BÁO CÁO NGHIÊN CỨU TÓM TẮT

CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ VÀ KHU CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ (SJS)

BÁO CÁO CÔNG TY LẦN ĐẦU

Khuyến nghị: **MUA**

Ngày 26/09/2014

Vùng giá mua : 23,000 – 24,000 VNĐ

Vùng giá mục tiêu : 42,000 VNĐ

Thông tin doanh nghiệp:

Tên:	**CTCP ĐTPT đô thị và KCN Sông Đà**
Vốn điều lệ:	1,000,000,000,000 VNĐ
Vốn hóa:	2,535,473,664,000 VNĐ
Ngành:	Bất động sản
Niêm yết:	Sở GDCK TP.HCM (HSX)
Mã CP:	**SJS**
SLCP:	99,041,940
Sở hữu NN:	13.14%

Nguồn: MBS tổng hợp

Thông tin biến động giá cổ phiếu:

Giá ngày 25/09/2014:	25,600
Giá cao nhất 52 tuần:	28,200
Giá thấp nhất 52 tuần:	10,200
% tăng/giảm 1 tháng:	15.31%
% tăng/giảm 3 tháng:	45.45%
% tăng/giảm 6 tháng:	3.64%
% tăng/giảm 1 năm:	151%
KLGDTB 1 tháng	564,860
KLGDTB 3 tháng	277,795
KLGDTB 6 tháng	255,616

Nguồn: MBS tổng hợp

Thông tin định giá theo phân tích cơ bản:

	Đơn vị: đồng
Phương pháp P/E:	41,499
Phương pháp P/B:	23,865
Phương pháp FCFE:	42,772
Phương pháp FCFF:	43,844
Giá mục tiêu 2014:	**42,044**

Khuyến nghị theo phân tích kỹ thuật:

Trạng thái hành động:	**MUA**
Giá ngày 25/09/2013:	25,600
Xu hướng ngắn hạn	Giảm
Xu hướng trung hạn	Tăng
Xu hướng dài hạn	Tăng
Vùng xem xét mua:	23,000 - 24,000
Vùng bán chốt lời:	42,000
Vùng bán cắt lỗ:	21,500

Research: Nguyễn Quỳnh Hoa
Chuyên viên nghiên cứu
Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn
Mobile: +84934978887

Sales: Gordon Edward Alexander
Email: Gordon.Edward@mbs.com.vn
Mobile: +84 904017141

Chỉ tiêu tài chính cơ bản:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	314	1,115	1,017	143	51	631
Lợi nhuận HĐSXKD	180	877	616	(69)	(287)	82
Lợi nhuận trước thuế	173	866	611	(93)	(303)	75
Lợi nhuận sau thuế	119	713	458	(88)	(305)	71
EBIT (tỷ VNĐ)	176	872	613	(91)	(301)	76
EBITDA (tỷ VNĐ)	179	875	617	(85)	(291)	87
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	119	713	457	(91)	(303)	70
EPS (VNĐ)	1,489	8,924	3,780	(917)	(3,057)	708
BV (VNĐ)	28,712	22,056	21,734	18,308	15,264	15,958
Cổ tức/cổ phần (VNĐ)	3,000	1,500	500	1,000	0	0
Cổ tức/Thị giá	14%	2%	1%	4%	0%	0%
ROA	7.6%	31.1%	12.2%	-1.9%	-5.7%	1.3%
ROE	10.1%	48.9%	23.2%	-4.5%	-18.0%	4.5%

Nguôn:BCTC doanh nghiệp, MBS tổng hợp, đvt: tỷ đồng, %

Khuyến nghị:

Được biết đến như một doanh nghiệp sở hữu quỹ đất vàng trong lĩnh vực bất động sản, SJS đã tạo được những thành công nhất định trên thị trường với thị phần chiếm từ 6-8%. Sau những bất ổn về vấn đề nhân sự giai đoạn 2011 – 2012, SJS đang từng bước cơ cấu tài chính và kiện toàn bộ máy quản trị điều hành, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng trở lại, mạnh và bền vững. Trên cơ sở phân tích và dự báo tình hình DN trong tương lai, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SJS

Điểm nhấn đầu tư:

- **Quỹ đất dồi dào:** Ngoài dự án Nam An Khánh với quỹ đất còn lại 58ha đất thương phẩm, SJS sở hữu hơn 1,000ha tại dự án Tiến Xuân và hàng trăm ha đất tại các dự án khác: Sông Đà – Hạ Long, Sông Đà – Ngọc Vừng…
- **Bộ máy quản trị điều hành đi vào ổn định:** sau những biến động về nhân sự giai đoạn 2011 – 2012, đủ năng lực để tập trung cho công tác kinh doanh bán hàng tại các Dự án Sudico làm chủ đầu tư.
- **Quá trình tái cơ cấu bước đầu đem lại hiệu quả:** Trong điều kiện khó khăn về vốn, Công ty tập trung đầu tư một số dự án trọng điểm: Dự án Nam An Khánh, Sông Đà – Ngọc Vừng, Văn La – Văn Khê... Các dự án không đem lại hiệu quả dần được thoái vốn: Cam Ranh – Cactus, Long Tân – Nhơn Trạch… Doanh thu và lợi nhuận được tăng lên đáng kể từ năm 2013.
- **Chính sách hỗ trợ, phục hồi thị trường bất động sản:** Sự ra đời của của gói tín dụng hỗ trợ từ các NHTM và thay đổi trong gói tín dụng 30 nghìn tỷ của NHNN góp phần hỗ trợ các DN xây dựng, bất động sản cải thiện hoạt động kinh doanh, giảm dần lượng tồn kho và kích cầu trong dân cư.

Rủi ro đầu tư:

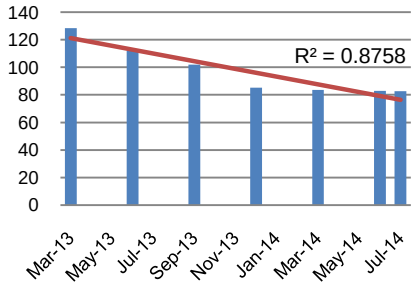
- **Rủi ro thị trường bất động sản:** tồn kho bất động sản vẫn ở mức cao, sức tiêu thụ trong phân khúc trung và cao cấp còn chậm.
- **Đầu tư tài chính dàn trải, kém hiệu quả:** Hầu hết các khoản đầu tư tài chính đều không đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp, trích lập dự phòng lớn. SJS dự kiến sẽ rút vốn khỏi các khoản đầu tư này, tuy nhiên quá trình rút vốn còn phụ thuộc vào chính sách, quy định của Nhà nước.
- **Tình hình tài chính còn khó khăn:** Cơ cấu vốn nghiêng về vay nợ từ các tổ chức tài chính, tính thanh khoản thấp.

Đánh giá tình hình thực hiện 6 tháng đầu năm 2014 và khả năng thực hiện kế hoạch kinh doanh năm 2014:

Kết quả hoạt động kinh doanh H1/2014

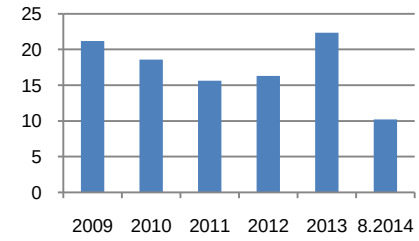
Trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2014, ***doanh thu SJS đạt 46.8 tỷ đồng, giảm gần 70%*** so với cùng kỳ năm 2013, chủ yếu do thu từ kinh doanh bất động sản giảm mạnh. Tốc độ giảm của giá vốn hàng bán (54%) nhỏ hơn tốc độ giảm của doanh thu khiến lợi nhuận gộp chỉ đạt 14.3 tỷ đồng, giảm

Giá trị hàng tồn kho BĐS và dự báo xu hướng



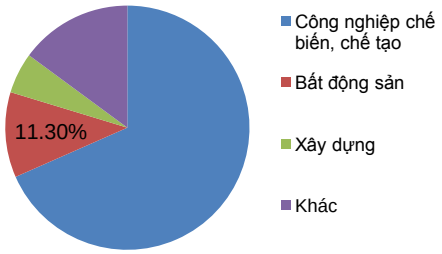
Nguồn: MOC Việt Nam

FDI vào Việt Nam (tỷ USD)



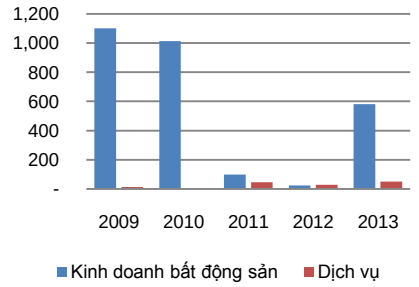
Nguồn: FIA, Việt Nam

Cơ cấu FDI 8 tháng 2014



Nguồn: FIA, Việt Nam

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCTC SJS đã kiểm toán

gần 83%, biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 54% xuống còn 30% trong giai đoạn này. Chi phí quản lý doanh nghiệp hầu như không thay đổi (trên 40 tỷ đồng) trong khi hoạt động liên doanh liên kết ghi nhận mức lỗ trên 2 tỷ đồng, tăng gấp gần 1.5 lần so với 6 tháng đầu năm 2013.

Hoạt động đầu tư tài chính cũng không đem lại kết quả khả quan cho SJS với mức lỗ 3.2 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu là do SJS đã ghi nhận khoản lỗ 13.94 tỷ đồng từ thanh lý khoản đầu tư 3 triệu cổ phiếu vào CTCP chứng khoán Sao Việt (SVS). Cổ phiếu này đã hủy niêm yết trên HNX từ tháng 5/2013 do kết quả kinh doanh thua lỗ trong 3 năm liên tiếp.

Mặc dù vậy, nhờ vào ***khoản thu lớn từ phạt vi phạm hợp đồng Dự án KĐT Hòa Hải – Đà Nẵng*** số tiền 50 tỷ đồng, SJS vẫn **lãi sau thuế 16.4 tỷ đồng**. Đây là yếu tố thuận lợi nhất cho kết quả kinh doanh Q2/2014 của SJS, giúp cho công ty thoát lỗ. Nhìn chung, ***so với 6 tháng đầu năm 2013, hoạt động kinh doanh của SJS có dấu hiệu giảm sút***.

