BAOVIET Securities

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐỊA ỐC SÀI GÒN THƯƠNG TÍN - SCR

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG KHÔNG CAO - ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

Tháng 7/2013

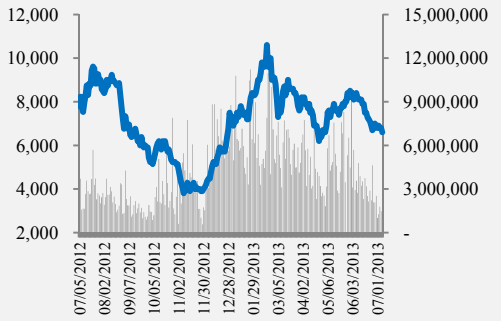
SCR [HSX]	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu*	**8,600**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (09/7/2013)	VND	6,900
Discount/Premium**	%	+25%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	1,036
Số cp lưu hành	Triệu cp	150.2
Số cp được chuyển nhượng tự do	Triệu cp	74.7
Giá trị công ty	Tỷ đồng	3,678
Diễn biến (30 ngày)	%	18.52%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	2,652,260
Lĩnh vực		*Tài chính*

*** Chênh lệch giữa giá thị trường và giá mục tiêu*

THÔNG TIN GIAO DỊCH



Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	-18.52%	-16.46%	-30.06%
Vs VN- index	-11.10%	-11.59%	-43.44%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Yến Vy

(84 8) 3 914 6888

Nguyenthiyenvy@baoviet.com.vn

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** về cổ phiếu SCR. Xét về mặt định giá, SCR có mức định giá khá hấp dẫn theo phương pháp NAV và P/B với những giả định thận trọng (cao hơn 25% mức giá đóng cửa ngày 10/7/2013), do SCR sở hữu quỹ đất lớn tọa lạc tại các vị trí tương đối tốt trong thành phố, và có vẻ như những quan ngại về tình hình tài chính của SCR đã khiến thị trường đang đánh giá thấp về cổ phiếu này.

Xét về mặt cơ bản, vẫn còn những vấn đề tồn tại khiến công ty tiềm ẩn nhiều rủi ro và nhà đầu tư cần cân nhắc khi đầu tư vào SCR, bao gồm: Dòng tiền thiếu ổn định, sụt giảm doanh thu và lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận thấp và sử dụng nhiều nợ. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong điều kiện thị trường tiêu thụ đóng băng khiến chi phí lãi vay vốn hóa tăng cao, dẫn đến giá vốn các dự án sắp triển khai giảm sức cạnh tranh. Thêm vào đó, khoản vay ngắn hạn 848 tỷ đồng và vay dài hạn 1,884 tỷ đồng tạo sức ép lớn về tài chính cho công ty. Do 76% các khoản vay đến từ cá nhân và các công ty khác trong khi nguồn tài trợ từ ngân hàng đang ngày càng thu hẹp, chúng tôi không chắc chắn về khả năng huy động vốn của SCR cho các dự án trong tương lai.

Công ty sở hữu quỹ đất lớn, khoảng 60ha, phân bố tại các quận 7, 8, 2, Thủ Đức, Tân Phú thuộc phía đông TP.HCM, nơi có diễn biến giao dịch sản phẩm dự án sôi động nhất thành phố. Tuy nhiên, **do hàng tồn kho lớn, tiêu thụ chậm khiến công ty bị đọng vốn.** Giá trị sổ sách của hàng tồn kho và các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn liên quan đến bất động sản của SCR tại thời điểm cuối Q1/13 là 5,472 tỷ đồng, chiếm đến 84% tổng tài sản.

Khả năng thanh toán đang nằm ở mức rủi ro. Tính đến cuối Q1/13, tỷ số thanh toán hiện hành của SCR là 2.1x. Tuy nhiên, do hàng tồn kho lớn, tỷ số thanh toán nhanh chỉ ở mức 0.6x và tỷ số thanh toán lãi vay 1.1x. Công ty chỉ còn lượng tiền mặt rất ít là 38 tỷ đồng.

Dự báo KQKD Q2/2012: sẽ chủ yếu ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng doanh thu từ dự án Belleza với biên lợi nhuận gộp khoảng 13%. Các khoản thu từ môi giới dự án không đáng kể. Chúng tôi ước tính Q2/13 SCR đạt 234 tỷ đồng DTT và 10.8 tỷ đồng LNTT.

Triển vọng 2013: Nguồn doanh thu chắc chắn nhất đến từ Belleza do việc bán hàng và thu tiền hầu như đã xong và việc ghi nhận chủ yếu liên quan đến sổ sách kế toán. Theo chúng tôi tính toán, nếu không có khoản thu nhập tài chính đột biến từ chuyển nhượng phần vốn góp trong dự án Celadon City, SCR sẽ bị lỗ khoảng 71 tỷ đồng trong năm nay. Ngược lại, SCR sẽ có thêm khoản thu nhập tài chính đột biến khoảng 200 tỷ đồng từ chuyển nhượng 32.1 triệu cổ phiếu CTCP Đầu tư BĐS Sài Gòn Thương Tín Tân Thắng với giá dự kiến 19,000 đ/cp.

Về triển vọng của thị trường bất động sản. Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục trong ngắn hạn. Thị trường vẫn còn rất khó khăn, do đó sản phẩm căn hộ thuộc phân khúc bình dân được ưa chuộng nhất trong khi các sản phẩm thuộc phân khúc trung – cao cấp sẽ vẫn khó tìm được đầu ra. Mặc dù Chính phủ có động thái tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản thông qua gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng, tuy nhiên, hiệu quả thực sự của chính sách này đối với thị trường bất động sản vẫn còn chưa rõ ràng. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ ấm dần lên kể từ năm 2015.

TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Thị trường bất động sản chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục. Hầu hết các dự án đang mở bán vẫn tiếp tục có lượng tiêu thụ khiêm tốn, chưa cho thấy dấu hiệu tăng trưởng trở lại. Trong khi đó, giá bán sản phẩm mặc dù không giảm trực tiếp, nhưng đã được chủ đầu tư kéo dài thời hạn thanh toán với lãi suất bằng 0%, cũng được xem như một hình thức giảm giá gián tiếp.

Sản phẩm căn hộ thuộc phân khúc bình dân có tính thanh khoản khá nhất trong điều kiện thị trường hiện tại. Theo ông Chris Brown, Giám đốc điều hành Cushman & Wakefield Việt Nam, việc thiếu vốn buộc nhiều chủ đầu tư đứng trước áp lực phải cơ cấu lại danh mục nhằm tập trung vào những dự án quan trọng nhất, đáp ứng được nhu cầu của người mua. Do đó, nguồn cung mới có sự chọn lọc hơn về loại hình, vị trí và mức giá. Các dự án BĐS cao cấp dần chuyển hướng sang dự án trung cấp - bình dân và tập trung vào người mua cuối cùng, thay vì hướng vào đối tượng mua đầu cơ như trước. Trong vòng 2 năm tới, các sản phẩm thuộc phân khúc trung – cao cấp sẽ vẫn khó tìm được đầu ra do phân khúc này đa số phục vụ cho nhu cầu đầu tư hoặc đầu cơ, mà nhu cầu này phụ thuộc vào điều kiện kinh tế vĩ mô.

Gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng vẫn chưa thể hiện hiệu quả rõ ràng. Động thái gần đây nhất của chính phủ trong việc gỡ khó cho thị trường bất động sản là việc đưa ra gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng, thông qua hỗ trợ lãi suất cho người mua nhà ở xã hội và nhà ở thương mại diện tích dưới 70 m², giá bán dưới 15 triệu đồng/m². Đối với nhà ở thương mại thuộc diện này, thì khả năng thanh toán của người được vay lãi suất ưu đãi sẽ phải phù hợp với tiêu chuẩn cho vay của ngân hàng (Theo hướng dẫn của Thông tư số 11/2013/TT-NHNN và Thông tư số 07/2013/TT-BXD ngày 15/5/2013). Như vậy, cả 2 đối tượng người mua được hưởng ưu đãi lãi suất vay này sẽ được chọn lọc hoặc bằng cơ chế hành chính hoặc bằng các tiêu chuẩn của ngân hàng nên quá trình này sẽ khá mất thời gian và cũng sẽ giới hạn đối tượng hưởng ưu đãi. Đồng thời, chính sách này sẽ khiến tăng cung sản phẩm căn hộ giá bình dân, thay vì tập trung giải quyết hàng tồn kho căn hộ trung-cao cấp vốn dĩ đang là vấn đề cấp bách hiện nay.

Khi phát triển dự án căn hộ thuộc nhà ở xã hội, các doanh nghiệp sẽ được hưởng tỷ suất lợi nhuận định mức vào khoảng 10-15%. Bên cạnh đó, giá bán và đối tượng mua sẽ do chính quyền địa phương quyết định. Cho nên, lợi nhuận trong phân khúc này không cao và tiến trình thực hiện sẽ khá bị động cho doanh nghiệp.

Do đó, mặc dù chính phủ có động thái tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản thông qua gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng, tuy nhiên, hiệu quả thực sự của chính sách này đối với thị trường bất động sản vẫn còn chưa rõ ràng. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ ấm dần lên kể từ năm 2015.

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐỊA ỐC SÀI GÒN THƯƠNG TÍN - SCR

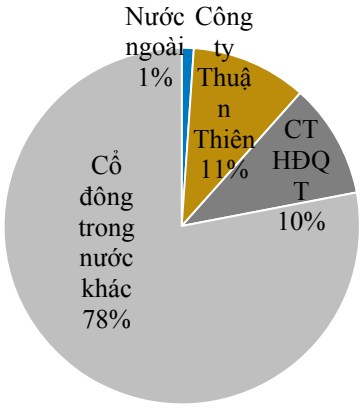
1. Sơ lược về công ty

Sacomreal (HNX: SCR) là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực phát triển và phân phối các dự án bất động sản phân khúc trung – cao cấp tại TP.HCM. Công ty thành lập từ năm 2004, xuất phát điểm chuyên về môi giới và tư vấn pháp lý, tư vấn thiết kế về bất động sản với số vốn điều lệ 11 tỷ đồng. Công ty niêm yết trên HNX tháng 11/2010 với mức giá đóng cửa phiên giao dịch đầu tiên là **26,100 đ/cp**, và hiện thuộc top 10 các công ty bất động sản niêm yết có vốn hoá lớn nhất tại Việt Nam.

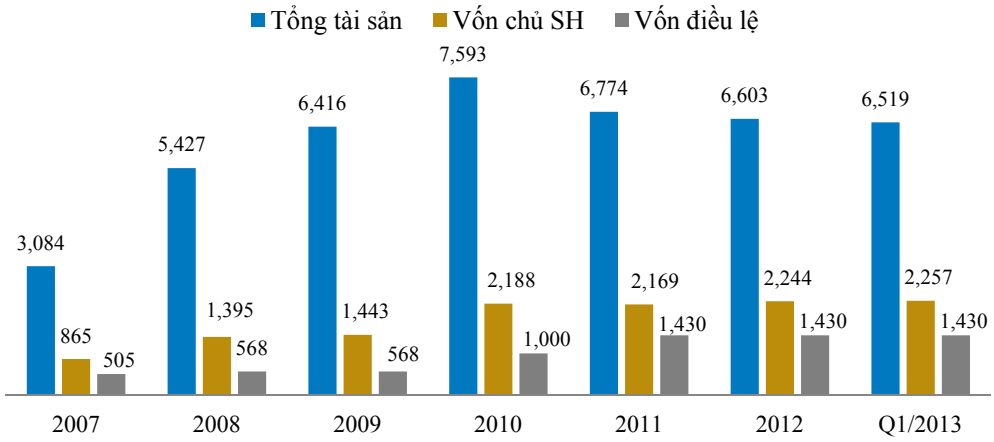
Hiện nay, vốn điều lệ của Sacomreal đã lên đến 1,430 tỷ đồng, Vốn chủ sở hữu 2,257 tỷ đồng, tổng tài sản lên đến 6,519 tỷ đồng. Trong giai đoạn từ năm 2007-2012, quy mô tổng tài sản của SCR tăng 16.5%, Vốn chủ sở hữu tăng 21% và vốn điều lệ tăng đến 23.1% (tốc độ tăng trưởng CAGR).

Cơ cấu sở hữu hiện nay tại SCR tương đối phân tán. 98.92% là cổ đông trong nước, trong đó đa số là cổ đông nhỏ lẻ. Chỉ có 2 cổ đông lớn nhất nắm trên 5% là Công ty TNHH Thương mại Đầu tư Thuận Thiên (nắm giữ 10.5%) và CTHĐQT Đặng Hồng Anh (nắm giữ 10.4%).

Hình 1: Cơ cấu cổ đông



Hình 2: Thông tin về tài sản – VCSH



Nguồn: BCTC SCR

2. Hoạt động kinh doanh

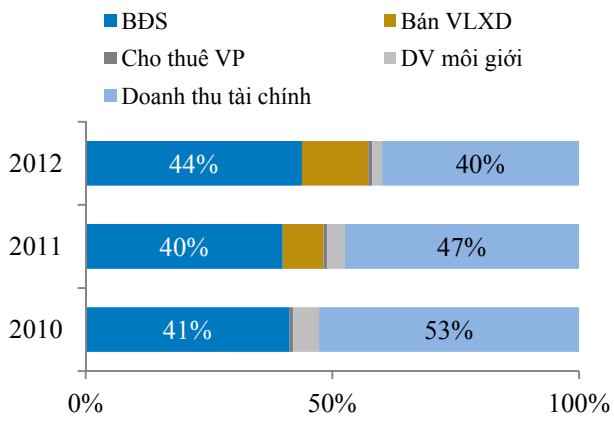
Sacomreal là thương hiệu mạnh trong lĩnh vực phát triển và phân phối bất động sản tại khu vực phía Nam. Trong những năm qua, với tiềm lực tài chính mạnh và kinh nghiệm trong lĩnh vực bất động sản, Sacomreal đã thực hiện thành công một số dự án lớn như chung cư Phú Lợi (quận 8, khởi công năm 2008 và bán hết trong 2010), chung cư Sacomreal Hòa Bình (hoàn thành và bán hết trong 2010), Chung cư Belleza (bán gần hết trong 2011-2012) và chuyển nhượng 65.49% Celadon City (năm 2010).

Doanh thu của SCR chủ yếu đến từ phát triển các dự án bất động sản (73-87%), phần nhỏ còn lại đến từ dịch vụ môi giới BĐS, cho thuê văn phòng, bán vật liệu xây dựng.

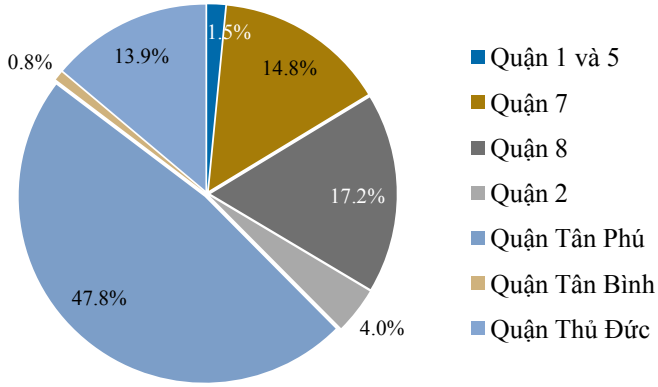
Doanh thu hoạt động tài chính là khoản thu nhập khá thường xuyên của SCR, hằng năm chiếm 40-53% tổng doanh thu, chủ yếu từ chuyển nhượng dự án cho nhà đầu tư cấp 2 và thanh lý chứng khoán đầu tư ngắn hạn.

Công ty sở hữu quỹ đất lớn, đủ để triển khai trong vòng 3-5 năm tới. SCR sở hữu quỹ đất lớn khoảng 60ha, phân bố tại các quận 7, 8, 2, Thủ Đức, Tân Phú, thuộc khu vực phía Đông TP.HCM. Đây là thị trường nhà đất tiềm năng và diễn biến giao dịch sản phẩm dự án sôi động nhất thành phố.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu SCR



Hình 4: Phân bố quỹ đất



Nguồn: BVSC tổng hợp

3. Tình hình tài chính

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

Doanh thu của SCR biến động mạnh qua các năm. Trong giai đoạn 2009-2012, tổng doanh thu của SCR (gồm doanh thu thuần và doanh thu hoạt động tài chính) và LNST của SCR đạt đỉnh vào năm 2010 (1,117 tỷ DTT, 427 tỷ LNST) do năm này ghi nhận thu nhập từ hàng loạt các dự án bất động sản lớn. DTT và LNST có sự trồi sụt mạnh qua các năm do doanh thu của SCR hoàn toàn phụ thuộc vào việc bán hàng và ghi nhận doanh thu theo tiến độ bàn giao dự án, mà điều này tùy thuộc nhiều vào điều kiện thị trường và tiến độ thanh toán của khách hàng.

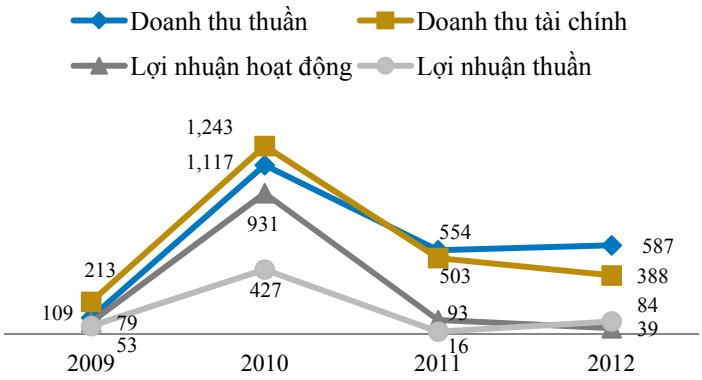
DTT và LNST năm 2011 sụt giảm mạnh so với 2010. DTT giảm 50% và LNST giảm đến 96%. Nguyên nhân ngoài việc tiến độ bán hàng chậm hơn năm 2010, có dự án bán được hàng nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu thì việc tăng chi phí quản lý, lỗ từ công ty liên kết cũng góp phần làm cho LNST giảm mạnh.

Sang năm 2012, mặc dù SCR đặt kế hoạch nhiều tham vọng (DTT 1,403 tỷ đồng, LNTT 110 tỷ đồng) trong điều kiện thị trường bất động sản còn rất khó khăn, công ty đã không hoàn thành kế hoạch DT (chỉ đạt 45% kế hoạch) do chưa đủ điều kiện ghi nhận hết doanh thu từ dự án Belleza. Tuy nhiên, SCR đã vượt kế hoạch LNTT 15% nhờ thanh hoán toàn bộ 17,300,000 cổ phiết STB, mang lại khoản thu nhập 300 tỷ đồng. Dự án Belleza được chuyển sang kế hoạch hoàn tất chuyển nhượng và ghi nhận trong năm 2013.

Tỷ suất sinh lời thấp so với quy mô vốn của công ty. Tỷ suất lợi nhuận của SCR biến động rất mạnh qua các năm. Trong năm 2010 và 2012, biên lợi nhuận thuần cải thiện rất tốt nhờ sự đóng góp đáng kể từ thu nhập tài chính. Cụ thể, năm 2010, SCR có khoản lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng 65.49% dự án Celadon cho Gamuda và trong 2012, công ty đã thanh hoán cổ phiếu STB như đã đề cập ở phần trên.

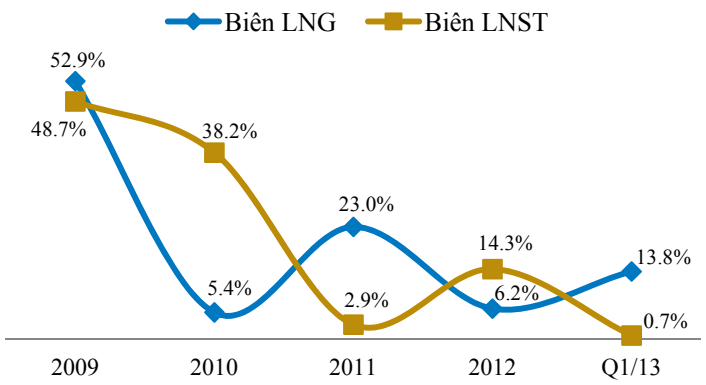
ROA và ROE của SCR lần lượt chỉ vào khoảng 1.3% và 4% kể từ năm 2012 đến nay. Biên lợi nhuận mỏng cùng với sự sụt giảm trong tổng doanh thu đã khiến lợi nhuận tạo ra chưa tương xứng với quy mô tổng tài sản và quy mô vốn chủ sở hữu của công ty.

