

## BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 27 tháng 10 năm 2016

### CẬP NHẬT KQKD 9T.2016

**Trong Q3.2016**, SJS có kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh, DT hợp nhất giảm xuống 16 tỷ đồng (-93,8% yoy) và LNST 3 tỷ đồng (-95,9% yoy), trong đó có sự đóng góp 5 tỷ đồng từ khoản lợi nhuận khác. Phần lớn doanh thu đến từ hoạt động dịch vụ, không có ghi nhận từ chuyển nhượng bất động sản.

Trong Q3.2016, SJS chưa thực hiện mở bán khu biệt thự/liền kề như dự kiến ban đầu mà chỉ tiếp tục hoàn thiện đầu tư cơ sở hạ tầng tại dự án Nam An Khánh. Do không ghi nhận doanh thu cao nên các chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng không có biến động mạnh.

**Lũy kế 9T.2016**, SJS vẫn có kết quả kinh doanh tăng trưởng so với cùng kỳ, DT hợp nhất đạt 504,6 tỷ đồng (+7,6% yoy, hoàn thành 51,3% KH), LNTT 205,8 tỷ đồng (+58,1% yoy, hoàn thành 67,9% KH) và LNST 166,7 tỷ đồng (+54,1% yoy). Lợi nhuận tăng mạnh hơn tốc độ tăng doanh thu chủ yếu do biên lợi nhuận gộp tăng mạnh, trong khi cùng kỳ năm trước có khoản hoàn nhập 66 tỷ đồng từ hoạt động đầu tư tài chính. Cụ thể, biên LNG tăng lên 48,9% (so với 24,3% 9T.2015).

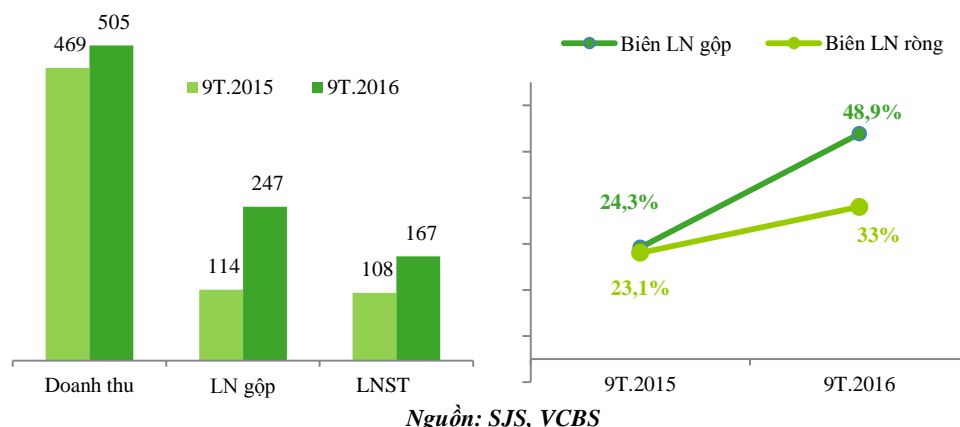
- Xét theo từng mảng kinh doanh, bất động sản vẫn là hoạt động đóng góp lớn nhất trong 9T.2016, đạt 466 tỷ đồng (tỷ trọng 92,3 % tổng DT). Phần lớn doanh thu đến từ hoạt động chuyển nhượng bất động sản trong Q2 do SJS hạch toán phần còn lại (theo tiến độ hoàn thành hạ tầng) của hợp đồng bán 12 ha tại dự án Nam An Khánh cho nhà đầu tư thứ cấp TCD năm 2015, hiện đang là dự án Vinhomes Thăng Long.
- Chi phí tài chính chưa bao gồm chi phí lãi vay khi SJS tiếp tục thực hiện vốn hóa chi phí lãi vay vào hàng tồn kho. Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay thực tế 9T.2016 của SJS là khoảng 70 tỷ đồng.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 56,7 tỷ đồng (+21,6% yoy), mặc dù đây là mức tăng nhanh hơn so với mức tăng trưởng doanh thu (+7,6% yoy) nhưng vẫn thấp hơn mức tăng trưởng LNTT (+58,1% yoy).

Chuyên viên phân tích

Mạc Đình Tuấn

mdtuan@vcbs.com.vn

+84-4 3936 6425 ext 121



Lưu chuyển dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh là điểm tích cực khi tăng đều trong cả 3 quý đầu năm, lũy kế 9T.2016 dòng tiền này đạt 311 tỷ đồng (so với mức âm 11,3 tỷ đồng 9T.2015) góp phần tăng khoản Tiền và tương đương tiền cuối kỳ lên 344 tỷ đồng (so với 105 tỷ đồng đầu năm).

Tại thời điểm cuối 9T.2016, hàng tồn kho tăng nhẹ lên 2.844 tỷ đồng (46%TTS) và tài sản dở dang dài hạn 1.598 tỷ đồng (25,8%TTS) vẫn chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản của SJS. Khoản phải thu ngắn hạn của khách hàng có mức biến động tăng lên mức 829 tỷ đồng (+9,8% ytd) do liên quan đến giao dịch bán thứ cấp với đối tác TCD. Ngoài ra SJS cũng đã trích lập dự phòng phải thu khó đòi cho 9T đầu năm là 27 tỷ đồng. Đối với nợ vay, SJS vẫn còn áp lực tái cơ cấu nợ vay khi đang có khoản nợ dài hạn đến hạn trả (1.092 tỷ đồng), trái phiếu đến hạn thanh toán (45 tỷ đồng).

