

CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín (Sacomreal)

Chuẩn bị niêm yết HNX: SCR

Bài phân tích lần đầu: 10/2010

Ngành bất động sản

Giá OTC: VND32,000/CP

Giá mục tiêu

VND42,600/CP

Lợi thế thương hiệu Sacomreal trong phân khúc môi giới là một yếu tố tích cực cho việc phân phối sản phẩm của công ty

Thương hiệu Sacomreal trong phân khúc môi giới và phân phối các sản phẩm bất động sản góp phần cho sự thành công các dự án Sacomreal phát triển. Hiện tại, Sacomreal đang sở hữu một hệ thống phân phối hơn 800 đại lý môi giới (SCRA) và một sàn giao dịch điện tử, cung cấp thông tin các sản phẩm môi giới của Sacomreal cho khách hàng thông qua Internet, điện thoại giúp công ty phát triển tốt trong lĩnh vực môi giới và nâng cao tên tuổi của Sacomreal trên thị trường bất động sản. Lợi thế này giúp cho các sản phẩm do Sacomreal làm chủ đầu tư hoặc liên kết làm chủ đầu tư được tiêu thụ nhanh và mang lại tỷ suất sinh lời tốt.

Quỹ đất 620 ha, khá tốt để đảm bảo tốc độ tăng trưởng

Sacomreal cùng các công ty con và liên kết có nguồn quỹ đất khá tốt, khoảng 620 ha, 34% là đất sạch, trong đó quỹ đất ở TPHCM là 140 ha với 115 ha đất sạch. Riêng Sacomreal sở hữu 322 ha trong tổng quỹ đất, 87.5 ha là đất sạch, ở TPHCM có 63 ha với 49.2 ha là đất sạch. Quỹ đất này sẽ cho phép SCR tiếp tục phát triển dự án, một mình hay liên kết, ít nhất trong giai đoạn từ 2010-2017. Sacomreal đã xây dựng một thương hiệu mạnh ở khâu phân phối sản phẩm với các dự án ở thị trường bất động sản TP HCM và Đồng Nai tuy nhiên việc trở thành chủ đầu tư phát triển dự án đòi hỏi sẽ mất nhiều công sức và vốn liếng hơn nhiều. Chúng tôi nhìn thấy Sacomreal bước đầu phát triển thành công một số dự án như chung cư Phú Lợi (quận 8, khởi công năm 2008 và bán hết trong 2010), chung cư Sacomreal Hòa Bình (đã hoàn thành và đã bán hết), căn hộ cao cấp Belleza giai đoạn 1 (Quận 7, khởi công QIII/2009 và bán hết đợt 1 trong 2009-2010).

Kế hoạch lợi nhuận 2010

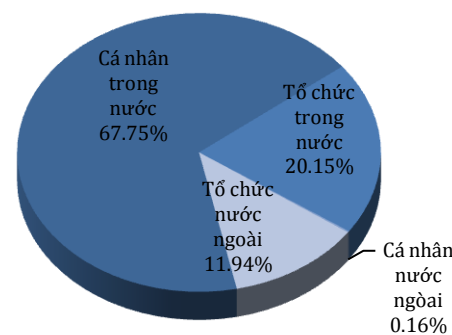
Theo kế hoạch năm 2010, Sacomreal đặt mục tiêu đạt VND2,317 tỷ doanh thu và VND491 tỷ lợi nhuận sau thuế (LNST). Trong 9 tháng đầu năm 2010, SCR đã đạt VND2,109 tỷ (bao gồm khoản doanh thu từ việc chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con và liên kết được ghi nhận trong khoản mục doanh thu hoạt động tài chính) tương đương với 91% kế hoạch năm và bằng 12.5 lần so với cùng kỳ năm 2009. LNST hợp nhất 9 tháng đầu năm 2010 là VND518 tỷ tương đương với 105% kế hoạch, +4.5 lần so với cùng kỳ năm 2009. Nguyên nhân của sự đột biến này là do SCR đã ghi nhận hết lợi nhuận từ việc chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con và công ty liên kết trong Quý III/2010, trong đó nguồn đóng góp lợi nhuận lớn nhất là việc chuyển nhượng 60% cổ phần của Công ty CP ĐT BĐS SGT-Tân Thắng thu về khoảng VND1,606 tỷ và ~VND500 tỷ lợi nhuận sau thuế.

Cổ phần

Lượng cổ phiếu lưu hành	100,000,000
Mệnh giá	VND 10,000
Quy mô vốn hóa (VND'tỷ)	VND 3,200 tỷ
Sở hữu tối đa của nước ngoài	49%
Tỷ lệ nước ngoài sở hữu	12.1%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%

Cổ đông (10/2010)

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Bản cáo bạch tóm tắt SCR

Nguyễn Thị Tuyết, ACCA

Giám đốc

tuyet.nt@sbsc.com.vn

Lê Thị Khánh An, ACCA

Trưởng nhóm ngành BĐS

an.ltk@sbsc.com.vn

Võ Bình

Nhân viên phân tích ngành BĐS

binh.v@sbsc.com.vn

Khối phân tích và tư vấn đầu tư

CTCP Chứng Khoán Sacombank-SBS

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa

Quận 3,

Tp. Hồ Chí Minh

www.sbsc.com.vn

sbs.research@sbsc.com.vn

Định giá. SBS sử dụng kết hợp giữa phương pháp xác định giá trị tài sản ròng ('NAV') và phương pháp so sánh (PE) để ước tính giá trị hợp lý cho cổ phiếu SCR trong đó NAV vẫn là phương pháp chủ đạo. Chúng tôi ước tính giá trị NAV trên cơ sở giá có thể thực hiện được đối với các dự án và sử dụng tỷ lệ chiết khấu là 15%/năm khi cần thiết. Theo ước tính của chúng tôi tới thời điểm tháng 10/2010, giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phiếu của Sacomreal dao động từ VND37,200 – VND40,600/cổ phiếu, tùy theo mức thặng dư trên NAV từ 10%-20%. Khi sử dụng PE, chúng tôi chọn ra 9 công ty phát triển bất động sản có tính chất tương đồng để chọn mức PE bình quân ngành; EPS được sử dụng là EPS ước tính theo LNST 2010 do SBS dự phóng. Kết quả của hai phương pháp định giá này cho kết quả giá trị cổ phiếu của Sacomreal được dao động từ VND41,600 – VND43,600/cổ phiếu.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu Sacomreal với giá mục tiêu VND 42,600/cổ phiếu dựa trên các tiêu điểm: (i) Quỹ đất của công ty tương đối tốt cho mục tiêu phát triển trong trung hạn; (ii) nguồn tạo ra lợi nhuận trong 2010-2011 tương đối chắc chắn; (iii) có nhiều dự án chúng tôi đã bỏ qua trong quá trình định giá do vẫn đang trong thời gian đền bù hay tỷ lệ đền bù chưa được cao, trong 2011-2012, nếu Sacomreal có nguồn tiền dồi dào để tiến hành tích lũy đất, chúng tôi tin tưởng rằng giá trị của quỹ đất này sẽ tăng đột biến so với thời điểm chúng tôi định giá.

Mục lục

	Trang
Tiêu điểm	
Luận điểm đầu tư	4
Ngành BĐS	
Doanh nghiệp	
Rủi ro đặc thù của doanh nghiệp	5
Định giá	8
Thông tin chung về doanh nghiệp	13
Phân tích tình hình tài chính	16
Các dự án	20
Phụ lục	31

Luận điểm đầu tư

Ngành bất động sản phát triển dài hạn

Chúng tôi tin rằng xu hướng của phân khúc nhà ở sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào các yếu tố sau:

- (i) *Dân số trẻ và tốc độ tăng nhanh:* Theo thống kê về nhân khẩu mới nhất được thực hiện vào tháng 4.2009, dân số Việt nam đạt gần 86 triệu dân với tốc độ tăng trưởng trung bình trong vòng 10 năm nay là 1.2%/năm và 70% dân số dưới 35 tuổi.
- (ii) *Thay đổi trong văn hoá:* Vào những thập kỷ trước, 3-4 thế hệ sống chung dưới một mái nhà là biểu tượng của một gia đình hạnh phúc ở Việt Nam bởi vì người Việt tin vào “Phúc – Lộc – Thọ”. Hiện tại mức sống được nâng cao, tiếp cận nhiều hơn với xã hội phương Tây, xu hướng sống độc lập của những đôi vợ chồng trẻ hay cả những người độc thân tạo ra một xu hướng mới đặc biệt ở những thành phố lớn nơi đáp ứng đầy đủ các nhu cầu này.
- (iii) *Tốc độ đô thị hoá nhanh chóng làm gia tăng nhu cầu mở rộng các thành phố lớn:* do sự phát triển kinh tế, Việt nam đang có tốc độ đô thị hoá nhanh chóng kể từ năm 1990. Dự đoán vào năm 2030, hơn một nửa dân số Việt Nam sống ở các khu đô thị, tập trung ở những thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Bình Dương... Do đó nhu cầu cấp bách hiện nay là cần quy hoạch đô thị và mở rộng các thành phố lớn để đáp ứng nhu cầu về nhà ở ngày càng gia tăng, và điều này tạo đà phát triển cho ngành bất động sản.

Lợi thế thương hiệu phân khúc môi giới là một yếu tố tích cực cho việc phân phối sản phẩm của công ty

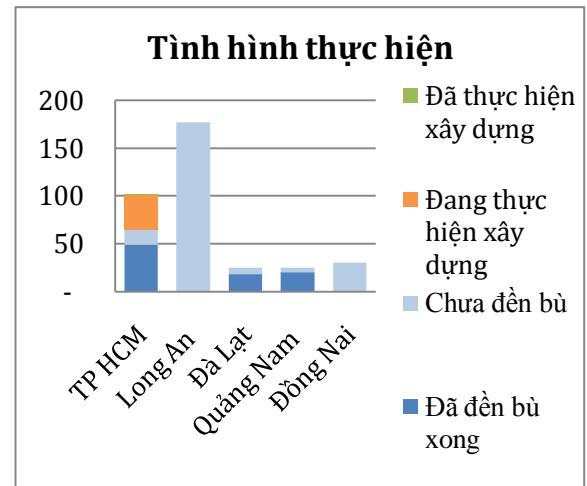
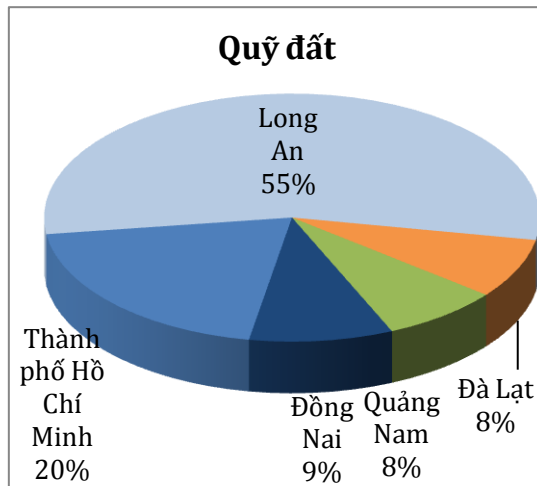
Thương hiệu Sacomreal trong phân khúc môi giới và phân phối các sản phẩm bất động sản góp phần rất lớn cho sự thành công các dự án của Sacomreal. Hiện tại, Sacomreal đang sở hữu một hệ thống các chi nhánh và hơn 800 đại lý môi giới (SCRA) và với sự góp sức của một mô hình sàn giao dịch điện tử, cung cấp thông tin các sản phẩm môi giới của Sacomreal cho khách hàng thông qua Internet, điện thoại giúp công ty phát triển tốt trong lĩnh vực môi giới và nâng cao tên tuổi của Sacomreal trên thị trường bất động sản. Tính đến nay, Sacomreal đã phân phối thành công nhiều dự án như: Dự án An Phú-An Khánh (Quận 2), Dự án Khu căn hộ Bình Phú (Quận 6), Dự án Sealinks, Dự án căn hộ Chánh Hưng (Hoàng Anh Gia Lai), Dự án căn hộ H2 (Công ty Công ích Quận 4), Dự án căn hộ Orient, Dự án căn hộ Hoàng Anh River View, Dự án căn hộ 584 Lilama SHB,... Điều này được chứng minh rõ hơn sau khi dự án căn hộ cao cấp Belleza được tung ra thị trường vào đầu năm 2010 cho đến nay đã bán được trên 80% sản phẩm. Chính nhờ vào lợi thế này, mà các sản phẩm do Sacomreal làm chủ đầu tư hoặc liên kết làm chủ đầu tư đều được tiêu thụ nhanh.

