

Thứ ba, 28-09-2010

### Năm giữ

### Giá mục tiêu 70,000

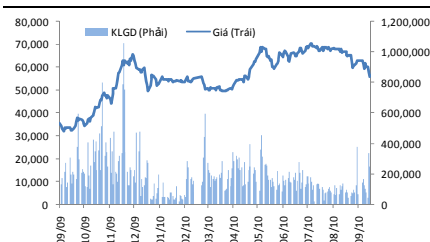
### Bất động sản

#### Các chỉ số chính

Giá @ 28-9-2010	60,000
Giá mục tiêu	70,000
Khả năng tăng đến giá mục tiêu	16%
Giá thấp nhất 52 tuần	34,600
Giá cao nhất 52 tuần	70,500
KLGD bình quân 10 ngày	202,598
SLCP đang lưu hành	368,557,318
Giá trị vốn hóa (VND bn)	22.110
Giá trị vốn hóa (USD bn)	1.16
Sở hữu nước ngoài	27%

Định giá	2009A	2010F	2011F
EPS (VND)	2,437	1,850	2,280
Tăng trưởng EPS	774%	-24%	23%
P/E	24.6x	32.4x	26.3x
P/B	10.7x	5.7x	5.1x
EV/EBITDA	23.4x	27.1x	20.9x
ROE	43%	18%	19%
ROIC	8%	5%	6%
Nợ/Vốn CSH	436%	236%	179%
Suất sinh lợi cổ tức	0%	1%	2%

#### Biểu đồ giá



#### Cơ cấu cổ đông

HDQT và Ban Giám Đốc	54,8%
Nhà đầu tư tổ chức	23,8%
Cổ phiếu quỹ	5,4%
Các công ty có liên quan	4,6%
Nhà đầu tư cá nhân	11%

Chuyên viên phân tích

Trương Vĩnh An

[An.truong@vcsc.com.vn](mailto:An.truong@vcsc.com.vn)

T: +84 8 3914 3588, ext143

## VIC: Câu chuyện của người tiên phong

### Công ty cổ phần Vincom

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết cho Công ty cổ phần Vincom (VIC) với khuyến nghị NĂM GIỮ và giá mục tiêu là 70.000 đồng trên cơ sở đánh giá danh mục các dự án hiện tại của VIC, bao gồm 3 công trình đã đi vào hoạt động và 5 dự án đang triển khai tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. VIC hiện là doanh nghiệp lớn nhất trong số các doanh nghiệp bất động sản (BDS) niêm yết trên HOSE xét về giá trị vốn hóa, và công ty gần như không có đối thủ cạnh tranh trong phân khúc BDS cao cấp. Khả năng kiến tạo những BDS cao cấp quy mô lớn đã tạo nên tỷ suất lợi nhuận vượt trội của VIC, nhờ đó khiến cho công ty trở thành một địa chỉ đầu tư hấp dẫn.

- Khả năng lấy dự án tại các vị trí vàng là một trong những lợi thế cạnh tranh lớn nhất của VIC.** Lý do chính mà chúng tôi đánh giá VIC là “người tiên phong” trong lĩnh vực bất động sản cao cấp là nhờ khả năng chiếm được quỹ đất tại các vị trí đắc địa và xây dựng nhiều dự án lớn mà chưa một công ty bất động sản trong nước nào thực hiện được. Khả năng vượt trội này xuất phát từ tầm nhìn chiến lược mà ban quản trị công ty đã đề ra ngay từ những ngày đầu thành lập. Sự thành công toà tháp Vincom City Towers chỉ 2 năm sau ngày thành lập và sau đó là Vincom Park Place năm 2009, rồi đến Vincom Center năm 2010 với quy mô ngày càng lớn hơn là những minh chứng quan trọng cho khả năng thực hiện các dự án BDS cao cấp khổng lồ của VIC. Có thể nói, tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo, kinh nghiệm phát triển dự án, và khả năng huy động vốn tuyệt vời những là yếu tố cơ bản đã làm nên lợi thế cạnh tranh và thành công của VIC như ngày nay. Với một thương hiệu cao cấp đã được định vị, chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh này của VIC – khả năng lấy dự án vàng – sẽ ngày càng được củng cố và phát huy trong tương lai.

- Tái cấu trúc danh mục: chiến lược dịch chuyển từ thị trường văn phòng cho thuê sang căn hộ cao cấp và các phân khúc thị trường khác.** Sau khi đã thành công với việc định vị thương hiệu cao cấp, VIC hiện đang mở rộng phát triển các dự án mới ra ngoài khu vực trung tâm để phục vụ các khách hàng có thu nhập thấp hơn nhưng đông đảo hơn. Song song đó, công ty cũng chuyển trọng tâm từ phân khúc văn phòng cho thuê sang căn hộ dân cư. Chúng tôi đánh giá đây là bước đi chiến lược giữa lúc thị trường văn phòng cho thuê khá ảm đạm do bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế trong khi nếu tập trung sang thị trường căn hộ cao cấp có thể giúp công ty giảm bớt các yêu cầu về vốn đầu tư ban đầu. Hạng điều kiện đồn bầy tài chính mà chính các hiện nay (tỷ lệ Nợ/Vốn cuối năm 2009 là 436%) thì việc VIC hướng đến thị trường căn hộ cao cấp là một bước đi đúng đắn và cần thiết để đảm bảo hiệu quả đầu tư và giảm rủi ro thanh toán.

- Kết quả định giá theo phương pháp tổng các giá trị thành phần (Sum of the parts) cho giá mục tiêu là 70.000 đồng.** Chúng tôi cho rằng mức giá mục tiêu này có thể sẽ tăng hơn nữa vì chúng tôi vẫn chưa tính đến lợi nhuận từ việc cho thuê các bãi để xe và giá trị các dự án lớn dự định triển khai như Vincom Plaza Hải Phòng, Vincom Village và Long Biên.

- Những rủi ro cần xem xét: khả năng thanh toán và xung đột lợi ích.** Việc VIC sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao khiến công ty có thể gặp nhiều rủi ro về thanh toán nếu tình hình thị trường kém lạc quan. Mặt khác, khoản vay lên đến 3.580 tỷ dành cho các cổ đông lớn cũng khiến chúng tôi lo ngại liệu công ty có thể thu hồi được nguồn vốn này để đầu tư vào hoạt động kinh doanh chính hay không, và do đó, việc này chắc chắn sẽ tác động đến kết quả định giá.

## Sơ lược về công ty

### Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Vincom (tiền thân là Công ty Cổ phần Thương mại Tổng hợp Việt Nam) được chính thức thành lập vào ngày 03/05/2002. Trải qua hơn 8 năm xây dựng và phát triển, tới nay, Công ty Vincom đã trở thành một trong những doanh nghiệp Việt Nam hàng đầu trong lĩnh vực Bất động sản. Hiện tại, vốn hóa thị trường của công ty là 22.110 tỷ đồng, tức 1,16 tỷ USD, đứng đầu về quy mô trong số các công ty bất động sản đã niêm yết.

#### Các mốc thời gian chính

- Tháng 05/2002: thành lập Công ty Cổ phần Thương mại Tổng hợp Việt Nam với vốn điều lệ 251 tỷ đồng.
- Tháng 11/2004: Dự án khu phức hợp Vincom City Towers có quy mô lớn nhất tại Hà Nội chính thức đi vào hoạt động.
- Tháng 07/2006: Bán tòa tháp A của Vincom City Towers cho Ngân hàng BIDV.
- Tháng 09/2007: Trở thành công ty bất động sản lớn nhất được niêm yết trên sàn HOSE.
- Tháng 08/2009: Đưa trung tâm thương mại Vincom Park Place đi vào hoạt động.
- Tháng 05/2010: Vốn điều lệ tăng lên 3,600 tỷ VND.

### Chiến lược kinh doanh

Khởi đầu với phân khúc bất động sản cao cấp ngay từ đầu năm 2002, VIC đã thành công với tòa tháp phức hợp Vincom City Towers vào năm 2004, tạo nền móng vững chắc cho việc triển khai các dự án sau này như Vincom Park Place năm 2009 và Vincom Center năm 2010. Thành công của các dự án đã tạo nên hình ảnh, uy tín và thương hiệu của một công ty bất động sản cao cấp, mở đường cho VIC tiếp cận các cơ hội lớn hơn khi công ty mở rộng sang các phân khúc thấp hơn về sau.

Mặt khác, VIC còn chứng tỏ khả năng vượt trội trong việc tìm kiếm nhiều nguồn tài chính khác nhau để phát triển các dự án khổng lồ này. Công ty đã phát hành thành công 100 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế trong năm 2009 và hiện đang chuẩn bị niêm yết trên thị trường Singapore. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch niêm yết lần này sẽ tạo điều kiện tốt hơn để VIC mở cánh cửa tiếp cận dòng vốn nước ngoài, bổ sung thêm nguồn tài chính quan trọng khi ngày càng có nhiều cơ hội xuất hiện.

### Những thông tin chung

<b>Trụ sở chính</b>	
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội	
<b>Điện thoại</b>	(84 - 04) 3974 9999
<b>Fax</b>	(84 - 04) 3974 8888
<b>Website</b>	<a href="http://www.vincom.com.vn">www.vincom.com.vn</a>
<b>Vốn điều lệ</b>	3.685 tỷ đồng
<b>Đơn vị kiểm toán</b>	Ernst and Young

#### Hội đồng quản trị

Lê Khắc Hiệp	Chủ tịch HĐQT
Phạm Nhật Vượng	Thành viên
Phạm Thúy Hằng	Thành viên
Phạm Văn Khương	Thành viên
Mai Hương Nội	Thành viên

#### Ban Giám đốc

Mai Hương Nội	Tổng giám đốc
Nguyễn Diệu Linh	Phó giám đốc
Hoàng Bạch Dương	Phó giám đốc
Phạm Văn Khương	Phó giám đốc

Cơ cấu cổ đông (*)	Tỷ lệ sở hữu
<b>Hội đồng quản trị</b>	
Lê Khắc Hiệp	0,00%
Phạm Nhật Vượng	42,57%
Phạm Thúy Hằng	5,36%
Phạm Văn Khương	0,51%
Mai Hương Nội	0,005%
Nguyễn Diệu Linh	0,005%
Hoàng Bạch Dương	0,02%
<b>Tổng</b>	<b>48,46%</b>
<b>Các cá nhân liên quan</b>	<b>6,377%</b>

(\*) tại ngày 31/12/2009

## Tóm tắt các dự án

STT	Dự án	Vị trí	Mô tả	Đầu tư 30/6/2010	Tỉ lệ sở hữu	Diện tích (m2)	GFA (m2)
<b>Đang hoạt động</b>							
1	Vincom City Towers	191 Bà Triệu, Hà Nội	TTTM, VP	NA	100%	6.713	71.557
2	Vincom Park Place	114 Mai Hắc Đế, Hà Nội	TTTM	NA	74%	3.609	56.824
3	Vincom Center	68-70 Lê Thánh Tôn, HCM	TTTM, VP, Căn hộ	2.065	100%	10.843	186.937
<b>Đang triển khai</b>							
4	Vincom Financial Tower	180 Nguyễn Công Trứ, HCM	VP TTTM, VP, Khách sạn	172	80%	2.146	31.300
5	Eden A	Dist.1, HCM		1.400	100%	8.800	113.050
6	Royal City	74 Nguyễn Trãi, Hà Nội	Căn hộ, TTTM, VP Khu dân cư, TTTM,	736	51%	120.942	1.216.885
7	Eco City	460 Minh Khai, Hà Nội	Căn hộ	918	54%	364.480	2.308.535
8	Viettronics	56 Nguyễn Chí Thanh, Hà Nội	Căn hộ, TTTM, VP	26	64%	13.033	211.456
<b>Chưa triển khai</b>							
9	Vincom Hai Phong	Ngo Quyen, Hai Phong	Khu phức hợp	8	80%	19.536	161.777
10	Vincom Village (*)	Long Bien, Ha Noi	Khu phức hợp	72	51%	1.911.900	1.531.869
11	Long Biên (*)	Long Bien, Ha Noi	Khu phức hợp	1	NA	4.800.000	733.526

Nguồn: VIC, VCSC tổng hợp (\*) Dự án có GFA thấp do sản phẩm chủ yếu là nhà phố và biệt thự

