

Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà (SJS)

Đặng Trần Hải Đăng - Chuyên viên phân tích
dang.dth@sbsc.com.vn

Luận điểm đầu tư

Sở hữu quỹ đất lớn và thương hiệu mạnh là cơ sở để SJS trở thành một trong những doanh nghiệp bất động sản có hoạt động kinh doanh ổn định nhất tại Việt Nam. Với tốc độ phát triển kinh tế hiện nay, ngành xây dựng dân dụng sẽ đóng vai trò tiên phong làm thay đổi bộ mặt các đô thị, thành phố, Sudico theo đó sẽ dần trở thành đối tác quan trọng của nhiều doanh nghiệp trong và ngoài nước. Về hoạt động doanh nghiệp, lĩnh vực bất động sản vẫn đang làm tốt vai trò đầu tàu, đem lại nguồn thu lớn cho công ty. Triển vọng của Sudico trong quý 4 năm 2010 là rất sáng sủa, dự án lớn nhất đang triển khai của công ty là Nam An Khánh với vị trí đẹp và cơ sở hạ tầng đầy đủ đã bắt đầu đóng góp lợi nhuận đáng kể cho công ty. Trong năm 2009, công ty đã bán 26 ha trong tổng số 288 ha đất dự án. Quỹ đất còn lại của dự án này vẫn rất lớn, hứa hẹn sẽ còn mang lại nhiều nguồn thu hơn cho SJS trong các năm tiếp theo. Tuy 6 tháng đầu năm, công ty mới chỉ hoàn thành 20,3% kế hoạch doanh thu và 33,9% kế hoạch LNTT, nhưng theo thông tin chúng tôi có được, công ty có khả năng sẽ tiến hành bán một phần dự án Nam An Khánh và Văn La- Văn Khê, doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ ghi nhận đột biến trong quý 4 năm 2010. Theo dự phóng của chúng tôi, năm 2010, doanh thu công ty sẽ đạt khoảng 1.800 tỷ VND và lợi nhuận sau thuế ở mức 825 tỷ VND tương đương với mức EPS là 8.250 VND/cp. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp **MUA** cổ phiếu SJS cho cả ba mục tiêu ngắn, trung và dài hạn, giá MUA đề nghị là 60.000 - 62.000 VND/cp với giá mục tiêu là 73.000 - 75.000 VND/cp trong ngắn hạn và 90.000 - 100.000 VND/cp với mục tiêu trong dài hạn.

Những lý do chính để đầu tư vào cổ phiếu SJS

- **Triển vọng kinh doanh:** Kết thúc 6 tháng đầu năm 2010, cả doanh thu và lợi nhuận sau thuế của SJS đều gấp khoảng 3 lần so với cùng kỳ năm 2009. Cụ thể, Sudico đạt 470 tỷ VND doanh thu và 256 tỷ VND lợi nhuận sau thuế. Ngoài ra, doanh thu từ hoạt động tài chính cũng tăng trưởng gấp 2 lần 6 tháng đầu năm 2009, đạt xấp xỉ 41 tỷ VND. Với việc hạch toán các dự án lớn trong thời gian tới, trong đó đặc biệt là Nam An Khánh, Sudico sẽ còn ghi nhận sự tăng trưởng đột biến trong kết quả hoạt động kinh doanh.
- **Thương hiệu công ty:** Là một thành viên của Tập đoàn Sông Đà tập trung chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản, thương hiệu Sudico gắn liền với nhiều công trình quan trọng, quy mô lớn. Sự tin tưởng của khách hàng cũng như các đối tác vào thương hiệu này sẽ giúp công ty ngày càng có nhiều thuận lợi trong việc tiếp cận những dự án có quy mô lớn hơn.

Ngành:

Bất động sản

Giá hiện tại (13.10.2010):

VND 64,000/CP

MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá

Cao nhất (52 tuần)	VND 218,000
Thấp nhất (52 tuần)	55,000
KLGD trung bình (10 phiên)	137,043

Cổ Phần

Cổ phiếu đang lưu hành	99,881,000
Mệnh Giá	VND 10,000
Vốn hóa	VND 6,392B

Nguồn: SBS

GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: SBS

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Năm	2009	2010H1	2010F
Doanh thu (VND'tỷ)	1,115	470	1,800
LN gộp (VND'tỷ)	709	321	n/a
LNTT (VND'tỷ)	866	341	1,100
LNST (VND'tỷ)	705	256	825
ROA (%)	23.5%	7.6%	24.6%
ROE (%)	40%	12.5%	40.3%
EPS (VND/CP)	8,867	2,624	8,250
Book value (VND/cp)	22,056	20,469	19,000
P/E	5.62	24.39	7.76
P/BV	2.99	3.13	3.37

Nguồn: SBS

- **Quỹ đất là thế mạnh:** Quỹ đất “khổng lồ”, một trong những điều kiện tiên quyết làm nên thành công của một công ty bất động sản, chính là thế mạnh của SJS. Điều đó giúp Sudico trở thành một trong những công ty có hoạt động kinh doanh hiệu quả nhất, có sức cạnh tranh nhất và có tầm ảnh hưởng nhất trong ngành. Nhiều dự án lớn như Nam An Khánh, Văn La – Văn Khê, khu dân cư Bắc đường Trần Hưng Đạo... đang bắt đầu đem lại nguồn thu cho SJS. Quỹ đất của công ty trong thời gian tới sẽ còn lớn hơn với một loạt các dự án mới sẽ được phê duyệt và đi vào triển khai. Doanh thu và lợi nhuận của Sudico theo đó cũng sẽ ghi nhận những đột biến.
- **Cổ phiếu giao dịch dưới giá trị thực:** EPS forward 2010 của SJS là 8.250 tỷ VND, như vậy với giá đóng cửa ngày 13/10 là 64.000 VND/cp, P/E forward của Sudico là khoảng 7,8 lần, thấp hơn nhiều P/E chung của thị trường chứng khoán Việt Nam là 11,2 lần cũng như của ngành bất động sản là trên 12 lần. Lựa chọn cổ phiếu SJS, rủi ro trong tương lai mà nhà đầu tư phải đối mặt sẽ được hạn chế. Bên cạnh đó, trong 3 tháng trở lại đây, trong khi VN-Index chỉ giảm 8,44% thì cổ phiếu SJS đã mất tới 18,47% giá trị. Khả năng về sự hồi phục sau khi giảm mạnh là rất lớn, đặc biệt khi mà kết quả kinh doanh cuối năm của Sudico là khả quan.

Các rủi ro cần cân nhắc

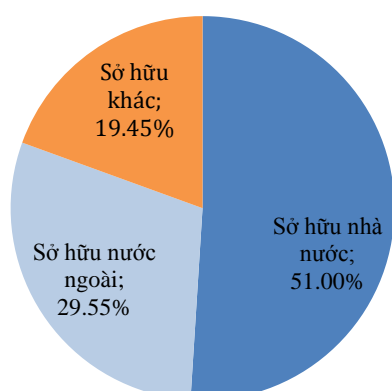
- **Quy mô vốn còn nhỏ so với nhu cầu vốn đầu tư cho các dự án:** Tuy hiện tại vốn điều lệ của SJS là 1.000 tỷ VND, thuộc loại lớn so với đa số các công ty cùng ngành niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán, song với rất nhiều dự án lớn đã, đang và sẽ triển khai trải dài từ Bắc vào Nam, nhu cầu vốn để đầu tư cho các dự án có thể là trở ngại đối với các hoạt động của SJS.
- **Thị trường bất động sản đang trong giai đoạn trầm lắng:** Thị trường bất động sản, lĩnh vực kinh doanh chính của Sudico, đang trong giai đoạn trầm lắng và phải đối mặt với sự cạnh tranh đến từ các kênh đầu tư khác là chứng khoán, vàng và ngoại tệ. Điều này có thể gây ra tác động tiêu cực đến nguồn thu của công ty nhất là trong giai đoạn hiện nay khi mà những cơn sốt vàng, ngoại tệ đang trở thành tâm điểm của thị trường tài chính Việt Nam.
- **Các chính sách vĩ mô đang hạn chế dòng tiền đầu cơ:** Những quy định trong nghị định 71 của chính phủ đang khiến nhiều công ty bất động sản vấp phải không ít khó khăn trong vấn đề sở hữu riêng chung. Ngoài ra, nghị định này còn hạn chế dòng tiền đầu cơ, một yếu tố quan trọng làm nên thanh khoản cho thị trường bất động sản.

Tổng quan công ty

Công ty CP Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (Sudico) được thành lập ngày 12/9/2001 và được cổ phần hóa năm 2003 với vốn điều lệ ban đầu là 30 tỷ VND. Ngày 6/7/2006, cổ phiếu của Sudico đã được chính thức giao dịch trên HOSE với mã chứng khoán SJS. Sau nhiều lần tăng vốn, hiện nay vốn điều lệ của SJS là 1.000 tỷ VND. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là tư vấn, đầu tư, thực hiện các dự án đầu tư xây dựng; kinh doanh khai thác các dịch vụ về nhà ở, khu đô thị và khu công nghiệp.

Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu cổ đông tại tháng 10/2010

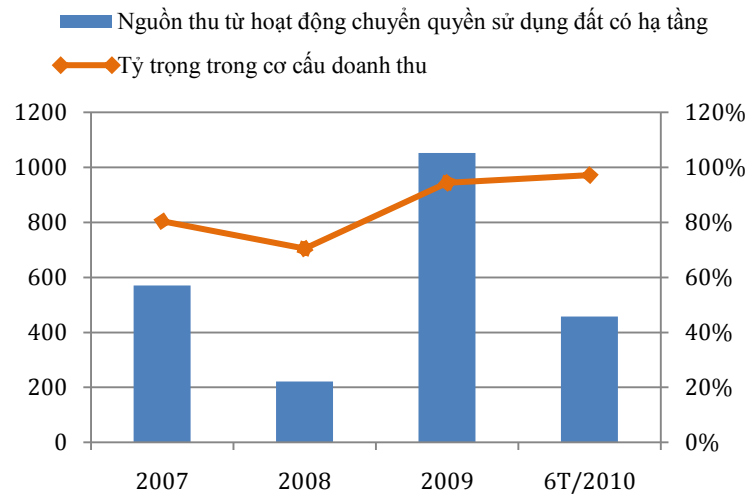


Cổ đông tổ chức và nước ngoài chiếm đa số do vậy thanh khoản của SJS chỉ ở mức trung bình, khoảng trên 100.000 cổ phiếu/ phiên giao dịch.

Nguồn: SJS

Hoạt động kinh doanh

Thế mạnh bất động sản. Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu của SJS là đầu tư xây dựng và kinh doanh dịch vụ nhà ở, khu đô thị. Điều này được thể hiện qua việc nguồn thu từ lĩnh vực chuyển quyền sử dụng đất có hạ tầng tăng dần qua các năm và luôn chiếm phần lớn tỷ trọng doanh thu của công ty, năm 2009 là hơn 94% và con số này trong 6 tháng đầu năm 2010 lên tới hơn 97%.



Nguồn: SBS, SJS

- Chủ đầu tư nhiều dự án lớn

Với quỹ đất rộng lớn trải dài từ Bắc vào Nam, SJS có nhiều thuận lợi trong việc triển khai các dự án. Do đó, công ty luôn được đảm bảo bởi nguồn thu ổn định trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn sau khủng hoảng.

Dự án Nam An Khánh. Nguồn thu đáng kể trong năm 2009 cũng như 6 tháng đầu năm 2010 đến từ dự án lớn nhất hiện nay của Sudico là Nam An Khánh có tổng diện tích 288 ha, nằm ở huyện Hoài Đức, Hà Nội, cách Trung tâm Hội nghị Quốc gia 5km. Năm 2009, SJS đã bán thứ cấp 26 ha dự án này, với tổng giá trị khoảng 2.600 tỷ VND và hạch toán doanh thu khoảng gần 1.000 tỷ VND (40% tổng giá trị). Năm 2010, SJS dự kiến sẽ hạch toán tiếp 40% trong tổng giá trị 2.600 tỷ của 26 ha đã bán năm 2009, còn lại 20% sẽ được ghi nhận khi công ty bàn giao dự án cho các nhà đầu tư thứ cấp.

Tính đến hết 6 tháng đầu năm 2010, với 470 tỷ VND doanh thu và 341 tỷ VND lợi nhuận trước thuế đạt được, SJS mới chỉ hoàn thành 20,3% kế hoạch doanh thu và 33,9% kế hoạch lợi nhuận. Sự trầm lắng của thị trường bất động sản trong những tháng đầu năm cùng việc lãi suất cao khiến tăng trưởng tín dụng bằng VND thấp đã gây ra nhiều hạn chế đối với hoạt động kinh doanh của các công ty bất động sản, đó cũng là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến kết quả kinh doanh của Sudico chưa được khả quan. Để hoàn thành kế hoạch nhiều khả năng SJS sẽ tiến hành bán tiếp 3,7 ha đất có hạ tầng thấp của khu đô thị Nam An Khánh với giá thấp nhất khoảng 26 triệu VND/m². Khoản doanh thu từ việc bán 3,7 ha này đem lại cho SJS là hơn 960 tỷ VND, 40% sẽ được hạch toán trong năm 2010, tương đương khoảng 380 tỷ VND. Như vậy, doanh thu của riêng dự án Nam An Khánh mang lại cho SJS sẽ vào khoảng 1.400 tỷ (bao gồm cả phần 1.000 tỷ hạch toán từ việc bán thứ cấp trong năm 2009).

Dự án Văn La – Văn Khê. Văn La – Văn Khê hiện nay cũng là một trong những dự án quan trọng của SJS. Đây là tổ hợp các công trình nhà ở, văn phòng, thương mại và các dịch vụ công cộng trên tổng diện tích 12 ha, trên trục đường Quang Trung, thuộc quận Hà Đông. Trong năm 2010, những công trình trong dự án này đã bắt đầu được đưa vào sử dụng. Với giá bán chung cư là khoảng 17-18 triệu/m² và biệt thự là khoảng 28 triệu/m², dự kiến dự án này sẽ đóng góp cho công ty khoản doanh thu xấp xỉ 300 tỷ VND. SJS vẫn giữ lại những tầng để nhằm mục đích kinh doanh lâu dài, song hiện tại vẫn chưa đem lại nguồn thu đáng kể cho công ty. Dự kiến sau khoảng 5 năm, SJS mới có thể hạch toán lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh này.

Dự án Bắc đường Trần Hưng Đạo (Hòa Bình). Kỳ vọng của Sudico với dự án này là không nhiều. Năm 2009,

dự án khu dân cư Bắc đường Trần Hưng Đạo mang lại cho công ty khoản doanh thu hơn 53 tỷ VND. 6 tháng đầu năm 2010, SJS cũng hạch toán được từ dự án này khoảng trên 25 tỷ VND doanh thu. Đóng góp này là rất khiêm tốn so với các dự án khác và ở thời điểm hiện tại đây không phải dự án chủ lực của công ty.

Dự án Mỹ Đình – Mễ Trì. Sudico đã gần như hạch toán xong hết giá trị của dự án này trong năm 2009 với các hợp đồng cho thuê khu nhà HH3 có thời hạn 50 năm đóng tiền một lần. SJS còn giữ lại trên 8.000 m2 để kinh cho thuê mặt bằng song đa số là dùng làm trụ sở công ty, vì vậy trong năm 2010, khu đô thị này sẽ không mang lại nhiều lợi nhuận cho Sudico.

- Quỹ đất ngày càng mở rộng bởi nhiều dự án lớn

Mở rộng thị trường xuống phía Nam. Với tầm nhìn dài hạn là trở thành một trong những công ty kinh doanh bất động sản lớn nhất Việt Nam, SJS sẽ mở rộng hoạt động đến thị trường bất động sản miền Trung và miền Nam bên cạnh các thị trường bất động sản truyền thống phía Bắc, thông qua sự hợp tác với nhiều công ty khác.

Tại Đà Nẵng, Sudico sẽ triển khai dự án khu văn phòng ,nhà ở trên diện tích 13,3 ha, với giá vốn là khoảng 8 triệu VND/m2, dự án này có tổng vốn đầu tư hơn 1.000 tỷ VND. Tại Nhơn Trạch, Đồng Nai, vẫn là dự án khu đô thị khép kín Long Tân – Sông Đà với cụm công trình nhà ở, thương mại, dịch vụ công cộng trên tổng diện tích 65 ha. Ngoài ra, SJS còn kết hợp với SPM xây dựng khu nhà ở Sudico – SPM tại Quận 9, Tp.HCM với quy mô 18,9 ha và tổng vốn đầu tư là 2.306 tỷ VND.

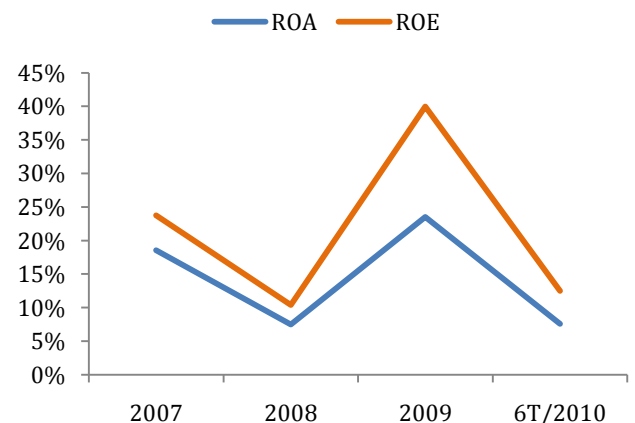
Song song với các dự án phía Nam, SJS vẫn chú trọng phát triển thị trường truyền thống phía Bắc với các dự án : khách sạn 5 sao Sông Đà – Hạ Long tại Quảng Ninh có tổng diện tích 18.730 m2; Khu đô thị phía Bắc đường trục trung tâm khu đô thị phía Nam quốc lộ 5 thuộc khu đô thị Phố Mới tỉnh Hưng Yên, có tổng mức đầu tư là 760 tỷ VND; khu du lịch sinh thái Sông Đà - Ngọc Vũng tại huyện Vân Đồn, Quảng Ninh với quy mô 39 ha. Ngoài ra, SJS đang lên kế hoạch cho dự án khu đô thị Tiên Xuân tại Quốc Oai, Hà Nội, có quy mô gấp 4 lần Nam An Khánh (1.240 ha) với tổng mức đầu tư 2.000 tỷ VND.

Phân tích tài chính

- Khả năng sinh lời

Quản lý tốt chi phí và các dự án bất động sản có giá vốn thấp là một trong những điểm nổi bật của SJS, điều này được thể hiện qua tỷ suất Lợi nhuận gộp/Doanh thu và LNST/Doanh thu luôn ở mức khá cao. Tuy nhiên, ROA và ROE không ổn định tùy thuộc vào chu kỳ kinh doanh hàng năm của công ty. Năm 2008, chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, kết quả hoạt động kinh doanh của SJS không mấy khả quan, lợi nhuận sau thuế của công ty năm 2008 chỉ bằng một nửa năm 2007, vì vậy dù tổng tài sản và vốn chủ sở hữu không tăng nhiều, song ROA và ROE vẫn ở mức thấp. Những chỉ số này được cải thiện trong năm 2009 nhưng 6 tháng đầu năm 2010, mặt bằng lãi suất VND quá cao dẫn đến khó khăn cho các công ty bất động sản, hoạt động kinh doanh của SJS chưa có nhiều ấn tượng, ROA và ROE lại xuống thấp. SJS sẽ cần có chính sách phù hợp hơn để duy trì tỷ lệ ROA và ROE ổn định trong thời gian tới.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	6T/2010
Lợi nhuận gộp biên	49.0%	61.1%	66%	68.2%
LNST biên	40.1%	37.8%	63.2%	54.5%
ROA	18.6%	7.5%	23.5%	7.6%
ROE	23.8%	10.4%	40.0%	12.5%



- Cơ cấu vốn

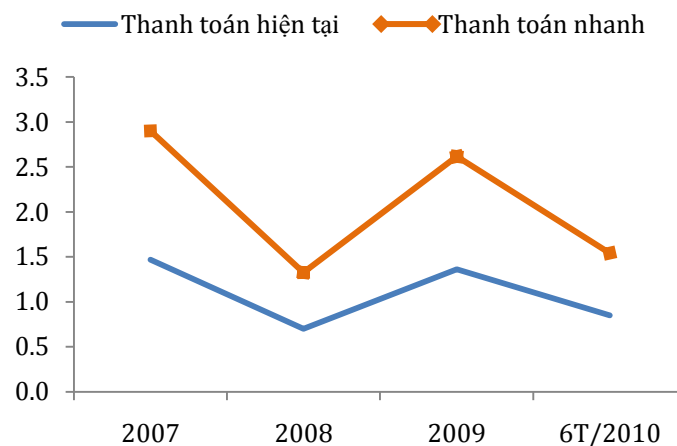
Cơ cấu vốn	2007	2008	2009	6T/2010
Tổng nợ/Vốn chủ	28.0%	38.6%	69.0%	63.8%
Tổng nợ/Tổng tài sản	21.9%	27.8%	41.0%	38.9%

Nguồn: SBS, SJS

Là một công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, việc sử dụng đòn bẩy là tất yếu song thực tế SJS mới chỉ đẩy mạnh sử dụng đòn bẩy tài chính từ năm 2009. Tuy vậy, với việc hạch toán các dự án lớn trong năm 2009 (Dự án Mỹ Đình - Mễ Trì và Nam An Khánh) và 6 tháng đầu năm 2010 (Dự án Nam An Khánh) khiến lượng tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của Sudico khá lớn (chiếm 79,8% tài sản ngắn hạn năm 2009 và 55,7% tài sản ngắn hạn nửa đầu năm 2010). Điều đó sẽ tăng khả năng tự chủ tài chính cũng như đảm bảo an toàn cho công ty khi huy động vốn cho mục đích đầu tư trong tương lai.

- Khả năng thanh toán

Hệ số thanh toán (bao gồm 2 chỉ số thanh toán hiện tại và thanh toán nhanh) của SJS cũng phản ánh sự thất thường như kết quả kinh doanh. Năm 2008, cả 2 chỉ số này xuống thấp do công ty vẫn phải vay nợ để đảm bảo tiến độ thực hiện dự án trong khi đầu ra gặp không ít khó khăn. Đến năm 2009, với việc hạch toán hết dự án Mỹ Đình - Mễ Trì và một phần dự án Nam An Khánh, lượng tiền mặt lớn đã giúp công ty cải thiện hệ số thanh toán. Năm 2010, mặc dù lượng tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tương đối cao song Sudico phải thực hiện nhiều khoản vay để thực hiện các dự án còn dang dở, đặc biệt khi mà quy mô công ty ngày càng lớn và mở rộng hoạt động xuống phía Nam. Vì vậy, kết thúc 6 tháng đầu năm, 2 chỉ số thanh toán hiện tại và thanh toán nhanh tương đối thấp. Tuy nhiên, với khả năng hạch toán thêm từ dự án Nam An Khánh trong giai đoạn cuối năm khiến lượng tiền mặt có thể tăng cao, tình hình tài chính của SJS sẽ được cải thiện.



Nguồn: SBS, SJS

Kế hoạch tăng vốn

Với quy mô ngày càng lớn mạnh, đầu năm 2010, công ty đã tăng vốn lên 1.000 tỷ VND bằng cách chia thưởng và quyền mua cho cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, với tổng mức đầu tư cho các dự án trên 16.000 tỷ VND, chúng tôi cho rằng SJS sẽ tiếp tục phải tăng vốn để thực hiện các dự án.

Đánh giá của SBS về triển vọng của Sudico

Theo HĐQT diễn ra vào ngày 10/4/2010, SJS đã đặt kế hoạch 2.312 tỷ VND doanh thu và 1.006 tỷ VND lợi nhuận trước thuế trong năm 2010. Tuy nhiên, 6 tháng đầu năm của công ty mới chỉ hoàn thành lần lượt 20,3% kế hoạch doanh thu và 33,9% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. Phần lớn nguồn thu của Sudico sẽ đến vào cuối năm với việc hạch toán hai dự án Nam An Khánh và Văn La - Văn Khê. Theo tính toán của chúng tôi, dự án Nam An Khánh có thể đem lại cho SJS khoản doanh thu là gần 1.400 tỷ VND và dự án Văn La - Văn Khê là khoảng 300 tỷ VND. Ngoài ra, dự án Bắc đường Trần Hưng Đạo cũng có thể hạch toán một khoản doanh thu khoảng 50 tỷ VND. Như vậy, Sudico có thể sẽ không hoàn thành kế hoạch doanh thu năm 2010 khi chỉ đạt khoảng xấp xỉ 1.800 tỷ VND, tuy nhiên chúng tôi khá lạc quan với

kế hoạch lợi nhuận. Mặc dù còn phải đối mặt với nhiều rào cản, song thị trường bất động sản năm 2010 vẫn âm dần lên so với năm 2009. Giá đất theo đó cũng tăng lên khiến giá thành khu đất thấp tầng ở Nam An Khánh tăng thêm khoảng hơn 10 triệu VND/m². Cộng thêm những khoản thu tài chính (SJS vốn đã luôn thành công với các khoản đầu tư tài chính trong những năm trước), chúng tôi tin rằng SJS hoàn toàn có khả năng vượt kế hoạch lợi nhuận. Theo dự phóng của chúng tôi, lợi nhuận trước thuế năm 2010 của SJS có thể đạt khoảng 1.100 tỷ VND, lợi nhuận sau thuế theo đó đạt khoảng 825 tỷ VND. Năm 2009, EPS của SJS đạt 8.667 VND/cổ phiếu, sang năm 2010, do quá trình tăng vốn từ 400 tỷ VND lên 1.000 tỷ VND, EPS 2010 của SJS bị pha loãng và có thể đạt 8.250 VND/cổ phiếu. Với mức giá đóng cửa ngày 13/10 là 64.000 VND/cổ phiếu, SJS đang giao dịch ở mức P/E là 7,8 lần.

Đơn vị: VND*Triệu	2010F
Doanh thu thuần	1,800,000
Nam An Khánh	1,384,000
Văn La - Văn Khê	300,000
Bắc đường Trần Hưng Đạo	50,000
Doanh thu khác	66,000
Lợi nhuận trước thuế	1,100,000
Lợi nhuận sau thuế	825,000
EPS forward (VND/cp)	8,250
P/E forward	7.76

Nguồn: SJS, SBS dự phóng

Về triển vọng dài hạn, dự án Nam An Khánh vẫn là nguồn thu chủ lực của công ty. Hiện nay, SJS mới chỉ hạch toán 1/10 diện tích của dự án này. Bên cạnh đó, với nhiều dự án ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam (chủ yếu đang ở giai đoạn thiết kế cơ sở, giải phóng mặt bằng và thi công san nền), triển vọng của Sudico trong tương lai là rất sáng sủa.

Chiến lược đầu tư

Hiện nay SJS đang giao dịch gần 100 triệu cổ phiếu với EPS 2010 là 8.250 VND/cp, P/E 2010 theo đó là khoảng 7,8 lần (với giá đóng cửa ngày 13/10 là 64.000 VND/cp), có thể thấy đây mức chấp nhận được và ít rủi ro. Chúng tôi cho rằng đây là cổ phiếu thích hợp với cả những nhà đầu tư ngắn hạn và những nhà đầu tư theo trường phái đầu tư giá trị. Một cách thận trọng, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét MUA cổ phiếu SJS trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn trong vùng giá 60.000 – 62.000 VND/cp, tương đương với mức P/E là 7,3 – 7,5 lần. Giá mục tiêu là 73.000 – 75.000 VND/cp trong ngắn hạn, tương đương mức P/E là 8,8 – 9,1 lần. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên cân nhắc các rủi ro đến từ kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán nhất là trong giai đoạn hiện tại khi chưa có nhiều thông tin hỗ trợ từ cả vĩ mô và vĩ mô, khả năng tăng trưởng của thị trường chứng khoán đang bị đặt dấu hỏi lớn trong khi áp lực cạnh tranh từ các kênh đầu tư vàng và ngoại tệ là không nhỏ.

DANH SÁCH CÁC DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI

STT	Các dự án lớn	Thời gian thực hiện	Diện tích	Tổng vốn đầu tư	Tình hình thực hiện dự án cập nhật đến T10/2010
1	Dự án Nam An Khánh	6/2004 – 6/2014	288 ha	2600 tỷ VND	Đang thi công, đã hạch toán một phần doanh thu
2	Khu đô thị Mỹ Đình – Mỹ Trì	2002 – 2009	36 ha	400 triệu USD	Đã hạch toán xong
3	Khu đô thị du lịch sinh thái Sông Đà - Ngọc Vũng	2006 – 2010	39 ha	248 tỷ VND	Đang thi công
4	Khu dân cư Long Tân- Sông Đà	2006 - 2010	65 ha	296 tỷ VND	Đang thi công
5	Khu đô thị phía Bắc đường trục trung tâm khu đô thị phía Nam quốc lộ 5 thuộc khu đô thị Phố Mới	N/A	101 ha	760 tỷ VND	Đang thi công
6	Dự án khu nhà ở SUDICO - SPM	2010 – N/A	18,9 ha	2.306 tỷ VND	Đang lập phương án kinh doanh
7	Dự án khách sạn Sông Đà - Hạ Long	2003 – N/A	18.730 m2	172 tỷ VND	Đang thi công
8	Khu nhà ở Văn La - Văn Khê	N/A - 2010	12 ha	50 triệu USD	Đã hạch toán một phần doanh thu
9	Khu đô thị Tiến Xuân	N/A	1.240 ha	2.000 tỷ	Đã xong quy hoạch
10	Dự án Cactus Cam Ranh Resort & Spa	N/A	N/A	SJS góp 70% (giai đoạn 1 là 35,7 tỷ VND)	Đang lập quy hoạch
11	Dự án Khu đô thị Hồ Sông Đà, Quảng Nam	N/A	600 ha	N/A	Nghiên cứu lập quy hoạch chi tiết

STT	Các dự án lớn	Thời gian thực hiện	Diện tích	Tổng vốn đầu tư	Tình hình thực hiện dự án cập nhật đến T10/2010
12	Khu chung cư cao cấp, dịch vụ hỗn hợp - Dự án khu đô thị Nam An Khánh (mở rộng)	2008 – N/A	33,68 ha	80 triệu USD	Thi công hạ tầng kỹ thuật
13	Khu dân cư Bắc đường Trần Hưng Đạo (Hòa Bình)	2004 - 2010	24 ha	148 tỷ VND (cơ sở hạ tầng)	Đang thi công, đã hạch toán một phần doanh thu
14	Dự án khu văn phòng, chung cư tại Đà Nẵng	2010 – N/A	13,3 ha	Chi phí 8 triệu VND/m ² , tổng chi phí khoảng 1.000 tỷ VND	Có thể kinh doanh 30% quỹ đất trong năm 2010

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)				CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Tài sản	1,530,500	1,591,150	2,998,502	Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tài sản ngắn hạn	445,342	219,144	992,172	Doanh thu	110.7%	-55.6%	254.9%
Tài sản dài hạn	1,085,158	1,372,006	2,006,330	Lợi nhuận gộp	165.7%	-44.7%	269.4%
Tài sản cố định	774,226	1,031,797	1,708,988	Lợi nhuận ròng	137.1%	-58.2%	493.1%
Bất động sản đầu tư	0	0	4,142	Tổng tài sản	63.5%	4.0%	88.4%
<i>Nguồn vốn</i>	1,530,500	1,591,150	2,998,502	Vốn chủ	121.6%	-4.2%	54.0%
Nợ phải trả	334,703	442,660	1,229,420	Chỉ tiêu hiệu quả			
Nợ ngắn hạn	302,995	312,403	728,999	Lợi nhuận biên	49.0%	61.1%	63.6%
Nợ dài hạn	31,709	130,257	500,421	EBIT biên	-	56.0%	78.2%
Nguồn vốn chủ sở hữu	1,195,797	1,148,490	1,769,082	Lợi nhuận trước thuế biên	48.3%	55.1%	77.7%
Nguồn vốn - Quỹ	1,195,762	1,145,681	1,764,517	Lợi nhuận ròng biên	40.1%	37.8%	63.2%
Vốn điều lệ	400,000	400,000	800,000	ROA	18.6%	7.5%	23.5%
Thặng dư vốn	199,718	199,718	218,309	ROE	23.8%	10.4%	40.0%
Lợi nhuận chưa phân phối	314,345	84,176	690,014	Phân tích Dupont			
				Lợi nhuận gộp (1)	40.1%	37.8%	63.2%
				Vòng quay tài sản (2)	46.3%	19.7%	37.2%
				Đòn bẩy (3)	128.0%	138.9%	169.9%
				ROE = (1) x (2) x (3)	23.8%	10.4%	40.0%
				Chỉ tiêu quản lý			
				Số ngày phải thu	120.0	164.0	20.4
				Số ngày tồn kho	11.9	73.1	69.3
				Số ngày phải trả	80.4	26.2	301.3
				Vòng quay tổng tài sản	0.5	0.2	0.4
				Vòng quay tài sản dài hạn	0.7	0.2	0.6
				Vòng quay tài sản cố định	0.9	0.3	0.7
				Hệ số thanh toán			
				Thanh toán hiện tại	1.47	0.70	1.36
				Thanh toán nhanh	1.43	0.62	1.26
				Thanh toán tiền mặt	0.40	0.03	0.97
				Cơ cấu vốn			
				Tổng nợ/Vốn chủ	28.0%	38.6%	69.7%
				Tổng nợ/Tổng tài sản	21.9%	27.8%	41.0%
				Tổng tài sản/Vốn chủ	128.0%	138.9%	169.9%
				Chỉ tiêu trên cổ phần			
				PE	5.23	22.21	5.62
				PBV	2.21	2.30	2.99
				PS	2.10	8.40	3.55
				EPS (VND)	12,629	2,972	11,753
				DT/CP(VND/CP)	31,471	7,854	18,581
				Giá trị sổ sách (VND/CP)	29,894	28,642	22,056
BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)							
	2007	2008	2009				
Doanh thu thuần	708,107	314,149	1,114,884				
Giá vốn hàng bán	360,972	122,108	405,462				
Lợi nhuận gộp	347,135	192,041	709,422				
Thu nhập hoạt động tài chính	13,438	23,757	224,078				
Chi phí hoạt động tài chính	2	5,152	10,203				
<i>Lãi vay phải trả</i>	0	2,790	5,350				
Chi phí bán hàng	935	1,247	737				
Chi phí quản lý doanh nghiệp	25,400	29,563	37,407				
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	334,236	179,835	885,153				
Thu nhập khác	730	38	1,736				
Chi phí khác	48	329	20,422				
Tổng lợi nhuận trước thuế	341,722	173,253	866,467				
Thuế TNDN phải nộp	57,575	63,663	153,919				
Lợi nhuận sau thuế	284,146	118,884	705,150				
BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'Triệu)							
	2007	2008	2009				
Lưu chuyển tiền từ HĐKD							
Lợi nhuận trước thuế	341,722	173,253	866,467				
Khấu hao	5,963	2,490	3,411				
Dự phòng	0	12,553	3,806				
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(13,438)	(4,672)	(207,372)				
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	334,247	186,414	671,662				
Từ hoạt động kinh doanh	82,987	(145,848)	271,393				
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT							
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	(666)	(4,372)	(14,846)				
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(239,463)	(46,572)	(60,590)				
Từ hoạt động đầu tư	(227,998)	(5,292)	157,900				
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC							
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhân vốn góp	400,222	0	45,661				
Tiền vay ngắn và dài hạn được	27,360	250,000	662,469				
Từ hoạt động tài chính	245,406	38,622	269,541				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	100,394	(112,518)	698,834				
Tiền và tương đương tiền đầu tư	21,308	121,703	9,185				
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	121,703	9,185	708,019				

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)					CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	QIII-09	QIV-09	QI-10	QII-10		QIV-09	QI-10	QII-10
Tài sản	2,720,311	3,002,391	2,998,502	3,344,477	Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tài sản ngắn hạn	1,020,368	992,237	992,172	570,271	Doanh thu (YoY)	184.9%	1894.0%	155.1%
Tài sản dài hạn	1,699,943	2,010,155	2,006,330	2,774,206	Lợi nhuận gộp (YoY)	455.1%	1303.5%	265.2%
Tài sản cố định	1,393,874	1,712,818	1,708,988	2,118,778	Lợi nhuận ròng (YoY)	828.1%	297.7%	184.2%
Bất động sản đầu tư	0	4,142	4,142	4,056	Chỉ tiêu hiệu quả			
Nguồn vốn	2,720,311	3,002,391	2,998,502	3,344,477	Lợi nhuận biên	60.5%	48.5%	71.9%
Nợ phải trả	1,303,250	1,246,633	1,229,420	1,249,312	EBIT biên	63.8%	63.4%	73.2%
Nợ ngắn hạn	803,019	746,421	675,623	615,462	Lợi nhuận ròng biên	54.0%	47.4%	54.9%
Nợ dài hạn	500,231	500,211	553,797	633,850	ROA (4Q)	13.1%	1.3%	6.4%
Nguồn vốn chủ sở hữu	1,417,061	1,755,759	1,769,082	2,091,534	ROE (4Q)	22.5%	2.2%	10.6%
Nguồn vốn - Quỹ	1,417,061	1,751,138	1,764,517	2,033,145	Chỉ tiêu quản lý			
Vốn điều lệ	400,000	800,000	800,000	1,000,000	Số ngày phải thu	7.8	70.4	15.8
Thặng dư vốn	199,718	218,309	218,309	219,699	Số ngày tồn kho	24.4	168.4	88.6
Lợi nhuận chưa phân phối	351,236	676,635	690,014	279,997	Số ngày phải trả	94.0	615.6	9.3
					Hệ số thanh toán			
BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)					Thanh toán hiện tại	1.3	1.5	0.9
					Thanh toán nhanh	1.2	1.4	0.8
					Thanh toán tiền mặt	0.9	1.0	0.2
					Cơ cấu vốn			
Tổng doanh thu	264,984	731,379	81,005	392,351	Tổng nợ/Vốn chủ	71.2%	69.7%	61.4%
Doanh thu thuần	212,462	729,831	81,005	392,341	Tổng nợ/Tổng tài sản	41.5%	41.0%	37.4%
Giá vốn hàng bán	36,439	287,934	41,710	110,255	Tổng tài sản/Vốn chủ	171.5%	169.9%	164.5%
Lợi nhuận gộp	176,023	441,896	39,295	282,086	Chỉ tiêu trên cổ phần			
Thu nhập hoạt động tài chính	176,158	60,509	22,045	18,988	PE	4.4	5.1	5.4
Chi phí hoạt động tài chính	21,198	(9,093)	133	932	EPS (VND per share)	14,867	12,868	12,155
Lãi vay phải trả	17,105	(14,757)	0	0				
Chi phí bán hàng	365	1,546	557	634				
Chi phí quản lý doanh nghiệp	9,669	12,497	9,278	12,382				
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	320,948	497,454	51,372	287,126				
Thu nhập khác	87	1,687	0	25				
Chi phí khác	1,331	18,713	0	120				
Tổng lợi nhuận trước thuế	319,704	480,428	51,372	287,031				
Thuế TNDN phải nộp	55,598	86,619	12,413	71,692				
Lợi nhuận sau thuế	264,106	393,809	38,388	215,339				
Lợi nhuận ròng	264,106	393,809	38,388	215,339				

% GIÁ THAY ĐỔI : VN-INDEX VÀ SJS



Nguồn: SBS

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN**

Hotline: (+84.8) 62 55 59 50

E-mail: contact_english@sbsc.com.vnWebsite: www.sbsc.com.vn**Hội sở**ĐC: 278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, P.8, Q.3,
TP.HCM

ĐT: (08) 62 68 68 68

Fax: (08) 62 55 59 39

Chi nhánh Sài GònĐC: 63B Calmette, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1,
TP.HCM

ĐT: (08) 38 214 888

Fax: (08) 38 213 015

Chi nhánh Hoa Việt

ĐC: 36-38 Phùng Hưng, Q.5, TP.HCM

ĐT: (08) 38 54 78 58

Fax: (08) 38 54 78 56

Chi nhánh Hà NộiĐC: Tầng 6 và 7 - số 88 Lý Thường Kiệt, Q.
Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (04) 39 42 80 76

Fax: (04) 39 42 80 75

Email: hanoi@sbsc.com.vn**Chi nhánh Đà Nẵng**ĐC: 62 Nguyễn Thị Minh Khai, Q. Hải Châu,
TP. Đà Nẵng

ĐT: (05113) 81 86 86

Fax: (05113) 81 88 86

Chi nhánh Vũng TàuĐC: Tầng 3 - số 67A Lê Hồng Phong, TP.
Vũng Tàu

ĐT: (064) 35 53 398

Fax: (064) 35 53 390

Chi nhánh Tây Đô212A Đường Ba tháng Hai, Quận Ninh
Kiều, TP.Cần Thơ

ĐT: (0710) 3783434

Fax: (0710) 3783436

Singapore**SBS Global Investment Pte Ltd.**Address: 3 Shenton Way, #24-03 Shenton
House, Singapore 068805

ĐT: +65-6592-5709 - Fax: +65-6592-5700

Website: www.sbsglobalinvest.com**Khối Phân tích và tư vấn đầu tư: sbs.research@sbsc.com.vn**

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.