Tình hình tài chính H1/2014

Cuối Q2/2014, ***quy mô doanh nghiệp có xu hướng tăng nhẹ*** so với thời điểm đầu năm, đạt 5,678 tỷ đồng, tăng tương ứng 1.27%. ***Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn***, gần 87.5%, tập trung chủ yếu ở khoản mục hàng tồn kho, chiếm 91.5% giá trị tài sản ngắn hạn, trong đó ***2 dự án KĐT Nam An Khánh và KĐT mới Hòa Hải – Đà Nẵng có giá trị lớn nhất***, đạt lần lượt 2,572 tỷ đồng và 1,108 tỷ đồng.

Tại thời điểm cuối tháng 6/2014, ***nợ ngắn hạn của SJS đạt 3,516 tỷ đồng, chiếm 61.93% tổng nguồn vốn.*** Ngoài chi phí lãi vay phải trả gần 750 tỷ đồng và các khoản phải trả, phải nộp khác (tiền góp vốn dự án KĐT Văn La – Văn Khê, cổ tức phải trả…), Công ty còn phải trả 1 lượng lớn giá trị vay và nợ ngắn hạn, tương ứng 1,575 tỷ đồng. Trong khi đó, giá trị tiền và tương đương tiền chỉ đạt 43.9 tỷ đồng, giảm gần 55% so với thời điểm 31/12/2013, khiến cho ***khả năng thanh toán của SJS có dấu hiệu giảm sút***, cụ thể: khả năng thanh toán hiện thời 1.41 lần, khả năng thanh toán nhanh 0.12 lần, khả năng thanh toán tức thời 0.01 lần.

Đánh giá khả năng thực hiện kế hoạch 2014

Qua trao đổi với đại diện Công ty, hầu hết các khoản vay ngắn hạn và nợ dài hạn đến hạn trả, cụ thể: Techcombank (700 tỷ đồng), NHTMCP Việt Á (gần 350 tỷ đồng), MSB (200 tỷ đồng), đều được các ***Ngân hàng đồng ý tái cơ cấu***. Bên cạnh đó, trong tháng 8/2014, SJS đã ***ký Hợp đồng hợp tác đầu tư với tổng giá trị gần 1,500 tỷ đồng*** để đầu tư hạ tầng kênh bán hàng phục vụ dự án Nam An Khánh với tổng diện tích đất thương phẩm 9ha. Dự kiến giá bán có thể thấp hơn mặt bằng giá thị trường hiện tại (17.8-22 triệu/m^2). ***Doanh thu hoàn toàn có khả năng ghi nhận một phần hoặc toàn bộ vào Quý 4/2014***. Cân đối dòng tiền trả nợ trong trung hạn được đảm bảo. Hiện tại, Techcombank đã thực hiện giải ngân 120 tỷ đồng cho việc đầu tư hạ tầng của Dự án. Kỳ vọng đến 2015 dự án được đầu tư đồng bộ.

Đối với hạ tầng kỹ thuật khu 33ha, SJS dự kiến bán 1 phần đất thương phẩm, phần còn lại kêu gọi đầu tư xây dựng khu TTTM. Công ty đang tiến hành đàm phán với đối tác nước ngoài như: Nhật Bản, Malaysia, HongKong…

Công ty cũng ***dự kiến thoái vốn toàn bộ khỏi các khoản đầu tư tài chính***, nhằm đảm bảo dòng tiền hoạt động trong tương lai. Tuy nhiên, việc thoái vốn này còn phụ thuộc vào Quyết định 51/2014/QĐ-TTg ban hành ngày 15/09/2014 quy định về thoái vốn, bán cổ phần và đăng ký giao dịch, niêm yết trên thị trường chứng khoán của DNNN.

Năm 2014 Công ty dự kiến đạt 911 tỷ đồng doanh thu và 130 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Với kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014, SJS mới chỉ hoàn thành 5.1% kế hoạch doanh thu và 12.6% kế hoạch LNTT. Tuy nhiên, theo đặc thù kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản, doanh thu thường tăng mạnh vào quý 4 hằng năm. Dựa trên triển vọng về ghi nhận doanh thu từ Hợp đồng hợp tác đầu tư mà SJS đã ký kết cùng với triển vọng bán hàng từ Dự án Nam An Khánh, ***chúng tôi dự kiến năm 2014 Công ty đạt 1,100 tỷ đồng doanh thu và 200 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. EPS dự kiến ở mức 1,551VNĐ.***

Thực trạng ngành và triển vọng phát triển:

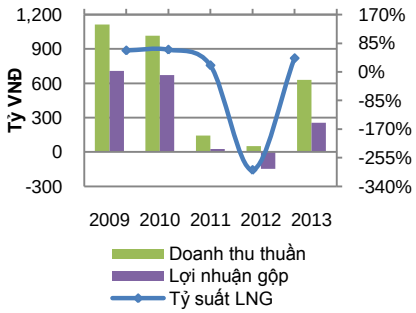
Thị trường bất động sản Việt Nam đang trải qua thời kỳ khó khăn kéo dài từ năm 2010 đến nay. Giá bất động sản sụt giảm mạnh từ 20-50% trên thị trường, hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản bị đóng băng, tồn kho lớn, nợ xấu tăng cao, nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản.

Tuy nhiên, kể từ thời điểm cuối năm 2013, thị trường bất động sản trong nước bắt đầu có dấu hiệu phục hồi nhờ những tác động tích cực của các chính sách mới được ban hành, sửa đổi và có hiệu lực trong những tháng đầu năm 2014. CBRE nhận định thị trường bất động sản trong nước sẽ tiến triển tốt trong tương lai gần.

Tín hiệu tích cực từ các chính sách vĩ mô

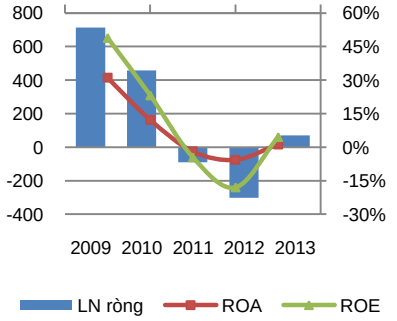
Trong năm 2013, Bộ Xây dựng trình ***Chính phủ xem xét ban hành nhiều Nghị định, Nghị quyết có liên quan đến lĩnh vực đầu tư xây dựng, quản lý phát triển đô thị và quản lý phát triển nhà ở***, như: Nghị định số 11/2013/NĐ-CP, Nghi quyết số 01/NQ-CP ngày 07/01/2013, Nghị quyết số 02 ngày

Tăng trưởng doanh thu, LN gộp



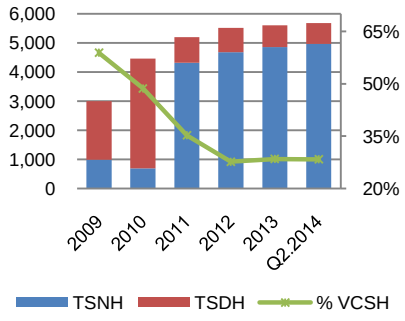
Nguồn: BCTC SJS đã kiểm toán

Tăng trưởng lợi nhuận, ROA, ROE



Nguồn: BCTC SJS đã kiểm toán

Cơ cấu tài sản, nguồn vốn



Nguồn: BCTC SJS đã kiểm toán

07/01/2013 của Chính phủ, Thông tư liên tịch số 01/2014/TTLT-NHNN-BXD-BTP-BTNMT ban hành ngày 25/04/2014…

Thay đổi trong gói hỗ trợ tín dụng 30 nghìn tỷ đồng (kéo dài thời gian vay vốn lên 15 năm, giảm lãi suất vay…) của NHNN đã bước đầu phát huy tác dụng trong kích cầu trong dân cư, giải quyết vấn đề nợ xấu đang tồn tại tại hệ thống các NHTM Việt Nam. Cuối tháng 8/2014, Chính phủ cũng ban hành nghị quyết 61/NQ-CP sửa đổi và bổ sung nghị quyết 02/NQ-CP ban hành ngày 07/01/2013 với nhiều giải pháp tháo gỡ khó khăn trong việc giải ngân gói hỗ trợ này, như: bổ sung đối tượng được vay vốn, bổ sung một số NH TMCP tham gia vào cho vay hỗ trợ nhà ở… Tính đến 20/09/2014, tổng số tiền cam kết cho vay đạt 5.9 nghìn tỷ đồng, số tiền đã giải ngân hơn 3.2 nghìn tỷ đồng. Trong tương lai gần, NHNN dự kiến ban hành văn bản sửa đổi thông tư 11/2013/TT-NHNN về cho vay hỗ trợ mua nhà ở, theo đó, đối tượng, điều kiện và thời gian vay vốn gói hỗ trợ sẽ được nới rộng hơn.

Bên cạnh gói tín dụng 30 nghìn tỷ đồng, NHNN đang tiến hành ***nghiên cứu xây dựng gói hỗ trợ vay mua nhà cho cán bộ công chức, viên chức, vũ trang***… với lãi suất dự kiến 6-7.5%. Nếu gói tín dụng được thông qua, các ngân hàng có thể giải ngân vài chục tỷ đồng trong thời gian ngắn.

Nhiều ***NHTM tích cực giải ngân cho các dự án***: MBBank tài trợ 530 tỷ đồng cho The Pride (Hà Đông, Hà Nội), Indovina tài trợ dự án chung cư 89 Phùng Hưng (Hà Đông),… ***Các gói tín dụng ưu đãi cho người mua nhà cũng được đẩy mạnh triển khai*** với các gói tín dụng ưu đãi: Vietcombank với gói 3,000 tỷ đồng, HDBank liên kết chủ đầu tư Ehome 5 cho vay lãi suất 0%...

Tín hiệu tích cực từ thị trường:

Theo thống kê từ Vụ Tín dụng NHNN, ***8 tháng đầu năm 2014, tín dụng địa ốc tăng mạnh***, đạt hơn 262 nghìn tỷ đồng, chiếm 8% tổng dư nợ toàn hệ thống. Dư nợ cho vay bất động sản tăng 9.85% so với đầu năm 2014, cao hơn mức tăng chung của nền kinh tế (5.82%) và nhiều khu vực ngành nghề như nông nghiệp (6.1%), công nghiệp hỗ trợ (6.12%)… ***Tỷ lệ nợ xấu trong 6 tháng đầu năm được kiểm soát ở mức 4%.***

Theo thông tin từ Bộ Xây dựng, tính đến 20/07/2014, ***tồn kho bất động sản cả nước đạt 82,718 tỷ đồng, giảm 35.6%*** so với Q1/2013, và giảm 12.4% so với cuối năm 2013.