## Tóm tắt tình hình tài chính và dự phóng

KQKD dự phóng (tỷ đồng)	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.974</b>	<b>1.003</b>	<b>2.109</b>	<b>2.613</b>	<b>35.353</b>	<b>12.681</b>	<b>17.597</b>
Vincom City Towers		300	321	343	368	393	421
Vincom Park Place		98	105	113	121	129	138
Vincom Center		604	1.683	2.157	2.684	1.562	1.672
Eden A					1.599	1.955	2.296
Royal City					24.163	1.464	1.769
Viettronics					4.359	564	685
Eco City					2.060	6.614	10.616
Giá vốn hàng bán	537	319	524	629	11.270	4.887	6.259
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.437</b>	<b>1.256</b>	<b>1.586</b>	<b>1.984</b>	<b>24.082</b>	<b>7.794</b>	<b>11.338</b>
Vincom City Towers		243	260	278	298	319	341
Vincom Park Place		62	67	71	76	82	87
Vincom Center		379	1.259	1.634	2.062	1.267	1.361
Eden A					1.158	1.435	1.689
Royal City					16.271	816	1.079
Viettronics					3.025	358	466
Eco City					1.191	3.518	6.314
Lợi nhuận từ bán VFT (*)		572	0	0	0	0	0
Chi phí hoạt động	122	159	175	194	958	485	597
EBIT	1.315	1.098	1.410	1.790	23.124	7.310	10.741
EBITDA	1.331	1.154	1.510	1.890	23.339	7.654	11.085
Doanh thu tài chính	444	635	258	220	93	111	404
Lãi vay	378	627	473	426	648	408	408
Lãi vay vốn hóa	0	658	621	560	0	0	0
LNTT	1.384	1.106	1.196	1.584	22.569	7.013	10.737
Thuế TNDN	283	276	299	396	5.642	1.753	2.684
<b>LNST</b>	<b>1.101</b>	<b>829</b>	<b>897</b>	<b>1.188</b>	<b>16.927</b>	<b>5.260</b>	<b>8.053</b>
Lợi ích CĐTS	203	147	8	13	6.752	2.291	2.408
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>898</b>	<b>682</b>	<b>889</b>	<b>1.175</b>	<b>10.175</b>	<b>2.968</b>	<b>5.645</b>

Nguồn: BCTC 2009, VCSC dự phóng, Doanh thu từ bán căn hộ được giả định là sẽ ghi nhận một lần khi bàn giao nhà.

(\*)Doanh thu từ việc chuyển nhượng VFT sẽ không được ghi nhận nhưng lợi nhuận sẽ được thể trên BCTC tổng hợp.

<b>CĐKT dự phóng (Tỷ đồng)</b>	<b>2009A</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
<b>Tài sản lưu động</b>	<b>7,529</b>	<b>7,448</b>	<b>6,030</b>	<b>2,808</b>	<b>5,550</b>	<b>11,673</b>	<b>22,053</b>
Tiền và tương đương tiền	2,772	2,707	2,365	213	2,825	6,223	11,153
Cho vay nội bộ	3,580	2,387	1,193	0	0	0	0
Tài sản ngắn hạn khác	1,177	2,354	2,472	2,595	2,725	5,450	10,900
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6,784</b>	<b>14,919</b>	<b>23,887</b>	<b>37,164</b>	<b>34,447</b>	<b>38,382</b>	<b>40,484</b>
Đầu tư BĐS	4,486	9,270	14,737	22,926	22,323	25,130	25,940
TTTM/VP	3,497	6,033	8,120	11,349	12,992	14,812	14,476
VCT & VPP	530	509	487	466	445	424	402
Financial Tower	95	421	0	0	0	0	0
Vincom Center	2,500	3,312	3,207	3,138	3,068	2,998	2,928
Eden A	372	1,000	2,500	4,180	4,093	4,006	3,919
Royal City	0	538	1,076	1,883	2,662	2,606	2,550
Eco City	0	227	649	1,280	2,122	4,123	4,036
Viettronics	0	26	201	401	602	655	641
Căn hộ cao cấp	989	3,237	6,617	11,578	9,331	10,318	11,464
Vincom Center	0	768	597	341	0	0	0
Royal City	370	1,462	2,924	5,117	0	0	0
Eco City	594	961	2,739	5,408	8,263	10,318	11,464
Viettronics	25	46	356	712	1,068	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,298	2,413	2,534	2,660	2,793	2,933	3,080
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>14,313</b>	<b>22,367</b>	<b>29,917</b>	<b>39,972</b>	<b>39,998</b>	<b>50,055</b>	<b>62,537</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>10,676</b>	<b>16,781</b>	<b>23,589</b>	<b>33,010</b>	<b>16,661</b>	<b>22,196</b>	<b>27,362</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,466</b>	<b>5,443</b>	<b>10,317</b>	<b>19,280</b>	<b>9,264</b>	<b>16,136</b>	<b>14,601</b>
Tiền đặc cọc của khách hàng	40	2,591	7,322	16,136	5,963	12,670	11,456
Royal City		2,591	6,011	11,752	0	0	0
Eco City		0	824	2,999	5,475	8,282	11,456
Viettronics		0	488	1,385	488	4,387	0
Tài sản ngắn hạn khác	1,426	2,852	2,995	3,144	3,302	3,467	3,144
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,210</b>	<b>11,338</b>	<b>13,272</b>	<b>13,730</b>	<b>7,397</b>	<b>6,059</b>	<b>12,761</b>
Nợ dài hạn	9,014	9,117	8,220	5,398	3,398	3,398	2,398
<b>Vốn CSH</b>	<b>2,067</b>	<b>3,871</b>	<b>4,604</b>	<b>5,226</b>	<b>14,848</b>	<b>17,079</b>	<b>21,986</b>
Vốn điều lệ	1,996	3,685	3,898	3,898	3,898	3,898	3,898
Cổ phiếu quỹ	(1,898)	(1,081)	(1,081)	(1,081)	(1,081)	(1,081)	(1,081)
Lợi nhuận giữ lại	1,969	1,267	1,787	2,409	12,031	14,262	19,170
Lợi ích CĐTS	1,568	1,715	1,723	1,737	8,489	10,780	13,188
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>14,313</b>	<b>22,367</b>	<b>29,917</b>	<b>39,972</b>	<b>39,998</b>	<b>50,055</b>	<b>62,537</b>

Nguồn: BCTC 2009, VCSC dự phóng, Giả định phần còn lại của Trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển toàn bộ trong năm 2011

Lưu chuyển tiền tệ dự phóng (Tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tiền đầu kì	2.772	2.707	2.365	213	2.825	6.223
Tiền từ hoạt động kinh doanh/đầu tư	<b>(1.422)</b>	<b>(385)</b>	<b>744</b>	<b>5.582</b>	<b>4.358</b>	<b>6.670</b>
Vincom City Towers	108	114	120	127	135	143
Vincom Park Place	31	33	35	38	41	43
Vincom Center	(1.393)	987	1.262	1.575	981	1.048
Vincom Financial Tower	509	0	0	0	0	0
Eden A	(800)	(1.500)	(1.680)	892	1.077	1.241
Royal City	490	724	1.398	2.255	325	423
Eco City	(322)	(745)	(609)	(113)	1.623	3.544
Viettronics	(46)	2	218	807	177	228
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>1.357</b>	<b>43</b>	<b>(2.896)</b>	<b>(2.969)</b>	<b>(960)</b>	<b>(1.740)</b>
Trả nợ vay	0	0	(4.322)	(2.000)	0	(1.000)
Thu nhập lãi ròng	(652)	(782)	(714)	(416)	(223)	(3)
Vay trong kì	1.000	0	1.500	0	0	0
Thu từ cho vay nội bộ	1.193	1.193	1.193	0	0	0
Trả cổ tức	184	369	553	553	737	737
Dòng tiền thuần trong kì	(65)	(342)	(2.152)	2.612	3.398	4.930
<b>Tiền cuối kì</b>	<b>2.707</b>	<b>2.365</b>	<b>213</b>	<b>2.825</b>	<b>6.223</b>	<b>11.153</b>

Tăng trưởng	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu	725%	-49%	110%	24%	1253%	-64%	39%
EBIT	2827%	-17%	28%	27%	1192%	-68%	47%
LN thuần	774%	-24%	30%	32%	766%	-71%	90%
EPS	774%	-24%	23%	32%	766%	-71%	90%
Tỷ suất LN gộp	73%	125%	75%	76%	68%	61%	64%
EBIT/Doanh thu	67%	109%	67%	69%	65%	58%	61%
EBITDA/Doanh thu	67%	115%	72%	72%	66%	60%	63%
EPS (VNĐ)	2,437	1,850	2,280	3,014	26,103	7,615	14,481

Chỉ số tài chính	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Khả năng TT hiện hành	5.14	1.37	0.58	0.15	0.60	0.72	1.51
Khả năng TT nhanh	4.33	0.94	0.34	0.01	0.30	0.39	0.76

<b>Chỉ số sinh lợi</b>							
ROE	43%	18%	19%	22%	69%	17%	26%
ROA	8%	4%	3%	3%	42%	11%	13%
ROIC	8%	5%	6%	7%	57%	16%	17%

<b>Đòn bẩy tài chính</b>							
Nợ/VCSH	436%	236%	179%	103%	23%	20%	11%
Nợ/Tổng vốn đầu tư	63%	41%	27%	14%	8%	7%	4%
Khả năng trả lãi vay	3.5x	0.9x	1.3x	1.8x	35.7x	17.9x	26.3x

Định giá	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tại giá thị trường	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
P/E	24.6x	32.4x	26.3x	19.9x	2.3x	7.9x	4.1x
P/B	10.7x	5.7x	5.1x	4.5x	1.6x	1.4x	1.1x
EV/EBITDA	23.4x	27.1x	20.9x	15.2x	1.1x	3.5x	2.3x

Nguồn: BCTC 2009, VCSC dự phóng

## Khả năng lấy dự án tại các vị trí vàng ở trung tâm thành phố

Khác với hầu hết công ty bất động sản trong nước, VIC là doanh nghiệp duy nhất có khả năng phát triển nhiều dự án bất động sản tại các địa điểm quan trọng. Bằng chứng là hàng loạt dự án lớn như tòa tháp Vincom City Towers và Vincom Park Place tại Hà Nội hay tòa nhà Vincom Center tại TP Hồ Chí Minh đều tọa lạc tại các vị trí rất đắc địa tại trung tâm của cả hai thành phố. Ngoài ra, VIC cũng đang tiến hành xây dựng một dự án quan trọng khác là tòa tháp Eden A tại TP Hồ Chí Minh, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2013. Eden A chỉ cách Vincom Center vài bước và có địa thế còn tốt hơn cả Vincom Center. Việc lấy được dự án tại các vị trí đắc địa là một trong những yếu tố quan trọng nhất của ngành BĐS, và việc này không chỉ đòi hỏi kinh nghiệm và năng lực tài chính vững vàng, mà còn cần có khả năng thiết lập và khai thác tốt các mối quan hệ. Theo quan điểm của chúng tôi, lợi thế cạnh tranh vượt bậc này của VIC được hình thành từ 2 yếu tố chính: (i) năng lực của ban lãnh đạo và (ii) khả năng tận dụng mạng lưới quan hệ rất tốt.

## Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm

Ông Phạm Nhật Vượng, người sáng lập và là cổ đông lớn nhất hiện đang nắm giữ 42,5% cổ phần của Vincom, là một doanh nhân thành đạt tại Việt Nam và Ukraine. Ông Vượng khởi sự kinh doanh tại Ukraine vào năm 1993 với công ty sản xuất thực phẩm Technocom và đã sớm đưa Technocom trở thành nhà sản xuất mì ăn liền lớn nhất Ukraine. Nhãn hiệu mì Mivina (Mì Việt Nam) nổi tiếng của Technocom chiếm 80% thị phần tại Ukraine và được xuất khẩu sang nhiều nước Đông Âu. Năm 2000, ông Vượng trở về Việt Nam và cùng với đội ngũ cộng sự của mình, ông thành lập một công ty chuyên về bất động sản. Tính tới thời điểm này, dù công ty có tuổi đời chưa đến 10 năm nhưng VIC được thành lập và phát triển bởi một đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm không chỉ trong nước mà cả trên trường quốc tế. Do đó, việc VIC đạt được những thành công lớn như vậy không đơn thuần chỉ là sự may mắn mà là do công rất lớn của ban lãnh đạo công ty.

## ... với tầm nhìn chiến lược

Chúng ta nhớ rằng vào thời điểm VIC được thành lập cách đây gần 10 năm là lúc thị trường BĐS tại Việt Nam còn đang ở giai đoạn phát triển rất sơ khai, và hầu hết các chủ đầu tư đều tập trung vào phân khúc đất nền vì đây là loại hình bất động sản dễ khai thác nhất. Với vốn đầu tư ban đầu nhỏ, các chủ đầu tư chỉ cần san lấp mặt bằng và xây dựng một số cơ sở hạ tầng đơn giản như là đường nội bộ, hệ thống xả thải, là có thể phân lô bán nền. Việc này vừa giúp các công ty thu hồi vốn nhanh mà suất đầu tư lại không quá cao. Trong khi đó, VIC lại chọn cho mình một con đường khác, nhiều thử thách hơn khi tham gia vào phân khúc BĐS cao cấp, xây dựng các khu trung tâm thương mại (TTTM) và văn phòng vốn đòi hỏi vốn đầu tư rất lớn, năng lực chuyên môn và am hiểu sâu của chủ đầu tư cũng như có thời gian hoàn vốn dài hơn. Mặc dù vậy, sau gần 10 năm hoạt động, có thể nói VIC đã gặt hái được thành công lớn với lựa chọn của mình. Sau khi được khánh thành vào năm 2004, Vincom City Towers ngay lập tức trở thành trung tâm thương mại quy mô lớn đầu tiên hoạt động tại Hà Nội và cũng là một trong những trung tâm thương mại đầu tiên của Việt Nam. Sự kiện Vincom Park Place khánh thành 5 năm sau đó càng khẳng định tầm nhìn chiến lược đúng đắn của ban quản trị công ty hướng đến mục tiêu trở thành doanh nghiệp có ưu thế vượt trội trong phân khúc thị trường bất động sản cao cấp, để từ đó vươn lên vị trí hàng đầu trong ngành. Đến nay, VIC đã nắm ưu thế độc quyền trên thị trường này. Với những



thành công đã đạt được trong thời gian qua cùng với tầm nhìn chiến lược rõ ràng, chúng tôi tin rằng VIC hoàn toàn có khả năng giành được nhiều dự án hơn nữa ở những vị trí chiến lược khác trong tương lai.

### **... và khả năng khai thác tốt mạng lưới quan hệ sâu rộng**

Vị trí của Vincom Center trên đường Lê Thánh Tôn và Eden A ở góc Nguyễn Huệ - Lê Thánh Tôn – Đồng Khởi - Lê Lợi được xem là hai trong số những vị trí được đẹp nhất tại khu trung tâm thành phố Hồ Chí Minh. Trước đây đã từng có một số công ty bất động sản nước ngoài rất mong muốn được thực hiện dự án tại những vị trí chiến lược này nhưng không thành công. Điển hình như năm 2006, tập đoàn bất động sản Allgreen Properties có trụ sở tại Singapore và đã từng xây dựng một loạt các công trình bất động sản quy mô lớn ở châu Á cũng từng tham gia đấu thầu nhưng cuối cùng, VIC đã chứng tỏ được năng lực của mình và được chọn làm đơn vị thực hiện các dự án tại đây. So với các công ty nước ngoài, VIC có lợi thế là công ty trong nước, có thể tận dụng mạng lưới quan hệ và được sự ủng hộ của chính quyền địa phương. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng VIC vẫn có thể duy trì lợi thế “sân nhà” của mình so với các đối thủ quốc tế tầm cỡ.

Nhìn chung, sau nhiều năm thành lập và phát triển, VIC đã chứng minh khả năng vượt trội trong việc thắng thầu các dự án ở những khu đất vàng để triển khai nhiều dự án bất động sản cao cấp và làm nên đẳng cấp thương hiệu VIC. Một yếu tố quan trọng làm nên thành công của VIC ngày nay là nhờ ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm, có tầm nhìn chiến lược rõ ràng, và khả năng khai thác tốt mạng lưới quan hệ sâu rộng. Với thương hiệu và kinh nghiệm đã có, chúng tôi tin rằng VIC có thể duy trì lợi thế cạnh tranh bền vững so với các đối thủ trong những năm tới và sẽ tiếp tục giành được nhiều dự án tại các vị trí hàng đầu ở Hà Nội, Hồ Chí Minh hay những thành phố lớn khác.

### **Tỷ suất lợi nhuận vượt trội nhờ năng lực phát triển dự án và khả năng huy động vốn tuyệt vời**

VIC không chỉ có khả năng lấy các dự án lớn tại những khu đất vàng mà công ty còn có thể tự hoàn thành các dự án này hoàn toàn bằng chính năng lực của mình. Khả năng này đã giúp công ty đạt được tỷ suất sinh lợi vượt trội như biên lợi nhuận gộp trên 70%, mức cao nhất trong số các công ty bất động sản đã niêm yết. Tỷ suất lợi nhuận ròng của VIC cũng đứng đầu danh sách này trong năm 2008 nhưng thấp hơn SJS trong năm 2009 do SJS có thu nhập bất thường từ hoạt động tài chính trong năm. Do đó, chúng tôi tin rằng VIC có tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong ngành, và điều này là do đặc trưng của dòng sản phẩm cao cấp cùng với năng lực phát triển toàn bộ dự án chứ không “bán lúa non” như nhiều công ty thường làm để tiết giảm chi phí.



**Bảng 1. So sánh tỷ suất sinh lợi giữa các công ty bất động sản quy mô lớn**

Chỉ tiêu so sánh	VIC	SJS	BCI	HAG	DIG	NTL	PDR
Biên lợi nhuận gộp							
2007	71%	49%	35%	38%	NA	37%	100%
2008	75%	61%	45%	47%	28%	35%	81%
2009	73%	64%	58%	18%	43%	51%	42%
Biên lợi nhuận ròng							
2007	149%	40%	28%	39%	NA	29%	36%
2008	53%	38%	26%	41%	39%	17%	34%
2009	56%	63%	47%	28%	35%	38%	30%

Nguồn: dữ liệu các công ty

Sở dĩ nhiều công ty trong nước không thể thực hiện các dự án lớn như VIC là vì họ bị giới hạn về trình độ chuyên môn và/hoặc năng lực tài chính. Về trình độ chuyên môn, VIC giữ vị thế độc quyền trong phân khúc cao cấp, tới nay đã xây dựng và đang khai thác thành công 3 dự án có quy mô hàng đầu Việt Nam. Tại Hà Nội, Vincom City Towers và Vincom Park Place có lẽ là 2 trung tâm thương mại lớn nhất về quy mô và tính chuyên nghiệp. Tại thành phố Hồ Chí Minh, mặc dù Vincom Center là khu mua sắm mới nhưng quy mô lớn hơn, mức độ chuyên nghiệp và hiện đại cao hơn những nơi khác như Diamond Plaza, Parkson, Kumho Asiana Plaza. Chỉ trong một thời gian ngắn Vincom Center đã thu hút nhiều thương hiệu nổi tiếng như Emporio Armani, Versace, Swarovski, Polo và dường như cũng đồng đúc hơn những khu mua sắm khác.

**Bảng 2. Vincom Center là trung tâm thương mại sôi động nhất tại thành phố Hồ Chí Minh mặc dù giá thuê rất cao**

			GFA (m <sup>2</sup> )	Giá thuê (US\$/m <sup>2</sup> /tháng)	Tỷ lệ cho thuê
TTTM	Địa điểm				
1	Diamond Plaza	34 Lê Duẩn, Quận 1	8.000	170	99%
2	Kumho Asiana Plaza	39 Lê Duẩn, Quận 1	6.800	105	99%
3	Saigon Paragon	3 Nguyễn Lương Bằng, Q.7	15.000	60	93%
4	Vincom Center	72 Lê Thánh Tôn, Quận 1	48.800	156	96%

Nguồn: Savills

Xét về khía cạnh huy động vốn, VIC cũng thể hiện khả năng đặc biệt trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ khác nhau cho các dự án bao gồm ngân hàng và trái chủ, khách hàng (người mua nhà) và các cổ đông. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của VIC tại ngày 30/6/2010 đã đạt gần 300%, cao nhất trong ngành. Trong tổng nợ 10.400 tỷ đồng, tương đương 545 triệu USD có khoảng 100 triệu USD là trái phiếu quốc tế được phát hành tại Singapore, chứng tỏ VIC không chỉ có khả năng huy động vốn trong nước mà cả trên thị trường quốc tế. Ngoài ra, công ty còn đang chuẩn bị niêm yết trên sàn chứng khoán Singapore. Một khi hoàn tất, VIC sẽ có thêm một sự lựa chọn khi cần huy động vốn từ nhà đầu tư nước ngoài để đầu tư cho các dự án lớn sắp tới.

Một nguồn tài chính khác mà VIC có thể thu hút là vốn huy động từ khách hàng (người mua nhà). Ở kênh huy động này, VIC đã chứng minh được khả năng tiếp cận tốt với nguồn vốn từ khách hàng khi thực hiện các dự án nhà ở. Điển hình là dự án Royal City mới được mở bán gần đây, 30% trong tổng số 4.700 căn hộ của giai đoạn đầu tiên đã được bán hết mặc dù người mua phải đặt cọc 40% giá trị ngay sau khi ký hợp đồng. Mức đặt cọc này cao hơn

nhiều so với thông lệ của thị trường chỉ khoảng 10% - 20%. Đây là minh chứng tốt cho thấy khả năng thu hút vốn của VIC, và chúng tôi tin rằng đẳng cấp thương hiệu cùng với những những thành công đã đạt được trong quá khứ chính là nguyên nhân giúp VIC thu hút được đông đảo người mua và huy động vốn thuận lợi hơn so với các công ty khác trong ngành.

Cuối cùng, VIC còn có khả năng sử dụng nguồn vốn từ các dự án đang hoạt động của mình. Hiện tại 3 dự án đang hoạt động Vincom City Towers, Vincom Park Place tại Hà Nội, và Vincom Center tại thành phố Hồ Chí Minh mang về dòng tiền ổn định cho công ty mỗi năm. Chúng tôi ước tính VCT và VPP có thể mang về dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh khoảng 140 tỷ trong năm 2010 trong khi dự án Vincom Center có thể thu về gần 1.000 tỷ bắt đầu từ năm 2011, trong đó 75% là từ phân khúc kinh doanh trung tâm thương mại và cho thuê văn phòng.

**Bảng 3. Vincom Center là nguồn doanh thu chính trong 3 năm tới**

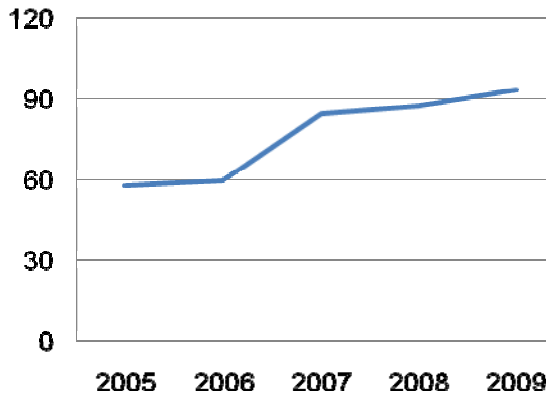
Dự báo báo lưu chuyển tiền tệ hợp nhất (Tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F
Vincom City Towers	108	114	120
Vincom Park Place	31	33	35
Vincom Center	-1,393	987	1,262
Vincom Financial Tower	509	0	0
Eden A	-800	-1,500	-1,680
Royal City	490	724	1,398
Eco City	-322	-745	-609
Viettronics	-46	2	218
<b>FCFF hợp nhất</b>	<b>-1,422</b>	<b>-385</b>	<b>744</b>

Nguồn: VCSC dự báo

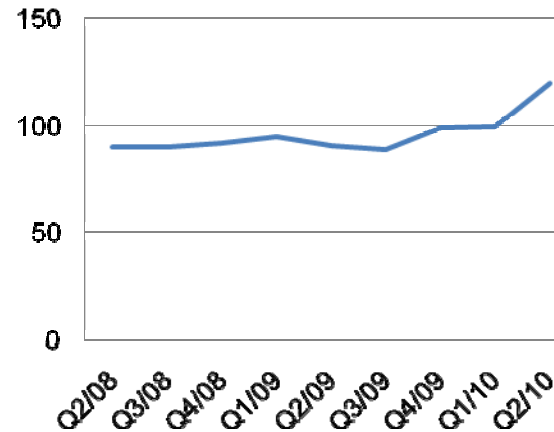
## Chúng tôi rất thích mảng kinh doanh trung tâm thương mại

Trong nhiều phân khúc khác nhau của thị trường bất động sản, phát triển các trung tâm thương mại có lẽ là phân khúc hấp dẫn nhất do nhu cầu ngày càng tăng, nguồn cung hạn chế và rào cản gia nhập cao. Chúng tôi không ngạc nhiên khi các số liệu thống kê cho thấy giá thuê mặt bằng TTTM từ năm 2009 vẫn đang tiếp tục tăng, trong khi giá bán căn hộ và giá thuê văn phòng đều giảm do bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế.

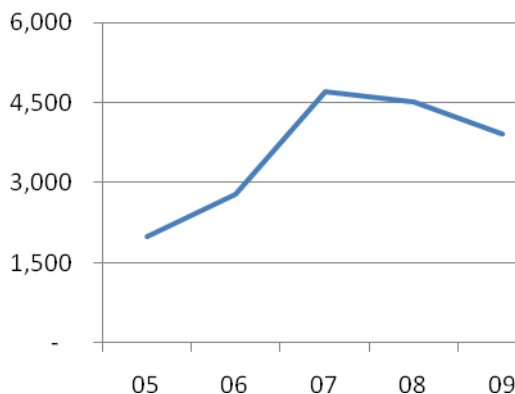
**Biểu đồ 1. Giá thuê tại các trung tâm thương mại trong trung tâm thành phố qua các năm (USD/m<sup>2</sup>/tháng)**



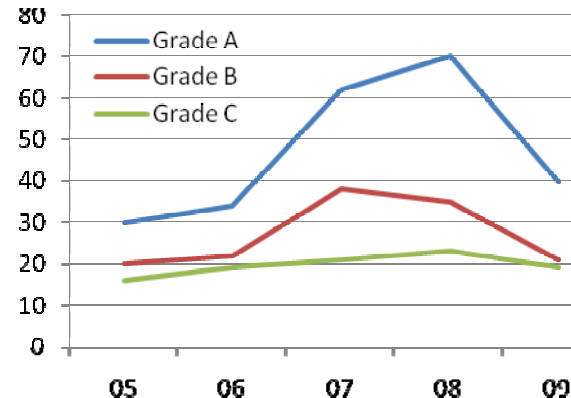
**Biểu đồ 2. Giá thuê tại các trung tâm thương mại tăng theo từng quý (USD/m<sup>2</sup>/tháng)**



**Biểu đồ 3. Giá bán căn hộ cao cấp (USD/m<sup>2</sup>)**



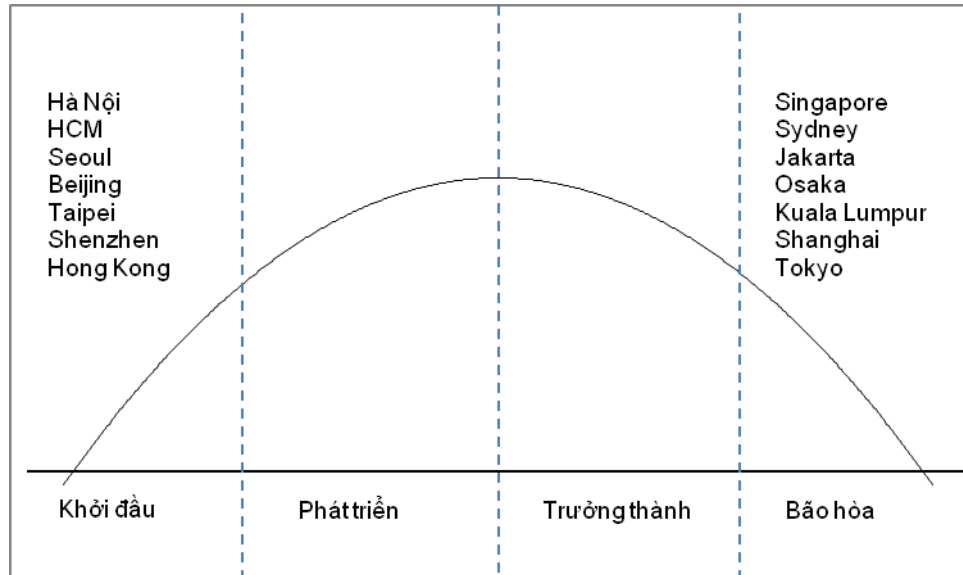
**Biểu đồ 4. Giá cho thuê văn phòng 2005-2009 (USD/m<sup>2</sup>/tháng)**



Nguồn: CBRE

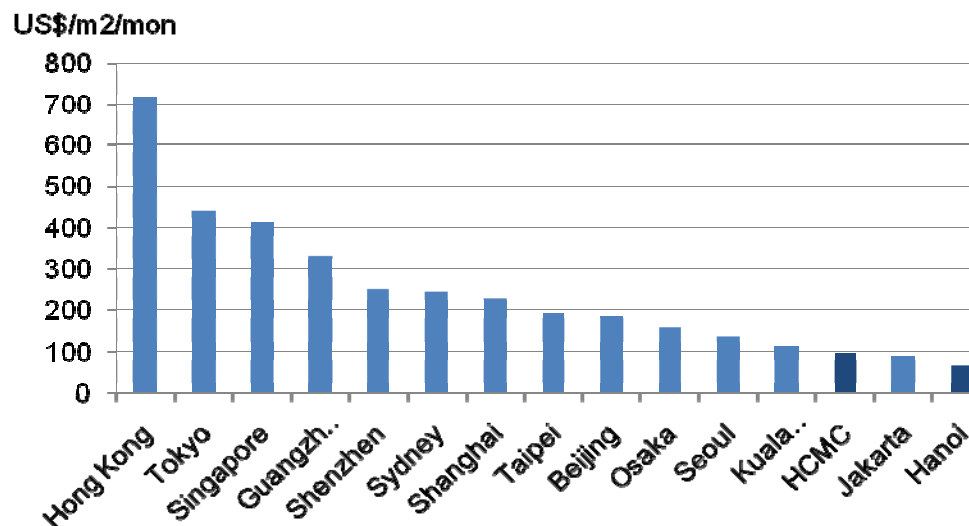
Theo Savills - công ty tư vấn bất động sản hàng đầu thế giới, phân khúc kinh doanh trung tâm thương mại tại Việt Nam đặc biệt là ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội chỉ mới bước vào giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng trong khi nhu cầu đang tăng lên nhanh chóng. Hơn nữa, giá thuê trung tâm thương mại tại Việt Nam vẫn còn nhiều cơ hội tăng thêm vì vẫn còn khoảng cách lớn so với Hồng Kông. Trong khi đó, đối với giá thuê văn phòng và giá bán căn hộ thì khoảng cách này là hẹp hơn.

**Biểu đồ 5. Các TTTM ở Hà Nội và TP Hồ Chí Minh đang trong giai đoạn đầu của chu kỳ phát triển**



Nguồn: Savills

**Biểu đồ 6. Giá thuê trung tâm thương mại tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội vẫn còn nhiều khả năng tăng**



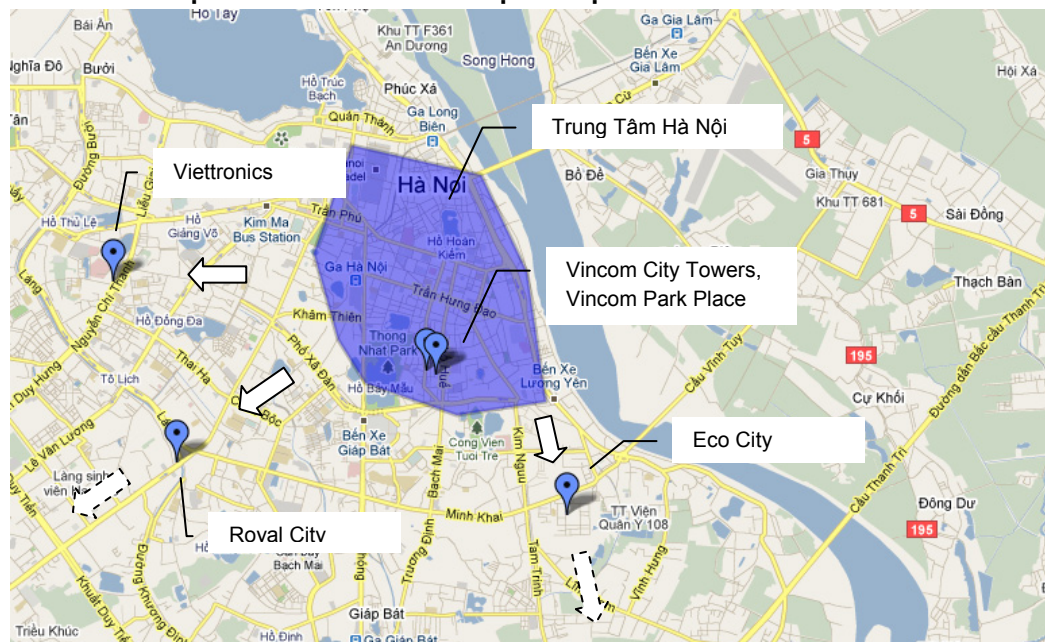
Nguồn: Savills

Ước tính hiện có khoảng 800.000 m<sup>2</sup> mặt bằng trung tâm thương mại tại Hà Nội và hơn 1.000.000 m<sup>2</sup> tại TP Hồ Chí Minh, những con số này sẽ tăng đáng kể trong 3-5 năm tới. Tuy nhiên, hầu hết nguồn cung mặt bằng trung tâm thương mại này đều nằm ở khu vực ngoài trung tâm thành phố và cho đến nay, chúng tôi vẫn chưa nhận thấy bất kỳ dự án lớn nào ở khu vực trung tâm có thể được xem là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với VIC ở cả TP Hồ Chí Minh và Hà Nội trong trung hạn. Vì vậy, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan đối với phân khúc này và kỳ vọng giá thuê sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới.

## Chuyển hướng chiến lược từ phân khúc cao cấp sang các phân khúc thấp hơn

VIC đang di chuyển dần từ khu vực trung tâm (Central Business District) ra bên ngoài với hàng loạt các dự án đang triển khai như Royal City, Viettronics hay Eco City đều tọa lạc ngoài trung tâm của Hà Nội. Việc tiến dần từ nội thành ra bên ngoài là nhằm mục đích tiếp cận các phân khúc khách hàng thấp hơn nhưng đông đảo hơn so với lượng khách hàng cao cấp hiện tại của VIC.

**Hình 1. Các dự án chính của Vincom tại Hà Nội**



Nguồn: Google maps, VCSC tổng hợp

Trên thực tế, chúng tôi cho rằng việc chuyển hướng của VIC ra ngoài khu vực trung tâm là một động thái đã được hoạch định trước theo tầm nhìn chiến lược của ban quản trị công ty từ những ngày đầu chứ không phải là việc mở rộng không chủ đích. Trong điều kiện diện tích đất có hạn, đặc biệt là đất tại các khu trung tâm sẽ dần được sử dụng hết, thì chiến lược mở rộng phạm vi theo kiểu ly tâm từ bên trong trung tâm thành phố hướng ra bên ngoài sẽ dễ dàng hơn là làm ngược lại. Bởi vì một khi VIC hoàn tất việc xây dựng các dự án cao cấp tại trung tâm thành phố thì uy tín và thương hiệu của công ty sẽ gắn liền với những sản phẩm chất lượng cao trong tâm trí khách hàng, từ đó tạo điều kiện thuận lợi để công ty xâm nhập vào phân khúc thị trường thấp hơn một cách dễ dàng và nhanh chóng. Điển hình là thành công của Royal City, 30% căn hộ tại Royal City đã nhanh chóng được bán hết trong giai đoạn đầu mặc dù người mua phải đặt cọc với một tỷ lệ cao hơn nhiều so với thông lệ hiện nay. Thành công này không chỉ là nhờ địa thế dự án hấp dẫn, thiết kế đẹp mà quan trọng hơn là thương hiệu chất lượng cao của VIC được xây dựng dần theo một chiến lược rõ ràng ngay từ những ngày đầu thành lập đã thu hút được một lượng khách hàng đông đảo. Thông thường, việc mở rộng thị trường từ phân khúc cao sang phân khúc thấp hơn luôn dễ dàng hơn so với cách làm ngược lại. Với cách làm thông minh như vậy, VIC đã và đang gặt hái được những thành công đáng kể, và chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế cạnh tranh lớn của VIC so với những công ty khác trong ngành.

## Danh mục đầu tư đa dạng giúp phân tán rủi ro và tận dụng được dòng tiền từ các dự án đang hoạt động

**Bảng 4. Tóm tắt thông tin các dự án của VIC**

Dự án	Địa điểm	Mô tả	Vốn đầu tư năm 2009	Vốn đầu tư tính đến 30/6/2010	Tỉ lệ sở hữu	Thời gian bắt đầu hoạt động	Ghi chú/Tình trạng hiện tại
<b>Đang hoạt động</b>							
1 Vincom City Tower	191 Bà Triệu, Hà Nội	TTTM, văn phòng	NA	NA	100%	2004	Đang hoạt động hết công suất
2 Vincom Park Place	114 Mai Hắc Đế, Hà Nội	TTTM	858	NA	74%	8/2009	Đã bán căn hộ trong năm 2009
3 Vincom Center	68-70 Lê Thánh Tôn, HCM	TTTM, văn phòng, căn hộ	2,500	2,065	100%	5/2010	Đang bán căn hộ
<b>Đang triển khai</b>							
4 Vincom Financial Tower	180 Nguyễn Công Trứ, HCM	Văn phòng	95	172	80%	11/2010	Đang thương lượng để chuyển nhượng
5 Eden A	Quận 1, HCM	TTTM, văn phòng, khách sạn	372	1,400	100%	2013E	Dự kiến khởi công năm 2010
6 Royal City	74 Nguyễn Trãi, Hà Nội	TTTM, văn phòng, căn hộ	370	736	51%	6/2010	Bắt đầu mở bán 30% căn hộ trong 7/2010
7 Eco City	460 Minh Khai, Hà Nội	Khu dân cư	595	918	54%	2011E	Giải phóng 30% mặt bằng
8 Viettronics	56 Nguyễn Chí Thanh, Hà Nội	TTTM, văn phòng, căn hộ	25	26	64%	2011E	Dự kiến mở bán vào cuối 2011
<b>Sẽ triển khai</b>							
9 Vincom Hải Phòng	Ngô Quyền, Hải Phòng	Khu phức hợp	8	8	80%	NA	Đang nộp hồ sơ xin phép quy hoạch chi tiết 1/500
10 Vincom Village	Long Biên, Hà Nội	Khu phức hợp	72	72	51%	NA	
11 Long Biên	Long Biên, Hà Nội	Khu phức hợp	1	1	NA	NA	

Nguồn: VIC, VCSC ước tính

Bảng trên cho thấy VIC có một danh mục đầu tư đa dạng với nhiều loại bất động sản khác nhau, bao gồm TTTM, văn phòng, và căn hộ dân cư. Trình độ phát triển dự án tốt trong nhiều phân khúc khác nhau giúp VIC đa dạng hoá rủi ro trong danh mục đầu tư của mình. Chẳng hạn, khi thị trường văn phòng cho thuê rơi vào tình trạng ảm đạm, VIC đã có thể chủ động chuyển hướng sang những phân khúc khác khả quan hơn. Thực tế, VIC đang chuẩn bị rời khỏi thị trường văn phòng cho thuê khi công ty đang thương lượng chuyển nhượng toàn bộ tòa nhà Financial Tower tại TP Hồ Chí Minh. Ngoài ra, VIC còn tiến hành tái thiết kế các dự án để khu vực văn phòng cho thuê chỉ chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong các dự án sắp tới. Ví dụ, Viettronics là dự án duy nhất trong số năm dự án đang triển khai có cung cấp dịch vụ cho thuê văn phòng nhưng tỷ lệ diện tích khu vực văn phòng chỉ chiếm 3% tổng GFA. Chúng tôi cho rằng chuyển ra khỏi phân khúc văn phòng vào lúc này là bước đi phù hợp khi thị trường văn phòng cho thuê đã thừa nguồn cung mà vẫn còn rất nhiều cao ốc văn phòng sắp được tung ra trong 2 năm tới. Mặt khác, nhu cầu chỉ tăng chậm và tình hình phục hồi kinh tế trong nước lẫn thế giới rõ ràng là vẫn chưa đủ mạnh để thúc đẩy nhu cầu tăng song song với nguồn cung.



Hơn nữa, việc tham gia vào nhiều phân khúc với những đặc điểm khác nhau về dòng tiền có thể giúp VIC tận dụng dòng tiền từ các dự án đang hoạt động để tài trợ cho việc xây dựng các dự án khác đang triển khai. Theo kết quả dự báo dòng tiền của chúng tôi, Vincom Center sẽ mang lại nguồn tiền lớn để tài trợ cho việc xây dựng 3 dự án Eden A, Eco City và Viettronics. Ngoài ra, VIC cũng có thể dùng Vincom Center làm tài sản thế chấp để vay thêm vốn từ ngân hàng để bổ sung nguồn tài lực. Quá trình này có thể sẽ được lặp lại với Eden A một khi dự án bắt đầu đi vào hoạt động và mô hình này nhìn chung có thể được áp dụng rộng rãi đối với tất cả các dự án văn phòng/TTTM nhằm tận dụng nguồn tiền ổn định từ các dự án này. Theo đó, VIC đã tạo cho mình một cơ chế huy động vốn hiệu quả và bất cứ khi nào thời cơ đến thì công ty sẵn sàng nguồn tài chính để triển khai dự án.

**Bảng 5. VIC có thể tận dụng dòng tiền từ các dự án hiện tại để tài trợ cho việc xây dựng các dự án mới**

Dự phóng dòng tiền (Tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Vincom City Towers	108	114	120	127	135	143	151	160
Vincom Park Place	31	33	35	38	41	43	46	49
Vincom Center	-1.393	987	1.262	1.575	981	1.048	1.120	1.197
Vincom Financial Tower	509	0	0	0	0	0	0	0
Eden A	-800	-1.500	-1.680	892	1.077	1.241	1.450	1,549
Royal City	490	724	1.398	2.255	325	423	504	539
Eco City	-322	-745	-609	-113	1.623	3.544	8.558	4,027
Viettronics	-46	2	218	807	177	228	265	285
<b>Tổng dòng tiền thuần</b>	<b>-1.422</b>	<b>-385</b>	<b>744</b>	<b>5.582</b>	<b>4.358</b>	<b>6.670</b>	<b>12.094</b>	<b>7.805</b>

Nguồn: VCSC dự báo; các dự án được tô đậm là các dự án có dòng tiền vô tận

Tuy nhiên, bất lợi của các dự án TTTM/văn phòng là chúng đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu rất lớn và chủ đầu tư không thể huy động vốn từ người mua/khách hàng. Vì thế, công ty đang chuyển hướng sang phân khúc nhà ở dân cư nhằm giảm bớt các yêu cầu về vốn đầu tư ban đầu bằng cách thu hút khách mua nhà sẽ chi phí với công ty. Các dự án như Royal City và Eco City là điển hình của hình thức này. Nhờ địa thế thuận lợi, thương hiệu uy tín và khả năng thương lượng tốt, Royal city đã thu hút đông đảo người mua ngay cả khi công ty đặt ra những điều kiện nghiêm ngặt liên quan đến quá trình đặt cọc. Chúng tôi tính rằng đối với dự án Royal City thì từ nay cho đến khi dự án hoàn thành VIC sẽ không cần phải đầu tư thêm vốn nhờ tận dụng được nguồn vốn góp của khách hàng.

## Định giá

### Định giá theo phương pháp tổng các giá trị thành phần (SOTP) trên cơ sở mô hình chiết khấu dòng tiền thuần - Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Với phương pháp SOTP, chúng tôi định giá VIC bằng cách tổng hợp kết quả định giá của từng dự án hay các công ty con. Để định giá các công ty con, chúng tôi áp dụng mô hình FCFF để xác định giá trị công ty dựa trên dòng tiền thuần mà dự án/công ty đó mang về. Chúng tôi định giá từng dự án riêng biệt chứ không áp dụng mô hình định giá FCFF cho dòng tiền hợp nhất của toàn công ty vì rủi ro của từng công ty con rất khác nhau tùy thuộc vào từng phân khúc sản phẩm, quy mô của dự án và tiến độ xây dựng hiện tại. Chúng tôi chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow) thay vì phương pháp giá trị tài sản ròng (Net Asset Value) hay các phương pháp khác vì nhiều dự án của VIC có



dòng tiền vô tận, chứ không kết thúc vào một năm nhất định như đa số các công ty BĐS khác. Trong những trường hợp này, phương pháp chiết khấu dòng tiền thường cho giá trị chính xác hơn những phương pháp khác và giúp các cổ đông có cái nhìn rõ ràng hơn về dòng tiền thuần, hay chính xác hơn là mức lợi nhuận tiềm năng mà họ có thể nhận được. Chúng tôi cũng ưu tiên cho mô hình FCFF hơn FCFE (Free Cash Flow to Equity) do thiếu thông tin chi tiết liên quan đến nợ của từng dự án/công ty con.

## Những giả định chung

**Bảng 6. Những giả định chung trong mô hình định giá**

Thời gian dự báo	2010-2017	Năm cuối cùng 2017 là năm mà lợi nhuận và dòng tiền ổn định lâu dài
Tỷ lệ tăng giá mỗi năm	Thời gian dự báo	Giai đoạn ổn định
Trung tâm thương mại	7%	5%
Văn phòng cho thuê	3%	3%
Căn hộ	7%	5%
Chi phí hoạt động (USD/m <sup>2</sup> /tháng)		
Trung tâm thương mại	11-12	
Văn phòng cho thuê	5-6	
Thời hạn khấu hao (năm)	48-50	Áp dụng cho các dự án văn phòng hoặc trung tâm thương mại
Capex		
3 năm đầu	1%	Doanh thu (theo thông lệ quốc tế)
Những năm sau	2%	Doanh thu (theo thông lệ quốc tế)
Giá bán/ cho thuê		Không bao gồm thuế VAT

Nguồn: VCSC

## Giá định riêng cho từng dự án và dự báo dòng tiền

### Vincom City Towers và Vincom Park Place

Hai dự án này đều đã hoạt động hết công suất. Tại VCT, tỷ lệ cho thuê đối với diện tích mặt bằng kinh doanh trung tâm thương mại đạt 98% và tỷ lệ cho thuê đối với diện tích dành cho văn phòng là 90% trong khi tỷ lệ cho thuê đối với diện tích mặt bằng kinh doanh trung tâm thương mại tại VPP cũng đạt 99%. Do vậy, 2 dự án này khó có thể tăng doanh thu trừ khi giá cho thuê tăng. Tuy nhiên, trong năm 2010, chúng tôi dự báo VCT có thể đạt doanh thu khoảng 300 tỷ đồng, tăng 16% so với năm 2009 nhờ sự đóng góp doanh thu của hoạt động cho thuê quảng cáo.

Tỷ suất lợi nhuận gộp biên của VCT và VPP trong năm 2010 dự kiến sẽ đạt 81% và 63,3% . Đối với hai dự án đang hoạt động này, rủi ro sẽ khá nhỏ và vì thế chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu (WACC) là 15%.

**Bảng 7. Các yếu tố đầu vào và giả định cho Vincom City Tower**

Chi tiết	GFA (m <sup>2</sup> )	NLA(m <sup>2</sup> )	Tỷ lệ cho thuê	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
Trung tâm thương mại	23.448	18.233	98%	36	5
Văn phòng	39.278	15.950	90%	31	5

**Bảng 8. Dự báo dòng tiền và kết quả định giá của Vincom City Tower**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBIT sau thuế	97	87	93	99	106	114	122	130	139
Cộng Khấu hao	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Trừ Capex	6	6	6	6	6	6	6	6	6
FCFF	118	108	114	120	127	135	143	151	160
<b>FCFF của VIC</b>	<b>118</b>	<b>108</b>	<b>114</b>	<b>120</b>	<b>127</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>151</b>	<b>160</b>
Tỷ lệ chiết khấu		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hiện giá thuần của FCFF		94	86	79	73	67	62	57	52
Giá trị năm 2017 về sau									1.682
Hiện giá thuần của giá trị này									550
<b>Giá trị VCT</b>	<b>1.119</b>								

**Bảng 9. Các yếu tố đầu vào và giả định cho Vincom Park Place**

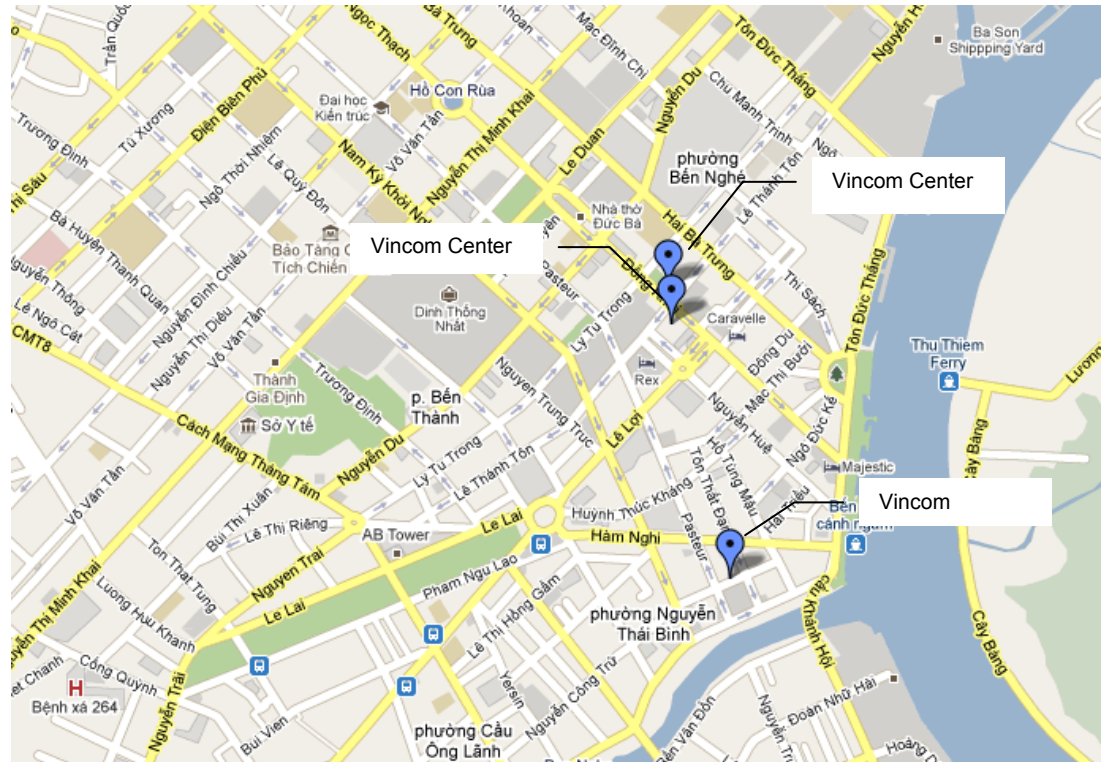
Chi tiết	GFA (m <sup>2</sup> )	NLA (m <sup>2</sup> )	Occupancy	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
Trung tâm thương mại	13.664	10.966	99%	39	5

