

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **13.000**

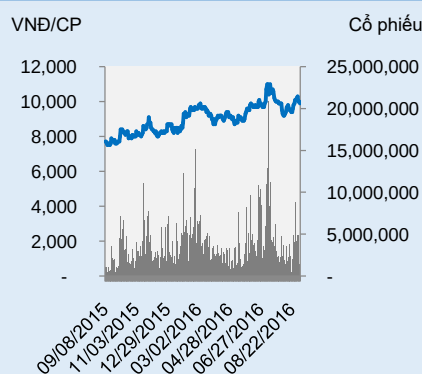
Giá thị trường (06/9/2016) 9.900

Lợi nhuận kỳ vọng 31,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	7.500-11.000
Vốn hóa	2.149 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	217.067.945
KLGD bình quân 10 ngày	3.888.729
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	15,3%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SCR	13,8%	6,5%	2,1%	4,2%
VN-Index	15,6%	4,2%	6,2%	14,6%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Chí Hồng Ngọc
 (84 8) 3914 6888 ext: 492
 nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín

Mã giao dịch: SCR

Reuters: SCR.HN

Bloomberg: SCR VN

Dự án tiềm năng Jamona Golden Silk mở bán, tiếp tục duy trì khuyến nghị Mua.

Điểm nhấn đầu tư:

Dự án Jamona Golden Silk mở bán tháng 8.2016 dù có trễ hơn kế hoạch dự kiến. Là dự án tiềm năng nhất của SCR tính đến hiện tại với tổng mức đầu tư **1.400 tỷ** và lợi nhuận trước thuế ước tính **800 – 850 tỷ**. Công ty đang đầu tư xây dựng 100 căn đầu tiên, thời gian hoàn tất từ 4-6 tháng. Theo đó, dự án Jamona Golden Silk có thể ghi nhận doanh thu vào cuối quý 4/2016 và kết thúc vào năm 2018. Đối với phần diện tích xây dựng căn hộ, thông tin mới nhất cho biết Công ty sẽ chuyển nhượng lại cho đơn vị khác để triển khai. Việc chuyển nhượng khu đất cao tầng, theo chia sẻ công ty dự kiến sẽ thực hiện trong quý 4 nếu thủ tục xin chuyển nhượng 1 phần dự án được chấp thuận. Lợi nhuận dự kiến theo ước tính của BVSC khoảng **75 – 100 tỷ** trước thuế.

Ước tính kết quả kinh doanh 2016. Trên thông tin cập nhật, BVSC chưa có điều chỉnh về dự báo kết quả kinh doanh 2016 của SCR. Doanh thu và LNST ước tính lần lượt là 810 và 112 tỷ. Dự án Jamona Golden Silk dù mở bán chậm hơn do với ước tính ban đầu nhưng BVSC dự kiến chỉ 25 – 30% sản phẩm (60 – 65 căn) có thể ghi nhận trong 2016. Với tiến độ hiện tại, chúng tôi cho rằng khả năng này vẫn được bảo lưu. Ngoài ra, BVSC cho rằng việc hoàn thành kế hoạch của SCR vẫn để ngỏ nếu Công ty hoàn tất chuyển nhượng phần cao tầng dự án Jamona Golden Silk. Mặc dù trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chưa ghi nhận khoản lợi nhuận này trong năm 2016.

Kết quả định giá được duy trì ở mức 13.000 đồng/cp. Kết quả định giá gần nhất của BVSC đối với SCR vào tháng 6/2016 với giá trị hợp lý theo hai phương pháp NAV và P/B là 13.000 đồng/cp. Chúng tôi vẫn duy trì kết quả định giá này dù có một số thông tin thay đổi so với trước đây liên quan đến dự án Jamona Golden Silk. Cụ thể, phần cao tầng có thể sẽ chuyển nhượng thay vì triển khai như kế hoạch. Và điều này làm cho lợi nhuận giảm đi. Tuy nhiên, giá bán thực tế của Golden Silk ghi nhận sau khi trừ chi phí xây dựng là khoảng 45 triệu đồng/m² cao hơn mức 35 triệu/m² mà BVSC dự kiến. Theo đó, phần lợi nhuận tăng thêm từ thấp tầng bù đắp cho giảm đi từ chuyển nhượng khu cao tầng. Ngoài ra, lợi ích của SCR tại dự án tăng 9,1% so với trước đây nên gia tăng đóng góp vào kết quả định giá NAV.

Khuyến nghị đầu tư:

Với kết quả định giá không có thay đổi so với báo cáo định giá tháng 6.2016, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SCR khi giá thị trường đang chiết khấu **31%** so với kết quả ước tính thận trọng của chúng tôi. Xét trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 4 và việc chuyển

sản sẽ là những thông tin tích cực cho Sacomreal trong những tháng cuối năm. Trong trung và dài hạn, triển vọng của SCR ít nhiều phụ thuộc vào triển vọng chung của ngành, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với tiềm lực tài chính mạnh và năng lực quản trị tốt từ cổ đông lớn là Thành Thành Công thì rủi ro bất ổn đối với SCR sẽ được kiểm soát tốt hơn.

Một số chỉ số tài chính của SCR

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015
Doanh thu	Tỷ VND	587	1.093	688	159
LNST	Tỷ VND	89	8	27	199
EPS	VND	622	53	168	917
BV	VND	15,774	15,055	14,695	14,019
P/E	x	15.9	186.8	58.8	10.8
P/B	x	0.6	0.7	0.7	0.7

Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính H1.2016

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất 37 tỷ, hoàn thành 22% kế hoạch năm. Trong đó, doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 167 tỷ, mới hoàn thành 11,5% kế hoạch đề ra. Trong kỳ, như BVSC đánh giá, các dự án Jamona Home Resort, Jamona City dù được kinh doanh nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu. Do đó, doanh thu 6 tháng đầu năm chủ yếu đến từ chuyển nhượng sàn thương mại dự án Belleza với giá trị 130 tỷ, cho thuê văn phòng và dịch vụ khác là 19 tỷ... Lợi nhuận gộp ghi nhận mức 80 tỷ và doanh thu tài chính 34 tỷ. Kết quả là, sau khi trừ chi phí quản lý, bán hàng và thuế TNDN, SCR ghi nhận lợi nhuận sau thuế ở mức trung bình nếu so với cùng kỳ (144 tỷ chủ yếu từ khoản thu tài chính từ liên doanh Tân Thắng) và kế hoạch 2016. Mặc dù vậy, kết quả này cũng không quá bất ngờ vì năm 2016 xem là năm bản lề sau giai đoạn tái cấu trúc 2013-2015. Dự án mới chỉ mới đẩy mạnh triển khai vào đầu năm 2016 nên chưa kịp đóng góp vào doanh thu. Kết quả lạc quan hơn kỳ vọng sẽ đến vào 6 tháng cuối năm từ dự án Jamona Golden Silk và Carrilon 3.

Dư nợ vay gia tăng nhanh nhưng tỷ lệ nợ vay trên nguồn vốn và tài sản vẫn an toàn. Đây là yếu tố có thể dự đoán vì với danh mục nhiều dự án cần triển khai, công ty không thể duy trì mức dư nợ thấp khoản 500 tỷ với tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu 18% vào cuối năm 2015. Tính đến 30.6.2016, dư nợ vay của SCR ghi nhận là 1.012 tỷ đồng, với tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu và tổng tài sản lần lượt là 0,33 và 0,15 lần. Nếu so sánh doanh nghiệp cùng quy mô như NLG, KDH chúng tôi nhận thấy rằng tỷ lệ nợ vay của SCR vẫn ở mức an toàn và chưa có rủi ro về thanh khoản. Lượng tiền mặt của Công ty vẫn khá tốt với 400 tỷ được ghi nhận vào cuối tháng 6.

