

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

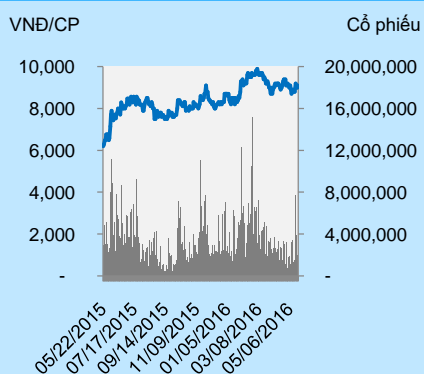
Tháng 5, 2016

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	13.000
Giá thị trường (20/5/2016)	9.100
Lợi nhuận kỳ vọng	43%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	6.100-9.900
Vốn hóa	1.975 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	217.067.945
KLGD bình quân 10 ngày	6.484.869
% sở hữu nước ngoài	10,56%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,5%
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SCR	47,0%	-2,2%	-6,2%	4,6%
VN-Index	9,4%	6,8%	8,2%	3,5%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 8) 3914 6888 ext: 492

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín

Mã giao dịch: SCR

Reuters: SCR.HN

Bloomberg: SCR VN

Tái cấu trúc thành công, vị thế doanh nghiệp gia tăng và tài sản đang định giá hấp dẫn.

Điểm nhấn đầu tư:

Thị trường bất động sản khởi sắc, hàng tồn kho được giải phóng mạnh trong 2015. Tương tự như các doanh nghiệp bất động sản khác, thị trường bất động sản diễn biến tích cực trong 2015 đã giúp SCR xoay chuyển khó khăn, ghi nhận những thay đổi tích cực trong hàng tồn kho. Cụ thể, hai dự án lớn nhất của SCR tại 2015 là Jamona City và Jamona Home Resort (Arista) ghi nhận kết quả bán hàng rất tốt sau thời gian gặp khó khăn.

Nợ vay giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 4 năm, nguồn tiền mặt dồi dào. Tính đến 31.12.2015, tổng nợ vay của SCR ghi nhận khoảng 555 tỷ, giảm 1,570 tỷ so với cùng kỳ 2014 và giảm 2,150 tỷ với mức đỉnh cao của năm 2012 – thời điểm rơi vào khủng hoảng của SCR. Chỉ số tài chính của SCR theo đó cũng được cải thiện rất tích cực.

Kết quả kinh doanh 2016 duy trì khả quan. Căn cứ trên tiến độ triển khai dự án, BVSC ước tính doanh thu thuần của SCR năm 2016 là 810 tỷ đồng tăng 410% yoy. Trong đó, doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng bất động sản là 770 tỷ từ dự án Jamona Golden Silk, Jamona City, Jamona Home Resort và Carrillon 3. Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 169 tỷ, hoàn thành 82% kế hoạch 2016. Lợi nhuận sau thuế **112 tỷ** đạt 69% kế hoạch.

Triển vọng lạc quan tiếp tục cho giai đoạn 2017~2018 với dự địa để tăng trưởng lợi nhuận còn khá nhiều. Lợi nhuận gộp 2017 ước tính 440, tăng gấp đôi dự tính 2016. Năm 2018, doanh thu ghi nhận dự kiến tăng 1.8 lần với năm 2017. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp ước tính 329 tỷ, thấp hơn 2017 do phải ghi nhận lỗ từ phần căn hộ thuộc dự án Jamona City. Tuy nhiên, dự báo này mới ước tính trên dự án đang triển khai. SCR còn dự án tiềm năng khác như Charmington Tân Đà, Charmington Lý Tự Trọng, Charmington Bình Tây, dự án Hoa Đồng đang được hoàn thiện pháp lý để kinh doanh. Thời điểm kỳ vọng sẽ đóng góp lợi nhuận của các dự án này từ năm 2018.

Khuyến nghị đầu tư:

Với kết quả định giá khoảng 13.000 đồng mỗi cổ phần, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SCR khi giá thị trường đang chiết khấu 43% so với kết quả ước tính thận trọng của chúng tôi. Tình hình tài chính tốt, ổn định về nhân sự và đặc biệt là sự hỗ trợ phía sau từ tập đoàn Thành Thành Công là những nền tảng đảm bảo cho sự phát triển tốt hơn của SCR sau giai đoạn tái cấu trúc. Bên cạnh đó, các dự án đã và đang triển khai đồng bộ nên doanh thu và lợi nhuận dự báo sẽ khả quan trong 2016 – 2018. Những dự án không hiệu quả như Jamona City và Jamona Home Resort sẽ được bù đắp bởi

dự án mới tiềm năng như Jamona Golden Silk, Charmington La Point, Charmington Lý Tự Trọng... Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư dài hạn nên tích lũy dần đối với cổ phiếu SCR với mục tiêu lợi nhuận 40 – 45% và thời gian nắm giữ khoảng 1 năm.

Một số chỉ tiêu tài chính của SCR

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015
Doanh thu	Tỷ VND	587	1.093	688	159
EBITDA	Tỷ VND	401	293	222	251
EBIT	Tỷ VND	330	248	173	232
LNST	Tỷ VND	89	8	27	199
EPS	VND	622	53	168	917
P/E	x	9,28	137,55	52,05	31,12
P/B	x	0,4	0,5	0,6	0,6
ROA	%	1,3%	0,1%	0,5%	3,8%
ROE	%	4,0%	0,4%	1,2%	7,4%

Báo cáo cập nhật Q2/2016
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu Nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	10,56%
Sở hữu khác	89,44%

CỔ ĐÔNG LỚN

Đặng Hồng Anh	10,43%
Công ty TNHH Thương mại Đầu tư Thuận Thiên	8,66%
CTCP Đầu tư Thành Thành Công	6,29%

Chỉ số tài chính dự báo
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	587	1,093	688	159
Giá vốn	(550)	(892)	(553)	(141)
Lợi nhuận gộp	36	201	135	18
Doanh thu tài chính	381	267	101	247
Chi phí tài chính	(271)	(187)	(132)	(263)
Lợi nhuận trước thuế	89	8	27	199

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	71	113	38	147
Các khoản phải thu ngắn hạn	65	197	194	131
Hàng tồn kho	3,382	2,954	2,679	2,735
Tài sản cố định hữu hình	9	6	3	3
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,442	1,016	798	611
Tổng tài sản	6,596	5,587	5,404	5,007
Nợ ngắn hạn	2,301	1,756	1,554	1,525
Nợ dài hạn	1,947	1,561	1,533	439
Vốn chủ sở hữu	2,256	2,261	2,317	3,043
Tổng nguồn vốn	6,596	5,587	5,404	5,007

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.9%	86.3%	-37.0%	-76.9%
Tăng trưởng LNST (%)	449.6%	-91.0%	233.4%	649.7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	6.2%	18.4%	19.6%	11.5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	15.2%	0.7%	3.9%	125.2%
ROA (%)	1.3%	0.1%	0.5%	3.8%
ROE (%)	4.0%	0.4%	1.2%	7.4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0.64	0.59	0.57	0.39
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	1.88	1.47	1.33	0.65
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	622	53	168	917
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15,774	15,055	14,695	14,019

Những thay đổi chính của SCR trong 2015

Thị trường bất động sản khởi sắc, hàng tồn kho được giải phóng.

