

Phát triển bền vững với những dự án lớn

Quỹ đất lớn động lực tăng trưởng lợi nhuận dài hạn, theo nghiên cứu của chúng tôi SJS đã được cấp phép đầu tư 15 dự án với tổng quy mô 1.845,4 ha trong đó diện tích đất sạch (đã tiến hành giải phóng mặt bằng xong) khoảng 400ha. Đây là quỹ đất lớn tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho SJS.

Chi phí đầu tư thấp tạo lợi thế cạnh tranh so với các dự án trong khu vực, phần lớn quỹ đất sạch của SJS được giải tỏa trước khi Nghị Định 69/2009/NĐ-CP có hiệu lực với chi phí đền bù rất thấp. Theo tính toán của chúng tôi, chi phí đầu tư vào khu Đô thị Nam An Khánh (289 ha) khoảng 900.000 VND/m², khu An Khánh mở rộng (33,68 ha) khoảng 450.000 VND/m² khá thấp so với chi phí giải tỏa mặt bằng tại khu vực phía Tây TP.Hà Nội. Chúng tôi cho rằng, đây là một lợi thế cạnh tranh rất lớn của SJS so với các dự án khác trong khu vực này.

Luôn có sự tăng trưởng ấn tượng trong doanh thu và lợi nhuận qua từng năm hoạt động, SJS đã đặt ra kế hoạch doanh thu trong năm 2010 là 2.312 tỷ đồng, tăng 107% so với năm 2009. Mặc dù, theo dự báo của chúng tôi, SJS chỉ đạt được 82% kế hoạch doanh thu nhưng vẫn có khả năng thực hiện được kế hoạch lợi nhuận với 1.032 tỷ đồng.

Chúng tôi khuyến nghị năm giữ với giá bán mục tiêu là 69.600 đồng/cổ phiếu trên cơ sở vốn điều lệ là 1.000 tỷ đồng, tương đương P/E 2010E 9,0x và P/B 2010E 3,02x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tháng 9/2010	2008A	2009A	2010E
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	116	704	774
EPS, VNĐ	2.897	8.803	7.741
Thay đổi EPS (YoY)	-68%	204%	-12%
FCFF/ cổ phần, VNĐ	-1.579	5.715	4.833

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, tháng 9/2010	2008A	2009A	2010E
P/E	22,6	7,4	8,5
EV/EBITDA	15,7	5,8	6,6
P/B	2,3	3,0	2,8

Đánh giá: **NĂM GIỮ**

Phân tích cổ phiếu | Bất động sản
30 tháng 9 năm 2010



Nguyễn Thu Huyền
Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

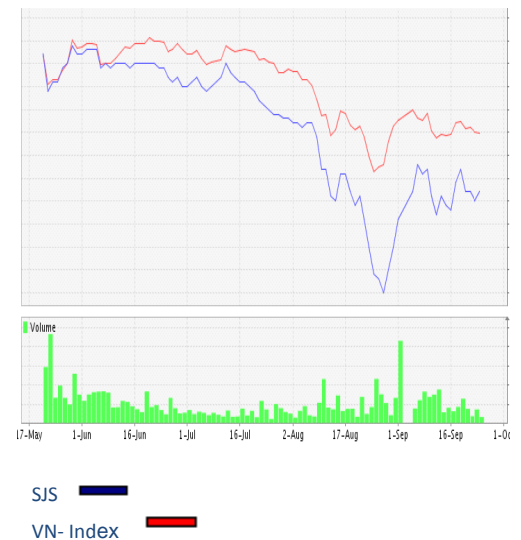
Đặng Thu Trang
Chuyên viên
trangdt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	SJS
Giá cổ phiếu (30/9/2010):	66.000 đồng
Giá mục tiêu:	69.600 đồng
Số cp đang lưu hành:	99.881.000 cp
Giá trị vốn hóa:	6.592 tỷ đồng
KLGDBQ 10 ngày:	202.442 cp
P/E (2010E):	8,5x

Biến động cổ phiếu SJS trên HOSE

(trong 3 tháng)



DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tỷ đồng	2008A	2009A	2010E
Doanh thu thuần	314	1.115	1.895
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>-56%</i>	<i>255%</i>	<i>70%</i>
Lợi nhuận gộp	192	709	1.100
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>61,1%</i>	<i>63,6%</i>	<i>58,1%</i>
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	161	671	982
<i>Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>51,3%</i>	<i>60,2%</i>	<i>51,8%</i>
Lợi nhuận ròng	116	704	774
<i>Tỷ suất lợi nhuận ròng</i>	<i>36,9%</i>	<i>63,2%</i>	<i>40,8%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN, tỷ đồng	2008A	2009A	2010E
Tiền và các khoản tương đương tiền	9	708	372
Các khoản phải thu	148	56	206
Hàng tồn kho	24	77	230
Tài sản cố định hữu hình	18	24	34
Tài sản khác	1.388	2.047	2.967
Tổng cộng tài sản	1.591	2.914	3.811
Nợ ngắn hạn	312	729	1,273
Vay ngắn hạn	87	-	397
Nợ dài hạn	130	500	230
Vay dài hạn	130	500	230
Vốn chủ sở hữu	1.148	1.769	2.305
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	4
Tổng cộng nguồn vốn	1.591	2.999	3.811

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH, tháng 9/2010	2008A	2009A	2010E
D/E, %	18,9%	28,3%	27,2%
Khả năng chi trả lãi vay	65,3	161,4	278,2
ROE, %	10,1%	39,8%	33,6%
ROA, %	7,5%	30,9%	26,1%
Khả năng thanh toán hiện hành	0,7	1,4	0,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,62	1,26	0,62

Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo

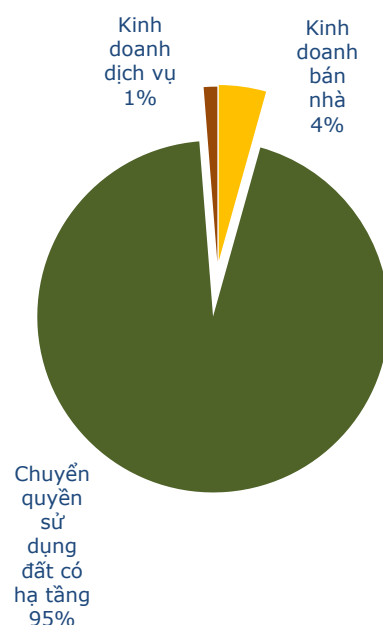
MÔ TẢ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà - Sudico (SJS) thành lập năm 2001 và thực hiện cổ phần hóa năm 2003. Mảng kinh doanh chính của SJS trong suốt 9 năm hoạt động là kinh doanh bất động sản. Và đây cũng sẽ tiếp tục là mảng kinh doanh chủ lực của SJS trong những năm tới.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi quan tâm tới SJS vì doanh nghiệp có khá nhiều dự án lớn chủ yếu phát triển mảng chung cư, đô thị mới - mảng kinh doanh vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu SJS với mức giá bán mục tiêu là 69.600 đồng.

Cơ cấu doanh thu 2009



MỘT SỐ DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM

STT	TÊN DỰ ÁN	VỊ TRÍ
1	Khu đô thị mới Mỹ Đình - Mễ Trì	xã Mỹ Đình - Mễ Trì - Hà Nội
2	Khu đô thị mới Nam An Khánh	xã An Khánh - huyện Hoài Đức - Hà Nội
3	Khu đô thị mới Nam An Khánh (phần mở rộng)	xã An Khánh, An Thượng - huyện Hoài Đức - Hà Nội
4	Khu đô thị mới Tiến Xuân Hòa Bình	huyện Lương Sơn - Tp Hòa Bình
5	Khách sạn Sông Đà - Hạ Long	đồi Yên Ngựa - Bãi Cháy - Tp. Hạ Long
6	Khu du lịch sinh thái Sông Đà - Ngọc Vũng	xã Ngọc Vũng - huyện Vân Đồn - tỉnh Quảng Ninh
7	Khu nhà ở Văn La - Văn Khê	xã Văn Khê - quận Hà Đông - Tp. Hà Nội
8	Khu dân cư Bắc Trần Hưng Đạo mở rộng	đường Trần Hưng Đạo - thị xã Hòa Bình - Tp Hòa Bình
9	Khu dân cư Long Tân	Nhơn Trạch - Đồng Nai
10	Dự án nhà ở Vĩnh Thanh	Nhơn Trạch - Đồng Nai
11	Khu dân cư Trường Lưu	phường Long Trường- quận 9- Tp. HCM
12	Khu đô thị phía Bắc đường trục TTĐT phía Nam QL5	xã Liêu Xá- huyện Yên Mỹ- tỉnh Hưng Yên
13	Khu đô thị mới Phố Nối - 100 ha	Phố Nối – Hưng Yên
14	Dự án 13.3 ha tại Đà Nẵng	Đà Nẵng
15	Dự án Cactus Cam Ranh Resort & Spa	Lô D14C Khu du lịch Bắc bán đảo Cam Ranh

Kinh doanh bất động sản tiếp tục là lĩnh vực kinh doanh chủ yếu của SJS, chúng tôi cho rằng nguồn doanh thu của SJS trong năm 2010 là từ các dự án đã thi công và đang trong quá trình hoàn thành. Trong tổng số 15 dự án của SJS (tính đến thời điểm hiện tại), chúng tôi dự báo nguồn doanh thu của SJS trong năm 2010 chủ yếu từ các dự án khu đô thị mới Nam An Khánh và Nam An Khánh (phần mở rộng), dự án Văn La Văn Khê và dự án khu dân cư Bắc đường Trần Hưng Đạo – Hòa Bình.

Khu đô thị mới Nam An Khánh



Dự án khu đô thị mới Nam An Khánh nằm tại xã An Khánh – huyện Hoài Đức – Hà Nội có quy mô đất 189 ha được khởi công xây dựng vào năm 2007 và dự kiến hoàn thành vào năm 2015. Dự án có tổng mức đầu tư lên tới 2.500 tỷ đồng. Dự án này đã đem lại 438 tỷ đồng doanh thu cho SJS tính đến hết tháng 6/2010, chiếm 93% tổng doanh thu quý II/2010 và 19% kế hoạch doanh thu năm 2010 của doanh nghiệp.

Khu đô thị mới Nam An Khánh (phần mở rộng)



Được khởi công từ năm 2006 và dự kiến hoàn thành trong năm 2013, dự án khu đô thị mới Nam An Khánh phần mở rộng có tổng mức đầu tư dự kiến gần 900 tỷ đồng, quy mô đất của dự án là 33,68 ha. SJS đang thi công dự án này theo thiết kế khu chung cư cao cấp và dịch vụ hỗn hợp.

Theo tính toán của chúng tôi, chi phí đầu tư vào khu Đô thị Nam An Khánh (289 ha) khoảng 900.000 VND/m², khu An Khánh mở rộng (33.68 ha) khoảng 450.000 VND/m² khá thấp so với chi phí giải tỏa mặt bằng tại khu vực phía Tây TP. Hà Nội. Chúng tôi cho rằng, đây là một lợi thế cạnh tranh rất lớn của SJS so với các dự án khác trong khu vực này.

Khu nhà ở Văn La – Văn Khê



Nằm tại xã Văn Khê - quận Hà Đông – Hà Nội, dự án nhà ở Văn La – Văn Khê với quy mô đất 12 ha, là tổ hợp các công trình thương mại, công trình công cộng, văn phòng và nhà ở có cơ cấu hiện đại, trong đó khu chung cư cao tầng chiếm 27.000 m², khu biệt thự 16.000 m², khu xây dựng nhà ở liền kề 1.850 m² và 9.000 m² công trình công cộng.

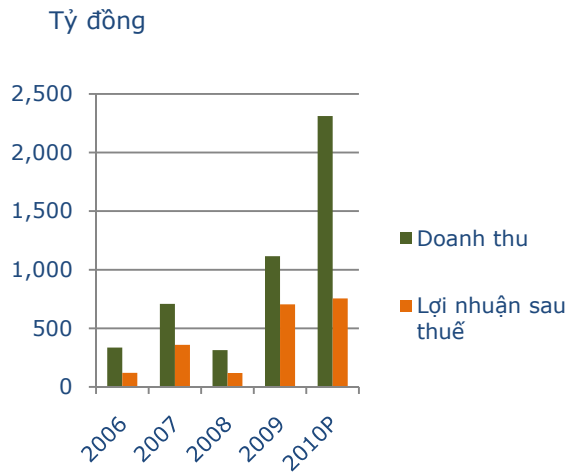
Dự án khu dân cư bắc đường Trần Hưng Đạo



Dự án khu dân cư bắc Trần Hưng Đạo nằm tại thị xã Hòa Bình – Tp Hòa Bình, cách Hà Nội 70 km có quy mô đất 24 ha và mức đầu tư 148 tỷ đồng. được khởi công từ năm 2004. Dự án bao gồm các nhà thấp tầng có chiều cao 4 tầng. Trong tháng 7, SJS đã thực hiện chuyển nhượng 44 lô đất liền kề đã có hạ tầng với diện tích 250 m²/ hộ, tổng diện tích chuyển nhượng 1,1ha. Chúng tôi ước tính SJS sẽ thu về khoảng 160 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng 44 lô đất của dự án này. Trong quý II/2010, dự án khu dân cư bắc đường Trần Hưng Đạo cũng đã đóng góp 25 tỷ đồng doanh thu cho SJS.

SJS có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2010

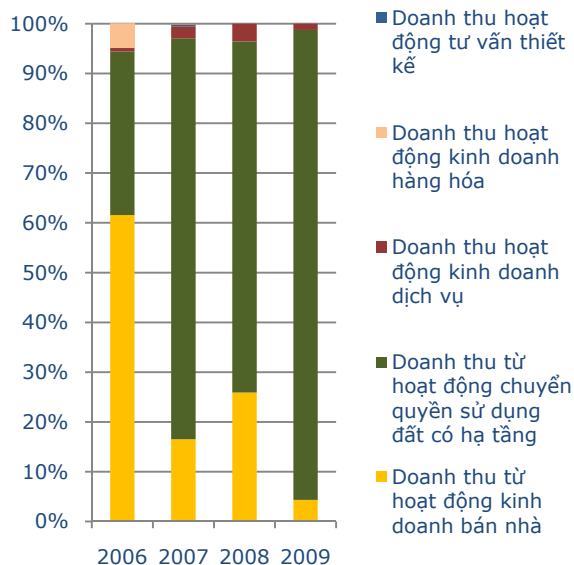
Kết quả hoạt động kinh doanh



Mặc dù tính đến hết quý II/ 2010, SJS mới chỉ hoàn thành 30% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận, nhưng thời điểm cuối năm mới thực sự là thời điểm nóng của thị trường bất động sản và đối với một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản thì doanh thu chủ yếu được hạch toán vào cuối năm tài chính. Bên cạnh đó, với tốc độ tăng trưởng doanh thu của SJS tính từ năm 2006, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ hoàn thành chỉ tiêu kế hoạch. Theo dự báo của chúng tôi, SJS sẽ đạt được 1.895 tỷ đồng (khoảng 82% kế hoạch kinh doanh). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SJS có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận với 1.032 tỷ đồng, tăng 26 tỷ đồng (tương đương 3%) so với kế hoạch 1.006 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp. Như vậy, lợi nhuận sau thuế của SJS theo ước tính của chúng tôi sẽ đạt 774 tỷ đồng.

Chuyển nhượng quyền sử dụng đất có hạ tầng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu làm ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp

Cơ cấu doanh thu



Từ năm 2007 cho đến nay, hoạt động chuyển nhượng quyền sử dụng đất có hạ tầng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của SJS, lần lượt là 80%, 70% và 95%. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh này không cao so với tỷ suất lợi nhuận từ việc kinh doanh bán nhà. Như vậy, với cơ cấu doanh thu thay đổi như 3 năm trở lại đây, chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng doanh thu của SJS cho năm 2010 sẽ đạt khoảng 70%, thấp hơn so với những năm trước.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU SJS

Chúng tôi định giá cổ phiếu SJS trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp trong ngành đang niêm yết tại Việt Nam. Định giá cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010P lần lượt là 15,8x, 7,8x và P/B 2010P khoảng 2,5x và 1,5x.

STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu (VNĐ)	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 2009	P/B 2009	P/E 2010P	P/B 2010P
1	BCI	37.600	2.325	9,8	1,7	7,3	1,4
2	HAG	72.500	22.047	17,8	4,5	10,7	3,2
3	ITC	23.500	1.769	14,9	1,2	8,5	1,1
4	NTL	65.500	2.280	5,4	3,9	4,1	2,0
5	QCG	30.900	6.600	7,6	1,3	6,3	1,3
6	TDH	34.800	1.488	5,8	1,1	6,8	0,9
7	VIC	61.500	22.136	24,6	10,7	87,5	9,5
8	VCG	26.200	4.683	836,1	1,6	11,5	1,4
9	HGD	85.500	1.823	8,5	4,4	6,9	2,7
10	DIG	42.000	4.870	6,9	1,8	8,4	1,5
Trung bình						15,8	2,5
Trung vị						7,8	1,5

Nguồn: HOSE, HNX, Báo cáo của các công ty, giá cổ phiếu ngày 29/9/2010, dự báo của VietinBankSc

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU SJS

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2008A	2009A	2010E
EPS	2.897	8.803	7.741
P/E	22,6	7,4	8,5
Định giá theo P/E			69.672
EBITDA/cp	4.499	10.768	10.342
EV/cp	70.683	62.900	68.050
EV/EBITDA	15,7	5,8	6,6
Định giá theo EBITDA			72.397
BV/cp	28.712	22.114	23.046
P/B	2,3	3,0	2,84
Định giá theo P/B			69.139
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU			69.672

Trên cơ sở so sánh với các kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá bán mục tiêu là **69.600 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi định giá SJS theo 3 phương pháp: P/E, EBITDA và P/B. Giá bán mục tiêu của SJS khoảng 69.600 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 9,0x, EV/EBITDA 6,74x và P/B 2010E 3,02x

Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn này là phù hợp so với định giá các cơ hội đầu tư cổ phiếu khác hiện nay.

Xác nhận của người viết

Chúng tôi, Nguyễn Thu Huyền, Đặng Thu Trang, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn