đã hoàn tất thủ tục chọn đơn vị tư vấn vận hành. Sân golf 18 lỗ dự kiến hoàn thành quý II/2021. **Hiện chưa có nhiều thông tin để kết luận được tính khả thi của dự án sân Golf này**

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi lựa chọn phương pháp so sánh đối với cổ phiếu SZC trong tương quan với các DN cùng ngành bất động sản khu công nghiệp. Vì các DN đều đang được hưởng lợi đáng kể từ xu hướng dịch chuyển nhà máy từ DN nước ngoài, lượng vốn FDI đăng ký/giải ngân tại Việt Nam tiếp tục duy trì khả quan trong Quý I/2021. Đồng thời việc so sánh giá cả cũng sẽ diễn ra khi các nhà đầu tư ra quyết định lựa chọn để dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam. Ngoài ra, các DN còn chịu chung những rủi ro vĩ mô như (1) lãi suất (2) tỷ giá (3) tỷ lệ thất nghiệp, lương tối thiểu

Chúng tôi ước tính năm 2021 LNST của SZC sẽ đạt khoảng 187 tỷ đồng (+0,5% yoy, vượt 106% KH năm) dựa trên giả định (1) Biên lợi nhuận gộp từ việc bán đất nền cho khu dân cư Hữu Phước đạt 50% (2) Thu nhập hoạt động tài chính duy trì như năm trước đạt 21 tỷ đồng (3) chi phí bán hàng và quản lý giữ nguyên mặc dù trạm BOT 768 đã dừng hoạt động và không phát sinh nguồn thu (4) Chi phí tài chính tăng lên 10 tỷ đồng (+23% yoy) giả định công ty sẽ phát hành thêm trái phiếu

Với mức EPS 2021 là 1.870 tỷ đồng và BV là 13.512 đồng/cp, tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi tính toán ra giá trị hợp lý của cổ phiếu là **39.534 đồng (+8% so với thị giá đóng cửa ngày 16/4/2021 là 36.700)**. Chúng tôi sẽ có cập nhật thêm khi SZC có kế hoạch phát hành làm thay đổi cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp đáng kể.

Mã CK	PE	PB	ROE (TB 3 năm)	ROA (TB 3 năm)	Nợ vay/tổng nguồn
D2D	6.1	1.7	32%	12%	0%
SZL	9.0	1.7	17%	6%	2%
LHG	8.7	1.3	14%	7%	16%
NTC	18.7	7.9	54%	9%	87%
VGC	24.6	0.0	9%	8%	27%
IDC	6.5	3.0	7%	2%	13%
ITA	45.8	0.8	1%	1%	3%
HPI	6.7	6.9	102%	7%	8%
TIX	10.0	1.1	13%	9%	0%
TIP	9.0	2.1	19%	13%	8%
BCM	29.7	3.7	13%	4%	89%
SIP	13.5	5.9	22%	3%	17%
KBC	79.5	1.8	6%	4%	54%
Bình quân	20.6	3.0	25%	7%	23%
SZC	19.7	2.9	11%	4%	37%

Nguồn: VCBS tổng hợp

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

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