

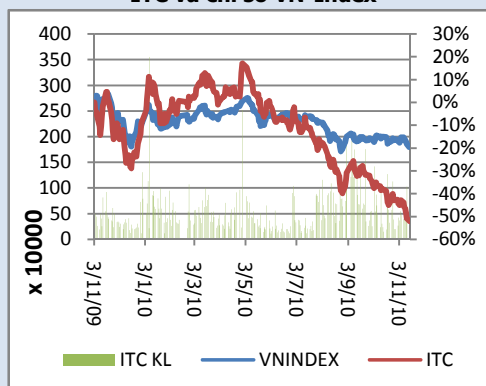
**Nguyễn Anh Trung**  
**Chuyên viên phân tích**  
Email: [Trung.NguyenAnh@tls.vn](mailto:Trung.NguyenAnh@tls.vn)

Mã: **ITC- Sàn: HSX**  
Ý kiến phân tích: **MUA**  
Giá mục tiêu: **23.800-26.052 VND**

**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| Giá ngày 22/11/2010           | VND 16.500 |
| Ngành: bất động sản           |            |
| Thời điểm niêm yết            | 2009       |
| Số cổ phiếu lưu hành          | 69.000.000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch | 46.000.000 |
| Vốn hóa ( tỷ VND)             | 1.168      |
| Cao nhất 52 tuần (VND)        | 42.400     |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)       | 16.800     |
| KLGD trung bình 10 ngày       | 484.344    |
| % Thay đổi giá 1 tháng        | -22,5%     |
| % Thay đổi giá 3 tháng        | -34,0%     |
| % Thay đổi giá 6 tháng        | -54,6%     |
| % Thay đổi giá 12 tháng       | -52,6%     |
| % Sở hữu nước ngoài           | 10,4%      |
| % Giới hạn sở hữu NN          | 49%        |
| Beta 6 tháng                  | 1,4        |

Nguồn: *TLS*

**Đồ thị % tỷ suất lợi nhuận theo ngày****ITC và chỉ số VN-Index****CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)**

|                | 2008    | 2009    | 2010E   |
|----------------|---------|---------|---------|
| Tài sản        | 3.161,6 | 2.951,7 | 3.401,3 |
| Vốn sở hữu     | 1.227,9 | 1.318,4 | 1.894,3 |
| Doanh thu      | 560,2   | 685,1   | 722,4   |
| EBIT           | 121,1   | 197,6   | 118,3   |
| LNST           | 110,5   | 109,4   | 126,1   |
| EPS (VND)      | 2.397   | 4.754   | 2.747   |
| Cổ tức (VND)   | 1.000   | 1.000   | 300     |
| P/E(x)         | N/A     | 16,7    | 9,4     |
| PB(x)          | N/A     | 1,3     | 0,9     |
| Tăng doanh thu | -26,9%  | 22,3%   | 5,4%    |
| Tăng EPS       | -78,6%  | 98,3%   | -42,2%  |
| Lãi biên gộp   | 20,3%   | 38,0%   | 23,7%   |
| Lãi biên ròng  | 8,6%    | 16,0%   | 17,0%   |
| ROA            | 1,5%    | 3,7%    | 3,7%    |
| ROE            | 20,8%   | 8,3%    | 6,6%    |
| Tỷ suất cổ tức | N/A     | 1,2%    | 1,1%    |

Nguồn : *ITC, TLS tổng hợp*

**CÔNG TY CP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ (ITC)**

22/11/2010

Chúng tôi ước tính lãi ròng của ITC trong năm 2010 ở mức 126 tỷ VND, dựa vào các lý do sau: (i) công ty có nguồn doanh thu từ các dự án chính như cao ốc An Khang, Thịnh Vượng và khu dân cư Đa Phước, (ii) Công ty có nguồn lợi nhuận theo kế hoạch từ đầu tư qua việc chuyển giao toàn bộ dự án, hoặc bán cổ phần trong các công ty đầu tư, và các thu nhập từ cổ tức của các công ty liên kết. Với kỳ vọng trên, chúng tôi dự phóng giá trị EPS cuối năm của công ty ở mức 2.747 VND cho 1 cổ phiếu. Thực hiện định giá kết hợp cho cả hai phương pháp P/E và P/B, chúng tôi cho rằng trong năm 2010, P/E hợp lý của cổ phiếu ITC nên mức 9,5, giá trị P/B nên mức 0,95 và như vậy, giá mục tiêu sẽ là 26.052 VND. Theo hệ thống phân loại của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị MUA cho cổ phiếu này.

**MÔ TẢ DOANH NGHIỆP**

ITC được thành lập vào năm 1998 như là một chi nhánh của sở nhà đất thành phố Hồ Chí Minh và được cổ phần hóa từ năm 2001. Theo báo cáo tài chính quý II-2010, công ty có vốn điều lệ là 691 tỷ VND, với thặng dư vốn cổ phần là 974 tỷ VND, và có tổng tài sản lên tới 3.282 tỷ VND. Trong năm 2009, công ty có doanh thu đạt 685 tỷ VND và 76 tỷ VND lợi nhuận ròng. Chỉ số EPS năm 2009 đạt mức 4.754 VND, tăng trưởng mức +98% so với chỉ số EPS năm trước đó. Các lĩnh vực kinh doanh chính của công ty bao gồm: (i) đầu tư và kinh doanh bất động sản; (ii) xây dựng và kinh doanh vật liệu xây dựng; (iii) Kinh doanh bất động sản các khu công nghiệp; (iv) Dịch vụ trong lĩnh vực bất động sản. Hiện nay, Tổng công ty địa ốc Sài Gòn (RESCO)- công ty nhà nước, vẫn nắm giữ tỷ lệ sở hữu cổ phần lớn nhất là 16,5%. ITC hiện đang nắm giữ và triển khai nhiều dự án bất động sản trên các vùng khác nhau của thành phố, như tại các quận 1,3,2,9, Bình Chánh và Phú Nhuận, cũng như tại các tỉnh lân cận Tây Ninh và Bình Dương. Trong địa bàn kinh doanh, ITC đóng vai trò hàng đầu với 17 dự án. Những dự án này chiếm quỹ đất lên đến 775 ha, và cần tới tổng vốn đầu tư tới trên 12.000 tỷ VND.

**DIỄN BIẾN MỚI**

- 10/2010: Công bố báo cáo tài chính quý III-2010. Doanh thu lũy kế đạt 435 tỷ VND và lợi nhuận ròng là 112,73 tỷ VND. Như vậy, công ty đang đạt tỷ lệ 56,4% so với kế hoạch năm về chỉ tiêu lợi nhuận ròng.
- Đại hội đồng cổ đông năm 2010 thông qua kế hoạch cổ phần hóa 2 xí nghiệp xây dựng trực thuộc.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- ITC đang sở hữu một danh mục các bất động sản đầu tư đắt giá, với các vị trí của bất động sản nằm trong các quận trung tâm của thành phố Hồ Chí Minh. Danh mục này sẽ đem lại lợi ích cho công ty khi chuyển sang bán bất động sản hoặc thực hiện định giá lại tài sản cho các bất động sản này.
- ITC có một mạng lưới rộng các đối tác trong ngành bất động sản. Đó là một ưu thế để công ty tham gia vào các dự án bất động sản trên các khu vực địa lý khác nhau nhằm mở rộng thị trường kinh doanh.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng hợp P/E và P/B để định giá. Giá trị dự phóng của hệ số P/E của ITC vào cuối năm 2010 sẽ là 9,5 và giá trị hệ số P/B là 0,95. Mô hình dự phóng doanh thu đưa lại giá trị ước tính EPS cuối năm 2010 ở mức 2.747 VND cho 1 cổ phiếu. Với việc lấy trọng số giữa phương pháp ước tính theo P/E và theo P/B là 60% và 40% trong công thức tổ hợp, thì thị giá cổ phiếu của ITC dự phóng ở thời điểm cuối năm 2010 là 26.052 VND. Triển vọng trung hạn được dự phóng trong vài năm tiếp theo với giá trị thu nhập trên cổ phiếu trung bình ở mức 2.380 VND. Sử dụng giá trị P/E trung bình của nhóm bất động sản ở mức 10.x làm mức P/E trung bình ở trung hạn cho ITC, thì mức định giá ổn định của cổ phiếu ITC ở mức 23.800 VND.

**RỦI RO CHÍNH**

- Công ty đã có ước tính về khả năng đạt hiệu suất kinh doanh thấp ở dự án phức hợp thương mại tại địa chỉ 146 Nguyễn Văn Trỗi-223 Hoàng Văn Thụ, quận Phú Nhuận. Lý do là chi phí đền bù và giải phóng mặt bằng cao.
- Thực tiễn kinh doanh của công ty cho thấy tỷ suất giá vốn hàng bán (trên doanh thu) là cao so với trung bình của ngành bất động sản. Điều này đẩy công ty vào vị thế khó khăn trong việc cải thiện chuyển động tăng lên của thu nhập ròng.
- Sản phẩm bất động sản của ITC tập trung cho phân khúc cao cấp trong thị trường chung cư và đất nền. Trong bối cảnh trầm lắng của thị trường bất động sản thành phố Hồ Chí Minh hiện nay, phân khúc này càng khó khăn do mất cân đối cung-cầu, chủ yếu do lượng cung hàng đang dồn dập.

