

## I. Điểm nhấn đầu tư:

- SJS là một công ty phát triển bất động sản lớn tại miền bắc, có vốn điều lệ 1000 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 trong đó mũi nhọn là phát triển các dự và kinh doanh khu dân cư, căn hộ cao cấp bất động sản dân dụng. 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%.
- SJS hiện đang sở hữu nhiều dự án bất động sản lớn có tiềm năng tại miền bắc Việt Nam. 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 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. Hiện tại tổng 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 thời gian.
- 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 hoạt động kinh doanh ổn định đều giữ ở mức cao khoảng từ 50% đến 63% (ngoại trừ các năm kinh tế và thị trường bất động sản trầm lắng như năm 2011 – 2013). Giá thành đất nền tại dự án Nam Anh Khánh và Nam An Khánh mở rộng chỉ là 4 triệu VND/ m<sup>2</sup>. 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/ m<sup>2</sup> 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/ m<sup>2</sup>). Giá thành đất tại khu đô thị Văn La –Văn Khê cũng chỉ khoảng 10 triệu/m<sup>2</sup>.
- Những dự án trên nhiều khả năng đem lại sự phát triển bền vững của SJS trong các năm tiếp theo khi thị trường bất động sản đã có tín hiệu phục hồi và khởi sắc dẫn tới giá đất sẽ chạm đáy và tăng lên trong thời gian tới. Về dài hạn nhu cầu nhà ở tại Việt Nam vẫn sẽ tăng cao khi quá trình đô thị hóa được kì 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 kỹ thuật, triển vọng của Sudico trong tương lai là rất sáng sủa.

## II. Phân tích HĐ.SXKD của Phát triển Đô thị Kinh Bắc (SJS – HOSE)

### 1. Thông tin cơ bản:

SJS tập trung mảng chính là phát triển các dự án bất động sản khu dân cư, căn hộ. Mô hình kinh doanh của Công ty là phát triển hạ tầng dự án sau đó bán lại cho các nhà đầu tư thứ cấp phát triển tiếp. Trong số các dự án hiện nay của Công ty, các dự án đã có đất sẵn sàng để kinh doanh bao gồm, Nam An Khánh, Nam An Khánh mở rộng, Văn La-Văn Khê, Hòa Hải Đà Nẵng.

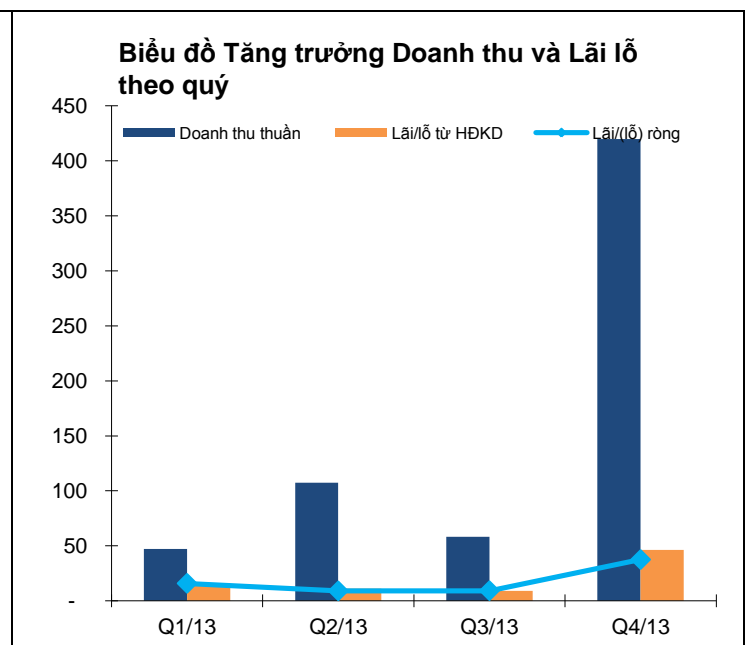
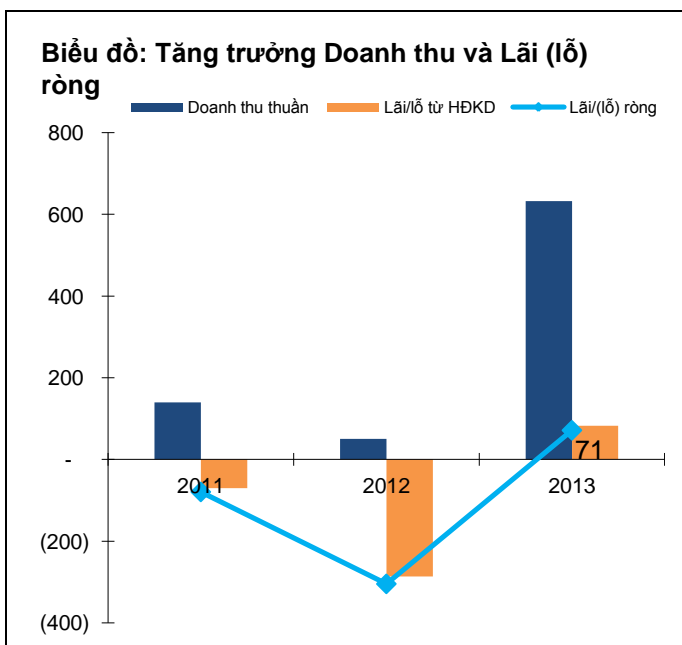
Trong các dự án trên, khu đô thị Nam An Khánh đã được triển khai trong các năm 2009. Khu đô thị Văn La- Văn Khê và Nam An Khánh mở rộng đã được triển khai quyết liệt trong năm 2010. Thêm vào đó, khu đô thị Hòa Hải – Đà Nẵng tại vị trí đẹp bên bờ biển Đà Nẵng. Tất cả các khu đô thị trên đều có quỹ đất lớn sẵn sàng kinh doanh và do đó có khả năng đem lại doanh thu và lợi nhuận lớn cho SJS nếu thị trường bất động sản khởi sắc trở lại.

Dự án	Diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
<b>Khu đô thị Nam An Khánh</b>	222	100%	Đã xong hạ tầng
<b>Nam An Khánh mở rộng</b>	52	100%	Đã xong hạ tầng
<b>Khu chung cư dịch vụ cao cấp Nam An Khanh</b>	33.6	100%	Đang thực hiện
<b>Khu đô thị Phố Nội</b>	100	100%	Đang thực hiện
<b>Khu đô thị Sudico – SPM</b>	18.9	60%	Đang thực hiện
<b>Khách sạn Sông Đà – Hạ Long</b>	1.8	100%	Đang thực hiện
<b>Khu đô thị Văn La- Văn Khê</b>	12	100%	Đã xong hạ tầng
<b>Khu nghỉ dưỡng Sông Đà- Ngọc Vừng</b>	39	100%	Đang thực hiện
<b>Khu đô thị Long Tân</b>	60	100%	Đang thực hiện
<b>Khu đô thị Hòa Hải – Đà Nẵng</b>	12	100%	Đã xong hạ tầng

### 2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

- ❖ **Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:**
- ❖ Công ty đang sở hữu các dự án bất động sản lớn tại Hà Nội như dự án Nam An Khánh và dự án Văn La – Văn Khê. Công ty không trực tiếp phát triển dự án mà chủ yếu là đầu tư hạ tầng dự án sau đó bán đất cho các nhà đầu tư thứ cấp.

- ❖ Thị trường bất động sản đóng băng nên công ty không thể bán được đất có hạ tầng tại các dự án khiến công ty gần như không có doanh thu trong hai năm 2011 và 2012 trong khi gánh nặng nợ vay đang đè nặng lên Công ty. Hoạt động kinh doanh thua lỗ và không tạo được dòng tiền trong kinh doanh khiến sức khỏe tài chính của Công ty đang suy giảm rất nhanh trong các năm qua với mức đòn bẩy tài chính leo lên mức đáng ngại là 3.5 lần.
- ❖ Giá đất nền tại khu vực phía Tây Hà Nội đã đi xuống liên tục trong 3 năm trở lại đây và một loạt các dự án mở bán cất lỗ như Bắc An Khánh, Dương Nội... Điều này sẽ khiến khả năng bán đất có hạ tầng tại các dự án của SJS trở nên khó khăn hơn.
- ❖ Thị trường chứng khoán sụt giảm khiến phần lớn các khoản đầu tư tài chính vào các công ty con và công ty liên kết trong danh mục của SJS đều bị giảm giá. Hơn nữa, một số công ty con, công ty liên kết của SJS đang trong giai đoạn đầu tư, chưa có doanh thu để bù đắp chi phí quản lý, chi phí tài chính...
- ❖ Về dòng tiền trong tương lai, SJS đã có phương án kinh doanh một phần diện tích đất kinh doanh thuộc dự án Khu đô thị mới Nam An Khánh, đồng thời thu hồi 220 tỷ đồng công nợ đối với phần diện tích đất đã chuyển nhượng cho các nhà đầu tư thứ phát đã phát sinh trong các năm trước, thoái vốn tại một số dự án hiệu quả thấp...
- ❖ Nhìn chung Công ty không có hoạt động đáng kể nào trong 3 năm vừa qua do Công ty chủ yếu chờ đợi thị trường bất động sản phục hồi. Chúng tôi cho rằng khi thị trường đất nền tại Hà Nội ảm đạm (nhiều khả năng là năm 2014) thì hoạt động kinh doanh của Công ty mới có khởi sắc.



❖ **Phân tích SWOT - SJS**

▪ **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. Danh mục dự án bất động sản khá nhiều nên đòi hỏi vốn lớn nên để đòi hỏi đảm bảo kịp tiến độ, công ty phải vay nợ, chấp nhận rủi ro lãi suất.
2. Đầu tư tài chính vào các công ty khác khá dàn trải, chưa có chiến thuật không ngoan khiến dòng tiền của công ty bị phân bổ dàn trải.

Điểm yếu của SJS hiện nay là quy mô hoạt động quá lớn và đầu tư dàn trải dẫn tới sự kém hiệu quả trong hoạt động. Công ty có vay nợ lớn song không tạo đủ nguồn tiền mặt để duy trì hoạt động do đó áp lực lãi vay tích lũy đang đè nặng lên Công ty. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng đầu tư vào Công ty cần tầm nhìn dài hạn khi sự hồi phục của thị trường bất động sản sẽ diễn ra trong tương lai.

▪ **CƠ HỘI**

1. Về dài hạn nhu cầu nhà ở tại các đô thị của Việt Nam vẫn rất cao nên 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 sẽ tăng trở lại khi thị trường bất động sản phục hồi nhờ vào vị trí đắc địa của chúng. Điều này 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.

❖ **Triển vọng kinh doanh các dự án trong các năm tới:**

Chúng tôi chỉ tập trung phân tích hai dự án triển vọng nhất của SJS tại thủ đô Hà Nội. Hai dự án này có quỹ đất kinh doanh lớn, đã hoàn thành hạ tầng và nhiều khả năng sẽ đem lại lợi nhuận lớn nếu thị trường bất động sản khởi sắc trở lại.

**Dự án Nam An Khánh và Nam An Khánh mở rộng.**

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. 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 rộng lên tới 120 m với 6 làn xe. Hiện tại, dự án đã được xây dựng xong hệ thống hạ tầng kỹ thuật và đã đưa vào kinh doanh từng phần đem lại hiệu quả cao.

- Quy mô: 222 ha khu Nam An Khánh và 52 ha khu Nam An Khánh mở rộng
- Địa điểm : Xã An Khánh, Huyện Hoài Đức, Hanoi
- Tổng vốn đầu tư : VND 2,600 billion
- Thời gian xây dựng: 2006 – 2016
- Tiến độ: Hoàn thành hệ thống hạ tầng kỹ 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 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 nhiều khả năng sẽ xảy ra trong các năm tới. Do đó lợi nhuận biên gộp của dự án trong các năm tiếp theo sẽ ngày một tốt hơn.

### **Dự án 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 tennis 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 kỹ thuật

Trong năm 2010, SJS đã đầu tư đáng kể vào công tác xây dựng hạ tầng kỹ thuật tại dự án này. Hiện tại một phần đất có hạ tầng tại dự án có thể được đưa vào kinh doanh.

## **3. Đánh giá tài chính**

### **❖ Doanh thu:**

- Doanh thu của SJS có sự chững lại và suy giảm trong các năm gần đây do nhu cầu về đất tại các dự án của Công ty gần như đóng băng do diễn biến thị trường bất động sản xấu đi trong các năm 2011, 2012 và 2013.
- Mặc dù có quỹ đất lớn với giá vốn rẻ khiến biên lợi nhuận gộp vẫn ở mức khả quan song việc doanh thu tụt giảm nghiêm trọng khiến SJS lâm vào tình trạng khó khăn do quy mô công ty khá lớn và chi phí duy trì hoạt động cao.

- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản là gia tăng vay nợ và huy động vốn để tích lũy rất nhiều quỹ đất tại các vị trí đẹp sau đó bán lại cho các nhà đầu tư thứ cấp tiếp tục phát triển. Điều này khiến chi phí lãi vay trở thành một gánh nặng cho Công ty khi doanh thu đột ngột sụt giảm do không bán được đất và giá đất cũng sụt giảm theo.
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của SJS phụ thuộc lớn vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam và thị trường bất động sản. Nếu kinh tế vĩ mô ổn định và phục hồi thì xu hướng đầu tư bất động sản và nhu cầu nhà ở lại tăng sẽ đẩy giá đất tại các khu đô thị của Công ty tăng mạnh.
- Chúng tôi đánh giá sau 2 năm khó khăn nền kinh tế Việt Nam đã bắt đầu có dấu hiệu chạm đáy và đi lên. Nền kinh tế cho thấy nhiều dấu hiệu đã vượt qua được giai đoạn khó khăn nhất. Các chỉ số trọng yếu của nền kinh tế như tăng trưởng GDP, lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán, sản xuất công nghiệp, hàng tồn kho, tăng trưởng tín dụng và đầu tư toàn xã hội đã thể hiện sự bình ổn và các hoạt động kinh tế đang dần dần tăng tốc. Nếu nền kinh tế phục hồi thì SJS với quỹ đất lớn tại các vị trí đắc địa chắc chắn sẽ tận dụng được cơ hội và phục hồi theo đà phục hồi của nền kinh tế.
- Doanh thu năm 2013 của SJS mặc dù cải thiện hơn song vẫn ở mức khá thấp so với quy mô công ty. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào 2014, khi thị trường bất động sản Hà Nội đã cho tín hiệu chạm đáy với thanh khoản tăng lên.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>4</b> 2%
<b>SJS</b>	314.15	1,114.88	1,016.74	139.54	71.93	<b>531.45</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	<b>546.58</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>	<b>-31%</b>	128%	69%	<b>-79%</b>	<b>-88%</b>	<b>-3%</b>	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	<b>2</b> 2%
<b>SJS</b>		254.9%	<b>-8.8%</b>	<b>-86.3%</b>	<b>-48.5%</b>	<b>11.1%</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>		7.3%	22.8%	<b>12.5%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>14.8%</b>	
<b>%D diff of indus</b>		3372%	<b>-139%</b>	<b>-790%</b>	<b>359%</b>	<b>-25%</b>	

❖ **Lợi nhuận:**

- Lợi nhuận của SJS suy giảm 3 năm gần đây. Công ty lỗ nặng trong năm 2011, 2012 và lãi nhẹ trong năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là không bán được đất tại các dự án mà Công ty đã bỏ nhiều vốn để đầu tư khi thị trường bất động sản khó khăn.
- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động tiết giảm song không giúp Công ty có lợi nhuận do các yếu tố cơ bản là doanh thu vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét. Rõ ràng sự cải thiện của thị trường bất động sản Hà Nội là điều kiên kiên quyết và có khả năng xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.
- Giá vốn của Công ty vẫn khá nhỏ do chi phí đầu tư đất các dự án ban đầu là thấp do đó lợi nhuận gộp của SJS vẫn khả quan. Vấn đề của Công ty chỉ là chi phí lãi vay quá cao và doanh thu sụt giảm. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2014 của Công ty khả quan hơn năm 2013 khi thị trường bất động sản đã có dấu hiệu phục hồi và SJS có khả năng sẽ bán được diện tích đất lớn tại Nam An Khánh và Văn La – Văn Khê.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>10</b> 2%
SJS	118.88	712.55	456.98	-82.47	-300.70	181.05	
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%Δ diff of indus	318%	1679%	1013%	-447%	-5585%	600%	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào mức độ phục hồi của thị trường đất nền Hà Nội.

#### ❖ Hiệu quả quản lý:

- ROA và ROE của SJS bị suy giảm đều trong ba năm trở lại đây và tăng nhẹ trở lại năm 2013 song vẫn ở mức đáng thất vọng do các khó khăn chung của thị trường bất động sản và Công ty đã chậm chân trong việc tái cơ cấu hoạt động kinh doanh giảm bớt quy mô tài sản và vay nợ dẫn tới áp lực lãi vay cao ăn mòn lợi nhuận. Do thị trường trầm lắng dẫn tới Công ty không thể bán đất và tăng giá bán đất cộng chi phí lãi vay tăng cao khiến biên lợi nhuận giảm mạnh. Chúng tôi đánh giá hiện tượng này sẽ chấm dứt vào 2014 khi thị trường bất động sản phục hồi.
- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2014 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào nhiều các dự án bất động sản trên cả nước. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do thị trường bất động sản đóng băng.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được một số thương vụ bán đất tại Nam An Khánh và Văn La- Văn Khê và giảm quy mô tài sản, tái cơ cấu Công ty qua việc bán bớt bất động sản và trả nợ vay.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>5</b> 2.5%
SJS	0.10	0.40	0.21	-0.04	-0.19	0.11	
Construction & Materials	0.14	0.17	0.14	0.08	0.02	0.10	
%Δ diff of indus	-27%	133%	47%	-157%	-1314%	8%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>10</b> 2.5%
SJS	0.07	0.24	0.10	-0.02	-0.05	0.05	
Construction & Materials	0.04	0.05	0.04	0.02	0.00	0.03	
%D diff of indus	88%	365%	144%	-175%	-1239%	65%	

#### ❖ Cơ cấu vốn:

- Mức độ sử dụng vốn vay khá cao khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhạy cảm với sự biến động của lãi suất. Hệ số tổng nợ/ tổng tài sản ở mức cao và vẫn đang có xu hướng tăng trong những năm qua. Các khoản nợ đa phần đều là nợ ngắn hạn khiến áp lực thanh khoản tăng cao.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản tăng theo từng năm, khả năng thanh toán của SJS đang có dấu hiệu cải thiện hơn trong năm 2013 tuy nhiên áp lực thanh khoản vẫn khá thấp khi hệ số tiền mặt và hệ số thanh toán nhanh luôn rất thấp. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của SJS chủ yếu là

dự án bất động sản dở dang nên mức độ thanh khoản rất thấp do đó hệ số thanh toán hiện thời >1 không đảm bảo khả năng thanh khoản cho SJS. Hệ số thanh toán bằng tiền mặt giảm nhẹ còn 0,02 cho thấy lượng tiền mặt của SJS khó đáp ứng nhu cầu thanh khoản.

- Cơ cấu vốn của Công ty đang cho thấy diễn biến đáng ngại khi vay nợ gia tăng lên mức đáng báo động. Khả năng trả lãi vay là một dấu hỏi khi tỷ lệ EBIT/lãi vay năm 2012 âm trong khi sang năm 2013 mức này dương chủ yếu do chi phí lãi vay đã được vốn hóa vào chi phí đầu tư dự án. Có thể thấy, lãi vay đang tích lũy vào các khoản nợ gốc và chất thêm gánh nặng lên Công ty.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của SJS là đang quan ngại song chúng tôi cho rằng đó là tình trạng tạm thời. Khi dòng tiền dự kiến từ các thương vụ bán đất tại các khu đô thị khi thị trường khởi sắc sẽ giải quyết đáng kể tình hình tài chính yếu hiện nay của Công ty.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9 3.3%
SJS	0.39	0.69	1.05	1.71	2.52	1.29	
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	-85%	-71%	-56%	-32%	1%	-48%	10 3.3%
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	
SJS	0.27	0.41	0.75	0.68	1.29	0.70	
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	8 3.3%
%D diff of indus	-83%	-73%	-52%	-60%	-26%	-59%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	
SJS	0.11	0.28	0.29	1.03	1.11	0.58	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-90%	-70%	-67%	24%	23%	-30%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá rủi ro với vốn vay chủ yếu là ngắn hạn cộng thêm mức độ đòn bẩy cao. Các chỉ số về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty không đủ tốt để chịu đựng các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ. Sức khỏe tài chính của Công ty sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào sự phục hồi của thị trường bất động sản.

#### Định giá:

Chúng tôi cho rằng các phương pháp định giá thông thường không thể đánh giá hết tiềm năng các dự án mà SJS có được do đó chúng tôi áp dụng phương pháp định giá theo NAV.

Tại dự án Nam An Khánh, chúng tôi tính lại giá trị của dự án theo giá trị phần đất có hạ tầng có khả năng kinh doanh còn lại của dự án (ước tính 36 ha) theo giá 20 triệu VND/m<sup>2</sup>. Chúng tôi trừ đi phần vốn đầu tư hạ tầng ước tính mà SJS phải đầu tư thêm ở dự án này là 1,100 tỷ VND.

Tại dự án Văn La – Văn Khê, chúng tôi tính lại giá trị của dự án theo giá trị phần đất có hạ tầng có khả năng kinh doanh còn lại của dự án (ước tính 5 ha) theo giá 20 triệu VND/m<sup>2</sup>. Chúng tôi trừ đi phần vốn đầu tư hạ tầng ước tính mà SJS phải đầu tư thêm ở dự án này là 200 tỷ VND.

Dự án Hòa Hải Đà Nẵng mặc dù SJS đã trích lập 146 tỷ song chúng tôi vẫn trừ thêm 100 tỷ nữa do giá đất tại Đà Nẵng đã hạ mạnh so với thời điểm Công ty đầu tư năm 2010.

Các khoản đầu tư tài chính và công ty liên kết không hiệu quả, chúng tôi giảm giá trị của chúng chỉ bằng 70% giá trị sổ sách.



	Giá trị sổ sách	Giá trị định giá lại
Tiền và các khoản tương đương tiền	94.2	94.2
Các khoản phải thu ngắn hạn	302.5	302.5
Hàng tồn kho	4366.2	8500.0
Tài sản ngắn hạn khác	80.8	80.8
Tài sản cố định	250.9	250.9
Đầu tư vào công ty liên kết	216.6	151.6
Đầu tư dài hạn khác	359.5	251.7
Tài sản dài hạn khác	19.6	19.6
Tổng tài sản	5690.3	9651.3
Tổng nghĩa vụ nợ	3972.5	3972.5
NAV		5678.8
NAV/cp (VNĐ)		56,788

Như vậy giá trị tài sản ròng của SJS theo tính toán như trên là 56,788 VNĐ/CP.

### **Kết luận:**

SJS là một công ty có tiềm lực quỹ đất lớn và vị thế ngành tốt song tạm thời đang gặp khó khăn do đã vay nợ quá lớn trong khi doanh thu suy giảm do thị trường bất động sản đóng băng. Tăng trưởng lợi nhuận trong lai phụ thuộc vào sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam và thị trường bất động sản (điều này nhiều khả năng sẽ diễn ra trong năm 2014). Mức giá hiện nay chưa phản ánh quỹ đất dồi dào có vị trí đẹp của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

### **Phòng phân tích DVCSpeculator**

**Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111**