### TRIỂN VỌNG

Theo dự kiến, Q3.2016 SJS sẽ thực hiện mở bán trở lại đối với khu thấp tầng gồm các biệt thự/liền kề tại dự án Nam An Khánh với triển vọng bán hàng và tăng giá bán của các khu thấp tầng hấp dẫn hơn kể từ khi Vingroup và TCD đang hợp tác và triển khai rất nhanh dự án Vinhomes Thăng Long, tuy nhiên SJS đã trì hoãn và chưa triển khai kế hoạch bán hàng này.

**Năm 2016**, SJS đặt kế hoạch 984 tỷ đồng DT (+15% yoy) và 303 tỷ LNTT (+4,5% yoy) với cổ tức tiền mặt 10%. Nhưng SJS nhiều khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch này, chúng tôi hạ triển vọng kinh doanh năm 2016 so với trước đây, với DT đạt 520 tỷ đồng DT (-39% yoy) và LNTT đạt 215 tỷ đồng (-26% yoy), tương đương với EPS forward 2016 đạt 1.685 đồng/CP, do một số nguyên nhân như sau:

- (1) Kế hoạch mở bán một số lô thấp tầng chưa được thực hiện như dự kiến.
- (2) Tiến độ hoàn thiện các lô biệt thự đã bán trong những năm trước đây vẫn chậm do vậy sẽ chưa đủ điều kiện bàn giao vào hạch toán doanh thu vào năm 2016.
- (3) Kế hoạch trả cổ tức mới chưa được triển khai do chưa có dòng tiền mới từ kế hoạch bán hàng như dự kiến, trong khi SJS vẫn đang nợ 198 tỷ đồng tiền cổ tức từ năm 2010.
- (4) Q4.2016 SJS chưa có căn biệt thự nào được bàn giao và đủ điều kiện hạch toán doanh thu. Ngoại trừ trường hợp SJS có thể bán thứ cấp thêm 1 phần dự án Nam An Khánh.

**Triển vọng 2017:** SJS có triển vọng kinh doanh tốt hơn các năm trước đây từ dự án Nam An Khánh đang được hưởng lợi về thương hiệu và khả năng triển khai nhanh của dự án Vinhomes Thăng Long. Tuy nhiên, khả năng trực tiếp bán hàng và tiến độ triển khai tại các dự án trong những năm gần đây của SJS không được tốt mà phụ thuộc lớn vào việc bán từng phần dự án để tái cơ cấu nợ đến hạn. Do vậy, để có kết quả kinh doanh tích cực thì SJS cần phải đẩy nhanh được tiến độ bán hàng cũng như tốc độ hoàn thiện và bàn giao các sản phẩm thấp tầng của mình để có thể đủ điều kiện hạch toán vào kết quả kinh doanh trong các năm tới.

Xét về triển vọng dài hạn, SJS đang sở hữu 2 dự án tiềm năng nhất là phần còn lại của dự án Nam An Khánh và Khu nhà ở Văn La-Văn Khê, như sau:

(1) **Dự án Nam An Khánh** còn khoảng 40 ha đất thấp tầng và 30 ha đất hỗn hợp cao tầng đã được đầu tư gần như hoàn thiện về hạ tầng kỹ thuật, chúng tôi ước tính diện tích đất kinh doanh sẽ đạt khoảng 40 -50%. Ngoài ra SJS còn sở hữu khu vực Nam An Khánh mở rộng 45ha chưa hoàn thiện giải phóng mặt bằng và đầu tư hạ tầng.

(2) **Dự án Văn La – Văn Khê** có quy mô 12ha và diện tích đất kinh doanh dự kiến sẽ khoảng 5ha. Dự án này là tiềm năng do nằm gần các khu dân cư và cạnh đô thị mới Văn Phú tại Quận Hà Đông. SJS vẫn chưa triển khai trở lại việc đầu tư hạ tầng tại dự án này sau một thời kỳ gián đoạn, trong đó các khu thấp tầng sẽ được ưu tiên khi có thể đem lại doanh thu và dòng tiền sớm hơn tòa nhà cao tầng.

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

SJS nhiều khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch năm 2016 do một số nguyên nhân như chưa mở bán mới các lô thấp tầng và chậm bàn giao hoàn thiện các lô biệt thự đã bán trong các năm trước tại dự án Nam An Khánh. Tuy nhiên, giá trị của doanh nghiệp tốt hơn trước do phần còn lại của dự án Nam An Khánh có triển vọng tăng lên khi được hưởng lợi từ dự án Vinhomes Thăng Long.

Chiến lược phát triển dài hạn của SJS sẽ phụ thuộc lớn vào chiến lược tái cơ cấu của cổ đông lớn nhất là TCT Sông Đà trong thời gian sắp tới. Chúng tôi xem đây sẽ là động lực tích cực đối với SJS trong năm tới đối với cả 2 kịch bản TCT Sông Đà thoái vốn hoặc tăng tỷ lệ sở hữu tại SJS.

Giá cổ phiếu SJS hiện đang tương đương với thời điểm đầu năm 2016, trong khi SJS đang có một số tín hiệu lạc quan hơn đối với tỷ lệ tiền mặt tăng, triển vọng và giá trị dự án Nam An Khánh tăng lên và động lực mới từ kế hoạch tái cơ cấu của TCT Sông Đà. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu SJS.

## 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**

Phụ trách Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**

Chuyên viên Phân tích cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn