

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN KHU ĐÔ THỊ VÀ KHU
CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ**

Mã: SJS (HOSE) Ngành: Bất động sản và Xây dựng

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	36,500 đồng
Giá hiện tại	15,500 đồng
Thời gian nắm giữ	2 năm

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu SJS với mức giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu, tầm nhìn đầu tư 2 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F	2014F
DTT (tỷ đồng)	139.54	50.68	300.00	450.00
+/- yoy (%)	-86.3%	-63.7%	491.9%	50.0%
LNST (tỷ đồng)	(82.47)	(302.74)	50.00	75.00
+/- yoy	-118.0%	267.1%	-116.5%	50.0%
TTS (tỷ đồng)	5,033.73	5,513.23	6,821.53	7,844.76
+/- yoy	12.7%	9.5%	23.7%	15.0%
VCSH (tỷ đồng)	1,841.19	1,526.38	1,376.38	1,582.83
+/- yoy	-15.3%	-17.1%	-9.8%	15.0%
Nợ/TTS	62.7%	71.7%	79.8%	79.8%
TS LN gộp	22.7%	-290.9%	0.0%	0.0%
TS LN ròng	-59.1%	-597.3%	16.7%	16.7%
EPS (đồng)	4,587	-	500	750
ROA	-1.7%	-5.8%	0.7%	1.0%
ROE	-4.0%	-18.1%	3.6%	4.7%

**KHOI PHAN TICH & ĐẦU TƯ
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang
trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 25/11/2013

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14
Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

Điểm nhấn đầu tư

- ❖ SJS là một công ty bất động sản có quỹ đất lớn, chủ yếu là các dự án khu đô thị được coi là phân khúc sớm phục hồi nhất của thị trường bất động sản. Tại thời điểm bắt đầu niêm yết, công ty nắm giữ khoảng 3-4% thị phần bất động sản cả nước.
- ❖ Sau cơ bão tái cấu trúc vào năm 2012, hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS đã có sự phục hồi đáng kể trong năm 2013. 3 quý liên công ty đều có lãi. Mặc dù mức lợi nhuận 3 quý chỉ đạt 34 tỷ đồng, chưa bằng 50% kế hoạch, chúng tôi đánh giá cao khả năng phục hồi của SJS trong thời gian tới.
- ❖ Qua 2 đợt bán hàng đầu năm 2013, SJS đã tiêu thụ được 80 căn biệt thự, nhà vườn, nhà liền kề, trong đó riêng đợt mở bán từ tháng 6/2013, chỉ trong vòng 1 tháng Sudico đã bán ra thị trường trên 50 căn.
- ❖ Sudico hiện tại đang nắm giữ 3 triệu cổ phiếu SVS. Công ty này sẽ nhận được 15 tỷ đồng tiền mặt khi SVS thanh toán tiền giải thể đợt 1. Điều này góp phần cải thiện khả năng thanh toán của công ty.
- ❖ Cơ cấu cổ đông của SJS có sự tham gia của nhiều định chế tài chính lớn. Nhóm Đầu tư nước ngoài Wareham và Vietnam Enterprise vừa thông báo đã mua 110,000 cổ phiếu SJS, nâng sở hữu lên thành 5.08% và trở thành cổ đông lớn kể từ ngày 30/09.
- ❖ Về khả năng đạt lợi nhuận dương trong năm 2013: Chúng tôi đánh giá cao khả năng đạt lợi nhuận dương của SJS trong năm 2013. Nhiều khả năng cổ phiếu của công ty không bị hủy niêm yết trong năm nay.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 25/11/2013 (nghìn đồng)	15.5
EPS trailing (nghìn đồng)	n/a
P/E	n/a
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	15.76
Hệ số beta	0.89
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	168,143
KLCP đang lưu hành	99,041,940
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,535.15

Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển Khu đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà được thành lập theo Quyết định 946/QĐ-BXD ngày 08/07/2003 của Bộ trưởng Bộ xây dựng về việc chuyển Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà là doanh nghiệp nhà nước thuộc Tổng công ty Sông Đà thành Công ty cổ phần và được cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh Công ty Cổ phần số 0103002731 ngày 08 tháng 08 năm 2003.

Trong quá trình hoạt động Công ty đã có 08 lần thay đổi Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh về việc tăng vốn điều lệ, thay đổi trụ sở hoạt động và người đại diện theo pháp luật.

Vốn điều lệ theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0101399461 thay đổi lần 08 ngày 24 tháng 08 năm 2012 là 1000 tỷ đồng.

Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của SJS, Tổng Công ty Sông Đà vẫn là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 36.65% vốn điều lệ, ông Đỗ Văn Bình, phó chủ tịch HĐQT nắm giữ 15.95% vốn điều lệ. Ngoài ra, một số định chế tài chính như Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd, Deutsche Bank AG London, Market Vectors ETF Trust - Market Vectors - Vietnam ETF... nắm giữ dưới 5% vốn điều lệ.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

Nghiệp vụ kinh doanh chính của Công ty hiện nay là kinh doanh, khai thác các dịch vụ về nhà ở và khu đô thị (chiếm trên 95% doanh thu thuần và lợi nhuận gộp). Sản phẩm Công ty cung cấp cho khách hàng là những căn hộ, biệt thự cao cấp nằm trong tổng thể kiến trúc được quy hoạch hiện đại và đồng bộ. Sản phẩm, dịch vụ của Công ty khá đa dạng, được thể hiện qua một số dự án lớn.

Ngay sau khi ra đời, Sudico đã khẳng định được mình khi trở thành chủ đầu tư dự án Đô thị mới Mỹ Đình – Mỹ Trì. Đây được coi là một trong những khi đô thị tiêu biểu nhất của Hà Nội và là 1 trong 10 khu đô thị đẹp nhất Việt Nam. Tính đến thời điểm niêm yết, Sudico chiếm một thị phần đáng kể trong lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản, xấp xỉ 3-4%.

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q3
Doanh thu thuần	1,114.88	1,016.74	139.54	50.68	243.61
Tăng trưởng doanh thu thuần		-8.8%	-86.3%	-63.7%	380.7%
Lợi nhuận sau thuế	705.15	457.80	(79.46)	(304.54)	(150.23)
Tăng trưởng LNST		-35.1%	-117.4%	283.2%	-50.7%
Tổng tài sản	2,998.50	4,467.39	5,033.73	5,513.23	5,705.22
Tăng trưởng tổng tài sản		49.0%	12.7%	9.5%	3.5%
Vốn chủ sở hữu	1,760.02	2,173.42	1,841.19	1,526.38	156.88
Tăng trưởng VCSH		23.5%	-15.3%	-17.1%	-89.7%

Giống nhiều công ty khác trong lĩnh vực bất động sản, hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS không mấy thuận lợi trong 2 năm 2011 và 2012. Trong 2 năm này, công ty lần lượt lỗ sau thuế 79 tỷ đồng và 305 tỷ đồng. Tuy vậy, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã có sự phục hồi đáng kể trong năm 2013. 3 quý đầu năm 2013 công ty lần lượt lãi 16 tỷ đồng, 9 tỷ đồng và 9 tỷ đồng.

So với quy mô vốn nghìn tỷ đồng thì khoản doanh thu gần 60 tỷ đồng quý 3 và 213 tỷ đồng 9 tháng vẫn chưa phải là cao. Tuy nhiên, nếu so với con số lần lượt là 12 tỷ đồng và 41 tỷ đồng cùng kỳ thì năm nay hoạt động kinh doanh của Sudico đã biến chuyển mạnh mẽ.

Nếu như cùng kỳ công ty liên tục phải bán hàng dưới giá vốn, chấp nhận lỗ cùng đã giảm giá bất động sản thì sang quý 3 và 9 tháng năm nay công ty đã có lãi gộp với biên lãi gộp 53% cho kỳ 9 tháng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q3
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.34	0.42	0.55	2.08	1.99
Hệ số thanh toán nhanh	1.24	0.34	0.38	0.22	0.15
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.96	0.10	0.03	0.03	0.01
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.17	0.11	0.35	0.31	0.29
Vốn vay/Tài sản	0.17	0.37	0.39	0.40	0.40
Công nợ/Tài sản	0.41	0.51	0.63	0.72	0.72
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	46	84	935	2,474	558
Thời gian TB xử lý HTK	46	107	587	4,056	6,128
Thời gian TB trả cho NCC	75	62	143	9	168
Chu kỳ tiền tệ	17	129	1,379	6,521	6,518
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	63.6%	66.0%	22.7%	-290.9%	-11.4%
Lãi hoạt động/Doanh thu	78.6%	60.6%	-50.3%	-565.5%	-56.7%
Lãi trước thuế/Doanh thu	77.7%	60.1%	-60.5%	-598.8%	-56.9%
Lãi ròng/Doanh thu	63.2%	45.0%	-56.9%	-600.9%	-61.7%
ROA	30.7%	12.3%	-1.7%	-5.8%	-2.6%
ROE	48.6%	23.3%	-4.0%	-18.1%	-95.8%

Mặc dù hệ số thanh toán hiện hành của SJS được cải thiện đáng kể trong năm 2012 và 3 quý đầu năm 2013, một phần lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của SJS là hàng tồn kho, các dự án bất động sản trên thực tế tính thanh khoản tương đối thấp. Tỷ lệ Tiền/Nợ ngắn hạn của công ty giảm mạnh từ 0.03 vào thời điểm cuối năm 2012 xuống còn 0.01 vào cuối quý III/2013.

Ngoài ra hiện tại SJS đang nắm giữ 3 triệu cổ phiếu của SVS và dự kiến sẽ nhận được 15 tỷ đồng tiền mặt khi SVS thanh toán tiền giải thể đợt 1. Với số dư tiền mặt cuối quý III chỉ vào khoảng 35 tỷ đồng, nguồn tiền mặt này sẽ đóng góp đáng kể vào việc cải thiện khả năng thanh toán của SJS.

Tỷ lệ công nợ/tài sản của SJS tăng mạnh trong giai đoạn từ 2009 trở lại đây, từ 0.41 lên 0.72 vào cuối quý III/2013. Tuy vậy, trong bối cảnh lãi suất thị trường đã ở mức thấp như hiện tại, tỷ lệ vốn vay/tài sản vào khoảng 40% không phải là điều đáng lo ngại.

Thời gian trung bình xử lý hàng tồn kho và chu kỳ tiền tệ của SJS tăng mạnh cho thấy tình trạng các dự án chậm tiến độ của công ty. Tuy vậy thời gian trung bình thu tiền của khách hàng giảm mạnh trong 3 quý đầu năm 2013 cho thấy hoạt động bán hàng của công ty đã có sự cải thiện.

Mặc dù dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty vẫn âm, quý III đã có sự cải thiện đáng kể so với quý II (từ âm 110.21 tỷ đồng lên âm 39.7 tỷ đồng), tiền thu và tiền chi từ hoạt động kinh doanh cũng tăng mạnh so với quý I/2013.

TÌNH HÌNH THỰC HIỆN CÁC DỰ ÁN

Tại thời điểm cuối quý 3, dư hàng tồn kho của SJS đạt gần 4,560 tỷ đồng và 2 dự án đang trong diện sản xuất kinh doanh dở dang lớn là dự án Khu đô thị Nam An Khánh (tăng từ 2,221 tỷ đồng đầu năm lên 2,392 tỷ đồng vào cuối quý III) và dự án Khu đô thị mới Hòa Hải - Đà Nẵng (giữ ở mức 1,108 tỷ đồng từ đầu năm). Một số dự án khác có sự chuyển biến là dự án Khu đô thị Long Tân - Nhơn Trạch, Đồng Nai và dự án Văn La - Văn Khê - Hà Đông. Chi tiết hàng tồn kho tại các dự án ở bảng sau:

Hàng tồn kho	30/09/2013	01/01/2013
Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	4,556,558,621,650	4,329,250,792,110
Dự án Khu Đô thị Nam An Khánh	2,392,322,648,638	2,221,798,255,018
Dự án Khu Đô thị Nam An Khánh mở rộng	89,985,605,716	89,896,603,716
Dự án CT1-Dự án khu dân cư Bắc đường Trần Hưng Đạo	4,082,491,352	7,709,114,182
Dự án KĐTMT Tiên Xuân	137,800,872,955	136,082,212,701
Dự án nhà số 1 - Kim Chung - Đông Anh	2,365,421,127	2,640,557,026

Dự án khu đô thị Long Tân – Nhơn Trạch, Đồng Nai	143,384,254,128	91,747,742,430
Dự án khu đô thị Vĩnh Thanh – Nhơn Trạch, Đồng Nai	755,750,977	773,280,977
Dự án KĐT Thịnh Lang – Hòa Bình	5,690,138,035	4,408,975,318
Dự án mở rộng phía Đông KDC Bắc đường Trần Hưng Đạo	11,775,964,659	8,109,505,101
Dự án Bắc Châu Giang, Phú Lý, Hà Nam	20,849,099,419	16,212,494,079
Dự án Khu Đô thị Mê Đình – Mê Trì	164,665,084,362	164,929,219,557
Dự án Khu Đô thị mới Hòa Hải – Đà Nẵng	1,108,529,817,830	1,108,529,817,830
Dự án Khu Đô thị Trần Hưng Đạo – Hòa Bình	31,860,278,588	31,242,461,497
Dự án Văn La – Văn Khê – Hà Đông	442,146,041,217	437,187,410,747

Về cơ bản, việc thực hiện kế hoạch đầu tư vào các dự án trong thời gian qua của SJS vẫn khá chậm trễ do công ty thiếu hụt nguồn vốn và thị trường bất động sản đóng băng. Dự án duy nhất có sự tiến triển đáng kể trong thời gian qua là dự án Nam An Khánh với việc chào bán 153 căn nhà liền kề/biệt thự và việc Công ty vừa được chấp thuận khoản tín dụng khoảng trên 400 tỷ đồng trong gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng của Chính phủ để xây nhà xã hội tại Dự án Nhà ở xã hội CT8 – KĐT Nam An Khánh.

Dự án Nam An Khánh thuộc địa bàn huyện Hoài Đức - thành phố Hà Nội, nằm cách Trung tâm hội nghị Quốc gia 5km trên trục Đại lộ Thăng Long, có quy mô 288.8 ha. Đến nay Sudico đã hoàn thành bồi thường giải phóng mặt bằng, nộp tiền sử dụng đất, cơ bản hoàn thành đầu tư hạ tầng kỹ thuật dự án.

Đầu năm 2013 dự án đã được Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội (MB) tài trợ 120 tỷ đồng để triển khai xây dựng các công trình kiến trúc, đồng thời MB cũng tài trợ 250 tỷ đồng cho khách hàng vay mua nhà tại dự án với lãi suất ưu đãi. Được biết năm 2013 Sudico đạt doanh thu 1,132 tỷ, và lợi nhuận khoảng 80 tỷ. Đây là dự án Sudico kỳ vọng đem lại doanh thu và lợi nhuận cho năm nay.

Theo Sudico, đến năm 2013, các sản phẩm nhà ở biệt thự, liền kề thuộc tiểu khu này đã đủ điều kiện kinh doanh và được Sở Xây dựng cho phép bán ra thị trường. Sudico đã mở bán đợt 1 vào tháng 3/2013 và đợt 2 vào tháng 6/2013.

Qua 2 đợt bán hàng trên, Sudico đã tiêu thụ được 80 căn biệt thự, nhà vườn, nhà liền kề, trong đó riêng đợt mở bán từ tháng 6/2013, chỉ trong vòng 1 tháng Sudico đã bán ra thị trường trên 50 căn.

Theo lãnh đạo Sudico, sở dĩ 6 tháng đầu năm 2013 việc đầu tư xây dựng tại dự án chưa rầm rộ là do Quý I, Quý II Sudico tập trung vào công tác khảo sát, thiết kế dự án, chuẩn bị cho việc triển khai đồng loạt nhiều hạng mục của dự án vào những tháng cuối năm.

Về dự án Khu Đô thị mới Hòa Hải – Đà Nẵng:

Năm 2012, Dự án Khu đô thị Hòa Hải, Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng được khuyến nghị phải trích lập dự phòng gần 500 tỷ đồng. Dự án này từng là chủ đề gây tranh cãi nóng tại Đại hội cổ đông của công ty hồi tháng 6/2012 khi Ban Kiểm soát đưa ra báo cáo cho rằng, có những dấu hiệu sai phạm gây thất thoát lớn.

Sudico đã nhận chuyển nhượng dự án này từ một cá nhân với số tiền là 963 tỷ đồng từ năm 2010. Để tránh bị hủy niêm yết vào năm 2013, Công ty đã trích lập dự phòng giảm giá dự án Khu đô thị Hòa Hải ngay trong năm 2012.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng mức lợi nhuận năm 2013 của SJS là 50 tỷ đồng (thấp hơn 30 tỷ đồng so với kế hoạch công ty đề ra đầu năm). Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm 2014 và 2015 lần lượt là 50% và 100%. Với mức WACC bằng 11.21%, ta có bảng dự phóng dòng tiền như sau.

Bảng dự tính dòng tiền tự do 2013 – 2017

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	450.00	900.00	1,035.00	1,190.25	1,368.79
Lợi nhuận sau thuế	75.00	150.00	172.50	198.38	228.13
Lãi suất (1-T)	31.71	63.41	72.92	83.86	96.44
Khấu hao	28.95	57.89	66.58	76.56	88.05
Đầu tư vào tài sản cố định	10.49	20.97	24.12	27.73	31.89
Đầu tư vào vốn lưu động	9.54	19.08	21.94	25.23	29.02
Dòng tiền tự do (FCFF)	115.63	231.26	265.94	305.84	351.71
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				6,755.99	
Giá trị doanh nghiệp				7,663.01	
Giá trị nợ				4,048.37	

Số lượng cổ phiếu lưu hành	99,041,940
Giá trị cổ phiếu (đồng)	36,496

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu SJS với mức giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu, tầm nhìn đầu tư 2 năm.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966