Hoàng Công Tuấn,
Chuyên viên phân tích cổ phiếu
Email: Tuan.hoangcong@tls.vn

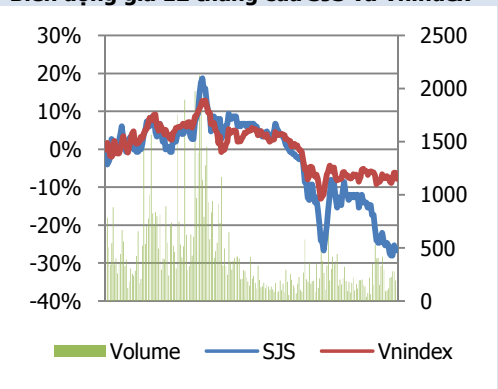
Mã CK**: SJS-** Sàn niêm yết**: HSX**
Khuyến nghị**: MUA**
Giá mục tiêu**: 59,200 VND**

STOCK STATISTICS

Giá: 16/11/2010	VND 47,500
Ngành: Bất động sản	
Mô hình kinh doanh: Phát triển và kinh doanh khu đô thị.	
Thời điểm niêm yết	6/6/ 2006
Số cổ phiếu lưu hành	100,000,000
Số cổ phiếu giao dịch	64,000,000
Vốn hóa (tỷ VND)	5,500
Cao nhất trong 52 tuần (VND)	89,000
Thấp nhất trong 52 tuần (VND)	36,000
Khối lượng trung bình 10 ngày	227,000
% thay đổi giá 1 tháng	-8.3%
% thay đổi giá 3 tháng	-21%
% thay đổi giá 6 tháng	-31%
% thay đổi giá 12 tháng	-45%
% Sở hữu nước ngoài	23.40%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.00%
Beta 52 Tuần	1.01

Nguồn: TLS

Biến động giá 12 tháng của SJS và Vnindex



Nguồn: TLS, KL: 000 cp

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ VND)

	2008	2009	2010E
Tổng tài sản	1,591	2,998	3,647
Vốn chủ sở hữu	1,148	1,769	2,395
Doanh thu	314	1,114	1,793
EBIT	160	652	1,098
LNST	173	866	1,101
EAT	118	705	826
EPS(VND)	2,950	8,677	8,260
P/E (x)	16.95	16.27	8.47
P/B (x)	1.74	6.38	2.92
Tỷ lệ trả cổ tức	10.00%	20.00%	20.00%
Tăng doanh thu	-55.64%	254.89%	60.79%
Tăng EBIT	-49.94%	305.49%	68.28%
LN biêngộp	61.10%	63.60%	65.37%
LN biên ròng	37.84%	63.25%	46.08%
ROA	7.47%	23.52%	22.65%
ROE	10.35%	39.86%	34.49%

Nguồn : SJS, TLS

CÔNG TY CP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ & KHU CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ

16/11/2010

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của SJS sẽ tăng đáng kể trong năm 2010 do triển vọng lợi nhuận sáng sủa từ khu đô thị Nam An Khánh dựa trên quĩ đất đồi dào của các dự án và lượng cầu đất nền có hạ tầng ổn định trên địa bàn Hà Nội. Với kỳ vọng này, chúng tôi dự phóng EPS của SJS trong năm 2010 sẽ khoảng 8,260 VND. Với mức PE trung bình của một số công ty được lựa chọn đang hoạt động trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu đô thị và nhà ở là 7.17 chúng tôi tin rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu này nên là 59,200 VND. Theo hệ thống xếp hạng của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu này.

COMPANY PROFILE

SJS có vốn điều lệ 1000 tỷ VND, thặng dư vốn là 218 tỷ VND và vốn chủ sở hữu là 1,986 tỷ VND. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Công ty là phát triển các dự án bất động sản và các dịch vụ trong ngành xây dựng. Năm 2009, Công ty đạt mức doanh thu là 1,114 tỷ VND và lợi nhuận ròng là 705 tỷ VND trong đó lĩnh vực phát triển các dự án bất động sản đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chính cho công ty. Lĩnh vực này đem lại 98.75% doanh thu và 99.8% lợi nhuận cho Công ty. Hiện tại, Công ty đang dẫn đầu miền bắc Việt Nam trong lĩnh vực phát triển các khu đô thị, thị phần của Công ty trong thị trường này là 8%.

DIỄN BIẾN MỚI

Dự án Nam An Khánh: Dự án này đã và đang được SJS triển khai quyết liệt và sẽ là nguồn doanh thu chính của SJS trong năm 2010. Năm 2009 SJS đã ký hợp đồng bán khoảng 26 ha đất khu thấp tầng, hỗn hợp cho chủ đầu tư thứ cấp, tổng giá trị khoảng 2,500 tỷ đồng. Năm 2010, SJS vẫn sẽ tiếp tục kinh doanh diện tích đất nền có hạ tầng còn lại của dự án này.

Dự án 13,3 ha tại Thành phố Đà Nẵng: Dự án này SJS mua với giá khoảng 8 triệu đồng/m2 (tổng chi phí khoảng 1,000 tỷ đồng). Cho đến hết Quý III năm 2010, SJS vẫn chưa tiến hành kinh doanh đất nền trong dự án này theo kế hoạch từ đầu năm (khu đất biệt thự). Phần đất còn lại sẽ được đầu tư xây dựng văn phòng và chung cư.

Dự án Khu đô thị phía Bắc đường trục trung tâm khu đô thị phía Nam quốc lộ 5 thuộc khu đô thị Phố Nối tỉnh Hưng Yên. Đây là dự án SJS đã mua lại 60% cổ phần CTCP Đầu tư bất động sản và thương mại Thăng Long với tổng chi phí 220 tỷ đồng với mức giá 300,000 đồng/m2 rẻ hơn so với giá đền bù hiện nay là 800,000 đồng/m2. Tổng diện tích công ty đang sở hữu tại dự án này là 100 ha.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng doanh thu và lợi nhuận sáng sủa năm 2010 nhờ khu đô thị Nam An Khánh: Doanh thu và lợi nhuận của SJS trong năm nay chủ yếu đến từ khu đô thị Nam An Khánh. Hiện tại, giá bán đất nền có hạ tầng là 25-26 triệu VND/ m2 (tham khảo giá trên thị trường). Theo kế hoạch sản xuất kinh doanh của SJS, năm này Công ty phấn đấu đạt 1,000 tỷ VND lợi nhuận trước thuế chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh đất nền có hạ tầng tại dự án này. Lợi nhuận biên gộp của dự án này cũng khá cao (ở mức 64.1%) dựa trên giá đền bù thu hồi đất khá rẻ của dự án.

SJS có khả năng duy trì mức lợi nhuận ròng cao trong ít nhất 3 năm tới dựa trên quỹ đất còn khá dồi dào của Công ty (khoảng 2,750 ha) với 12 dự án bất động sản tiềm năng hiện đang được triển khai tại nhiều cấp độ. Đặc biệt có hai dự án chủ chốt tại Hà Nội là dự án khu đô thị Nam An Khanh và dự án khu đô thị Văn La- Văn Khê có thể đem lại doanh thu và lợi nhuận cao cho Công ty trong những năm tới.

ĐỊNH GIÁ

Với giả định doanh thu của SJS trong năm 2010 đến chủ yếu từ dự án Nam An Khánh bao gồm doanh thu bán đất có hạ tầng, chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty sẽ vào khoảng 1,793 tỷ VND với mức lợi nhuận sau thuế là 826 tỷ VND. Trong điều kiện vốn công ty hiện tại là 1,000 tỷ đồng, EPS có thể đạt 8,260 VND/cổ phần. Với mức PE trung bình của các công ty tiêu biểu đang hoạt động trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu đô thị, khu nhà ở là 7.17 mức giá hợp lý cho cổ phiếu SJS là 59,200 VND/ cổ phiếu trong khi mức giá hiện tại là 47,500 VND/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu này.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nền kinh tế: Suy thoái kinh tế xảy ra trong giai đoạn 2008- 2009 vẫn còn ảnh hưởng đến ngành bất động sản nói chung và kết quả sản xuất kinh doanh của SJS nói riêng. Trong năm 2010 Ngân Hàng Nhà Nước đã thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng và chặt chẽ hơn đặc biệt là hạn chế tăng trưởng tín dụng đầu tư vào lĩnh vực bất động sản. Hiện nay, lãi suất cho vay đầu tư bất động sản vẫn đang ở mức cao khoảng 17-18% một năm hoặc hơn.

Rủi ro thị trường bất động sản: Thị trường bất động sản thường chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ chu kỳ kinh tế bởi cầu nhà và đất thường phụ thuộc vào sự tăng trưởng của nền kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm thì hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS sẽ suy giảm theo do nhu cầu nhà và đất ở suy giảm.

Rủi ro chính sách: Thông tư số 13/2010/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ thu hẹp tín dụng vào lĩnh vực bất động sản. Nghị định số 69/2009/NĐ-CP của Chính phủ sẽ gia tăng chi phí phát triển các dự án bất động sản. Nghị định số 71/2010 NĐ-CP sẽ giảm cầu trên thị trường bất động sản.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND

Mô hình thu nhập (VND)	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu thuần	**1114.88**	**1792.63**	**1894.70**	**2037.30**
Giá vốn hàng bán	-405.46	-620.87	-379.17	-417.32
Lợi nhuận gộp	**709.42**	**1171.76**	**1515.53**	**1619.97**
Biên lợi nhuận gộp	0.64	0.65	*0.80*	*0.80*
Thu nhập hoạt động khác	1.74	2.00	2.00	2.00
Chi phí bán hàng	-0.74	-5.38	-5.68	-6.11
Chi phí QLDN	-37.41	-71.71	-75.79	-81.49
Chi phí hoạt động khác	-20.42	1.50	1.50	1.50
EBIT	**652.59**	**1098.17**	**1437.56**	**1535.87**
Thu nhập từ đầu tư	13.44	23.76	215.75	20
Lãi vay ròng	0	-5.15	-10.2	-15.01
Thu nhập ròng từ tài chính	**13.44**	**18.6**	**205.54**	**4.99**
Phần lãi/lỗ từ cty liên quan	**6.8**	**-6.29**	**8.33**	**8.33**
Lợi nhuận trước thuế	**341.72**	**173.25**	**866.47**	**1,238.48**
Thuế thu nhập	-57.58	-63.66	-153.92	-309.62
Lợi nhuận sau thuế	**705.15**	**826.11**	**1080.65**	**1154.39**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận của Công ty mẹ	**705.15**	**826.11**	**1080.65**	**1154.39**
EPS (000.VND)	8.82	8.26	10,806	11,544
Tỷ lệ trả cổ tức	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

Báo cáo dòng tiền	2009	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận ròng	705.15	826.11	1080.65	1154.39
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	2.20	3.60	4.05	4.49
Thay đổi hàng tồn kho	-52.50	-16.60	20.84	-7.32
Thay đổi khoản phải thu	62.43	-51.17	-35.87	-15.81
Thay đổi khoản phải trả	503.10	23.12	-156.91	57.97
Dòng tiền từ hoạt động KD	**1220.39**	**785.07**	**912.75**	**1193.72**
Thay đổi TSCĐ hữu hình	-676.38	-10.00	-10.00	-10.00
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	-84.13	0.00	0.00	0.00
Thay đổi đầu tư dài hạn	39.86	-500.00	-300.00	-300.00
Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư	**-720.66**	**-510.00**	**-310.00**	**-310.00**
Cổ phần phát hành	13.00	200.00	0.00	0.00
Thay đổi các quỹ khác	1.76	-200.00	0.00	0.00
Thay đổi các khoản nợ vay	-86.50	0.00	0.00	0.00
Thay đổi nợ dài hạn	370.16	0.00	0.00	0.00
Chia cổ tức cho cổ đông	-99.31	-200.00	-200.00	-200.00
Dòng tiền hoạt động T.chính	**199.11**	**-200.00**	**-200.00**	**-200.00**
Dòng tiền thuần	698.84	75.07	402.75	683.72
Tiền mặt đầu kỳ	9.18	708.02	783.09	1185.83
Tiền mặt cuối kỳ	**708.02**	**783.09**	**1185.83**	**1869.55**
Ước tính dòng tiền tự do				
Lợi nhuận ròng	705.15	826.11	1080.65	1154.39
Cộng thêm chi phí khấu hao	2.20	3.60	4.05	4.49
(-)tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	9.94	-67.76	-15.04	-23.13
(+) tăng VNNH	416.60	23.12	-156.91	57.97
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-11.79	-10.00	-10.00	-10.00
Dòng tiền tự do	**1122.10**	**775.07**	**902.75**	**1183.72**

Bảng Cân Đối KếToán	2009	2010E	2011E	2012E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	708.02	783.09	1,185.83	1,869.55
Đầu tư tài chính	84.13	84.13	84.13	84.13
Khoản phải thu	106.03	147.34	181.68	195.36
Hàng tồn kho	76.96	93.56	72.72	80.03
Chi phí trả trước, TSNH khác	17.03	26.89	28.42	30.56
Tổng tài sản ngắn hạn	**992.17**	**1,135.00**	**1,552.78**	**2,259.63**
Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	70.24	80.24	90.24	100.24
Giá trị hao mòn	(39.40)	(43.00)	(47.05)	(51.54)
Tài sản cố định ròng	30.83	37.24	43.19	48.70
Tài sản và đầu tư dài hạn khác	1,975.50	2,475.50	2,775.50	3,075.50
Tổng tài sản	**2,998.50**	**3,647.73**	**4,371.47**	**5,383.82**
Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Khoản phải trả	684.98	680.41	519.41	571.68
Nợ khác	44.02	71.71	75.79	81.49
Tổng vay nợ ngắn hạn	**729.00**	**752.12**	**595.20**	**653.17**
Vay nợ dài hạn	**500.42**	**500.42**	**500.42**	**500.42**
Vốn chủ sở hữu	**1,769.08**	**2,395.20**	**3,275.85**	**4,230.23**
Cổ phiếu thường	800.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
Quỹ đầu tư phát triển	21.26	21.26	21.26	21.26
Lợi nhuận giữ lại	690.01	1,316.13	2,196.78	3,151.16
Các quỹ khác	257.80	57.80	57.80	57.80
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00	0.00
Tổng nguồn vốn	**2,998.50**	**3,647.73**	**4,371.47**	**5,383.82**

Tăng trưởng & tỷ suất(%)	2009	2010E	2011E	2012E
Tăng trưởng Doanh thu	254.89%	60.79%	5.69%	7.53%
Tăng trưởng EBIT	305.49%	68.28%	30.90%	6.84%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	493.14%	17.15%	30.81%	6.82%
Tăng trưởng EPS	193.90%	-4.72%	30.81%	6.82%
Tỷ suất LN gộp	63.63%	65.37%	79.99%	79.52%
Tỷ suất EBIT	58.53%	61.26%	75.87%	75.39%
Các chỉ số				
ROE	39.86%	34.49%	32.99%	27.29%
ROA	23.52%	22.65%	24.72%	21.44%
Số ngày hàng tồn kho	69	55	70	70
Số ngày khoản phải thu	35	30	35	35
Số ngày khoản phải trả	617	400	500	500
Vay nợ ròng/VCSH	69.49%	52.29%	33.45%	27.27%
Định giá so sánh				
PE	**16.26**	**8.47**	**6.94**	**6.93**
PB	**6.38**	**2.92**	**2.29**	**1.89**
Lợi suất cổ tức	1.52%	2.82%	2.62%	2.50%

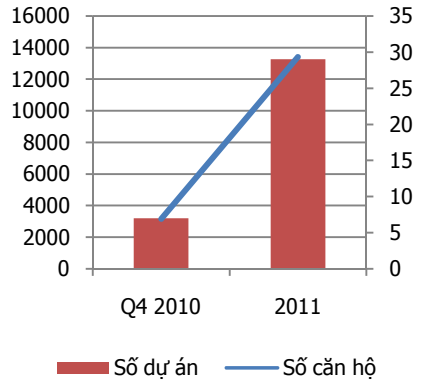
Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị;
TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay
EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao
Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

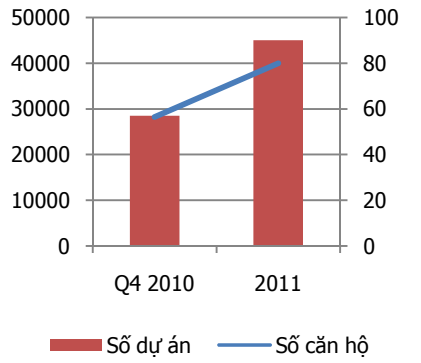
Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Nguồn cung căn hộ dự kiến tại Hà Nội



Nguồn: Savills Việt Nam

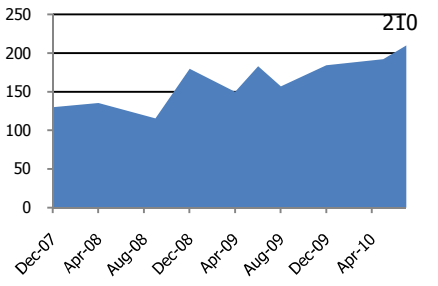
Nguồn cung căn hộ dự kiến tại TP Hồ Chí Minh



Nguồn: Savills Việt Nam

Dư nợ tín dụng Bất động sản

Đơn vị: Nghìn tỷ VND



Nguồn: TLS tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1.1 Triển vọng ngành

1.1.1 Triển vọng ngắn hạn

Thị trường bất động sản Việt Nam trong vài tháng gần đây đang bị phân hóa mạnh giữa các phân khúc thị trường, các lĩnh vực và các vùng trên cả nước. Trong khi phân khúc thị trường căn hộ cao cấp và biệt thự hiện đang ảm đạm thì phân khúc căn hộ giá thấp và trung bình vẫn được tiêu thụ khá tốt. Bên cạnh lĩnh vực kinh doanh khu đô thị và khu nhà ở và cho thuê văn phòng đang đi xuống nhẹ thì lĩnh vực cho thuê đất tại khu công nghiệp và kinh doanh mặt bằng bán lẻ vẫn tiếp tục khả quan. Mặc dù, thị trường bất động sản nhà ở tại các tỉnh thành phía nam (Thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Đồng Nai) đang trầm lắng nhưng thị trường bất động sản nhà ở tại Hà Nội vẫn tương đối ổn định.

Thị trường bất động sản lĩnh vực khu dân cư và căn hộ tại Thành phố Hồ Chí Minh nhiều khả năng tiếp tục trầm lắng trong thời gian còn lại của năm bởi nguồn cung tăng mạnh. Theo Sallvis, hiện tại có 11,200 căn hộ được chào bán trên thị trường sơ cấp tại TP Hồ Chí Minh. Sallvis dự báo sẽ có khoảng 28,200 căn hộ được chào bán tại TP Hồ Chí Minh từ 57 dự án đang được triển khai từ nay cho tới cuối năm.

Tại thị trường Hà Nội, theo ước tính của Savills Việt Nam thị trường sơ cấp dành cho căn hộ chung cư Quý IV 2010 có thể nhận được một nguồn cung mới với khoảng 3,160 căn hộ từ bảy dự án. Ngoài ra, 29 dự án dự kiến cũng sẽ gia nhập thị trường căn hộ chung cư tại Hà Nội vào năm 2011, cung cấp cho thị trường trên 13.400 căn hộ. Bên cạnh đó, một lượng căn hộ nhất định từ các dự án riêng lẻ khác và các khu đô thị mới cũng sẽ được tung ra thị trường trong tương lai.

Theo Savills Việtnam, hiện có khoảng 8,200 biệt thự và 11,400 nhà liền kề tại 11 quận và 1 khu vực (Láng Hòa Lạc) trên thị trường thứ cấp. Trong quý này, có 2 dự án mới bao gồm 12 nhà liền kề và 147 biệt thự. Hai dự án đã được bán ra thông qua "hợp đồng góp vốn" và được chuyển sang hình thức hợp đồng mua bán trong quý này.

Trong trung hạn, dự kiến có 61 dự án phát triển biệt thự, nhà liền kề tại Hà Nội. Hầu hết các các biệt thự và nhà liền kề sẽ được tập trung ở các quận Hoàng Mai, Hà Đông, Long Biên, Từ Liêm, và khu vực Láng Hòa Lạc, chiếm khoảng 85% tổng số dự án trong tương lai.

1.1.2 Triển vọng dài hạn

Về tổng thể, phân khúc khu dân cư và căn hộ vẫn thiếu cung: trong hoàn cảnh cụ thể của thị trường Việt nam, ngoài giá trị sử dụng, thì bất động sản còn có ý nghĩa lớn trong đầu tư-đầu cơ và tiết kiệm (lưu giữ giá trị). Với bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn ở mức lạm phát còn cao, tỷ giá đồng nội tệ với các ngoại tệ chính còn nhiều khả năng biến động, thì ý nghĩa đầu tư-đầu cơ và tiết kiệm của sản phẩm bất động sản còn tiếp tục được duy trì. Bên cạnh đó, người dân ở miền Bắc Việt Nam thường thích sống tại nhà ở gắn liền với đất, đặc biệt là những ngôi nhà mà ô tô có thể vào được. Điều này hỗ trợ tốt cho nguồn cầu của phân khúc thị trường biệt thự và nhà liền kề. Theo đó, biệt thự, nhà liền kề được coi là kênh đầu tư tốt, đặc biệt là trong dài hạn.

Phân khúc trung bình và thấp sẽ đáp ứng nhu cầu sử dụng của người tiêu dùng: các đô thị lớn đều đang thiếu hụt nguồn cung cho phân khúc này. Theo ước tính của bộ xây dựng, riêng Hà nội và thành phố Hồ Chí Minh còn cần tới 11,5 triệu m2 nhà ở.

Hạ tầng giao thông tại Hà nội và thành phố Hồ Chí Minh đang có những bước đột phá, tác động tích cực lên thị trường bất động sản: đường Lê Văn Lương; đại lộ Thăng Long, cầu Vĩnh Tuy được thông tuyến nhân dịp đại lễ 1000 năm Thăng long-Hà nội mở ra triển vọng mới cho các dự án bất động sản phía Tây và Đông thành phố. Tại thành phố Hồ Chí Minh, hầm ngầm Thủ thiêm hợp long trong tháng 9, và dự kiến toàn bộ dự án đại lộ Đông-Tây sẽ hoàn thiện trong quý I-2011 là các sự kiện tích cực tới triển vọng phát triển khu dân cư và căn hộ ở vùng thành phố Hồ Chí Minh.

1.2 Triển vọng Công ty SJS

1.2.1 Triển vọng doanh thu và lợi nhuận sáng sủa đến từ khu đô thị Nam An Khánh.

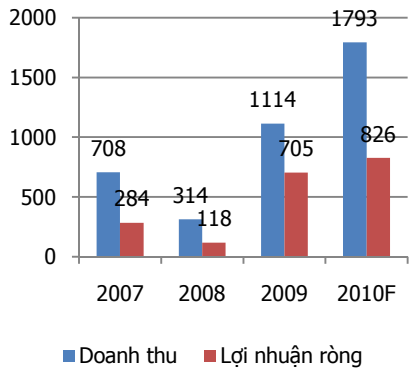
Trong năm 2009, SJS đã bán 26 ha đất có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh với giá trị là 2,500 tỷ VND. Nguồn thu này đã đem lại cho SJS một kết quả sản xuất kinh doanh tương đối tốt trong năm 2009 trong

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

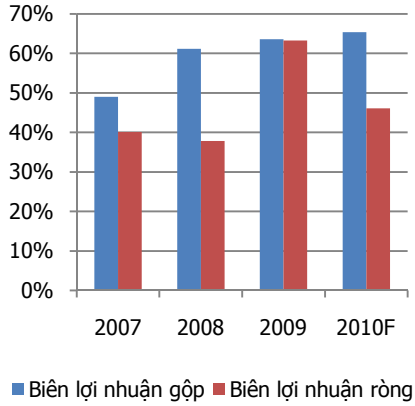
Doanh thu và lợi nhuận của SJS



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Trong năm 2008 doanh thu và lợi nhuận của SJS đã giảm đáng kể do suy thoái kinh tế khiến nhu cầu nhà và đất nền tại các khu đô thị giảm mạnh.

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của SJS



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

bối cảnh kinh tế Việt Nam nói chung đã gặp nhiều khó khăn. Thêm vào đó nguồn thu này còn giúp cho SJS có thêm nguồn lực tài chính để tiếp tục đầu tư vào các giai đoạn sau của dự án Nam An Khánh. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, SJS mới chỉ hạch toán 1,100 tỷ VND trong khoản 2,500 tỷ VND vào doanh thu năm 2009. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hạch toán nốt 1,400 tỷ VND còn lại vào doanh thu năm 2010.

Vào đầu năm 2010, SJS lên kế hoạch tiếp tục triển khai dự án khu đô thị Nam An Khánh bằng việc đầu tư xây dựng khu nhà chung cư. Theo kế hoạch, Công ty sẽ tiến hành kinh doanh các khối nhà chung cư vào cuối năm 2010 với tổng diện tích các căn hộ là 100,000 m2 và giá bán dự kiến là 15 triệu VND/ m2. Bên cạnh đó SJS sẽ hạn chế và giảm bớt việc bán đất nền có hạ tầng. Tuy nhiên, đến hết quý 3 năm 2010 Công ty vẫn chưa tiến hành đầu tư xây dựng các khu chung cư tại dự án Nam An Khánh theo kế hoạch. Do đó, nhiều khả năng Công ty sẽ không thể tiến hành bán các căn hộ chung cư trong năm nay.

Theo kế hoạch kinh doanh của SJS, Công ty sẽ phấn đấu đạt doanh thu 2,300 tỷ VND và lợi nhuận trước thuế đạt 1,000 tỷ. Theo nghiên cứu của chúng tôi, cho đến hết Quý III năm 2010, SJS vẫn chưa tiến hành bán thêm đất có hạ tầng tại các khu đô thị của mình. Doanh thu của Công ty trong 9 tháng đầu năm chủ yếu đến từ doanh thu bán đất có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh trong năm 2009 được hạch toán trong năm nay. Nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục tiến hành bán đất có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh trong Quý IV năm 2010 nhằm đảm bảo kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng, với triển vọng sáng sủa của việc bán hàng tại khu đô thị Nam An Khánh thì điều này hoàn toàn khả thi.

Thêm vào đó, yếu tố quan trong giúp SJS có được triển vọng doanh thu và lợi nhuận sáng sủa trong các năm tới là xu hướng tăng giá nhà đất tại Hà Nội trong những năm gần đây. Cụ thể tại khu đô thị Nam An Khánh giá đất nền có hạ tầng đã tăng đáng kể trong giai đoạn 2009 – 2010 từ mức giá 10-13 triệu/ m2 đến 25-26triệu/m2.

1.2.2 Triển vọng doanh thu và lợi nhuận sáng sủa đến từ khu đô thị Văn La – Văn Khê

Khu đô thị Văn La- Văn Khê nằm ở vị trí trung tâm của quận Hà Đông trong quy hoạch chung đô thị đến năm 2020. Khu đất có vị trí thuận lợi về giao thông (nằm trên trục đường chính Quang Trung của quận Hà Đông – Quốc lộ 6 – tuyến đường huyết mạch nối liền Hà Nội và các tỉnh Tây Bắc thủ đô).

Hiện tại, SJS đã tiến hành công tác giải phóng mặt bằng và đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng tại khu đô thị này. Tổng vốn đầu tư cho các công tác trên cho đến cuối Quý III năm 2010 là 416 tỷ VND. Theo dự kiến, Công ty có thể bán đất có hạ tầng của dự án này vào Quý IV năm 2010 hoặc vào năm 2011. Tuy nhiên kế hoạch của Công ty vẫn có thể thay đổi tùy thuộc vào diễn biến của thị trường bất động sản nói chung và khả năng bán hàng tại dự án nói riêng.

Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận tại dự án này là hết sức khả quan do giá đất tại khu phía tây Hà Nội đã và đang tăng mạnh. Giá đất tham khảo trên thị trường tự do tại khu vực của dự án đã lên mức 40 triệu VND/m^2 trong khi giá vốn đầu tư của Công ty tại dự án này chỉ khoảng 10 triệu VND/m2.

1.2.3 Quỹ đất lớn với giá đền bù giải phóng mặt bằng tương đối rẻ.

Hầu hết các dự án bất động sản của SJS đều có chi phí đền bù thu hồi đất khá rẻ. Lợi thế này giúp cho SJS có được giá vốn hàng bán thấp và dẫn tới lợi nhuận biên cao. Cụ thể lợi nhuận biên gộp của SJS trong các năm gần đây đều giữ ở mức cao khoảng từ 50% đến 63%. 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).

1.2.4 Các dự án bất động sản tiềm năng

SJS hiện đang sở hữu nhiều dự án bất động sản có tiềm năng lớn tại miền bắc Việt Nam. Những dự án này đảm bảo cho sự phát triển bền vững của SJS trong các năm tiếp theo. Bên cạnh đó, việc SJS đẩy mạnh đầu tư vào nhiều lĩnh vực của hoạt động kinh doanh bất động sản (khu đô thị, khách sạn, khu nghỉ dưỡng) đã phản ánh chiến lược phát triển bền vững và cân bằng của Công ty.

Công ty hiện sở hữu 12 dự án bất động sản với quy mô lớn tại miền bắc Việt Nam. Trong đó, Công ty có hai dự án nằm tại Hà Nội, một trung tâm kinh tế lớn của cả nước, là dự án Nam An Khánh và dự án khu đô

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

thị Văn La – Văn Khê. Hai dự án này hứa hẹn sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cao cho Công ty trong các năm tới dựa trên quỹ đất hiện còn rất lớn của chúng.

Hiện tại quỹ đất lớn (2,750 ha) là một lợi thế cạnh tranh rất lớn của SJS so với các công ty cùng ngành bởi giá đền bù thu hồi đất của các dự án bất động sản đang được điều chỉnh tăng lên cao theo quy định mới của Chính phủ.

Các dự án tiềm năng

Dự án	Diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
Khu đô thị Nam An Khánh	288	100%	Đã xong hạ tầng
Nam An Khánh mở rộng	33.6	100%	Đã xong hạ tầng
Khu đô thị Phố Nối	100	100%	Đang thực hiện
Khu đô thị Sudico – SPM	18.9	60%	Đang thực hiện
Khách sản Sông Đà – Hạ Long	1.8	100%	Đang thực hiện
Khu đô thị Văn La- Văn Khê	12	100%	Đã xong hạ tầng
Khu nghỉ dưỡng Sông Đà- Ngọc Vừng	39	100%	Đang thực hiện
Khu đô thị Long Tân	60	100%	Đang thực hiện
Khu đô thị Hòa Hải – Đà Nẵng	12	100%	Đã xong hạ tầng

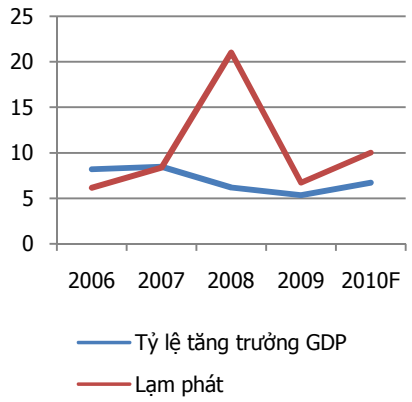
Nguồn: http://www.sudicosd.com.vn

Trong các dự án trên, khu đô thị Nam An Khánh đã được triển khai quyết liệt trong năm 2009 và có khả năng đem lại doanh thu ổn định cho SJS trong năm 2010. Khu đô thị Văn La- Văn Khê và Nam An Khánh mở rộng đã được triển khai quyết liệt trong năm 2010 và có nhiều khả năng đem lại doanh thu ổn định cho SJS trong năm 2011. Thêm vào đó, khu đô thi Hòa Hải – Đà Nẵng tại vị trí đẹp bên bờ biển Đà Nẵng hứa hẹn đem lại doanh thu và lợi nhuận lớn cho SJS trong tương lai gần.

RỦI RO ĐẦU TƯ

2.1 Rủi ro nền kinh tế

Tăng trưởng GDP và lạm phát



Nguồn: Quỹ tiền tệ quốc tế

Trong các năm gần đây tỷ lệ tăng trưởng GDP của Việt Nam có biến động rất lớn và lạm phát luôn ở mức cao. Những tín hiệu bất ổn của nền kinh tế có thể tác động đến thị trường bất động sản của Việt Nam.

Suy thoái kinh tế xảy ra trong giai đoạn 2008- 2009 vẫn còn ảnh hưởng đến ngành bất động sản nói chung và kết quả sản xuất kinh doanh của SJS nói riêng. Sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu, trong năm 2010 Ngân Hàng Nhà Nước đã thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng và chặt chẽ hơn đặc biệt là hạn chế hạn mức tín dụng đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, do đó thị trường bất động sản ở nhiều nơi vẫn đang trong giai đoạn đóng băng. Hiện nay, lãi suất cho vay đầu tư bất động sản vẫn đang ở mức cao khoảng 17-18% một năm.

2.2 Rủi ro từ thị trường bất động sản

Thị trường bất động sản thường chịu tác động lớn bởi chu kỳ kinh tế. Trên thực tế cầu nhà và đất của các nhà đầu tư phụ thuộc chặt chẽ vào tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm thì hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS sẽ suy giảm theo do nhu cầu nhà ở suy giảm. Minh chứng cho điều này là lợi nhuận ròng của SJS trong năm 2008 đã giảm rất mạnh khi suy thoái kinh tế xảy ra. Cụ thể lợi nhuận ròng của SJS trong năm 2008 chỉ còn mức 173 tỷ VND so với mức 359 tỷ VND của năm 2007. Nguyên nhân chính là lượng cầu đất nền có hạ tầng và nhà trong các khu đô thị của SJS giảm mạnh khi suy thoái kinh tế xảy ra.

2.3 Rủi ro cạnh tranh

Hiện tại có khoảng 80 dự án khu đô thị đang được quy hoạch và triển khai tại Hà Nội với quy mô 9,500 ha. Những dự án này sẽ gia tăng lượng cung nhà ở trên địa bàn Hà Nội trong những năm tới. Do đó, các dự án của SJS sẽ phải đối mặt với áp lực cạnh tranh mạnh mẽ hơn trong các năm tới. Điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến giá bán căn hộ và giá bán đất nền trong các khu đô thị của SJS. Đặc biệt khu đô thị Nam An Khánh gần khu đô thị Bắc An Khánh của liên doanh Vinaconex – Posco. Khu đô thị Bắc An Khanh với quy 264 ha đã nhận chứng nhận đầu tư và đang trong giai đoạn thực hiện, dự kiến hoàn thành vào năm 2013.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Các sản phẩm nhà ở và đất nền của SJS tại khu đô thị Nam An Khánh có thể chịu nhiều áp lực cạnh tranh từ khu đô thị Bắc An Khánh.

2.4 Rủi ro chính sách

Nghị định 69/2009/NĐ- CP: Nghị định có hiệu lực từ năm 2009 vẫn tiếp tục gây khó khăn cho một số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản. Nhưng khó khăn trong việc xác định giá đất đền bù giải tỏa mặt bằng dự án, nhiều khả năng chi phí giải phóng mặt bằng tăng lên khi áp dụng giá thị trường làm căn cứ nộp thuế và đền bù.

Nghị định 71/2010/NĐ- CP: Nghị định có hiệu lực từ 8/8/2010, Thông tư hướng dẫn thực hiện cũng được ban hành. Thị trường phản ứng khá tích cực với những quy định chặt chẽ và rõ ràng trong việc huy động vốn phát triển dự án, tăng thêm tính minh bạch cho thị trường bất động sản và giảm bớt rủi ro cho khách hàng mua sản phẩm.

Thông tư 13/2010/TT- NHNN: Theo quy định các khoản cho vay nhằm mục đích kinh doanh bất động sản thuộc loại tài sản "có" có hệ số rủi ro bằng 250%, tỷ lệ này đã tăng từ 100% theo quy định trước đó lên 250%. Về dài hạn, nguồn vốn cho vay bất động sản ngày càng bị hạn chế khi Thông tư này có hiệu lực.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng doanh thu của SJS trong năm nay và các năm tới sẽ đến chủ yếu từ hoạt động kinh doanh bất động sản đặc biệt là từ dự án khu đô thị Nam An Khánh và khu đô thị Văn La – Văn Khê. Các giả thiết về kết quả hoạt đông kinh doanh của Công ty trong các năm 2010, 2011 và 2012 cụ thể như sau:

3.1 Doanh thu năm 2010

Theo nghiên cứu của Chúng tôi, trong năm 2010, SJS sẽ hạch toán một khoản doanh thu cực lớn từ dự án khu đô thị Nam An Khánh. Nguồn doanh thu chính của dự án sẽ đến từ việc bán đất nền có hạ tầng trong dự án này. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, SJS đã bán 26 ha đất nền có hạ tầng trong năm 2009 trị giá 2,500 tỷ VND song mới chỉ hạch toán 1,100 tỷ VND vào doanh thu năm 2009. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hạch toán nốt 1,400 tỷ VND còn lại vào doanh thu năm 2010. Trong năm 2010 SJS đã tiếp tục triển khai công tác xây dựng hạ tầng kĩ thuật của khu đô thị Nam An Khánh và khu đô thị Văn La – Văn Khê. Cho đến hết Quý III năm 2010, SJS đã hoàn thành toàn bộ công tác xây dựng hạ tầng kĩ thuật tại khu đô thị Nam An Khánh và hoàn thành một phần công tác xây dựng hạ tầng kĩ thuật tại khu đô thị Văn La – Văn Khê. Do đó, SJS có thể tiếp tục kinh doanh đất nền có hạ tầng tại hai khu đô thị này trong Quý IV năm 2010 và trong các năm sau.

Hiện tại trong khu đô thị Nam An Khanh và khu đô thị Văn La – Văn Khê, SJS vẫn còn khá nhiều đất nền có hạ tầng chưa được bán. Theo kế hoạch, Công ty sẽ hạn chế việc bán đất nền có hạ tầng trong năm 2010. Tính từ đầu năm 2010 đến nay, Công ty chưa tiến hành bán thêm đất có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh và khu đô thị Văn La – Văn Khê. Hiện tại Công ty có lên kế hoạch kinh doanh khoảng 3 ha đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh cho nhà đầu tư thứ cấp nhằm đảm bảo kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đặt ra từ đầu năm. Giá bán đất nền có hạ tầng dự kiến khoảng 25 triệu VND/m2. Chúng tôi cho rằng với mức giá này SJS có nhiều khả năng sẽ bán được 100% số đất nền có hạ tầng này trong năm 2010.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng giả định về việc đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh trong năm 2010 dựa trên các thông tin đã công bố của SJS và giả định thận trọng của chúng tôi. Ngoài ra, doanh thu của SJS được dự phóng dựa trên mức giá bán đất nền tại thị trường tự do và khả năng tiêu thụ bình thường của thị trường như hiện nay. Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh bất động sản của Công ty sẽ đem lại 1,793 tỷ VND doanh thu trong năm 2010 (xem dự phóng cụ thể tại bảng bên dưới).

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Doanh thu dự kiến của SJS trong năm 2010

Đơn vị: Triệu VND

Dự án	Diện tích bán dự kiến (m2)	Giá (VND/m2)	Tỷ lệ ghi nhận doanh thu	Doanh thu dự kiến (VND)
Khu đô thị Nam An Khánh				
Đất nền có hạ tầng	30,000	25	50%	375,000
Doanh thu từ dịch vụ				18,000
Doanh thu bán đất năm 2009 ghi nhận năm 2010			100%	1,400,000
				1,793,000

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

3.2 Doanh thu năm 2011

Chúng tôi cho rằng nguồn doanh thu chính của SJS trong năm 2011 vẫn đến chủ yếu từ việc kinh doanh đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam Anh Khánh và Văn La- Văn Khê. Hiện tại Công ty chưa đưa ra kế hoạch kinh doanh cụ thể trong các năm tới cho hai dự án này. Nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục chiến lược kinh doanh cũ là bán đất nền có hạ tầng cho các nhà đầu tư thứ cấp.

Chúng tôi dự phóng giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam Anh Khánh và Văn La- Văn Khê trong năm 2011 sẽ tiếp tục tăng lên do nhu cầu bất động sản tại khu vực của hai dự án này vẫn rất cao. Cụ thể, chúng tôi dự phóng giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh trong năm 2011 là khoảng 32 triệu VND/m^2, giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Văn La – Văn Khê trong năm 2012 là khoảng 35 triệu VND/m^2.

Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tiếp tục bán một diện tích đất nền có hạ tầng vừa phải trong năm 2011 nhằm đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đều đặn đồng thời dự trữ quỹ đất cho các năm tiếp theo. Với tốc độ kinh doanh hiện tại thì quỹ đất nền có hạ tầng tại hai dự án Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê cho đến năm 2011 vẫn rất dồi dào. Chúng tôi dự phóng Công ty sẽ bán 5 ha đất nền tại dự án Nam An Khánh và 4 ha đất nền tại dự án Văn La – Văn Khê trong năm 2011. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ tiến hành hạch toán 50% doanh thu từ hoạt động bán đất nền trong năm 2011.

Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh bất động sản của Công ty sẽ đem lại 1,895 tỷ VND doanh thu trong năm 2011 (xem dự phóng cụ thể tại bảng bên dưới).

Doanh thu dự kiến của SJS trong năm 2011

Đơn vị: Triệu VND

Dự án	Diện tích bán dự kiến (m2)	Giá (VND/m2)	Tỷ lệ ghi nhận doanh thu	Doanh thu dự kiến (VND)
Khu đô thị Nam An Khánh				
Đất nền có hạ tầng	50,000	32	50%	800,000
Khu đô thị Văn La - Văn Khê				
Đất nền có hạ tầng	40,000	35	50%	700,000
Doanh thu từ dịch vụ				20,000
Doanh thu bán đất năm 2010 ghi nhận năm 2011			100%	375,000
				1,895,000

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

3.3 Doanh thu năm 2012

Chúng tôi cho rằng nguồn doanh thu chính của SJS trong năm 2012 vẫn đến chủ yếu từ việc kinh doanh đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam Anh Khánh và Văn La- Văn Khê. Hiện tại Công ty chưa đưa ra kế hoạch kinh doanh cụ thể trong các năm tới cho hai dự án này song chúng tôi cho rằng diện tích đất nền có hạ tầng được bán sẽ thấp hơn năm 2011 do giá đất tăng. Nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục chiến lược kinh doanh cũ là bán đất nền có hạ tầng cho các nhà đầu tư thứ cấp.

Chúng tôi dự phóng giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam Anh Khánh và Văn La- Văn Khê trong năm 2012 sẽ tiếp tục tăng lên do nhu cầu bất động sản tại khu vực của hai dự án này vẫn rất cao. Cụ thể, chúng tôi dự phóng giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh trong năm 2012 là khoảng 35 triệu VND/m^2, giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Văn La – Văn Khê trong năm 2012 là khoảng 37 triệu VND/m^2.

Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tiếp tục bán một diện tích đất nền có hạ tầng vừa phải trong năm 2012 nhằm đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đều đặn đồng thời dự trữ quỹ đất cho các năm tiếp theo. Với tốc độ kinh doanh hiện tại thì quỹ đất nền có hạ tầng tại hai dự án Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê cho đến năm 2012 vẫn rất dồi dào. Chúng tôi dự phóng Công ty sẽ bán 3 ha đất nền tại dự án Nam An Khánh và 4 ha đất nền tại dự án Văn La – Văn Khê trong năm 2011.

Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh bất động sản của Công ty sẽ đem lại 2,037 tỷ VND doanh thu trong năm 2012 (xem dự phóng cụ thể tại bảng bên dưới).

Doanh thu dự kiến của SJS trong năm 2012

Đơn vị: Triệu VND

Dự án	Diện tích bán dự kiến (m2)	Giá (VND/m2)	Tỷ lệ ghi nhận doanh thu	Doanh thu dự kiến (VND)
Khu đô thị Nam An Khánh				
Đất nền có hạ tầng	30,000	35	50%	525,000
Khu đô thị Văn La - Văn Khê				
Đất nền có hạ tầng	40,000	37	50%	740,000
Doanh thu từ dịch vụ				22,000
Doanh thu bán đất năm 2011 ghi nhận năm 2012			50%	750,000
				2,037,000

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

3.4 Giá vốn hàng bán năm 2010

Chúng tôi kỳ vọng biên giá vốn hàng bán của SJS trong năm 2010 sẽ thấp hơn so với năm trước do trong năm 2010, giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh đã tăng đáng kể so với mức giá năm 2009 trong khi giá thành đầu tư không đổi. Đối với phần doanh thu bán đất có hạ tầng năm 2009 được hạch toán trong năm 2010 thì giá vốn hàng bán sẽ giữ nguyên như năm cũ. Đối với phần doanh thu bán đất có hạ tầng được thực hiện trong năm 2010 thì biên giá vốn hàng bán sẽ phải thấp hơn hơn do giá bán đất tăng. Cụ thể, chúng tôi dự phóng biên giá vốn hàng bán của SJS trong năm 2010 sẽ ở mức 34.1% so với mức 36.37% trong năm 2009.

3.5 Giá vốn hàng bán năm 2011 và năm 2012

Chúng tôi kỳ vọng biên giá vốn hàng bán của SJS trong năm 2011 và năm 2012 sẽ thấp hơn đáng kể so với mức biên giá vốn hàng bán trong năm 2010, do giá bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê tiếp tục tăng. Đối với phần doanh thu bán đất có hạ tầng năm 2010 được hạch toán trong năm 2011 thì giá vốn hàng bán sẽ giữ nguyên như năm cũ. Đối với phần doanh thu bán đất có hạ tầng được thực hiện trong năm 2011 thì biên giá vốn hàng bán sẽ phải thấp hơn. Cụ thể, chúng tôi dự phóng biên giá vốn hàng bán của SJS trong năm 2011 sẽ ở mức 19.3% và biên giá vốn hàng bán của SJS trong năm 2011 sẽ ở mức 19.7%.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

3.6 Thuế thu nhập doanh nghiệp

Hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS phần lớn là hoạt động kinh doanh bất động sản, chính sách thuế của Chính phủ áp dụng mức thuế 25% đối với hoạt động này. Chúng tôi dự phóng mức thuế thu nhập doanh nghiệp mà SJS phải chịu trong ba năm 2010, 2011 và 2012 giữ nguyên ở mức 25%.

3.7 Các yếu tố khác trong năm 2010

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động kinh doanh đất nền có hạ tầng của công ty trong năm 2010 sẽ khoảng 65.9%, do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 1,170 tỷ VND. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động dịch vụ của công ty trong năm 2010 sẽ khoảng 89.3%, do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 2 tỷ VND. Như vậy lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2010 sẽ ở mức 1,172 tỷ VND. Chúng tôi giả định chi phí bán hàng của Công ty trong năm 2010 sẽ vẫn ổn định như năm 2009 và chiếm 0.3% doanh thu, chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2010 cũng sẽ ổn định như trong năm 2009 và chiếm 4% doanh thu.

Chúng tôi dự phóng rằng doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty trong năm 2010 sẽ vào khoảng 20 tỷ VND, thấp hơn nhiều so với năm 2009. Nguyên nhân chính của điều này là trong năm 2009 SJS đã có được một khoản doanh thu lớn từ việc bán cổ phiếu VIS. Trong năm 2010 doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty sẽ đến chủ yếu từ cổ tức được chia trong các Công ty liên doanh liên kết, tiền lãi từ tiền gửi ngân hàng và các hoạt động tài chính khác.

Dựa trên các giả thuyết và dự phóng trên, lợi nhuận ròng của SJS trong năm 2010 sẽ vào khoảng 826 tỷ VND.

3.8 Các yếu tố khác trong năm 2011 và 2012

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động kinh doanh đất nền có hạ tầng của công ty trong năm 2011 sẽ khoảng 80.7% và trong năm 2012 sẽ khoảng 80.3% do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 1,514 tỷ VND trong năm 2011 và 1,617 tỷ VND trong năm 2012. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên gộp trong hoạt động dịch vụ của công ty trong năm 2011 và 2012 sẽ vẫn ổn định như năm 2010 khoảng 89.3%, do đó lĩnh vực này sẽ đem lại khoản lợi nhuận gộp là 2 tỷ VND trong năm 2011 và 3 tỷ trong năm 2012. Như vậy lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2011 sẽ ở mức 1,516 tỷ VND và lợi nhuận gộp trong năm 2012 sẽ ở mức 1,620 tỷ VND. Chúng tôi giả định chi phí bán hàng của Công ty trong năm 2011 và năm 2012 sẽ vẫn ổn định như năm 2010 và chiếm 0.3% doanh thu, chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2010 cũng sẽ ổn định như trong năm 2009 và chiếm 4% doanh thu.

Chúng tôi dự phóng rằng doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty trong năm 2011 và năm 2012 sẽ vào khoảng 20 tỷ VND và 22 tỷ VND, thấp hơn nhiều so với năm 2009. Trong năm 2011 và năm 2012 doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty sẽ đến chủ yếu từ cổ tức được chia trong các Công ty liên doanh liên kết, tiền lãi từ tiền gửi ngân hàng và các hoạt động tài chính khác.

Dựa trên các giả thuyết và dự phóng trên, lợi nhuận ròng của SJS trong năm 2011 và 2012 sẽ vào khoảng 1080 tỷ VND và 1,154 tỷ VND.

3.9 Định giá cổ phiếu SJS

Mã	P/E	EPS dự phóng	Giá trung bình trong năm 2010
	x	*VND*	*VND*
DIC	11.14	2,065	23,000
DIG	7.63	5,634	43,000
DXG	3.36	9,177	30,800
HAG	10.30	7,183	74,000
HDC	6.52	6,897	45,000
NBB	7.67	10,429	80,000
NTL	4.18	15,550	65,000
SJS	7.87	8,260	65,000
TDH	5.82	5,500	32,000

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh chỉ số PE để định giá cổ phiếu SJS với mức PE trung bình của các công ty tiêu biểu trong lĩnh vực phát triển khu đô thị, khu nhà ở trong ngành bất động sản là 7.17. Sau khi phân tích thận trọng về triển vọng của các dự án mà SJS đang tiến hành trong các năm gần đây, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của Công ty trong năm 2010 sẽ vào khoảng 826 tỷ VND và EPS của Công ty sẽ vào khoảng 8,260 VND (EPS được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành trong năm 2010 là 100 triệu cổ phiếu). Chúng tôi cho rằng giá mục tiêu phản ánh giá trị của SJS trong năm 2010 nên ở mức 59,200 VND/ cổ phiếu.

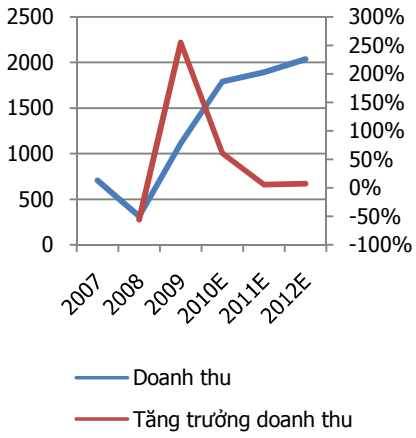
Định giá cổ phiếu SJS theo phương pháp so sánh PE

Đơn vị: VND

	Mức trung bình ngành	EPS	Giá
PE	7.17	8,260	59,188
Giá trung bình trọng số			**59,188**

Nguồn: TLS tính toán và dự phóng

Doanh thu SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

4.1 Phân tích các chỉ tiêu tài chính SJS qua các năm

4.1.1 Doanh thu

Doanh thu của SJS có sự tăng trưởng ấn tượng trong các năm trước và hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững trong các năm sau. Nhìn vào phân tích khối tích có thể thấy doanh thu ước tính năm 2010 tăng gấp 2.53 lần doanh thu năm 2007 và doanh thu ước tính năm 2012 tăng gấp 2.87 lần doanh thu năm 2007. Thành tích tăng trưởng doanh thu ấn tượng này chủ yếu dựa trên hoạt động kinh doanh đất có hạ tầng, căn hộ tại các khu đô thị do Công ty đầu tư phát triển như Mĩ Đình – Mễ Trì, Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê.

Năm 2008 do ảnh hưởng của cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu nên giá đất tại các khu đô thị do Công ty đầu tư phát triển không đạt mức công ty kỳ vọng. Chính vì lẽ đó Công ty đã chủ động hạn chế bán đất có hạ tầng tại các dự án của mình khiến doanh thu có sự sụt giảm đáng kể so với năm 2007.

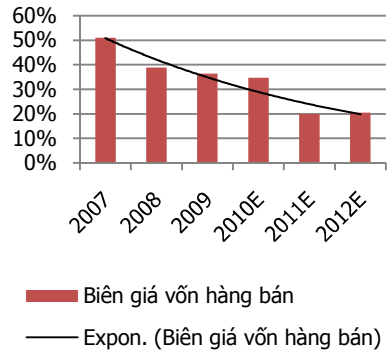
Doanh thu của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu	**708.11**	**314.15**	**1114.88**	**1792.63**	**1894.70**	**2037.30**
Tăng trưởng doanh thu		-55.64%	254.89%	60.79%	5.69%	7.53%
Phân tích khối tích	100%	44.36%	157.45%	253.16%	267.57%	287.71%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Biên giá vốn bán hàng của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng doanh thu của Công ty sau năm 2010 có thể chậm lại do Công ty chủ trương hạn chế việc bán đất có hạ tầng nhằm tiết kiệm quỹ đất tại các dự án tiềm năng hướng tới mục tiêu phát triển ổn định bền vững. Bên cạnh đó với việc giá đất nền có hạ tầng tại các khu đô thị Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê liên tục tăng qua các năm khiến biên lợi nhuận của Công ty được cải thiện đáng kể, Công ty có thể dễ dàng đạt được các chỉ tiêu về lợi nhuận mà không cần thiết phải gia tăng hoạt động bán hàng một cách quá mức. Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược đúng đắn của Công ty do giá đất tại các khu đô thị Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trong các năm sau khi nhu cầu nhà ở tại Hà Nội vẫn rất cao trong khi cơ sở hạ tầng tại khu vực có hai dự án này đang ngày càng hoàn thiện hơn.

4.1.2 Giá vốn hàng bán

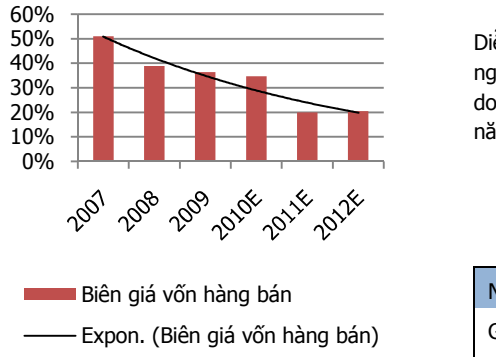
Mức tăng tuyệt đối của giá vốn hàng bán qua các năm thấp hơn rất nhiều so với mức tăng doanh thu do chi phí đầu tư ban đầu cho đất nền có hạ tầng của Công ty bao gồm chi phí đền bù giải phóng mặt bằng,

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Biên giá vốn bán hàng của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

chi phí xây dựng hạ tầng kĩ thuật là tương đối rẻ trong khi đó giá bán đất nền tại các dự án này lại liên tục tăng qua các năm. Cụ thể, giá thành đầu tư đất nền có hạ tầng tại dự án Nam An Khánh chỉ khoảng 4 triệu VND/ m^2 trong khi giá bán liên tục tăng từ mức 10 triệu VND/ m^2 năm 2009 lên mức 25 triệu VND/ m^2 năm 2010 và có khả năng tăng cao hơn nữa trong các năm sau.

Diễn biến thuận lợi của giá đất nền tại các dự án của Công ty khiến cho biên giá vốn hàng bán của Công ty ngày càng giảm qua các năm đem lại cho Công ty mức độ hiệu quả rất cao trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Cụ thể biên giá vốn hàng bán giảm từ mức 50.98% năm 2007 xuống mức được ước tính là 20.48% năm 2012.

Giá vốn hàng bán SJS qua các năm

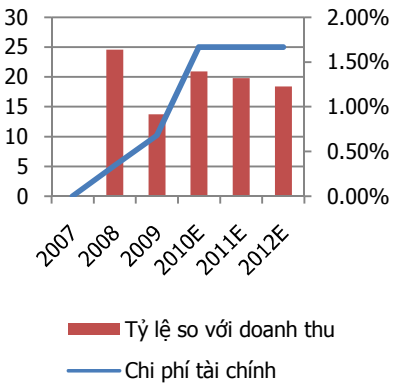
Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Giá vốn hàng bán	360.97	122.11	405.46	620.87	379.17	417.32
Biên giá vốn hàng bán	50.98%	38.87%	36.37%	34.63%	20.01%	20.48%
Phân tích khối tích	100%	33.83%	112.33%	172.00%	105.04%	115.61%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi cho rằng Biên giá vốn hàng bán của Công ty sẽ không tiếp tục giảm sau năm 2012 mà sẽ có xu hướng ổn định do mức độ cạnh tranh tại thị trường bất động sản Hà Nội trong một vài năm tới sẽ tăng cao. Điều này sẽ khiến cho giá bán đất nền tại các khu đô thị của Công ty khó có khả năng tiếp tục tăng giá. Bên cạnh đó chi phí phát triển các dự án bất động sản sẽ tăng lên do các quy định mới tại Nghị định 69/2009/NĐ- CP sẽ khiến giá đền bù giải phóng mặt bằng tại các dự án khu đô thị của Công ty tăng cao hơn nữa.

Chi phí tài chính của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.3 Chi phí tài chính

Chi phí tài chính của SJS tương đối nhỏ và chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu của Công ty. Điều này xuất phát từ thực tế là Công ty sử dụng tương đối ít vốn vay trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Thực tế này cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty rất lành mạnh và thuận lợi đem lại cho Công ty đủ lượng tiền mặt cần thiết vừa để vận hành hoạt động sản xuất kinh doanh thường nhật đồng thời đầu tư vào các dự án bất động sản mới.

Chi phí tài chính của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Chi phí tài chính	0.00	5.15	10.20	25.02	25.02	25.02
Tỷ lệ so với doanh thu	0.00%	1.64%	0.92%	1.40%	1.32%	1.23%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính của SJS trong các năm sau có thể tăng lên do Công ty vay thêm vốn để đầu tư vào các dự án bất động sản mới song không đáng kể. Lực cầu đất nền tại các dự án của SJS hiện đang rất cao nên Công ty có thể dễ dàng yêu cầu khách hàng ứng trước tiền mua đất nền do đó Công ty không nhất thiết phải dùng nhiều vốn vay ngân hàng.

4.1.4 Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng

Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng của SJS chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu và tương đối ổn định qua các năm.

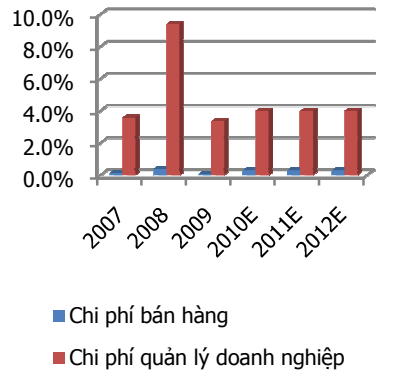
Hoạt động bán đất nền tại các dự án của SJS rất thuận lợi nên công ty không phải chi nhiều chi phí bán hàng như quảng cáo, khuyến mại. Điều này khiến cho chi phí bán hàng của Công ty qua các năm luôn ở mức thấp. Chúng tôi dự phóng trong hai năm tới chi phí bán hàng của SJS cũng sẽ không có biến động đáng kể.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

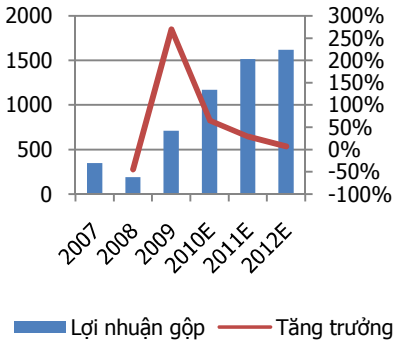
Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Tỷ trọng so với doanh thu của chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của SJS qua các năm



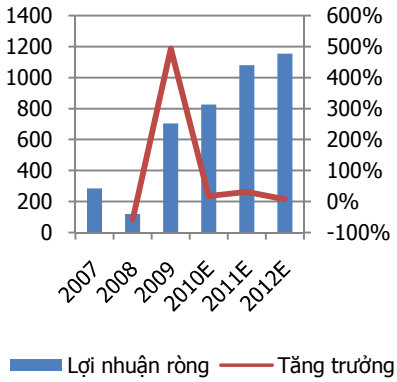
Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận gộp của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận ròng của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Chi phí bán hàng	0.94	1.25	0.74	5.38	5.68	6.11
Tỷ lệ so với doanh thu	0.1%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	25.40	29.56	37.41	71.71	75.79	81.49
Tỷ lệ so với doanh thu	3.6%	9.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Chi phí quản lý doanh nghiệp của Công ty được quản lý chặt chẽ do đó không có sự gia tăng đột biến so với doanh thu. Trong hoạt động sản xuất kinh doanh Công ty luôn chú trọng cắt giảm các chi phí gián tiếp nhằm gia tăng hiệu quả hoạt động.

4.1.5 Lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng

Lợi nhuận gộp của Công ty có mức tăng trưởng rất ấn tượng qua các năm ngoại trừ năm 2008 (năm đã xảy ra cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu). Nhìn vào phân tích khối tích có thể thấy lợi nhuận gộp ước tính của Công ty trong năm 2010 tăng gấp 3.37 lần lợi nhuận gộp năm 2007 và lợi nhuận gộp ước tính của Công ty trong năm 2012 tăng gấp 4.66 lần lợi nhuận gộp năm 2007.

Mức tăng trưởng lợi nhuận gộp nhanh hơn mức tăng trưởng doanh thu nhiều phản ánh hiệu quả hoạt động ngày càng cao của Công ty dựa trên mức giá vốn hàng bán thấp và mức giá bán sản phẩm ngày càng cao.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận gộp có chậm lại trong các năm sau do đà tăng trưởng doanh thu nhiều khả năng sẽ chững lại. Tuy nhiên sự tăng trưởng chậm lại này hoàn toàn do chủ trương phát triển ổn định và bền vững của Công ty khi Công ty hạn chế hoạt động bán đất nền có hạ tầng tại các dự án để dành quỹ đất cho phát triển trong dài hạn.

Lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận gộp	347.13	192.04	709.42	1171.76	1515.53	1619.97
Tăng trưởng		-44.68%	269.41%	65.17%	29.34%	6.89%
Phân tích khối tích	100.00%	55.32%	204.36%	337.55%	436.58%	466.67%
Năm	**2007**	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
Lợi nhuận ròng	284.15	118.88	705.15	826.11	1080.65	1154.39
Tăng trưởng		-58.16%	493.14%	17.15%	30.81%	6.82%
Phân tích khối tích	100.00%	41.84%	248.16%	290.73%	380.31%	406.26%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Lợi nhuận ròng của Công ty có mức tăng trưởng rất ấn tượng qua các năm mặc dù mức tăng có thấp hơn mức tăng lợi nhuận gộp ngoại trừ năm 2008 (năm đã xảy ra cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu). Nhìn vào phân tích khối tích có thể thấy lợi nhuận ròng ước tính của Công ty trong năm 2010 tăng gấp 2.9 lần lợi nhuận ròng năm 2007 và lợi nhuận ròng ước tính của Công ty trong năm 2012 tăng gấp 4.06 lần lợi nhuận gộp năm 2007.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

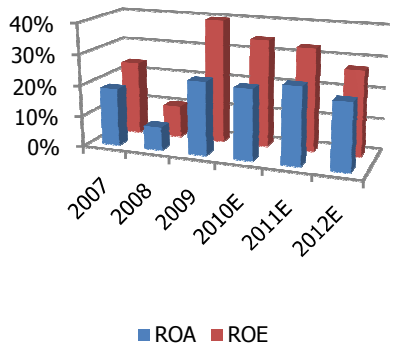
Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Tăng trưởng lợi nhuận ròng tương đối tương đồng và sát với mức tăng trưởng lợi nhuận gộp phản ánh khả năng kiểm soát các chi phí gián tiếp của Công ty khá tốt. Riêng năm 2009 mức tăng lợi nhuận ròng lại cao hơn mức tăng lợi nhuận gộp do Công ty thu được khoản lợi nhuận từ hoạt động đầu tư rất lớn (hơn 200 tỷ VND từ việc bán phần vốn góp của Công ty tại Công ty thép Việt Ý).

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận ròng có chậm lại trong các năm sau do đà tăng trưởng doanh thu nhiều khả năng sẽ chững lại. Tuy nhiên sự tăng trưởng chậm lại này hoàn toàn do chủ trương phát triển ổn định và bền vững của Công ty khi Công ty hạn chế hoạt động bán đất nền có hạ tầng tại các dự án để dành quỹ đất cho phát triển trong dài hạn.

ROA và ROE của SJS qua các năm



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.6 Khả năng sinh lời

Quản lý tốt chi phí gián tiếp 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 biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng luôn ở mức khá cao và gia tăng đều đặn qua các năm. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của SJS trong các năm 2011 và 2012 còn tiếp tục tăng đáng kể do các dự án khu đô thị của Công ty tiếp tục gia tăng hiệu quả do giá đất nền có hạ tầng được kỳ vọng tiếp tục tăng.

Khả năng sinh lời của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Biên lợi nhuận gộp	49.02%	61.13%	63.63%	65.37%	79.99%	79.52%
Biên lợi nhuận ròng	40.13%	37.84%	63.25%	46.08%	57.04%	56.66%
ROE	23.76%	10.35%	39.86%	34.49%	32.99%	27.29%
ROA	18.57%	7.47%	23.52%	22.65%	24.72%	21.44%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Ngoại trừ năm 2008 (năm xảy ra cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu), ROA và ROE của Công ty luôn luôn ổn định ở mức cao. 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 ở mức thấp.

Chúng tôi dự phóng trong các năm sau chỉ tiêu ROE và ROA sẽ tiếp tục được giữ ở mức cao song sẽ không tăng mà có xu hướng giảm nhẹ mặc dù lợi nhuận ròng vẫn tăng đáng kể. Nguyên nhân chủ yếu là do Công ty sẽ gia tăng đầu tư các dự án bất động sản mới làm gia tăng quy mô tài sản, đồng thời nguồn lợi nhuận giữ lại để đầu tư cũng khiến cho nguồn vốn chủ sở hữu của Công ty gia tăng.

Nhìn chung SJS theo đuổi chiến lược tăng trưởng ổn định bền vững nên chúng tôi cho rằng Công ty sẽ đưa ra các chính sách phù hợp nhằm duy trì ROA và ROE ở mức ổn định. Chúng tôi đánh giá với nguồn lực sẵn có và thị trường bất động sản Hà Nội khá thuận lợi Công ty hoàn toàn có thể thực hiện được chiến lược này.

4.1.7 Cơ cấu vốn

Trên thực tế, SJS mới chỉ đẩy mạnh sử dụng đòn bẩy tài chính từ năm 2009 nhằm huy động vốn đầu tư vào dự án Nam Anh Khánh và Văn La – Văn Khê. Tuy nhiên lượng huy động này không nhiều so với quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu của Công ty do nguồn tiên mặt của Công ty khá dồi dào.

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ vay nợ của Công ty trong các năm 2011 và 2012 sẽ không tăng do Công ty sẽ có được nguồn tiền mặt dồi dào từ việc bán đất nền có hạ tầng tại khu đô thị Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Cơ cấu vốn của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Nợ/ Tổng Tài Sản	21.87%	27.82%	41.00%	34.34%	25.06%	21.43%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	27.99%	38.54%	69.49%	52.29%	33.45%	27.27%
Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu	2.65%	11.34%	28.29%	20.89%	15.28%	11.83%
Nợ ngắnhạn/ Vốn chủ sở hữu	25.34%	27.20%	41.21%	31.40%	18.17%	15.44%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.8 Khả năng thanh khoản

Khả năng thanh khoản của SJS thể hiện qua các hệ số về khả năng thanh khoản khá lành mạnh và ở mức an toàn. Các hệ số thanh toán hiện thời, hệ số thanh toán nhanh và hệ số tiền mặt đều lớn hơn 1 và có xu hướng gia tăng qua từng năm. Hai hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh tương đối gần nhau thể hiện Công ty có lượng hàng tồn kho rất thấp. Hệ số tiền mặt ngày càng tăng lên thể hiện hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty tạo được nguồn tiền mặt dồi dào.

Chúng tôi dự phóng các hệ số khả năng thanh khoản của Công ty sẽ tiếp tục tốt hơn trong các năm 2011 và 2012 do hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty vẫn tiếp tục khả quan.

Khả năng thanh khoản của SJS qua các năm

Đơn vị: Tỷ VND

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Hệ số thanh toán hiện thời	1.47	0.70	1.36	1.51	2.61	3.46
Hệ số thanh toán nhanh	1.43	0.62	1.26	1.38	2.49	3.34
Hệ số tiền mặt	0.52	0.03	1.09	1.15	2.13	2.99

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

4.1.9 Phân tích DUPONT

Phân tích các yếu tố cấu thành hệ số ROE của SJS qua các năm có thể nhận thấy yếu tố quyết định giữ cho hệ số ROE của SJS luôn ở mức khá cao là biên lợi nhuận ròng. Nhờ vào hệ số biên lợi nhuận ròng liên tục được cải thiện qua các năm nên hệ số ROE luôn ổn định tại mức cao.

Có thể thấy SJS đã không tìm cách gia tăng hiệu quả hoạt động dựa trên việc gia tăng sử dụng vốn vay khi hệ số đòn bẩy tài chính luôn được giữ ở mức khá thấp. Điều này khiến cho hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS trở nên bền vững và an toàn hơn. Bên cạnh đó với mức sử dụng đòn bẩy tài chính thấp SJS còn nhiều khả năng gia tăng khả năng sinh lời trong các năm sau bằng cách sử dụng thêm nhiều vốn vay.

Phân tích DUPONT cổ phiếu SJS

Đơn vị: %, lần

Năm	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Biên lợi nhuận ròng	40.13%	37.84%	63.25%	46.08%	57.04%	56.66%
Hệ số đòn bẩy	1.28	1.39	1.69	1.52	1.33	1.27
Vòng quay tổng tài sản	0.46	0.20	0.37	0.49	0.43	0.38
ROE	23.76%	10.35%	39.86%	34.49%	32.99%	27.29%

Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

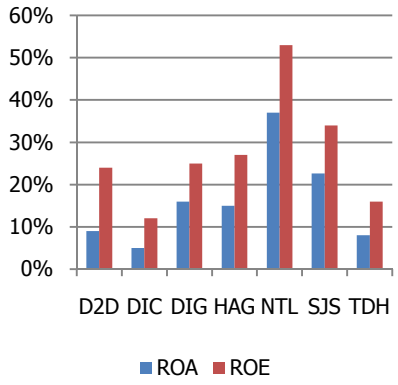
Vòng quay tổng tài sản của SJS trong được giữ ở mức khá thấp. Điều này là do SJS tiến hành đầu tư khá nhiều dự án cùng một lúc do đó quy mô tài sản đã gia tăng một cách đáng kể trong khi nhiều dự án chưa thể đem lại doanh thu ngay. Do đó vòng quay tổng tài sản luôn ở mức tương đối thấp. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp tục trong thời gian tới bởi chiến lược phát triển các dự án của SJS là liên tục triển khai và xin cấp phép các dự án mới nhằm chuẩn bị quỹ đất cho sự tăng trưởng bền vững trong tương lai.

4.2 Chỉ tiêu tài chính dự phóng của SJS trong năm 2010 so với các công ty cùng ngành

Mặc dù sử dụng mức đòn bẩy tài chính thấp hướng tới sự phát triển an toàn và bền vững nhưng chiến lược này không làm cho khả năng sinh lời của SJS kém hơn so với các công ty cùng ngành khác. Chỉ số ROA và ROE của SJS ở mức khá cao và chỉ xếp dưới NTL trong các công ty bất động sản. Khả năng sinh lời cao của SJS bắt nguồn từ các dự án bất động sản hiệu quả có biên lợi nhuận cao.

Cho đến nay, nguồn đem lại doanh thu chính của SJS vẫn đến từ các dự án khu đô thị như khu đô thị Nam An Khánh, khu đô thị Mĩ Đình- Mễ Trì. Những dự án này có biên lợi nhuận cao hơn các dự án của các doanh nghiệp bất động sản khác do chúng có vị trí đắc địa và giá đền bù thu hồi đất rất rẻ. Điều này giúp cho khả năng sinh lời của SJS tương đối cao so với các công ty cùng ngành khác. Trong tương lai gần, khả năng sinh lời tốt của SJS vẫn sẽ tiếp tục được duy trì nhờ tiếp tục khai thác các dự án khu đô thị tại Hà Nội như Nam An Khánh, Nam An Khánh mở rộng, Văn La- Văn Khê.

ROA và ROE dự phóng của các công ty bất động sản tiêu biểu năm 2010



Nguồn: TLS tổng hợp và dự phóng

Các chỉ tiêu tài chính của các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản năm 2010

Mã	Quỹ đất	Doanh thu	Tăng trưởng doanh thu	Lợi nhuận ròng	ROA	ROE	P/B	P/E	EPS
	(ha)	*Tỷ VND*	*3 năm 08-09-10E*	*Tỷ VND*	*%*	*%*	*x*	*x*	*VND*
BCI	860.9	820.2	38%	253.4	6%	15%	1.58	12.00	3,917
CNT	98.2	2,756.9	2%	30.6	2%	12%	2.24	15.54	3,064
D2D	280.0	217.5	-9%	62.8	9%	24%	3.54	7.00	7,540
DIC	155.1	922.9	18%	25.8	5%	12%	1.72	11.20	2,065
DIG	1,166.8	2,014.0	87%	531.0	16%	25%	1.80	7.40	5,634
DXG	63.7	256.4	199%	73.4	13%	34%	2.47	8.88	9,177
HAG	71.1	6,703.4	93%	2,101.0	15%	27%	3.23	11.83	7,183
HDC	167.9	427.9	21%	106.7	8%	30%	3.36	7.87	6,897
ITC	424.0	722.4	14%	126.2	4%	7%	1.20	11.90	2,747
KHA	67.9	110.9	-30%	41.4	11%	14%	1.63	11.76	2,934
LGL	7.1	259.8	7%	47.2	7%	12%	1.82	10.71	3,369
NBB	797.5	456.3	62%	160.6	7%	21%	1.99	10.05	10,429
NTL	175.7	1,451.0	138%	512.2	37%	53%	2.70	5.00	15,550
SC5	20.0	1,116.6	17%	46.0	3%	17%	1.78	10.91	4,454
SJS	2,783.0	1,792.6	60%	826	22.6%	34%	2.92	8.47	8,260
TDH	35.2	449.4	-13%	207.9	8%	16%	2.80	8.00	5,500
TIX	47.1	737.1	1%	77.4	9%	17%	1.93	10.23	6,452
VIC	250.0	2,082.0	365%	914.4	6%	26%	5.81	29.72	2,490
VNI	18.0	22.7	-11%	2.4	1%	2%	0.93	42.67	227
VPH	378.0	921.4	93%	100.0	7%	15%	1.83	10.68	4,148

Nguồn: TLS tổng hợp

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Trên thực tế chỉ số PE và PB dự kiến của SJS trong năm 2010 ở mức tương đối thấp so với các công ty cùng ngành, điều này phản ánh giá cổ phiếu của SJS là tương đối hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng rằng chỉ số PE và PB của Công ty trong năm 2011 sẽ tiếp tục đạt mức thấp khi lợi nhuận của Công ty được gia tăng đáng kể.

MÔ HÌNH KINH DOANH

5.1 Định hướng chiến lược

SJS định hướng tập trung xây dựng Công ty phát triển bền vững dựa trên các lợi thế cạnh tranh sẵn có trong lĩnh vực bất động sản. Trong các năm tới Công ty vẫn sẽ tập trung toàn bộ nguồn lực của mình đầu tư vào ngành bất động sản đặc biệt là lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu đô thị. Công ty sẽ tiếp tục đầu tư, mở rộng và phát triển các dự án bất động sản trong nước đặc biệt là các dự án tại thị trường Hà Nội nơi Công ty có nhiều kinh nghiệm và lợi thế.

Bên cạnh đó, Công ty cũng có định hướng từng bước đầu tư và phát triển một số lĩnh vực khác như đầu tư tài chính, kinh doanh khu du lịch và khách sạn… nhằm đa dạng hóa hoạt động sản xuất kinh doanh giảm thiểu rủi ro và đảm bảo sự tăng trưởng ổn định về doanh thu và lợi nhuận khi thị trường bất động sản trầm lắng.

5.2 Mô hình kinh doanh hiện tại

5.2.1 Mô hình hoạt động

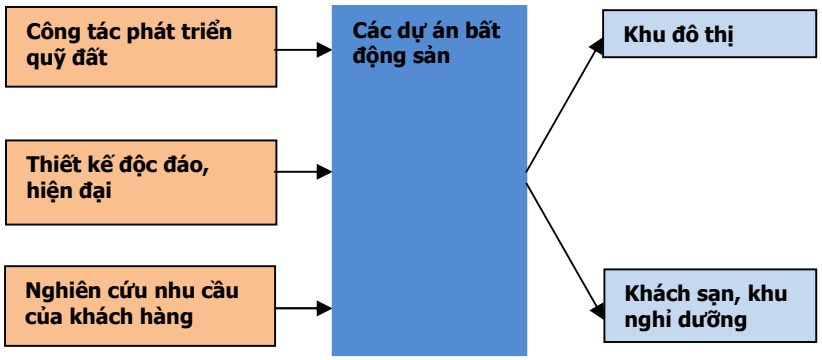
Hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS tập trung vào lĩnh vực khai thác và phát triển các khu đô thị, khu nhà ở. Cho đến hiện này, lĩnh vực này vẫn là nguồn doanh thu và lợi nhuận chủ yếu của Công ty (lĩnh vực này chiếm 98.75% doanh thu và 99.8% lợi nhuận của Công ty). Các sản phẩm nhà ở của Công ty rất đa dạng bao gồm căn hộ, nhà liền kề, biệt thự được thiết kế và quy hoạch hiện đại và hoàn thiện.

Quy trình thực hiện một dự án của Công ty luôn bao gồm 3 hoạt động chủ đạo đóng vai trò quyết định trong sự thành công của dự án trong dài hạn.

Trước tiên, SJS luôn chú trọng công tác phát triển quỹ đất của dự án. Công ty luôn tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư các dự án mới để mở rộng quỹ đất phục vụ mục tiêu phát triển bền vững. Các dự án của SJS hầu hết đều nằm ở các vị trí đắc địa có triển vọng đem lại lợi nhuận cao như các dự án khu đô thị Nam Am Khánh, Nam An Khánh mở rộng, Văn La- Văn Khê. Thêm vào đó nhờ luôn chú trọng công tác phát triển quỹ đất nên SJS đã sở hữu được một quỹ đất sạch rộng và có giá đền bù tương đối rẻ. Cụ thể giá thành đất nền tại dự án Nam Anh Khánh và Nam An Khánh mở rộng chỉ là 4 triệu VND/ m2. Giá mua lại dự án khu đô thị Phố Nối tỉnh Hưng Yên trung bình chỉ là 300,000 VND/ m2 (trong khi giá đền bù đất nền tương đương trên địa bàn tỉnh hiện nay là 800,000 VND/ m2).

Thứ hai, SJS luôn tiến hành nghiên cứu các nhu cầu của khách hàng đối với các sản phẩm nhà ở một cách tỉ mỉ. Hoạt động này giúp cho SJS luôn tạo ra được các sản phẩm nhà ở phù hợp với thị hiếu của khách hàng tiềm năng và do đó sản phẩm của SJS luôn được bán một cách nhanh chóng.

Thứ ba, SJS thường tạo cho các khu đô thị và khu nhà ở của mình sự khác biệt so với các khu đô thị và khu nhà ở của các công ty khác nhờ vào thiết kế hiện đại, đồng bộ và thân thiện với môi trường. Các khu đô thị và khu nhà ở của SJS thường là một khu phức hợp bao gồm nhiều tiện ích và dịch vụ đem lại sự tiện nghi và thoải mái cho các khách hàng.



Nguồn: SJS

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

Trong các năm gần đây SJS đã bước đầu tiến hành đầu tư vào một số lĩnh vực khác ngoài việc phát triển khu đô thị như khách sạn và khu nghỉ dưỡng cao cấp nhằm đa dạng hóa hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Chiến lược này hướng Công ty tới một mô hình kinh doanh đa dạng, cân bằng và an toàn hơn. Cụ thể SJS đã và đang tiến hành đầu tư và dự án khách sạn Sông Đà- Hạ Long và dự án khu nghỉ dưỡng Sông Đà- Ngọc Vừng. Công ty luôn chủ động nắm bắt thị trường, quản lý các khoản đầu tư tài chính, mở rộng hợp tác đầu tư và góp vốn vào các doanh nghiệp, dự án có tiềm năng trong các lĩnh vực tài chính, công nghiệp, bất động sản. Cụ thể, cho đến hết Quý III năm 2010, Công ty đã đầu tư 276 tỷ vào 10 công ty liên kết, liên doanh và 258 tỷ góp vốn vào 19 công ty và dự án khác thuộc các lĩnh vực tài chính, khu công nghiệp, vật liệu xây dựng. Chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư này chưa đem lại doanh thu lớn cho Công ty trong tương lai gần.

Trong năm nay, hoạt động sản xuất kinh doanh của SJS vẫn sẽ tập trung vào mảng phát triển các khu đô thị. Công ty sẽ phấn đấu đảm bảo mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, duy trì mức cổ tức hợp lý cho cổ đông, đồng thời tiếp tục xây dựng thương hiệu SJS vững mạnh. Bên cạnh đó SJS cũng sẽ tiếp tục đầu tư vào các ngành và lĩnh vực phụ trợ như đầu tư tài chính, sản xuất vật liệu xây dựng, xây dựng khách sạn, xây dựng khu nghỉ dưỡng.

5.2.2 Mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh xuống thị trường bất động sản miền 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.

Cụ thể, tại Đà Nẵng, SJS 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.

5.2.3 Nguồn vốn dành cho các dự án

Công ty luôn chủ động xây dựng phương án huy động vốn tối ưu để tài trợ cho các dự án bất động sản đang được triển khai. Với uy tín của Công ty và tiềm năng của các dự án bất động sản tại Hà Nội, SJS không gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn ngân hàng như một số công ty bất động sản khác. Công ty cũng hạn chế việc huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu nhằm tránh pha loãng cổ phiếu đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông.

Dự án khu đô thị Nam An Khánh



Nguồn: http://www.sudicosd.com.vn

CÁC DỰ ÁN TIỀM NĂNG

6.1 Khu đô thị mới Nam An Khánh

Nằm ở phía Tây thủ đô Hà Nội, thuộc địa bàn hai xã An Khánh và An Thượng, huyện Hoài Đức - Hà Nội. Tổng diện tích đất quy hoạch cho xây dựng khu đô thị mới là 288.8 ha. Khác biệt với quy hoạch của các khu đô thị khác, khu đô thị mới Nam An Khánh là một khu đô thị mới cao cấp có không gian mở và kiến trúc cảnh quan hiện đại bao gồm các khu biệt thự nhà vườn hiện đại có hệ thống hồ điều hòa nằm giữa các khu vực trung tâm của dự án. Dựa trên ý tưởng thiết kế quy hoạch sáng tạo vì cộng đồng, Khu đô thị mới Nam An Khánh được xây dựng theo mô hình một tổ hợp nhà biệt thự, nhà liền kề, khu chung cư cao tầng, khu văn phòng, khu trung tâm thương mại, siêu thị, khu vui chơi giải trí. Dự án cách trung tâm thành phố Hà Nội 10 km và cách trung tâm thể thao quốc gia Mỹ Đình 5 km. Dự án có một lợi thế là nằm trên trục đường cao tốc Láng Hòa Lạc, trục đường này sẽ đang được tiến hành mở rộng lên tới 120 m với 6 làn xe. Hiện tại, dự án đã được xây dựng xong hệ thống hạ tầng kĩ thuật và đã đưa vào kinh doanh từng phần đem lại hiệu quả cao.

- Quy mô: 288.8 ha
- Địa điểm : Xã An Khánh, Huyện Hoài Đức, Hà Nội
- Tổng vốn đầu tư : 2,600 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2006 – 2016
- Tiến độ: Hoàn thành hệ thống hạ tầng kĩ thuật

Hiện tại SJS đã tiến hành kinh doanh khoảng 15% đất có hạ tầng tại dự án này và thu được một khoản doanh thu và lợi nhuận lớn song triển vọng doanh thu và lợi nhuận tương lai của dự án này vẫn còn rất

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

lớn. Có thể khẳng định nguồn doanh thu và lợi nhuận chính của Công ty trong 3 năm tới vẫn đến từ dự án này. Chúng tôi cho rằng chiến lược kinh doanh từng phần dự án của Công ty là đúng đắn do xu hướng tăng giá đất tại dự án này qua các năm. Do đó lợi nhuận biên gộp của dự án trong các năm tiếp theo sẽ ngày một tốt hơn.

Dự án Nam An Khánh mở rộng



Nguồn: http://www.sudicosd.com.vn

6.2 Khu đô thị Nam An Khánh mở rộng:

Nằm ngay cạnh khu đô thị Nam An Khánh vừa được triển khai trong năm 2009. Dự án nằm ở phía Tây thủ đô Hà Nội, thuộc địa bàn xã An Khánh, huyện Hoài Đức với quy mô 33.68 ha. Khu đô thị này là một khu phức hợp dịch vụ tầm cỡ Quốc tế, bao gồm khu thể thao, giải trí, chung cư cao cấp, cao ốc văn phòng, trung tâm hành chính, ngân hàng.

Cho đến nay, SJS đã hoàn thiện khu dịch vụ và tái định cư cho người dân bị thu hồi đất, đồng thời Công ty đang hoàn thiện bản vẽ quy hoạch 1/500 trình các cơ quan có thẩm quyền phê duyệt. Trong năm 2010, SJS sẽ phấn đấu hoàn thiện Công tác giải phóng mặt bằng cho dự án này.

- Quy mô: 33.68 ha
- Địa điểm: Xã An Khánh, Huyện Hoài Đức, Thành phố Hà Nội
- Tổng vốn đầu tư : 16000 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2009 – 2013
- Tiến độ: Đang điều chỉnh quy hoạch tỷ lệ 1/500

Cho đến Quý III năm 2010 Công ty vẫn chưa tiến hành song công tác đền bù và giải phóng mặt bằng của dự án này. Chúng tôi cho rằng dự án chưa thể đem lại doanh thu và lợi nhuận cho Công ty trong năm 2010. Chúng tôi cho rằng khả năng Công ty hoàn thành công tác đền bù và giải phóng mặt bằng cho dự án trong năm nay theo kế hoạch là khó khả thi.

Dự án khu đô thị Văn La – Văn Khê



Nguồn: http://www.sudicosd.com.vn

6.3 Khu đô thị Văn La- Văn Khê:

Nằm ở vị trí trung tâm của quận Hà Đông trong quy hoạch chung đô thị đến năm 2020. Khu đất có vị trí thuận lợi về giao thông (nằm trên trục đường chính Quang Trung của quận Hà Đông – Quốc lộ 6 – tuyến đường huyết mạch nối liền Hà Nội và các tỉnh Tây Bắc thủ đô). Tổng vốn đầu tư hơn 50 triệu USD trên diện tích 12,0133 ha, khu nhà ở Văn La - Văn Khê mang phong cách kiến trúc kiến trúc Châu Âu được quy hoạch đồng bộ, hiện đại bao gồm công viên cây xanh, các cơ quan, công sở, trường học, khu vui chơi, giải trí, sân ten nít và các dịch vụ tiện ích.... Với các sản phẩm đa dạng phục vụ cho nhu cầu khác nhau của khách hàng như khu dân cư, khu chung cư cao tầng, khu biệt thự cao cấp. Khu nhà ở Văn La - Văn Khê là tổ hợp các công trình thương mại, công trình công cộng, văn phòng và nhà ở có cơ cấu hiện đại, đồng bộ về hệ thống kỹ thuật.

- Quy mô: 12.3 ha
- Địa điểm: Quận Hà Đông, Thành phố Hà Nội
- Tổng vốn đầu tư : 1300 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2009 – 2013
- Tiến độ: Đang được đầu tư xây dựng hạ tầng kĩ thuật

Trong năm 2010, SJS đã đầu tư đáng kể vào công tác xây dựng hạ tầng kĩ thuật tại dự án này. Hiện tại một phần đất có hạ tầng tại dự án có thể được đưa vào kinh doanh. Theo kế hoạch, Công ty có thể bán một phần đất có hạ tầng cho các nhà đầu tư thứ cấp trong Quý IV năm 2010 hoặc trong năm 2011.

6.4 Khu đô thị Phố Nối – Hưng Yên

Khu đô thị này có diện tích sử dụng đất là 101.455ha. Khu đô thị có lợi thế cách thủ đô Hà Nội khoảng 30km, gần quốc lộ 5 và quốc lộ 5B, đáp ứng nhu cầu của khách hàng là người đang sống và làm việc tại Hà Nội, Hưng Yên và các tỉnh lân cận. Tổng mức đầu tư phần hạ tầng kỹ thuật là 761 tỷ VND. Khu đô thị Phố Nối – Hưng Yên được quy hoạch đồng bộ bao gồm các khu biệt thự cao cấp, nhà liền kề, các khu chung cư, trung tâm thương mại… tăng tối đa tiện ích cho người sử dụng. Dự án hoàn thành sẽ tạo ra cho Hưng Yên một khu đô thị đẹp, hiện đại. Khu đô thị sẽ đáp ứng được nhu cầu sinh hoạt cao trong tương lai và góp phần phát triển kinh tế xã hội của địa phương.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

- Quy mô: 101 ha
- Địa điểm: Phố Nối, Hưng Yên
- Tổng vốn đầu tư : 761 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2011 – 2013
- Tiến độ: Đang được đầu tư xây dựng hạ tầng kĩ thuật

Trong năm 2010, SJS chưa đầu tư đáng kể vào công tác xây dựng hạ tầng kĩ thuật tại dự án này. Hiện tại Công ty chưa có kế hoạch kinh doanh cụ thể tại dự án này.

6.5 Dự án khu nhà ở Sudico – SPM:

Khu nhà ở SUDICO – SPM có vị trí thuộc khu dân cư Trường Lưu, phường Long Trường, Quận 9, thành phố Hồ Chí Minh. Khu nhà ở được xây dựng trên địa hình tương đối bằng phẳng, vị trí địa lý và mối quan hệ vùng thuận lợi: phía Đông giáp tuyến cao tốc vành đai 3, phía Nam giáp tuyến cao tốc thành phố Hồ Chí Minh - Long Thành, phía Bắc và phía Tây giáp khu dân cư xây dựng mới và 1 phần đường Trường Lưu.

Với quy mô 18,9 ha bao được quy hoạch bao gồm: các biệt thự cao cấp, khu chung cư cao tầng, trung tâm dịch vụ thương mại, khu thể dục thể thao, trường mẫu giáo, công viên cây xanh, hồ nước… Khu nhà ở được thiết kế quy hoạch đan xen, hợp lí giữa khu nhà ở với trung tâm thương mại, khu cây xanh, hồ nước nhằm tạo ra một không gian sống đảm bảo yếu tố cảnh quan và môi trường, phục vụ tốt nhất cho sinh hoạt của khu dân cư.

- Quy mô: 18.9 ha
- Địa điểm: Quận 9, Thành phố Hồ Chí Minh
- Tổng vốn đầu tư : 2,306 tỷ VND
- Thời gian xây dựng: 2011 – 2013
- Tiến độ: Đang được đầu tư xây dựng hạ tầng kĩ thuật

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ CÔNG TY SJS

7.1 Phân tích SWOT

Dựa trên cơ sở phân tích toàn diên mọi khía cạnh của Công ty SJS, chúng tôi cho rằng SJS đang có những điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức như sau:

Điểm mạnh: 1. Sở hữu các dự án bất động sản lớn, đầy tiềm năng với quỹ đất sạch lớn tại Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng. 2. Có khả năng tiếp cận vốn ngân hàng tốt hơn so với các công ty bất động sản khác nhờ uy tín tốt và các dự án có suất sinh lời cao. 3. Có nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai các dự án bất động sản khu đô thị, khu nhà ở.	**Điểm yếu:** 1. Triển khai nhiều dự án cùng một lúc do đó có nhiều dự án chưa đạt được tiến độ đặt ra.
Cơ hội: 1. Về dài hạn nhu cầu nhà ở tại các đô thị của Việt Nam vẫn rất cao nền kinh tế Việt Nam phát triển ổn định thúc đẩy quá trình đô thị hoá và nâng cao mức sống của người dân. 2. Giá đất tại các dự án khu đô thị Nam An Khánh, Văn La- Văn Khê có xu hướng tăng vững chắc trong các năm gần đây đảm bảo cho Công ty một khả năng sinh lời cao hơn các Công ty cùng ngành.	**Thách thức:** 1. Áp lực cạnh tranh trên thị trường bất động sản sẽ ngày một lớn khi số lượng các công ty tham gia vào lĩnh vực này đang ngày một tăng.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

7.2 Đánh giá khả năng hoàn thành chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận của SJS trong năm 2010

Theo NQĐHCĐ 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, trong 9 tháng đầu năm của công ty mới chỉ đạt 642 tỷ VND doanh thu và 440 tỷ VND lợi nhuận trước thuế hoàn thành lần lượt 27,7% kế hoạch doanh thu và 44% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lạc quan về khả năng đạt kế hoạch về lợi nhuận trước thuế của SJS vì phần lớn nguồn thu của Sudico sẽ đến vào cuối năm với việc hạch toán doanh thu tại dự án Nam An Khánh. Theo tính toán của chúng tôi, dự án Nam An Khánh vẫn có thể đem lại cho SJS khoản doanh thu là gần 1,775 tỷ VND nếu như Công ty tiếp tục bán đất nền tại dự án này theo kế hoạch.Với biên lợi nhuận tăng cao do giá bán đất nền tăng thì khả năng đạt được mức lợi nhuận trước thuế theo kế hoạch là rất cao.

7.3 Đánh giá tiềm năng dài hạn của công ty SJS

Công ty có quỹ đất lớn trên 2,750 ha tại các dự án trên địa bàn các tỉnh Hà Nội, Hòa Bình, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Quảng Nam và Thành Phố HCM và tập trung chính trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh khu dân cư, căn hộ cao cấp. Về dài hạn nhu cầu nhà ở tại Việt Nam vẫn sẽ tăng cao khi quá trình đô thị hóa được kỳ vọng là sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong các năm tới. Với các dự án sẵn có có giá vốn thấp SJS nhiều khả năng sẽ tiếp tục thu được lợi nhuận khả quan trong vài năm tới.

Về triển vọng dài hạn, dự án Nam An Khánh vẫn là nguồn thu chủ lực của công ty. Hiện nay, SJS mới chỉ kinh doanh 15% diện tích đất nền của dự án này. Bên cạnh đó, với nhiều dự án ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam đặc biệt là dự án Văn La – Văn Khê đã hoàn thành cơ bản công tác đền bù giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng kĩ thuật, triển vọng của Sudico trong tương lai là rất sáng sủa.

Tiềm lực tài chính vững mạnh cộng với uy tín cao giúp cho SJS luôn có đủ nguồn lực để tài trợ cho các dự án bất động sản của mình. Sản phẩm đất nền, căn hộ của Công ty luôn được tiêu thụ nhanh và mạnh giúp cho Công ty luôn có đủ lượng tiền mặt cần thiết để phát triển các dự án mới.

Trong thời gian tới, SJS sẽ thành lập 4 công ty con nhằm trực tiếp quản lý và khai thác các tiểu dự án trong các khu đô thị của Công ty. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi đúng đắn nhằm khai thác tối đa lợi thế đem lại khả năng sinh lời cao hơn cho Công ty.

TLS Vietnam: Level 6, Toserco Building
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi, Vietnam
Web site: www.tls.vn
Bloomberg : TLSV <GO>

Sales & Trading - Hanoi
Nguyen Viet Dzung
E: Dzung.nguyenviet@tls.vn

Sales & Trading - HCMC
Nathan Nguyen
E: nathan.nguyen@tls.vn

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cám ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHỐI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)

Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

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

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website**: www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đấu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010**,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.