Tình hình đầu tư và kinh doanh dự án

Dự án Jamona Golden Silk mở bán tháng 8.2016 dù trễ hơn kế hoạch dự kiến. Là dự án tiềm năng nhất của SCR tính đến hiện tại với tổng mức đầu tư **1.400 tỷ** và lợi nhuận trước thuế ước tính **800 – 850 tỷ**. Trong 6 tháng đầu năm, Công ty nâng tỷ lệ sở hữu tại dự án từ 90,8% lên 99,9%. Như vậy, lợi ích dự án sẽ ghi nhận hoàn toàn cho SCR. Dự án gồm 225 căn nhà phố, biệt thự và 272 căn hộ được phát triển trên diện tích 7,6ha. Tính đến hiện tại, Công ty đã mở bán phần thấp tầng với chi tiết như sau:

Sản phẩm	Số căn	Diện tích	Giá bán (VAT)
Nhà liền kề	121	Từ 75 – 120m ²	Từ 5,8 tỷ
Biệt thự song lập	93	Từ 133 – 190m ²	Từ 7,6 tỷ
Biệt thự đơn lập	11	Từ 252 – 296m ²	Từ 10 tỷ.

Công ty đang đầu tư xây dựng 100 căn đầu tiên, thời gian hoàn tất từ 4-6 tháng. Theo đó, dự án Jamona Golden Silk có thể ghi nhận doanh thu vào cuối quý 4/2016 và kết thúc vào năm 2018. Đối với phần diện tích xây dựng căn hộ, thông tin mới nhất cho biết Công ty sẽ chuyển nhượng lại cho đơn vị khác để triển khai. Việc chuyển nhượng khu đất cao tầng, theo chia sẻ công ty dự kiến sẽ thực hiện trong quý 4 nếu thủ tục xin chuyển nhượng 1 phần dự án được chấp thuận. Lợi nhuận dự kiến theo ước tính của BVSC khoảng **75 – 100 tỷ** trước thuế.

Công ty đang đàm phán để phát triển thêm một số dự án quy mô lớn. Hiện các dự án này đang trong giai đoạn đàm phán cũng như là hoàn thiện pháp lý. Đối với dự án hiện hữu, ngoài Jamona Golden Silk đã mở bán, SCR sẽ triển khai 2 dự án Carrilon 5 và 6 trong quý 4 với tổng mức đầu tư 2 dự án là 800 tỷ và lợi nhuận kế hoạch trước thuế là 110 tỷ.

Dự án	Tổng mức đầu tư tạm tính (tỷ đồng)	Diện tích (m2)
Carrilon7	1.225	5.100
Charmington 4, Tân Bình	1.500	29.000
Charmington 5, Phú Nhuận	2.200	16.500
Jamona Bình Tây	5.820	30.000
Dự án quận 4	2.500	-

Nguồn: SCR và BVSC tổng hợp

Dự báo kết quả kinh doanh 2016

Trên thông tin cập nhật, BVSC chưa có điều chỉnh về dự báo kết quả kinh doanh 2016 của SCR. Doanh thu và LNST ước tính lần lượt là 810 và 112 tỷ. Dự án Jamonay Golden Silk dù mở bán chậm hơn do với ước tính ban đầu nhưng BVSC dự kiến chỉ 25 – 30% sản phẩm (60 – 65 căn) có thể ghi nhận trong 2016. Với tiến độ hiện tại, chúng tôi cho rằng khả năng này vẫn được bảo lưu. Ngoài ra, BVSC cho rằng việc hoàn thành kế hoạch của SCR vẫn dễ dàng nếu Công ty hoàn tất chuyển nhượng phần cao tầng dự án Jamona Golden Silk. Mặc dù trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chưa ghi nhận khoản lợi nhuận này trong năm 2016.

Nội dung (ĐVT: triệu đồng)	2015	2016 (BVSC dự báo)	2016KH (*)
Doanh thu thuần	158.940	810.310	1.447.000
Giá vốn hàng bán	140.557	573.445	
Lợi nhuận gộp	18.383	236.865	
Doanh thu tài chính	246.518	150.295	
Chi phí tài chính	262.840	74.825	

Chi phí bán hàng	28.721	41.306	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	97.595	101.997	
Lợi nhuận hoạt động	(124.254)	169.033	
Thu nhập khác	294.562	-	
Lợi nhuận trước thuế	195.376	169.033	
Lợi nhuận sau thuế	198.149	112.788	164.000

Cập nhật định giá

Kết quả định giá gần nhất của BVSC đối với SCR vào tháng 6/2016 với giá trị hợp lý theo hai phương pháp NAV và P/B là 13.000 đồng/cp. Chúng tôi vẫn duy trì kết quả định giá này dù có một số thông tin thay đổi so với trước đây liên quan đến dự án Jamona Golden Silk. Cụ thể, phần cao tầng có thể sẽ chuyển nhượng thay vì triển khai như kế hoạch. Và điều này làm cho lợi nhuận giảm đi. Tuy nhiên, giá bán thực tế của Golden Silk ghi nhận sau khi trừ chi phí xây dựng là khoảng 45 triệu đồng/m² cao hơn mức 35 triệu/m² mà BVSC dự kiến. Theo đó, phần lợi nhuận tăng thêm từ thấp tầng bù đắp cho giảm đi từ chuyển nhượng khu cao tầng. Ngoài ra, lợi ích của SCR tại dự án tăng 9,1% so với trước đây nên gia tăng góp vào kết quả định giá NAV. Số liệu cụ thể trình bày như sau:

Jamona Golden Slik	Ban đầu	Điều chỉnh
- Lợi nhuận gộp	893.666	833.472
- NAV dự án	643.439	600.100
- Tỷ lệ sở hữu	90,1%	99.9%
- NAV thuộc SCR	579.739	599.500

Khuyến nghị đầu tư

Với kết quả định giá không có thay đổi so với báo cáo định giá tháng 6.2016, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SCR khi giá thị trường đang chiết khấu **31%** so với kết quả ước tính thận trọng của chúng tôi. Xét trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 4 và việc chuyển sàn sẽ là những thông tin tích cực cho Sacomreal trong những tháng cuối năm. Trong trung và dài hạn, triển vọng của SCR ít nhiều phụ thuộc vào triển vọng chung của ngành, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với tiềm lực tài chính mạnh và năng lực quản trị tốt từ cổ đông lớn là Thành Thành Công thì rủi ro bất ổn đối với SCR sẽ được kiểm soát tốt hơn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	587	1.093	688	159
Giá vốn	(550)	(892)	(553)	(141)
Lợi nhuận gộp	36	201	135	18
Doanh thu tài chính	381	267	101	247
Chi phí tài chính	(271)	(187)	(132)	(263)
Lợi nhuận sau thuế	89	8	27	199

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	71	113	38	147
Các khoản phải thu ngắn hạn	65	197	194	131
Hàng tồn kho	3.382	2.954	2.679	2.735
Tài sản cố định hữu hình	9	6	3	3
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.442	1.016	798	611
Tổng tài sản	6.596	5.587	5.404	5.007
Nợ ngắn hạn	2.301	1.756	1.554	1.525
Nợ dài hạn	1.947	1.561	1.533	439
Vốn chủ sở hữu	2.256	2.261	2.317	3.043
Tổng nguồn vốn	6.596	5.587	5.404	5.007

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	5,9%	86,3%	-37,0%	-76,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	449,6%	-91,0%	233,4%	649,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	6,2%	18,4%	19,6%	11,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	15,2%	0,7%	3,9%	125,2%
ROA (%)	1,3%	0,1%	0,5%	3,8%
ROE (%)	4,0%	0,4%	1,2%	7,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,64	0,59	0,57	0,39
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,88	1,47	1,33	0,65
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	622	53	168	917
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.774	15.055	14.695	14.019

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dingthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Ngô Kim Thanh

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888