

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2/2013

Triển khai kinh doanh nhà liền kề/biệt thự tại Dự án Nam An Khánh. SJS vừa công bố chính thức tung 153 căn nhà liền kề, biệt thự và nhà vườn tại dự án Nam An Khánh ra thị trường với mức giá từ 17,8 triệu đồng đến 21,5 triệu đồng/m².

Được cấp 400 tỷ đồng trong gói hỗ trợ tín dụng 30.000 tỷ của Chính phủ. Sudico cũng được cấp khoảng 400 tỷ đồng xây nhà xã hội trong gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng của Chính phủ cho dự án Nhà ở xã hội CT8 - KĐT Nam An Khánh. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 956 tỷ đồng, có quy mô 1.361 căn nhà ở xã hội với tổng diện tích sàn là 99.684 m².

TRIỂN VỌNG 2013

Khả năng thanh khoản ngắn hạn thấp. Khả năng trả nợ ngắn hạn của SJS hiện ở mức thấp với hệ số thanh khoản nhanh chỉ ở mức khoảng 0,2. Trong năm 2013, SJS vẫn đang phải tiếp tục phải đối mặt với áp lực trả nợ gốc và lãi vay cho ngân hàng và các trái chủ với tổng số tiền phải trả khoảng 900 tỷ đồng, bao gồm cả các khoản nợ gốc chưa thanh toán được trong năm 2012 và có khả năng Công ty sẽ phải xin các chủ nợ gia hạn.

Khả năng đạt nhuận dương trong năm 2013: Khả năng đạt được lợi nhuận dương trong năm 2013 sẽ phụ thuộc vào khả năng bán các sản phẩm biệt thự đang chào bán tại dự án Nam An Khánh. Theo chúng tôi tính toán, để có lãi trong năm 2013, SJS sẽ phải bán thành công khoảng 50 căn biệt thự tại dự án Nam An Khánh trong trường hợp Công ty không bán lỗ dự án Hòa Hải.

Rủi ro thanh khoản cổ phiếu: Nếu không đạt được lợi nhuận dương trong năm 2013, SJS sẽ bị hủy niêm yết và giảm tính thanh khoản của cổ phiếu. SJS cũng đối mặt với rủi ro vỡ nợ do Công ty hiện đang thiếu nguồn tiền mặt để trả nợ cho các khoản nợ gốc đến hạn.

Khuyến nghị đầu tư. SJS là một công ty bất động sản có quỹ đất lớn, nằm ở vị trí thuận lợi trong đó dự án có tiềm năng lớn nhất là dự án Nam An Khánh với diện tích lớn và giá vốn đất thấp. Tuy nhiên, SJS đang gặp rủi ro cao về khả năng thanh khoản và khả năng bị hủy niêm yết. Theo chúng tôi định giá theo phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản giá trị của cổ phần SJS ở mức **29.500 đồng/cổ phần** (cao hơn 119% so với giá thị trường của cổ phần SJS). Cân nhắc giữa giá trị tài sản cao của SJS với rủi ro thanh khoản khá cao khi đầu tư vào cổ phiếu của Công ty, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với SJS.

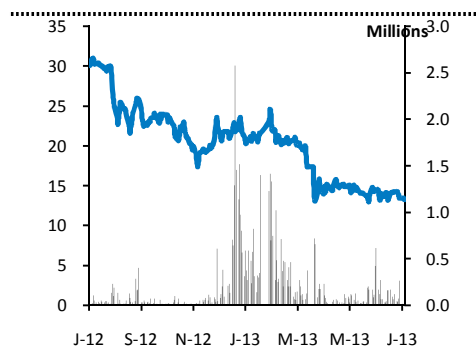
Một số chỉ tiêu dự báo của SJS

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu (tỷ VND)	1.017	143	51	320
EBITDA (tỷ VND)	617	(89)	(292)	96
EBIT (tỷ VND)	613	(91)	(301)	86
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	457	(91)	(303)	65
EPS (VND)	4.570	(967)	(3.225)	648
P/E (x)	3,17	(14,99)	(4,50)	22,37
P/B (x)	0,61	0,74	0,89	0,89
ROA (%)	12,2%	-1,9%	-5,7%	1,2%
ROE (%)	22,9%	-4,5%	-18,0%	4,2%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá định giá *	29.500
Giá thị trường (25/07/2013)	13.300
Khoảng giá 52 tuần	12.600-31.000
Khuyến nghị	NEUTRAL
Triển vọng 1 quý	Trung bình
Triển vọng 1 năm	Trung bình
Triển vọng dài hạn	Trung bình

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SJS	-33%	-4%	-30%	-36%
VN-Index	19%	0%	1%	26%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	SJS
Reuters	SJS.HM
Bloomberg	SJS VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.307
SL cổ phiếu lưu hành	99.041.940
KLGD bình quân 10 ngày	63.544

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phi Hùng

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	36,3%
Sở hữu nước ngoài	19,5%
Sở hữu khác	44,2%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	0
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	1.017	143	51	320
Giá vốn	346	115	198	138
Lợi nhuận gộp	671	28	(147)	183
Doanh thu tài chính	51	5	8	6
Chi phí tài chính	52	28	29	28
Lợi nhuận sau thuế	457	(91)	(303)	65

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	163	42	74	58
Các khoản phải thu ngắn hạn	363	358	335	346
Hàng tồn kho	127	3.828	4.183	4.183
Tài sản ngắn hạn khác	33	92	90	91
Tài sản cố định	3.138	230	238	247
Bất động sản đầu tư	4.0	3.8	3.6	3.7
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	535	603	560	560
Tài sản dài hạn khác	97	40	31	35
Tổng tài sản	4.467	5.196	5.513	5.524
Nợ ngắn hạn	1.590	2.600	2.255	1.856
Nợ dài hạn	640	729	1.698	1.698
Vốn chủ sở hữu	2.229	1.831	1.526	1.526
Tổng nguồn vốn	4.467	5.196	5.513	5.524

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-9%	-86%	-65%	532%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-35%	-120%	233%	-121%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	66%	20%	-291%	57%
Lợi nhuận thuần biên (%)	45%	-64%	-597%	20%
ROA (%)	12%	-2%	-6%	1%
ROE (%)	23%	-4%	-18%	4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	50%	64%	72%	64%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	100%	182%	259%	233%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.570	(967)	(3.225)	648
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.745	19.501	16.258	16.258

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN

Việc thực hiện kế hoạch đầu tư vào các dự án trong thời gian vừa qua của SJS vẫn khá chậm trễ do Công ty thiếu hụt nguồn vốn và thị trường bất động sản đóng băng, dẫn đến việc huy động vốn và tiêu thụ sản phẩm vẫn còn hạn chế. Dự án duy nhất có tiến triển trong quý 2/2013 là dự án Nam An Khánh với việc chào bán 153 căn nhà liền kề/biệt thự và việc Công ty vừa được chấp thuận khoản tín dụng khoảng trên 400 tỷ đồng trong gói hỗ trợ 30.000 tỷ của Chính phủ để xây nhà ở xã hội tại Dự án Nhà ở xã hội CT8 – KĐT Nam An Khánh.

- **Dự án Nam An Khánh.**SJS vừa công bố chính thức tung 153 căn nhà liền kề, biệt thự và nhà vườn tại dự án Nam An Khánh ra thị trường với mức giá từ 17,8 triệu đồng đến 21,5 triệu đồng/m² và tiến độ bàn giao nhà là 24 tháng. Từ đầu năm 2013, dự án Nam Anh Khánh đã được Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội (MB) tài trợ 120 tỷ đồng để triển khai xây dựng các công trình kiến trúc và tài trợ 250 tỷ đồng cho khách hàng vay mua nhà tại dự án với lãi suất ưu đãi.