Nhu cầu về nhà ở tăng cao, lượng giao dịch tăng mạnh. Tại Hà Nội, trong 7 tháng đầu năm 2014 có 5,100 giao dịch thành công, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái, TP. Hồ Chí Minh có khoảng 4,500 giao dịch thành công, tăng 30%. Giao dịch diễn ra chủ yếu ở căn hộ trung bình, có diện tích nhỏ, giá hợp lý.

Giá bất động sản đã ổn định trở lại. Một số dự án có vị trí tốt, đã hoàn thành hoặc sắp đưa vào sử dụng tại khu vực phía Tây Hà Nội, giá tăng từ 1-2% so với năm 2013. Trong phân khúc căn hộ bình dân, giá giảm từ 10-20%: dự án Tân Hương Tower (giảm 12%), tuy nhiên theo các chuyên gia trong lĩnh vực bất động sản, xu hướng giảm giá tại phân khúc này hiện đang chững lại. Đối với phân khúc căn hộ cao cấp, giá căn hộ vẫn có thể giảm sâu: dự án The EverRich 3 (giá chào bán 40 triệu/m^2, giảm 50%), Dự án Sunrise City (giá chào bán 27 triệu/m^2, giảm 46%).… ***Thị trường biệt thự, liền kề cũng có dấu hiệu tăng trở lại*** với một loạt các dự án được tung ra trên thị trường: The Premier Hà Nội, Vinhomes Riverside, Nam An Khánh… Theo Savills, giá chào bán thứ cấp tăng nhẹ từ 1-6%, phần lớn tại khu vực Cầu Giấy, Hà Đông, Hoài Đức và Từ Liêm.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài vào thị trường bất động sản tiếp tục tăng. Theo số liệu của Cục đầu tư nước ngoài, 8 tháng đầu năm 2014 các nhà đầu tư nước ngoài đã đăng ký đầu tư vốn FDI vào Việt Nam 10.23 tỷ USD, giảm 19% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, tổng vốn đầu tư cấp mới và tăng thêm trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản là 1.15 tỷ USD, chiếm 11.3%. Mặc dù lượng vốn FDI chung vào Việt Nam suy giảm, nhưng FDI vào bất động sản vẫn liên tục giữ vị trí cao qua các tháng chứng tỏ lĩnh vực này vẫn có sức hút đặc biệt với các nhà đầu tư ngoại.

Vị thế của doanh nghiệp trong ngành:

CTCP đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp Sông Đà (Sudico) được thành lập từ năm 2003 thuộc Tổng Công ty Sông Đà, với lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là bất động sản. Chỉ sau 2 năm hoạt động, thành công từ dự án Mỹ Đình – Mễ Trì đã tạo đà cho Sudico phát triển trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Đây được coi là một trong những KĐT tiêu biểu nhất của Hà Nội và là 1 trong 10 KĐT đẹp nhất Việt Nam. Chỉ chưa đầy một thập kỷ đi vào hoạt động, SJS liên tiếp mở ra nhiều dự án đô thị, dân cư và du lịch sinh thái lớn khắp cả nước, như: KĐT mới Nam An Khánh, Khu nhà ở Văn La – Văn Khê, khách sạn Sông Đà – Hạ Long… Với thị phần 6-8%, SJS dần khẳng định vị thế của mình trên thị trường.

Sudico hiện đang có lượng tài sản rất lớn là các bất động sản đã đủ điều kiện kinh doanh. Một số dự án đang triển khai:

Dự án	Quy mô	Vốn đầu tư	Tình trạng
KĐT mới Nam An Khánh và Nam An Khánh mở rộng	233ha	≈ 16,000 tỷ VNĐ	- Tiếp tục công tác bồi thường GPMB - Dự kiến bán hàng theo 2 hình thức: bán lẻ và bán thứ cấp
Khu nhà ở Văn La – Văn Khê	12ha	50 triệu USD	- Trình phê duyệt hồ sơ quy hoạch điều chỉnh tỷ lệ 1/500

			- Thẩm định thiết kế phần thân khu biệt thự và khu liền kề
KĐT mới Mỹ Đình – Mễ Trì	36ha	>400 triệu USD	Hoàn thiện hồ sơ bàn giao các hạng mục hạ tầng kỹ thuật cho các cơ quan TP. Hà Nội quản lý.
KĐT Tiến Xuân	1,115ha	>2,000 tỷ VNĐ	Đang triển khai lập quy hoạch phân khu KĐT vệ tinh Hòa Lạc
Khu du lịch sinh thái Sông Đà – Ngọc Vừng	39ha	>250 tỷ VNĐ	- Hoàn thành thi công hạ tầng kỹ thuật. - Triển khai kinh doanh từ hè 2013
Khách sạn Sông Đà – Hạ Long	N/A	>170 tỷ VNĐ	Hoàn thành thiết kế điều chỉnh quy hoạch 1/500
KĐT mới Hòa Hải – Đà Nẵng	12ha	N/A	Tập trung thiết kế. Hiện đang tìm kiếm đối tác chuyển nhượng.
KĐT Long Tân – Nhơn Trạch, Đồng Nai	65ha	N/A	Dự kiến chuyển nhượng dự án.

Kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2009 – 2013:

Trước tình hình tài chính khó khăn, trong ***năm 2013, Công ty đã thực hiện rút vốn thành công khỏi hợp đồng hợp tác đầu tư Dự án Cantus Cam Ranh Resort & Spa***, được hoàn trả số tiền 22.9 tỷ đồng. Riêng đối với Dự án Khu nhà ở SPM – Phường Trường Lưu, Quận 9, TP. Hồ Chí Minh (168 tỷ đồng), CTCP SPM và SJS sẽ hợp tác trên cơ sở không hình thành pháp nhân mới mà thành lập Ban quản lý Dự án (Liên doanh Sudico – SPM) để điều hành hoạt động.

Công ty tiếp tục thực hiện ***tái cấu trúc doanh nghiệp và thực hiện sắp xếp lại bộ máy quản lý***, điều hành. Theo đó, CTCP Sudico miền Trung và Sudico Hạ Long tiến hành giải thể, đồng thời thành lập mới Chi nhánh tại Quảng Ninh và Đà Nẵng, tiếp tục chuyển đổi mô hình hoạt động của SUDICO-M.

Kết quả sản xuất kinh doanh:

Giai đoạn 2009 – 2013, doanh thu SJS giảm mạnh, từ 1,115 tỷ đồng năm 2009 xuống còn 632 tỷ đồng năm 2013, khiến ***tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân ở mức -13.23%***. Đáng lưu ý là trong 2 năm 2011 – 2012, doanh thu chỉ bằng 0.05 – 0.14 lần so với doanh thu 2010. Đây là giai đoạn doanh nghiệp phải đối diện với những khó khăn từ việc thay đổi bộ máy quản trị và điều hành, hoạt động đầu tư không được chú trọng trong khi chi phí hoạt động doanh nghiệp tăng mạnh. Bên cạnh đó, nền kinh tế trong nước vẫn đang trong thời kỳ suy thoái, thị trường bất động sản đóng băng, niềm tin của các nhà đầu tư chưa được khôi phục. Kết quả là, năm 2012, SJS ghi nhận mức lỗ cao nhất trong suốt thời gian hoạt động, -300 tỷ đồng.

Năm 2013, khi bộ máy quản lý dần đi vào ổn định, tình hình kinh doanh của SJS cũng khả quan hơn. Trong điều kiện hết sức khó khăn về vốn, SJS chủ trương không đầu tư dàn trải, tập trung khai thác Dự án Nam An Khánh, hoàn thành đầu tư và đưa vào kinh doanh khai thác giai đoạn 1 Dự án Sông Đà – Ngọc Vừng. Mặt khác, để hỗ trợ công tác bán hàng tại Dự án Nam An Khánh, SJS đã ký thỏa thuận hợp tác với MBBank về việc tài trợ tín dụng cho khách hàng mua sản phẩm tại Dự án này. Đây là dự án đóng góp phần lớn vào doanh thu năm 2013, tương ứng 632 tỷ đồng. Doanh thu tăng mạnh, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tăng trở lại, đạt gần 41%.

Trong khi đó, hoạt động đầu tư tài chính tiếp tục không phát huy hiệu quả trong nền kinh tế còn tiềm ẩn nhiều rủi ro, trích lập dự phòng giảm giá đầu tư tăng mạnh, đạt gần 38 tỷ đồng năm 2013. Chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn duy trì ở mức cao, hơn 130 tỷ đồng, tăng tương ứng 15% so với năm 2012. Hoạt động đầu tư vào công ty liên doanh liên kết cũng không đem lại bất kỳ khoản lãi nào, khiến ***lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 71 tỷ đồng***. Tuy nhiên, với kết quả kinh doanh tương đối khả quan trong năm 2013, có thể thấy SJS đã rất nỗ lực cải thiện hoạt động kinh doanh của mình.

Tình hình tài chính:

Quy mô doanh nghiệp liên tục được mở rộng. Tính đến ngày 31/12/2013, tổng tài sản DN đạt 5,607 tỷ đồng, tăng 87% so với thời điểm cuối năm 2009. Về cơ cấu, tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng có xu hướng ngày tăng trong 3 năm trở lại đây, bình quân 83-86%, trong đó ***giá trị hàng tồn kho và các khoản phải thu lớn.*** Trong số 4,523 tỷ đồng chi phí sản xuất kinh doanh dở dang trong kỳ, lớn nhất là 2 dự án: KĐT Nam Anh Khánh và Nam An Khánh mở rộng và dự án KĐT mới Hòa Hải – Đà Nẵng với tổng chi phí đến thời điểm cuối năm 2013 lần lượt là 2,500 tỷ đồng và 1,108 tỷ đồng. Đối với một số dự án như: Trần Hưng Đạo mở rộng (CTCP Sudico Hòa Bình), Khu dân cư Thịnh Lang – Hòa Bình (CTCP Sudico Hòa Bình), Khu dân cư Long Tân – Nhơn Trạch – Đồng Nai, SJS chủ trương giãn tiến độ hoặc tìm kiếm đối tác chuyển nhượng.

Đối với các khoản phải thu ngắn hạn, ***công tác thu hồi công nợ đối với dự án Nam An Khánh (274 tỷ đồng) và dự án KĐT Mỹ Đình – Mễ Trì (27.6 tỷ đồng) gặp nhiều khó khăn***. Công ty cũng phải thực hiện trích lập dự phòng phải thu khó đòi lên tới 105.6 tỷ đồng, tăng 150% so với năm 2012.

Nợ phải trả có xu hướng tăng trong giai đoạn 2009 – 2013. Cuối năm 2013, tỷ trọng nợ phải trả/tổng nguồn vốn là 70.95%, chủ yếu là nợ ngắn hạn (chiếm 58% trên tổng nguồn vốn) do hầu hết các khoản trái phiếu phát hành và vay nợ dài hạn đến hạn trả trong năm 2014. Tuy nhiên, thông qua đàm phán với các định chế tài chính, ***hầu hết các khoản vay đến hạn của SJS đều được thông***

qua tái cơ cấu nợ.

Năm 2013, lưu chuyển tiền ròng từ hoạt động sản xuất kinh doanh là 138 tỷ, cao hơn so với lợi nhuận sau thuế, cho thấy hoạt động kinh doanh khả quan hơn. Trong năm công ty thực hiện chi trả 187 tỷ đồng nợ vay trong khi chỉ vay thêm 58 tỷ đồng. Tình hình tài chính cũng bước đầu được cải thiện.

Định giá và kết luận:

Sử dụng 2 phương pháp định giá: (1) Định giá theo phương pháp chỉ số, và (2) Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SJS với giá mục tiêu trong 6 tháng tới là 44,800VNĐ, với mức tăng trưởng tiềm năng 75% so với giá hiện tại.

Định giá theo phương pháp chỉ số:

	PHƯƠNG PHÁP CHỈ SỐ P/E					PHƯƠNG PHÁP CHỈ SỐ P/B			
	2013	3/2014	6/2014	2014F		2013	3/2014	6/2014	2014F
EPS	**708**	**45**	**181**	**1,551**	**BV**	**15,958**	**15,977**	**16,125**	**16,030**
P	18,500	27,000	17,900		P	18,500	27,000	17,900	
P/E	26.13	38.14	25.28	31.43	P/B	1.16	1.69	1.12	1.39
P/Ef				26.76	P/Bf				1.49
Pf				**41,499**	**Pf**				**23,865**

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền:

FCFE		**FCFF**	
Chi phí vốn cổ phần	13.92%	Chi phí vốn bình quân	13.37%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2020	4.00%	Tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2020	4.00%
Giá trị Công ty (triệu đồng)	4,236,216	Giá trị Công ty (triệu đồng)	4,342,354
Số lượng cổ phần đang lưu hành (nghìn cổ phiếu)	99,042	Số lượng cổ phần đang lưu hành (nghìn cổ phiếu)	99,042
Giá trị cổ phần (nghìn đồng)	**42,772**	**Giá trị cổ phần (nghìn đồng)**	**43,844**

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đvt: Tỷ VNĐ	2011	2012	2013	6T/2014
Doanh thu bán hàng và CCDV	**143**	**53**	**632**	**47**
Các khoản giảm trừ doanh thu	0	2	1	0
Doanh thu thuần	**143**	**51**	**631**	**47**
Giá vốn hàng bán	115	198	375	32
Lợi nhuận gộp	**28**	**(147)**	**257**	**14**
Doanh thu hoạt động tài chính	5	8	3	11
Chi phí tài chính	28	29	42	14
Trong đó: Chi phí lãi vay	*2*	*2*	*2*	*5*
Chi phí bán hàng	4	3	3	1
Chi phí quản lý doanh nghiệp	70	115	132	42
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	**(69)**	**(287)**	**82**	**(32)**
Thu nhập khác	1	0	1	50
Chi phí khác	13	1	1	0
Lợi nhuận khác	(12)	(0)	0	50
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	(11)	(17)	(8)	(2)
Lợi nhuận trước thuế	**(93)**	**(303)**	**75**	**16**
Chi phí thuế TNDN hiện hành	7	2	1	0
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	(12)	(1)	3	0
Lợi nhuận sau thuế	**(88)**	**(305)**	**71**	**16**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3	(2)	1	(1)
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	**(91)**	**(303)**	**70**	**18**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đvt: Tỷ VNĐ	2011	2012	2013	30/062014
TÀI SẢN NGẮN HẠN	**4,319**	**4,681**	**4,856**	**4,966**
Tiền và tương đương tiền	42	74	94	44
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0.00	0.00	0.00
Các khoản phải thu	358	335	303	287
Hàng tồn kho	3,828	4,183	4,377	4,547
Tài sản ngắn hạn khác	92	90	82	89
TÀI SẢN DÀI HẠN	**877**	**832**	**751**	**712**
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	230	238	244	242
Bất động sản đầu tư	4	4	3	3
Đầu tư tàu chính dài hạn	603	560	486	455
Lợi thế thương mại	0.00	0.00	0	0
Tài sản dài hạn khác	40	31	17	12
TỔNG TÀI SẢN	**5,196**	**5,513**	**5,607**	**5,678**
NỢ PHẢI TRẢ	**3,329**	**3,954**	**3,978**	**4,036**
Nợ ngắn hạn	2,600	2,255	3,259	3,516
Vay và nợ ngắn hạn	*1,230*	*508*	*1,381*	*1,575*
Phải trả người bán	*79*	*136*	*125*	*113*
Người mua trả tiền trước	*226*	*265*	*273*	*229*
Nợ dài hạn	729	1,698	719	519
Vay và nợ dài hạn	*728*	*1,697*	*717*	*517*
Doanh thu chưa thực hiện	*0.03*	*0.48*	*0.25*	*0.77*
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**1,831**	**1,526**	**1,596**	**1,613**
Vốn đầu tư của CSH	1,000	1,000	1,000	1,000
Thặng dư vốn cổ phần	219	219	219	219
Cổ phiếu quỹ	(61)	(61)	(61)	(61)
Lãi chưa phân phối	(81)	(388)	(318)	(302)
Vốn và quỹ khác	754.04	756.19	756.42	756.64
Lợi ích cổ đông thiểu số	**37**	**33**	**33**	**30**
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	**5,196**	**5,513**	**5,607**	**5,678**