Tương tự như các doanh nghiệp bất động sản khác, thị trường bất động sản diễn biến tích cực trong 2015 đã giúp SCR xoay chuyển khó khăn, ghi nhận những thay đổi tích cực trong hàng tồn kho. Cụ thể, hai dự án lớn nhất của SCR tại 2015 là Jamona City và Jamona Home Resort (Arista) ghi nhận kết quả rất tốt sau thời gian gặp khó khăn về công tác triển khai & bán hàng. Dự án Jamona Home Resort với tổng giá trị hàng tồn kho gần 500 tỷ đồng đã được bán hết (155 nền) (chỉ có 83/238 nền bán được trong 2 năm 2013– 2014). Trong khi đó, dự án Jamona City có diện tích 10ha ở Đào Trí, Q7 là thách thức cho SCR khi chi phí đền bù lớn cùng với lãi vay vốn hóa nhiều năm nên hiệu quả dự án bị giảm sút. Hàng tồn kho dự án Jamona City tính tại 31.12.2014 lên đến 1.700 tỷ đồng. Tuy nhiên, trước diễn biến thuận lợi thị trường trong 2015, SCR quyết liệt triển khai dự án để nhanh chóng giải phóng hàng tồn kho, thu dòng tiền đầu tư dự án tiềm năng khác. Kết quả là, dự án cơ bản hoàn tất bán hàng với 776/776 căn NOXH, 80% trên tổng số 500 nhà ở thương mại, 201/201 nền nhà phố - biệt thự. Hiện SCR còn để dành 1 phần đất dự án để phát triển khu căn hộ cao cấp nhằm cải thiện phần nào hiệu quả cho toàn dự án. Bên cạnh bán hàng thuận lợi từ hai dự án trên, Công ty cũng nỗ lực mở bán dự án Carrilon 3,4. Các dự án này có quy mô nhỏ 200 – 300 căn tập trung khu vực đông dân như Tân Bình, Tân Phú. Hiện tại, hai dự án này hoàn tất kinh doanh và đang xây dựng để bàn giao vào 2016 – 2017. Các dự án này mang lại nguồn thu rất lớn cho SCR trong năm 2015.

Nợ vay giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 4 năm, nguồn tiền mặt dồi dào. Tính đến 31.12.2015, tổng nợ vay của SCR ghi nhận khoảng 555 tỷ, giảm 1,570 tỷ so với cùng kỳ 2014 và giảm 2,150 tỷ với mức đỉnh cao của năm 2012 – thời điểm rơi vào khủng hoảng của SCR. Chỉ số tài chính của SCR theo đó cũng được cải thiện rất tích cực. Nguồn tiền chủ để cơ cấu nợ vay đến từ chuyển nhượng khoản đầu tư tài chính, tiền ứng trước khách hàng. Đặc biệt, trong kỳ, Gamuda thanh toán số tiền cam kết liên quan đến dự án Celadon City (436 tỷ) cho SCR sau khi Công ty và đơn vị liên quan chuyển nhượng toàn bộ cổ phần Tân Thắng cho Gamuda. Đây là nguồn thu lớn giúp SCR cơ cấu tài chính mạnh mẽ trong 2015.

Chỉ số	2012	2013	2014	2015
Nợ vay / Tổng tài sản	42%	39%	39%	11%
Nợ vay / Vốn chủ sở hữu	18%	97%	93%	18%
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,03	0,06	0,02	0,10
Khả năng thanh toán lãi vay (lần)	1,54	1,41	1,48	6,40

Bắt đầu từ 2016, công ty đẩy mạnh triển khai dự án đồng thời tích lũy thêm quỹ đất nên nhu cầu vốn tăng trở lại. Theo số liệu 31.3.2016, nợ vay tăng và ghi nhận ở mức 1,038 tỷ, tăng 483 tỷ so với đầu năm. Số tiền vay chủ yếu dùng giải ngân cho hàng tồn kho (tăng 77 tỷ), ứng trước người bán (276 tỷ) và hợp đồng hợp tác (30 tỷ).... Mặc dù dư nợ vay gia tăng, lượng tiền mặt và tiền gửi của Công ty vẫn khá dồi dào khi tăng 92 tỷ so với đầu năm, đạt 292 tỷ đồng nên tính thanh khoản vẫn duy trì rất tốt.

Triển vọng kinh doanh 2016 và câu chuyện trong dài hạn

Danh mục dự án đa dạng hướng đến nhiều phân khúc và đối tượng khách hàng

Dự án	Tổng mức đầu tư tạm tính (tỷ đồng)	Diện tích (m2)	Sản phẩm	Tỷ lệ sở hữu (%)
Carrilon				
Carrilon 3	107	1.283	97 căn	100%
Carrilon 4	262	3.029	221 căn	100%
Carrilon 5	259	2.453	201 căn	100%
Carrilon 6	263	3.236	242 căn	100%
Charmington				
Charmington Lapointe	429	4.998	- Officetel: 345 căn - Căn hộ: 163 căn - Trung tâm thương mại	100%
Charmington Tân Đà	1.371	5.077	- Căn hộ: 366 căn - Trung tâm thương mại	N/A
Charmington Lý Tự Trọng	1.418	1.275	- Căn hộ: 103 căn - Trung tâm thương mại	N/A
Charmington Bình Tây	5.589	167.667	N/A	80%
Phức hợp Jamona				
Jamona City	2.750	105.953	- NOXH: 776 căn - Nhà ở thương mại: 500 căn - Nhà phố, biệt thự: 201 nền - Khu sky: 83 căn (chưa chính thức)	100%
Jamona Home resort	598	91.966	- Nhà phố, biệt thự: 238 căn	95%
Jamona gold Silk	641	76.820	- Nhà phố, biệt thự: 236 nền - Căn hộ: 272 căn	83%
Dự án Hoa Đồng		37.761		

Nguồn: SCR và BVSC tổng hợp

Số lượng dự án mà SCR đang và sắp triển khai được công bố là 12 dự án, trong đó sản phẩm chủ yếu có nguồn cung nhiều nhất vẫn là căn hộ trung bình khá (Carrilon, Jamona); một số ít sản phẩm hướng đến phân khúc cao cấp qua các dự án Charmington. Mặc dù chênh lệch nguồn cung và nhu cầu thị trường Hồ Chí Minh đang ở mức cao, sản phẩm dự án Carrilon tập trung các quận đông dân cư như Tân Phú, Tân Bình...nên có tính thanh khoản cao, sức tiêu thụ tốt nên vẫn rất triển vọng. Trong khi đó, dòng sản phẩm Charmington là hướng đi khác khi tập trung phân khúc cao cấp, gồm chủ yếu là officetel và căn hộ sở hữu có thời hạn 50 năm nhưng do vị trí tốt, số lượng căn ít và giá bán thấp hơn sản phẩm sở hữu vĩnh viễn nên vẫn thu hút khách hàng đầu tư cho thuê hoặc muốn sở hữu tài sản vị trí trung tâm. Và dự án đầu tay Charmington Lapoint – Cao Thắng Quận 10 với 500 căn đã ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan khi bán 80% sản phẩm từ khi ra mắt từ tháng 12/2015.

Báo cáo cập nhật Q2/2016

Do đó, chúng tôi cho rằng đây là hướng phát triển sản phẩm hợp lý của SCR trong bối cảnh thị trường đang dư thừa nguồn cung.

Sản phẩm đất nền, nhà phố hiện tại đến từ 3 dự án Jamona, trong đó, hai dự án Jamona City và Home Resort đã hoàn tất kinh doanh. Tuy nhiên, hai dự án này do tồn kho trong thời gian dài nên tính hiệu quả thấp. Riêng dự án Jamona Golden Silk mới mở bán trước nhà phố & biệt thự vào đầu quý 2.2016. Đây là dự án được xem là tiềm năng nhất của SCR hiện tại với quy mô 7ha ở Bùi Văn Ba quận 7. Jamona Golden Silk có tổng mức đầu tư 600 – 700 tỷ nhưng doanh thu mang lại ước tính khá lớn khoảng 1.500 – 1.600 tỷ.

Tiến độ triển khai các dự án như sau:

Dự án	2014	2015	2016	2017	2018
Carrilon					
Carrilon 3					
Carrilon 4					
Carrilon 5					
Carrilon 6					
Charmington					
Charmington Lapointe					
Charmington Tân Đa					
Charmington Lý Tự Trọng					
Charmington Bình Tây					
Phức hợp Jamona					
Jamona City					
Jamona Home resort					
Jamona gold Silk					

Nguồn: BVSC tổng hợp và dự báo

Hoạt động kinh doanh chính có lợi nhuận trở lại từ năm 2016

Căn cứ trên tiến độ triển khai dự án, BVSC ước tính doanh thu thuần của SCR năm 2016 là 810 tỷ đồng tăng 410% yoy. Trong đó, doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng bất động sản là 770 tỷ từ dự án Jamona Golden Silk, Jamona City, Jamona Home Resort và Carrilon 3. Bảng dự báo doanh thu:

Doanh thu (ĐVT: triệu đồng)	2015TH	2016F	% yoy
Kinh doanh bất động sản	112.735	769.929	583%
Bán VLXD	3.167	4.000	26%
Cho thuê VP	13.850	17.395	26%
DV môi giới	8.811	5.747	-35%
Khác	20.377	13.239	-35%