Đồng thời, tại dự án Nam An Khánh, Sudico cũng được cấp khoảng 400 tỷ đồng xây nhà xã hội trong gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng của Chính phủ. Ngày 10/6/2013, Agribank và Sudico đã ký kết Hợp đồng nguyên tắc về cấp tín dụng cho dự án Nhà ở xã hội CT8 - KĐT Nam An Khánh với Chi nhánh Thủ Đức - Agribank với số vốn khoảng trên 400 tỷ đồng. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 956 tỷ đồng, có quy mô 1.361 căn nhà ở xã hội với tổng diện tích sàn là 99.684 m².

- **Các dự án khác.** Các dự án khác của SJS không biến động nhiều trong thời gian vừa qua. Dự án Văn La – Văn Khê và dự án Khu đô thị Tiến Xuân hiện vẫn đang gặp vướng mắc về thủ tục đầu tư và quy hoạch nên chưa thể triển khai được. Dự án Hòa Hải – Đà Nẵng vẫn đang được Công ty tìm cách chuyển nhượng do dự án có hiệu quả thấp và để giải quyết khó khăn về nguồn vốn. Tuy nhiên, do dự án đã mất giá khoảng 35% - 40% so với thời điểm mua trong khi SJS mới chỉ trích lập dự phòng giảm giá 15% trong năm 2012 nên nếu SJS chuyển nhượng thành công dự án này trong năm 2013, Công ty sẽ phải ghi nhận một khoản lỗ và do đó sẽ gây thêm áp lực lên mục tiêu đạt lợi nhuận dương năm 2013 (để tránh bị hủy niêm yết theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM). Do vậy, theo chúng tôi đánh giá, khả năng SJS sẽ không bán dự án Hòa Hải trong năm 2013. Việc chuyển nhượng có thể sẽ để sang năm sau và ưu tiên cho mục tiêu trước mắt là đạt lợi nhuận dương trong năm 2013.

Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (tỷ đồng)

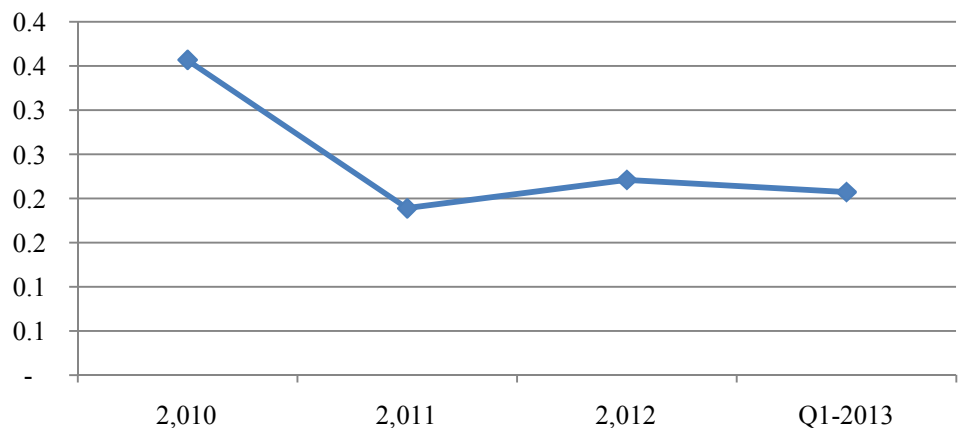
	31/12/2012	31/3/2013	Tăng/Giảm
KĐT Nam An Khánh – Hà Nội	2.222	2.306	84,6
KĐT Nam An Khánh mở rộng	90	90	0,1
Dự án CT-Dự án khu dân cư bắc đường Trần Hưng Đạo – Hòa Bình	8	6	(2,0)
KĐT Tiến Xuân – Hòa Bình	136	137	1,1
Dự án nhà số 1 - Kim Chung - Đông Anh	3	2	(0,3)
KDC Long Tân - Đồng Nai	92	132	39,9
KĐT Vĩnh Thanh - Nhơn Trạch, Đồng Nai	1	1	-
KĐT Thịnh Lang - Hòa Bình	4	5	0,4
Dự án mở rộng phía Đông KDC bắc đường Trần Hưng Đạo	8	9	0,9
Dự án Bắc Châu Giang, Phú Lý, Hà Nam	16	16	0,0

Dự án Mỹ Đình - Mỹ Trì	165	165	(0,3)
Khu đô thị mới Hòa Hải - Đà Nẵng	1.109	1.109	-
KĐT Trần Hưng Đạo - Hòa Bình	31	32	0,4
Dự án Văn La - Văn Khê - Hà Đông	437	440	2,8
Các dự án khác	8	17	8,9
Tổng số	4.329	4.466	136,4

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Khả năng thanh toán thấp với các khoản nợ quá hạn. Tình hình tài chính của SJS hiện nay khá khó khăn do nguồn tiền mặt hiện còn rất ít trong khi đó áp lực trả nợ ngân hàng và trái chủ khá cao. Trong năm 2012, SJS đã có 2 khoản nợ trái phiếu đến hạn trả với tổng số nợ gốc phải trả là 452,5 tỷ đồng (khoản nợ quỹ SME và ngân hàng Hàng Hải), tuy nhiên Công ty đã không đủ tiền mặt để thanh toán được cho các chủ nợ và phải xin gia hạn thời gian thanh toán.

Hệ số thanh khoản nhanh



Trong năm 2013, SJS vẫn đang phải tiếp tục phải đối mặt với áp lực trả nợ gốc và lãi vay cho ngân hàng và các trái chủ với tổng số tiền phải trả khoảng 900 tỷ đồng, bao gồm cả các khoản nợ gốc chưa thanh toán được trong năm 2012. Hiện nay, lượng tiền mặt của SJS không còn nhiều với số dư tiền và các khoản tương đương tiền tại thời điểm 31/3/2013 là 66 tỷ đồng. Theo tính toán của chúng tôi, trong trường hợp SJS bán thành công dự án Hòa Hải và thu tiền về thì Công ty cũng phải bán được tối thiểu 110 căn biệt thự tại Nam An Khánh thì mới có đủ tiền trả nợ. Trong trường hợp nếu SJS không bán dự án Hòa Hải thì Công ty sẽ phải bán ít nhất 270 căn biệt thự thì mới có đủ tiền để trả cho các chủ nợ trong năm 2013.

Bảng độ nhạy dòng tiền có thể trả nợ của SJS theo số căn biệt thự bán được tại Nam An Khánh và khả năng bán dự án Hòa Hải (tỷ đồng)

		Bán dự án Hòa Hải	Không bán dự án Hòa Hải
	30	680	99
	50	751	170
	70	823	241
	90	894	313
	110	965	384
	130	1.036	455
	150	1.107	526
	170	1.179	597

190	1.250	669
210	1.321	740
230	1.392	811
250	1.463	882
270	1.535	953
290	1.606	1.025

Đánh giá khả năng đạt lợi nhuận dương để tránh bị hủy niêm yết: SJS đã lỗ liên tiếp trong 2 năm 2011 và 2012. Do vậy, Trong năm 2013, cùng với áp lực trả nợ cao, SJS cũng đối mặt với áp lực phải đạt lợi nhuận dương do Công ty đã lỗ 2 năm liên tiếp nên nếu tiếp tục bị lỗ trong năm 2013, SJS sẽ bị hủy niêm yết theo quy định của Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM.

Hiện nay, khả năng hạch toán doanh thu của SJS phụ thuộc chủ yếu vào khả năng tiêu thụ sản phẩm đất nền của dự án Nam An Khánh và khả năng bán thoái vốn tại dự án Hòa Hải – Đà Nẵng. Tuy nhiên, khả năng tiêu thụ các căn biệt thự/nhà liền kề đang chào bán không dễ dàng do thị trường bất động sản vẫn đang ở trong giai đoạn khó khăn và thanh khoản thấp. Các sản phẩm biệt thự và nhà liền kề tại dự án Nam An Khánh theo thiết kế có diện tích khá cao (trung bình khoảng 200 m²/căn) và thời gian giao nhà kéo dài (24 tháng) trong khi cơ sở hạ tầng lại dự án lại chưa hoàn thiện nên việc tiêu thụ ở mức giá công bố sẽ không hề dễ dàng, do không phù hợp với phân khúc nhu cầu thực.