Lợi thế nhờ quy mô và trong hệ thống của Tập đoàn Sacombank

Sacomreal có lợi thế nhờ quy mô và là một thành viên trong Tập đoàn Sacombank nên dễ dàng tiếp cận nguồn tài trợ cho cả dự án lẫn khách hàng mua nhà. Ngoài ra, CTCP Toàn Thịnh Phát, một công ty cùng trong Tập đoàn và chuyên về xây dựng, cũng là đối tác khá quan trọng của Sacomreal.

Quỹ đất là chìa khóa thành công cho công ty phát triển bất động sản

Trong thời gian hiện tại và trong tương lai nhu cầu nhà ở tại khu vực lân cận và trung tâm Thành phố Hồ Chí Minh rất cao do chính sách mở rộng thành phố ra các quận lân cận để đáp ứng nhu cầu nhà ở cho người dân sống và làm việc tại thành phố ngày càng tăng cao. Sacomreal đã xây dựng được quỹ đất 322 ha, trong đó 87.5 ha là đất sạch, riêng ở TP HCM có 63 ha, 49.2 ha là đất sạch. Ngoài ra, công ty SCR còn có các dự án với quỹ đất sạch tương đối lớn như 18.3 ha tại đồi Thống Nhất, Thành phố Đà Lạt và 20 ha tại Điện Nam Điện Ngọc, huyện Điện Bàn, tỉnh Quảng Nam. Mục đích đầu tư phát triển các dự án thành Khu đô thị, Khu dân cư và Khu chung cư.



Nguồn: Bản cáo bạch tóm tắt

Tiến độ cũng như tình trạng pháp lý các dự án của Sacomreal được thể hiện trong bảng tóm tắt từ trang 20 – 23.

Rủi ro đặc thù của ngành và doanh nghiệp

Tỷ suất lợi nhuận ngày càng bị thu hẹp lại

- *Cạnh tranh làm giảm mức lợi nhuận biên.* Các doanh nghiệp phát triển bất động sản (chủ đầu tư) thường có mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao so với các ngành khác. Thống kê về tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp trong 4 năm 2006-2009 của chúng tôi cho thấy các doanh nghiệp đạt mức sinh lời ròng bình quân 25%-35%. Tỷ suất lợi nhuận cao và rào cản gia nhập vào ngành thấp thu hút ngày càng nhiều công ty bước vào lĩnh vực này tạo ra nguồn cung lớn dẫn đến sự cạnh tranh về giá cả giữa các công ty trên thị trường, dẫn tới khả năng tạo ra lợi nhuận cao của công ty ngày càng khó khăn hơn
- *Chi phí đất sạch cao hơn.* Nghị định 69/2009/NĐ-CP sẽ có hiệu lực từ ngày 01/10/2009 khiến chi phí đền bù và giải tỏa tăng cao làm giảm lợi nhuận của công ty. Trong Nghị định này quy định rõ phần đền bù: “Khi Nhà nước giao đất có thu tiền sử dụng đất không thông qua hình thức đấu giá quyền sử dụng đất hoặc đấu thầu dự án có sử dụng đất, cho thuê đất, phê duyệt phương án bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất và trường hợp doanh nghiệp nhà nước tiến hành cổ phần hóa lựa chọn hình thức giao đất mà giá đất do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quy định tại thời điểm giao đất, cho thuê đất, thời điểm quyết định thu hồi đất, thời điểm tính giá đất vào giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa chưa sát với *giá chuyển nhượng quyền sử dụng đất thực tế trên thị trường trong điều kiện bình thường thì Ủy ban nhân dân cấp tỉnh căn cứ vào giá chuyển nhượng quyền sử dụng đất thực tế trên thị trường để xác định lại giá đất cụ thể cho phù hợp*”.
- *Chi phí nguyên vật liệu tăng 10% - 15%/năm.* Giá cả nguyên vật liệu xây dựng tăng là một

trong những rủi ro tiềm ẩn trong trường hợp công ty ký hợp đồng bán sản phẩm trước khi hoàn thành dự án cho khách hàng để huy động vốn cho dự án. Chúng tôi nhận thấy những VLXD quan trọng như xi măng (tăng 10% - 20%/năm), sắt, thép (tăng 10% - 12%/năm).

Rủi ro pháp luật

Theo Công văn số 3929 ngày 24/09/2009 của Tổng Cục Thuế, cá nhân có hoạt động chuyển nhượng bất động sản, kể từ ngày 26/09/2009 sẽ phải nộp thuế TNCN theo một trong hai cách tính sau:

- 25% trên thu nhập chịu thuế nếu có đủ chứng từ chứng minh được giá bán, giá mua và những chi phí liên quan; hoặc
- 2% trên doanh thu từ chuyển nhượng nếu như không có chứng từ hợp lệ để chứng minh được giá mua, giá bán và chi phí liên quan.

Một thời gian dài trước khi quy định này có hiệu lực, rất nhiều giao dịch chuyển nhượng tài sản đã được thực hiện giữa các cá nhân, do đó việc chứng minh được giá mua và giá bán của các giao dịch này là rất khó. Ngoài ra, việc chứng minh các chi phí phát sinh liên quan đến tài sản ngoài giá mua là khó có thể thực hiện. Kết quả là, nhiều vấn đề phát sinh trong quá trình thực hiện quy định này vẫn chưa được giải quyết. Việc chậm trễ đưa ra các hướng dẫn chi tiết cho những vấn đề này từ cơ quan có thẩm quyền đã tạo cho nhà đầu tư có cái nhìn xấu đến sự phát triển tiềm năng của thị trường bất động sản.

Rủi ro nguồn vốn huy động để tài trợ cho dự án

- ▶ Thực tế các công ty hoạt động phát triển dự án bất động sản hiện tại lệ thuộc rất nhiều vào nguồn vốn huy động từ khách hàng và nguồn vay từ ngân hàng để tài trợ cho các dự án. Các công ty thực sự gặp khó khăn trong việc huy động vốn do Chính phủ thực thi chính sách điều hành và chính sách tiền tệ để ngăn ngừa tình trạng bong bóng bất động sản diễn ra. Đầu tiên là việc đưa ra Luật nhà ở, từ tháng 7/2006 nghiêm cấm việc bán sản phẩm nhà ở trước khi xây dựng cơ sở hạ tầng hoặc phần móng đối với dự án cao tầng để tài trợ cho dự án. Thứ hai, quy định các Ngân hàng thương mại cho vay không quá 10% tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng đối với bất động sản.
- ▶ Nếu tình trạng này tiếp tục tiếp diễn và không có cải thiện cho nguồn tài trợ vốn trong lĩnh vực bất động sản đây sẽ là một thách thức lớn cho các công ty bất động sản và nhà đầu tư. Theo quan sát của chúng tôi, có sự thay đổi dần việc huy động vốn từ ngân hàng sang việc phát hành trái phiếu để tài trợ cho các dự án của một số công ty bất động sản lớn nhưng việc làm này mất nhiều thời gian hơn. Một vài doanh nghiệp trong ngành phát hành trái phiếu thành công như LHG, TDH, VIC.
- ▶ *Rủi ro lãi suất tăng cao:* Tỷ lệ nợ vay của Sacomreal (~158% trên vốn chủ sở hữu) để tài trợ cho các dự án đang thực hiện là tương đối cao. Do đó, lãi suất tăng cao là một yếu tố bất lợi cho công ty khi mà chi phí lãi vay tăng cao và làm giảm tỷ suất lợi nhuận ròng của công ty. Trong đó có 700,000 trái phiếu với tổng mệnh giá VND700 tỷ được xác định coupon cố định từ 9.8%-10% đáo hạn vào tháng 12/2012 và 250 trái phiếu với tổng mệnh giá VND250 tỷ được xác định coupon thả nổi theo mức lãi suất huy động tiết kiệm thường kỳ 12 tháng của Ngân hàng TMCP Liên Việt cộng lãi biên, lãi biên kỳ đầu bằng 4%/năm.
- ▶ Thông tư 13/2010/TT-NHNN bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/10/2010, với việc tăng hệ số rủi ro đối với cho vay ngành bất động sản từ 100% lên 250%, đồng thời tăng hệ số an toàn vốn (CAR) lên 9% từ 8% sẽ dẫn đến nguồn vốn tài trợ mua nhà sẽ khó khăn hơn do ngân hàng sẽ phải thu hẹp tín dụng trong lĩnh vực này để đảm bảo an toàn vốn.

- Bên cạnh đó, Nghị Định 71/2010/NĐ-CP cũng bắt đầu có hiệu lực từ ngày 08/08/2010, quy định rõ về nguồn vốn huy động để đầu tư xây dựng nhà ở bằng các hình thức: (i) Vay vốn từ các tổ chức tín dụng, quỹ đầu tư hoặc phát hành trái phiếu; (ii) Ký hợp đồng góp vốn hoặc hợp đồng hợp tác đầu tư với chủ đầu tư cấp II; (iii) Huy động vốn từ tiền mua nhà ứng trước đối với trường hợp đã xây dựng phần móng; (iv) Hình thức góp vốn của các tổ chức, cá nhân và các doanh nghiệp có chức năng kinh doanh bất động sản để đầu tư xây dựng nhà ở. Các đối tượng này sẽ nhận được quyền phân chia nhà ở tối đa 20% số lượng nhà ở trong mỗi dự án cấp I, đồng thời bên được phân chia nhà ở không được chuyển nhượng quyền được phân chia nhà ở cho các cá nhân, tổ chức khác. Do đó, phân khúc thị trường sơ cấp sẽ có tính thanh khoản thấp hơn, người đầu tư khó có thể lướt sóng dễ dàng như trước đây.

Tập trung phân khúc nhà ở

Theo như báo cáo của CBRE nguồn cung căn hộ sẽ đạt trung bình 19,513 căn/năm từ giai đoạn 2010-2012 mà căn hộ hạng cao cấp (giá bình quân US\$1,898/m²) và hạng trung bình (giá trung bình US\$922/m²) chiếm tỷ trọng 67%-77%. Phân khúc căn hộ này đang tăng và có thể vượt nhu cầu trong giai đoạn 2014-2015. Hiện tại Sacomreal đang theo đuổi chiến lược tập trung vào phân khúc nhà ở và nhà chung cư do đó sẽ gặp không ít khó khăn. Lần gần nhất đi thăm các dự án của Sacomreal vào 08/2010, chúng tôi quan sát thấy đối diện với dự án khu dân cư Phú Thuận (thiết kế ban đầu là xây dựng 10 block chung cư cao từ 10-28 tầng), là dự án Ever Rich II (đã bắt đầu xây dựng và bán hàng) với tổng nguồn cung là 3,125 căn hộ. Chúng tôi được biết là Sacomreal đang xin điều chỉnh quy hoạch dự án thành đất nền biệt thự, nhà liên kế và chung cư.

Định giá

Phương pháp NAV

Các giả định quan trọng trong định giá

WACC		30-09-2010
Số dư nợ bình quân	VND'tỷ	2,519
Vốn chủ sở hữu bình quân	VND'tỷ	1,705
	VND'tỷ	4,224
Lãi suất phi rủi ro		11%
Lãi suất bù rủi ro		5%
Chi phí vốn bình quân		16%
Chi phí nợ bình quân		14%
WACC		15%

Nguồn: BCTC9T2010, SBS ước tính

Lãi suất phi rủi ro được tính dựa trên lãi suất của trái phiếu chính phủ thời hạn 5 năm đang được giao dịch ở thị trường thứ cấp. Chi phí nợ bình quân của công ty tính trên tỷ trọng khoản vay nợ có lãi suất. Thu nhập chịu thuế của công ty chịu mức thuế 25%.

Kết quả định giá từ VND41,600-VND43,600/cổ phiếu dựa trên 2 phương pháp kết hợp

Định giá SCR				
VND' tỷ	Tỷ trọng	Tỷ lệ thặng dư NAV 10%	Tỷ lệ thặng dư NAV 15%	Tỷ lệ thặng dư NAV 20%
Theo phương pháp NAV	60%	37,200	38,900	40,600
Theo phương pháp PE	40%	48,200	48,200	48,200
		41,600	42,600	43,600

Phương pháp định giá theo giá trị tài sản ròng ('NAV')

NAV là phương pháp định giá được chúng tôi ưa chuộng cho các công ty phát triển bất động sản (real estate developers). Qua đó, chúng tôi tiến hành đánh giá lại các hạng mục trên bảng cân đối kế toán (tại thời điểm 30/09/2010) để tính toán giá trị có thể thực hiện được (FMV) trước khi tính toán ra giá trị tài sản ròng. Kết quả của phương pháp này cho thấy giá trị cổ phiếu của Sacomreal vào khoảng VND37,200-VND40,600/cổ phiếu.

Ước tính NAV trên mỗi cổ phiếu	Giá trị sổ sách	Giá trị thị trường có thể thực hiện được		
Tỷ VND	30-09-2010	10-2010		
Tài sản ngắn hạn	5,981.14	6,320.43		
Tài sản dài hạn	1,720.31	2,421.02		
Tổng tài sản	7,701.45	8,741.45		
Tổng nợ	5,361.67	5,361.67		
Giá trị tài sản ròng ('NAV')	2,339.78	3,379.78		
		Phân tích độ nhạy tỷ lệ thặng dư		
Thặng dư / (chiết khấu) trên NAV		10%	15%	20%
NAV sau khi cộng/trừ thặng dư/chiết khấu		3,717.76	3,886.75	4,055.74
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		100.00	100.00	100.00
NAV tính trên mỗi cổ phiếu		37,200	38,900	40,600

Nguồn: BCTC 9T2010, SBS ước tính

Tỷ lệ thặng dư trên NAV

Tỷ lệ thặng dư/chiết khấu trong phương pháp mà chúng tôi sử dụng dùng để phản ánh những tiềm năng sinh lời/khả năng phát sinh lỗ mà chúng tôi phải bỏ qua tại thời điểm định giá có thể do (i) Không đủ thông tin; (ii) Dự án đang trong giai đoạn còn quá sớm để tính lợi nhuận tương lai; (iii) Các tài sản vô hình không phản ánh được vào tỷ lệ tăng trưởng. Đối với Sacomreal, các trường hợp này điển hình là:

- Dự án Tản Đà Plaza, Đồi thống nhất, Điện Nam – Điện Ngọc, chúng tôi không tính giá trị thặng dư của các dự án này vì trong quá trình đền bù, chỉ ghi nhận đúng bằng giá trị sổ sách.
- Các dự án chưa đầy đủ thông tin như Sacomreal Hùng Vương, Bình Khánh, Carillon Apartment (Chung cư Hoàng Hoa Thám) nên chúng tôi cũng giữ nguyên giá trị sổ sách.
- Một số dự án đã được chấp thuận đầu tư nhưng tiến độ đền bù mới bắt đầu. Do phần định giá của chúng tôi là giá dự kiến cho 12 tháng, ước tính trong khoản thời gian này, doanh nghiệp đã thực hiện xong công tác trên và phần tiềm năng nên được phản ánh trong phần thặng dư.
- Các thông tin phi tài chính như năng lực của ban điều hành, hiệu quả sử dụng tài sản....

Giá trị sổ sách (BV) của Tài sản ngắn hạn được điều chỉnh tăng thêm VND339 tỷ là nhờ tăng giá trị hàng tồn kho

Tiền mặt và các khoản tương đương tiền (VND1,612.6 tỷ, ~27% tài sản ngắn hạn) và Các khoản phải thu (VND1,765.69 tỷ, ~30% tài sản ngắn hạn) được ghi nhận bằng giá trị sổ sách. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (VND649.38 tỷ, ~11% tài sản ngắn hạn) bao gồm đầu tư vào cổ phiếu được tính lại giá có thể thanh lý danh mục trên thị trường niêm yết, qua đó chúng tôi có điều chỉnh giảm thêm VND12 tỷ so với giá trị sổ sách của SCR. Riêng đối với hàng tồn kho (VND1,883.44 tỷ, ~31% tài sản ngắn hạn), chúng tôi tiến hành xem xét giá trị FMV của các dự án chính bao gồm Sacomreal Hòa Bình, Khu dân cư Phú Thuận.

Đầu tư chứng khoán ngắn hạn					
VND tỷ	SL cổ phiếu nắm giữ	Sacomreal (BCTC 30/9/2010)		SBS (giá thị trường 21/10/2010)	
		Giá mua (VND/cp)	Trị giá danh mục	Giá thị trường	Trị giá danh mục
LSS	42,650	14,590	0.62	32,400	1.38
STB	12,746,450	22,152	282.36	15,500	197.57
			282.98		198.95
Dự phòng giảm giá			(71.94)		(84.03)
Điều chỉnh giảm giá trị có thể thực hiện được					(12.09)

Xác định FV của 'Hàng tồn kho'	Giá trị sổ sách	Điều chỉnh	FMV
VND tỷ	30-09-2010		10-2010
Chung cư Sacomreal Hòa Bình	79.60	14.47	94.07
Đất và lệ phí trước bạ đất Dĩ An, Bình Dương	171.99	-	171.99
Dự án Tân Thắng	223.62	-	223.62
Khu dân cư Phú Thuận	1,037.00	324.82	1,361.82
Các dự án khác	371.23	-	371.23
	1,883.44	339.29	2,222.73

Nguồn: BCTC9T2010, SBS ước tính

Giá trị sổ sách của Tài sản dài hạn (VND1,720 tỷ) được điều chỉnh tăng VND684.5 tỷ là nhờ vào khoản đầu tư tài chính dài hạn

Đầu tư tài chính dài hạn bao gồm giá vốn các khoản đầu tư vào công ty con (VND82.44 tỷ, ~5% tài sản dài hạn); Công ty liên kết (VND440.9 tỷ, ~26%); Đầu tư tài chính dài hạn khác (VND1,145.15 tỷ, ~67% tài sản dài hạn). Về mặt nội dung, thì đây là những chủ đầu tư dự án mà Sacomreal có phần hùn hoặc các công ty được thành lập để thực hiện một dự án phát triển bất động sản. Việc đánh giá lại của chúng tôi chủ yếu tập trung vào đánh giá từng dự án của các công ty này để xác định giá trị tăng thêm của từng dự án qua đó xác định lại FV của các khoản góp vốn.

Xác định FV của "Đầu tư tài chính dài hạn"	Giá trị sổ sách	Điều chỉnh	FMV
VND'tỷ	30-09-2010		10-2010
Đầu tư vào công ty con	82.44	-	82.44
Đầu tư vào công ty liên kết	440.90	233.30	674.20
Đầu tư tài chính dài hạn khác	1,145.15	451.23	1,596.38
Dự phòng giảm giá đầu tư CK dài hạn	(16.18)		(16.18)
	1,652.31	684.53	2,336.84

Nguồn: BCTC9T2010, SBS ước tính

- Các khoản đầu tư vào công ty con (VND82.44 tỷ). Chúng tôi vẫn giữ nguyên giá trị sổ sách mà SCR đi góp vốn.
- Các khoản đầu tư vào công ty liên kết (VND440.9 tỷ). Chúng tôi xem xét lại giá trị mà SCR đầu tư vào dự án Celadon City (Tân Thắng) thông qua Công ty CPĐT BĐS SGT T Tân Thắng, giá trị tăng thêm cho khoản đầu tư này là VND233 tỷ; Đối với các Công ty liên kết còn lại chúng tôi vẫn giữ nguyên giá trị đầu tư của SCR.

Xác định FV của "đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh"	Giá trị sổ sách	Điều chỉnh	FMV
VND'tỷ	30-09-2010		10-2010
Công ty cổ phần Địa ốc Dũng Anh	22.80	-	22.80
Công ty cp Thẩm Định giá Thương Tín	1.00	-	1.00
Công ty TNHH MTV KT XD Toàn Thịnh Phát	21.00	-	21.00
Công ty CP ĐĐT BĐS SGT T Tân Thắng	396.10	233.30	629.40
	440.90	233.30	674.20

Nguồn: BCTC9T2010, SBS ước tính

- Các khoản đầu tư tài chính dài hạn khác (VND1,145.15 tỷ) bao gồm chủ yếu đầu tư hợp tác kinh doanh (VND606.37 tỷ), FMV tăng VND451 tỷ là do chúng tôi đánh giá lại một số dự án mà SCR hợp tác kinh doanh với các đối tác khác như dự án căn hộ cao cấp Belleza (Phường Phú Mỹ, Quận 7), Tôn Thất Thuyết, chung cư Phú Lợi, Green Field/Thủ Đức; Đầu tư chứng khoán dài hạn (VND482.18 tỷ), chúng tôi vẫn giữ nguyên giá trị sổ sách. (xem chi tiết bảng tổng hợp)

Xác định FV của "Đầu tư tài chính dài hạn khác"	Giá trị sổ sách	Điều chỉnh	FMV
VND'tỷ	30-09-2010		10-2010
Đầu tư hợp tác kinh doanh	606.37	451.23	1,057.60
Đầu tư tài chính dài hạn khác	56.60	-	56.60
Đầu tư CK dài hạn	482.18	-	482.18
Dự phòng giảm giá đầu tư CK dài hạn	(16.18)		(16.18)
	1,128.97	451.23	1,580.20

Nguồn: BCTC9T2010, SBS ước tính

Phương pháp P/E

Bảng tính P/E trung bình của các công ty có vốn hóa lớn của ngành bất động sản

#	Mã CP	KLCP đang lưu hành (triệu CP)	Thị giá ngày 20/10/2010 (VND/CP)	Kế hoạch LNST 2010 (VND' tỷ)	EPS 2010E (VND/CP)	P/E 2010E
1	DIG	98.00	39,800	500	5,102	7.80
2	HAG	292.01	78,000	2,250	7,705	10.12
3	LCG	37.50	29,100	210	5,600	5.20
4	QCG	120.31	27,600	360	2,992	9.22
5	SJS	99.88	57,000	754	7,549	7.55
6	PDR	130.20	32,800	326	2,504	13.10
7	BCI	72.27	35,800	280	3,875	9.24
8	TDH	37.88	29,200	224	5,901	4.95
9	KDH	43.16	47,000	202	4,680	10.04
	Trung bình					8.58

Nguồn: SBS ước tính

Qua kết quả ước tính P/E trung bình dựa trên EPS2010 (kế hoạch cho hoạt động kinh doanh 2010 của các công ty), và thị giá của các cổ phiếu trên tính đến ngày 20/10/2010, chỉ số P/E trung bình của các công ty bất động sản tương đương là 8.58 lần. LNST theo SBS ước tính khoảng VND561 tỷ dựa trên kết quả hợp nhất của 9 tháng đầu năm 2010 (LNST VND518 tỷ) và lợi nhuận ước tính của dự án Sacomreal Hòa Bình & Chung cư Phú Lợi sẽ được ghi nhận trong Quý 4. Chúng tôi giả định LN từ dự án Belleza sẽ được ghi nhận trong 2011. Theo đó, giá cổ phiếu của SCR có thể thực hiện được là VND48,200/CP (Kế hoạch kinh doanh cập nhật và SBS ước tính lợi nhuận 2010 ở phần phân tích khả năng sinh lời).

Năm	2010 theo ước tính của SBS
LNST (VND' tỷ)	561.5
Vốn điều lệ (VND' tỷ)	1.000
EPS kỳ vọng (VND)	5,615
P/E trung bình (lần)	8.58
Thị giá (VND)	48,200

Nguồn: Trao đổi với SCR, SBS ước tính

Bảng tổng hợp (ĐVT: VND/tỷ)

Tỉ lệ sở hữu của SCR	Tên công ty con/công ty liên kết	Tỉ lệ sở hữu dự án	Dự án	Vốn điều lệ (VND/tỷ)	Giá trị sổ sách (30-09-2010)	Thay đổi	Giá trị có thể thực hiện được (10-2010)
Sacomreal		100%	Chung cư Sacomreal Hòa Bình		79.60	14.47	94.07
		100%	Dự án Tân Thắng (Khu xử lý nước thải)		223.62	-	223.62
		100%	Khu dân cư Phú Thuận		1,037.00	324.82	1,361.82
		100%	Cao ốc văn Phòng Sacomreal Generalimex		27.51	-	27.51
			Khu dân cư Phú Hữu Quận 9		21.74	-	21.74
			Cao ốc Lũy Bán Bích-Cầu tre		9.06	-	9.06
			Chi phí nhà mẫu Belleza		10.42	-	10.42
		100%	Khu đô thị mới Điện Nam - Điện Ngọc		7.50	-	7.50
			Các dự án khác		69.97	-	69.97
			Đất và lệ phí trước bạ đất Dĩ An, Bình Dương		171.99	-	171.99
			Quyền sử dụng đất Mỹ Phước III		38.48	-	38.48
			Hàng hóa phân phối Belleza		157.15	-	157.15
			Sản phẩm bán lẻ		25.10	-	25.10
			Dự án New Sài Gòn		4.30	-	4.30
		50%	Dự án 6 Đơn Nguyên Chung cư D1-12 tầng 8, TP.HCM (Chung cư Phú Lợi)		104.60	29.18	133.78
		60%	Green Field Villages tại Thủ Đức		133.17	78.47	211.64
		50%	Dự án Nhà Vĩnh Khánh_Quận 4, tphcm		2.50	-	2.50
		50%	Khu nhà ở Phú Mỹ, Q 7 (Căn hộ cao cấp Belleza)		257.15	269.54	526.69
		50%	Dự án Tôn Thất Thuyết		26.00	74.05	100.05
	51.0%		Công ty cổ phần Năng lượng Thương Tín	100	18.10	-	18.10
	60.0%		Công ty CP Du Lịch Thương Tín	50	0.30	-	0.30
	70.0%		Công ty TNHH Mộc Thương Tín	10	0.02	-	0.02
	100.0%		Công ty TNHH MTV KDDV Bất Động Sản Thương Tín	6	6.00	-	6.00
	100.0%		Công ty TNHH MTV Quản lý Tư vấn Bất động sản Thương Tín	2	2.00	-	2.00
	100.0%		Công ty TNHH MTV Thương Tín 7	30	30.00	-	30.00
	100.0%		Công ty TNHH MTV Thương Tín 4	30	0.55	-	0.55
	100.0%		Công ty TNHH MTV Thương Tín 9	30	18.55	-	18.55
	100.0%		Công ty TNHH MTV Quản lý và Kinh doanh sân Golf	50	0.97	-	0.97
	100.0%		Công ty TNHH MTV SXKD VLXD Thương Tín	20	2.85	-	2.85
	100.0%		Công ty TNHH MTV Tư vấn và Thiết kế Sài Gòn Thương Tín	3	3.00	-	3.00
	80.0%		Công ty CP XD Địa ốc SGT	30	0.10	-	0.10
	25.0%		Công ty CP Địa ốc Dũng Anh	320	22.80	-	22.80
	20.0%		Công ty CP Thẩm Định giá Thương Tín	5	1.00	-	1.00
	35.0%		Công ty TNHH MTV KT XD Toàn Thịnh Phát	50	21.00	-	21.00
	30.0%		Công ty CP ĐĐT BDS SGT Tân Thắng	1,070	396.10	233.30	629.40
		100%	Dự án Celadon City (Tân Thắng)				

Nguồn: SBS ước tính, trao đổi với SCR

Thông tin công ty

Thông tin chung

Văn phòng: Số 278, Đường Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Phường 8, Quận 3, Tp.Hồ Chí Minh

Website: <http://www.sacomreal.com>

Năm thành lập: 29/03/2004

Năm niêm yết: 11/2010 (dự kiến)

Đơn vị kiểm toán: Công ty Tư vấn và Kiểm toán CA&A

Ý kiến kiểm toán: Năm 2008: trung thực và hợp lý nhưng có ngoại trừ, năm 2009: Trung thực và hợp lý

CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín - Sacomreal được thành lập ngày 29/03/2004 trên cơ sở hợp nhất các Trung tâm giao dịch Bất động sản của Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín – Sacombank với vốn điều lệ ban đầu là VND 11 tỷ. Năm 2007, Sacomreal phân phối và tiếp thị độc quyền của nhiều dự án lớn như dự án An Phú-An Khánh (Quận 2), Dự án Khu căn hộ Bình Phú (Quận 6), Dự án Sealinks, Dự án căn hộ Chánh Hưng (Hoàng Anh Gia Lai), Dự án căn hộ H2 (Công ty Công ích Quận 4), Dự án căn hộ Orient, Dự án căn hộ Hoàng Anh River View, Dự án căn hộ 584 Lilama SHB,..... Cũng trong năm này, Sacomreal đã bắt đầu tham gia vào hoạt động phát triển dự án ở phân khúc nhà ở. Hiện nay, Sacomreal đang hoạt động với vốn điều lệ VND1,000 tỷ sau 7 lần tăng vốn. Cơ cấu cổ đông tại tháng 10/2010, cổ đông là cá nhân trong nước chiếm 67.75% trong đó Chủ tịch HĐQT chiếm 8.97%, cổ đông là tổ chức trong nước chiếm 20.15% và cổ đông là tổ chức nước ngoài chiếm 11.94%.

Các mốc quan trọng

- 03/2004: CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín – Sacomreal được thành lập bởi Ngân Hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín với vốn điều lệ VND11 tỷ.
- Năm 2005: thực hiện các hoạt động liên kết đầu tư, mua sỉ và bán lẻ với các công ty cùng ngành.
- Tháng 05/2006: Công ty bắt đầu hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng.
- Tháng 09/2006: Khai trương sàn giao dịch bất động sản 24 giờ ứng dụng công nghệ điện tử
- Năm 2007: Đầu tư vào các dự án bất động sản ở phân khúc nhà ở như căn hộ cao cấp, văn phòng cho thuê, khu dân cư, trung tâm thương mại dịch vụ.
- Tháng 01/2010: Hoạt động với số VDL VND1.000 tỷ sau bảy lần tăng vốn
- Tháng 11/2010: Dự kiến niêm yết trên sàn HNX

Sản phẩm, dịch vụ và ngành nghề kinh doanh

Phát triển dự án bất động sản

Phát triển dự án là hoạt động mua đất sạch để phát triển thành nhà chung cư, biệt thự, nhà liên kế để bán. Sacomreal bắt đầu mảng hoạt động này từ 2007 với dự án đầu tiên là Cao ốc căn hộ Sacomreal Hòa Bình và dần trở nên chiếm ưu thế trong cơ cấu lợi nhuận so với hoạt động môi giới và kinh doanh. Hiện tại, Sacomreal có 20 dự án trong đó có 12 dự án chung cư, 06 dự án nhà biệt thự/chung cư và chủ yếu tập trung ở thành phố Hồ Chí Minh. Năm 2009 là năm Sacomreal thành công với một loạt dự án tự phát triển và phân phối như Chung cư Sacomreal Hòa Bình, Chung cư Phú Lợi và Căn hộ cao cấp Belleza. Hiện tại, Sacomreal khá tập trung nguồn lực cho việc tích lũy quỹ đất và tìm các dự án liên doanh liên kết để phát triển BĐS trở thành hoạt động chính.

Kinh doanh dịch vụ môi giới bất động sản và các dịch vụ hỗ trợ

Kinh doanh môi giới bất động sản: Sacomreal hiện tại đang sở hữu một hệ thống hơn 800 đại lý môi giới (SCRA) và một sàn giao dịch điện tử có thể cung cấp thông tin các sản phẩm môi giới của Sacomreal cho khách hàng thông qua Internet, điện thoại giúp Sacomreal phát triển tốt trong lĩnh vực môi giới và đưa Sacomreal có tên tuổi trên thị trường bất động sản. Hoạt động này vừa là hoạt động môi giới hưởng hoa hồng hoặc mua sỉ bán lẻ hưởng lợi nhuận. Trước khi tự phát triển dự án, đây là nguồn thu nhập chính của Sacomreal.

Kinh doanh dịch vụ pháp lý: Các dịch vụ pháp lý của Sacomreal hiện nay khá đa dạng bao gồm cung cấp cho khách hàng các dịch vụ như dịch vụ tư vấn chuyển quyền sử dụng đất, dịch vụ tư vấn pháp lý, dịch vụ tư vấn lập dự án, dịch vụ quảng cáo và tư vấn thẩm định giá bất động sản...

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông (10/2010)	Số lượng cổ phiếu	% sở hữu
Cổ đông trong nước	87,900,288	87.90%
Cá nhân trong nước	67,753,522	67.75%
- Hội đồng Quản trị	8,967,561	8.97%
- Ban Tổng Giám đốc	200,247	0.20%
- Ban Kiểm soát	19,095	0.02%
- Kế toán trưởng	0	0.00%
- Cán bộ nhân viên	320,573	0.32%
- Cá nhân khác	58,246,046	58.25%
Tổ chức trong nước	20,146,766	20.15%
Trong đó có		
- CTCP Thương Tín Bảo Gia	4,826,350	4.83%
- CTCP Chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín	3,370,000	3.37%
- CTCO Chứng khoán Thăng Long	3,146,500	3.15%
- CTCP May Tiến Phát	2,000,000	2.00%
- CTCP SX-TM Thành Thành Công	1,644,770	1.64%
- CT TNHH Đặng Thành	1,200,630	1.20%
- Công đoàn cơ sở NHTMCP Sài Gòn Thương Tín	828,400	0.83%
Cổ đông nước ngoài	12,099,712	12.10%
Cá nhân nước ngoài	162,212	0.16%
Tổ chức nước ngoài	11,937,500	11.94%
Trong đó có		
- Viet Nam property fund limited	2,365,000	2.37%
- Viet Nam enterprise investments limited	2,150,000	2.15%
- Venner group limited	1,300,000	1.30%
- Amersham industries limited	1,110,000	1.11%
- Wareham group limited	850,000	0.85%
- Viet nam Dragon fund limited	825,000	0.83%
Tổng cộng	100,000,000	100%

Ban thành viên hội đồng quản trị nắm giữ 9%

Ông Đặng Hồng Anh (Chủ tịch HĐQT) và các thành viên chủ chốt khác nắm giữ 9% cổ phần của công ty Sacomreal, do đó tổng số cổ phần này bị hạn chế chuyển nhượng 100% sau 6 tháng kể từ ngày chính thức niêm yết và 50% cho 6 tháng tiếp theo.

Ngoài Ban điều hành và các bộ công nhân viên công ty SCR, Các cá nhân khác nắm giữ 58,246,046 cổ phiếu, ~ 58.25%; Tổ chức trong nước nắm giữ 20,146,766 cổ phiếu, ~20.15%; Tổ chức nước ngoài nắm giữ 11,937,500 cổ phiếu, ~11.94%. Tất cả số lượng cổ phiếu này đều được tự do chuyển nhượng.

Cơ cấu của nhóm công ty

CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín được tổ chức theo mô hình công ty mẹ - công ty con, cơ cấu tổ chức của Công ty bao gồm 10 công ty con, là những công ty mà Sacomreal nắm giữ cổ phần chi phối trên 50% và 5 công ty liên kết, là những công ty mà Công ty Cổ Phần Địa ốc Sài Gòn Thương Tín nắm giữ cổ phần từ 20% đến 50%. Tất cả các công ty này đều hoạt động trong lĩnh vực bất động sản.

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐỊA ỐC SÀI GÒN THƯƠNG TÍN	
CÔNG TY CON	CÔNG TY LIÊN KẾT/LIÊN DOANH
CT CP NĂNG LƯỢNG THƯƠNG TÍN (VND 100 tỷ, 51%)	CT CP ĐỊA ỐC DŨNG ANH (VND 320 tỷ, 25%)
CT CP DU LỊCH THƯƠNG TÍN (VND 50 tỷ, 60%)	CT CP THẨM ĐỊNH GIÁ THƯƠNG TÍN (VND5 tỷ, 20%)
CT TNHH MỘC THƯƠNG TÍN (VND 10 tỷ, 70%)	CT TNHH MTV TOÀN THỊNH PHÁT (VND50tỷ, 35%)
CT TNHH MTV KDDV BĐS THƯƠNG TÍN (VND 6 tỷ,100%)	CT CP ĐĐT BDS SGT-T TÂN THẮNG (VND1070 tỷ, 30%)
CT TNHH QUẢN LÝ TƯ VẤN BĐS THƯƠNG TÍN (VND 2 tỷ, 100%)	
CT TNHH MTV THƯƠNG TÍN 7 (VND 30 tỷ, 100%)	
CT TNHH MTV THƯƠNG TÍN 4 (VND, 30 tỷ, 100%)	
CT TNHH MTV THƯƠNG TÍN 9 (VND 30 tỷ,100%)	
CT TNHH MTV QL VÀ KD SÂN GOLF (VND 50 tỷ, 100%)	
CT TNHH MTV SXKD VLXD THƯƠNG TÍN (VND 20 tỷ, 100%)	
CT TNHH MTV TƯ VẤN SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (VND 3 tỷ, 100%)	
CT CP XD ĐỊA ỐC SGT-T (VND30 tỷ, 80%)	

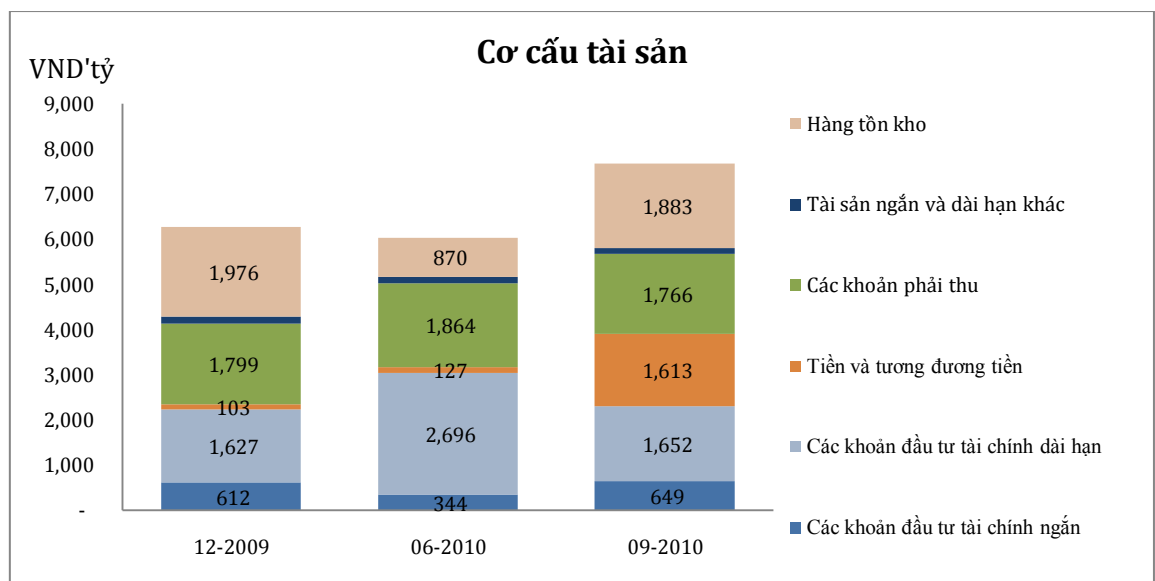
Phân tích tài chính

Vốn điều lệ

Quá trình tăng vốn điều lệ

Thời gian	Quá trình tăng	Phương thức tăng vốn
03/2004	Sacomreal được thành lập với vốn điều lệ ban đầu VND11 tỷ	
07/2005	Tăng vốn từ VND11 tỷ lên VND33 tỷ	- Phát hành 2.2 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:2 và giá phát hành VND10,000/cổ phiếu.
03/2006	Tăng vốn điều lệ từ VND33 tỷ lên VND100 tỷ	- Phát hành 6.7 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:2.03 với giá phát hành VND10,000/cổ phiếu.
08/2006	Tăng vốn từ VND100 tỷ lên 200 tỷ	- Phát hành 7.5 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 4:3 với giá phát hành VND10,000/cổ phiếu. - Phát hành 500,000 cổ phiếu cho CBNV với giá phát hành VND10,000/cổ phiếu - Phát hành 2 triệu cổ phiếu cho 1 cổ đông chiến lược với giá VND20,000/cổ phiếu
02/2007	Tăng vốn từ VND200 tỷ lên VND320 tỷ	- Phát hành 7 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và giá phát hành VND10,000/cổ phiếu - Phát hành 1.8 triệu cổ phiếu cho CBNV với giá phát hành VND10,000/cổ phiếu. - Phát hành 3.2 triệu cổ phiếu cho 04 cổ đông chiến lược với giá phát hành VND30,000/cổ phiếu
05/2007	Tăng vốn từ VND320 tỷ lên VND505 tỷ	- Phát hành 16 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1 và giá phát hành VND10,000/cổ phiếu - Phát hành 500,000 cổ phiếu cho CBNV với giá phát hành VND10,000/cổ phiếu - Phát hành 2 triệu cổ phiếu cho 07 cổ đông chiến lược với giá phát hành VND30,000/cổ phiếu
09/2008	Tăng vốn từ VND505 tỷ lên VND568 tỷ	- Phát hành 6.3 triệu cổ phiếu cho 10 cổ đông chiến lược với giá phát hành VND100,000/cổ phiếu
01/2010	Tăng vốn từ VND568 tỷ lên VND1,000 tỷ	- Phát hành 5,112,000 cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu - Phát hành 38,088,000 cổ phiếu cho 01 đối tác lớn với giá khoảng VND11,000/cổ phiếu

Cơ cấu tài sản

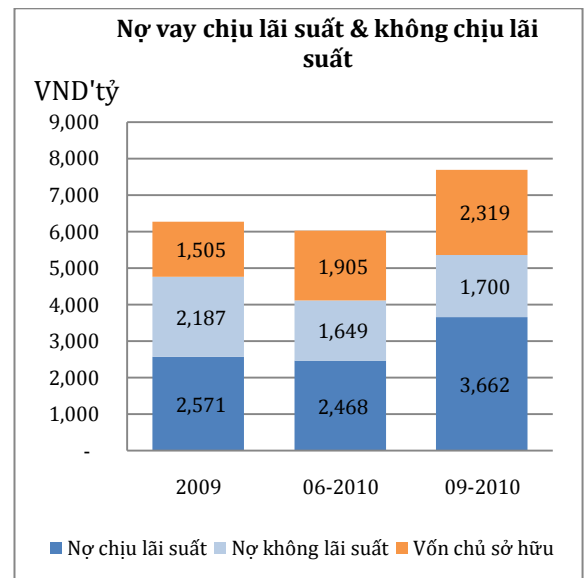
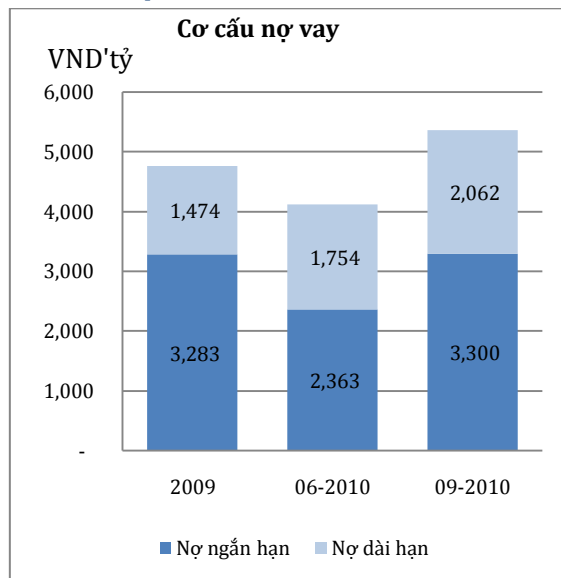


Nguồn: BCKT 2009, BCTC riêng lẻ năm QII-QIII/2010

Công ty đầu tư vào các dự án bất động sản thể hiện qua phần hàng tồn kho và các khoản đầu tư tài chính dài hạn

- ▶ **Tiền và tương đương tiền.** (~VND1,613 tỷ, ~21% tổng tài sản) chủ yếu là tiền gửi ngân hàng (~VND529 tỷ) và tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn dưới 3 tháng (~VND1,083 tỷ).
- ▶ **Hàng tồn kho.** (~VND1,883 tỷ, ~24.5% tổng tài sản) chủ yếu là chi phí đầu tư các dự án Khu dân cư Phú Thuận (VND1,037 tỷ); Tân Thắng (Celadon City) (VND224 tỷ); Chung cư Sacomreal Hòa Bình (VND79 tỷ); Hàng hóa bất động sản (VND397 tỷ). Chi tiết các khoản hàng tồn kho này đã được SBS phân tích trong phần định giá theo từng dự án.
- ▶ **Các khoản đầu tư tài chính dài hạn.** (~VND1,652 tỷ, ~21.5% tổng tài sản) chủ yếu tập trung đầu tư vào công ty con và công ty liên kết (~VND440 tỷ, ~27%) mà các công ty này trực tiếp đầu tư các dự án của Sacomreal hiện đang sở hữu, đầu tư hợp tác kinh doanh (~VND606 tỷ, ~37%) và đầu tư vào chứng khoán dài hạn (~VND482 tỷ, ~29%). Chi tiết chúng tôi cũng đã phân tích trong phần định giá.
- ▶ **Khoản phải thu.** (~VND1,766 tỷ, ~23% tổng tài sản) chủ yếu khoản phải thu liên quan đến phí môi giới và tiền chuyển nhượng cổ phần (~VND1,047 tỷ); Các khoản trả trước đến các khoản đầu tư dự án BĐS (~VND261 tỷ); Ứng vốn đến các cá nhân không lãi suất (VND200 tỷ); Phải thu từ việc ứng vốn đầu tư bất động sản (VND93 tỷ); Khoản phải thu từ công ty CP XD TV ĐT Bình Dương (VND81 tỷ); phải thu liên quan đến góp vốn kinh doanh (VND52 tỷ).
- ▶ **Khoản đầu tư tài chính ngắn hạn.** (~VND649 tỷ, ~8% tổng tài sản công ty) trong đó chủ yếu là khoản đầu tư chứng khoán ngắn hạn (~VND283 tỷ) và công ty đã trích lập dự phòng cho khoản đầu tư này là VND72 tỷ; Cho vay ngắn hạn đến các công ty và cá nhân (~VND370 tỷ); Các khoản góp vốn đầu tư nền đất, góp vốn xây dựng, quyền thuê căn hộ, quyền sở hữu nhà (~VND69 tỷ).

Cơ cấu nợ



Nguồn: BCKT 2009, BCTC riêng lẻ năm QII-QIII/2010

- **Tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu khá cao ~231%.** Trong năm 2009-2010, tình hình nguồn vốn không chịu lãi suất (ứng trước của khách hàng, người mua trả tiền trước) đã giảm hẳn & Sacomreal cũng như các công ty phát triển BĐS khác đều phải chịu chi phí lãi trên các khoản vay nợ này. Ngoài ra Sacomreal còn hoạt động trong lĩnh vực môi giới bất động sản nên nợ phải trả cho khách hàng ứng trước tiền mua sản phẩm (~VND672 tỷ); Các khoản phải trả liên quan đến việc thực hiện dự án (~VND3327 tỷ)
- **Tỷ lệ nợ vay chịu lãi suất khá cao, khoảng ~VND3,662 tỷ** trong đó chủ yếu bao gồm khoản (i) Nợ vay ngắn hạn (VND1,600 tỷ, ~44%), chủ yếu 2 khoản vay từ các ngân hàng (~VND810 tỷ) và vay từ các Công ty (~VND744 tỷ); (ii) Nợ vay dài hạn (~VND2,061 tỷ, ~56%), chủ yếu là khoản vay của Ngân hàng TMCP Liên Việt (~VND497 tỷ); khoản vay của Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín-CN Trần Hưng Đạo (~VND612 tỷ) và phát hành trái phiếu (VND 951.5 tỷ, trong đó có 650,000 trái phiếu với tổng mệnh giá VND650 tỷ được xác định coupon cố định từ 9.8%-10% đáo hạn vào cuối năm 2012 và 250 trái phiếu với tổng mệnh giá VND250 tỷ được xác định coupon thả nổi theo mức lãi suất huy động tiết kiệm thường kỳ 12 tháng của Ngân hàng Liên Việt cộng lãi biên, lãi biên kỳ đầu bằng 4%/năm).

Khả năng sinh lời

Năm 2008 do tình hình kinh tế khó khăn, thị trường bất động sản đóng băng, trong khi lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng đột biến có lúc lên đến 20%/năm. Chiến lược của ban điều hành công ty là lấy ngắn nuôi dài, tập trung hoạt động tài chính, hoạt động môi giới, cung cấp các dịch vụ liên quan đến bất động sản và tiến hành phát triển quỹ đất do đó nguồn đóng góp thu nhập trong năm 2008 và 2009 là đến từ các hoạt động tài chính và cung cấp dịch vụ bất động sản. Bắt đầu từ năm 2010 trở đi, các dự án mà SCR là chủ đầu tư hoặc hợp tác đầu tư với các đối tác sẽ là nguồn đóng góp lớn nhất cho kế hoạch lợi nhuận cho công ty.

Kế hoạch kinh doanh cập nhật và SBS ước tính lợi nhuận 2010

#	Dự án	Doanh thu			LNTT		
	VND'tỷ	2010	2011	2012	2010	2011	2012
1	Khu căn hộ cao cấp Belleza	518.6	893.7	97.9	133.7	230.3	25.2
2	Chung cư Sacomreal Hòa Bình	95.8	-	-	19.3	-	-
3	Chung cư Phú Lợi	182.7	-	-	38.8	-	-
4	Khu dân cư Phú Thuận	-	676.0	1,175.9	-	170.7	279.6
5	Tôn Thất Thuyết	-		399.0	-		123.8
6	Fortuna Garden (Dự án Tàu Cước)	-	-	624.5	-	-	225.5
7	Cống Quỳnh Plaza	-	-	-	-	-	-
8	Vĩnh Khánh	-	-	-	-	-	-
9	Hồ Khánh Hội	-	-	-	-	-	-
10	Green Field	-	270.2	650.8	-	66.6	136.3
11	Carillon Apartment (Chung cư Hoàng Hoa Thám)	-	183.9	190.4	-	46.5	27.7
12	Tân Đà Plaza	-	45.9	93.9	-	14.6	29.9
13	Celadon City (Tân Thắng)	1,573.2	947.2	1,137.9	667.4	453.8	391.1
14	Đôi Thống Nhất	-	29.1	66.0		14.0	31.7
15	Điện Nam - Điện Ngọc	-	424.9	-	-	32.8	-
16	Lương Định Của	-	100.0	288.2	-	22.3	64.2
17	Dự án Khu du lịch Cù Lao Mỹ Phước	-	-	125.5	-	-	59.0
18	Long Tân	-	39.2	175.0	-	17.8	34.9
Tổng cộng		2,370.3	3,610.1	5,024.9	859.1	1,069.4	1,428.8
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí tài chính và chi phí khác					(204.5)	(224.7)	(324.5)
Tổng lợi nhuận trước thuế ước tính của SCR					654.6	844.6	1,104.3
Lợi nhuận sau thuế ước tính của SCR					491.0	633.5	828.2
Lợi nhuận sau thuế của SBS ước tính					(*)		
Vốn điều lệ (VND'tỷ)					100.0	118.0	138.7
EPS kỳ vọng (VND)					5,615.0		

Nguồn: Trao đổi với SCR() LNST theo SBS ước tính khoảng VND561.5 tỷ dựa trên kết quả hợp nhất của 9 tháng đầu năm 2010 (LNST VND518 tỷ) và lợi nhuận ước tính của dự án Sacomreal Hòa Bình & Chung cư Phú Lợi sẽ được ghi nhận trong Quý 4. Chúng tôi giả định LN từ dự án căn hộ cao cấp Belleza sẽ được ghi nhận trong 2011.*

Tóm tắt các dự án

#	Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Vốn đầu tư (VNĐ'tỷ)	% sở hữu(%)	Mục đích phát triển dự án	Thời gian thực hiện	Tiến độ dự án và tình trạng pháp lý đến 10/2010
1	Căn hộ cao cấp Belleza	Phường Phú Mỹ, Quận 7, TP.HCM	49,604	2,242	50	Căn hộ kết hợp với thương mại dịch vụ, gồm 4 khu với 9 khối nhà cao từ 10-27 tầng	QIII/2009 QIV/2012	Đến tháng 07/2010, dự án Belleza đã hoàn thành phần móng của 6 Block của khu D&E và đã bán hết 4 block trong hai khu này, tiếp tục mở bán 2 khu tiếp theo
2	Chung cư Sacomreal Hòa Bình	47 Hòa Bình, P. Tân Thới Hòa, Q. Tân Phú, HCM	1,079	76	100	Chung cư với 11 tầng căn hộ, 4 tầng TMDV và 1 tầng hầm, 1 tầng sân thượng	QI/2009 QII/2010	Đã hoàn thành, đang tiến hành bàn giao căn hộ
3	Chung cư Phú Lợi	Phường 7, Quận 8, TP HCM	7,670	288	50	Căn hộ kết hợp thương mại gồm 6 block, 11 tầng, 7 loại căn hộ, diện tích từ 65,53-105,6m ²	QI/2008 QIII/2010	Đã hoàn thành, đang tiến hành bàn giao căn hộ
4	Khu dân cư Phú Thuận	Phường Thuận, Quận 7, HCM	105,953	9,865	100	Sacomreal có thể chỉnh sửa phương án quy hoạch thành làm nhà liên kế/biệt thự do dự án nằm đối diện Ever Rich II của Phát Đạt với nguồn cung căn hộ quá lớn	Cuối 2010 QII/2015	Đền bù được 92.5%, sẽ thực hiện xong đền bù và quy hoạch thiết kế trong năm 2010, dự kiến khởi công xây dựng cuối năm 2010
5	Tôn Thất Thuyết	299 Tôn Thất Thuyết, TP.HCM	31,533	1,809	50	Căn hộ kết hợp trung tâm thương mại, Gồm 7 block nhà chung cư cao từ 10 - 35 tầng	Cuối 2010 QIV/2014	Đã hoàn thành đền bù và đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng và các thủ tục khởi công dự án. Hợp đồng hợp tác giữa Sacomreal và Công ty Công Ích Q4
6	Fortuna Garden Dự án Tàu Cuốc (Fortuna Garden)	Bùi Văn Ba, phường Tân Thuận Đông, quận 7, Tp.HCM	75,730	2,121	60	Chung cư kết hợp trung tâm thương mại và khu công cộng, Nhà cao tầng phức hợp gồm căn hộ, thương mại, dịch vụ y tế và hành chính	Cuối 2011 QIV/2015	Chưa đền bù, đang hoàn tất thiết kế quy hoạch. Hợp đồng hợp tác giữa Sacomreal và Công ty Tàu Cuốc

#	Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Vốn đầu tư (VNĐ' tỷ)	% sở hữu (%)	Mục đích phát triển dự án	Thời gian thực hiện	Tiến độ dự án và tình trạng pháp lý đến 10/2010
7	Cống Plaza	Quỳnh 498 Cống Quỳnh, Phường Nguyễn Cư Trinh, Quận 1, Tp. HCM	9,522.7	1,198	100	Trung tâm thương mại và hội nghị, căn hộ cho thuê, hội nghị, văn phòng, Khu tháp đôi cao 24 tầng	QIII/2011 QIV/2013	Chưa đền bù. Đất thuê 45 năm, dự án đang hoàn tất các thủ tục pháp lý, thực hiện hợp tác với các đối tác chuyên ngành thương mại bán lẻ, và ngành dịch vụ
8	Vĩnh Khánh	Phường 6, 8, 9, Quận 4, TP.HCM	72,839	9,337	50	Căn hộ kết hợp với thương mại dịch vụ. Khu cao tầng từ 10-38 tầng (672,892 m ²), chung cư và TMDV	2011 2016	Chưa đền bù. Đang tiến hành hợp tác với Công ty Dịch Vụ Công Ích Quận 4,
9	Hồ Khánh Hội	Góc đường Hoàng Diệu - Đường số 48 Quận 4, HCM	75,663	514	50	Căn hộ và văn phòng cho thuê, gồm 14 block cao từ 17 đến 38 tầng	2014 2020	Đang trong giai đoạn thực hiện các pháp lý và chuẩn bị đền bù
10	Green Field	Phường Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức, HCM	99,621	2,118	80	Khu căn hộ cao tầng từ 24-32 tầng (223,930 m ²), 24 căn biệt thự, bến du thuyền, đang có ý định mua lại 20% của đối tác	2012 2016	Đã đền bù được 99%, đang tiến hành san lấp mặt bằng. Dự án đang chuẩn bị hồ sơ xin giao đất và phê duyệt quy hoạch 1/500
11	Carillon Apartment (Chung cư Hoàng Hoa Thám)	171A Hoàng Hoa Thám, P13, Q. Tân Bình. HCM	7,834	558	18	Chung cư 13 tầng căn hộ, 1 TMDV và 1 tầng hầm, 1 tầng sân thượng	QII/2010- QIII/2012	Đã đền bù xong, đang tiến hành công tác phê duyệt quy hoạch tổng mặt bằng 1/500
12	Tân Đà Plaza	Giao lộ Tân Đà - Hàm Tử - Hải Thượng Lãn Ông, P10, Q5, HCM	5,077	1,178	Chi tiết phần tiềm năng dự án đầu tư	Cao ốc 36 tầng, Căn hộ, Thương mại - Hội nghị	2011 2015	Đã đền bù được 74%, đang chuẩn bị thủ tục thiết kế xây dựng
13	Celadon (Tân Thăng)	City Phường Sơn Kỳ, Q. Tân Phú, HCM	25,217	22,494	30	Khu dân cư, TTTM, Trường học, Văn hóa, Thể thao, Công viên chung cho khu vực	QIII/2010 QIV/2017	Dự án đã được UBND TPHCM giao đất và đang chuẩn bị thủ tục xây dựng

#	Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Vốn đầu tư (VNĐ' tỷ)	% sở hữu (%)	Mục đích phát triển dự án	Thời gian thực hiện	Tiến độ dự án và tình trạng pháp lý đến 10/2010
14	Khu du lịch Đồi Thống Nhất	Đồi Thống Nhất, Tp. Đà Lạt, Lâm Đồng	1,002,605	1,618	25	Khu công viên chuyên đề, Khu vui chơi giải trí theo địa hình, Khu nghỉ dưỡng (160 căn biệt thự)	2012-2016	Dự án đã có giấy chứng nhận đầu tư, đã đền bù được 73% và triển khai xây dựng khai thác theo từng giai đoạn
15	Khu đô thị Điện Nam - Điện Ngọc	Khu số 7 thuộc KĐT mới Điện Nam Điện Ngọc, huyện Điện Bàn, tỉnh Quảng Nam	247,800	392	100	Khu cao tầng hỗn hợp, biệt thự, nhà phố	2012-2017	Đã đền bù được 81%, đang hoàn tất đền bù, đang chuẩn bị hồ sơ điều chỉnh quy hoạch (điều chỉnh một số chi tiết nhỏ để nâng cao hiệu quả dự án)
16	Chung cư cao cấp Lương Định Của	3/6B Lương Định Của, P. Bình Khánh, Q2, HCM	2,848.30	302	100	Chung cư 13 tầng căn hộ, 2 tầng TMDV và 1 tầng hầm	2011-2012	Đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất (sổ đỏ)
17	Khu du lịch Cù Lao Mỹ Phước	Củ lao Mỹ Phước, xã Mỹ An, huyện Thủ Thừa, tỉnh Long An	2,950,000	2,302	60	Khu công viên sinh thái Khu "tiểu đồng bằng SCL" Khu làng biệt thự nghỉ dưỡng Khu quảng trường và dịch vụ	2012-2016	Dự án đang xin giấy CNĐT, thực hiện công tác đền bù, thực hiện hợp tác với các đối tác chuyên kinh doanh lịch vụ du lịch
18	Sacomreal Hùng Vương	57 Kinh Dương Vương, P12, Q6 (số cũ 415 Hùng Vương, P12, Q6)	2,186	253	100	Căn hộ chung cư + văn phòng, 125 căn hộ + 3.200 m2 sàn văn phòng	Cuối 2010 Q1/2013	Đã hoàn tất đền bù, dự án đang thực hiện thiết kế cơ sở. đã được chấp thuận địa điểm đầu tư xây dựng công trình cao ốc văn phòng kết hợp căn hộ cho cán bộ - công nhân viên tại số 57 Kinh Dương Vương, P12, Quận 6
19	Bình Khánh	Phường Bình Khánh, Quận 2, TP.HCM	27,393	1,389	40%	Chung cư phục vụ tái định cư cho các hộ dân nằm trong khu vực Khu đô thị mới Thủ Thiêm. Khu chung cư gồm 2 block cao 25 tầng và 29 tầng, có khoảng 1.330 căn hộ	2010-2012	Đã đền bù xong, đang chờ Ban Quản lý KĐT mới Thủ Thiêm phê duyệt thiết kế

#	Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Vốn đầu tư (VNĐ' tỷ)	% sở hữu(%)	Mục đích phát triển dự án	Thời gian thực hiện	Tiến độ dự án và tình trạng pháp lý đến 10/2010
20	Khu dân cư Long Tân	Xã Long Tân, Nhơn Trạch, Đồng Nai	602,729	700	50%	Khu ở: 209 căn biệt thự, 199 nhà liên kế, 399 nhà liên kế vườn, 71.625m2 sàn căn hộ 15 tầng; Khu chức năng: TTTM, Giáo dục, y tế và du lịch	2011-2017	Dự án 2 đã được UBND tỉnh Đồng Nai giao đất và đang chuẩn bị các thủ tục hoàn tất đền bù và xây dựng hạ tầng và bán đất nền

Nguồn: BCB, trao đổi với doanh nghiệp

Tiềm năng dự án đầu tư

DA#1: Khu căn hộ cao cấp Belleza

Diện tích: 49,604 m²

Thời gian thực hiện: QIII/2009 – QIV/2012

Vị trí: Nằm trong Khu dân cư Phú Mỹ, Quận 7, TP. HCM

Tiến độ: Dự án tổng cộng có 4 khu A, C, D, E gồm 9 Block cao từ 10 tầng – 27 tầng. Đến tháng 07/2010, dự án Belleza đã hoàn thành phần móng của 6 Block của khu D&E và đã bán hết 4 block trong hai khu này, tiếp tục mở bán 2 khu tiếp theo.



Nhận xét của SBS: Sacomreal hợp tác với Công ty Công Ích Quận 4 để phát triển dự án với tỉ lệ 50%-50%. Tổng doanh thu do SCR ước tính khoảng VND3,020 tỷ, tổng đầu tư VND2,242 tỷ, lợi nhuận sau thuế ước tính chia cho SCR khoảng VND292 tỷ. Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập để tính FMV của dự án này.

DA#2: Chung cư Sacomreal Hòa Bình

Diện tích: 1,078.58 m²

Thời gian thực hiện: QI/2009 – QII/2010

Vị trí: Tọa lạc tại Số 47 Hòa Bình, Phường Tân Thới Hòa, Quận Tân Phú, TP. HCM.

Tiến độ: Đã hoàn thành và đang bàn giao nhà trong năm 2010.

Nhận xét của SBS: Chúng tôi ước tính SCR đạt được VND95.8 tỷ doanh thu và VND14.5 tỷ lợi nhuận sau thuế từ dự án này. Toàn bộ DT & LN sẽ được ghi nhận trong 2010.



DA#3: Dự án Chung cư Phú Lợi

Diện tích: 7,670 m²

Thời gian thực hiện: QI/2008- QIII/2010

Vị trí: Phường 7, Quận 8, thành phố Hồ Chí Minh.

Tiến độ: Đã hoàn thành và đang tiến hành bàn giao căn hộ.



Nhận xét của SBS: Đây là căn hộ với giá bán trung bình thấp (khoảng VND10-11 triệu/m²) và bán khá nhanh sau khi tung ra sản phẩm. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu cho dự án đạt VND365 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR đạt VND29 tỷ. Toàn bộ DT & LN sẽ được ghi nhận trong 2010.

DA#4: Khu dân cư Phú Thuận

Diện tích: 105,953 m²

Thời gian thực hiện: Cuối 2010-QII/2015

Tình trạng pháp lý: UBND TPHCM và Quận 7 đã chấp thuận địa điểm đầu tư dự án xây dựng Khu dân cư tại Phường Phú Thuận, Quận 7 cho Công ty

Vị trí: Tọa lạc tại Phường Phú Thuận, Quận 7, thành phố Hồ Chí Minh, nằm đối diện dự án Ever Rich II.

Tiến độ dự án: Đền bù được 92.5%, sẽ xong trong năm 2010 và đang quy hoạch thiết kế, dự kiến khởi công xây dựng cuối năm 2010



Nhận xét của SBS: Tại thời điểm chúng tôi đi thăm dự án, hiện trạng đất vẫn còn nguyên trạng đất ruộng chưa tiến hành san lấp mặt bằng. Công ty cho biết có thể bắt đầu san lấp vào cuối 2010, sau khi phần đền bù hoàn tất. Ngoài ra theo quan điểm của chúng tôi, việc quy hoạch ban đầu xây dựng thành chung cư cao cấp là không thuận lợi trong điều kiện này. Việc Everich II đang chào bán, dự kiến tổng cộng 3,125 căn hộ, với giá bình quân VND28.5 trđ/m², thì khả năng tiêu thụ nhanh các sản phẩm do SCR bán, nếu thực hiện như đúng quy hoạch, sẽ không đơn giản. Chúng tôi nghĩ rằng nếu chuyển sang nhà biệt thự hay nhà phố thì hợp lý hơn. Về mặt định giá, do dự án đang trong giai đoạn đền bù giải tỏa, chưa làm san lấp, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh trực tiếp với giá thị trường đất dự án có thể thực hiện được ở các vùng lân cận khoảng VND15 triệu/m², để tính FMV của dự án này và không sử dụng chiết khấu cho tính thanh khoản sau khi khảo sát thực tế.

DA#5: Tôn Thất Thuyết

Diện tích: 31,533 m²

Thời gian thực hiện: Cuối 2010-QIV/2014

Vị trí: 229 Tôn Thất Thuyết, Quận 4, Tp.HCM

Tiến độ: Đã hoàn thiện công tác đền bù, đang trong giai đoạn chuẩn bị mặt bằng và các thủ tục khởi công dự án.

Nhận xét của SBS: Do dự án đã hoàn thành công tác đền bù nhưng dự án đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Do đó chúng tôi so sánh trực tiếp với giá thị trường ở những khu vực lân cận có thể thực hiện được (~VND60 triệu/m²) và không sử dụng chiết khấu cho tính thanh khoản, để tính giá FMV cho dự án. SCR dự kiến, Doanh thu cho toàn dự án sẽ đạt VND2,622 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR sẽ nhận được khoảng VND304 tỷ.

DA#6: Fortuna Garden (Tàu Cuốc)

Diện tích: 75,730 m²

Thời gian thực hiện: Cuối 2011-QIV/2015

Tình trạng pháp lý: Hợp đồng hợp tác giữa Sacomreal và công ty Tàu Cuốc

Vị trí: Bùi Văn Ba, phường Tân Thuận Đông, quận 7, Tp.HCM.

Tiến độ: Chưa tiến hành đền bù giải tỏa, đang trong quá trình thiết kế quy hoạch.

Nhận xét của SBS: Do dự án chưa thực hiện đền bù giải tỏa do đó chúng tôi không tính FMV và sẽ cập nhật lại NAV khi dự án được triển khai. SCR dự kiến, tổng doanh thu đạt VND4,427 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR sẽ nhận được VND719 tỷ.



DA#7: Cống Quỳnh Plaza

Diện tích: 9,523m²

Thời gian thực hiện: QIII/2011-QIV/2013

Vị trí: 498 Cống Quỳnh, P. Nguyễn Cư Trinh, Q1, HCM

Tình trạng pháp lý: Đất thuê 50 năm, Biên bản ghi nhớ về việc hợp tác với Bộ Tư lệnh Biên phòng - Bộ Quốc Phòng

Tiến độ: Chưa đền bù giải tỏa, đất thuê 50 năm, dự án đang hoàn tất các thủ tục pháp lý, thực hiện hợp tác với các đối tác chuyên ngành thương mại bán lẻ và ngành dịch vụ

Nhận xét của SBS: Do dự án chưa thực hiện đền bù giải tỏa do đó chúng tôi không tính FMV và sẽ cập nhật lại NAV khi dự án được triển khai.



DA#8: Vĩnh Khánh

Diện tích: 72,839m²

Thời gian thực hiện: 2011 - 2016

Vị trí: Phường 6, 7, 8, Quận 4, Thành phố Hồ Chí Minh

Tiến độ: Đang tiến hành hợp tác với Công ty Dịch Vụ Công Ích Quận 4, chưa đền bù giải tỏa.

Nhận xét của SBS: Do dự án chưa thực hiện đền bù giải tỏa do đó chúng tôi không tính FMV và sẽ cập nhật lại NAV khi dự án được triển khai.

DA#9: Hồ Khánh Hội

Diện tích: 75,663m²

Thời gian thực hiện: 2014 - 2020

Vị trí: Góc đường Hoàng Diệu - Đường số 48, Quận 4, HCM

Tiến độ: Đang trong giai đoạn thực hiện các pháp lý và chuẩn bị đền bù

Nhận xét của SBS: Do dự án chưa thực hiện đền bù giải tỏa do đó chúng tôi không tính FMV và sẽ cập nhật lại NAV khi dự án được triển khai.

DA#10: Green Field

Diện tích: 99,621m²

Thời gian thực hiện: 2012-2016

Vị trí: Phường Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức, HCM, nằm gần bệnh viện Hạnh Phúc, từ đường Quốc Lộ 13 vào dự án khoảng 100 m.

Tình trạng pháp lý: Đã có công văn chấp thuận địa điểm đầu tư.

Tiến độ: Đã đền bù được 99%, SCR đang tiến hành san lấp mặt bằng. Dự án đang chuẩn bị hồ sơ xin giao đất và phê duyệt quy hoạch 1/500.



Nhận xét của SBS: Dự án này nằm gần bệnh viện Hạnh Phúc. Từ đường quốc lộ 13 đi vào dự án, phải đi khoảng 100m qua khu dân cư hiện hữu và hiện tại chưa có đường đi trực tiếp từ quốc lộ vào dự án. Tại thời điểm chúng tôi đi thăm, một phần công tác san lấp đang được thực hiện trên phần đất đã đền bù. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy tiềm năng của dự án này là khá cao do xung quanh có hạ tầng tốt (đường quốc lộ, bệnh viện, khu dân cư hiện hữu). SCR dự kiến dự án sẽ có tổng doanh thu VND2,679 tỷ với tổng chi phí đầu tư VND2,118 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR đạt VND337 tỷ. Chúng tôi giả định giá có thể chuyển nhượng ở khu vực này giao động trong khoảng VND12 triệu - VND15 triệu/m² cho đất thổ cư đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng và chi phí để thực hiện san lấp mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng từ VND1.6 triệu - VND1.7 triệu/m² & chi phí chuyển đổi mục đích sử dụng đất khoảng VND3 triệu/m² để tính toán FMV của dự án.

DA#11: Carillon Apartment (Chung cư Hoàng Hoa Thám)

Diện tích: 7,834 m²

Thời gian thực hiện: QII/2010-QIII/2012

Vị trí: Nằm trên trục đường nhựa hiện hữu có lộ giới 12m, 171A Hoàng Hoa Thám, P13, Q. Tân Bình. HCM.

Tình trạng pháp lý: Đã được chấp thuận địa điểm đầu tư, thỏa thuận quy hoạch xây dựng tại 171A Hoàng Hoa Thám, P13, Q. Tân Bình.

Tiến độ: Đang tiến hành công tác phê duyệt quy hoạch tổng mặt bằng 1/500



Nhận xét của SBS: Dự án này chúng tôi không chưa cập nhật được hết các thông tin để có thể định giá do đó chúng tôi sẽ cập nhật NAV sau khi có đầy đủ thông tin, hiện tại chúng tôi chỉ tính giá trị sổ sách của dự án này. SCR dự kiến, tổng doanh thu VND696 tỷ với tổng đầu tư VND558 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR đạt VND24 tỷ.

DA#12: Tản Đà Plaza

Diện tích: 5,077m²

Thời gian thực hiện: 2011-2015

Tình trạng pháp lý: Đã có công văn chấp thuận hợp tác đầu tư giữa công ty Quản lý và Phát triển nhà Quận 5 và Công ty CP đầu tư xây dựng Hùng Anh để tiến hành thực hiện dự án.

Tỷ lệ sở hữu: Sacomreal đầu tư 15% cổ phần trong công ty Hùng Anh, Hùng Anh chiếm 90% trong dự án Tản Đà.

Vị trí: Giao lộ Tản Đà - Hàm Tử - Hải Thượng Lãn Ông, P10, Q5, HCM.

Tiến độ thực hiện: Đã đền bù được khoảng 74%, đang chuẩn bị thủ tục thiết kế xây dựng.

Nhận xét của SBS: Dự án đang trong quá trình đền bù được khoảng 74%, vì đang trong quá trình đền bù và giá đền bù tương đối sát với giá thị trường, do đó chúng tôi không tính giá trị thặng dư mà chỉ lấy giá trị sổ sách, cập nhật tới chúng tôi sẽ xem xét lại để định giá FMV của dự án này. Dự kiến của SCR doanh thu đạt VND4,117 tỷ doanh thu với vốn đầu tư VND2,804 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR đạt VND124 tỷ.

DA#13: Celadon City (Tân Thắng)

Diện tích: 825,216m²

Thời gian thực hiện: QIII/2010 – QIV/2017

Tình trạng pháp lý: Đã được UBND TPHCM giao đất, đã có quyết định của UBND Quận Tân Phú về việc phê duyệt điều chỉnh nhiệm vụ quy hoạch chi tiết xây dựng đô thị tỷ lệ 1/500.

Vị trí: Phía Bắc giáp khu dân cư hiện hữu dọc đường Lê Trọng Tấn (Hương lộ 13) cách mặt tiền đường khoảng 100m; Phía Nam giáp đường vành đai Tân Thắng (dự kiến 20m) nối Lê Trọng Tấn & Tân Kỳ Tân Quý; Phía Đông giáp tuyến đường vành đai Tân Thắng (lộ giới 30m); Phía Tây giáp đường kênh 19/5 (lộ giới 12m) và đường Bình Long (lộ giới dự kiến 30m).



Tiến độ thực hiện: Đã đền bù được khoảng 100%, hiện đang thực hiện san lấp mặt bằng và làm đường nội bộ.

Nhận xét của SBS: Dự án nằm gần nghĩa trang Bình Hưng Hòa mà trong quy hoạch thành phố sẽ được di dời ra khỏi trung tâm dân cư, tạo một khoảng trống khá lớn bên cạnh. Mặc dù tại thời điểm định giá, chúng tôi nhận thấy khu vực này khá đông đúc với khu dân cư hiện hữu ngay bên cạnh, chợ, nghĩa trang, tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng phát triển sau khi quy hoạch lại nghĩa trang cũng như chỉnh trang lại khu dân cư hiện hữu. Tại thời điểm chúng tôi đi thăm dự án, SCR đang làm san lấp mặt bằng của phần đã đền bù.

Lợi nhuận của SCR trong dự án này bao gồm 2 phần:

- ▶ Chuyển nhượng giá trị vốn góp của SCR trong CTCP ĐĐT BĐS SGTT Tân Thắng (VĐL VND1070 tỷ): SCR đã chuyển nhượng cho Gamuda 60% cổ phần của Công ty Tân Thắng với giá trị chuyển nhượng ~USD82.4 triệu, ~VND1,606 tỷ, đồng thời giảm tỷ lệ sở hữu của SCR từ 90% xuống còn 30%. Lợi nhuận mang lại từ việc chuyển nhượng phần vốn góp này ước tính là VND500 tỷ lợi nhuận sau thuế.
- ▶ Lợi nhuận kỳ vọng từ dự án mang lại: chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng

tiền để ước tính FMV của dự án. Công ty có kế hoạch xây dựng nhà cao tầng với giá bán khoảng VND19 triệu/m² và đạt được doanh thu VND57,099 tỷ cho toàn dự án và SCR đạt VND5,419 tỷ LNST. Chúng tôi giả định giá có thể chuyển nhượng ở khu vực này giao động trong khoảng VND20 triệu/m² cho đất thổ cư đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng và chi phí để thực hiện san lấp mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng từ VND1.5 triệu, để tính toán FMV của dự án.

DA#14: Khu du lịch Đồi Thống Nhất

Diện tích: 1,002,605 m²

Thời gian thực hiện: 2012-2016

Tình trạng pháp lý: Đã có giấy chứng nhận đầu tư, dự án có 73.2 ha là đất thuê 50 năm, 27 ha còn lại là đất sở hữu lâu dài

Tiến độ: Đã đền bù được 73% và đang triển khai xây dựng khai thác theo từng giai đoạn

Vị trí: Đồi Thống Nhất, Tp. Đà Lạt, Lâm Đồng

Nhận xét của SBS: Chúng tôi cũng giữ nguyên giá trị sổ sách của dự án này.

DA#15: Khu đô thị Điện Nam - Điện Ngọc

Diện tích: 278,000 m²

Thời gian thực hiện: 2012-2017

Tình trạng pháp lý: Đất nông nghiệp, đã có quyết định về việc phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tổng mặt bằng chi tiết 1/500

Vị trí: Khu số 7 thuộc KĐT mới Điện Nam Điện Ngọc, huyện Điện Bàn, tỉnh Quảng Nam, nằm giữa thành phố Đà Nẵng & phố cổ Hội An khoảng 20 phút đi xe và cách Cù Lao Chàm nổi tiếng khoảng 30 hải lý. Bên cạnh đó, KĐT còn nằm trong quy hoạch tổng thể của một dự án lớn quy mô giai đoạn đầu là 1.200 ha và giai đoạn sau lên đến 2.500 ha.

Tiến độ: Đã đền bù được 81%, đang hoàn tất đền bù, đang chuẩn bị hồ sơ điều chỉnh quy hoạch (điều chỉnh một số chi tiết nhỏ để nâng cao hiệu quả dự án).



Nhận xét của SBS: Chúng tôi không định giá FMV của dự án này và chỉ lấy giá trị sổ sách. SCR dự kiến công ty sẽ đạt VND425 tỷ với chi phí đầu tư VND 392 tỷ và lợi nhuận sau thuế SCR đạt được VND25 tỷ.

DA#16: Chung cư cao cấp Lương Đình Của

Diện tích: 2,848.3 m²

Thời gian thực hiện: 2011-2012

Tình trạng pháp lý: Đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất do UBND Quận 2 – TP.HCM

Vị trí: 3/6B Lương Đình Của, P. Bình Khánh, Q2, HCM

Nhận xét của SBS: Theo như trao đổi với SCR, dự án đang trong quá trình đàm phán để chuyển nhượng cho NHTMCP Sacombank, và có thể được chuyển nhượng bằng với chi phí đã đầu tư do đó chúng tôi chỉ lấy đúng giá trị sổ sách của dự án này để tính FMV.

DA#17: Khu du lịch Cù Lao Mỹ Phước

Diện tích: 2,950,000 m²

Thời gian thực hiện: 2012-2016

Vị trí: Cù lao Mỹ Phước, xã Mỹ An, huyện Thủ Thừa, tỉnh Long An

Tiến độ: Đã được UBND huyện Thủ Thừa chấp thuận địa điểm đầu tư, đang xin giấy Chứng nhận đầu tư, thực hiện công tác đền bù, thực hiện hợp tác với các đối tác chuyên kinh doanh lịch vụ du lịch.

Nhận xét của SBS: Dự án trong trong Khu "Tiểu đồng bằng Sông Cửu Long", với mục đích phát triển dự án thành Khu công viên sinh thái, Khu làng biệt thự nghỉ dưỡng, Khu quảng trường và dịch vụ. Do dự án đang giai đoạn xin giấy chứng nhận đầu tư và thực hiện công tác đền bù do đó chúng tôi không định giá FMV của dự án này, chúng tôi sẽ cập nhật NAV khi tiến độ được thực hiện.

DA#18: Sacomreal Hùng Vương

Diện tích: 2,186 m²

Thời gian thực hiện: Cuối 2010-QI/2010

Vị trí: 57 Kinh Dương Vương, P12, Quận 6

Tiến độ: Đã đền bù hoàn tất, đang thực hiện thiết kế cơ sở. Đã được chấp thuận địa điểm đầu tư xây dựng công trình cao ốc văn phòng kết hợp căn hộ cho cán bộ - công nhân viên tại số 57 Kinh Dương Vương, P12, Quận 6

Nhận xét của SBS: Chúng tôi không tính FMV của dự án này do thông tin không thu thập đầy đủ thông tin, do đó chúng tôi sẽ

DA#19: Bình Khánh

Diện tích: 27,393 m²

Thời gian thực hiện: 2010 – 2012

Vị trí: Phường Bình Khánh, Quận 2, Thành phố Hồ Chí Minh

Tiến độ: Đã đền bù xong, đang chờ Ban quản lý KĐT mới Thủ Thiêm phê duyệt thiết kế

Nhận xét của SBS: Dự án thực hiện xây dựng khu chung cư phục vụ tái định cư cho các hộ dân nằm trong khu vực Khu đô thị Thủ Thiêm do đó chúng tôi đánh giá hiệu quả của dự án không cao. Chúng tôi không tính giá trị thặng dư cho dự án mà chỉ lấy đúng giá trị sổ sách.

DA#20: Dự án Khu dân cư Long Tân

Diện tích: 602,729 m²

Thời gian thực hiện: 2011-2017

Vị trí: Xã Long Tân, Nhơn Trạch, Đồng Nai

Tiến độ: Dự án 2 đã được UBND tỉnh Đồng Nai giao đất và đang chuẩn bị các thủ tục hoàn tất đền bù và xây dựng hạ tầng và bán đất nền

Nhận xét của SBS: Dự án chưa được đền bù giải tỏa do đó chúng tôi không tính giá trị thặng dư cho dự án. Chúng tôi sẽ cập nhật NAV cho dự án này khi đã thực hiện đền bù giải tỏa.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)

	2008	2009
Tài sản	5,463,014	6,448,500
Tài sản ngắn hạn	4,385,404	5,379,674
Tài sản dài hạn	1,077,610	1,068,826
Tài sản cố định	59,238	56,891
Bất động sản đầu tư	824,756	940,151
Nguồn vốn	36,393	32,349
Nợ phải trả	5,426,621	6,416,151
Nợ ngắn hạn	4,000,559	4,927,851
Nợ dài hạn	-	-
Nguồn vốn chủ sở hữu	-	-
Nguồn vốn - Quỹ	1,417,077	1,462,457
Vốn điều lệ	1,394,994	1,442,902
Thặng dư vốn	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	11,065	11,065

BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	-	92,527	108,865
Giá vốn hàng bán	-	53,614	51,296
Lợi nhuận gộp	-	38,913	57,568
Thu nhập hoạt động tài chính	-	329,058	212,826
Chi phí hoạt động tài chính	-	484,619	98,043
<i>Lãi vay phải trả</i>	-	268,285	137,374
Chi phí bán hàng	-	9,760	30,398
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-	87,569	62,852
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	-	(213,977)	79,101
Thu nhập khác	-	261,618	23,190
Chi phí khác	-	42,249	26,196
Tổng lợi nhuận trước thuế	-	5,393	76,095
Thuế TNDN phải nộp	-	5,304	22,562
Lợi nhuận sau thuế	-	128	53,522
Lợi nhuận ròng	-	128	53,522

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'Triệu)

	2008	2009
Lưu chuyển tiền từ HĐKD		
Lợi nhuận trước thuế	5,392	76,095
Khấu hao	3,847	3,835
Dự phòng	121,151	(59,945)
Lãi, lỗ từ HĐĐT	(300,393)	(135,681)
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	353,981	21,678
	(1,179,153)	
Từ hoạt động kinh doanh		(390,426)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT		
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	10,754	(1,488)
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(148,170)	402,435
Từ hoạt động đầu tư	(209,472)	34,946
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC		
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhân vốn góp	-	701,549
Tiền vay ngắn và dài hạn được	-	2,307,328
Từ hoạt động tài chính	-	1,259,014
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-	(129,610)
Tiền và tương đương tiền đầu tư	-	203,866
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	-	74,255

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2008	2009
Chỉ tiêu tăng trưởng		
Doanh thu	-	17.7%
Lợi nhuận gộp	-	47.9%
Lợi nhuận ròng	-	41,569.7%
Tổng tài sản	-	18.0%
Vốn chủ	-	3.2%
Chỉ tiêu hiệu quả		
Lợi nhuận biên	42.1%	52.9%
EBIT biên	295.8%	196.1%
Lợi nhuận trước thuế biên	5.8%	69.9%
Lợi nhuận ròng biên	0.1%	49.2%
ROA	0.0%	0.8%
ROE	0.0%	3.7%
Phân tích Dupont		
Lợi nhuận gộp (1)	0.1%	49.2%
Vòng quay tài sản (2)	1.7%	1.7%
Đòn bẩy (3)	385.5%	440.9%
ROE = (1) x (2) x (3)	0.0%	3.7%
Chỉ tiêu quản lý		
Số ngày phải thu	789.4	790.2
Số ngày tồn kho	12,392.7	19,638.6
Số ngày phải trả	1,579.9	1,080.2
Vòng quay tổng tài sản	0.0	0.0
Vòng quay tài sản dài hạn	0.1	0.1
Vòng quay tài sản cố định	1.6	1.9
Hệ số thanh toán		
Thanh toán hiện tại	1.1	1.1
Thanh toán nhanh	0.6	0.5
Thanh toán tiền mặt	0.0	0.0
Cơ cấu vốn		
Tổng nợ/Vốn chủ	382.9%	438.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	14,911.1%	19,834.0%
Tổng tài sản/Vốn chủ	2.6%	2.2%
Chỉ tiêu trên cổ phần		
EPS (VND)		377
DT/CP(VND/CP)	663	767
Giá trị sổ sách (VND/CP)	10,158	10,136

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

Hotline: (+84.8) 62 55 59 50
E-mail: contact_english@sbsc.com.vn
Website: 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 Gòn

ĐC: 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 Nội

ĐC: 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 Tàu

ĐC: Tầng 3 - số 67A Lê Hồng Phong, TP.
Vũng Tàu
ĐT: (064) 35 53 398
Fax: (064) 35 53 390

Chi nhánh Tây Đô

212A 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.