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Đvt: Tỷ VNĐ	2011	2012	2013
I. LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH			
1. Lợi nhuận trước thuế	**(93)**	**(303)**	**75**
2. Điều chỉnh cho các khoản	**44**	**229**	**120**
3. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước thay đổi VLĐ	**(49)**	**(74)**	**195**
- (Tăng), giảm các khoản phải thu	163	(9)	(19)
- (Tăng), giảm hàng tồn kho	(296)	(202)	150
- Tăng, (giảm) các khoản phải trả	426	246	18
- (Tăng), giảm chi phí trả trước	(12)	18	9
- Tiền lãi vay đã trả	(89)	(134)	(206)
- Thuế thu nhập doanh nghiệp đã nộp	(35)	(3)	(5)
- Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	0	0	0
- Tiền chi khác cho hoạt động kinh doanh	(18)	(48)	(4)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	**89**	**(206)**	**138**
II. LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ			
1.Tiền chi để mua sắm, xây dựng TSCĐ và TSDH khác	(178)	(18)	(19)
2.Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ và TSDH khác	0	0	0
3.Tiền chi cho vay, mua các công cụ nợ của đơn vị khác	0	0	0
4.Tiền thu hồi cho vay, bán lại các công cụ nợ của đơn vị khác	0	0	0
5.Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác (đầu tư dài hạn)	(20)	0	0
6.Tiền thu hồi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	0	0	27
7.Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	5	9	3
8.Tiền chi gửi ngắn hạn	0	0	0
9.Rút tiền gửi ngắn hạn	0	0	0
10. Tạm ứng theo hợp đồng hợp tác kinh doanh	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	**(192)**	**(10)**	**12**
III. LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH			
1.Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	19	0	0
2.Tiền chi trả vốn góp cho các chủ sở hữu, mua lại CP Qũy	0	0	0
3.Tiền vay ngắn hạn, dài hạn nhận được	1,482	1,058	58
4.Tiền chi trả nợ gốc vay	(1,412)	(812)	(188)
5.Tiền chi trả nợ thuê tài chính	0	0	0
6. Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	(98)	0	0
7. Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho cổ đông thiểu số	0	0	0
8. Nhận vốn góp từ cổ đông thiểu số	0	0	0
9.Nhận từ vốn chủ sở hữu	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	**(9)**	**247**	**(129)**
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(112)	32	21
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	154	42	74
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	0.00	0	0
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	**42**	**74**	**94**

HỆ SỐ TÀI CHÍNH

	2011	2012	2013
Hệ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện thời	1.66	2.08	1.49
Hệ số thanh toán nhanh	0.19	0.22	0.15
Hệ số hoạt động			
Số vòng quay khoản phải thu	0.40	0.15	1.98
Số vòng quay hàng tồn kho	0.06	0.05	0.09
Số vòng quay tổng tài sản	0.03	0.01	0.11
Hệ số đòn bẩy			
Hệ số nợ	0.64	0.72	0.71
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	1.82	2.59	2.49
Hệ số sinh lời			
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	20%	-291%	41%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu	-64%	-597%	11%
ROA	-2%	-6%	1%
ROE	-4.53%	-18.03%	4.49%
Hệ số khác			
Lợi nhuận ròng/CP (EPS)	(917)	(3,057)	708
Giá trị sổ sách cổ phần (BPS)	18,308	15,264	15,958
Cổ tức mỗi cổ phần	1,000	0	0
Dividend Yeild	4.39%	0.00%	0.00%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ:

Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá, có giá trị trong 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật, đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của công ty.

- **BÁN**: khi giá thị trường cao hơn giá định giá 15%
- **GIỮ** : khi giá thị trường nằm trong biên độ giá định giá +/- 15%
- **MUA**: khi giá thị trường thấp hơn giá định giá 15%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn