

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

Mã: SJS (HOSE) Ngành: Phát triển Bất động sản

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	66,899
Giá hiện tại	25,800
Tầm nhìn đầu tư	1- 2 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Khuyến nghị: Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu của cổ phiếu SJS lên mức 66,899 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư 1-2 năm. Trong ngắn hạn (< 6 tháng), nhiều khả năng SJS sẽ đạt mức giá xấp xỉ 40,000 đồng/cổ phiếu tương ứng với mức giá vào thời điểm cuối năm 2012 trước khi cổ phiếu của công ty bị đưa vào diện kiểm soát. Đây cũng là ngưỡng kháng cự mạnh và là vùng mua của nhiều tổ chức nên có thể sẽ xảy ra hiện tượng chốt lời trong ngắn hạn.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	139.54	50.68	631.44	1,600.00
+/- yoy (%)	-86.3%	-63.7%	1145.9%	153.4%
LNST (tỷ đồng)	(82.47)	(302.74)	70.13	177.69
+/- yoy	-118.0%	267.1%	-123.2%	153.4%
TTS (tỷ đồng)	5,033.73	5,513.23	5,607.24	6,728.68
+/- yoy	12.7%	9.5%	1.7%	20.0%
VCSH (tỷ đồng)	1,841.19	1,526.38	1,595.83	1,573.52
+/- yoy	-15.3%	-17.1%	4.6%	-1.4%
Nợ/TTS	62.7%	71.7%	71.0%	72.4%
TS LN gộp	22.7%	-290.9%	40.6%	18.4%
TS LN ròng	-59.1%	-597.3%	11.1%	11.1%
EPS (đồng)	4,587	-	708	1,777
ROA	-1.7%	-5.8%	1.3%	2.6%
ROE	-4.0%	-18.1%	4.4%	11.3%

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang
trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 04/04/2014

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Tòa nhà APEC Building, Số 14
Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

Điểm nổi bật:

- ❖ Cổ phiếu SJS đã tăng từ 15,500 đồng lên 25,800 đồng/cổ phiếu so với lần đưa ra báo cáo gần nhất của chúng tôi. SJS đã có lãi sau kiểm toán trong năm 2013 (vượt kế hoạch đề ra) và chính thức chuyển từ diện kiểm soát sang diện cảnh báo từ ngày 07/04/2013.
- ❖ Với các đặc điểm như quỹ đất rộng, chiếm thị phần xấp xỉ 6-8% trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản, sử dụng đòn bẩy tài chính cao, cổ phiếu có tính chu kỳ, SJS sẽ là cổ phiếu outperform thị trường trong vòng 2-3 năm tới cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, bối cảnh lãi suất thấp và thị trường bất động sản đi vào chu kỳ phục hồi.
- ❖ Cổ phiếu SJS tiếp tục được các nhà đầu tư nước ngoài mua ròng trong thời gian qua và nhiều khả năng sẽ được các quỹ ETF mua vào trong thời gian tới.
- ❖ Trong năm 2013, lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS là 138 tỷ, cao hơn so với lợi nhuận sau thuế, điều này cho thấy nhiều khả năng số tiền thu được từ việc triển khai các dự án của công ty cao hơn doanh thu và lợi nhuận đã được hạch toán. Trong năm, công ty cũng đã trả 187 tỷ nợ vay trong khi chỉ vay thêm 58 tỷ, dẫn đến lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính âm 129 tỷ. Điều này cho thấy tình hình tài chính của công ty đã thực sự được cải thiện.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 01/04/2013 (nghìn đồng)	26.1
EPS trailing (nghìn đồng)	0.71
P/E	35.96
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	16.17
Hệ số beta	0.58
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	591,375
KLCP đang niêm yết	100,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2,535.47

đầu tư kinh doanh bất động sản. SJS định hướng xây dựng những sản phẩm chất lượng cao đáp ứng mọi nhu cầu của khách hàng với những tiện nghi thuận lợi nhất; cơ sở hạ tầng đồng bộ; môi trường sống toàn diện với kiểu dáng kiến trúc độc đáo, sang trọng. Sản phẩm, dịch vụ của Công ty khá đa dạng, được thể hiện qua một số dự án lớn như: Dự án khu dân cư bắc đường Trần Hưng Đạo; Dự án khu đô thị Mỹ Đình - Mễ Trì; Dự án khu đô thị mới Nam An Khánh; Dự án khách sạn Sông Đà-Hạ Long.

Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của SJS, Tổng Công ty Sông Đà vẫn là cổ đông lớn nhất nắm giữ 36.65% vốn điều lệ. So với lần đưa ra báo cáo phân tích gần nhất của chúng tôi, cổ phiếu SJS tiếp tục nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài. Nhóm nhà đầu tư nước ngoài là Vietnam Enterprise Investments Limited và Wareham Group Limited vừa mua vào 100,000 cổ phiếu, nâng tổng mức nắm giữ lên 6%.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Kết quả kinh doanh 2013

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	1,114.88	1,016.74	139.54	50.68	631.44
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		-8.8%	-86.3%	-63.7%	1145.9%
Lợi nhuận sau thuế	705.15	456.98	(82.47)	(302.74)	70.13
<i>Tăng trưởng LNST</i>		-35.2%	-118.0%	267.1%	-123.2%
Tổng tài sản	2,998.50	4,467.39	5,033.73	5,513.23	5,607.24
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		49.0%	12.7%	9.5%	1.7%
Vốn chủ sở hữu	1,760.02	2,173.42	1,841.19	1,526.38	1,595.83
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		23.5%	-15.3%	-17.1%	4.6%

Theo báo cáo tài chính chưa kiểm toán của công ty, Doanh thu thuần riêng quý 4 và cả năm đều tăng rất mạnh so với cùng kỳ. Biên lãi gộp cũng đạt 35% cho kỳ quý 4 và 41% cho kỳ cả năm nên công ty có lãi gộp trong khi cùng kỳ lỗ gộp hàng trăm tỷ đồng. Chi phí hoạt động kinh doanh cũng tăng mạnh cùng với đà tăng của doanh thu. Tuy nhiên, công ty vẫn đạt lợi nhuận sau thuế 36,5 tỷ đồng quý 4, cùng kỳ lỗ 176 tỷ đồng. Lũy kế cả năm công ty lãi ròng 70,52 tỷ đồng, cùng kỳ lỗ 303 tỷ đồng. Dù EPS chỉ đạt 702 đồng nhưng SJS đã vượt kế hoạch 70 tỷ đồng LNTT mà ĐHCĐ giao phó.

Giải trình việc tăng trưởng kết quả kinh doanh, Sudico cho biết, trong quý 4 năm 2013, công ty đã tập trung mọi nguồn lực triển khai kinh doanh một phần dự án khu đô thị mới Nam An Khánh. Chính vì vậy, KQKD đột biến so với cùng kỳ.

Tình hình triển khai các dự án

Sudico hiện có lượng tài sản là bất động sản lớn với các dự án: Khu đô thị mới Nam An Khánh và phần mở rộng (tổng diện tích 233 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm lên đến 107 ha); Khu nhà ở Văn La - Văn Khê (12 ha); Dự án Khách sạn Sông Đà - Hạ Long; Dự án Khu dân cư Long Tân - Nhon Trạch - Đồng Nai (65 ha)... Các dự án này đều đã đủ điều kiện kinh doanh. Tuy nhiên, theo báo cáo tài chính mới đây, kế hoạch kinh doanh chủ yếu của đơn vị này trong năm 2014 nhiều khả năng vẫn nằm ở Nam An Khánh - dự án có tổng diện tích 234 ha, nằm trên Đại lộ Thăng Long, thuộc địa bàn huyện Hoài Đức (Hà Nội). Giá bán có thể được điều chỉnh chút ít cho phù hợp với tình hình thị trường, nhưng sẽ không tăng nhiều.

Theo ông Vũ Văn Dũng, Phó tổng giám đốc Sudico, kiêm Giám đốc Sàn giao dịch Bất động sản Sudico, năm 2013, đã có gần 200 căn biệt thự, liền kề được bán đến tay khách hàng. Việc Sudico bán được hàng trong điều kiện thị trường hiện tại đã chứng tỏ niềm tin của khách hàng dành cho chủ đầu tư, đồng thời khẳng định những sản phẩm có giá trị thực vẫn có chỗ đứng trên thị trường. Từ đầu năm 2014 đến nay, khách hàng cá nhân và một ngân hàng đã đặt mua căn hộ tại Dự án với giá trị hợp đồng lên đến hơn 400 tỷ đồng (bằng 2/3 tổng doanh thu của năm 2013).

Giá trị hàng tồn kho của SJS tập trung chủ yếu ở: DA Khu đô thị Nam An Khánh (2,434 tỷ đồng), DA Khu đô thị Hoà Hải - Đà Nẵng (1,109 tỷ đồng), DA Văn La - Văn Khê - Hà Đông (442 tỷ đồng), DA Khu đô thị Mỹ Đình - Mễ Trì (166 tỷ đồng), DA Khu đô thị mới Tiến Xuân (139 tỷ đồng) và DA Khu đô thị Long Tân - Nhơn Trạch, Đồng Nai (132 tỷ đồng).

Dự phòng giảm giá hàng tồn kho là gần 147 tỷ đồng (chiếm tỷ lệ 3.2% tổng giá trị hàng tồn kho) chủ yếu từ dự án Khu đô thị Hoà Hải - Đà Nẵng.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.34	0.42	0.55	2.08	1.49
Hệ số thanh toán nhanh	1.24	0.34	0.38	0.22	0.15
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.96	0.10	0.03	0.03	0.03
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.17	0.11	0.35	0.31	0.13
Vốn vay/Tài sản	0.17	0.37	0.39	0.40	0.37
Công nợ/Tài sản	0.41	0.51	0.63	0.72	0.71
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	46	84	935	2,474	184
Thời gian TB xử lý HTK	46	107	587	4,056	4,168
Thời gian TB trả cho NCC	75	62	143	9	84
Chu kỳ tiền tệ	17	129	1,379	6,521	4,269
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	63.6%	66.0%	22.7%	-290.9%	40.6%
Lãi hoạt động/Doanh thu	78.6%	60.6%	-50.3%	-565.5%	13.0%
Lãi trước thuế/Doanh thu	77.7%	60.1%	-60.5%	-598.8%	11.8%
Lãi ròng/Doanh thu	63.2%	45.0%	-56.9%	-600.9%	11.3%
ROA	30.7%	12.3%	-1.7%	-5.8%	1.3%
ROE	48.6%	23.3%	-4.0%	-18.1%	4.6%

Cấu trúc tài chính

So với thời điểm cuối năm 2012, các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của SJS giảm mạnh do tốc độ tăng nợ ngắn hạn nhanh hơn tốc độ tăng hàng tồn kho và các tài sản lưu động khác. Nợ ngắn hạn của công ty chủ yếu tập trung trong khoản mục vay và nợ ngắn hạn, tăng từ 496.6 tỷ đồng lên 1,355 tỷ đồng. Trong khi nợ ngắn hạn tăng, nợ dài hạn lại giảm. Vay và nợ dài hạn của công ty giảm từ 1,634 tỷ xuống 652 tỷ. Với tỷ lệ công nợ/tài sản là 0.71, có thể thấy công ty sử dụng đòn bẩy tài chính tương đối cao so với các công ty bất động sản trong ngành. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao của SJS sẽ giúp công ty có sự hồi phục tích cực trong bối cảnh lãi suất thị trường đang ở mức thấp như hiện tại. Ngoài ra, với nhu cầu vốn cao như hiện tại và thị trường chứng khoán đang ở xu hướng tăng, nhiều khả năng công ty sẽ phát hành cổ phiếu để huy động vốn trong năm tới.

Hiệu quả hoạt động

Thời gian trung bình thu tiền của khách hàng giảm mạnh trong năm 2013 cho thấy công tác bán hàng của công ty đã được cải thiện trong năm vừa qua. Tuy vậy, thời gian trung bình xử lý hàng tồn kho vẫn tiếp tục tăng cho thấy các dự án của công ty vẫn đang trong tình trạng chậm tiến độ.

Tỷ suất sinh lời

Có thể thấy mặc dù lợi nhuận của công ty giảm mạnh trong các năm gần đây, tỷ suất lãi gộp/doanh thu luôn duy trì ở mức cao. Điều này cho thấy hầu hết các dự án bất động sản của SJS đều có chi phí đền bù thu hồi đất khá rẻ. Giá thành đất nền tại dự án Nam Anh Khánh và Nam An Khánh mở rộng chỉ là 4 triệu VND/ m². Bên cạnh đó Công ty đã mua lại dự án khu đô thị Phố Nối tỉnh Hưng Yên với chi phí trung bình là 300,000 VND/ m² khiến cho giá thành đất nền tại khu đô thị này sẽ ở mức rất thấp (trong khi giá đền bù đất nền tương đương trên địa bàn tỉnh hiện nay là 800,000 VND/ m²). Giá thành đất tại khu đô thị Văn La –Văn Khê cũng chỉ khoảng 10 triệu/m².

Đòng tiền

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
LCTT ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	271.39	750.49	(48.38)	(205.66)	138.32
LCTT ròng từ hoạt động đầu tư	157.90	(2,534.86)	(292.76)	(9.54)	11.62
Tiền thu được các khoản đi vay	662.47	1,262.00	2,015.10	1,058.44	58.14

Tiền trả các khoản đi vay	(378.97)	(112.00)	(1,716.05)	(811.54)	(187.52)
LCTT từ hoạt động tài chính	269.54	1,239.35	220.13	246.90	(129.38)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	708.02	163.01	41.99	73.70	94.26

Một điểm tích cực nữa là có thể thấy trong năm 2013, lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS là 138 tỷ, cao hơn so với lợi nhuận sau thuế, điều này cho thấy nhiều khả năng số tiền thu được từ việc triển khai các dự án của công ty cao hơn doanh thu và lợi nhuận đã được hạch toán. Trong năm, công ty cũng đã trả 187 tỷ nợ vay trong khi chỉ vay thêm 58 tỷ, dẫn đến lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính âm 129 tỷ. Điều này cho thấy tình hình tài chính của công ty đã thực sự được cải thiện.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Phương pháp DCF

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá SJS dựa trên mức dự phóng doanh thu và lợi nhuận 5 năm tới. Lưu ý là các dự phóng này có thể có sai lệch về thời điểm ghi nhận. Với WACC là 14.32%, tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2014 – 2017 là 20% 1 năm và sau đó là 6%/1 năm, ta có bảng dự phóng dòng tiền như sau:

Bảng dự tính dòng tiền tự do 2013 – 2017

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	2,099.20	2,655.49	3,319.36	4,149.20	4,979.04
Lợi nhuận sau thuế	229.05	290.66	363.91	454.88	545.86
Lãi suất (1-T)	13.64	17.26	21.58	26.97	32.36
Khấu hao	18.68	23.63	29.54	36.93	44.31
Đầu tư vào tài sản cố định	22.04	27.88	34.85	43.57	52.28
Đầu tư vào vốn lưu động	22.04	27.88	34.85	43.57	52.28
Dòng tiền tự do (FCFF)	217.29	275.79	345.32	431.65	517.98
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				9,417.64	
Giá trị doanh nghiệp				10,665.28	
Giá trị nợ				3,978.41	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	100,000,000				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	66,869				

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào SJS với mức giá mục tiêu 66,899 đồng/cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư 2 năm.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
26/11/2013	15,500	Mua	36,500

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>