**Bảng 10. Dự báo dòng tiền và kết quả định giá của Vincom Park Place**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)	Q1-2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT sau thuế	9	35	37	40	43	46	49	52	56
Cộng Khấu hao	2	6	6	6	6	6	6	6	6
Trừ Capex		1	1	1	2	3	3	3	3
FCFF	10	42	45	47	51	54	58	61	65
<b>FCFF của VIC</b>	<b>8</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
Tỷ lệ chiết khấu		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hiện giá thuần của FCFF		27	25	23	22	20	19	17	16
Giá trị năm 2017 về sau									510
Hiện giá thuần của giá trị này									167
<b>Tổng giá trị</b>	<b>336</b>								

**Vincom Financial Tower (VFT)**

**Hình 2. Các dự án của Vincom tại TP Hồ Chí Minh**



Nguồn: Google map, VCSC tổng hợp

Tọa lạc trên đường Nguyễn Công Trứ trong khu phố tài chính của quận 1 TP Hồ Chí Minh, Vincom Financial Tower có vị trí thích hợp để xây dựng cao ốc văn phòng. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập ở trên, phân khúc này đang trải qua giai đoạn khó khăn khi rất nhiều cao ốc văn phòng sắp đi vào hoạt động trong khi nhu cầu giảm do bị ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Ngoài ra, Vincom Financial Tower còn gặp phải sự cạnh tranh rất lớn từ cao ốc cao nhất thành phố là Financial Tower do Bitexco xây dựng, chỉ cách Vincom Financial Tower một vài khu phố. Financial Tower của Bitexco dự kiến sẽ cung cấp một lượng lớn mặt bằng văn phòng khi hoàn thành, dự kiến là trong tháng 11/2010 và cũng là lúc Vincom Tower hoàn thành. Có thể vì lý do này mà VIC đã bắt đầu thương lượng với một số đối tác để chuyển nhượng toàn bộ dự án khi hoàn tất. Chúng tôi cho rằng đây là một quyết định sáng suốt vì VIC còn có nhiều dự án khác có khả năng sinh lợi cao hơn VFT để đầu tư. Nếu chuyển nhượng toàn bộ dự án và nhận tiền ngay, VIC có thể tăng hiệu quả tài chính trong những năm tới thay vì vẫn thụ động chờ thị trường cho thuê văn phòng hồi phục.

**Bảng 11. Các yếu tố đầu vào và giá định cho Vincom Financial Tower**

Diện tích đất (m <sup>2</sup> )	2.146
GFA (m <sup>2</sup> )	25.252
NLA (m <sup>2</sup> )	21.464
Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	421
Giá (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	28

**Bảng 12. Dự báo dòng tiền và định giá Vincom Financial Tower**

<b>Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>321</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Vốn đầu tư ban đầu	321							
Capex		1	1	2	4	4	5	5
<b>Dòng tiền vào</b>	<b>0</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>120</b>	<b>128</b>	<b>137</b>	<b>146</b>
EBIT sau thuế		40	71	95	111	119	128	137
Khấu hao		9	9	9	9	9	9	9
<b>Số dư tiền</b>	<b>-321</b>	<b>48</b>	<b>78</b>	<b>102</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>141</b>
<b>FCFF của VIC</b>	<b>-257</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>92</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>113</b>
Tỷ lệ chiết khấu	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hiện giá thuần của FCFF	-223	29	41	47	46	43	40	37
Giá trị năm 2017 về sau								1187
Hiện giá thuần của giá trị này								388
<b>Tổng giá trị</b>	<b>447</b>							

Giá trị VIC thu được từ VFT là 447 tỷ, và đây cũng là mức giá mà chúng tôi sử dụng trong mô hình SOTP. Trên thực tế, mức giá trị này tương ứng với giá bán khoảng 48 triệu đồng/m<sup>2</sup> GFA, gần bằng giá chuyển nhượng gần đây của cao ốc AB Tower ở góc đường Nguyễn Thị Nghĩa và Phạm Hồng Thái, Quận 1. Bởi vì VIC đang trong những bước thương lượng cuối cùng với đối tác để hoàn tất quá trình chuyển nhượng, chúng tôi ước tính công ty có thể hoàn tất giao dịch này và ghi nhận lợi nhuận 572 tỷ trong năm nay.

<b>Dự phóng lợi nhuận</b>	<b>Tỷ đồng</b>
Doanh thu	1,136
GVHB	421
Lợi nhuận gộp	715
LN gộp của VIC	572
Lợi ích CĐTS	143

#### **Vincom Center (VC)**

Tọa lạc ngay khu trung tâm thành phố và bao bọc bởi đường Lê Thánh Tôn, Đồng Khởi và Lý Tự Trọng, Vincom Center là một địa điểm lý tưởng để xây dựng khu cao ốc phức hợp, đặc biệt là trung tâm thương mại. Chỉ trong vòng một tháng kể từ khi khánh thành vào tháng 05/2010, VC đã tăng tỷ lệ cho thuê diện tích kinh doanh bán lẻ lên gần 96% mặc dù giá thuê tại đây thuộc hàng cao nhất TP Hồ Chí Minh hiện nay, từ 35-250 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Chúng tôi giả định giá thuê trung bình là 77USD/m<sup>2</sup>/tháng trong mô hình tính toán.

Diện tích dành cho kinh doanh bán lẻ của VIC vẫn còn 2 tầng trống để dự phòng cho những đối tượng thuê đặc biệt, có thể là rạp chiếu phim. Chúng tôi kỳ vọng khu vực này sẽ được sử dụng bắt đầu từ năm 2011.

Tuy nhiên, khu vực văn phòng cho thuê không thực sự sôi động như khu TTTM. Chúng tôi chưa cập nhật thông tin mới nhất về tỷ lệ cho thuê của khu vực này nhưng chúng tôi giả định công ty có thể cho thuê 20% trong nửa cuối năm nay. Kể từ năm 2011, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ của cả nền kinh tế trong nước lẫn quốc tế có thể giúp VIC đạt được tỷ lệ cho thuê 60% đối với diện tích dành cho văn phòng và dần dần sẽ tăng lên 90% trong năm cuối 2017.

Ngoài ra Vincom Center hiện còn có khoảng 70 căn hộ cao cấp đang được chào bán. Mặc dù thị trường căn hộ đang khá ảm đạm nhưng có thông tin cho biết VIC đã bán được một số căn hộ tại đây. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể bán 10% tổng số căn hộ trong nửa cuối năm 2010 và sẽ bán hết vào năm 2013. Căn cứ trên những so sánh của chúng tôi với các khu căn hộ cao cấp khác trong thành phố như Avalon, Sailing Tower, Lancaster thì giá có thể bán được tại Vincom Center là khoảng 7.000 USD/m<sup>2</sup>.

**Bảng 13. Các yếu tố đầu vào và giả định cho Vincom Center**

Vincom Center HCM	NLA (m2)	Tỷ lệ cho thuê	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
Trung tâm thương mại	33.946	96%	77	5
Văn phòng	63.904	NA	40	5
Căn hộ	19.880	NA	7,000	NA
Khác	5.489	NA	50	5

Giả định cho HĐKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tỷ lệ cho thuê của khu vực văn phòng	20%	60%	70%	80%	90%	90%	90%	90%
Tỷ lệ căn hộ bán được	10%	20%	30%	40%	0%	0%	0%	0%

**Bảng 14. Dự báo dòng tiền và định giá Vincom Center**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>1.700</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>36</b>
Vốn đầu tư ban đầu	1.700							
Capex		11	12	13	30	32	34	36
<b>Dòng tiền vào</b>	<b>307</b>	<b>997</b>	<b>1.273</b>	<b>1.588</b>	<b>1.010</b>	<b>1.080</b>	<b>1.154</b>	<b>1.234</b>
EBIT sau thuế	273	928	1.204	1.518	941	1.010	1.084	1.164
Khấu hao	35	70	70	70	70	70	70	70
<b>Số dư tiền</b>	<b>-1.393</b>	<b>987</b>	<b>1.262</b>	<b>1.575</b>	<b>981</b>	<b>1.048</b>	<b>1.120</b>	<b>1.197</b>
<b>FCFF của VIC</b>	<b>-1.393</b>	<b>987</b>	<b>1.262</b>	<b>1.575</b>	<b>981</b>	<b>1.048</b>	<b>1.120</b>	<b>1.197</b>
Tỷ lệ chiết khấu	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Hiện giá thuần của FCFF	-1.211	746	829	900	488	453	421	391
Giá trị năm 2017 về sau								12.571
Hiện giá thuần của giá trị này								4.110
<b>Tổng giá trị</b>	<b>7.128</b>							

**Eden A**

Eden A nằm bên cạnh Vincom Center và cũng ngay khu trung tâm thành phố với vị trí thuận lợi hơn cả Vincom Center. VIC đã bắt đầu giải phóng mặt bằng của khu vực này và công ty hy vọng có thể hoàn thành việc này vào cuối năm nay. Dự án này được thiết kế để xây dựng một khách sạn 5 sao cùng với một trung tâm thương mại. Với GFA ước tính khoảng 32.025 m<sup>2</sup>, khách sạn này sẽ cung cấp khoảng 578 phòng và có lẽ là khách sạn 5 sao lớn nhất tại thành phố Hồ Chí Minh.

**Bảng 15. Dữ liệu đầu vào của Eden A**

Mục đích	GFA (m2)	NLA (m2)	Số phòng	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
TTTM	45.825	38.951	NA	90	5
Khách sạn	32.025	27.221	578	280	NA

Các giả định trong mô hình định giá cho Eden A tương đối giống với Vincom Center ở phần trung tâm thương mại. Riêng phần khách sạn, chúng tôi nghĩ rằng VIC có thể có 2 lựa chọn là thuê nhà điều hành chuyên nghiệp để quản lý khách sạn này hoặc là bán hẳn cả khách sạn. Chúng tôi thiên về phương án 2 nhiều hơn vì hiện tại VIC còn khá nhiều dự án trong danh mục chưa triển khai. Việc bán khách sạn này sẽ giúp VIC thu về lượng tiền cần thiết để triển khai các dự án còn lại này, từ đó làm cho giá trị công ty tăng cao hơn. Dù vậy, chúng tôi vẫn tính toán giá trị công ty theo phương pháp dòng tiền vì thiếu các thông tin đáng tin cậy để làm cơ sở cho phương pháp định giá so sánh. Tất nhiên VIC sẽ lựa chọn phương pháp tối ưu hơn giữa 2 cách này, và nếu công ty quyết định bán, giá trị bán được nhiều khả năng sẽ cao hơn mức giá mà chúng tôi đang tính toán ở đây.

Giả định rằng ngoài doanh thu từ cho thuê phòng, VIC có thể đạt được mức 30% doanh thu bổ sung từ các dịch vụ đi kèm khác như ăn uống, dịch vụ phòng. Phí quản lý dành cho nhà điều hành là 3% và phí khen thưởng là 20% lợi nhuận gộp theo thông lệ hiện nay.

Tổng chi phí xây dựng của Eden A cũng tương đối giống với Vincom Center, dự kiến khoảng 4.200 tỷ đồng. Vì đây là một dự án mới vừa được khởi động trong thời gian gần đây nên chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% (WACC) để bù đắp rủi ro.

**Bảng 16. Các giả thiết cho Eden A**

Giả định	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu dịch vụ				30%	30%	30%	30%	30%
Phí quản lý khách sạn				3%	3%	3%	3%	3%
Phí thưởng				20%	20%	20%	20%	20%
Thuế suất				25%	25%	25%	25%	25%

**Bảng 17. Dự báo dòng tiền và định giá Eden A**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>-800</b>	<b>-1.500</b>	<b>-1.680</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>54</b>	<b>57</b>
Vốn đầu tư ban đầu	-800	-1.500	-1.680					
Capex				16	20	23	54	57
<b>Dòng tiền vào</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>876</b>	<b>1.057</b>	<b>1.218</b>	<b>1.396</b>	<b>1.492</b>
EBIT sau thuế				789	970	1.131	1.309	1.405
Khấu hao				87	87	87	87	87
<b>Số dư tiền</b>	<b>-800</b>	<b>-1.500</b>	<b>-1.680</b>	<b>892</b>	<b>1.077</b>	<b>1.241</b>	<b>1.450</b>	<b>1.549</b>
<b>FCFF của VIC</b>	-800	-1.500	-1.680	892	1.077	1.241	1.450	1.549
Tỷ lệ chiết khấu	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Hiện giá thuần của FCFF	-667	-1.042	-972	430	433	416	405	360
Giá trị năm 2017 về sau								16.266
Hiện giá thuần của giá trị này								3.783
<b>Tổng giá trị</b>	<b>3.146</b>							

**Royal City**

Nằm về phía Tây Nam của Hà Nội, tiếp giáp với đường Nguyễn Trãi, sông Tô Lịch và khu vực dân cư của phường Thượng Đình, Royal City là điểm hẹn của nhiều trục đường giao thông huyết mạch. Vị trí chiến lược của dự án này rất thuận lợi để di chuyển đến khu trung tâm hiện nay ở quận Hoàn Kiếm và đến các khu vực mới ở phía Tây Hà Nội. Royal City có tổng diện tích đất 12ha và ước tính sẽ cung cấp 4.700 căn hộ cho thị trường. Trong tháng 6/2010, VIC đã khởi động giai đoạn đầu tiên mở bán 1.400 căn hộ, tương ứng 30% tổng quy mô dự án và các căn hộ này đã nhanh chóng được bán hết trong một thời gian ngắn.

Chúng tôi ước tính VIC sẽ tiếp tục bán thêm 30% số căn hộ trong năm 2011, 30% trong năm 2012 và 10% còn lại vào năm 2013 khi dự án dự kiến sẽ hoàn tất.

Chúng tôi chưa có thông tin chắc chắn về việc công ty sẽ ghi nhận doanh thu từ việc bán căn hộ như thế nào, nhưng có thể doanh thu này chỉ được ghi nhận sau khi bán hết vào năm 2013 khi giao nhà vì công ty đã áp dụng chuẩn mực kế toán IFRS từ năm 2010.

**Bảng 18. Các yếu tố đầu vào và giá định cho Royal City**

Chi tiết	Diện tích đất	GFA (m2)	NLA (m2)	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
Căn hộ	33.113	668.410	568.149	2,000	
Trung tâm thương mại	45.663	170.000	144.500	27	5
Khu vui chơi		76.000	64.600	19	5
Trường học		16.200	13.770	19	5



**Bảng 19. Dự báo dòng tiền và định giá Royal City**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>1.630</b>	<b>2.000</b>	<b>3.000</b>	<b>7.988</b>	<b>827</b>	<b>939</b>	<b>1.042</b>	<b>1.147</b>
Kinh phí đầu tư	1.630	2.000	3.000	3.000	0	0	0	0
Capex					15	18	20	44
Chi phí hoạt động				1.043	614	658	705	755
Thuế				3.946	198	264	317	348
<b>Dòng tiền vào</b>	<b>2.591</b>	<b>3.420</b>	<b>5.741</b>	<b>12.411</b>	<b>1.464</b>	<b>1.769</b>	<b>2.030</b>	<b>2.203</b>
Từ việc bán căn hộ	2.591	3.420	5.741	11.715	0	0	0	0
Từ việc cho thuê văn phòng + TTTM				695	1.464	1.769	2.030	2.203
Số dư tiền	961	1.420	2.741	4.422	637	830	988	1.056
<b>FCFF của VIC</b>	<b>490</b>	<b>724</b>	<b>1.398</b>	<b>2.255</b>	<b>325</b>	<b>423</b>	<b>504</b>	<b>539</b>
Tỷ lệ chiết khấu	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Hiện giá thuần của FCFF	419	529	873	1.204	148	165	168	153
Giá trị năm 2017 về sau								5.655
Hiện giá thuần của giá trị này								1.611
<b>Tổng giá trị</b>	<b>5.269</b>							

**Eco City**

Eco City là dự án lớn nhất trong danh mục đầu tư của VIC cho đến thời điểm này. Eco City nằm trên diện tích đất 37ha trước đây là của Nhà máy Dệt 8/3 trên đường Minh Khai, cách Hồ Hoàn Kiếm 5km. Sau khi hoàn thành, dự án này có thể cung cấp 1.407.000 m<sup>2</sup> GFA dân cư và 352.726 m<sup>2</sup> GFA trung tâm thương mại. Hiện tại, VIC đã giải phóng mặt bằng được khoảng 30% diện tích và dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn này vào giữa năm 2011 để bắt đầu mở bán vào nửa cuối năm 2011. Tổng vốn đầu tư ước đạt 22.000 tỷ đồng, một mức đầu tư khổng lồ, và do đó, chúng tôi dự báo dự án sẽ cần ít nhất 6 năm mới có thể xây dựng hoàn chỉnh. Vì có nhiều rủi ro liên quan đến quy mô và cũng như thời gian thực hiện dự án nên chúng tôi cho rằng dòng tiền của dự án này cần phải được chiết khấu cao ở mức WACC 20%.

**Bảng 20. Các yếu tố đầu vào và giá định cho Eco City**

Chi tiế	Diện tích đất	GFA (m2)	NLA (m2)	Giá (USD)	Phí dịch vụ(USD)
Căn hộ	364.480	1.407.244	1.266.520	1.600	NA
Trung tâm thương mại		352.726	299.817	27	5
School		43.239	32.429	19	5
Hospital		60.446	45.335	19	5
Others		43.280	32.460	19	5
<b>Total</b>	<b>364.480</b>	<b>1.906.935</b>			

**Bảng 21. Dự báo dòng tiền và định giá Eco City**

Dự báo dòng tiền (tỷ đồng/s)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Dòng tiền ra</b>		<b>594</b>	<b>2,200</b>	<b>3,300</b>	<b>4,744</b>	<b>5,362</b>	<b>6,103</b>	<b>7,959</b>	<b>1,704</b>
Kinh phí đầu tư	594	594	2.200	3.300	4.400	4.400	4.400	2.112	0
Chi phí hoạt động					61	110	166	676	153
Thuế					283	852	1.537	5.172	1.551
<b>Dòng tiền vào</b>		<b>0</b>	<b>824</b>	<b>2.175</b>	<b>4.536</b>	<b>8.359</b>	<b>12.647</b>	<b>23.764</b>	<b>9.141</b>
Từ việc bán căn hộ		0	824	2.175	4.536	7.216	10.249	20.994	6.183
Từ TTTM						1.144	2.398	2.770	2.958
Số dư tiền mặt		-594	1.376	1.125	-208	2.997	6.544	15.805	7.436
<b>FCFF của VIC</b>		<b>-322</b>	<b>-745</b>	<b>-609</b>	<b>-113</b>	<b>1.623</b>	<b>3.544</b>	<b>8.558</b>	<b>4.027</b>
Tỷ lệ chiết khấu		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Hiện giá thuần của FCFF		-268	-517	-352	-54	652	1.187	2.388	936
Giá trị năm 2017 về sau									31.058
Hiện tại thuần của giá trị này									7.223
<b>Tổng giá trị</b>		<b>11.195</b>							

**Viettronics**

Viettronics là dự án mới mà VIC vừa đầu tư gần đây. Nằm trên đường Nguyễn Chí Thanh và gần góc đường Chùa Láng, cách hồ Hoàn Kiếm 7km, Viettronics là dự án khu cao ốc phức hợp gồm căn hộ, văn phòng và trung tâm thương mại. Tuy nhiên, quy mô của Viettronics nhỏ hơn nhiều so với Royal City và Eco City. Chúng tôi ước tính VIC sẽ phải đầu tư tổng cộng 1.855 tỷ đồng cho dự án này và NPV dự án đạt khoảng 1.461 tỷ đồng.

**Bảng 22. Các yếu tố đầu vào và giá định cho Viettronics**

Phân bố diện tích đất	GFA (m2)	NLA (m2)	Giá (USD)	Phí dịch vụ (USD)
Căn hộ	101.014	90.913	2.000	NA
Trung tâm thương mại	61.384	55.246	32	5
Văn phòng	6.163	5.547	23	5

**Bảng 23. Dự báo dòng tiền và định giá Viettronics**

<b>Dự báo dòng tiền (tỷ đồng)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Dòng tiền ra</b>	<b>72</b>	<b>485</b>	<b>557</b>	<b>1.742</b>	<b>287</b>	<b>328</b>	<b>362</b>	<b>389</b>
Kinh phí đầu tư	72	485	557	742	0	0	0	0
Chi phí hoạt động				265	200	214	230	246
Thuế				734	87	114	133	143
Capex					6	7	8	17
<b>Dòng tiền vào</b>	<b>0</b>	<b>488</b>	<b>897</b>	<b>3.003</b>	<b>564</b>	<b>685</b>	<b>776</b>	<b>834</b>
Từ việc bán căn hộ	0	488	897	3.003	0	0	0	0
Từ TTTM + văn phòng					564	685	776	834
Số dư tiền mặt	-72	3	340	1.261	277	357	414	445
<b>FCFF của VIC</b>	<b>-46</b>	<b>2</b>	<b>218</b>	<b>807</b>	<b>177</b>	<b>228</b>	<b>265</b>	<b>285</b>
Tỷ lệ chiết khấu	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Hiện giá thuần của FCFF	-38	1	126	389	71	76	74	66
Giá trị cuối cùng								2.988
Hiện giá thuần của Giá trị cuối cùng								695
<b>Tổng giá trị</b>	<b>1.461</b>							

**Kết quả định giá SOTP cho ra giá mục tiêu là 70.000 đồng**

Kết quả định giá tổng hợp cho thấy giá trị toàn công ty VIC sẽ khoảng 25.305 tỷ đồng. Khi tính giá trị vốn chủ sở hữu, chúng tôi giả sử VIC có thể sử dụng hết tất cả lượng tiền mặt hiện có và thu hồi hết các khoản vay khoảng 3.580 tỷ đồng tính đến cuối năm 2009 của các cổ đông lớn. Nợ hiện tại của VIC là 8.736 tỷ đồng, trong đó 1.274 tỷ đồng là từ trái phiếu chuyển đổi với giá 60.000 đồng/cổ phiếu. Theo mô hình định giá, giá mục tiêu của VIC sẽ là 70.000 đồng/cổ phiếu và sẽ không có nhiều khác biệt nhiều giữa giá trước và sau khi pha loãng (từ chuyển đổi trái phiếu).

**Bảng 24. Kết quả định giá SOTP của VIC (Tỷ đồng)**

<b>SOTP</b>	<b>Giá pha loãng từ chuyển đổi trái phiếu</b>	<b>Giá hiện tại</b>
VCT	1.119	1.119
VPP	336	336
VFT	447	447
Vincom Center	7.128	7.128
Eden A	3.146	3.146
Royal	5.269	5.269
Eco	11.195	11.195
Viettronics	1.461	1.461
<b>Tổng giá trị công ty</b>	<b>30.100</b>	<b>30.100</b>
Tiền mặt	6.056	6.056
Tổng nợ	7.462	8.736
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.618	1.618
Vốn chủ sở hữu	27.076	25.802
Số lượng cổ phiếu	389.789.536	368.557.318
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>69.464</b>	<b>70.009</b>

Nguồn: VCSC

#### **Chúng tôi cho rằng kết quả định giá còn có thể tăng lên**

Chúng tôi đã thận trọng trong quá trình định giá và kỳ vọng giá mục tiêu sẽ còn tăng thêm vì một số lý do. Trước tiên, chúng tôi chưa tính toán đến doanh thu và lợi nhuận từ việc cho thuê bãi đậu xe của từng dự án. Mặc dù khoản thu này khác nhau giữa các dự án nhưng chúng tôi ước tính chúng có thể đóng góp đến 10% doanh thu. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng VIC có khả năng tiếp tục làm tăng giá trị cho các cổ đông thông qua việc phát triển nhiều dự án hơn trong tương lai nhờ đội ngũ quản lý có năng lực cao, thương hiệu mạnh, và tiềm lực tài chính vững vàng. Hiện VIC đang có 3 dự án tiềm năng dự định sẽ triển khai là Vincom Hải Phòng Plaza, Vincom Village và Long Biên. Ngoài ra, công ty còn dự định công bố thêm một số dự án vào cuối năm nay. Vincom Village và Long Biên là 2 dự án rất lớn nằm ở quận Long Biên, Hà Nội, bên kia sông Hồng. Tổng diện tích của hai dự án này chiếm hơn 670ha, nằm trên một khu đất lớn thích hợp để phát triển thành khu đô thị mới. Với kế hoạch mở rộng ra khỏi khu vực trung tâm và chuyển hướng sang phân khúc khách hàng thấp hơn thì hai dự án này chính là minh chứng cho bước đi chiến lược của VIC. Tuy nhiên, vì các dự án quá lớn và chưa thể triển khai ngay trong tương lai gần nên chúng tôi chưa đưa các dự án này vào mô hình định giá. Chúng tôi sẽ xem xét bổ sung thêm giá trị của dự án này vào mô hình định giá khi nào có thêm thông tin cho thấy VIC chắc chắn sẽ thực hiện các dự án và tỷ lệ thành công cao.

#### **Những rủi ro cần xem xét: khả năng thanh toán và xung đột lợi ích**

Trong mô hình định giá, chúng tôi đã giả định VIC sẽ có thể thu hồi tất cả các khoản vay của các cổ đông lớn có giá trị khoảng 3.580 tỷ đồng, tương đương 13% vốn chủ sở hữu. Nếu số tiền này không được thu hồi chắc chắn sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả định giá công ty. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng rủi ro này thấp vì VIC đã cam kết sẽ giảm và thu hồi tất cả các khoản vay để tập trung vào hoạt động kinh doanh chính kể từ đợt phát hành trái

phiếu quốc tế năm 2009. Mặt khác, trong thời gian gần đây tính minh bạch trong hoạt động kinh doanh của VIC ngày càng được nâng cao với nhiều hoạt động quan hệ với các nhà đầu tư và chuẩn bị niêm yết tại Singapore. Vì vậy, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro liên quan đến hoạt động quản trị doanh nghiệp vẫn có tồn tại nhưng đang giảm dần.

Một rủi ro đáng chú ý hơn của VIC là khả năng thanh toán. Tỷ số Nợ/Vốn chủ sở hữu hiện nay của VIC là 436% theo số liệu cuối năm 2009, mức cao nhất trong ngành. Mặc dù công ty có dòng tiền ổn định từ các dự án đang hoạt động cùng mối quan hệ tốt với các bên cho vay, nhưng chúng tôi lo ngại rằng nếu tình hình thị trường diễn biến xấu ngoài dự kiến VIC sẽ gặp trở ngại lớn về thanh toán. Trên thực tế, chúng tôi ước tính hệ số khả năng trả chi lãi vay của VIC chỉ đạt 85% trong năm 2010, trước khi có thể tăng lên 129% và 182% vào năm 2011 và 2012. Mặt khác, VIC sẽ phải đối mặt với áp lực thanh toán trong năm 2012 khi một số khoản nợ đến hạn. Chúng tôi ước tính công ty sẽ phải trả 4.322 tỷ đồng nợ đến hạn trong năm này trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chỉ đạt khoảng đồng 774 tỷ. Tuy nhiên, VIC có thể sẽ đảo nợ với ngân hàng để chi trả cho các khoản vay này vì bắt đầu từ năm 2013 dòng tiền có thể tăng lên đáng kể.

**Bảng 25. VIC sẽ gặp phải vấn đề thanh khoản nếu không vay được các khoản vay mới**

Lưu chuyển tiền tệ dự phóng (Tỷ đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F
Tiền đầu kì	2.772	2.707	2.365	(1.287)
Tiền từ hoạt động kinh doanh/đầu tư	<b>(1.422)</b>	<b>(385)</b>	<b>744</b>	<b>5.582</b>
Vincor City Towers	108	114	120	127
Vincor Park Place	31	33	35	38
Vincor Center	(1.393)	987	1.262	1,575
Vincor Financial Tower	509	0	0	0
Eden A	(800)	(1.500)	(1.680)	892
Royal City	490	724	1.398	2,255
Eco City	(322)	(745)	(609)	(113)
Viettronics	(46)	2	218	807
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>1.357</b>	<b>43</b>	<b>(4.396)</b>	<b>(2.890)</b>
Trả nợ vay	0	0	(4.322)	(2,000)
Thu nhập lãi ròng	(652)	(782)	(714)	(338)
Vay trong kì	1.000	0	0	0
Thu từ cho vay nội bộ	1.193	1.193	1.193	0
Trả cổ tức	184	369	553	553
Dòng tiền thuần trong kì	(65)	(342)	(3.652)	2.691
<b>Tiền cuối kì</b>	<b>2.707</b>	<b>2.365</b>	<b>(1.287)</b>	<b>1.404</b>

Nguồn: VCSC dự phóng, Chú thích: tiền cuối năm 2012 âm một khoản là 1.287 tỷ do chúng tôi đã loại bỏ khoản vay mà VIC phải thực hiện để bù vào thiếu hụt này.

## Phụ lục

### Vincom City Towers (Tỷ đồng)

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	300	321	343	368	393	421	450	482
LN gộp	243	260	278	298	319	341	365	391
Chi phí quản lý	128	137	146	156	167	179	191	205
<b>EBIT</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>142</b>	<b>152</b>	<b>162</b>	<b>173</b>	<b>186</b>
LNTT	116	124	132	142	152	162	173	186
Thuế	29	31	33	35	38	41	43	46
<b>LNST</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>130</b>	<b>139</b>

### Vincom Park Place (Tỷ đồng)

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	98	105	113	121	129	138	148	158
LN gộp	62	67	71	76	82	87	93	100
Chi phí quản lý	16	17	18	19	21	22	24	25
<b>EBIT</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>75</b>
LNTT	58	61	65	68	72	77	81	86
Thuế	15	15	16	17	18	19	20	22
<b>LNST</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>64</b>
Lợi ích CĐTS	11	12	12	13	14	15	16	16
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>48</b>

### Vincom Center (Tỷ đồng)

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Doanh thu</b>	<b>604</b>	<b>1.683</b>	<b>2.157</b>	<b>2.684</b>	<b>1.562</b>	<b>1.672</b>	<b>1.789</b>	<b>1.914</b>
TTTM	271	652	698	746	799	855	914	978
VP	69	405	487	573	690	738	790	845
Căn hộ	264	566	908	1.296	0	0	0	0
Khác		60	64	69	74	79	85	90
<b>GVHB</b>	<b>226</b>	<b>424</b>	<b>523</b>	<b>622</b>	<b>295</b>	<b>311</b>	<b>328</b>	<b>346</b>
<b>LN Gộp</b>	<b>379</b>	<b>1.259</b>	<b>1.634</b>	<b>2.062</b>	<b>1.267</b>	<b>1.361</b>	<b>1.461</b>	<b>1.568</b>
Chi phí quản lý	10	11	11	12	13	14	15	16
Hoa hồng bán căn hộ	5	11	18	26	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>363</b>	<b>1.237</b>	<b>1.605</b>	<b>2.024</b>	<b>1.254</b>	<b>1.347</b>	<b>1.446</b>	<b>1.552</b>
LNTT	363	1.237	1.605	2.024	1.254	1.347	1.446	1.552
Thuế	91	309	401	506	314	337	361	388
<b>LNST</b>	<b>273</b>	<b>928</b>	<b>1.204</b>	<b>1.518</b>	<b>941</b>	<b>1.010</b>	<b>1.084</b>	<b>1.164</b>

**Eden A (Tỷ đồng)**

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Doanh thu</b>				<b>1.599</b>	<b>1.955</b>	<b>2.296</b>	<b>2.676</b>	<b>2.863</b>
TTTM				883	998	1.067	1.142	1.222
VP				0	0	0	0	0
Khách sạn				716	957	1.229	1.534	1.641
<b>GVHB</b>				<b>441</b>	<b>519</b>	<b>607</b>	<b>705</b>	<b>748</b>
TTTM				154	164	176	188	201
VP				0	0	0	0	0
Khách sạn				200	268	344	430	460
Khấu hao				87	87	87	87	87
<b>LN Gộp</b>				<b>1.158</b>	<b>1.435</b>	<b>1.689</b>	<b>1.971</b>	<b>2.115</b>
Phí thưởng nhà quản lý				96	131	170	214	229
Chi phí quản lý				10	11	11	12	13
EBIT				1.052	1.294	1.508	1.745	1.873
LNTT				1.052	1.294	1.508	1.745	1.873
Thuế				263	323	377	436	468
<b>LNST</b>				<b>789</b>	<b>970</b>	<b>1.131</b>	<b>1.309</b>	<b>1.405</b>

**Royal City (Tỷ đồng)**

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Doanh thu</b>				<b>24.163</b>	<b>1.464</b>	<b>1.769</b>	<b>2.030</b>	<b>2.203</b>
Căn hộ				23.467			0	0
TTTM + VP + Trường học				695	1.464	1.769	2.030	2.203
<b>GVHB</b>				<b>7.891</b>	<b>648</b>	<b>690</b>	<b>734</b>	<b>781</b>
<b>LN Gộp</b>				<b>16.271</b>	<b>816</b>	<b>1.079</b>	<b>1.296</b>	<b>1.421</b>
Căn hộ				16.158	0	0	0	0
TTTM + VP + Trường học					872	1.135	1.352	1.477
Chi phí quản lý				20	22	24	27	29
Hoa hồng bán căn hộ				469	0	0	0	0
EBIT				15.782	794	1.055	1.269	1.392
LNTT				15.782	794	1.055	1.269	1.392
Thuế				3.946	198	264	317	348
<b>LNST</b>				<b>11.837</b>	<b>595</b>	<b>791</b>	<b>952</b>	<b>1.044</b>
Lợi ích CĐT				5.800	292	388	466	512
<b>LNST công ty mẹ</b>				<b>6.037</b>	<b>304</b>	<b>404</b>	<b>486</b>	<b>532</b>



**Eco City (Tỷ đồng)**

Dự phóng KQKD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Doanh thu</b>					<b>2.060</b>	<b>6.614</b>	<b>10.616</b>	<b>36.450</b>	<b>10.462</b>
Căn hộ					2.060	4.408	7.075	32.450	6.183
TTTM						1.731	2.778	3.138	3.358
Khác						475	763	861	922
<b>GVHB</b>					<b>869</b>	<b>3.097</b>	<b>4.302</b>	<b>15.088</b>	<b>4.104</b>
<b>LN Gộp</b>					<b>1.191</b>	<b>3.518</b>	<b>6.314</b>	<b>21.362</b>	<b>6.358</b>
Căn hộ					1.191	2.549	4.092	18.767	3.576
TTTM						746	1.724	2.010	2.150
Khác						310	586	673	720
Chi phí quản lý					20	22	24	27	29
Hoa hồng bán căn hộ					41	88	142	649	124
EBIT					1.130	3.407	6.149	20.686	6.205
LNTT					1.130	3.407	6.149	20.686	6.205
Thuế					283	852	1.537	5.172	1.551
<b>LNST</b>					<b>848</b>	<b>2.556</b>	<b>4.611</b>	<b>15.515</b>	<b>4.654</b>
Lợi ích CĐTTS					389	1.172	2.114	7.113	2.134
<b>LNST Công ty mẹ</b>					<b>459</b>	<b>1.384</b>	<b>2.497</b>	<b>8.401</b>	<b>2.520</b>

**Viettronics (Tỷ đồng)**

Dự phóng KQKD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Doanh thu</b>				<b>4.359</b>	<b>564</b>	<b>685</b>	<b>776</b>	<b>834</b>
Căn hộ				3.899				0
TTTM + VP				460	564	685	776	834
GVHB				1.334	205	219	233	248
LN Gộp				3.025	358	466	543	585
Căn hộ				2.758	0	0	0	0
TTTM + VP				282	374	482	559	601
Chi phí quản lý				10	10	11	12	13
Hoa hồng bán căn hộ				78	0	0	0	0
EBIT				2.937	348	455	531	572
LNTT				2.937	348	455	531	572
Thuế				734	87	114	133	143
<b>LNST</b>				<b>2.203</b>	<b>261</b>	<b>341</b>	<b>399</b>	<b>429</b>
Lợi ích CĐTTS				793	94	123	143	154
<b>LNST Công ty mẹ</b>				<b>286</b>	<b>34</b>	<b>218</b>	<b>255</b>	<b>275</b>

## Định nghĩa các khuyến nghị

<b>MUA</b>	Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá
<b>GIỮ</b>	Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.
<b>BÁN</b>	Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.

## Lịch sử các khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
28/09/2010	Nắm giữ	60.000 đồng	70.000 đồng

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

### PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TPHCM, Việt Nam

Tel: (84 8) 3914 3588 | Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>