



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI  
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội - Tháng 10/2010

www.shs.com.vn

Báo cáo Phân tích doanh nghiệp

# CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY LẮP VÀ ĐỊA ỐC VỮNG TÀU (VTRECJ)



Biến cơ hội thành giá trị



## NỘI DUNG CHÍNH

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	VRC
Sàn giao dịch:	HOSE
Giá thấp nhất 52 tuần:	30,300
Giá cao nhất 52 tuần:	43,200
<b>Giá thị trường (ngày 04/10/2010):</b>	<b>31,000</b>
<b>Giá kỳ vọng:</b>	<b>52,000</b>
Giá trị vốn hóa (Tỷ đồng):	313.62
Số lượng cổ phần lưu hành:	10,116,910
KLGD trung bình 10 ngày:	84,734

## THÔNG TIN SỞ HỮU

Cổ đông Nhà nước (SCIC)	9.01%
Cổ đông nội bộ (HĐQT, BKS, BGĐ)	6.37%
CB.CNV	6.40%
Cổ đông tổ chức trong nước	23.35%
Cổ đông cá nhân trong nước	54.87%

## ĐỒ THỊ GIÁ



## CƠ HỘI:

- **Quỹ đất khá lớn so với quy mô vốn, và hầu hết đều có vị trí khá thuận lợi.** Quỹ đất của Công ty khá lớn (khoảng 69 hecta) nếu so với quy mô vốn điều lệ hơn 100 tỷ đồng của Công ty, trong đó có 34 hecta đã có Giấy Chứng nhận quyền sử dụng đất. Các dự án của Công ty có vị trí khá đẹp, gần bãi biển tại TP.Vũng Tàu, cũng như nằm ở những vị trí đắc địa tại TP.Hồ Chí Minh.
- **Lợi nhuận có thể tăng mạnh từ năm 2010.** Năm 2010, kế hoạch lợi nhuận được đảm bảo từ dự án Tòa nhà 22 tầng tại bãi Thùy Vân với khoảng 75 tỷ lợi nhuận sẽ được hạch toán. Các năm tiếp theo, lợi nhuận sẽ có thể duy trì ở mức cao khi mà các dự án mới tiếp tục được đưa vào khai thác.

## RỦI RO:

- **Tỷ lệ vay nợ khá cao (nợ vay chiếm đến 70% nguồn vốn);** vì vậy nếu không sớm tăng vốn thì Công ty có thể sẽ thiếu vốn để thực hiện các dự án với tổng mức đầu tư lớn trong năm tới.
- **Thị trường bất động sản đang trong giai đoạn trầm lắng** do nguồn cung tăng lên khá nhanh, trong khi nguồn tiền đổ vào thị trường đang còn có những hạn chế.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu **VRC** ở mức **52,000 đồng/cổ phần**. Đây là mức giá được tính toán và xác định trên cơ sở kết hợp các phương pháp định giá P/E, P/B và RI với các giả định thận trọng và khá chặt chẽ. Với mức giá thị trường hiện nay của cổ phiếu **VRC** xoay quanh mức 30,000 – 35,000 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **MUA/ NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu **VRC** cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

## TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Chỉ số tài chính	2007A	2008A	2009A	2010E
Doanh thu thuần (Tr đồng)	65,842	74,731	99,190	234,000
Lợi nhuận sau thuế (Tr đồng)	8,984	6,354	25,264	72,000
EPS cơ bản (đồng)	2,803	1,061	3,491	7,086
P/E (x)	11.05	29.22	8.88	4.52
P/B (x)	2.42	3.26	2.39	2.12

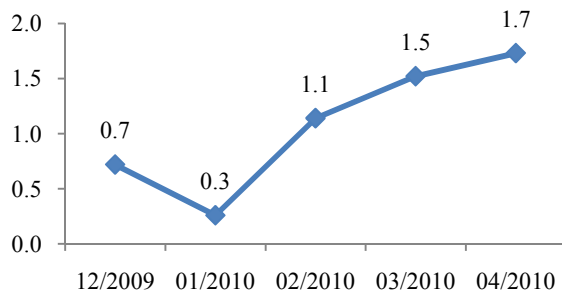
\* P/E, P/B được tính theo giá thị trường ngày 04/10/2010.

## TỔNG QUAN VỀ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

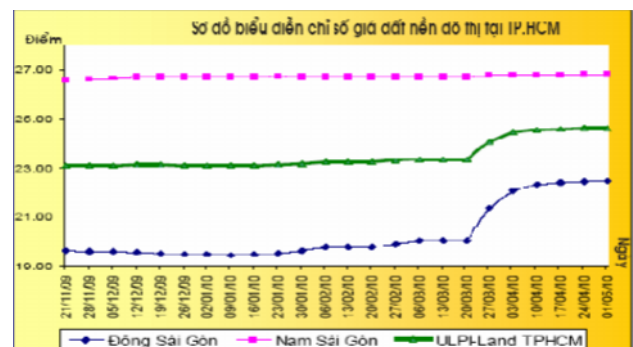
*Thị trường bất động sản dự báo có thể sẽ phục hồi trong thời gian cuối năm 2010 và năm 2011.*

Bất động sản là lĩnh vực khá nhạy cảm với những biến động kinh tế vĩ mô như lãi suất, lạm phát và tăng trưởng tín dụng... Lịch sử phát triển cho thấy thị trường bất động sản Việt Nam có chu kỳ tăng trưởng từ 2 - 4 năm, do đó đợt sóng mới của thị trường bất động sản có thể sẽ rơi vào khoảng cuối năm 2010 sau 2 năm trầm lắng. Tuy nhiên, sự phục hồi này sẽ chưa thể mang tính đột biến và mức độ hồi phục cũng có thể sẽ khác nhau ở từng phân khúc cũng như từng khu vực. Thị trường bất động sản vẫn sẽ có những biến động lên xuống về cung, cầu và giá cả trong một thời gian nhất định. Bảng 1 và 2 dưới đây cho thấy mối tương quan giữa tăng trưởng tín dụng và xu hướng giá đất nền tại khu vực TP.Hồ Chí Minh.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng (%)**



