

Ngành Bất động sản – ICB 8630  
Ngày 30 tháng 10 năm 2015

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP  
CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và KCN Sông Đà**



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	<b>MUA</b>
Giá kỳ vọng	25,307
Giá thị trường (30/10/15)	23,500
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	99.042
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,327
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,799
Sở hữu nước ngoài (%)	11.2%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 30.10.2015	23,500
KLTB 10 ngày (cp)	107,647
Giá thấp nhất 52T (đ)	18,600
Giá cao nhất 52T (đ)	28,300
+/- 7 ngày qua	+6.33%
+/- 1 tháng qua	+16.34%

Chuyên viên phân tích  
Lê Thị Trang  
Email: tranglt@bsc.com.vn  
Tel: + 84.39352722

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SJS với giá mục tiêu 1 năm là 25,307 đồng (+7,69% so với giá cổ phiếu ngày 30.10.2015)** theo phương pháp định giá NAV; SJS sở hữu quỹ đất sạch khoảng hơn 1,200 ha tập trung chủ yếu tại Hà Nội và các tỉnh miền Bắc, tỷ lệ hấp thụ các dự án khá khả quan với điểm rơi doanh thu vào năm 2016.

**Hoạt động tái cấu trúc tổ hợp Sudico diễn ra mạnh mẽ, đem lại kết quả tích cực:** (1) Tập trung vào hoạt động đầu tư và bán hàng tại dự án chủ lực Nam An Khánh (2) Cơ cấu lại các khoản nợ vay, giãn thời hạn trả nợ thêm 1, 2 năm và giảm lãi suất vay từ trung bình 16% xuống 11% (3) Thoái vốn dần tại các hoạt động đầu tư tài chính kém hiệu quả và (4) Giải thể, thay đổi loại hình, định hướng lại hoạt động của công ty con, công ty liên kết.

**Sản phẩm có lợi thế cạnh tranh riêng:** (1) Các dự án có vị trí tốt, nằm cạnh các trục đường lớn, khu vực quy hoạch trọng điểm của địa phương (2) Giá bán tương đối cạnh tranh so với các sản phẩm phân khúc trung và cao cấp trong cùng khu vực do đền bù GPMB, đóng tiền sử dụng đất thực hiện từ nhiều năm trước (3) Các dự án có thiết kế đa dạng, phù hợp với nhiều đối tượng khách hàng khác nhau.

**KĐT Nam An Khánh hiện là dự án chủ lực của Sudico, với điểm rơi doanh thu vào 2016.** Trong 9 tháng đầu 2015, Sudico chuyển nhượng khoảng hơn 3 ha khu A Nam An Khánh cho nhà đầu tư thứ cấp, ghi nhận 460 tỷ doanh thu. Trong Q4/2015, Sudico tiếp tục có các hợp đồng chuyển nhượng cho nhà đầu tư thứ cấp, dự kiến ghi nhận doanh thu vào Q4/2015 và đầu 2016. Với mảng bán lẻ, khoảng 100 căn biệt thự, nhà liền kề đã bán thành công trong 6 tháng đầu năm 2015, tiếp tục mở bán thêm 2 ha trong 2 tháng cuối 2015, có thể ghi nhận doanh thu vào 2016.

**Dự báo KQKD:** Trong 9T2015, doanh thu đạt khoảng 470 tỉ đồng (+453% yoy), LNTT khoảng 80 tỉ đồng, gấp 3 lần so với cùng kỳ 2014. Chúng tôi dự báo LNTT 2015 có thể đạt 270 tỷ đồng, EPS 2015 đạt 2,096 đồng khi SJS ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng chuyển nhượng thứ cấp trong Q4/2015.

Chúng tôi cho rằng Giá trị của SJS phụ thuộc lớn vào triển vọng giá đất tại KĐT Nam An Khánh. Ngoài ra, rủi ro chính của Sudico là số dư nợ vay lớn, luôn chiếm khoảng 2/3 tổng tài sản, trong khi tổng giá trị tiền và các tài sản ngắn hạn thanh khoản cao khá thấp.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	143	51	631	1226
% tăng trưởng y-o-y		(64%)	1,137%	94%
Tổng tài sản (tỷ đ)	5,196	5,513	5,607	5,420
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,867	1,560	1,629	1,766
Vốn điều lệ (tỷ đ)	1,000	1,000	1,000	1,000
CPLH bình quân (Triệu cp)	99	99	99	99
LN sau thuế (tỷ đ)	(88)	(305)	71	156
% tăng trưởng y-o-y				120%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	(917)	(3.057)	708	1,579
Giá trị sổ sách (đ/cp)	18,859	18,675	15,597	16,288
Lợi nhuận gộp biên	20%	(291%)	41%	27%
ROS	(62%)	(601%)	11%	11%
ROE	(5%)	(20%)	4%	8%
ROA	(2%)	(6%)	(1%)	3%

Nguồn: SJS

**GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP**

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	CTCPĐT PT Đô Thị & KCN Sông Đà
Tên giao dịch:	CTCPĐT PT Đô Thị & KCN Sông Đà
Tên viết tắt:	Sudico
Địa chỉ:	Tòa nhà Sudico, Đường Mễ Trì, Mỹ Đình, Nam Từ Liêm, Hà Nội
Tel:	(84.4)3768 4503 – 3768 4504 – 3768 4505
Fax:	(84.4)3768 4029
Website:	<a href="http://www.sudicosd.com.vn">http://www.sudicosd.com.vn</a>
Vốn điều lệ:	1,000,000,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Kinh doanh BĐS, dịch vụ BĐS Tư vấn dự án, thiết kế, quy hoạch
Ngành nghề kinh doanh chính	Kinh doanh BĐS, dịch vụ BĐS Tư vấn dự án, thiết kế, quy hoạch

**Lịch sử hình thành**

Thời gian	Sự kiện
12/09/2001	Thành lập, là Doanh nghiệp Nhà nước và là thành viên của Tổng công ty Sông Đà
08/07/2003	Chuyển đổi sang công ty cổ phần
06/07/2006	Niêm yết trên sàn HOSE với mã SJS, số lượng niêm yết 5 triệu cổ phiếu
2006	Mở bán KĐT Mỹ Đình, Mễ Trì
03/2013	Mở bán lẻ KĐT Nam An Khánh

**Quá trình tăng vốn điều lệ (tỉ đồng)**

Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
07/2006	50	Chào bán riêng lẻ
01/2007	200	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
08/2007	400	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
12/2009	1000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu

TT	Các công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCPĐT PT Đô thị và KCN Sông Đà miền Trung	47.5%
2	CTCP ITC Thăng Long	30%
3	CTCP Tư vấn Sudico	29.3%
4	CTCP Xây dựng Sudico	26%
5	CTCP Gạch nhẹ Phúc Sơn	22.5%

TT	Các công ty con	Tỷ lệ sở hữu
1	CT TNHH Sudico Thăng Long	99.97%
2	CTCP Sudico miền Trung	100%
3	CTCP Sudico miền Nam	100%
4	Công ty TNHH MTV Sudico Tiến Xuân	100%
5	CTCP Sudico Quảng Ninh	51%
6	CTCP Vật liệu xây dựng và Đầu tư Phát triển Sudico	51%
7	CTCP Sudico Hòa Bình	65%
8	CTCP Dịch vụ Sudico	51%

(Nguồn: SJS, BSC tổng hợp)

**Cơ cấu cổ đông đến 31/12/2014**

TT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
1	<b>Trong nước</b>	<b>89,607,228</b>	<b>89.60%</b>
	Cá nhân	49,241,394	49.23%
	Tổ chức	40,365,834	40.37%
2	<b>Nước ngoài</b>	<b>10,392,772</b>	<b>10.40%</b>
	Cá nhân	1,866,725	1.87%
	Tổ chức	8,526,047	8.53%
	<b>Tổng cộng</b>	<b>100,000,000</b>	<b>100%</b>

(Nguồn: SJS, BSC tổng hợp)

**Cổ đông lớn đến 30/06/2015**

TT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
1	Tổng CT Sông Đà	36,300,750	36.30%
3	Deutsche Bank AG London + Deutsche Bank AG	9,557,610	9.65%
4	Market Vectors ETF Trust - MarketVectors - Vietnam ETF + Wareham Group Limited	8,860,560	8.94%
	<b>Tổng cộng</b>	<b>54,718,920</b>	<b>54.89%</b>

❖ SJS sở hữu quỹ đất sạch hơn 1,200 ha tại các vị trí có giao thông thuận lợi như Đại lộ Thăng Long, Quang Trung – Hà Đông..., tại khu vực nằm trong quy hoạch trọng điểm của địa phương, có cảnh quan đẹp như Hạ Long, Tiến Xuân – Thạch Thất – Hà Nội,...

❖ Chiến lược kinh doanh tập trung vào phân khúc trung và cao cấp, tỷ lệ nợ cao khiến SJS gặp khó khăn trong giai đoạn 2011-2012 khi thị trường bất động sản Việt Nam suy giảm. Sau các bước tái cấu trúc mạnh mẽ, SJS đã đạt mức tăng trưởng mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận từ 2013 đến nay.

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH**

**Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (SUDICO)** có hoạt động kinh doanh chính là đầu tư phát triển các Khu đô thị, khu dân cư và khu du lịch sinh thái, nghỉ dưỡng, chủ yếu tập trung tại khu vực Hà Nội và các tỉnh Miền Bắc. Phân khúc sản phẩm mà Sudico hướng tới là phân khúc trung và cao cấp. Một số dự án lớn của Sudico có thể kể đến như Khu đô thị (KĐT) Nam An Khánh và Khu B mở rộng; Khu dân cư Văn La - Văn Khê; KĐT Mỹ Đình – Mễ Trì; KĐT Tiến Xuân, Thạch Thất, Hà Nội;...

**CÁC DỰ ÁN ĐANG VÀ SẼ TRIỂN KHAI CỦA SUDICO**

STT	DỰ ÁN	VỊ TRÍ	QUY MÔ (ha)	ĐẦU TƯ DỰ KIẾN (tỷ đồng)	TÌNH TRẠNG HIỆN TẠI	KẾ HOẠCH
1	<b>KĐT Nam An Khánh (NAK) và NAK Mở rộng</b>	Xã An Khánh, An Thượng –Hoài Đức - Hà Nội	234.3	6,000	Khu A còn hơn 30ha đất kinh doanh Khu B đang xác định tiền sử dụng đất	Mở bán khu A đến 2018, giá bán lẻ 17-22 triệu/m <sup>2</sup> , bán buôn 15,3 triệu/m <sup>2</sup> Mở bán khu B từ 2017 đến 2018.
2	<b>Khu nhà ở Văn La, Văn Khê</b>	Xã Văn Khê, Quận Hà Đông, TP. Hà Nội	12	1,300	12ha đất sạch, đang san lấp mặt bằng	Mở bán chung cư + đất nền từ 2016
3	<b>KĐT Tiến Xuân, Thạch Thất, Hà Nội</b>	huyện Thạch Thất, TP. Hà Nội	1,115	20,000	Đã đền bù và đóng tiền sử dụng đất	Đang tìm đối tác để hợp tác đầu tư
4	<b>KĐT Hòa Hải, Đà Nẵng</b>	Hải Hòa, Đà Nẵng	12	n/a	Đã đền bù + đóng tiền sử dụng đất	Bắt đầu mở bán vào 2016
5	<b>Khách sạn Sông Đà – Hạ Long</b>	Đồi Yên Ngựa - Bãi Cháy - TP. Hạ Long	2	172	Đã xây xong biệt thự xung quanh	Đang tìm đối tác để xây khách sạn
6	<b>Khu du lịch sinh thái Sông Đà - Ngọc Vừng</b>	Xã Ngọc Vừng - huyện Vân Đồn - Quảng Ninh	39	248	Đã xây xong và kinh doanh tại 6, 7 khu nhà nghỉ	Xây nốt 2 khu nhà nghỉ + tiếp tục kinh doanh
7	<b>Khu nhà ở SUDICO – SPM</b>	Phường Long Trường - Quận 9 – TP Hồ Chí Minh	18.8	n/a	n/a	Chuyển nhượng hoặc thoái vốn trong 2016
8	<b>Khác</b>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a


**I. KĐT NAM AN KHÁNH VÀ PHẦN MỞ RỘNG**

Khu đô thị Nam An Khánh và phần mở rộng – Khu B là một trong những dự án trọng điểm của Sudico. Doanh thu từ Nam An Khánh chiếm gần như toàn bộ tổng doanh thu của Sudico từ 2013 đến nay. Khách hàng mục tiêu của dự án là người có thu nhập khá và cao.

**KĐT Nam An Khánh nằm ở phía Tây Hà Nội.** Phía Bắc KĐT là Đại lộ Thăng Long và phía Đông là Lê Trọng Tấn kéo dài.

**Tổng diện tích dự án 288.8ha, trong đó KĐT là 234.4 ha (Khu A là 189.7 ha, Khu B mở rộng là 44.6 ha), được phép xây dựng từ 2004.** Khu A gồm 3 khu: 33.6 ha khu chung cư - dịch vụ với nhà chung cư, khu thể thao giải trí, trung tâm thương mại, văn phòng, công trình công cộng,...; 103.7 ha Khu hồ lớn và 51 ha Khu hồ nhỏ với gần 1,800 lô biệt thự và đất liền kề sân vườn, diện tích từ 130 - 400m<sup>2</sup>/căn, căn mặt hồ từ 500-700 m<sup>2</sup>/căn. KĐT dự kiến đáp ứng cho hơn 35 nghìn người.



(Nguồn: Sudico)

### Hoạt động kinh doanh tại Nam An Khánh

Hai hình thức kinh doanh chính tại dự án là bán lẻ biệt thự, nhà liền kề và bán buôn cho nhà đầu tư thứ cấp. Dự kiến sẽ bán Nam An Khánh đến 2018. **Khu A** hiện còn khoảng 30ha đất kinh doanh, kế hoạch 50% xây dựng nhà thấp tầng, 50% kinh doanh nhà cao tầng. **Khu B** đã hoàn tất đền bù, hiện vẫn đang xác định tiền sử dụng đất phải đóng.

- **Bán buôn là hình thức kinh doanh chính tại dự án Nam An Khánh.** Trước 2013, đã chuyển nhượng khoảng 49ha. Vào 2014 đã chuyển nhượng gần 9ha cho Techcomdeveloper, thu về 1,218 tỷ đồng (giá bán ~ 13.7 triệu/m<sup>2</sup>). Trong 9T2015, Sudico chuyển nhượng 3 ha, thu về 460 tỷ đồng (giá bán ~15.3 triệu/m<sup>2</sup>). Trong Q4/2015, Sudico đang hoàn tất thủ tục chuyển nhượng thêm một vài hợp đồng khác cho nhà đầu tư thứ cấp.
- **Hoạt động bán lẻ tại dự án không thực sự mạnh nhưng đang dần cải thiện.** Từ khi mở bán lần đầu vào 3/2013, Sudico bán được khoảng 80 căn trong 2013, 50 căn trong 2014 và 100 căn trong 2 quý đầu 2015. Mỗi căn có diện tích từ 140-300m<sup>2</sup>, căn mặt hồ diện tích từ 500-700m<sup>2</sup>, giá bán dao động từ 17-22 triệu/m<sup>2</sup>. Hoạt động bán lẻ đang tạm dừng từ T6/2015 để đầu tư xây dựng hạ tầng kỹ thuật (bờ kè hồ lớn, đường dạo, cây xanh,... tổng giá trị đầu tư 300 tỷ đồng), nhằm tăng giá bán thêm 5-10% trong đợt mở bán trở lại vào cuối T10/2015. Dự kiến sẽ mở bán thêm 2ha nữa trong Q4/2015 (khoảng 60 căn).

### Đánh giá về Nam An Khánh và triển vọng trong tương lai

#### Ưu điểm

- **Dự án có vị trí thuận lợi.** Nam An Khánh nằm ở phía Tây Hà Nội với cơ sở hạ tầng tương đối hoàn thiện. Phía Bắc KĐT giáp Đại lộ Thăng Long, phía Đông giáp đường Lê Trọng Tấn kéo dài, phía Nam giáp đường Tỉnh lộ 423 và phía Tây giáp đường vành đai 4 dự kiến. Từ Nam An Khánh, việc di chuyển đến trung tâm Hà Nội hay đến các tỉnh phía Nam khá thuận tiện. Xung quanh Nam An Khánh có nhiều khu du lịch, vui chơi giải trí như Thiên đường Bảo Sơn, sân Golf Đồng Mô, Suối Hai,... và các KĐT như KĐT Bắc An Khánh, KĐT Geleximco, Khu biệt thự Thiên đường Bảo Sơn...
- **Giá bán đất nền biệt thự tương đối rẻ so với các KĐT trong khu vực.** Một phần lý do vì Sudico đã thực hiện nộp thuế phí và đền bù GPMB khá sớm. Giá bán hiện nay của Nam An Khánh từ 17-22 triệu đồng/m<sup>2</sup> đất nền biệt thự, trong khi KĐT Geleximco có giá bán trung bình 35-40 triệu



đồng/m<sup>2</sup>, KĐT Bắc An Khánh trung bình 40-45 triệu/m<sup>2</sup>.

**Nhược điểm**

- **Giá bán trung bình của mỗi căn không thấp hơn so với các KĐT xung quanh.** Mặc dù giá trung bình mỗi m<sup>2</sup> khá thấp, nhưng diện tích mỗi căn biệt thự trong Nam An Khánh khá lớn. Cụ thể, trung bình mỗi căn trong KĐT có diện tích 300m<sup>2</sup>/căn, trong khi các biệt thự trong khu vực chỉ khoảng 200m<sup>2</sup>/căn. Vì vậy, để mua một căn trong Nam An Khánh, người mua sẽ phải trả khoảng 6 tỷ/căn (cho đất nền), tương đương các biệt thự trong khu vực. Điều này làm giảm lợi thế giá đất rẻ của dự án, khiến số lượng người mua nhà sẽ khó tăng mạnh.
- **Cơ sở hạ tầng kém hoàn thiện hơn KĐT xung quanh.** Tính đến cuối 9/2015, NAK vẫn chưa hoàn thiện hệ thống đường dạo, kè hồ, chưa có người mua nhà đến ở. Trong khi đó, các biệt thự trong KĐT Geleximco, Khu biệt thự TĐBS đã xây dựng xong, có khoảng 15-20% biệt thự đã có người ở, có ban quản lý khu vực đầy đủ.
- **Tiến độ thi công chậm.** Dự án có tiến độ khá chậm, hoạt động thi công trong KĐT cũng khá rải rác. Mục tiêu hoàn thiện CSHT kĩ thuật để người mua nhà có thể ở ngay khó hoàn thành trong 2015.
- **Di chuyển vào Nam An Khánh không thực sự thuận lợi.** Nếu đi từ phía trung tâm thành phố dọc theo Đại lộ Thăng Long, người mua nhà cần đi qua hầm chui dân sinh để sang Nam An Khánh. Từ Lê Trọng Tấn đi theo cổng Nam An Khánh vào khu biệt thự quanh Hồ, người mua phải đi thêm khoảng 2km. Vì vậy khi hạ tầng chưa hoàn thiện, chưa có ban quản lý khu vực chuyên nghiệp đảm bảo an toàn, sẽ rất khó để có người mua nhà thực sự chuyển đến sinh sống tại đây.
- **Khó cạnh tranh với đất sổ đỏ của khu vực dân cư xung quanh KĐT.** Giá đất tại khu vực làng xã xung quanh chỉ từ 7-10 triệu/m<sup>2</sup>, giảm nhẹ so với 2014 (10-13 triệu/m<sup>2</sup>). Khu vực này đã có hạ tầng kĩ thuật đầy đủ là một trong những nguồn cung đất cạnh tranh với Nam An Khánh.

**Triển vọng:** Nhìn chung Nam An Khánh là một dự án có tiềm năng do vị trí thuận lợi và giá bán khá cạnh tranh. Hoạt động chính mang lại doanh thu vẫn sẽ là hoạt động chuyển nhượng đất cho nhà đầu tư thứ cấp. Hoạt động bán lẻ sẽ khó có nhiều đột biến, và kế hoạch tăng giá bán thêm 5-10% sẽ khó thực hiện.



**II. KHU NHÀ Ở VĂN LA – VĂN KHÊ**

Dự án dự kiến triển khai từ 2016 trở đi. Năm 2013, Sudico điều chỉnh quy hoạch từ phân khúc cao cấp sang phân khúc bình dân.

Tổng diện tích dự án là 12ha, đang chờ quy hoạch chi tiết, dự kiến đất kinh doanh khoảng 5-6ha. Sudico đã đóng xong tiền thuế đất từ trước đó (368 tỷ), hiện tại đang tiến hành san lấp một phần. Sản phẩm chính của dự án là đất nền, biệt thự, nhà liền kề và chung cư. Dự kiến cuối 2015 sẽ bắt đầu xây dựng chung cư, Sudico đang làm thủ tục vay ngân hàng khoảng 300 tỷ đồng để thực hiện nhằm kịp mở bán vào đầu 2016.

**Đánh giá chung về Văn La – Văn Khê**

**Ưu điểm**

- **Vị trí của dự án khá thuận lợi.** Dự án thuộc trung tâm quận Hà Đông trong quy hoạch đô thị đến 2020. Dự án nằm ngay cạnh trục chính Quang Trung- Hà Đông nối với quốc lộ 6 đi các tỉnh Tây Bắc, gần nhà ga đường sắt trên cao Hà Nội - Hà Đông. Dự án còn nằm cạnh KĐT Văn Phú, gần trung tâm mua sắm Metro, trung tâm hành chính quận Hà Đông, ...



(Nguồn: SJS)

- **Giá bán dự kiến sẽ thấp hơn giá bán trong KĐT trong khu vực.** KĐT Văn Phú hiện có giá bán trung bình 40-60 triệu /m<sup>2</sup>. Khu nhà ở Văn La Văn Khê dự kiến sẽ có giá thấp hơn một phần vì đã đóng thuế phí từ nhiều năm trước, một phần để phù hợp với các đối tượng người mua có thu nhập trung bình và thấp.
- **Có thể tận dụng cơ sở hạ tầng của khu vực xung quanh.** Dự án có diện tích khá nhỏ (12ha), nằm ngay cạnh KĐT Văn Phú với hạ tầng kỹ thuật, công trình công cộng khá hoàn chỉnh. Dự án cũng gần các trung tâm mua sắm giải trí, bệnh viện, trường học,... trong quận Hà Đông. Vì vậy, người mua nhà của Dự án có thể tận dụng cơ sở vật chất này trong quá trình Sudico hoàn thiện CSHT kỹ thuật trong Khu nhà ở. Khu vực xung quanh khá đông người ở, diện tích của dự án lại không quá lớn, nên khả năng người mua nhà có thể vào ở ngay sẽ khả thi hơn.

**Nhược điểm**

- **Tiến độ dự án chậm.** Theo khảo sát cuối T9/2015, dự án vẫn đang trong quá trình san lấp mặt bằng. Tiến độ thực hiện khá chậm. Khả năng hoàn thiện cơ sở hạ tầng, xây dựng chung cư và mở bán vào đầu 2016 sẽ khó thực hiện được nếu Sudico không tăng cường hoạt động thi công tại đây.

**Triển vọng:** Dự án Khu nhà ở Văn La Văn Khê có triển vọng khá tốt do nằm ở vị trí thuận lợi trong quận Hà Đông và giá bán dự kiến tương đối cạnh tranh so với các KĐT xung quanh. Tuy nhiên, tiến độ thi công chậm có thể khiến kế hoạch mở bán vào đầu năm 2016 khó thực hiện được, ảnh hưởng đến doanh thu mà dự án này có thể mang lại trong 2016.

**III. KĐT TIẾN XUÂN, THẠCH THẮT, HÀ NỘI**

KĐT Tiến Xuân là dự án dài hạn của Sudico. Dự án nằm trên trục Đại lộ Thăng Long, cách trung tâm thành phố khoảng 35km.

KĐT có quy mô 1,400 ha, tổng đầu tư dự kiến là 20,000 tỷ đồng, xây dựng tại xã Tiến Xuân, Lương Sơn, Hòa Bình, (nay thuộc Thạch Thất, Hà Nội) thuộc quy hoạch tổng thể khu công nghệ cao Hoà Lạc. Theo quy hoạch, dự án sẽ gồm các khu trung tâm vui chơi giải trí, khu biệt thự nghỉ dưỡng, biệt thự sinh thái, khu đô thị hỗn hợp, chung cư cao cấp tận dụng cảnh quan thiên nhiên đẹp tại đây.

Dự án có kế hoạch thi công trong 2007-2016, tuy nhiên Sudico đã tạm dừng để tập trung cho các dự án trọng điểm trước mắt. Toàn bộ đất dự án đã được đền bù và đóng tiền sử dụng đất, đang chờ quy hoạch chi tiết và tìm đối tác nước ngoài phù hợp để thực hiện song song với các dự án khác.

**Đánh giá về dự án**

- **Ưu điểm:** Vị trí dự án khá tốt nằm trong quy hoạch tổng thể khu công nghệ cao Hoà Lạc và nằm trong vùng quy hoạch phát triển trọng điểm của vùng, với cảnh quan thiên nhiên khá đẹp. Hoạt động đền bù và đóng tiền sử dụng đất thực hiện từ trước cũng giúp Sudico giảm bớt chi phí giá vốn.
- **Nhược điểm:** Cần vốn đầu tư rất lớn (20,000 tỷ) nên khó tìm được đối tác phù hợp. Thời gian triển khai dự án sẽ khá dài trước khi bắt đầu tạo ra doanh thu cho Sudico.

**IV. DỰ ÁN HÒA HẢI, ĐÀ NẴNG**

Dự án được Sudico nhận chuyển nhượng từ 2010 trong kế hoạch mở rộng đầu tư BĐS trên cả nước thời gian này. Dự án là khu đất thương mại dịch vụ ven biển, thuộc dự án KĐTMT Hòa Hải, tổng diện tích hơn 12ha mục đích đầu tư xây





dựng khách sạn, căn hộ, biệt thự cao cấp. Sau khi triển khai bước đầu, thị trường BĐS đóng băng khiến giá đất ở Đà Nẵng sụt giảm. Từ đó đến nay, Sudico nhiều lần dự định chuyển nhượng lại nhưng không tìm được đối tác phù hợp. Dự án cũng khiến Sudico trích lập dự phòng hơn 100 tỷ trong 2012 và trích thêm hơn 70 tỷ trong 2014.

Năm 2015, đánh giá thị trường BĐS đã hồi phục trở lại, ban lãnh đạo Sudico quyết định sẽ không chuyển nhượng nữa mà tiến hành mở bán trở lại vào 2016, với cả hình thức bán lẻ lô đất và chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho nhà đầu tư thứ cấp. Hiện Sudico đang lên kế hoạch chi tiết.

**Đánh giá dự án:** Dự án có khả năng mang lại doanh thu cho Sudico trong thời gian tới, khi thị trường BĐS Đà Nẵng cũng ấm lên cùng với TT BĐS cả nước. Các khoản dự phòng trích lập trước đây cũng có thể được hoàn nhập nếu hoạt động bán hàng khả quan. (Tổng diện tích 12ha, giá bán dự kiến trung bình khoảng 9 triệu/m<sup>2</sup> trong khi giá vốn ban đầu là 9.2 triệu/m<sup>2</sup> và đã trích lập dự phòng 174,7 tỷ đồng). Do đó SJS có thể được hoàn nhập ~ 146.3 tỷ đồng).

**V. KHU DU LỊCH SINH THÁI SÔNG ĐÀ - NGỌC VỪNG & KHÁCH SẠN SÔNG ĐÀ - HẠ LONG**

Hai dự án này được Sudico thu hồi khi thực hiện giải thể công ty con Sudico Hạ Long.



Khu sinh thái Sông Đà, Ngọc Vừng (Nguồn: SJS)

**Dự án Khu du lịch sinh thái Sông Đà, Ngọc Vừng:** Dự án có quy mô 39ha, xây dựng tại xã Ngọc Vừng, Vân Đồn, Quảng Ninh. Dự án khu du lịch sinh thái bao gồm khách sạn mini, khu nhà nghỉ, khu vui chơi, giải trí,... Đến thời điểm hiện tại, dự án đã được triển khai kinh doanh 6, 7 khu nhà nghỉ, đồng thời sẽ xây thêm 2 khu nhà nghỉ Bungalow là hoàn thiện.

**Dự án Khách Sạn Sông Đà Hạ Long:** Dự án nằm trên đồi Yên Ngựa, Bãi Cháy, TP Hạ Long với diện tích gần 2 ha. Kế hoạch của Sudico là xây dựng khách sạn 5 sao gồm 1 nhà 15 tầng và các khu biệt thự, nhà nghỉ bao quanh hướng ra Vịnh Hạ Long. Hiện tại, dự án đã xây xong các biệt thự xung quanh, đang tìm đối tác cùng hợp tác xây dựng khách sạn.

**Đánh giá dự án:** Hai dự án có vị trí đẹp tại Hạ Long, một trong những khu du lịch nổi tiếng tại Miền Bắc. Với kinh nghiệm tốt hơn công ty con, kì vọng Sudico khi trực tiếp quản lý có thể tạo ra lợi nhuận từ 2 dự án này.

**VI. KHU NHÀ Ở SUDICO – SPM**

Dự án được Sudico góp 168 tỷ hợp tác đầu tư với CTCP SPM để thực hiện từ năm 2010 nhằm mục đích mở rộng hoạt động kinh doanh vào thị trường phía Nam. Dự án có tổng diện tích 18.8 ha, nằm tại phường Long Trường, Quận 9, TP HCM. Tuy nhiên, do tiến độ thực hiện không đạt yêu cầu nên trong 2015, Sudico có kế hoạch chuyển nhượng hoặc thoái vốn đầu tư tại dự án này, dự kiến đầu 2016 sẽ đàm phán xong.

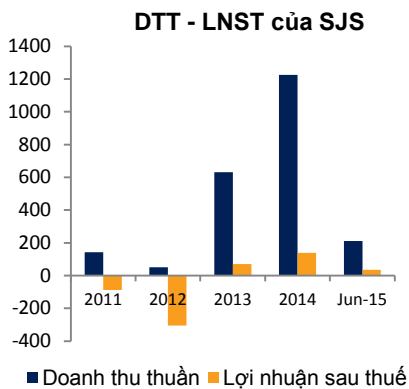


Khách sạn Sông Đà, Hạ Long (Nguồn SJS)

**Đánh giá dự án:** Khả năng thu hồi được vốn hoặc chuyển nhượng cho nhà đầu tư khác là khả quan. Có nhiều chủ đầu tư BĐS tại miền Nam có nhu cầu mở rộng quỹ đất để phát triển, dự án lại thuộc phía Đông thành phố - khu vực đang phát triển tương đối mạnh, khả năng chuyển nhượng được khá cao.



**TÁI CƠ CẤU HOẠT ĐỘNG SXKD**



Nguồn: BCTC SJC, BSC tổng hợp

**GIẢI ĐOẠN KHÓ KHĂN 2011-2012**

**Kết quả HĐ SXKD:** Giai đoạn 2011-2012, kết quả kinh doanh của Sudico không tốt. Doanh thu thấp chỉ đạt 143 tỷ trong 2011 và giảm mạnh xuống 51 tỷ trong 2012 (-64% yoy). Lợi nhuận trước thuế cả 2 năm đều âm với giá trị là -93 tỷ năm 2011 và -303 tỷ đồng năm 2012 (-226% yoy).

**Nguyên nhân:**

- **Thị trường BĐS đang trong giai đoạn khó khăn**, các doanh nghiệp hoạt động tại phân khúc trung và cao cấp như Sudico vì thế cũng khó tiêu thụ được sản phẩm.
- **Giá trị trích lập dự phòng cho hàng tồn kho lớn:** Năm 2012, tổng trích lập cho tồn kho là 147 tỷ, trong đó trích lập 103 tỷ cho dự án Hòa Hải, Đà Nẵng và 44 tỷ cho dự án Nhà máy gạch.
- **Nợ vay lớn, trong đó nợ vay dài hạn đến hạn trả lớn khiến áp lực trả gốc và lãi cao:** Tổng nợ phải trả là 3,329 tỷ trong 2011 và 3,954 tỷ trong 2012, chiếm 65-70% TTS. Trong đó, nợ vay ngắn hạn là 1,230 tỷ trong 2011, 508 tỷ trong 2012, chủ yếu là nợ vay dài hạn đến hạn trả.
- **Hoạt động đầu tư tài chính không hiệu quả:** Tổng giá trị sổ sách đầu tư tài chính dài hạn trong 2011 là 603 tỷ, giảm xuống 560 tỷ trong 2012, chủ yếu do các khoản đầu tư này có kết quả kinh doanh lỗ. Sudico phải trích lập thêm cho khoản đầu tư này 26 tỷ trong 2011, 27 tỷ trong 2012.

**HOẠT ĐỘNG TÁI CƠ CẤU TẠI TỔ HỢP SUDICO**

- **Thay đổi định hướng hoạt động SXKD của công ty:** Tập trung đầu tư xây dựng CSHT kĩ thuật, đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại các dự án chính tạo doanh thu cho Sudico, điển hình là Nam An Khánh và Nam An Khánh mở rộng, thay vì đầu tư dàn trải tại nhiều dự án như trước.
- **Thực hiện cơ cấu lại các khoản nợ:** Sudico thực hiện thỏa thuận với các ngân hàng, quỹ để gia hạn các khoản nợ vay, trái phiếu đến hạn thanh toán, giảm áp lực trả nợ cho công ty. Chi phí lãi vay cũng được Sudico thỏa thuận giảm từ trung bình 16% xuống còn khoảng 11%.
- **Thực hiện rút vốn dần các khoản đầu tư tài chính không hiệu quả:** Năm 2013, thu hồi 25 tỷ vốn hợp tác đầu tư tại dự án Cam Ranh – Catus. Trong năm 2014, Sudico đã thực hiện thoái vốn tại Quỹ năng động Việt Nam (14.7 tỷ) và CTCP Chứng Khoán Sao Việt (20.7 tỷ). Năm 2015, thực hiện thoái vốn tại Sông Đà 19.
- **Tái cơ cấu toàn tổ hợp Sudico:** Từ 2013, Sudico đã làm thủ tục tiến hành giải thể các công ty con gồm VLXD ĐTPT Sudico, Sudico Hạ Long, Sudico miền Trung; thành lập mới CTCP Sudico Quảng Ninh; chuyển đổi Sudico An Khánh, Sudico miền Nam thành CT TNHH để tập trung quản lý các dự án, định hướng lại hoạt động của các công ty con, công ty liên kết.

**KẾT QUẢ**

Nhờ hoạt động tái cấu trúc mạnh mẽ tổ hợp Sudico, kết hợp với sự hồi phục của thị trường BĐS, kết quả hoạt động SXKD trong giai đoạn 2013-6T2015 của Sudico đã được cải thiện:



- **Doanh thu thuần tăng theo thời gian, chủ yếu là từ dự án Nam An Khánh.** Doanh thu năm 2013 đạt 631 tỷ, năm 2014 là 1,226 tỷ (+94% yoy), chủ yếu từ hoạt động bán buôn. Trong 9T/2015, doanh thu đạt 471 tỷ, gấp 5.6 lần cùng kỳ 2014.
- **Lợi nhuận trước thuế trong giai đoạn này cũng tăng.** LNTT 2013 đạt 75 tỷ, năm 2014 là 192 tỷ (+156% yoy) và 9T/2015 đạt 49.5 tỷ (+200% yoy).

**Một số lưu ý:**

- **Một phần lợi nhuận xuất phát từ các hoạt động không thường xuyên:** Trong 2014, lợi nhuận trước thuế đạt 192 tỷ, trong đó 50 tỷ do thu từ phạt vi phạm hợp đồng trong dự án Hải Hòa, Đà Nẵng. Trong 2015, dự kiến SJS sẽ hoàn nhập vào LNTT hơn 67 tỷ đồng từ khoản trích lập dự phòng cho khoản đầu tư vào Xi Măng Hạ Long.
- **Giá trị trích lập dự phòng cho tồn kho vẫn khá cao:** Năm 2014, Sudico trích lập thêm khoảng 70 tỷ cho dự án Hòa Hải, Đà Nẵng.
- **Hoạt động thoái vốn từ các khoản đầu tư ngoài ngành chưa diễn ra mạnh mẽ:** Danh mục đầu tư tài chính vẫn còn khoảng 19 đơn vị, ~ giá trị sổ sách khoảng 410 tỷ đồng. Nguyên nhân vì Sudico chưa bán được với mức giá kỳ vọng và cổ đông lớn của Sudico là cổ đông nhà nước (chiếm 36.3%).

**TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN****Thị trường (TT) BĐS đang trong chu kỳ hồi phục bền vững:**

- **Tỷ lệ giao dịch thành công tăng, chuyển dịch dần sang phân khúc trung và cao cấp, lượng tồn kho giảm mạnh.** Trong tháng 9 có khoảng 1.600 giao dịch thành công, tăng gần 40% so với cùng thời điểm năm 2014. Tính đến hết T9/2015, lượng tồn kho BĐS giảm 53.8% so với năm 2013.
- **Giá bán tại các phân khúc ổn định,** chỉ riêng các dự án có vị trí thuận lợi tăng khoảng 5%.
- **Nhu cầu mua chủ yếu là nhu cầu ở thực và nhu cầu đầu tư.** Hoạt động đầu cơ cũng đã xuất hiện nhưng chiếm tỷ trọng nhỏ.
- **Tín dụng cho BĐS chủ yếu dành cho cá nhân nhu cầu mua nhà để ở, tăng trưởng cũng đều và ổn định hơn.** Tín dụng cho BĐS trong 6T/2015 tăng 11% so với cùng kỳ 2014, hỗ trợ tích cực cho người mua nhà có nhu cầu ở thực. Lãi suất cho vay mua nhà khoảng 7-8%/năm trong giai đoạn đầu giải ngân và 10-12%/năm trong giai đoạn sau.
- **Hỗ trợ trong Luật pháp.** Luật Đất đai 2013, Luật Nhà ở 2014 và Luật Kinh doanh BĐS 2014 với những quy định chặt chẽ hơn, đáng chú ý là các quy định về bảo lãnh nhà ở hình thành trong tương lai, người nước ngoài được sở hữu nhà tại Việt Nam, cho phép chuyển nhượng một phần dự án,... góp phần giúp TT BĐS hoạt động lành mạnh và sôi động hơn.
- **Chưa có dấu hiệu của bong bóng BĐS.** Các dấu hiệu của bong bóng BĐS như tồn kho tăng mạnh, tốc độ bán hàng giảm nhanh, giá bán và lãi suất tăng cao vẫn chưa xuất hiện trong thời điểm này.

**Tại Hà Nội, TT biệt thự, liền kề bắt đầu có dấu hiệu ấm lên từ đầu 2015:**

- **Nguồn cung biệt thự, liền kề dồi dào:** Tính đến Q3/2015, tổng cung khoảng 30,400 căn (1,200 căn từ cung sơ cấp + 29,200 căn từ cung thứ cấp) từ 114 dự án (+1% theo quý và +3% theo năm). Từ Q4/2015 trở đi có

80 dự án biệt thự, liền kề tương lai tại 17 quận trong thành phố, cung cấp khoảng 8,600 ha.

- **Giá bán tăng nhẹ khoảng 1% tại các dự án đang hoàn thiện hạ tầng:** Các dự án đang hoàn thiện hạ tầng tại Cầu Giấy, Từ Liêm, Hoài Đức, Hà Đông, Hoàng Mai, Tây Hồ... có giá bán tăng nhẹ. Một số khu vực như Gia Lâm, Long Biên, Thạch Thất, Mê Linh,... có giá bán trung bình giảm từ 1-2%. Giá thứ cấp trung bình cho biệt thự là 48.7 triệu/m<sup>2</sup>, cho liền kề là 61 triệu/m<sup>2</sup>.
- **Cầu biệt thự, liền kề tăng cao đối với các dự án có CSHT hoàn thiện, chủ đầu tư uy tín.** Các dự án được hoàn thiện theo đúng quy hoạch, nhiều tiện ích như Dự án Biệt thự Aqua Bay, Khu đô thị Ecopark, Dự án Gamuda Gardens, Vinhomes Riverside (Long Biên), Dự án ParkCity,... liên tục có hàng trăm giao dịch thành công trong 2014- 2015. Các dự án này có thể ở vị trí không thuận tiện giao thông như các khu vực khác, nhưng với CSHT kỹ thuật hoàn thiện, người mua có thể chuyển đến ở luôn đã thu hút mạnh cầu mua nhà để ở và mua để cho thuê lại.

#### **Tại Đà Nẵng, thị trường đất nền cũng đang hồi phục dần:**

- **TT BĐS Đà Nẵng có nhiều tiềm năng với các yếu tố quan trọng cho phát triển BĐS:** Đà Nẵng có quy hoạch đồng bộ với Sân bay quốc tế Đà Nẵng, trung tâm vui chơi giải trí Bà Nà Hills, có bãi biển đẹp như Mỹ Khê, Non Nước, Mỹ An,... và gần nhiều di sản miền Trung như Hội An, Ngũ Hành Sơn,...
- **Cầu về đất nền tại Đà Nẵng tăng lên** do giá cả hợp lý, phù hợp với khách hàng thu nhập trung bình, có nhu cầu mua để ở và đầu tư. Luật Nhà ở 2014 cho phép người nước ngoài được sở hữu BĐS tại Việt Nam kì vọng cũng sẽ làm tăng cầu cho BĐS Đà Nẵng.
- **Giá đất nền nhiều khu vực tăng từ 30-40% so với 2011, chủ yếu với các KĐT có vị trí tốt, quy hoạch CSHT đồng bộ** với trường học, bệnh viện, khu mua sắm và các dịch vụ đi kèm, chủ đầu tư uy tín và có tiềm lực. Một số công trình trọng điểm của thành phố dự kiến đưa vào sử dụng cũng làm giá đất nền tăng lên và giao dịch sôi động hơn.

## **TRIỂN VỌNG SUDICO**

### **TRIỂN VỌNG TRONG NGẮN HẠN**

**Nam An Khánh tiếp tục là dự án trọng điểm của Sudico với điểm rơi doanh thu vào 2016.** Tốc độ tiêu thụ sản phẩm tại Nam An Khánh tiếp tục tăng ở mức khả quan. Sudico bán được 100 căn biệt thự trong nửa đầu năm 2015, dự kiến sẽ tiếp tục mở bán thêm 60 căn trong 2 tháng cuối năm. Toàn bộ doanh thu từ bán lẻ này sẽ ghi nhận vào 2016, khi Sudico hoàn thiện phần thô và giao nhà cho người mua. Cuối 2015, Sudico cũng đang thỏa thuận bán thêm một phần diện tích cho NĐT thứ cấp, trong đó 3ha Khu B chuyển nhượng cho Bộ Kế hoạch đầu tư, và một phần nhỏ khu A chuyển nhượng cho các đối tác khác. Các hợp đồng này sẽ tạo doanh thu cho Q4/2015 và những tháng đầu năm 2016.

**Các dự án khác cũng bắt đầu tạo doanh thu cho SJS trong 2016.** Dự án Văn La, Văn Khê và dự án Hòa Hải, Đà Nẵng bắt đầu mở bán trong năm 2016. Hoạt động thoái vốn từ dự án Nhà ở Sudico – SPM khả năng cũng sẽ tạo một khoản tiền cho Sudico.

**Khả năng trích lập dự phòng thêm cho hàng tồn kho là khá thấp.** Dự án Hòa Hải, Đà Nẵng là dự án có khoản trích lập lớn (tổng giá trị trích lập 174 tỷ đồng). Dự án này đang có khả năng bán hàng được khá cao khi TT BĐS Đà Nẵng đang

ám lên cùng TT BĐS cả nước, vì vậy nguy cơ phải trích lập thêm khá thấp. Thậm chí nếu hoạt động bán hàng tại đây tốt, Sudico còn có khả năng hoàn nhập khoản dự phòng của dự án này.

**Các khoản nợ vay đã được gia hạn thêm và giảm lãi suất vay:** Các khoản nợ đến hạn tiếp tục được Sudico thỏa thuận gia hạn thêm 1, 2 năm nữa. Lãi suất vay cũng được giảm từ 16% xuống 11%. Áp lực trả gốc và lãi vì vậy được giảm nhẹ.

### **TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN TRONG DÀI HẠN**

**Sudico có quỹ đất sạch tương đối lớn.** Sudico đang sở hữu khoảng hơn 1,200 ha đất sạch tại Hà Nội và các tỉnh thành khác như Đà Nẵng, Quảng Ninh,..

**Các dự án của Sudico có vị trí tốt với giao thông thuận lợi hoặc cảnh quan thiên nhiên đẹp.** Vị trí các dự án khá đẹp, nằm trên các trục đường chính như Đại Lộ Thăng Long, Quang Trung - Hà Đông, ... tại các khu vực có quy hoạch trọng điểm của địa phương, hoặc nơi có cảnh quan thiên nhiên đẹp như Hạ Long, Đà Nẵng,...

**Giá bán các sản phẩm của Sudico tương đối cạnh tranh** so với các doanh nghiệp cùng ngành. Một phần là do Sudico đã thực hiện đền bù, GPMB và đóng tiền sử dụng đất từ nhiều năm trước, khi chưa có quy định điều chỉnh giá sử dụng đất sát với giá thị trường.

### **RỦI RO ĐẦU TƯ**

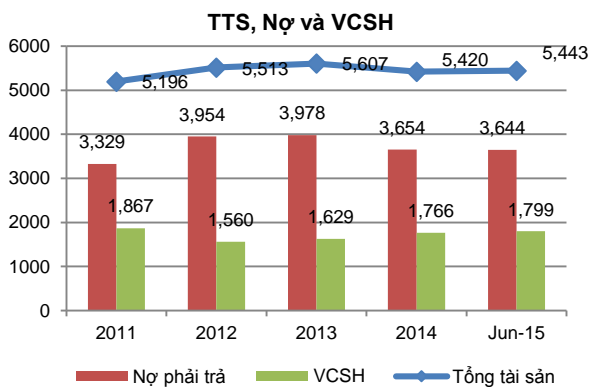
**Rủi ro nợ vay:** Tỷ lệ tổng nợ luôn chiếm khoảng 2/3 tổng tài sản, trong khi tổng giá trị tiền và các tài sản ngắn hạn thanh khoản cao khá thấp. Trong trường hợp hoạt động SXKD không tốt, khả năng trả nợ của công ty sẽ bị ảnh hưởng.

**Rủi ro tiến độ dự án:** Các dự án về KĐT, KCN thường tốn nhiều thời gian hoàn thiện. Trong quá trình xây dựng, các khó khăn về vấn đề cấp phép, khả năng huy động vốn... sẽ khiến công ty gặp rủi ro về khả năng hoàn thiện dự án đúng tiến độ. Rủi ro này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu, lợi nhuận và giá cổ phiếu của công ty.

**Rủi ro cạnh tranh:** Hiện tại nguồn cung các KĐT, khu nhà ở, khu nghỉ dưỡng,.. tại Hà Nội và các thành phố khác khá dồi dào và dự báo sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới, trong khi lượng cầu cho các sản phẩm này không quá lớn, sẽ khiến Sudico phải đối mặt với cạnh tranh, doanh thu và lợi nhuận vì vậy có thể sẽ bị ảnh hưởng.

**Rủi ro chi phí đầu vào:** Chi phí đầu vào cho Sudico chủ yếu là giá đền bù giải phóng mặt bằng và giá nguyên vật liệu xây dựng. Biến động trong giá đền bù GPMB, đặc biệt đang có xu hướng tăng lên theo mức giá thị trường, hay những biến động trong giá nguyên vật liệu như xi măng, thép, cát, sỏi... sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của công ty.



**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**


Thông tin cơ bản	2012	2013	2014	6T2015
<b>Doanh thu thuần (tỷ đ)</b>	51	631	1,226	211
<b>% tăng trưởng y-o-y</b>	-64%	1,137%	94%	349%
<b>Tổng tài sản (tỷ đ)</b>	5,513	5,607	5,420	5,443
<b>Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)</b>	1,799	2,022	2,135	2,415
<b>Vốn điều lệ (tỷ đ)</b>	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>CPLH bình quân (tr.cp)</b>	100	100	100	100
<b>LN sau thuế (tỷ đ)</b>	-305	71	156	34
<b>% tăng trưởng y-o-y</b>			120%	113%
<b>EPS cơ bản (đ/cp)</b>	-3057	708	1579	354
<b>Giá trị sổ sách (đ/cp)</b>	15,597	16,288	17,659	17,993

Chỉ tiêu cơ bản	2012	2013	2014
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Vốn vay/VCSH	1.41	1.29	0.79
Tổng tài sản/VCSH	3.53	3.44	3.07
<b>Cơ cấu tài sản</b>			
TS ngắn hạn/ TTS	56%	59%	59%
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Hệ số TT ngắn hạn	1.38	1.01	1.11
Hệ số TT nhanh	0.22	0.15	0.18
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>			
Số ngày tồn kho	4,360	2,633	1,124
Số ngày phải thu	1,894	169	97
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>			
Lợi nhuận gộp biên	-291%	41%	27%
ROS	-601%	11%	11%
ROE	-20%	4%	8%
ROA	-6%	1%	3%
TS dài hạn/Tổng TS	44%	41%	41%

**Tổng tài sản và VCSH tăng nhẹ qua các năm.** Riêng 2012, VCSH giảm 16% do LNST âm (-305 tỷ). TTS năm 2014 giảm 3% do Vốn nợ giảm 8% (-294 tỷ).

**Cơ cấu tài sản:** TS ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao và tăng nhẹ, đến 6/2015 chiếm khoảng 59% TTS. Trong đó, hàng tồn kho chiếm khoảng 83% TS ngắn hạn (~2,700 tỷ).

**Tổng giá trị tồn kho và chi phí SXKD dở dang dài hạn rất cao, đạt mức trung bình 4,300 tỷ (~80% TTS), giá trị trích lập dự phòng lớn.** Hai dự án chiếm tỷ trọng cao nhất trong hàng tồn kho và chi phí SXKD dở dang là Nam An Khánh (~2,200 tỷ) và Hòa Hải Đà Nẵng (~1,100 tỷ). Hoạt động trích lập dự phòng chủ yếu cho dự án Nhà máy gạch – Hòa Bình (44 tỷ) và dự án Hòa Hải – Đà Nẵng (trích 174 tỷ). Số ngày hàng tồn kho rất lớn nhưng đã giảm mạnh từ 4,360 ngày trong 2012 xuống 1,124 ngày trong 2014.

**Cơ cấu vốn: Tỷ lệ nợ cao, chủ yếu là nợ dài hạn đến hạn trả đã gia hạn nhiều lần.** Tổng nợ luôn ở mức khá cao, đã giảm nhẹ từ 2014 đến nay nhưng vẫn giữ ở mức 67% tổng tài sản. Tỷ lệ nợ ngắn hạn luôn chiếm khoảng 80% tổng nợ, trong đó chủ yếu là Nợ vay dài hạn đến hạn trả. Tính đến T6/2015, Nợ dài hạn đến hạn trả là 763 tỷ, Trái phiếu ngắn hạn là 104 tỷ và 16.5 tỷ vay ngân hàng. Các khoản vay này đều đã quá hạn và đã gia hạn một vài lần. Tính đến T9/2015, Sudico đã đạt được thỏa thuận giảm lãi suất các khoản vay từ trung bình 16% xuống 10-11% và kéo dài thời hạn trả nợ sang 2016, 2017. Tỷ lệ nợ dài hạn còn lại thấp, chỉ chiếm khoảng 20% tổng nợ.

**Khả năng thanh toán thấp nhưng có xu hướng cải thiện.** Hệ số thanh toán ngắn hạn không cao nhưng vẫn lớn hơn 1 và có xu hướng cải thiện dần từ 1.01 năm 2013 lên 1.16 trong 9T/2015. Hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán tức thời khá thấp, lần lượt là 0.15 và 0.03 trong 2013, tuy nhiên cũng có dấu hiệu tăng dần lên mức lần lượt là 0.2 và 0.08 vào T6/2015.

**Khả năng thu tiền khả quan:** Số ngày phải thu giảm mạnh từ 1894 ngày trong 2012 xuống 169 ngày trong 2013 và 97 ngày trong 2014.

**Các chỉ tiêu sinh lời được cải thiện.** Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE) và Tỷ suất sinh lợi trên TTS (ROA) tăng khả quan lên lần lượt 8% và 3% trong 2014. Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) tương tự 2013 tại mức 11%. Riêng lợi nhuận gộp biên giảm từ 41% trong 2013 xuống còn 27% trong 2014.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2015**

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH TRONG 2015**

Chúng tôi đưa ra dự báo kết quả kinh doanh **KHẢ QUAN** cho **SJS** trong năm 2015:

CHỈ TIÊU	GIÁ TRỊ
Doanh thu	<b>955 tỷ đồng</b> (-22% yoy), trong đó 918 tỷ từ các hợp đồng chuyển nhượng đất Nam An Khánh cho nhà đầu tư thứ cấp, 37 tỷ từ các hoạt động kinh doanh khác như dịch vụ, tư vấn,... Trong 9T2015, doanh thu đạt 460 tỷ từ hoạt động bán buôn tại Nam An Khánh. Trong 3 tháng cuối năm, Sudico dự kiến tiếp tục chuyển nhượng tại khu A, ghi nhận thêm khoảng 458 tỷ nữa.
Biên LNG	<b>Từ bán hàng ~34%</b> , tăng nhẹ so với mức 30% trong 2014. Năm 2015 chỉ ghi nhận doanh thu từ bán buôn. Giá định biên LNG 2015 ~ biên LNG bán buôn trong 9T2015 (~34%).  Trong 2015 giá bán buôn là 15.3 triệu/m <sup>2</sup> , tăng nhẹ so với mức 13.7 triệu/m <sup>2</sup> trong 2014, khiến mức biên lợi nhuận hơi cao hơn 2014. <b>Từ tư vấn, cho thuê, khác ~20%</b> , tương đương mức biên trong những năm gần đây.
Chi phí bán hàng	<b>4.6 tỷ đồng</b> . Chi phí bán hàng chủ yếu phát sinh từ hoạt động bán lẻ. Trong 6T2015, chi phí bán hàng khoảng 3.6 tỷ khi bán 100 căn biệt thự, dự kiến 2 tháng cuối năm mở bán phát sinh thêm chi phí bán hàng khoảng 1 tỷ nữa.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	<b>74 tỷ đồng (-50% yoy)</b> . Chi phí quản lý doanh nghiệp 6T2015 là 15.6 tỷ (-63% yoy) do kết quả tái cơ cấu.
LNTT	<b>270 tỷ đồng (+41% yoy)</b> .  Ngoài lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi, năm 2015 SJS dự kiến ghi nhận <b>67.1 tỷ đồng</b> LNTT từ hoàn nhập khoản dự phòng đầu tư vào CTCP Xi Măng Hạ Long sau khi hoàn tất chuyển nhượng cho Tổng công ty Sông Đà.
Vay nợ	<b>300 tỷ đồng</b> dự kiến được vay để đầu tư cho dự án Văn La – Văn Khê

Nguồn: BSC dự báo

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	6.00%
beta	0.8
ke	10.60%
kd	11.00%
E/A	33.06%
D/A	66.94%
Tax rate	22%
WACC	9.25%

**Phương pháp Giá trị tài sản thuần (Net asset value – NAV)** được sử dụng để định giá SJS. Đối với doanh nghiệp BĐS như SJS, giá trị tài sản của công ty tập trung chủ yếu tại các dự án BĐS. Hoạt động kinh doanh BĐS chủ yếu theo chu kỳ TT BĐS và tùy thuộc vào từng dự án, không có một mức tăng trưởng ổn định dài hạn cho cả doanh nghiệp. Vì vậy, sử dụng phương pháp định giá NAV sẽ phù hợp hơn là các phương pháp chiết khấu dòng tiền như FCFF, FCFE, DDM,...

Nguyên lý cơ bản của phương pháp này là:

Giá trị doanh nghiệp = Tổng tài sản (giá thị trường) – Tổng nợ (giá thị trường)

Đối với doanh nghiệp BĐS, việc tính lại giá trị tổng tài sản theo giá thị trường chủ yếu thông qua việc tính lại giá trị các dự án.

**Đối với Sudico:**

- **Dự án KĐT Nam An Khánh (Khu A):** định giá lại theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) do dự án có kế hoạch kinh doanh cụ thể, giá bán và giá vốn đã xác định.
- **Dự án KĐT Hòa Hải, Đà Nẵng:** định giá lại theo giá trị thị trường (Market Value – MV) do giá trị thị trường (xác định được) khá chênh lệch với giá trị sổ sách.

- **Các dự án khác:** dùng giá trị sổ sách (Book value – BV) do Sudico chưa có kế hoạch kinh doanh cụ thể hoặc do không xác định được giá trị thị trường.

Theo đó:

→ **Dự án Nam An Khánh Khu A:** Sử dụng phương pháp DCF, với giả định:

**Giả định về tỷ lệ bán hàng:** dựa trên tốc độ tiêu thụ hiện tại và dự báo thị trường trong thời gian tới sẽ tiếp tục ổn định. Khu A được kì vọng sẽ bán hết trong 2018.

**Tỷ lệ bán hàng theo năm**

Còn: 370,000 m <sup>2</sup>	2015	2016	2017	2018
<b>Bán buôn</b>	16%	19%	11%	11%
<b>Bán lẻ</b>	11%	11%	11%	10%
<b>Tổng (100%)</b>	27%	30%	22%	21%

**Giả định ghi nhận doanh thu:**

- Bán buôn: ghi nhận luôn vào năm phát sinh.
- Bán lẻ: ghi nhận vào năm sau khi đã xây xong phần thô và giao nhà cho người mua.

**Giả định giá bán:** Bán buôn 15.3 triệu/m<sup>2</sup>, bán lẻ 20 triệu/m<sup>2</sup>, dựa trên giá bán gần nhất (trong 9T2015). Giá bán buôn có tăng nhẹ, còn giá bán lẻ khá ổn định trong khoảng 3 năm gần đây. Giá bán này tương đối rẻ so với giá đất nền biệt thự của các KĐT xung quanh (trung bình 35-40 triệu/m<sup>2</sup>). Giả định giá bán tăng 3% theo lạm phát từ năm 2017.

**Giả định biên LNG:** 35% với bán buôn, 40% với bán lẻ. Biên LNG của bán buôn được lấy từ biên LNG 9T2015 do năm nay chỉ có doanh thu từ bán buôn. Biên LNG bán lẻ được lấy từ biên LNG 2013 do 2013 chỉ có doanh thu từ bán lẻ.

→ **Dự án Hòa Hải, Đà Nẵng:** ghi nhận theo giá trị thị trường (MV)

Dtích (m <sup>2</sup> )	BV gốc (tỷ đ)	Giá vốn (triệu đ /m <sup>2</sup> )	Giá TT (triệu đ /m <sup>2</sup> )	Đã dự phòng (tỷ)	Có thể hoàn nhập (tỷ)	MV (tỷ đ)
120,000	1,108.5	9. 2	9	(174.7)	146.3	1080

→ **Các dự án chưa có kế hoạch:** ghi nhận theo giá trị sổ sách.

(đơn vị: đồng)

	Giá trị sổ sách	Giá trị định giá lại	Chênh lệch	Phương Pháp
<b>Nam An Khánh</b>	2,323,569,860,197	2,896,836,383,967	573,263,097,528	DCF
<b>Hòa Hải</b>	933,863,760,885	1,080,000,000,000	146,136,239,115	MV
<b>Tồn kho khác</b>	358,113,603,877	358,113,603,877	-	BV
<b>Tài sản khác</b>	1,827,275,405,226	1,827,275,405,226	-	BV
<b>Tổng giá trị tài sản</b>	5,442,822,630,185	6,162,221,966,827	719,399,336,643	
<b>Tổng giá trị nợ</b>	3,643,528,923,656	3,643,528,923,656	-	
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	12,269,731,079	12,269,731,079	-	
<b>Giá trị tài sản ròng</b>	1,787,023,975,450	2,506,423,312,092	719,399,336,643	
<b>Số lượng CP lưu hành ( cổ phiếu)</b>	99,042,000	99,042,000	-	
<b>Giá trị trên 1 cổ phiếu (nghìn đồng)</b>	<b>18,043</b>	<b>25,307</b>	<b>7,264</b>	



**Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SJS với giá kì vọng 12 tháng tới là 25,307 đồng/cp (upside 7,69%)** theo phương pháp NAV. SJS hiện giao dịch tại P/E 12.2x, khá hấp dẫn so với P/E trung bình của các công ty bất động sản có quy mô tổng tài sản tương ứng như NLG (15.9x), DIG (51.8x), KDH (12.9x). SJS sở hữu quỹ đất sạch khoảng hơn 1,200 ha, tập trung chủ yếu tại Hà Nội và các tỉnh miền Bắc. Tỷ lệ hấp thụ Nam An Khánh khá khả quan, với điểm rơi doanh thu vào 2016.

**PHỤ LỤC**

BALANCE SHEET	2014 (31/12/2014)	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>TÀI SẢN</b>					
<b>A. Tài sản ngắn hạn</b>	3,216,846,427,107	3,439,308,988,173	3,109,641,699,352	2,954,942,421,442	2,587,929,291,540
I. Tiền và tương đương tiền	143,378,027,914	181,007,561,909	124,587,330,554	234,443,362,914	238,961,405,538
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	52,209,600,000	43,220,000,000	39,458,000,000	211,872,200,000	305,000,000,000
III. Các khoản phải thu	242,442,214,879	261,254,951,242	286,374,523,985	306,160,483,126	326,101,723,091
IV. Hàng tồn kho, ròng	2,694,862,591,388	2,868,961,866,081	2,573,629,557,417	2,116,327,989,849	1,632,334,402,282
<b>B. Tài sản dài hạn</b>	2,202,980,566,808	2,203,563,331,531	2,491,087,892,657	2,312,161,622,673	2,301,076,529,807
I. Phải thu dài hạn	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535	34,971,263,535
II. Tài sản cố định	70,033,600,595	63,398,966,057	54,507,669,701	45,616,373,345	36,725,076,989
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	3,279,017,794	3,106,437,910	2,933,858,026	2,761,278,142	2,588,698,258
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,717,308,322,974	1,729,301,673,224	2,029,301,673,224	2,029,301,673,224	2,029,301,673,224
V. Đầu tư dài hạn	366,323,186,122	359,495,433,617	357,295,433,617	187,095,433,617	184,895,433,617
VI. Tài sản dài hạn khác	11,065,175,788	13,289,557,188	12,077,994,554	12,415,600,810	12,594,384,184
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	5,419,826,993,915	5,642,872,319,704	5,600,729,592,009	5,267,104,044,115	4,889,005,821,347
<b>NGUỒN VỐN</b>					
<b>A. Nợ phải trả</b>	3,653,905,916,589	3,637,304,544,463	3,298,445,547,846	2,794,240,105,001	2,245,135,834,077
I. Nợ ngắn hạn	2,893,241,922,834	2,837,486,434,193	2,312,518,996,779	1,922,318,587,749	1,487,162,613,334
II. Nợ dài hạn	760,663,993,755	799,818,110,270	985,926,551,067	871,921,517,252	757,973,220,743
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	1,765,921,077,326	2,005,567,775,242	2,302,284,044,163	2,472,863,939,114	2,643,869,987,270
I. Vốn và các quỹ	1,752,006,122,712	1,994,573,190,095	2,289,890,953,883	2,460,978,136,945	2,632,112,161,405
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-
III. Lợi ích cổ đông thiểu số	13,914,954,614	10,994,585,147	12,393,090,280	11,885,802,169	11,757,825,865
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	5,419,826,993,915	5,642,872,319,704	5,600,729,592,009	5,267,104,044,115	4,889,005,821,347

INCOME STATEMENT	2014 (31/12/2014)	2015F	2016F	2017F	2018F
1. Doanh thu	1,226,571,930,946	954,741,829,352	1,875,302,577,016	1,467,101,829,352	1,510,012,629,352
2. Các khoản giảm trừ	(510,167,988)	(300,000,000)	(300,000,000)	(300,000,000)	(300,000,000)
3. Doanh thu thuần	1,226,061,762,958	954,441,829,352	1,875,002,577,016	1,466,801,829,352	1,509,712,629,352
4. Giá vốn hàng bán	(892,866,767,001)	(626,518,534,024)	(1,184,710,440,12)	(919,379,954,140)	(946,071,974,140)
5. Lãi gộp	333,194,995,957	327,923,295,328	690,292,136,894	547,421,875,212	563,640,655,212
6. Thu nhập tài chính	12,170,477,828	3,330,000,000	8,107,059,999	5,890,263,902	5,860,299,648
7. Chi phí tài chính	(32,932,512,346)	(33,676,666,667)	(37,975,555,556)	(32,975,740,741)	(35,818,487,654)
- Trong đó: Chi phí lãi vay	(12,784,123,833)	(5,260,000,000)	(9,030,000,000)	(7,145,000,000)	(8,087,500,000)
8. Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	(21,859,992,487)	(15,465,460,121)	(15,099,343,880)	(17,474,932,163)	(16,013,245,388)
9. Chi phí bán hàng	(1,121,110,538)	(4,649,184,209)	(4,768,394,060)	(4,768,394,060)	(4,768,394,060)
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	(148,700,227,960)	(74,350,113,980)	(85,502,631,077)	(98,328,025,739)	(113,077,229,599)
11. Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	140,751,630,454	203,111,870,352	555,053,272,321	399,765,046,412	399,823,598,159
12. Thu nhập khác	55,626,360,829	67,100,000,000	-	-	-
13. Chi phí khác	(4,743,823,688)	(407,160,706)	-	-	-
14. Thu nhập khác, ròng	50,882,537,141	66,692,839,294	-	-	-
15. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	191,634,167,595	269,804,709,646	555,053,272,321	399,765,046,412	399,823,598,159
16. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	(53,364,913,925)	-	-	-	-
17. Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	214,484,255	-	-	-	-
18. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(53,150,429,670)	(63,530,640,933)	(111,010,654,464)	(79,953,009,282)	(79,964,719,632)
19. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	138,483,737,925	206,274,068,714	444,042,617,857	319,812,037,130	319,858,878,527
Hoạt động không liên tục	-	-	-	(106,960,700)	(13,115,851,756)
LNST từ HĐ Liên tục và không liên tục	-	206,274,068,714	444,042,617,857	319,705,076,430	306,743,026,771
20. Lợi ích cổ đông thiểu số	(17,911,345,214)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)	(1,275,145,932)
21. Cổ đông của Công ty mẹ	156,395,083,139	207,549,214,646	445,317,763,789	321,087,183,062	321,134,024,459
22. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1,579	2,096	4,496	3,242	3,242



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư**  
**Lê Thị Hải Đường**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

**Trưởng Phòng Phân tích**  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.