Đối với dự án Hòa Hải – Đà Nẵng, đây là một dự án không hiệu quả của SJS do Công ty đã đầu tư tại thời điểm 2010 khi giá đất tại Đà Nẵng đang ở mức cao. Mức giá vốn của SJS tại dự án này ở mức khoảng 8 triệu đồng/m² trong khi giá thị trường hiện tại đã giảm khoảng 35%-40% so với giá mua của SJS. Trong năm 2012, SJS đã trích lập dự phòng giảm giá tại dự án này là 146 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ trích lập chỉ ở mức khoảng 15%. Do vậy, trong năm 2013, SJS có thể sẽ phải tiếp tục trích lập dự phòng giảm giá một khoảng tương đương năm 2012 hoặc ghi nhận lỗ trong trường hợp chuyển nhượng toàn bộ dự án cho đối tác khác. Theo chúng tôi đánh giá, để đạt được mục tiêu đạt lợi nhuận dương trong năm 2013, SJS có thể sẽ không bán dự án Hòa Hải trong năm 2013, và trong trường hợp này SJS sẽ phải thương thảo được các chủ nợ để giãn việc trả nợ sang năm 2014.

Theo chúng tôi tính toán, để có lãi trong năm 2013, SJS sẽ phải bán thành công khoảng 50 căn biệt thự tại dự án Nam An Khánh trong trường hợp Công ty không bán lỗ dự án Hòa Hải. Trong trường hợp nếu bán lỗ dự án Hòa Hải để thu hồi vốn thì để đảm bảo được lợi nhuận dương trong năm 2013, số lượng căn biệt thự bán được tại Nam An Khánh sẽ phải đạt mức 250 căn, đây là việc không dễ thực hiện trong bối cảnh phân khúc đất nền đang rơi vào tình trạng đóng băng và tương đối khó tiêu thụ.

Bảng tính độ nhạy lợi nhuận năm 2013 của SJS theo số căn biệt thự bán và khả năng bán dự án Hòa Hải (tỷ đồng)

Lợi nhuận 2013		Bán dự án Hòa Hải năm 2013	Không bán dự án Hòa Hải năm 2013
	30	(416)	(35)
Số căn	50	(375)	4
biệt thự	70	(335)	34
tại Nam	90	(294)	65
An	110	(253)	95
Khánh	130	(213)	126
bán được	150	(172)	156
trong	170	(132)	187
năm			
2013			

190	(91)	217
210	(50)	247
230	(10)	278
250	23	308

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

SJS là một công ty bất động sản có quỹ đất lớn, nằm ở vị trí thuận lợi trong đó dự án có tiềm năng lớn nhất là dự án Nam An Khánh với diện tích lớn và giá vốn đất thấp. Tuy nhiên, khả năng triển khai dự án của SJS lại rất kém. Đồng thời, SJS cũng đang gặp rủi ro cao về khả năng thanh khoản và khả năng bị hủy niêm yết.

*Theo chúng tôi định giá theo phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản, giá trị của cổ phần SJS ở mức **29.500 đồng/cổ phần**(cao hơn 119% so với giá thị trường của cổ phần SJS. Tuy nhiên, cân nhắc với rủi ro thanh khoản khá cao khi đầu tư vào cổ phiếu của Công ty, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nhỏ nên thận trọng đối với cổ phiếu SJS, chỉ những nhà đầu tư có năng lực quản trị tốt và khả năng tác động được tới hoạt động kinh doanh của SJS mới nên cân nhắc đầu tư.*

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường
NEUTRAL	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 0% - 15%
OUTPERFORM	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phi Hùng nguyenphihung@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương luuvanluong@baoviet.com.vn