

Vinaconex – ITC (VCR)

Nhiều cơ hội bứt phá trong năm 2010 - 2011

- Được chuyển đổi từ dự án Cái Giá – Cát Bà của Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) tháng 3 năm 2008;
- Hoạt động chính: kinh doanh bất động sản (BDS) và sàn giao dịch bất động sản, trong đó kinh doanh BDS đóng góp chủ yếu doanh thu và lợi nhuận. Hiện nay công ty đang triển khai duy nhất Dự án Khu đô thị du lịch Cái Giá – Cát Bà (Cát Bà Amatina) tại huyện Cát Hải – Hải Phòng;
- 3 cổ đông sáng lập bao gồm Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX), Công ty Cổ phần Chứng khoán NHNo & PTNT Việt Nam (AGRISECO) và Ngân hàng Thương mại Cổ phần XNK Việt Nam (EXIMBANK) chiếm khoảng 74% vốn điều lệ;
- Năm 2009, công ty đạt 19.2 tỷ lợi nhuận sau thuế trên vốn điều lệ 300 tỷ, thấp so với các doanh nghiệp khác cùng ngành. Tuy nhiên do dự án bắt đầu có doanh thu năm 2009, doanh thu và lợi nhuận của công ty tập trung chủ yếu từ năm 2010 trở đi;
- Lợi thế của công ty: (i) cổ đông sáng lập có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm quản lý mạnh; (ii) dự án có quy mô lớn, có khả năng mang lại doanh thu và lợi nhuận tương đối tốt trong vòng 5-6 năm tới; (iii) có khả năng phát triển các dự án tiềm năng khác do quan hệ với tổng công ty Vinaconex.

Mã chứng khoán	VCR
Sàn niêm yết	HNX
Ngày dự kiến niêm yết	10/5/2010
Giá mục tiêu (VND)	25,000
Số lượng cổ phiếu lưu hành	30,000,000
Vốn hóa tại mức giá mục tiêu (tỷ)	750
EPS 2009 (VND)	641
EPS 2010 (E)	1,789
BVPS 2009 (VND)	11,503

Cổ đông	Số lượng	% sở hữu
Vinaconex	16,000,000	53.3%
Agribank Securities	3,200,000	10.7%
EXIMBANK	3,000,000	10.0%
Cổ đông khác	7,800,000	26.0%
Tổng	30,000,000	100.0%

Chủ tịch HĐQT	Trịnh Hoàng Duy
Tổng Giám đốc	Trần Ngọc Quang
Kế toán trưởng	Điền Thị Thu Hương

Trụ sở chính:

Tầng 1, Tòa nhà 17T5, Khu đô thị Trung Hòa - Nhân Chính, Thanh Xuân, Hà Nội

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tiền thân là Ban quản lý dự án Cái Giá – Cát Bà của Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) được thành lập vào năm 2005, Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch VINACONEX (Vinaconex – ITC) chính thức được chuyển thành công ty cổ phần vào tháng 3 năm 2008 với 3 cổ đông sáng lập bao gồm Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX), Công ty Cổ phần Chứng khoán NHNo & PTNT Việt Nam (AGRISECO) và Ngân hàng Thương mại Cổ phần XNK Việt Nam (EXIMBANK).

Vinaconex - ITC tập trung vào việc đầu tư, phát triển Dự án Khu đô thị du lịch Cái Giá – Cát Bà (Cát Bà Amatina) tại huyện Cát Hải – Hải Phòng và phát triển mảng kinh doanh dịch vụ bất động sản. Mục tiêu của Công ty là trở thành một doanh nghiệp có thương hiệu mạnh ở Việt Nam trong hai lĩnh vực chính là bất động sản và du lịch. Cụ thể là phát triển các lĩnh vực sản xuất kinh doanh như: đầu tư và kinh doanh bất động sản; quản lý dự án đầu tư xây dựng công trình, kinh doanh các dịch vụ quản lý bất động sản, phát triển kinh doanh dịch vụ du lịch ...

Sơ lược về dự án Khu đô thị du lịch Cái Giá – Cát Bà

- Tên dự án: CÁT BÀ AMATINA
- Địa điểm: Thị trấn Cát Bà và xã Trân Châu, huyện Cát Hải, Hải Phòng, Việt Nam.
 - Chủ đầu tư: Công ty CP Đầu tư và phát triển du lịch Vinaconex
 - Chức năng của dự án : Là Khu đô thị với các chức năng: nhà ở công cộng, dịch vụ du lịch – thương mại tổng hợp, văn hóa, thể dục thể thao, cây xanh – công viên – hồ điều hòa, giao thông và các chức năng khác.
 - Hình thức đầu tư lựa chọn: Đầu tư xây dựng mới
 - Khái quát về quy hoạch: Đơn vị tư vấn thiết kế quy hoạch tổng thể là Group 70/Pacma, Inc (Hoa Kỳ) và VINACONEX R&D. Thiết kế điều chỉnh quy hoạch và thiết kế đô thị của dự án do Công ty tư vấn Land Design và Công ty tư vấn xây dựng Thành Nam thực hiện.
 - Các chỉ tiêu về quy hoạch chủ yếu như sau (Theo quyết định phê duyệt quy hoạch điều chỉnh số 1938/QĐ- UBND của UBND TP Hải Phòng ký ngày 29/09/2009):

▪ Diện tích đầu tư xây dựng:	172,2748 ha
▪ Diện tích xây dựng:	29,6849 ha
▪ Tổng diện tích sàn xây dựng:	1.559.349 m ²
▪ Tổng số dân dự kiến:	6952 người
▪ Mật độ xây dựng chung:	17.23%
▪ Tầng cao trung bình:	5 tầng
- Những lợi thế nổi bật của Dự án
 - Dự án CÁT BÀ AMATINA nằm tại vịnh Cái Giá, đảo Cát Bà, thành phố Hải Phòng – một trong ba đỉnh của tam giác phát triển kinh tế miền Bắc Việt Nam. Đây là vị trí hết sức thuận lợi cho phát triển kinh tế và du lịch bởi sự liên kết với những khu vực có thị trường lớn, đầy tiềm năng như Hà Nội, Hải Phòng, Trung Quốc,... có thể dễ dàng di chuyển tới đây cả bằng đường bộ, đường thủy và đường không với khoảng cách không xa. Đồng thời, đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải

- Phòng (đường 5B), dự án Cảng cửa ngõ quốc tế Lạch Huyện cũng đã khởi công, tạo thêm điều kiện thuận lợi cho dự án.
- Cát Bà là một hòn đảo được thiên nhiên ưu đãi với nét độc đáo hòa trộn vẻ đẹp của núi, biển, rừng. Bên cạnh đó là khu vực dự trữ sinh quyển cùng với nền văn hoá bản địa lâu đời đã, đang và sẽ được bảo tồn nguyên vẹn. Vì thế, tại đây du lịch có thể phát triển đa dạng, đồng thời với nhiều loại hình và cách thức khác nhau như du lịch mạo hiểm, nghỉ dưỡng, khám phá,... Bên cạnh đó khí hậu và nhiệt độ ổn định để kinh doanh du lịch trong cả 4 mùa với những nét hấp dẫn riêng của từng mùa.
- Định hướng phát triển của chính phủ: Trong định hướng phát triển tới năm 2020 của Chính phủ, du lịch được xác định là ngành kinh tế mũi nhọn của cả nước. Bên cạnh những hỗ trợ chung để phát triển du lịch, Chính phủ còn đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng của khu vực nói riêng cũng như tại Cát Bà nói chung như Dự án đường cao tốc 5B Hà Nội – Hải Phòng, cầu Đình Vũ nối liền đảo với đất liền...
- Phù hợp với nhu cầu thị trường: Du lịch tại Cát Bà đang phát triển rất nhanh trong thời gian qua, trong khi hạ tầng cơ sở chưa đủ để đáp ứng nhu cầu của du khách khi tới Cát Bà. Trong năm 2009, Cát Bà đã đón vị khách thứ 1 triệu trong năm, đây là tin hiệu tích cực cho sự phát triển du lịch của Cát Bà. Bên cạnh đó thị trường Bất động sản du lịch đã, đang hình thành và trở thành xu hướng phát triển tất yếu tại Việt Nam.
- Dự án là kết quả hợp tác của những đơn vị hàng đầu trong thiết kế, thi công, quản lý vận hành với kinh nghiệm lâu năm, tư duy mới, sự am hiểu về địa phương và khu vực Dự án. Bên cạnh đó Công ty cũng như Dự án còn nhận được sự hỗ trợ và giúp đỡ hết sức quan trọng của các Cổ đông sáng lập Công ty là Tổng Công ty CP Xây dựng và Xuất nhập khẩu Việt Nam (VINACONEX), Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (EXIMBANK), Công ty Cp Chứng khoán NHNo&PTNT Việt Nam (AGRISECO) về các mặt như tài chính, kinh nghiệm,... Với sự hợp tác chặt chẽ và hiệu quả trên, Dự án đang phát triển theo hướng bền vững, đáp ứng được các tiêu chuẩn của một khu đô thị quốc tế, vừa thân thiện với môi trường lại vừa mang lại hiệu quả kinh tế cao
- Tiến độ dự kiến của dự án
 - Xác định trên cơ sở dòng tiền thu được từ việc chuyển quyền sử dụng đất.
 - Dự kiến thời gian đầu tư hạ tầng dự án là 2,5 năm. Phân bổ doanh thu hàng năm dựa trên tiến độ đầu tư hạ tầng và khả năng thu hút đầu tư tăng dần qua các năm.
 - Năm 2008: Đã giao 1.792 m2 đất khu biệt thự Tùng Thu
 - Năm 2009: Kinh doanh khu biệt thự Tùng Thu
 - Năm 2010: Kinh doanh khu biệt thự B2. B3, thu hút đầu tư nước ngoài vào trung tâm hội nghị quốc tế, các khách sạn 4 đến 5 sao, 50% khu nhà cao tầng phục vụ TT hội nghị quốc tế.
 - Năm 2011: 50% khu nhà cao tầng phục vụ Trung tâm hội nghị quốc tế, khách sạn Tùng Thu, biệt thự khu du thuyền Trân Châu.

- Năm 2012 - 2016: Kinh doanh hạ tầng của diện tích đất còn lại chia đều cho mỗi năm .
- Doanh thu dự án: 4,426 tỷ đồng
 - Doanh thu từ đất biệt thự: 2,3294 tỷ đồng
 - Doanh thu từ đất ở cao tầng: 82 tỷ đồng
 - Doanh thu từ đất khách sạn dịch vụ: 2,016 tỷ đồng

LUẬN CHỨNG ĐẦU TƯ

Bất động sản du lịch là phân khúc được nhận định có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhất trong những năm tiếp theo

Trong những năm gần đây, BĐS là nhóm ngành được quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, đi kèm với kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng dài hạn và bền vững do nhu cầu nhà ở của người dân. Tính đến hết năm 2009, BĐS là lĩnh vực đứng thứ hai trong thu hút đầu tư vốn nước ngoài, với 7,6 tỷ USD vốn đăng ký mới và tăng thêm (chiếm 35,4% tổng số vốn đầu tư). Trong 3 tháng đầu năm 2010, kinh doanh BĐS đã trở thành lĩnh vực đã vượt lên vị trí số một về thu hút nhà đầu tư nước ngoài với 1,25 tỷ vốn cấp mới và tăng thêm, chiếm 58,2% tổng vốn đầu tư đăng ký.

Mặc dù tình hình kinh tế vĩ mô quý I năm 2010 không thuận lợi và thị trường BĐS có xu hướng chững lại, phân khúc BĐS du lịch, cùng với đất nền và căn hộ trung cấp được đánh giá có triển vọng sáng sủa nhất. Cổ phiếu của các công ty BĐS với sản phẩm nằm trong các phân khúc này được kỳ vọng sẽ có bước tăng trưởng đột phá sau khi tăng trưởng tín dụng được nới lỏng và các yếu tố vĩ mô ổn định hơn (dự kiến cuối quý II và quý III).

Dự án có quy mô lớn, vị trí thuận lợi, đảm bảo nguồn thu bền vững và dài hạn

Với tổng diện tích đầu tư xây dựng hơn 170 ha, Cát Bà Amatina có quy mô tương đối lớn so với các dự án bất động sản du lịch khác ở Việt Nam. Dự kiến dự án có thể khai thác tới năm 2016 với xấp xỉ 4,500 tỷ doanh thu (tương đương khoảng 550 tỷ/năm) (xem chi tiết phần dự kiến doanh thu, lợi nhuận 2010 – 2012).

Cát Bà cũng là một trong những địa điểm du lịch tốt và tiềm năng nhất tại miền Bắc. Khi các dự án đường giao thông được hoàn thiện, khoảng cách giữa Cát Bà và các trung tâm kinh tế chính trị của khu vực sẽ được rút ngắn đáng kể. Năm 2009, Cát Bà đã đón được hơn 1 triệu khách du lịch, hoàn thành trước 1 năm so với kế hoạch đề ra. Hiện tại, Cát Bà có khoảng 112 khách sạn, nhà nghỉ trong đó khách sạn đạt tiêu chuẩn 3 sao trở lên chỉ có: Holiday View, Sunrise Resort và Cát Bà Resort. Có thể thấy, với lượng du khách trong nước và quốc tế đổ về Cát Bà ngày càng nhiều và những lợi thế phát triển của đảo, nhu cầu cho các khu nghỉ dưỡng cao cấp sẽ ngày càng cao.

Tiềm lực tài chính và cơ hội phát triển tốt do cổ đông sáng lập là các định chế tài chính lớn

So với các công ty khác thuộc hệ thống Vinaconex, VINACONEX - ITC có cơ cấu cổ đông sáng lập mạnh về năng lực tài chính và phát triển dự án, bao gồm tổng công ty Vinaconex, Công ty CK Ngân hàng Nông nghiệp, và Eximbank. Do đó, nguồn vốn và các cơ hội phát triển dự án trong lĩnh vực BĐS du lịch rất thuận lợi. So với các công ty BĐS khác cùng ngành, VINACONEX - ITC có lợi thế về tốc độ triển khai dự án và nguồn vốn.

Doanh thu và lợi nhuận của công ty phụ thuộc chủ yếu (>95%) từ dự án Cát Bà

Trong quá trình phát triển, do được chuyển đổi từ dự án sang hình thức công ty cổ phần, VINACONEX - ITC phụ thuộc chủ yếu vào dự án Cát Bà; quy mô của sản phẩm bất động sản còn khiêm tốn, năm 2010 dự kiến đóng góp dưới 5% tổng doanh thu và lợi nhuận của công ty.

Việc phụ thuộc vào một dự án là rủi ro lớn nhất của VINACONEX - ITC, nhất là trong bối cảnh các phân khúc bất động sản tăng giảm thất thường, quy hoạch có xu hướng thay đổi liên tục, nằm ngoài khả năng kiểm soát của doanh nghiệp. Mặc dù có kế hoạch phát triển thêm một số dự án mới, theo chúng tôi nhận định những dự án này chưa có khả năng đóng góp về doanh thu và lợi nhuận trước năm 2012.

Phương pháp ghi nhận doanh thu có thể ảnh hưởng tới báo cáo tài chính ngắn hạn

Hiện nay, VINACONEX - ITC đang ghi nhận doanh thu sau khi bàn giao mặt bằng cho khách hàng và xuất hóa đơn tài chính. Mặc dù không sai về nguyên tắc, phương án ghi nhận doanh thu này có nhược điểm là có khả năng tạo nên sự chênh lệch lớn về doanh thu giữa các tháng và các quý, hoàn toàn dựa vào thời gian hoàn thành mặt bằng thay vì ghi nhận doanh thu theo tiến độ hoàn thành của dự án. Tuy không ảnh hưởng đến tổng doanh thu (chỉ khác về mặt thời gian ghi nhận), NGĐT phải chấp nhận rủi ro đến từ báo cáo tài chính quý – các quý chênh lệch nhau rất lớn. Ví dụ, trong năm 2010, doanh thu và lợi nhuận có khả năng tập trung nhiều nhất vào 2 quý cuối năm. Nếu kịp tiến độ bàn giao mặt bằng, VINACONEX - ITC có khả năng đạt gấp 2 lần dự kiến về kết quả kinh doanh.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết quả hoạt động kinh doanh:

Đơn vị: triệu Đồng	2008A	2009A	QI/2010A	2010P
Doanh thu	-	47,992	29,554	144,510
% tăng trưởng				201.1%
Lợi nhuận gộp	-	33,091	20,238	93,932
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)		69.0%	68.5%	65.0%
Chi phí bán hàng	0	4,851	870	15,590
% doanh thu		10.1%	2.9%	10.8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,910	4,850	1,027	6,790
% doanh thu		10.1%	3.5%	4.7%
tăng trưởng (%)		153.9%		40.0%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	-	9,701	1,897	22,380
% doanh thu		20.2%	6.4%	15.5%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	(1,910)	23,390	18,341	71,552
% doanh thu		48.7%	62.1%	49.5%
Lợi nhuận trước thuế	195	23,384	20,268	71,552
% doanh thu		48.7%	68.6%	49.5%
Chi phí thuế TNDN	(74)	(4,156)	(5,067)	(17,888)
Thuế suất (%)		17.8%	25.0%	25.0%
Lợi nhuận sau thuế	121	19,228	15,201	53,664
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)		40.1%	51.4%	37.1%
Nợ ngắn hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tổng nợ (ngắn hạn và dài hạn)	-	-	-	-
Vốn điều lệ	167,859	268,375	300,000	300,000
Tổng nguồn vốn	167,964	298,261	344,182	NA
Tổng tài sản	180,174	349,458	417,087	NA

Nhận xét:

- Doanh thu: Các hoạt động kinh doanh BĐS của công ty chủ yếu bắt đầu từ năm 2009; thời gian trước đó VINACONEX - ITC đang trong giai đoạn phát triển dự án nên không có doanh thu được ghi nhận. Năm 2009 công ty bắt đầu kinh doanh khu biệt thự Tùng Thu với tổng giá trị trên 85 tỷ đồng, trong đó 46.72 tỷ được ghi nhận trong năm 2009, phần còn lại được ghi nhận trong quý I và thời gian còn lại năm 2010;
- Giá vốn hàng bán: Giá vốn hàng bán dao động trung bình từ 30% - 40% tùy từng khu vực đưa vào kinh doanh. Đối với khu biệt thự Tùng Thu, giá vốn chiếm khoảng 31% tổng doanh thu. VINACONEX - ITC có lợi thế từ việc chủ động nguồn nguyên vật liệu (cát, đá, ...) khai thác từ khu vực gần đảo Cát Bà, và chi phí giải phóng mặt bằng thấp, không vướng khu vực sinh hoạt của dân nên tiến độ thực hiện dự án cũng tương đối thuận lợi.
- Chi phí bán hàng: Chiếm khoảng 10% tổng doanh thu. Công ty có lợi thế do sở hữu sản BĐS.
- Thuế thu nhập: Trong năm 2009, được giảm 30% từ chính sách kích cầu của Nhà nước. Tuy nhiên từ năm 2010, mức thuế thu nhập sẽ trở lại mức bình thường (25%)
- Vay ngân hàng: Điểm mạnh của VINACONEX - ITC so với các công ty trong

ngành là không vay nợ ngân hàng. Với nguồn tiền dồi dào từ vốn chủ sở hữu kết hợp với nguồn tiền thu từ việc bán gởi đầu các dự án, cộng với chi phí phát triển dự án thấp, VINACONEX - ITC có khả năng tiếp tục phát triển không cần sử dụng tới nguồn vốn vay. Điều này giúp công ty tiết kiệm được khoản tiền lãi suất không nhỏ so với các công ty khác trong ngành. Theo chúng tôi được biết, VINACONEX - ITC được cấp hạn mức tín dụng 400 tỷ nhưng chưa sử dụng.

- Vốn điều lệ: chưa thay đổi từ khi công ty được thành lập (300 tỷ). Đây là số vốn điều lệ trung bình so với các công ty khác trong ngành và tương đối nhỏ với các công ty cùng ngành khác đang niêm yết.
- Nếu so với kế hoạch của ban lãnh đạo, quý I công ty thực hiện được 20.5% kế hoạch doanh thu và 28.6% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Đây là kết quả khả quan trong điều kiện thị trường BĐS chững lại và quý I không phải là quý ghi nhận doanh thu chính của năm 2010.

KẾ HOẠCH KINH DOANH 2010 -2012

So sánh kết quả kinh doanh dự kiến trong bản cáo bạch và tiến độ thực hiện các dự án tại thời điểm hiện tại, chúng tôi nhận định VINACONEX - ITC có khả năng tăng trưởng vượt xa kế hoạch kinh doanh năm 2010 - 2012. Với cách ghi nhận doanh thu hiện tại, đây là rủi ro rất lớn đối với nhà đầu tư. Chúng tôi phân tích doanh thu và lợi nhuận dự kiến của công ty dựa trên 3 khả năng: Khả năng xấu nhất (dựa trên dự kiến của VINACONEX - ITC); khả năng tốt nhất (các dự án thực hiện đúng tiến độ theo dự kiến được xem xét lại gần đây nhất của VINACONEX - ITC); và khả năng có thể xảy ra lớn nhất (bảng trung bình 2 khả năng trên).

Doanh thu dự kiến từ các dự án 2010 -2012:

Kế hoạch phát triển dự án của công ty

Dựa trên trao đổi của chúng tôi với ban giám đốc, VINACONEX - ITC có tiềm năng rất lớn về doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới mặc dù chỉ sở hữu một dự án. Nếu kịp tiến độ như kế hoạch, doanh thu của công ty có thể đạt được mức sau:

<i>(đơn vị: triệu VND)</i>	2009A	2010P	2011P	2012P
Kế hoạch đầu tư				
<i>Khu biệt thự</i>				
Khu Tùng Thu	×			
Khu biệt thự B2 + B3		×		
Khu biệt thự C			×	×
Khu biệt thự D				Sau năm 2012
<i>Khu dịch vụ</i>				
Khu dịch vụ Tùng Thu		×	×	
Khu kinh doanh - dịch vụ và khu đất ở cao tầng			×	
Khu dịch vụ đa năng				×
Khách sạn 5 sao Tùng Thu				×
Khu thương mại dịch vụ				Sau năm 2012
Trung tâm hội nghị quốc tế				Sau năm 2012
Kế hoạch ghi nhận doanh thu				
<i>Khu biệt thự</i>				
Khu Tùng Thu	46,720	39,560		
Khu biệt thự B2 + B3		247,265		
Khu biệt thự C			161,930	343,290
Khu biệt thự D				
<i>Khu đất dịch vụ</i>				
		13,260	132,840	433,800
<i>Tổng doanh thu</i>	46,720	300,085	294,770	777,090

Kết quả kinh doanh dự kiến 2010 – 2012:

So với kế hoạch phát triển kinh doanh, dự kiến về doanh thu và lợi nhuận của công ty trong bản cáo bạch tương đối thận trọng. Do đó mức doanh thu và lợi nhuận trung bình phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về tình hình tài chính của VINACONEX - ITC trong năm 2010 – 2012. Do dòng tiền của VINACONEX - ITC tương đối tốt và công ty hiện không phải vay ngân hàng, khả năng VINACONEX - ITC cần phát hành tăng vốn cho cổ đông bên ngoài trong thời gian tới là không cao, chúng tôi giữ nguyên mức vốn điều lệ dự kiến năm 2010 – 2012 dù trên thực tế công ty có thể phát hành cổ phiếu thưởng trả cho cổ đông. Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu về cơ bản pha loãng EPS nhưng không ảnh hưởng tới giá trị của doanh nghiệp.

<i>(đơn vị: triệu VND)</i>	Trường hợp thận trọng nhất			Trường hợp khả quan nhất			Trung bình (khả năng xảy ra lớn nhất)		
	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Doanh thu	144,510	200,050	N/A	300,085	294,770	777,090	222,298	247,410	777,090
Tăng trưởng (%)	201.1%	38.4%	N/A	915.4%	-1.8%	163.6%	363.2%	11.3%	163.6%
Lợi nhuận sau thuế	53,664	69,640	N/A	111,436	102,613	270,515	82,550	86,127	270,515
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	37.1%	34.8%	N/A	37.1%	34.8%	34.8%	37.1%	34.8%	34.8%
Số lượng CP lưu hành (tr)	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Lãi cơ bản trên CP (EPS) (VND)	1,789	2,321	N/A	3,715	3,420	9,017	2,752	2,871	9,017

Trong năm 2010, khả năng công ty vượt chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận ghi trong bản cáo bạch rất cao do:

- Năm 2009 Công ty VINACONEX – ITC đã đưa vào kinh doanh khu biệt thự đầu tiên là khu Biệt Thự Tùng Thu với 99 lô biệt thự. Doanh thu năm 2009 đạt được là 46,72 tỷ đồng. Dự kiến năm 2010 doanh thu của khu Biệt thự Tùng Thu sẽ là 39,56 tỷ đồng.
- Đầu năm 2010 Công ty VINACONEX – ITC đã đưa vào kinh doanh 02 khu biệt thự: khu biệt thự B2 với tổng 62 lô, tổng diện tích 28.928m², tổng doanh thu dự kiến là 197,795 tỷ đồng và khu biệt thự B3 với tổng 22 lô, tổng diện tích 7.205m², tổng doanh thu dự kiến là 49,47 tỷ. Tính đến hết Q1.2010 khách hàng đã đăng ký mua 40 lô B2 và 15 lô B3, chiếm khoảng 65% tổng số lô đưa ra bán. Doanh thu dự kiến từ kinh doanh khu biệt thự B2 và B3 trong năm 2010 là 247,265 tỷ đồng.
- Như vậy từ việc kinh doanh khu biệt thự Tùng Thu và 02 khu biệt thự B2, B3, khả năng công ty có tăng trưởng đột biến về doanh thu và lợi nhuận so với kế hoạch đề ra: doanh thu 144.51 tỷ đồng và lợi nhuận 71.180 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi định giá VINACONEX - ITC dựa trên 2 phương pháp tiếp cận chính: (i) Giá trị tài sản ròng (NAV) và (ii) So sánh tương đối với các công ty khác đang niêm yết cùng ngành.

Phương pháp tính giá trị tài sản ròng (NAV)

Chúng tôi sử dụng báo cáo tài chính quý I/2010 để đánh giá NAV của VINACONEX - ITC.

Tính đến ngày 31/3/2010

	<u>Ghi chú</u>	<u>Giá trị sổ sách</u>	<u>Giá trị thị trường</u>
Tiền và các khoản tương đương tiền		105,596	105,596
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	(1)	19,454	19,454
Các khoản phải thu ngắn hạn		16,087	16,087
Hàng tồn kho	(2)	3,195	10,136
Tài sản ngắn hạn khác		6,469	6,469
Tài sản cố định hữu hình		66,971	66,971
Tài sản cố định vô hình		69	69
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	(3)	137,311	435,604
Tài sản dài hạn khác		61,934	61,934
TỔNG CỘNG TÀI SẢN		417,086	722,320
Phải trả người bán		14,171	14,171
Người mua trả tiền trước		119	119
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước		9,027	9,027
Phải trả người lao động		200	200
Chi phí phải trả		4,718	4,718
Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác		43,758	43,758
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN		71,993	71,993
GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV)		345,093	650,327
Số lượng CP lưu hành			30,000,000
NAV/CP (VND)			21,678

(1): Danh mục đầu tư CK niêm yết của công ty đã được định giá lại theo giá trị thị trường tại thời điểm làm báo cáo;

(2) & (3): Sản phẩm của công ty đang trong giai đoạn kết chuyển thành giá vốn. Giả sử các sản phẩm này sau khi hoàn thành có thể bán cùng với tỷ suất lợi nhuận của quý I/2010.

Phương pháp dựa trên so sánh tương đối với các doanh nghiệp khác cùng ngành

Do Vinaconex – ITC bắt đầu khai thác dự án từ giữa năm 2009, lợi nhuận 2009 không thể hiện đúng tiềm năng của doanh nghiệp. Chúng tôi sử dụng P/B 2009 và P/E 2010 (E) của các doanh nghiệp cùng ngành để định giá Vinaconex – ITC. Chúng tôi chọn các công ty BĐS có tổng giá trị vốn hóa từ 500 đến 900 tỷ, tương đương với quy mô của Vinaconex – ITC ở vùng giá 20,000 đến 30,000.

Công ty	Mã	Giá 22/4/2010	Vốn hóa (Tỷ VND)	P/E 2009	P/E 2010	P/B
FIDECO	FDC	36,500	522	9.7x	8.9x	2.0x
Xây dựng Số 3	VC3	73,300	581	18.8x	18.1x	3.0x
Phát triển Đô thị số 2	D2D	61,000	653	12.7x	N/A	2.4x
Địa ốc Đất Xanh	DXG	88,000	704	18.5x	5.5x	5.7x
Sonadezi Long Thành	SZL	38,300	766	17.2x	13.3x	1.6x
TANIMEX	TX	65,500	786	11.3x	11.4x	1.8x
Phát triển Nhà BR-VT	HDC	55,500	859	9.9x	9.5x	4.2x
Trung bình				14.0x	11.1x	3.0x

Giá trị CP của Vinaconex – ITC được tính như sau:

Định giá Vinaconex - ITC dựa trên tỷ số P/E 2010 (E):

EPS 2010 (E) (VND)	1,789
Giá CP (VND)	19,889

Định giá Vinaconex - ITC dựa trên tỷ số P/B 2009:

BVPS 2009 (VND)	11,503
Giá CP (VND)	34,028

(EPS 2010 được tính trên lợi nhuận sau thuế dự kiến 53.6 tỷ)

Kết luận: Đối với nhóm ngành BĐS, phương pháp NAV được nhận định phản ánh chính xác nhất giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, các công ty BĐS niêm yết hiện nay đang giao dịch xung quanh mức NAV/CP trung bình khoảng trên dưới 20%. Tham khảo thêm các chỉ số P/E2010 và P/B 2009 của các công ty đang niêm yết cùng quy mô, giá cổ phiếu của Vinaconex được định giá xấp xỉ 25,000 VND:

Phương pháp tính	Giá	Tỷ trọng
NAV	21,678	50%
P/E2010 (E)	19,889	25%
P/B 2009	34,028	25%
Giá Vinaconex - ITC	24,318	

Nếu Vinaconex – ITC có khả năng đạt được mức lợi nhuận trong trường hợp khả quan nhất, giá trị của công ty sẽ thay đổi đáng kể. Chúng tôi khuyến nghị NGĐT theo dõi chặt chẽ tiến độ dự án của công ty để có thể đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2010.

KHOI PHÂN TÍCH – ĐẦU TƯ

Nguyễn Việt Hùng – Giám đốc Khối Phân tích – Đầu tư

Nguyễn Thùy Anh – Chuyên viên phân tích



TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4) 22205678 (ext. 408)

Fax: (84-4) 22205668

CHI NHÁNH HCMC:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCMC

Tel: (84-4) 39147388

Fax: (84-4) 39308707

E: research@smes.vn

W: <http://www.smes.vn>