Nguồn: BVSC tổng hợp và dự báo

Báo cáo cập nhật Q2/2016

Trong đó, doanh thu từng dự án bất động sản dự báo như sau:

Doanh thu bất động sản - Dự án	Doanh thu (nghìn đồng)	2016	2017	2018
Jamona Golden Silk - Đất nền	1.038.170	311.451	519.085	207.634
Jamona Golden Silk - DT xây dựng NP, BT	440.481	132.144	220.240	88.096
Jamona Golden Silk - Căn hộ	532.350	-	-	532.350
Jamona Home Resort	654.953	130.991	261.981	261.981
Jamona City - Nền nhà phố, liền kề	463.716	92.743	185.486	185.486
Jamona City – NOXH	698.400	-	-	349.200
Jamona City – NOTM	735.000	-	-	735.000
Jamona City - Sky Garden	382.440	-	-	382.440
Carillon 3	205.200	102.600	102.600	-
Tổng cộng	5.150.710	769.929	1.289.393	2.742.188

Tiến độ ghi nhận	2016	2017	2018	2019
Jamona Golden Silk - Đất nền	30%	50%	20%	
Jamona Golden Silk - DT xây dựng NP, BT	30%	50%	20%	
Jamona Golden Silk - Căn hộ			100%	0%
Jamona Home Resort	20%	40%	40%	
Jamona City - Nền nhà phố, liền kề	20%	40%	40%	
Jamona City – NOXH			50%	50%
Jamona City – NOTM			100%	0%
Jamona City - khu Sky Garden			100%	

Nguồn: BVSC tổng hợp và dự báo

Ngoài ra, thu từ tài chính và thu khác ước tính khoảng 74 tỷ. Đây là khoản thu khá khó dự báo vì phụ thuộc kế hoạch chuyển nhượng và đàm phán các khoản đầu tư tài chính của SCR. Tuy nhiên, đây là nguồn thu đóng góp đáng kể cho kết quả kinh doanh của SCR trong những năm qua. Theo thống kê, trung bình lợi nhuận từ tài chính và thu khác khoảng 140 – 150 tỷ/năm. Trên cơ sở thận trọng, BVSC giả định hoạt động chuyển nhượng cổ phần mang lại doanh thu 100 tỷ cho SCR trong 2016. Thu nhập tài chính ròng sau khi cộng doanh thu tiền gửi, lãi cho vay trừ chi phí tài chính (chi phí lãi vay..) còn lại 74 tỷ đồng, giảm 74% so với 2015. Như vậy, lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 169 tỷ, hoàn thành 82% và lợi nhuận sau thuế **112 tỷ** đạt 69% kế hoạch năm 2016.

Báo cáo cập nhật Q2/2016

Nội dung (ĐVT: triệu đồng)	2015	2016 (BVSC dự báo)	2016KH (*)
Doanh thu thuần	158.940	810.310	1.447.000
Giá vốn hàng bán	140.557	573.445	
Lợi nhuận gộp	18.383	236.865	
Doanh thu tài chính	246.518	150.295	
Chi phí tài chính	262.840	74.825	
Chi phí bán hàng	28.721	41.306	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	97.595	101.997	
Lợi nhuận hoạt động	(124.254)	169.033	
Thu nhập khác	294.562	-	
Lợi nhuận trước thuế	195.376	169.033	
Lợi nhuận sau thuế	198.149	112.788	164.000

(*) Theo kế hoạch được Đại hội cổ đông thông qua, doanh thu 2016 hợp nhất là 1.447 tỷ, tăng trưởng 68% so với thực hiện của 2015 (853 tỷ đồng) do bao gồm cả doanh thu thuần, doanh thu nội bộ, doanh thu hoạt động tài chính, thu nhập khác...

Triển vọng lạc quan tiếp tục cho giai đoạn 2017~2018 với dự địa để tăng trưởng lợi nhuận còn khá nhiều

Dựa trên danh mục dự án đang triển khai, BVSC ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp của SCR trong 2017 và 2018 sẽ ghi nhận ở mức cao khi các dự án đến thời điểm bàn giao. Kết quả ước tính như sau:

Nội dung (ĐVT: triệu đồng)	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu kinh doanh BĐS	646.841	112.735	769.929	1.923.759	3.515.342
Lợi nhuận gộp	123.388	(1.630)	221.213	440.602	329.609
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	19.1%	-1.4%	29%	23%	9%

Chi tiết ghi nhận doanh thu & lợi nhuận gộp:

Dự án (ĐVT: triệu đồng)	Doanh thu	2016	2017	2018
Jamona Golden Silk - Đất nền	1,038,170	311,451	519,085	207,634
Jamona Golden Silk - DT xây dựng NP, BT	440,481	132,144	220,240	88,096
Jamona Golden Silk - Căn hộ	532,350	-	-	532,350
Jamona Home Resort	654,953	130,991	261,981	261,981
Jamona City - Nền nhà phố, liền kề	463,716	92,743	185,486	185,486
Jamona City - NOXH	698,400	-	-	349,200
Jamona City - NOTM	735,000	-	-	735,000
Jamona City - Sky Garden	382,440	-	-	382,440
Carillon 3	205,200	102,600	102,600	-
Carillon 4	323,748	-	323,748	-

Báo cáo cập nhật Q2/2016

Carillon 5	310,618	-	310,618	-
Carillon 6	305,646	-	-	305,646
Charmington La Point	835,008	-	-	835,008
Tổng cộng	6,925,730	769,929	1,923,759	3,515,342

Dự án (ĐVT: triệu đồng)	Lợi nhuận gộp	2016	2017	2018
Jamona Golden Silk - Đất nền	620.857	186.257	310.428	124.171
Jamona Golden Silk - DT xây dựng NP, BT	40.044	12.013	20.022	8.009
Jamona Golden Silk - Căn hộ	232.766	-	-	232.766
Jamona Home Resort	(22.108)	(4.422)	(8.843)	(8.843)
Jamona City - Nền nhà phố, liền kề	(38.678)	(7.736)	(15.471)	(15.471)
Jamona City - NOXH	(205.678)	-	-	(205.678)
Jamona City - NOTM	(49.612)	-	-	(49.612)
Jamona City - Sky Garden	78.592	-	-	78.592
Carillon 3	70.200	35.100	35.100	-
Carillon 4	47.748	-	47.748	-
Carillon 5	51.618	-	51.618	-
Carillon 6	42.646	-	-	42.646
Charmington La Point	123.030	-	-	123.030
Tổng cộng	991.424	221.213	440.602	329.609

Lợi nhuận gộp 2017 ước tính 440 tỷ, tăng gấp đôi số dự báo năm 2016. Năm 2018, doanh thu ghi nhận dự kiến tăng 1.8 lần với năm 2017. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp ước tính thấp hơn do phải ghi nhận lỗ từ phần căn hộ thuộc dự án Jamona City. Phần lỗ mà chúng tôi ước tính khoảng 260 tỷ. Mặc dù vậy, phần căn hộ thuộc dự án Jamona Golden Silk và Charmington La Point cũng sẽ được ghi nhận vào 2018 nên bù đắp cho dự án Jamona City và đảm bảo lợi nhuận gộp 2018 vẫn khá tốt. Và chúng tôi lưu ý là dự báo này mới ước tính trên các dự án đang triển khai. SCR còn các dự án tiềm năng khác như Charmington Tản Đà, Charmington Lý Tự Trọng, Charmington Bình Tây, dự án Hoa Đồng đang được hoàn thiện pháp lý để kinh doanh. Thời điểm kỳ vọng sẽ đóng góp lợi nhuận của các dự án này từ năm 2018. Do đó, BVSC cho rằng lợi nhuận 2018 khả năng sẽ vẫn tăng trưởng so với 2017.

Cập nhật định giá

Kết quả định giá gần nhất của BVSC đối với SCR vào tháng 5/2014 với giá trị hợp lý là 9,100 đồng/cp và khuyến nghị NEUTRAL đối với cổ phiếu này. Tại thời điểm đó, triển vọng của SCR là chưa thể lạc quan khi mà các dự án đang trì hoãn; tình hình tài chính khó khăn; thiếu nguồn tiền để triển khai dự án và đặc biệt là những thông tin không tích cực về nhân sự tại công ty. Tuy nhiên, trong thời gian 2015, BVSC nhận thấy Công ty đã có những thay đổi tích cực và những vấn đề mà chúng tôi lo ngại trong 2014 phần nào đã được giải quyết. Do đó, BVSC cập nhật lại định giá SCR cũng như có những khuyến nghị phù hợp đối với triển vọng của công ty. Về vấn đề định giá, BVSC sử dụng phương pháp NAV và P/B xác định lại giá trị hợp lý cổ phiếu SCR.

Phương pháp NAV

□ Giả định:

- Dự án định giá lại là những dự án đang và có khả năng chắc chắn về việc triển khai trong năm 2016. Các dự án đang chuẩn bị pháp lý và chưa có thông tin cụ thể về sản phẩm như Charmington Tản Đà, Charmington Lý Tự Trọng, Charmington Bình Tây...giữ nguyên theo giá trị sổ sách.
- Chiết khấu 30% đối với các khoản cho vay và phải thu khác.
- Kết quả định giá cổ phiếu SCR theo phương pháp NAV: **12,900 đồng/cp.**

Chỉ tiêu (triệu đồng)	31/12/2015	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	4.775.798	4.904.166
Tài sản ngắn hạn	3.961.762	4.090.130
Tiền & tương đương tiền	147.068	147.068
Đầu tư tài chính ngắn hạn	53.129	53.129
Khoản phải thu ngắn hạn	1.003.599	873.277
Hàng tồn kho	2.735.175	2.993.865
- <i>Jamona City</i>	<i>1.801.790</i>	<i>1.352.202</i>
- <i>Jamona Golden Silk</i>	<i>126.575</i>	<i>636.813</i>
- <i>Jamona Home Resort</i>	<i>597.061</i>	<i>559.132</i>
- <i>Charmington La Point</i>	<i>24.000</i>	<i>112.582</i>
Tài sản ngắn hạn khác	22.791	22.791
Tài sản dài hạn	814.036	814.036
NỢ PHẢI TRẢ	1.963.556	1.963.556
Giá trị thị trường của VCSH		2.940.610
Số lượng cổ phần (+5% thưởng cổ phiếu)		227.921.342
Giá cổ phần (đ/cp)		12.902

Phương pháp P/B:

- P/B bình quân ngành lấy theo giá đóng cửa ngày 13/5/2016 chia cho giá trị sổ sách bình quân 4 quý gần nhất của các cổ phiếu ngành BĐS có quy mô tương và cùng đặc điểm như SCR (thực hiện tái cơ cấu và đang triển khai trở lại dự án). Cụ thể gồm: PDR, VPH, TDH, DXG, BCI, KDH.
- Kết quả P/B bình quân ngành là **0.94x**
- Book value dự báo 2016 của SCR là 13,847 đ/cp (sau khi pha loãng 5% phát hành cổ phiếu thưởng)
- Kết quả định giá theo P/B của SCR là 13,076 đ/cp.

Kết quả định giá cổ phiếu SCR như sau: 12,989 đồng/cp.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	12.902	50%	6.451
P/B	13.076	50%	6.538
Giá bình quân (đồng)			12.989

Khuyến nghị đầu tư

Với kết quả định giá trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SCR khi giá thị trường đang chiết khấu **43%** so với kết quả ước tính thận trọng của chúng tôi. Tình hình tài chính tốt, ổn định về nhân sự và đặc biệt là sự hỗ trợ phía sau từ tập đoàn Thành Thành Công là những nền tảng đảm bảo cho sự phát triển tốt hơn của SCR sau giai đoạn tái cấu trúc. Bên cạnh đó, các dự án đã và đang triển khai đồng bộ nên doanh thu và lợi nhuận dự báo sẽ khả quan trong 2016 – 2018. Những dự án không hiệu quả như Jamona City và Jamona Home Resort sẽ được bù đắp bởi dự án mới tiềm năng như Jamona Golden Silk, Charmington La Point, Charmington Lý Tự Trọng... Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư dài hạn nên tích lũy dần đối với cổ phiếu SCR với mục tiêu lợi nhuận 40 – 45% và thời gian nắm giữ khoảng 1 năm.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA, etc). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999