**Biểu đồ 2: Chỉ giá đất nền đô thị TP.HCM**



Nguồn: NHNN, Vietress

### Thị trường nhà ở

*Nhu cầu nhà ở có thể sẽ tăng trong giai đoạn 2011 - 2020.*

Năm 2010, dự kiến dân số ở khu vực thành thị sẽ đạt khoảng 29,2 triệu người, tương ứng sẽ cần khoảng 438 triệu m<sup>2</sup> nhà ở để đáp ứng nhu cầu tính theo tiêu chuẩn diện tích nhà ở bình quân là 15 m<sup>2</sup>/người. Đến năm 2020, dự kiến dân số sống tại khu vực thành thị có thể sẽ đạt tới 35,1 triệu người và sẽ cần 702 triệu m<sup>2</sup> nhà ở để đáp ứng nhu cầu; khu vực nông thôn sẽ có 65.3 triệu dân với nhu cầu khoảng 1,175.4 triệu m<sup>2</sup> nhà ở theo chuẩn diện tích nhà bình quân đầu người. Như vậy, trong giai đoạn từ 2010 - 2020 sẽ cần phải có thêm 364 triệu m<sup>2</sup> nhà ở mới tại khu vực thành thị và 304.6 triệu m<sup>2</sup> nhà ở tại khu vực nông thôn để đảm bảo nhu cầu xã hội.

Dự báo trong năm 2011 nhu cầu mua nhà sẽ tăng đáng kể, bởi: *Thứ nhất*, do giá nhà đất hiện nay đã giảm khá mạnh, còn 40 - 60% so với thời gian trước; *Thứ hai*, lãi suất ngân hàng đang có xu hướng giảm dần; và *Thứ ba*, nhiều dự án ở TP.Hồ Chí Minh và các thành phố lớn khác sẽ triển khai, số tiền đền bù lên tới hàng chục ngàn tỷ đồng có thể sẽ chảy trở lại vào thị trường bất động sản. và *Cuối cùng*, kinh tế hồi phục sẽ có tác động tích cực, góp phần làm cho nhu cầu mua nhà tăng.

*Nguồn cung nhà ở hiện nay*

Nguồn cung căn hộ cao cấp trong các năm 2010 và 2011 sẽ dồi dào hơn với các dự án sẽ được hoàn thành trong thời gian này như BMC Chương Dương, Riverside



khá dồi dào.

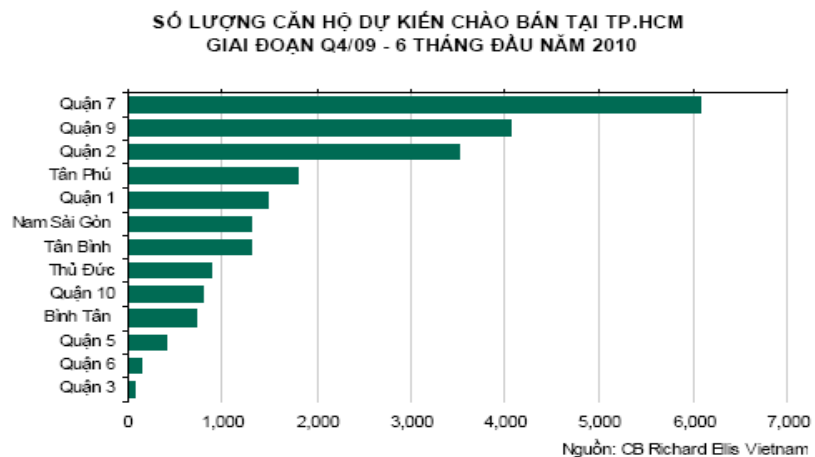
Residence - Phú Mỹ Hưng, Srec Tower, River View, Botanic Tower, Preche, Hoàng Anh 3, Sky Garden 1, 2 và 3. Hầu hết những dự án này được triển khai từ năm 2008 và một số dự án đã được bán trong năm 2008 và năm 2009.

Bên cạnh đó, phân khúc nhà ở dành cho người có mức thu nhập trung bình và thấp cũng đang được các công ty kinh doanh bất động sản quan tâm triển khai. Sản phẩm là những căn hộ có giá khoảng 500 triệu đồng đến 1,5 tỷ đồng. Đa số những dự án này tập trung ở các quận xa trung tâm; đây là phân khúc được Chính phủ đưa ra nhiều chính sách ưu đãi và khuyến khích đầu tư phát triển.

Tất cả những yếu tố trên sẽ làm cho nguồn cung về nhà ở khá dồi dào trong giai đoạn từ 2011 - 2015, nhất là trong phân khúc nhà ở trung bình.

### Biểu đồ 3: Số căn hộ dự kiến chào bán tại TP.HCM

giai đoạn quý 4/2009 - 6T/2010



Nguồn: CBRE

### Thị trường cao ốc văn phòng

Tác động của khủng hoảng kinh tế và những yếu tố khác đã làm cho nhu cầu về cao ốc văn phòng giảm mạnh, trong khi nguồn cung vẫn tăng nhanh nên đã làm cho giá thuê văn phòng giảm xuống trong giai đoạn 2009-2010. Giá thuê cao ốc văn phòng đã thiết lập một mức giá mới và thấp hơn khá nhiều so với cuối năm 2007 đến đầu năm 2008.

*Nhu cầu thuê văn phòng có thể sẽ tăng trong giai đoạn 2011 - 2015.*

Theo thống kê của CBRE, quý 2/2010 nhu cầu thuê mặt bằng làm văn phòng đã tăng mạnh đến 192% so với cùng kỳ năm 2009, trong đó hầu hết tập trung vào cỡ diện tích từ 150 - 250 m<sup>2</sup> và các doanh nghiệp trong nước được đánh giá là đang giữ vai trò chủ đạo trong việc định hướng thị trường bởi chiếm tới 63% yêu cầu thuê được ghi nhận từ đầu năm 2010.

Giai đoạn 2011 - 2015, sự hồi phục của nền kinh tế và dòng vốn đầu tư nước ngoài gia tăng sẽ góp phần làm tăng nhu cầu đối với mảng văn phòng cho thuê. Tuy nhiên, năm 2011 nhu cầu văn phòng cho thuê có thể sẽ chỉ tăng nhẹ và sau đó sẽ



tăng mạnh hơn vào những năm sau theo cùng với đà tăng trưởng của nền kinh tế.

*Nguồn cung văn phòng cho thuê vẫn còn khá dồi dào.*

Theo CBRE, đến hết năm 2009 khu vực TP.Hồ Chí Minh đã có khoảng 1.2 triệu m<sup>2</sup> sàn văn phòng cho thuê các loại, tăng khoảng 66% so với năm 2008. Nguồn cung văn phòng cho thuê còn dư thừa nhiều, trong khi nhu cầu giảm sút nên đã làm cho mặt bằng giá cho thuê cũng như tỷ lệ thuê giảm mạnh trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế. Trong thời gian tới, nhiều dự án văn phòng loại A ở khu trung tâm sẽ tiếp tục hoàn thành trong giai đoạn 2010 - 2012, điều này sẽ tạo ra sự cạnh tranh lớn trong phân khúc này đồng thời cạnh tranh với cả phân khúc văn phòng loại B để thu hút khách hàng. Dự báo thị trường văn phòng cho thuê có thể sẽ có thêm 1.1 triệu m<sup>2</sup> nữa trong vòng 3 năm tới.

Tính riêng trong quý 2/2010, đã có thêm 9 cao ốc văn phòng được hoàn thành và đưa vào sử dụng, nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê lên 1,415,337 m<sup>2</sup>, trong đó ngân hàng, các công ty tài chính, công ty chứng khoán và các trường đào tạo tiếp tục là những khách hàng thuê tiềm năng.

### **Thị trường bất động sản thương mại**

*Nhu cầu thuê mặt bằng kinh doanh thương mại đang tăng.*

Nhu cầu về mặt bằng kinh doanh thương mại đang có xu hướng tăng, trước hết bởi thị trường bán lẻ của Việt Nam đang rất tiềm năng và các nhà bán lẻ hiện hữu vẫn mong muốn tiếp tục mở rộng mạng lưới của mình. Ngoài ra, các tập đoàn bán lẻ nước ngoài sẽ còn tiếp tục đầu tư vào Việt Nam và nhu cầu thuê mặt bằng sẽ còn tăng cao.

*Nguồn cung mặt bằng cho mục đích phát triển trung tâm thương mại vẫn còn hạn chế.*

Thời gian qua, các nhà kinh doanh bất động sản chú trọng vào mảng đầu tư cao ốc văn phòng và căn hộ, do vậy còn có ít trung tâm thương mại ra đời. Do độ trễ trong đầu tư xây dựng các trung tâm thương mại, giai đoạn 2009 - 2010 nguồn cung mặt bằng cho thuê làm trung tâm thương mại vẫn còn bị hạn chế. Tuy nhiên, nguồn cung có thể sẽ tăng trong giai đoạn 2011 - 2015, trong đó quận 7 và quận 2 sẽ sớm trở thành những khu vực được ưu chuộng của các tập đoàn bán lẻ nhờ sự phát triển của các khu dân cư mới.

### **Các chính sách mới có ảnh hưởng đến thị trường bất động sản**

*Các chính sách mới giúp cho thị trường bất động sản phát triển bền vững hơn trong dài hạn.*

#### **Thông tư số 13/2010/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam:**

Theo nội dung của Thông tư này, các khoản vay kinh doanh bất động sản và các khoản vay đối với công ty chứng khoán (CTCK) sẽ có hệ số rủi ro lên đến 250%. Trong ngắn hạn, với việc gia tăng hệ số rủi ro đối với lĩnh vực kinh doanh bất động sản đồng thời tăng hệ số an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng lên 9%, dẫn đến việc vay vốn mua nhà có thể sẽ khó khăn hơn vì các ngân hàng sẽ phải thu hẹp tín dụng cung ứng trong lĩnh vực này để đảm bảo an toàn vốn cho hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, nguồn cung tín dụng cũng sẽ bị thu hẹp do ngân hàng bị hạn chế tỷ lệ cho vay so với vốn huy động, các ngân hàng sẽ buộc phải cân nhắc để hạn chế bớt các khoản cho vay bất động sản và dành vốn cho vay các lĩnh vực sản xuất.

Trong dài hạn, việc tăng hệ số rủi ro đối với lĩnh vực bất động sản có thể sẽ giúp

cho hệ thống ngân hàng đảm bảo được mức độ an toàn vốn và ổn định vững chắc hơn trước những biến động không tích cực của kinh tế vĩ mô.

***Nghị định số 71/2010/NĐ-CP của Chính phủ:***

Theo những quy định mới tại Nghị định số 71 của Chính phủ, các chủ đầu tư kinh doanh bất động sản lớn có tiềm lực về tài chính sẽ có cơ hội huy động vốn một cách thông thoáng hơn, có thể khơi thông được nguồn vốn đầu tư dự án bằng nhiều cách huy động khác nhau như quy định được huy động trước 20%, phát hành trái phiếu,...

Trái lại, các nhà đầu tư thứ cấp, cá nhân,... sẽ lại gặp nhiều khó khăn trước những quy định chặt chẽ của Nghị định này. Vấn đề bán nhà trên giấy khó có thể diễn ra như trước đây nữa và điều này có thể gây ảnh hưởng đến sức cầu của thị trường bất động sản trong ngắn hạn.

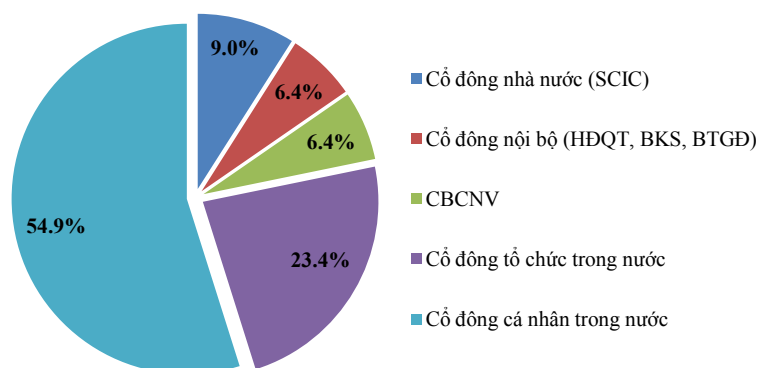
Dưới tác động của Nghị định số 71 và Thông tư số 13, thị trường bất động sản có thể sẽ gặp khó khăn trong ngắn hạn. Trên thực tế, việc giao dịch mua bán bằng hợp đồng góp vốn thường chiếm tỷ lệ rất lớn trong giao dịch trên thị trường bất động sản trong thời gian qua, giờ đây đã bị hạn chế. Thêm vào đó, khi Thông tư số 13 chính thức có hiệu lực thì dòng vốn tín dụng cung cấp cho thị trường bất động sản có thể sẽ bị thu hẹp lại, trong khi giao dịch mua bán bất động sản hiện nay được sử dụng khá nhiều vốn vay ngân hàng.

Tuy nhiên, về lâu dài cả hai chính sách này đều nhằm mục đích hướng thị trường bất động sản phát triển bền vững và ổn định hơn. Nghị định số 71 sẽ thanh lọc thị trường, những quy định chặt chẽ sẽ loại khỏi cuộc chơi những doanh nghiệp không có tính chuyên nghiệp cao và năng lực tài chính thấp. Về lâu dài các quy định này sẽ giúp cho thị trường minh bạch hơn, ổn định hơn và phát triển bền vững.

## CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY LẮP VÀ ĐỊA ỐC VŨNG TÀU

Công ty Cổ phần Xây lắp và Địa ốc Vũng Tàu tiền thân là Công ty Xây lắp Đặc khu Vũng tàu - Côn Đảo, được thành lập vào tháng 8 năm 1980 và là một trong những công ty xây dựng ra đời sớm nhất trên địa bàn tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu. Công ty chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ ngày 13/6/2005. Hiện nay, vốn điều lệ của Công ty là 101.17 tỷ đồng, với cơ cấu cổ đông như sau:

**Cơ cấu cổ đông của Công ty**

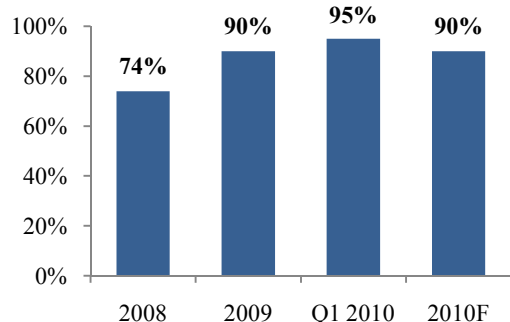


Ngành nghề kinh doanh chính của Công ty là xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp; mua bán nhà, cho thuê đất (đất ở, đất khu công nghiệp, mặt nước...); cho thuê nhà ở, kho bãi....

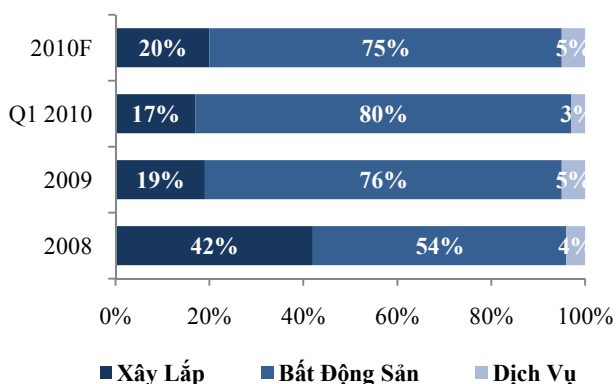
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

**Hoạt động kinh doanh bất động sản là mảng hoạt động chính của Công ty.** Tính từ năm 2008 đến hết quý 1/2010, mảng kinh doanh bất động sản đã dần trở thành mảng hoạt động chính của Công ty với tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu tăng từ 54% năm 2008 lên 76% năm 2009 và 80% trong quý 1/2010. Trong những năm tới đây, dự kiến mảng kinh doanh bất động sản sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn hơn nữa trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

**Tỷ trọng của mảng BĐS trong cơ cấu lợi nhuận gộp.**



**Cơ cấu doanh thu của Công ty**



Nguồn: VRC, SHS Research.

**Công ty hiện đang sở hữu quỹ đất 69 ha tại nhiều vị trí khá thuận lợi.** Trong 69 ha đất Công ty đang sở hữu, có khoảng 34 ha đất đã có Giấy Chứng nhận quyền sử dụng đất. Đa số các lô đất của Công ty đều có vị trí khá đẹp ở các khu vực đắc địa tại thành phố Hồ Chí Minh hoặc tại vùng du lịch biển Vũng Tàu.

**Bảng 01: Một số khu đất của Công ty**

Địa điểm	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Tình trạng đất
<b>Bà Rịa - Vũng Tàu</b>		
145 - Phan Chu Chinh, Vũng Tàu	1,124	Đất thuộc QSD của Công ty
Bãi tắm Thùy Vân	32,000	Đất thuộc QSD của Công ty
Khu đất huyện Tân Thành	83,000	Đất thuộc QSD của Công ty
Bãi đất giáp đường Thùy Vân	2,236	Đất thuộc QSD của Công ty
Đất 172 - Hoàng Hoa Thám, Vũng Tàu	4,060	Đất thuộc QSD của Công ty
Khu nhà xưởng Phú Mỹ - KCN Phú Mỹ I	240,644	Đất thuê của Nhà nước
Đất thuộc xã Xuyên Mộc	139,250	Đất thuộc QSD của Công ty
Đất thuộc xã Tân Hải, Huyện Tân Thành.	25,000	Đất thuộc QSD của Công ty
<b>TP. Hồ Chí Minh</b>		
Khu đất gần đường Huỳnh Tấn Phát, phường Phú Thuận, quận 7, TP.HCM	68,226	Đất thuộc QSD của Công ty

*Nguồn: VRC, SHS Research.*

**Bảng 02: Các dự án bất động sản Công ty đã và đang triển khai.**

STT	Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	Lợi nhuận dự kiến (tỷ đồng)	Tiến độ thực hiện dự án
1.	Khu căn hộ cao cấp 22 tầng tại Thùy Vân - TP.Vũng Tàu	200	337	167	Công trình đã hoàn thành phần thô và dự kiến bàn giao đầu năm 2011.
2.	Tổ hợp khách sạn, chung cư 172 - Hoàng Hoa Thám, TP.Vũng Tàu	301	Chung cư 382 tỷ đồng. Khách sạn 39 tỷ đồng/năm	Chung cư 185,5 tỷ đồng. Khách sạn 3 tỷ đồng/năm	Tháng 5/2010 Công ty đã khởi công xây dựng phần móng và khởi để công trình.
3.	Chợ và khu phố chợ huyện Xuyên Mộc, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	569	817	225	Dự kiến cuối tháng 12/2010 sẽ khởi công xây dựng dự án.
4.	Nhà ở phường Phú Thuận, quận 7, TP.Hồ Chí Minh	1,488	2,200	450	Đang tiến hành công tác đền bù (Đã hoàn tất đền bù khoảng 4.3ha).



**Dự án Khu căn hộ cao cấp 22 tầng tại đường Thùy Vân, TP.Vũng Tàu.** Dự án có vị trí rất thuận lợi, nằm cách bãi biển Thùy Vân khoảng 100m.

- Diện tích khu đất: 2,236.4 m<sup>2</sup>
- Diện tích xây dựng: 1,280.0 m<sup>2</sup>
- Tổng diện tích sàn xây dựng: 26,470.0 m<sup>2</sup>
- Thiết kế công trình: Dự án được thiết kế theo tiêu chuẩn chung cư cao cấp với 22 tầng nổi và 01 tầng hầm, bao gồm 213 căn hộ. Riêng tầng 3 và tầng thượng được Công ty dùng làm văn phòng cho thuê và khách sạn.

**Đánh giá:** Dự án đã được đưa vào khai thác từ năm 2009, mang lại doanh thu khoảng 75 tỷ đồng (chiếm toàn bộ doanh thu từ bất động sản của Công ty năm 2009) và lợi nhuận khoảng 33 tỷ đồng. Năm 2010, Công ty dự kiến sẽ tiếp tục tiến hành bán sản phẩm và hạch toán khoản lợi nhuận trước thuế gần 100 tỷ đồng. Phần lợi nhuận còn lại ước tính khoảng 34 tỷ đồng sẽ được hạch toán ghi nhận vào năm 2011.

**Dự án Tổ hợp khách sạn, chung cư tại 172 - Hoàng Hoa Thám, TP.Vũng Tàu.** Dự án nằm trên khu đất tại số 172 đường Hoàng Hoa Thám - TP.Vũng Tàu, gần với ngã ba Thùy Vân - Hoàng Hoa Thám và cách bãi tắm Thùy Vân khoảng 80m.

- Diện tích khu đất: 4,060 m<sup>2</sup>.
- Diện tích xây dựng: 2,291 m<sup>2</sup>.
- Tổng diện tích sàn xây dựng: 36,732 m<sup>2</sup>.
- Thiết kế công trình: Chung cư 25 tầng gồm 01 tầng trệt, 02 tầng hầm và 22 lầu với 180 căn hộ. Khách sạn có 120 phòng đạt tiêu chuẩn 4 sao.

**Đánh giá:** Công ty dự kiến sẽ hoàn thành phần móng và khối đế của công trình vào cuối quý I/2011, do đó Công ty có thể bán sản phẩm chung cư ngay trong năm 2011. Riêng phần khách sạn, Công ty dự kiến đến giữa năm 2012 sẽ hoàn thành và đưa vào khai thác. Theo tính toán, lợi nhuận từ kinh doanh khách sạn sẽ ở mức từ 3 - 4 tỷ đồng mỗi năm; phần kinh doanh bán chung cư ước tính sẽ mang lại doanh thu khoảng 382 tỷ đồng và lợi nhuận 185.5 tỷ đồng, được hạch toán từ năm 2011 - 2014.

**Dự án Chợ và khu phố chợ huyện Xuyên Mộc, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu.** Dự án nằm ở Xã Xuyên Mộc, Huyện Xuyên Mộc, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu.

- Diện tích khu đất: 13.925 ha.
- Diện tích đất xây dựng: 13.925 ha.
- Thiết kế công trình: Khu nhà phố gồm 537 căn hộ từ 2 đến 3 tầng và khu chợ đồng bằng cấp 2 gồm 3 khối (1 khối chợ chính và 2 khối phụ).

**Đánh giá:** Xuyên Mộc tuy chưa phải là một địa điểm tiềm năng cho hoạt động kinh doanh căn hộ và nhà ở; nhưng với việc Công ty đẩy nhanh tiến độ và hoàn thành khu chợ trước khu nhà ở nhằm đẩy mạnh hoạt động buôn bán để thu hút người dân

đến làm ăn sinh sống tại đây sẽ là hướng đi phù hợp. Hiện nay, Công ty đang thực hiện giai đoạn 1 của dự án với tổng vốn đầu tư 285 tỷ đồng.

Khu chợ có khả năng hoàn thành vào cuối năm 2011 và sẽ bắt đầu mang lại doanh thu từ năm 2012. Ước tính doanh thu từ việc cho thuê các sạp bán hàng mỗi năm khoảng 7 tỷ đồng và lợi nhuận đạt khoảng 2 tỷ đồng.

Về hoạt động kinh doanh căn hộ, Công ty dự kiến sẽ tiến hành bán một phần trong năm 2011 với doanh thu dự kiến 150 tỷ đồng và lợi nhuận tương ứng đạt khoảng 20 tỷ đồng.

**Dự án Khu nhà ở phường Phú Thuận, quận 7, TP.Hồ Chí Minh.** Đây được đánh giá là dự án lớn và đầy tiềm năng của Công ty, với tổng vốn đầu tư lên đến gần 1.500 tỷ đồng. Dự án nằm gần trục đường Huỳnh Tấn Phát, quận 7, TP.HCM.

- Diện tích khu đất: 68,200 m<sup>2</sup>
- Diện tích xây dựng: 22,202 m<sup>2</sup>
- Tổng diện tích sàn xây dựng: 300,637 m<sup>2</sup>
- Thiết kế công trình: Bao gồm 4 tòa chung cư 20 tầng với dự kiến khoảng 2,052 căn hộ và 66 căn biệt thự có sân vườn.

**Đánh giá:** Đây là dự án có quy mô lớn nên Công ty sẽ phải triển khai cuốn chiếu theo nhiều giai đoạn. Đến thời điểm hiện tại, Công ty đã đền bù giải tỏa được khoảng 4,3 ha đất và vẫn đang tiếp tục công tác đền bù phần diện tích còn lại. Dự kiến cuối năm 2011 giai đoạn 1 công trình sẽ được hoàn thành phần móng và Công ty sẽ tiến hành bán một phần sản phẩm của dự án. Ước tính doanh thu của toàn dự án khoảng hơn 2.200 tỷ đồng và lợi nhuận đạt tối thiểu 450 tỷ đồng.

**Nhận xét chung về các dự án bất động sản đang triển khai của Công ty:**

- Các dự án bất động sản của Công ty đều được thực hiện theo phương thức cuốn chiếu, đẩy nhanh tiến độ dòng thu tiền thu về để triển khai các giai đoạn tiếp theo và các dự án khác. Với 4 dự án nêu trên, Công ty đảm bảo sẽ thu được dòng tiền và lợi nhuận ổn định từ năm 2010 - 2015.
- Các diện tích đất để triển khai dự án đều được Công ty mua từ những năm trước, do đó chi phí đất ở mức thấp nên đảm bảo mang lại lợi nhuận cao. Các dự án chung cư và nhà liền kề tại Vũng Tàu đều có vị trí đẹp và gần biển, có mức giá khá hợp lý so với mặt bằng chung nên có khả năng tiêu thụ tốt.

**Bên cạnh các dự án trọng điểm đang triển khai, Công ty cũng đang xúc tiến đầu tư một số dự án khác nhằm tận dụng tối đa nguồn lực, bao gồm:**

STT	Dự án	Vị trí	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Vốn đầu tư dự kiến (tỷ đồng)	Tình trạng dự án
-----	-------	--------	--------------------------------	------------------------------------	------------------



1.	Dự án kho cảng và nhà xưởng Phú Mỹ	Khu công nghiệp Phú Mỹ I, huyện Tân Thành, Bà Rịa-Vũng Tàu	246,640	200	Đã cho thuê 01 hecta, đang tiếp tục san lấp mặt bằng và đàm phán cho thuê tiếp.
2.	Dự án chung cư, nhà liền kề Hồng Ngọc Hà	Trung tâm huyện Tân Thành, Bà Rịa-Vũng Tàu, cạnh TTM huyện Tân Thành	12,520	N/A.	Chưa tiến hành đền bù
3.	Dự án nhà ở, trung tâm thương mại huyện Tân Thành	Huyện Tân Thành, Bà Rịa - Vũng Tàu	80,300	N/A	Đã đầu tư 3 khu nhà liền kề lô A, B và E1 với diện tích khoảng 8,000 m <sup>2</sup> , bán và hạch toán doanh thu lợi nhuận vào năm 2007 và 2008. Phần còn lại chưa tiếp tục đầu tư do tiến độ bán chậm.
4.	Chợ Tân Hải	Huyện Tân Thành, Bà Rịa - Vũng Tàu	25,000	200	Đang tiến hành thu hồi đất.
5.	Tòa nhà văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp Võ Thị Sáu	Trụ sở Công ty hiện nay tại 54 - Võ Thị Sáu, TP.Vũng Tàu	2,430	N/A	Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến năm 2011 sẽ triển khai xây dựng.
6.	Chung cư cao cấp Thùy Dương	Cách bãi tắm Thùy Vân 60m	995	70 tỷ	N/A

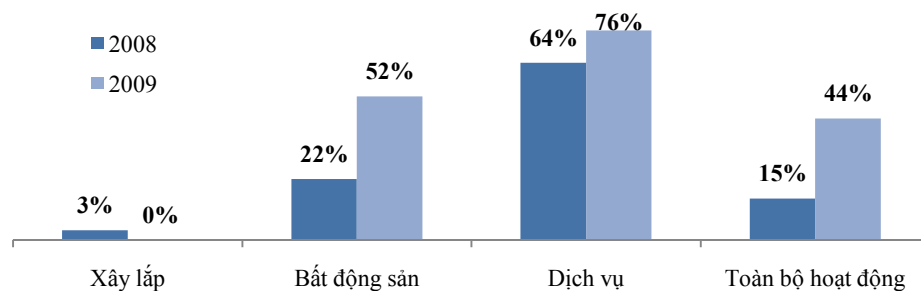
Nguồn: VRC, SHS Research

## ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

**Biên lợi nhuận được duy trì ở mức cao nhờ hoạt động bất động sản.** Trong 2 năm 2007 và 2008, biên lợi nhuận gộp của Công ty được duy trì ở mức khoảng 15%. Nhưng đến năm 2009, do hoạt động kinh doanh bất động sản bắt đầu mang lại lợi nhuận, nên biên lợi nhuận gộp của Công ty đã tăng lên khá cao và đạt mức 44%.

Hoạt động xây lắp dần trở thành hoạt động phụ trợ cho các dự án bất động sản của Công ty, nên biên lợi nhuận gộp thường rất thấp. Mảng hoạt động dịch vụ tuy có biên lợi nhuận cao nhưng do chỉ là mảng hoạt động phụ trợ nên không đóng góp nhiều trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

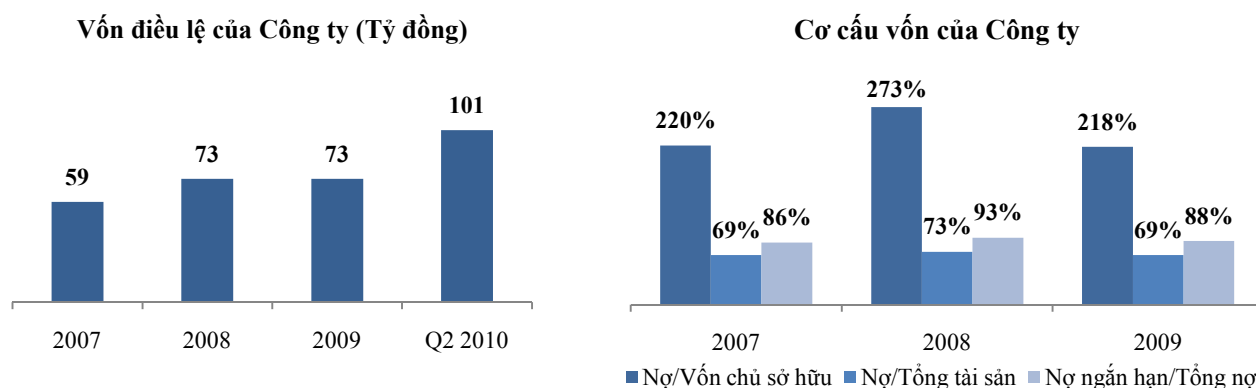
**Biên lợi nhuận gộp các mảng hoạt động của Công ty**



Nguồn: VRC, SHS Research.

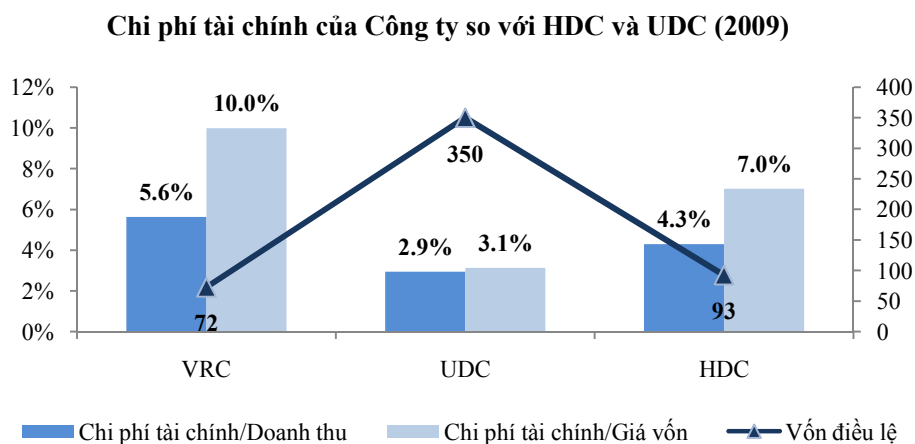
**Quy mô vốn nhỏ.** Tổng mức đầu tư cho các dự án sắp tới của Công ty lên đến hơn 2.500 tỷ đồng, trong khi vốn điều lệ của Công ty hiện mới đang chỉ ở mức 101 tỷ đồng - Điều này khiến cho doanh nghiệp phải tiến hành thực hiện dự án theo phương thức cuốn chiếu và nhanh chóng đảm bảo dòng tiền thu về. Trong thời gian tới, nhằm đáp ứng nhu cầu vốn và nắm giữ cơ hội từ các dự án tiềm năng, nhiều khả năng Công ty sẽ phải thực hiện tăng vốn điều lệ.

**Nợ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu vốn.** Quy mô vốn nhỏ làm cho Công ty phải vay nợ khá nhiều để tài trợ cho các dự án của mình. Thường các dự án được triển khai cuốn chiếu nên các khoản vay thường là vay ngắn hạn. Xét trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2009, dù Công ty đã tăng gần gấp đôi vốn điều lệ nhưng tỷ trọng nợ/ tổng tài sản luôn ở mức 70% - trong đó nợ ngắn hạn chiếm đến 90% và chủ yếu là nợ vay ngân hàng.



Nguồn: VRC, SHS Research.

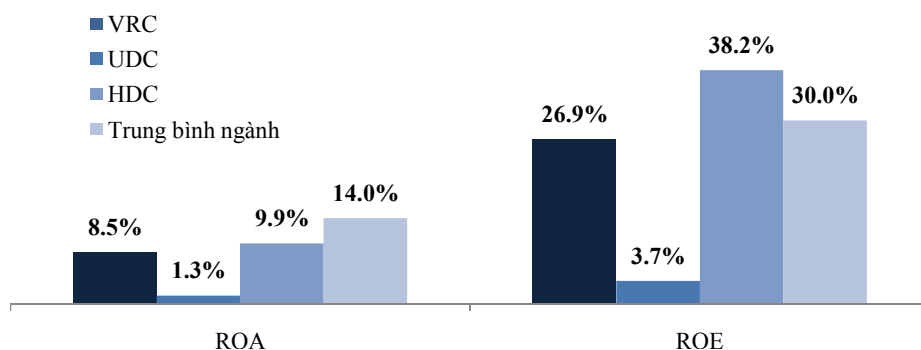
**Vay nợ nhiều khiến tỷ lệ Chi phí tài chính/Doanh thu của Công ty cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.** So sánh cùng với 2 doanh nghiệp hoạt động trong cùng ngành bất động sản tại Vũng Tàu là Công ty Cổ phần Phát triển nhà Bà Rịa - Vũng Tàu (HDC) và Công ty Cổ phần Xây dựng và Phát triển đô thị tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu (UDC) thì việc vay nợ nhiều khiến cho tỷ trọng Chi phí tài chính/Doanh thu thuần và giá vốn hàng bán của Công ty cao hơn so với 2 doanh nghiệp còn lại.



Nguồn: VRC, SHS Research.

Mặc dù đang gặp những khó khăn về vốn để thực hiện các dự án, nhưng các chỉ số sinh lời của Công ty đều đạt gần mức trung bình nhóm so sánh. Trong năm 2009, Công ty chỉ có một dự án bất động sản trọng điểm là dự án Khu chung cư cao cấp 22 tầng tại bãi Thuyền Văn với quy mô đầu tư 200 tỷ đồng, nhưng hiệu quả sinh lời mà Công ty có được đã cho thấy tiềm năng của những dự án mà Công ty đã thực hiện, cũng như những dự án mà Công ty đang triển khai và sẽ theo đuổi trong tương lai.

**Các chỉ số sinh lời của Công ty so với ngành**



Nguồn: VRC, Reuters, SHS Research.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2010

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của Công ty đạt mức lần lượt là 105.921 tỷ đồng và 35.5 tỷ đồng, tương ứng với 59% kế hoạch đã được Đại hội đồng cổ đông năm 2010 thông qua. Theo kế hoạch mới được HĐQT Công ty thông qua, trong 6 tháng cuối năm 2010 Công ty sẽ đạt 128 tỷ đồng doanh thu và 37 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế - Theo đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế cả năm 2010 của Công ty sẽ đạt lần lượt là 234 tỷ đồng và 72 tỷ đồng.

Năm 2010, lợi nhuận chủ yếu của Công ty vẫn đến từ dự án Khu chung cư cao cấp 22 tầng tại Thuyền Văn. Công ty sẽ hạch toán gần 100 tỷ lợi nhuận trước thuế từ dự án này, tương đương với lợi nhuận sau thuế khoảng 75 tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi đánh giá kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2010 của Công ty đưa ra là hoàn toàn khả thi.

**Bảng 03 : Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010.**

	2009A	2010E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	99.19	234
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	25.26	72
EPS (đồng)	3,491	7,086

Nguồn: VRC, SHS Research.



## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là P/E, P/B và RI để xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu **VRC**. Theo đó, phương pháp P/E và P/B sẽ phản ánh mức giá kỳ vọng hợp lý của cổ phiếu trong ngắn hạn, trong khi phương pháp RI phản ánh khá sát giá trị cổ phiếu để đầu tư trong dài hạn.

### 1/ Phương pháp P/E và P/B:

- EPS dự kiến năm 2010 của **VRC** là 7,086 đồng. P/E bình quân ngành bất động sản vào thời điểm cuối tháng 9 năm 2010 là 11.78 (Nguồn: Reuters). Giả sử đây là mức P/E kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu **VRC** là:

$$11.78 \times 7,086 = \mathbf{83,473 \text{ đồng.}}$$

- Giá trị sổ sách (Book value) của cổ phiếu **VRC** hiện nay là 15,050 đồng, với P/B bình quân ngành bất động sản vào thời điểm cuối tháng 9 năm 2010 là 2.16 lần (Nguồn: Reuters). Giả sử đây là mức P/B kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu **VRC** là:

$$15,050 \times 2.16 = \mathbf{32,508 \text{ đồng.}}$$

### 2/ Phương pháp RI

Việc định giá theo phương pháp RI được thực hiện trên cơ sở giả định sau:

- Giả định hoạt động xây lắp và dịch vụ chủ yếu phục vụ cho các dự án bất động sản của chính Công ty nên lợi nhuận của các hoạt động này được tính chung với lợi nhuận của các dự án bất động sản.
- Lợi nhuận chủ yếu được tạo ra từ nay đến năm 2015 là từ 4 dự án chính đã được đề cập. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi không tính đến dòng tiền của các dự án mà Công ty đang xúc tiến đầu tư trong phương pháp RI do chưa có đủ thông tin để đánh giá sát thực về các dự án này.

**Bảng 04: Kết quả định giá theo phương pháp RI**

(Đơn vị: Tỷ đồng)

WACC	16%					
<b>Năm</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
RI sau chiết khấu	59	36	82	71	67	49
Vốn chủ sở hữu	101					
Tổng giá trị hiện tại dòng RI	364					
Tổng giá trị doanh nghiệp	465					
<b>Giá cổ phiếu (đồng/CP)</b>	<b>46,000</b>					

### Tổng hợp các phương pháp định giá:

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
RI	50%	46,000
P/E	25%	83,473
P/B	25%	32,508
<b>Giá cổ phiếu VRC (làm tròn)</b>		<b>52.000 đồng/CP</b>



---

**Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ****Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội****Trụ sở chính**Địa chỉ: Tòa nhà Đào Duy Anh, Số 9  
-Đào Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: (84-4) 3537 8010

Fax: (84-4) 3537 8005

**Chi nhánh Đà Nẵng**Địa chỉ: Số 97 - Lê Lợi,  
quận Hải Châu, Đà Nẵng

Tel: (84-511) 3525 777

Fax: (84-511) 3525 779

**Chi nhánh TP.Hồ Chí Minh**Địa chỉ: 41 - Pasteur, quận 1,  
TP.Hồ Chí Minh

Tel: (84-8) 3915 1368

Fax: (84-8) 3915 1369

**Chi nhánh Nghệ An**9A Hồ Tùng Mậu, Hưng  
Bình, TP. Vinh

Tel: (84-38)-860 2767

Fax: (84-38)-860 2757

---

**Website: [www.shs.com.vn](http://www.shs.com.vn)**Người thực hiện:**Phạm Ngọc Bách**[bach.pn@shs.com.vn](mailto:bach.pn@shs.com.vn)Kiểm duyệt:**Nguyễn Hải Dương**[duong.nh@shs.com.vn](mailto:duong.nh@shs.com.vn)

*Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được thu thập và xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.*

*Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.*

*SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này, vì vậy người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.*