Hình 5: Doanh thu – Lợi nhuận



Nguồn: SCR và BVSC

Hình 6: Tỷ suất lợi nhuận



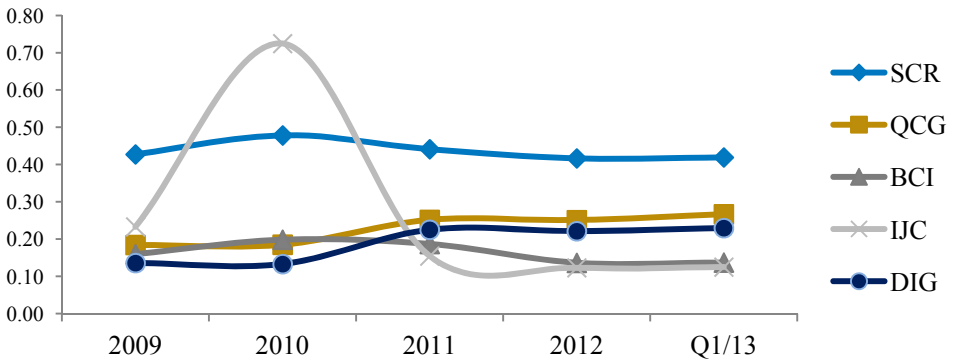
Nguồn: SCR và BVSC

Tình hình tài chính

Vòng quay hàng tồn kho chậm khiến công ty bị đọng vốn. Giá trị sổ sách của hàng tồn kho và các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn liên quan đến bất động sản của SCR tại thời điểm cuối Q1/13 là 5,472 tỷ đồng, chiếm đến 84% tổng tài sản. Đáng lưu ý là chỉ riêng dự án Jamona City đã chiếm 44.5% khoản mục hàng tồn kho. Thông thường, khi thị trường bất động sản diễn tiến khả quan, thì hàng tồn kho lớn được xem như hoạt động tích lũy quỹ đất cho sự phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Tuy nhiên, do thị trường bất động sản gần như đóng băng từ cuối 2010 đến nay khiến sản phẩm tiêu thụ chậm, vòng quay hàng tồn kho của SCR từ 2011 đến nay ở mức rất thấp, chỉ 0.17-0.19 vòng. Các dự án rất tiềm năng như Belleza, Carillon mặc dù tiêu thụ rất tốt trong năm 2012 nhưng do chưa hoàn tất việc xây dựng và giao nhà nên chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu, dẫn đến khoản mục hàng tồn kho liên quan đến 2 dự án này vẫn còn khoảng 1,100 tỷ. Dự án Belleza sẽ được ghi nhận hết trong năm 2013 và Carillon sẽ được ghi nhận trong nửa đầu năm 2014.

Tỷ lệ nợ vay cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hệ số Tổng nợ vay/Tổng tài sản của SCR trong các năm qua thường trên 0.40x, cao gấp đôi các doanh nghiệp có quy mô tài sản tương đương như QCG, BCI, IJC và DIG. Tại thời điểm 31/3/2013, hệ số này của SCR là là 0.42x, trong khi của QCG là 0.27x, của BCI là 0.14x, của IJC là 0.12x và của DIG là 0.23x.

Hình 7: Hệ số Tổng nợ vay/Tổng tài sản của một số doanh nghiệp BĐS



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của SCR cuối Q1/13 là 1.2x. Công ty đang có khoản vay ngắn hạn 848 tỷ đồng và vay dài hạn 1,884 tỷ đồng. Lãi suất vay vào khoảng 14-16%/năm cho vay ngắn hạn và khoảng 16.5% cho các khoản vay dài hạn. Tín hiệu tốt là trong 2 năm vừa qua, mặc dù thị trường bất động sản xuống dốc nhưng SCR nhờ chuyển nhượng dự án Tân Thắng (Celadon City) cho Gamuda Land (năm 2010) và thanh lý cổ phiếu STB (2012) nên đã trả bớt 900 tỷ đồng nợ vay, giảm tổng dư nợ từ mức 3,632 tỷ đồng cuối năm 2010 còn 2,732 tỷ đồng cuối Q1/13. Cơ cấu nợ vay cũng có sự chuyển dịch tích cực theo hướng giảm nợ vay ngắn hạn chuyển sang vay dài hạn, từ đó giảm rủi ro trong sử dụng đòn bẩy tài chính.

Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí. Do sử dụng đòn bẩy tài chính cao, SCR chịu áp lực lãi vay lớn. Tỷ lệ lãi vay/tổng chi phí của SCR từ mức 16.3% trong năm 2010 đã tăng mạnh lên mức 26.8% trong năm 2011và giảm xuống mức 22.5% trong năm 2012. Điều này khiến tỷ suất lợi nhuận sau thuế/tổng doanh thu của SCR đạt thấp so với ngành, ở mức 8.6% năm 2012.

Khả năng thanh toán đang nằm ở mức rủi ro. Tính đến cuối Q1/13, tỷ số thanh toán hiện hành của SCR là 2.1x. Tuy nhiên, do hàng tồn kho lớn, tỷ số thanh toán nhanh chỉ ở mức 0.6x và tỷ số thanh toán lãi vay 1.1x. Công ty chỉ còn lượng tiền mặt rất ít là 38 tỷ đồng. Doanh thu thuần năm nay vào khoảng 911 tỷ đồng, thấp hơn số nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đến hạn phải trả, và khoản lãi vay khoảng 260 tỷ đồng. Do đó, nếu không có thêm khoản chuyển nhượng Celadon City, SCR sẽ gặp rất nhiều khó khăn về thanh khoản.

Nguồn vốn tài trợ cho các dự án đang ngày càng phụ thuộc vào nguồn vay cá nhân và các công ty khác. Các khoản vay từ ngân hàng chỉ chiếm 24% tổng nợ, phần còn lại 76% là vay từ các cá nhân và các công ty khác, gồm có Công ty TNHH MTV Giáo dục Toàn Thịnh Phát, Công ty Thành Thành Công. Các nguồn vốn được tài trợ bởi ngân hàng ngày càng thu hẹp. Do đó, chúng tôi không chắc chắn về khả năng huy động vốn của SCR để phát triển dự án trong tương lai.

4. Triển vọng năm 2013

TÌNH HÌNH KINH DOANH QUÝ 1/2013

CHỈ TIÊU	% KH	2013 KH	Q1 2013	% KH	Q1 2012	yoy
Doanh thu thuần	*36.2%*	1,149,602	201,243	*17.5%*	101,811	*+97.7%*
LNTT	*111.1%*	150,000	2,036	*1.4%*	93,773	*-97.8%*
LNST	-	112,500	1,390	*1.2%*	91,383	*-98.5%*

Doanh thu tăng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế suy giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Trong quý đầu năm 2013, doanh thu thuần của SCR tăng gần gấp đôi so với mức thực hiện của năm ngoái, đạt 201 tỷ đồng, trong đó 197 tỷ đồng đến từ việc tiếp tục ghi nhận một phần dự án Belleza. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế rất khiêm tốn, chỉ 1.4 tỷ đồng, chỉ bằng 1.5% so với cùng kỳ năm ngoái do hầu hết lợi nhuận Q1/12 đến từ khoản thu nhập phát sinh từ công ty liên doanh liên kết (riêng phần được chia từ CTCP BĐS Sài Gòn Thương Tín Tân Thắng là 89 tỷ đồng, đến từ việc chuyển nhượng phần diện tích đất thương mại của Celadon City cho Tập đoàn bán lẻ Aeon).

Như vậy, sau Q1, SCR đã hoàn thành 17.5% kế hoạch doanh thu và chỉ 1.4% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của năm nay. Kế hoạch LNTT của năm nay cũng được đặt cao hơn 23% mức thực hiện của năm ngoái.

DỰ BÁO QUÝ 2 VÀ TRIỂN VỌNG CẢ NĂM 2013

Q2/12 sẽ chủ yếu ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng doanh thu từ dự án Belleza với biên lợi nhuận gộp khoảng 13%. Các khoản thu từ môi giới dự án không đáng kể.

Năm 2013 sẽ chủ yếu ghi nhận doanh thu từ Belleza. Đây là nguồn doanh thu chắc chắn nhất, do việc bán hàng và thu tiền hầu như đã xong (chỉ còn 10 căn penthouse và tầng thương mại chưa bán), và việc ghi nhận chủ yếu liên quan đến sổ sách kế toán. Các nguồn thu khác có độ chắc chắn không cao do tính đột biến của nó, bao gồm khoản chuyển nhượng phần vốn góp trong Celadon City và một số tài sản khác như dự án Lương Định Của, cao ốc Lũy Bán Bích - Cầu Tre,…

Theo chúng tôi tính toán, nếu không có khoản thu nhập tài chính từ chuyển nhượng phần sở hữu của SCR trong Celadon City, SCR sẽ bị lỗ khoảng 71 tỷ đồng năm 2013. Do đó, việc chuyển nhượng Celadon City được xem là rất cấp thiết trong năm nay, nhằm có nguồn tiền thu về để thanh toán các khoản nợ đến hạn. Theo thông tin từ phía công ty, các thủ tục chuyển nhượng đã gần hoàn tất với lợi nhuận dự kiến khoảng 200 tỷ đồng. Việc thoát lỗ và cải thiện thanh khoản của SCR trong năm 2013 sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào thương vụ chuyển nhượng này. Do tính chất quan trọng nhưng mang tính đột biến đó, trong mô hình dự phóng, chúng tôi tạm thời chưa tính đến thương vụ này và đưa ra kịch bản thận trọng nhất. Nếu dự án này được chuyển nhượng với giá 19,000 đ/cp như SCR dự kiến, công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận tài chính thêm hơn 200 tỷ đồng.

Dự báo KQKD	Q2/13	2013 (*)
Doanh thu thuần	234,085	911,447
Doanh thu hoạt động tài chính	19,898	79,645
Lợi nhuận trước thuế	10,858	(71,032)

**Khôngtính đến khả năng chuyển nhượng và ghi nhận Celadon.*

Thông tin chi tiết các dự án có khả năng tạo DT-LN trong năm nay như sau:

- **Dự án Belleza (Q.7):** sẽ được ghi nhận hết trong năm 2013 cho phần 565/575 căn đã bán xong do dự án đã bàn giao nhà từ T11/2012 và tiến độ thu tiền khá tốt. Lũy kế đến hết Q1/13, dự án đã ghi nhận 347 tỷ đồng. Q2/13 tiếp tục ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng và phần còn lại khoảng 380 tỷ đồng dành cho 6 tháng cuối năm. Dự án hiện chỉ còn khoảng 10 căn penthouse và tầng thương mại chưa được bán. Trong số 6 tầng thiết kế cho mục đích thương mại bán lẻ, SCR đã được chấp thuận lấy 2 tầng thiết kế lại làm 200 căn hộ nhỏ và phần này sẽ được bán và ghi nhận trong năm tới. Tính chung cả năm 2013, doanh thu từ Belleza vào khoảng 777 tỷ đồng và lợi nhuận gộp khoảng 101 tỷ đồng.
- **Doanh thu từ mảng môi giới:** Mảng môi giới dự án phụ thuộc vào tình hình thị trường chung. Với tình hình thị trường bất đống sản tiếp tục trầm lắng trong hai quý đầu năm, mảng môi giới của SCR hầu như đóng băng với lượng giao dịch thành công ít dẫn đến doanh thu môi giới không đáng kể. Thị trường chưa có dấu hiệu hồi phục trong hai quý cuối năm nên phần doanh thu này khó kỳ vọng đạt cao.

- **Thanh lý bớt tài sản:** SCR cũng có thể gia tăng dòng tiền từ việc chuyển nhượng các dự án nhỏ đang nằm trong danh mục hàng tồn kho của công ty, bao gồm: dự án Lương Định Của (giá vốn 104 tỷ đồng), cao ốc Lũy Bán Bích - Cầu Tre (giá vốn 12 tỷ đồng)...
- **Thu nhập khác:** Theo thoả thuận ngày 25/12/2012, CTCP Đầu tư BĐS Sài Gòn Thương Tín Tân Thắng (chủ đầu tư dự án Celadon City) sẽ thanh toán 488,235 USD trong năm 2013 cho khoản chênh lệch từ tiền sử dụng đất của Celadon City mà SCR được hưởng lợi.
- **Thoái vốn tại Celadon City:** đây là dự án được SCR kỳ vọng sẽ hoàn tất chuyển nhượng và ghi nhận doanh thu hoạt động tài chính trong năm nay, với khoản lợi nhuận dự kiến khoảng hơn 200 tỷ đồng (Giá trị ghi nhận trên bảng cân đối kế toán của dự án này là 537.4 tỷ đồng). Dự án Celadon City có quy mô 82 ha tại quận Tân Phú, SCR còn phần sở hữu 34,51% trong dự án này (32,100,000 cổ phiếu với giá vốn 11,695 đ/cp), phần còn lại đã chuyển nhượng cho Tập đoàn Gamuda Land năm 2010. Dự án đang bước vào giai đoạn bàn giao 263 căn hộ đầu tiên trong số 1,500 căn hộ của phân khu Ruby. SCR đang đàm phán bán phần 34.51% cho một đối tác nước ngoài khác. Phía công ty cho biết, việc đàm phán có triển vọng thành công trong những tháng sắp tới và SCR sẽ ghi nhận phần lợi nhuận tài chính này trong các tháng cuối năm 2013. Chúng tôi cho rằng SCR sẽ phải hoàn thành việc chuyển nhượng Celadon trong năm nay, do áp lực phải trả lãi và gốc vay là khá lớn. Cuối Q1/2013, tổng nợ vay của SCR là 2.732 tỷ đồng, trong đó nợ vay ngắn hạn 848 tỷ đồng. Mức lãi vay phải trả trong năm ước tính gần 260 tỷ đồng.

5. Triển vọng sau 2013

Sau 2013, nguồn thu của SCR sẽ đến từ những dự án chính gồm Carillon, Belleza, Arista Villas và Jamona City. Dựa trên những thông tin có được, BVSC dự kiến nguồn thu của SCR trong 2 năm sắp tới như sau:

Năm	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (dự kiến)	**817**	**1,238**	**513**
Belleza	794	200	29
Carillon	-	619	-
Arista Villas	-	228	228
Jamona City	-	159	238
DT Môi giới	15	24	10
Cho thuê VP	8	8	8

Chi tiết về tính khả thi của những nguồn thu này như sau:

- **Dự án Carillon (Q. Tân Bình):** dự kiến giao nhà vào Q4/2013. Do đó, doanh thu bắt đầu được ghi nhận trong năm 2014.

  Dự án Carillon bao gồm 307 căn nhà ở thương mại và 147 căn nhà ở xã hội. Trong đó, phần nhà ở thương mại hầu như đã bán xong, chỉ còn khoảng 10 căn, doanh thu khoảng 510 tỷ đồng. Đã thu tiền 60%. Phần nhà ở xã hội chia làm 2 đợt bán, trong đó đợt 1 gồm 65 căn đã được duyệt, sắp thu tiền và giao nhà. Phần nhà ở thương mại có giá bán khoảng 18 tr/m2 (chưa thuế) trong khi giá bán của nhà ở xã hội khoảng 12.4 tr/m². Phần nhà ở xã hội trong dự án này thuộc diện được hưởng lợi từ gói cứu trợ 30,000 tỷ vừa được thực thi từ ngày 01/6 vừa qua. Tuy nhiên, SCR cho biết việc tiêu thụ nhà ở xã hội mất khá nhiều thời gian do thủ tục hành chính liên quan đến đối tượng người mua và giá bán do chính quyền địa phương quyết định.

  Chủ đầu tư của dự án Carillon là Công ty May Tiến Phát. Từ ngày 11/10/2012, Công ty May Tiến Phát đã trở thành công ty con của SCR với phần sở hữu 57.96%. Việc gia tăng sở hữu của SCR tại công ty này sẽ khiến SCR gia tăng DT-LN từ phần hợp nhất DT-LN của dự án Carrilon.

- **Arista Villas:** Dự án đang trong giai đoạn làm hạ tầng (xong 80% hạ tầng kỹ thuật), gồm 238 nền, đã xong nhà mẫu. Tiền sử dụng đất còn phải trả dự kiến khoảng 80 tỷ đồng hoặc có thể ít hơn, đóng vào khoảng tháng 7/2013. Sau khi đóng xong, SCR sẽ tính lại giá vốn và mở bán. Nếu chi phí sử dụng đất là 80 tỷ đồng như dự kiến thì giá vốn của Arista vào khoảng 10 triệu đồng/m². Số lượng nền mở bán chưa xác định, còn tùy thuộc vào điều kiện thị trường. Dự án sẽ đóng góp vào doanh thu từ năm 2014. Chúng tôi dự kiến dự án sẽ bán và ghi nhận trong 2 năm 2014-2015.

- **Jamona City:** Đây là dự án khu phức hợp với tổng diện tích toàn khu lên đến 10.6 ha (đã giải tỏa 96%), tại khu vực Rạch Bà Bướm, Q.7 với tổng đầu tư dự kiến khoảng 4,700 tỷ đồng. Dự án đang làm hạ tầng cho khu đất nền (khoảng hơn 100 nền) & hoàn thiện nhà mẫu. Cần lưu ý là dự án Jamona City chưa tính được tiền sử dụng đất và điều này có thể mất nhiều thời gian để hoàn tất thủ tục. Sau khi đóng xong tiền SDĐ, tùy tình hình thị trường mà có thể mở bán phần đất nền của dự án này, nhưng sẽ mở bán sau dự án Arista. Do đó, doanh thu từ dự án sớm nhất có thể được ghi nhận vào 2014.

Chúng tôi khá lo ngại vì chi phí đền bù giải phóng mặt bằng (bao gồm cả chi phí lãi vay vốn hóa) của dự án khá cao, vào khoảng 13-14 triệu đồng/m². Theo đó, nếu tính riêng cho phần đất thương mại với mật độ xây dựng khoảng 50%, thì giá vốn cho phần này vào khoảng 29 triệu đồng/m² (chưa tính tiền sử dụng đất và chi phí làm hạ tầng). Hiện tại, giá đất nền giao dịch tại khu vực này vào khoảng 18 triệu đồng/m2, thấp hơn nhiều so với chi phí của Jamona City. Khi đánh giá lại giá trị dự án Jamona City trong mô hình NAV, chúng tôi chiết khấu thêm 20% từ mức giá thị trường.

Ngoài ra, danh mục dự án đang trong giai đoạn đầu tư của SCR còn bao gồm 2 dự án khá lớn là Tản Đà Charmington và dự án Hoa Đồng, đang được đầu tư dưới dạng công ty liên kết.

- **Tản Đà Charmington (Q.5):** Đây là dự án Khu liên hợp căn hộ cao cấp có tổng diện tích 5,077 m2, tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 2,760.5 tỷ đồng, được phát triển bởi CTCP Đầu tư An Phước Gia trong đó SCR đang sở hữu 45.11%.

- **Hoa Đồng:** đây là dự án của Công ty TNHH DV XD SX Hoa Đồng. SCR đã mua lại 65% dự án với giá 319 tỷ đồng. Tuy nhiên, do công ty Hoa Đồng chưa hoàn thành đầy đủ nghĩa vụ nên SCR mới chỉ thanh toán 200 tỷ đồng và khoản mục đầu tư vào dự án này vẫn thuộc mục Đầu tư dài hạn khác trong báo cáo tài chính hợp nhất của SCR.
- SCR đang có một khoản "cho vay ngắn hạn đến các công ty và cá nhân" lên đến 664 tỷ đồng và phía công ty cho biết đây cũng là số tiền tiếp tục đầu tư vào các dự án bất động sản tại các công ty liên doanh liên kết.

Các dự án Charmington và Hoa Đồng đang trong giai đoạn đầu tư ban đầu, được xếp vào nhóm ưu tiên 3 nên công ty chưa công bố nhiều thông tin.

6. Kế hoạch đầu tư 2013

Capex 2013	Số tiền (tỷ đồng)	Nguồn tài trợ
Belleza	150	Nguồn thu của chính dự án
Carillon	200	Nguồn thu của chính dự án
Arista Villas	80	Ngân hàng Liên Việt
Jamona City	50	Tuỳ thuộc công ty tự cân đối dòng tiền

Hiện nay, SCR đang tập trung đầu tư vào 4 dự án trọng điểm bao gồm: Belleza, Carillon, Jamona, Arista Villas. Trong đó, Belleza và Carillon là 2 dự án chung cư cuối cùng trong giai đoạn này, và hiện SCR đang chuyển sang phân khúc nhà và biệt thự liền kề diện tích nhỏ với mức giá 3-5 tỷ đồng/căn với hai dự án Arista Villas và Jamona City.

Việc chuyển hướng sang phân khúc biệt thự trung cấp có thể chưa đáp ứng đúng nhu cầu của số đông người mua trong giai đoạn này, tuy nhiên giúp cải thiện vấn đề thanh khoản cho công ty trong khi chờ thị trường hồi phục. Ngoài việc phải đóng thêm tiền sử dụng đất cho Jamona và Arista, thì chi phí làm hạ tầng cho dự án đất nền sẽ thấp hơn nhiều so với chi phí xây dựng chung cư cao tầng. Chưa kể, hạ tầng có thể làm từng phần theo tiến độ bán hàng và tiến độ thanh toán. Do đó, việc chuyển đổi phân khúc sản phẩm này phù hợp với điều kiện thắt chặt dòng tiền của SCR trong thời điểm hiện tại.

Trong 6 tháng cuối năm, SCR sẽ cần đầu tư khoảng 500 tỷ đồng, bao gồm: tập trung hoàn tất xây dựng Belleza (cần thêm 150 tỷ đồng) và Carillon (cần thêm 200 tỷ đồng), hoàn thành việc đóng tiền sử dụng đất cho dự án Arista (dự kiến khoảng 80 tỷ đồng) và đầu tư thêm cho Jamona City (khoảng 50 tỷ đồng).

Nguồn tài trợ cho Belleza và Carillon đến từ nguồn thu của chính dự án, Arista được tài trợ vốn từ Ngân hàng Liên Việt và Jamona City tuỳ thuộc công ty tự cân đối dòng tiền.

7. Bảng cập nhật thông tin dự án

Tên dự án	Vị trí	% sở hữu (%)	Diện tích đất dự án m²	% đền bù giải tỏa	SL sản phẩm (căn hộ hoặc nền)	Diện tích kinh doanh m²	Đất sạch thuộc về SCR	Tiến độ
Chung cư								
Phú Mỹ Belleza	P. Phú Thuận, Q.7	50%	49,640	100%	1,150	172,500	24,820	Khởi công T9/2009. Đã bàn giao nhà từ T11/2012. SCR sở hữu 575 căn, đã bán gần xong, chỉ còn 10 căn penthouse và 6 tầng thương mại.
Carillon (Hoàng Hoa Thám)	Q. Tân Bình	61.4%	7,834	100%	454	38,590	4,810	Gồm 307 căn TM & 147 căn NOXH, trong đó tổng số căn hộ đã bán 274 căn tương ứng với doanh thu khoảng 470 tỷ đồng. 15/1/2013 cất nóc, đang bán các căn NOXH. Dự kiến giao nhà Q4/2013.
Celadon City	Q. Tân Phú	34.51 %	825,261	100%	8,577	675,000	284,798	Hợp tác với Gamuda Land (Malaysia). Đang xây dựng khu Ruby.
Tản Đà (Charmington)	Q.5	38%	5,077	74%	298	40,149	1,428	Đang xin đầu tư
Sacomreal Tran Xuan Soan	Q.7	100%	8,137	100%	-	8,137	8,137	Đất sạch
Cống Quỳnh Plaza	Q.1	100%	7,812	100%	-	7,812	7,812	Đất sạch
Bình Khánh	P. Bình Khánh, Q.2	87%	27,393	100%	-	27,393	23,832	Đang trong giai đoạn ép cọc đại trà
Tổng (Chung cư)			**962,247**			**926,239**	**410,718**	
Đất nền								
Arista Villas	Q. Thủ Đức	90%	91,966	100%	238	45,983	82,770	◆ Đang làm hạ tầng, cảnh quan, nhà mẫu… ◆ Chưa đóng tiền SDĐ ◆ Dự kiến mở bán vào Q3/2013.
Jamona City	P. Phú Thuận, Q.8	100%	105,953	97%	201	44,500	102,774	Đang xây dựng hạ tầng & hoàn thiện nhà mẫu
Jamona Riverside (Tên cũ: Fortuna Garden)	Q.7	74%	74,435	100%	200	n/a	55,082	Đang xin cấp phép quy hoạch
Thống Nhất Hill	Lâm Đồng	90%	1,002,605	0%	-	401,042	-	n/a
Tổng (Đất nền)			**1,200,524**			**491,525**	**185,544**	
TỔNG CỘNG			**2,162,771**			**1,417,765**	**596,262**	

Nguồn: BVSC tổng hợp

8. Định giá cổ phần

- **Phương pháp NAV:** Do SCR là doanh nghiệp thuần kinh doanh bất động sản, với quỹ đất khá lớn, nên chúng tôi tiến hành đánh giá lại danh mục tài sản của SCR theo phương pháp NAV, cụ thể là đánh giá lại những dự án có giá trị lớn và ảnh hưởng trọng yếu đến giá trị tài sản của SCR, dựa trên những giả định thận trọng.
  - Đối với dự án đã bán xong nhưng chưa ghi nhận doanh thu như Belleza, không đánh giá lại.
  - Đối với dự án đang bán dở dang như Carillon, thì phần đánh giá lại dựa trên giá bán đã thực hiện của doanh nghiệp cho phần nhà ở thương mại và giá bán sắp được duyệt của NOXH.
  - Đối với các dự án còn đang trong giai đoạn làm hạ tầng như Jamona City và Arista Villas, chúng tôi định giá theo mức giá đất nền giao dịch tại khu vực này có chiết khấu thêm 20% và trừ đi các chi phí mà SCR còn phải trả, bao gồm tiền sử dụng đất và/hoặc chi phí để hoàn thành hạ tầng.
  - Khoản vốn góp còn lại tại Celadon City được giả định chuyển nhượng với mức giá 17,000 đ/cp, cao hơn 45% giá vốn do mức độ tiềm năng của dự án này đối với các nhà đầu tư nước ngoài.
  - Kết quả định giá cổ phiếu SCR theo phương pháp NAV là **9,275 đ/cp.**

Chỉ tiêu	31/3/2013	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	**6,518,606**	**5,538,251**
Tài sản ngắn hạn	**4,731,695**	**3,675,015**
Đầu tư tài chính ngắn hạn	676,641	673,159
Hàng tồn kho	3,360,135	2,306,937
Trong đó: Dự án Bắc Rạch Bà Bướm (Jamona City)	*1,495,800*	*381,490*
Dự án Phú Mỹ-Belleza	*734,300*	*734,300*
Chung cư Carillon	*363,500*	*399,850*
Dự án Green Field -Arista	*370,400*	*383,510*
Tài sản ngắn hạn khác	122,768	122,768
Tài sản dài hạn	**1,786,911**	**1,863,236**
NỢ PHẢI TRẢ		**4,145,659**
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,435,470	1,511,795
Trong đó: Celadon City	*375,402*	*545,700*
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu		**2,268,160**
Số lượng cổ phần		150,149,895
Giá cổ phần (đ/cp)		**9,275**

- **Phương pháp P/B:**
  - P/B bình quân ngành lấy theo giá đóng cửa ngày 10/7/2013 chia cho book value bình quân 4 quí gần nhất của các cổ phiếu ngành BĐS có quy mô tương đương như QCG, BCI, IJC, DIG. Kết quả P/B bình quân ngành là 0.55x

- Book value dự báo 2013 của SCR là 14,510 đ/cp (Giả định cho trường hợp xấu, SCR không chuyển nhượng Celadon City và công ty lỗ 71 tỷ đồng).
- Kết quả định giá theo P/B của SCR là **7,972 đ/cp**.

❑ **Kết quả định giá cổ phiếu SCR như sau: 8,624 đ/cp**.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	9.275	50%	4,637
P/B	7,972	50%	3,986
Giá bình quân			**8,624**

9. Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** về cổ phiếu SCR. Xét về mặt định giá, SCR có mức định giá khá hấp dẫn theo phương pháp NAV và P/B (cao hơn 25% mức giá đóng cửa ngày 10/7/2013), do SCR sở hữu quỹ đất lớn tọa lạc tại các vị trí tương đối tốt trong thành phố, và có vẻ như những quan ngại về tình hình tài chính của SCR đã khiến thị trường đang đánh giá thấp về cổ phiếu này.

Xét về mặt cơ bản, vẫn còn những vấn đề tồn tại khiến công ty cần phải đẩy mạnh hơn nữa việc tái cấu trúc đang thực hiện nhằm giảm bớt rủi ro, bao gồm: Dòng tiền thiếu ổn định, sụt giảm doanh thu và lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận thấp và sử dụng nhiều nợ. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong điều kiện thị trường tiêu thụ đóng băng khiến chi phí lãi vay vốn hóa tăng cao, dẫn đến giá vốn các dự án sắp triển khai giảm sức cạnh tranh. Tuy nhiên, trong giai đoạn thị trường bất động sản còn đang rất khó khăn này, SCR đang cho thấy những bước đi đúng đắn trong việc tổ chức triển khai danh mục dự án và chú trọng vào việc cơ cấu tài chính để giảm bớt rủi ro thanh khoản.

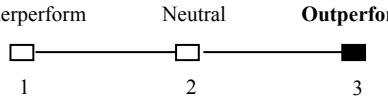
10. Rủi ro

Rủi ro thanh khoản: Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của SCR cuối Q1/13 là 1.2x. Khoản vay ngắn hạn 848 tỷ đồng và vay dài hạn 1,884 tỷ đồng tạo sức ép lớn về tài chính cho công ty. Do 76% các khoản vay đến từ cá nhân và các công ty khác trong khi nguồn tài trợ từ ngân hàng đang thu hẹp, chúng tôi không chắc chắn về khả năng huy động vốn của SCR cho các dự án trong tương lai. Doanh thu thuần năm nay vào khoảng 911 tỷ đồng, thấp hơn số nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đến hạn phải trả, và khoản lãi vay khoảng 260 tỷ đồng. Do đó, nếu không có thêm khoản chuyển nhượng Celadon City, SCR sẽ gặp rất nhiều khó khăn về thanh khoản.

Rủi ro sản phẩm - thị trường: Những sản phẩm sắp mở bán của SCR thuộc phân khúc đất nền biệt thự có giá 3-5 tỷ đồng/căn. Đây chưa phải là phân khúc dễ tiêu thụ trong điều kiện thị trường hiện tại. Trong khi đó, nguồn vốn tài trợ cho các dự án sắp mở bán như Arista Villas và Jamona City phần lớn đến từ vay nợ. Do đó, khi thị trường còn khó khăn và giá nhà đất chững hoặc giảm, việc bán hàng chậm sẽ khiến giá vốn của các dự án này tăng lên và có thể khiến dự án bị lỗ.

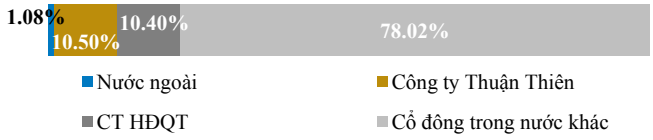
THÔNG TIN TÀI CHÍNH CỦA SCR

Khuyến nghị của BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Lần đầu		8,600	OUTPERFORM

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ
Công ty TNHH Thương mại Đầu tư Thuận Thiên	15,764,171	10.50%
Ông Đặng Hồng Anh	14,864,850	10.40%
CTCP Kho vận Thiên Sơn	2,369,000	5.69%

BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	1,117,066	554,309	586,811
Lợi nhuận gộp	60,681	127,309	36,381
EBITDA	825,134	286,371	403,223
Khấu hao	3,330	11,422	70,775
EBIT	821,804	274,949	332,448
Lợi nhuận trước thuế	589,288	16,207	122,255
Chi phí thuế	166,626	664	41,701
Cổ đông thiểu số	(3,974)	(636)	(3,357)
Lợi nhuận ròng	426,636	16,179	83,911
EPS	4,266	162	587

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	914,035	34,252	70,902
Khoản phải thu	1,482,139	1,578,686	570,744
Hàng tồn kho	2,424,642	2,678,570	3,381,605
Khác	64,993	89,952	115,799
Tài sản ngắn hạn	5,971,548	5,282,218	4,770,037
Tài sản cố định	9,020	18,238	21,699
Đầu tư dài hạn	1,143,372	1,045,433	1,441,819
Khác	99,542	277,327	38,184
Tổng tài sản	7,250,736	6,773,630	6,595,734
Nợ phải trả	5,082,017	4,570,580	4,247,456
Vay ngắn hạn	1,314,122	1,424,428	808,001
Khoản phải trả	323,473	456,299	138,619
Khác	1,090,322	1,098,512	1,338,623
Nợ ngắn hạn	2,748,013	3,001,994	2,300,801
Nợ dài hạn	2,317,598	1,564,236	1,942,656
Nợ khác	16,406	231	135
Tổng nợ	5,082,017	4,570,580	4,247,456
Nguồn vốn chủ sở hữu	2,164,210	2,169,357	2,255,640
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	4,509	33,693	92,637

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(102,285)	211,879	437,134
Dòng tiền từ HĐKD	500,668	(288,605)	212,597
Tiền chi mua sắm,xây dựng	34,864	(259,126)	(13,541)
Dòng tiền tự do	465,804	(29,479)	226,138
Thay đổi trong VCSH	420,416	25,579	60
Thay đổi trong nợ	3,877,984	1,157,958	4,355,822
Cổ tức phải trả	(99,518)	(83)	(10)
Dòng tiền ròng	802,987	(879,783)	36,651
Tiền mặt đầu kỳ	111,048	914,035	34,252
Tiền mặt cuối kỳ	914,035	34,252	70,902

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	72.9%	51.7%	68.7%
Biên lợi nhuận hoạt động	83.3%	16.8%	6.6%
Biên lợi nhuận ròng	38.2%	2.9%	14.3%
ROAA	6.2%	0.2%	1.3%
ROAE	23.7%	0.7%	3.8%
Tăng trưởng doanh thu	926.1%	-50.4%	5.9%
Tăng trưởng LNST	674.4%	-97.2%	654.3%
Tăng trưởng doanh thu /cp	482.8%	-50.4%	-26.0%
Tăng trưởng EPS	357.0%	-96.2%	262.7%
Tăng trưởng tổng tài sản	13.0%	-6.6%	-2.6%
Tỷ số thanh toán lãi vay	1.53	(0.94)	(0.42)
Nợ trên tổng tài sản	0.70	0.67	0.64
Nợ trên vốn chủ sở hữu	2.35	2.11	1.88
Doanh thu/tài sản	0.15	0.08	0.09
Capex/doanh thu	(0.01)	0.02	0.12
EPS cơ bản (VND)	4,266	162	587
EBITDA mỗi cp (VND)	3,488	(2,311)	(120)
Cổ tức	995	1	0
Giá trị sổ sách (VND)	21,642	21,694	15,774

CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Thị Yến Vy**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999