## TÓM TẮT TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ VND

| Mô hình thu nhập                   | 2009            | 2010E          | 2011F           | 2012F           | Bảng cân đối kế toán                      | 2009            | 2010E           | 2011F           | 2012F           |
|------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>             | <b>685.13</b>   | <b>722.41</b>  | <b>917.45</b>   | <b>1,027.04</b> | <b>Tài sản ngắn hạn</b>                   |                 |                 |                 |                 |
| Giá vốn hàng bán                   | (424.5)         | (551.2)        | (657.44)        | (722.92)        | Tiền và tương đương tiền                  | 23.19           | 533.61          | 465.26          | 34.28           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>               | <b>260.59</b>   | <b>171.18</b>  | <b>260.01</b>   | <b>304.12</b>   | Đầu tư tài chính                          | 686.92          | 738.49          | 965             | 1,068           |
| Biên LN gộp (tỷ lệ %/doanh thu)    | 38%             | 24%            | 28.3%           | 29.6%           | Khoản phải thu                            |                 |                 |                 |                 |
| Thu nhập hoạt động khác            | 9.83            | 10.04          | 10.61           | 12.20           | Hàng tồn kho rỗng                         | 1,629.37        | 1,548.66        | 1,717           | 1,899           |
| Chi phí bán hàng                   | (9.8)           | (9.3)          | (6.56)          | (4.39)          | Chi phí trả trước, TSNH khác              | 2.39            | 5.23            | 8.01            | 6.57            |
| Chi phí QLDN                       | (60.7)          | (51.7)         | (54.54)         | (59.48)         | <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>              | <b>2,341.88</b> | <b>2,825.99</b> | <b>3,155.54</b> | <b>3,007.34</b> |
| Chi phí hoạt động khác             | (2.3)           | (1.8)          | (2.51)          | (2.89)          | <b>Các tài sản &amp; máy móc thiết bị</b> |                 |                 |                 |                 |
| <b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>  | <b>197.63</b>   | <b>118.39</b>  | <b>207.02</b>   | <b>249.56</b>   | Nguyên giá                                | 91.51           | 173.81          | 173.81          | 173.81          |
| Thu nhập đầu tư ròng               | -30.23          | 79.8           | 30.52           | 35.09           | Trừ khấu hao lũy kế                       | (17.63)         | (22.37)         | (27.10)         | (31.83)         |
| Thu Nhập lãi ròng                  | (28.2)          | (29.7)         | (46.51)         | (51.10)         | Tài sản máy móc thiết bị rỗng             | 73.89           | 151.44          | 146.71          | 141.97          |
| Thu nhập tài chính ròng            | (0.4)           | (0.2)          | (0.27)          | (0.29)          | Chi phí XD/CB dở dang                     | 6.39            | 6.39            | 5.27            | 4.53            |
| Thu nhập khác                      | -               | -              | -               | -               | Đầu tư tài chính dài hạn                  | 353.74          | 326.53          | 326.53          | 509.79          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế (EBT)</b>  | <b>138.8</b>    | <b>168.3</b>   | <b>190.75</b>   | <b>233.26</b>   | Tài sản dài hạn khác                      | 175.82          | 90.99           | 73.62           | 89.20           |
| Thuế thu nhập                      | 29.31           | 42.13          | 47.69           | 58.32           | <b>Tổng tài sản</b>                       | <b>2,951.71</b> | <b>3,401.34</b> | <b>3,707.67</b> | <b>3,752.84</b> |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 109.49          | 126.17         | 143.06          | 174.95          | <b>Nợ ngắn hạn</b>                        |                 |                 |                 |                 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số       | 0               | 0              |                 |                 | Vay ngắn hạn                              | 455.78          | 481.17          | 573.45          | 543.47          |
| Lợi nhuận sau thuế, công ty mẹ     | 109             | 126            | 143.1           | 174.9           | Khoản phải trả (người bán)                | 108.33          | 87.84           | 186.19          | 227.45          |
| Cổ tức trả (VND)                   | 1,000           | 300            | 500             | 500             | Người mua t/toán trước                    | 477.95          | 465.65          | 471.80          | 468.72          |
| Lợi nhuận giữ lại (tỷ VND)         | 111.4           | 105.44         | 108.56          | 140.45          | Nợ khác                                   | 391.88          | 269.18          | 256.12          | 168.80          |
| Số cổ phiếu bình quân (triệu cp)   | 23              | 46             | 69              | 69              | <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>                   | <b>1,433.93</b> | <b>1,303.84</b> | <b>1,705.92</b> | <b>1,616.15</b> |
| Số cổ phiếu cuối năm (triệu cp)    | 23              | 69.1           | 69              | 69              | Nợ dài hạn                                | 199.33          | 203.10          | 218.37          | 207.70          |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)            | 4,754           | 2,747          | 2,073           | 2,535           | <b>Vốn chủ sở hữu</b>                     | <b>1,318.44</b> | <b>1,894.39</b> | <b>2,001.75</b> | <b>2,136.69</b> |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)       | 1,000           | 300            | 500             | 500             | Vốn đầu tư của chủ sở hữu                 | 230.29          | 690.87          | 690.87          | 690.87          |
| Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)    | 21%             | 10.9%          | 24.1%           | 19.7%           | Thặng dư                                  | 938.67          | 974.11          | 974.11          | 974.11          |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>           | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>   | <b>2011F</b>    | <b>2012F</b>    | Quý ĐTP&đự phòng tài chính                | 41.58           | 47.06           | 44.06           | 43.57           |
| Lợi nhuận ròng                     | 109.49          | 126.38         | 135.11          | 165.79          | Lợi nhuận giữ lại                         | 111.40          | 176.88          | 285.44          | 425.89          |
| Điều chỉnh tăng giảm:              |                 |                |                 |                 | Cổ phiếu quỹ; Các nguồn vốn và quỹ khác   | (3.51)          | 5.47            | 7.26            | 2.25            |
| Khấu hao                           | 1.62            | 4.74           | 4.73            | 4.73            | <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>           |                 |                 |                 |                 |
| Các khoản dự phòng                 | 59.08           | (0.78)         | (0.09)          | (22.25)         | <b>Tổng nguồn vốn CSH và nợ</b>           | <b>2,951.71</b> | <b>3,401.34</b> | <b>3,707.67</b> | <b>3,752.84</b> |
| Thay đổi khoản phải thu            | 346.35          | 38.28          | (209.03)        | (118.25)        | <b>Tăng trưởng và các tỷ suất (%)</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    | <b>2011F</b>    | <b>2012F</b>    |
| Thay đổi khoản phải trả            | (124.01)        | (151.19)       | 99.53           | (49.12)         | Tăng trưởng doanh thu                     | 22.3%           | 5.44%           | 27.00%          | 11.94%          |
| Thay đổi hàng tồn kho              | 8.42            | 80.71          | (168.63)        | (181.59)        | Tăng trưởng EBITDA                        | 62.9%           | -38%            | 72%             | 20%             |
| Thay đổi thu nhập đầu tư           | (30.23)         | 79.80          | 30.52           | 35.09           | Tăng trưởng EBIT                          | 63.2%           | -40%            | 75%             | 21%             |
| Các điều chỉnh khác                | 26.41           | (49.70)        | (34.42)         | 44.10           | Tăng trưởng lợi nhuận ròng                | 128.1%          | 15%             | 13%             | 22%             |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>   | <b>397.13</b>   | <b>128.23</b>  | <b>(142.28)</b> | <b>(121.49)</b> | Tăng trưởng EPS                           | 98.3%           | -42.21%         | -24.53%         | 22.28%          |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             | (46.80)         | (82.29)        | 1.12            | 0.74            | Tỷ suất LN gộp                            | 38.0%           | 24.0%           | 28.3%           | 29.6%           |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           | -               | -              | -               | -               | Tỷ suất EBITDA                            | 29.1%           | 17.0%           | 23.1%           | 24.8%           |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            | (167.38)        | 28.05          | -               | (160.97)        | Tỷ suất EBIT                              | 28.8%           | 16.4%           | 22.6%           | 24.3%           |
| Lãi, cổ tức, lợi nhuận được chia   | 17.97           | 26.00          | 16.71           | 19.21           | <b>Các chỉ số</b>                         | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    | <b>2011F</b>    | <b>2012F</b>    |
| Các điều chỉnh khác                | 3.93            | -              | -               | -               | ROE                                       | 8.30%           | 6.66%           | 7.15%           | 8.19%           |
| <b>Dòng tiền từ h.động đầu tư</b>  | <b>(192.28)</b> | <b>(28.24)</b> | <b>17.83</b>    | <b>(141.02)</b> | ROA                                       | 3.71%           | 3.71%           | 3.86%           | 4.66%           |
| Cổ phần phát hành                  | -               | 496.02         | -               | -               | Số ngày hàng tồn kho                      | 1,401           | 1,025           | 953             | 959             |
| Thay đổi các quỹ khác              | -               | 5.47           | (3.00)          | (0.49)          | Số ngày khoản phải thu                    | 365.95          | 373.12          | 383.91          | 379.42          |
| Thay đổi các khoản nợ vay          | (412.97)        | (74.57)        | 78.33           | (112.81)        | Số ngày khoản phải trả                    | 652.24          | 460.57          | 524.87          | 437.68          |
| Thay đổi nợ dài hạn                | (11.58)         | 4.22           | 15.27           | (10.67)         | Vay nợ rỗng/VCSH                          | 0.48            | 0.08            | 0.16            | 0.33            |
| Chia cổ tức cho cổ đông            | (22.00)         | (20.70)        | (34.50)         | (34.50)         | Độ che phủ lãi vay -EBIT(x)               | 6.66            | 2.91            | 3.98            | 4.34            |
| Các điều chỉnh khác                | 235.32          | -              | -               | -               | <b>Định giá so sánh</b>                   | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    | <b>2011F</b>    | <b>2012F</b>    |
| <b>Dòng tiền h. động tài chính</b> | <b>(211.23)</b> | <b>410.44</b>  | <b>56.11</b>    | <b>(158.46)</b> | P/E                                       | 16.72           | 9.48            | N/A             | N/A             |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             | <b>(6.39)</b>   | <b>510.42</b>  | <b>(68.35)</b>  | <b>(420.98)</b> | P/B                                       | 1.39            | 0.95            | N/A             | N/A             |
| Tiền mặt đầu kỳ                    | 29.58           | 23.19          | 533.61          | 465.26          | Lợi suất cổ tức                           | 1.26%           | 1.15%           | N/A             | N/A             |
| Tiền mặt cuối kỳ                   | 23.19           | 533.61         | 465.26          | 34.28           |   |                 |                 |                 |                 |
| <b>Ước tính dòng tiền tự do</b>    | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>   | <b>2011F</b>    | <b>2012F</b>    |   |                 |                 |                 |                 |
| Lợi nhuận ròng                     | 109.49          | 126.38         | 135.11          | 165.79          |   |                 |                 |                 |                 |
| Cộng thêm chi phí khấu hao         | 1.62            | 4.74           | 4.73            | 4.73            |   |                 |                 |                 |                 |
| (-) Tăng TSLĐ, không kể tiền mặt   | 354.77          | 118.98         | (377.66)        | (299.84)        |   |                 |                 |                 |                 |
| (+) Tăng VNNH                      | (412.97)        | (74.57)        | 78.33           | (112.81)        |   |                 |                 |                 |                 |
| (-) Tăng, giảm TSCĐ                | (46.80)         | (82.29)        | 1.12            | 0.74            |   |                 |                 |                 |                 |
| <b>Dòng tiền tự do</b>             | <b>6.11</b>     | <b>93.24</b>   | <b>(158.37)</b> | <b>(241.38)</b> |   |                 |                 |                 |                 |

Lưu ý: TSLĐ= tài sản lưu động; TSCĐ= Tài sản cố định; VNNH=Vay nợ ngắn hạn; TSMNTB= Tài sản máy móc thiết bị; TSNH= Tài sản ngắn hạn; VCSH Vốn chủ sở hữu; EBIT= Lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITD= Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao  
 Nguồn: ITC, TLS dự phóng

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**ITC sở hữu một quỹ đất tương đối lớn cho các dự án bất động sản.** Ngoài các dự án bất động sản bán kinh doanh thương mại, ITC còn giữ khoảng trên chục vị trí các bất động sản cho thuê. Những vị trí bất động sản này chủ yếu nằm tại các quận trung tâm của thành phố Hồ Chí Minh, và được ghi nhận sở hữu nhiều năm trước với chi phí thấp. Điều này sẽ đem lại lợi thế cho công ty để tạo ra lợi nhuận cao khi bán các bất động sản này, hoặc là gia tăng vốn chủ sở hữu qua việc định giá lại các tài sản.

**ITC có ưu thế trong việc huy động các quỹ đất tiềm năng để phát triển kinh doanh.** Công ty là một trong các công ty liên kết của tổng công ty địa ốc thành phố Hồ Chí Minh (RESCO). Kinh nghiệm kinh doanh và mạng lưới các đối tác của ITC ở vị thế một công ty nổi tiếng trong lĩnh vực bất động sản đem lại các cơ hội cho ITC trong việc tìm kiếm các cơ hội dự án ở các vùng địa lý khác nhau. Hiện nay, công ty có các thỏa thuận với các đối tác cho các dự án không chỉ ở khu vực thành phố Hồ Chí Minh, mà cả ở Hà Nội, Bình Dương và Tây Ninh.

## ĐỊNH GIÁ

Mô hình thu nhập của ITC có sự thay đổi trong các quý gần đây. Ngoài nguồn lợi nhuận gộp đến từ việc bán trực tiếp các sản phẩm bất động sản, ITC đã gia tăng các nguồn thu nhập khác từ việc chuyển giao toàn bộ dự án, hoặc thoái vốn cổ phần trong các công ty liên kết để gia tăng nguồn lợi nhuận tổng.

Bảng 1: Phân tách cấu trúc thu nhập của ITC theo quý (2008-2010)

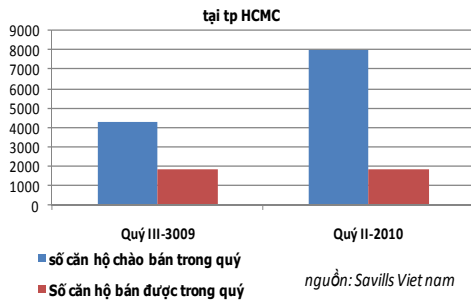
| Các tài khoản điển hình (đơn vị: tỷ VND)           | Q1-08 | Q2-08 | Q3-08 | Q4-08 | Q1-09 | Q2-09 | Q3-09 | Q4-09 | Q1-10 | Q2-10 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu:   | 141,1 | 153,7 | 13,1  | 252,4 | 148,4 | 277,9 | 179,8 | 240,9 | 103,3 | 179,2 |
| Lợi nhuận gộp (từ bán hàng)                        | 45,7  | 31,3  | 3,1   | 34,2  | 122,7 | 63,4  | 51,8  | 33,2  | 7,4   | 61,2  |
| Thu nhập tài chính (chủ yếu là thu nhập từ đầu tư) | 0,7   | 2,2   | (0,2) | 3,7   | 2,2   | 3,8   | 1,1   | 11,1  | 65,1  | 6,9   |
| Các thu nhập khác                                  | 0,3   | 8,9   | 45,2  | (0,4) | (0,1) | (0,1) | 0,3   | 7,4   | 0,3   | 7,4   |
| Tổng lợi nhuận trước thuế                          | 33,3  | 20,6  | 32,9  | 18,2  | 75,6  | 22,7  | 35,7  | 15,4  | 45,2  | 35,9  |

Nguồn: ITC, TLS tổng hợp

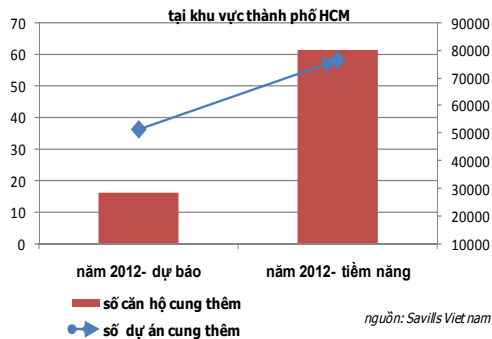
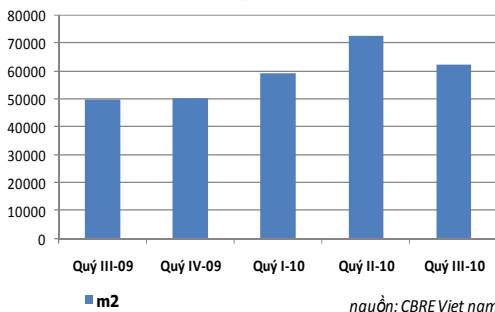
Trong năm 2008, nguồn thu chủ yếu ở khoản các thu nhập khác đến từ tiền thu việc hủy các hợp đồng thương mại. Lợi nhuận gộp của quý I-2009 tăng mạnh do việc bán bất động sản (biệt thự trung tâm) ở vị trí số 27 đường Tú Xương, quận 1. Kể từ quý IV-2009, ITC đẩy mạnh việc chuyển nhượng phần góp của công ty trong các dự án bất động sản. Doanh thu tài chính, mà trong đó, chủ yếu là các thu nhập đầu tư, dần dần chiếm tỷ trọng lớn hơn trong bức tranh thu nhập tổng thể.

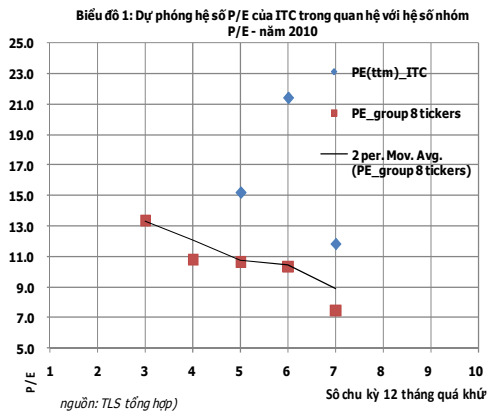
Do vậy, dự phóng của chúng tôi trong mô hình thu nhập bao gồm 3 nguồn thu chính: (i) dự phóng thu nhập từ hoạt động trực tiếp kinh doanh bán các sản phẩm bất động sản, doanh thu xây lắp và dịch vụ, (ii) dự phóng doanh thu từ các hoạt động đầu tư, (iii) dự phóng doanh thu từ việc chuyển giao các dự án bất động sản đang thực hiện.

- Doanh thu trực tiếp kinh doanh bất động sản của ITC sẽ thu được từ 3 dự án chủ chốt là cao ốc An Khang, cao ốc Thịnh Vương và khu dân cư ở lô số 8 trong vùng quy hoạch 6B tại khu đô thị mới Nam Sài Gòn. Các dự án đã triển khai trước kia cũng sẽ đóng góp phần doanh thu vào thu nhập tổng. Các dự án này là dự án dân cư phường 7, quận 8; dự án dân cư Phong Phú, dự án dân cư Bình Hòa. Ở đây cũng có dự phóng cho khả năng ghi nhận doanh thu do bán bất động sản tại vị trí nhà 106 phố Lý Chính Thắng, quận 3. Chúng tôi cũng duy trì tỷ lệ 5% doanh thu là do đóng góp từ mảng xây lắp và dịch vụ bất động sản. Tỷ lệ này được lấy trung bình trong thời gian gần đây. Cuối cùng, dự phóng của chúng tôi tổng hợp với con số doanh thu tổng của năm 2010 ước khoảng 722 tỷ VND. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt 23%.

Cung-cầu phân loại căn hộ hạng C (giá từ 800-1000\$/m<sup>2</sup>)

Dự báo nguồn cung phân khúc căn hộ tới năm 2012

Diện tích văn phòng cho thuê cung cấp ra thị trường theo quý (theo m<sup>2</sup>) tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2009-2010



Nguồn: TLS dự phóng

- Thu nhập đầu tư lớn nhất là từ việc bán toàn bộ cổ phần của ITC trong công ty phát triển bất động sản Hiệp Phú cho công ty cổ phần Quốc Cường Gia Lai. Hiệp Phú là chủ đầu tư của dự án chung cư Hải Âu. Thương vụ chuyển giao này được ghi nhận với khoản thu nhập tài chính trị giá 64,8 tỷ VND trong quý I-2010.
- Các thu nhập khác của ITC được dự phóng nhận được từ lợi nhuận thu được từ việc kinh doanh bán các sản phẩm bất động sản ở dự án khu dân cư Đa Phước-Bình Chánh và lợi nhuận từ các công ty liên kết khác. Công ty TNHH Phạm Gia là chủ đầu tư của dự án khu dân cư Đa Phước và ITC hiện giữ 46% tỷ lệ sở hữu trong công ty này. Các công ty liên kết khác như Chánh Phú Hóa, SATIC, An Đông-liksin và xi măng Hải Âu cũng sẽ đóng góp lợi nhuận vào trong mô hình dự phóng thu nhập của ITC. Chúng tôi ước tính các nguồn thu nhập này đóng góp khoảng 15 tỷ VND vào trong tổng thu nhập của công ty.

Tổng hợp ba nguồn thu nhập chính lại, chúng tôi có dự phóng rằng thu nhập ròng trong năm 2010 đạt 126.4 tỷ VND. Mức dự phóng thu nhập ròng này chỉ đạt 63% so với chỉ tiêu kế hoạch năm 2010 của ITC là ở mức 200 tỷ VND. Trong năm 2010, công ty phát hành 23 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu và phát hành bán 23 triệu cổ phiếu mới với giá phát hành 22.000 VND cho một cổ phiếu. Do vậy, số lượng cổ phiếu trung bình của cả năm 2010 ước khoảng 46 triệu cổ phiếu. Tính tới số lượng cổ phiếu trung bình này, thì giá trị EPS dự phóng cho năm 2010 sẽ đạt mức 2.747 VND. Chúng tôi thực hiện định giá cho giá cổ phiếu của ITC vào thời điểm cuối năm 2010 theo hai phương pháp tiếp cận P/E và P/B.

### Phương pháp định giá P/E

Hiện tại, có khoảng hơn 30 công ty trong ngành bất động sản niêm yết trên sàn HOSE. Tiếp cận theo phương pháp định giá P/E, chúng tôi ước tính giá trị P/E của ITC trong tương quan với chỉ số P/E của nhóm các công ty bất động sản có hoạt động, quy mô tương tự và đủ dữ liệu cho việc tính toán chuỗi giá trị P/E. Nhóm này bao gồm các mã BCI, HDC, ITA, NBB, NTL, SJS, SZL, TDH. Chuỗi giá trị lịch sử P/E cho kỳ 12 tháng được ghi nhận trên bảng 2 và đồ thị số 1.

**Bảng 2: ITC và các công ty bất động sản tương tự - chuỗi giá trị P/E quá khứ**

| Mã & P/E cho chu kỳ 12 tháng quá khứ | Q1/08-Q4/08 | Q2/08-Q1/09 | Q3/08-Q2/09  | Q4/08-Q3/09  | Q1/09-Q4/09  | Q2/09-Q1/10  | Q3/09-Q2/10  |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                      | 1           | 2           | 3            | 4            | 5            | 6            | 7            |
| BCI                                  | N/A         | N/A         | 17,64        | 23,41        | 15,81        | 14,35        | 12,40        |
| HDC                                  | 5,22        | 5,66        | 8,30         | 11,62        | 6,81         | 5,67         | 5,12         |
| ITA                                  | 10,68       | 13,61       | 19,04        | 22,78        | 12,55        | 12,75        | 9,10         |
| NBB                                  | N/A         | 8,11        | 12,34        | 15,58        | 11,90        | 10,99        | 10,51        |
| NTL                                  | 4,87        | 5,30        | 6,85         | 7,99         | 5,71         | 5,93         | 2,90         |
| SJS                                  | 12,33       | 15,09       | 19,10        | 19,39        | 5,38         | 6,27         | 6,80         |
| SZL                                  | #N/A        | 4,25        | 6,74         | 19,19        | 17,11        | 11,41        | 13,10        |
| TDH                                  | 3,60        | 4,14        | 7,27         | 8,44         | 6,80         | 6,76         | 6,33         |
| <b>Trung bình của nhóm</b>           |             |             | <b>13,33</b> | <b>10,82</b> | <b>10,65</b> | <b>10,31</b> | <b>7,44</b>  |
| <b>ITC</b>                           | <b>N/A</b>  | <b>N/A</b>  | <b>N/A</b>   | <b>N/A</b>   | <b>15,19</b> | <b>21,39</b> | <b>11,82</b> |

Nguồn: TLS tổng hợp

Giá trị P/E của ITC chuyển động phía trên đường trung bình P/E của nhóm. Dự phóng của 2 kỳ tiếp theo vào cuối năm 2010, thì giá trị P/E của nhóm ở mức giao động từ 7 đến 9 và mức hệ số P/E cuối năm của ITC trong khoảng 9-12. Lấy giá trị trung bình, hệ số P/E dự phóng sẽ là 10,5, và như vậy, thì giá dự phóng cuối năm của cổ phiếu ITC sẽ ở mức 28.843 VND.

### Phương pháp định giá P/B với cập nhật mới

Chúng tôi tính toán hệ số P/B của ITC và với nhóm các công ty tương tự trong ngành. Bảng 3 thể hiện rằng hệ số P/B của ITC chuyển động dưới đường trung bình của chỉ số P/B của nhóm- mức trung bình nhóm quanh hệ số 2. Dự phóng cho hệ số P/B của ITC dựa trên các dữ liệu lịch sử cho năm 2009 và **3 quý đầu của năm 2010**. Chúng tôi dự phóng rằng hệ số cuối năm P/B của ITC ở mức 0,8, với giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu ở mức 27.331 VND. Theo phương pháp định giá theo P/B, thì giá cổ phiếu cuối năm của ITC sẽ ở mức 21.865 VND.

Tổng hợp lại, sử dụng trọng số 60% cho phương pháp P/E và 40% cho phương pháp P/B, kết quả dự phóng thị giá cuối năm của cổ phiếu ITC đạt mức 26.052 VND. Khi đó, mức mục tiêu của hệ số P/E

**Bảng 3: Hệ số P/B quá khứ cho các công ty bất động sản (nhóm chọn lọc)**

| P/B            | Q4-2009 | Q1-2010 |
|----------------|---------|---------|
| BCI            | 2,41    | 2,24    |
| DIG            | 2,28    | 3,06    |
| HDC            | 2,87    | 2,64    |
| ITA            | 1,43    | 1,44    |
| ITC            | 1,39    | 1,45    |
| NBB            | 1,72    | 1,76    |
| NTL            | 4,18    | 4,30    |
| SJS            | 3,62    | 3,75    |
| SZL            | 1,66    | 1,68    |
| TDH            | 1,99    | 1,68    |
| Trung vị P/B   | 2,13    | 2,00    |
| Trung Bình P/B | 2,36    | 2,40    |
| Gộp nhóm P/B   | 2,10    | 2,22    |

Nguồn: TLS tập hợp

**Bảng 4: Dự phóng hệ số P/B của ITC, năm 2010**

|                       | Q4-09  | Q1-10  | Q2-10  | Q3-10  | Q4-10(E) |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| ITC                   |        |        |        |        |          |
| Giá trị sổ sách (VND) | 57.250 | 58.690 | 26.772 | 27.505 | 27.331   |
| P/B                   | 1,39   | 1,45   | 1,31   | 0,85   | 0,8      |

Nguồn: TLS dự phóng



c cuối năm cho ITC sẽ được hiệu chỉnh lại về mức 9,48 và hệ số P/B sẽ được dự phóng tương ứng ở mức 0,95.

### Định giá trung hạn

Chúng tôi dự phóng các triển vọng kết quả kinh doanh của công ty cho giai đoạn 2011 tới 2014 dựa trên một số giả định sau:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu được dự phóng ở mức hài hòa giữa dữ liệu quá khứ và các kế hoạch công ty dự định.
- Tính chu kỳ biến động của các chỉ số tài chính cơ bản được cho là tương tự với tính biến động quá khứ trong giai đoạn 2007-2010. Bởi vì các dự án bất động sản thường kéo dài qua một vài năm, nên bản chất vận động theo chu kỳ này có thể tác động ở một mức độ nhất định lên các báo cáo tài chính.
- Công ty duy trì chiến lược kinh doanh như hiện tại, thể hiện một cách gián tiếp qua chính sách quản trị các chỉ số tài sản cơ bản như hàng tồn kho bất động sản, bất động sản xây dựng dở dang, các khoản phải thu và phải trả.

Các dự phóng tăng trưởng chính được ghi nhận trong bảng sau:

**Bảng 5: Dự phóng trung hạn triển vọng kết quả kinh doanh công ty**

| Năm                            | 2011F  | 2012F  | 2013F  | 2014F  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng doanh thu (%)      | 27.00% | 11.94% | 21.67% | 16.51% |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)      | 28.34% | 29.61% | 30.92% | 26.43% |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%) | 13.39% | 22.28% | 42.78% | 3.29%  |
| EPS (VND)                      | 2,073  | 2,535  | 2,413  | 2,493  |
| Tăng trưởng tài sản (%)        | 8.97%  | 1.21%  | 7.71%  | 6.59%  |
| Tăng trưởng nguồn vốn CSH (%)  | 5.67%  | 6.74%  | 9.32%  | 8.93%  |

*Nguồn: TLS dự phóng*

Với dự phóng trên, thì triển vọng trung hạn trong thu nhập theo cổ phiếu của công ty (ITC) sẽ nằm ở mức trung bình quanh giá trị 2380 VND mỗi năm. Sử dụng giá trị P/E trung hạn của ITC bằng với mức trung bình P/E của nhóm ngành bất động sản hiện đang ở mức 10,x, thì chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu ITC trong trung hạn giao động quanh mức 23.800 VND cho 1 cổ phiếu.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

**Công ty có thể đối mặt rủi ro ngắn hạn ở tính hiệu quả của dự án cao ốc văn phòng-thương mại tại vị trí 146 Nguyễn Văn Trỗi-243 Hoàng Văn Thụ**, quận Phú Nhuận, thành phố Hồ Chí Minh. Công ty đã đầu tư từ 400-480 tỷ VND trong giai đoạn 2007-2010 cho dự án này, chủ yếu là các chi phí trong giá đất và giải phóng mặt bằng cho tòa cao ốc. Công ty dự phóng tổng mức đầu tư là 782 tỷ VND và tổng doanh thu chỉ đạt 930 tỷ VND. Như vậy, lợi nhuận gộp chỉ là 16%. Vì khả năng hiệu quả thấp của dự án, mục tiêu hiện tại cho dự án là thu hồi vốn đầu tư.

**Công ty cũng có thể gặp phải rủi ro về pháp lý liên quan đến dự án tòa cao ốc Intresco Plaza** tại 83 Lý Chính Thắng, quận 3. Hiện nay, công ty và ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh đang chờ đợi ý kiến của bộ Tài Chính với đề nghị về việc hợp khối với 2 bất động sản (sở hữu nhà nước) liền kề tại địa chỉ 278A và 280 Nam Kỳ Khởi Nghĩa. Nếu không được chấp thuận, công ty phải điều chỉnh lại quy mô và thiết kế của tòa cao ốc Intresco Plaza. Yếu tố này có thể làm chậm lại tiến độ của dự án.

Trên khía cạnh trung hạn, **hiệu quả tỷ suất lợi nhuận gộp tương đối thấp của công ty (ở mức quanh 24%) khi so sánh với trung bình của ngành bất động sản** sẽ có một tác động tiêu cực lên chiều hướng đẩy chuyển động đi lên cho xu hướng của chỉ số thu nhập đồng. Giá vốn hàng bán ở mức cao, số ngày hàng tồn kho kéo dài là hai yếu tố kỹ thuật mà ITC cần phải cải thiện. Luồng tiền tự do cho doanh nghiệp trong năm 2009 và dự phóng 2010 ở vùng giá trị âm thể hiện rằng công ty đang ở vùng chi nhiều, với khả năng thiếu hụt về tiền mặt.

**Công ty cũng đang chịu rủi ro chung của thị trường bất động sản thành phố Hồ Chí Minh gần đây.** Các sản phẩm bất động sản công ty kinh doanh chủ yếu ở phân khúc cao cấp của khu chung cư và khu dân cư nhà liền kề-biệt thự. Phân khúc này đang chịu tác động của sự mất cân bằng cung-cầu



Tòa văn phòng trụ sở công ty  
tại thành phố Hồ Chí Minh

vì có nhiều dự án đang trong tới giai đoạn chào sản phẩm ra thị trường trong năm 2010 này và năm tiếp theo.

## MÔ HÌNH KINH DOANH

Về mặt lịch sử, pháp nhân tiền nhiệm của ITC là công ty dịch vụ nhà, được thành lập năm 1988. Đây là một công ty nhà nước, là công ty con thuộc tổng công ty Địa Ốc thành phố Hồ Chí Minh (RESCO), và đã được cổ phần hóa từ năm 2000. Công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2009. Trước đó, bước phát triển nổi bật đối với công ty là năm 2007, khi là công ty phát hành thành công 10 triệu cổ phiếu cho các cổ đông, trong đó chủ yếu là các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Công ty đã tăng vốn điều lệ từ 100 tỷ VND năm 2007 lên mức 691 tỷ VND trong năm 2010 này.

Ở thời điểm năm 2010, RESCO vẫn là cổ đông lớn nhất của công ty, nắm giữ 16,5% vốn điều lệ. Điều lưu ý là RESCO là công ty nhà nước duy nhất trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản trực thuộc ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh. Trong số 26 đơn vị trực thuộc, công ty con và công ty liên kết của RESCO thì ITC là một trong các công ty dẫn đầu về doanh thu hàng năm.

Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là kinh doanh và đầu tư bất động sản, các dịch vụ xây dựng và thương mại. Trong 3 năm gần đây, ITC dịch chuyển mạnh về hướng kinh doanh và đầu tư bất động sản. Mạng kinh doanh này chiếm tỷ trọng trên 80% trong tổng doanh thu hàng năm của công ty (xem chi tiết trong bảng 6 dưới đây).

**Bảng 6: Cấu trúc doanh thu của ITC theo nhóm kinh doanh**

| % Doanh thu đóng góp từ:          | Năm 2008 | Năm 2009 | 6 tháng đầu năm 2010 |
|-----------------------------------|----------|----------|----------------------|
| Đầu tư và kinh doanh bất động sản | 83%      | 88%      | 95%                  |
| Dịch vụ xây lắp                   | 14%      | 10%      | 3%                   |
| Dịch vụ bất động sản              | 3%       | 2%       | 2%                   |

*Nguồn: ITC, TLS tập hợp*

ITC hiện đang triển khai 17 dự án bất động sản. những dự án này yêu cầu tổng vốn đầu tư trên 12.000 tỷ VND, chiếm quỹ đất tới 775 ha cho khu dân cư, khoảng 51.280 m<sup>2</sup> đất cho các khu chung cư, và có tổng diện tích sàn nhà cao ốc tới hơn 308 ngàn mét vuông. Dòng doanh thu chính của công ty cho giai đoạn 2010-2015 sẽ tới từ các dự án này. Tóm tắt thông tin các dự án được liệt kê trong bảng 7 ở trang bên.

## Các thị trường kinh doanh chủ yếu

ITC kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản ở hai khía cạnh, một là phát triển các dự án bất động sản, hai là đầu tư bất động sản cho thuê.

Với vị thế nhà phát triển các dự án bất động sản, ITC tập trung cho vùng địa bàn ở vùng đô thị phía đông nam thành phố Hồ Chí Minh. Các dự án của ITC trải qua các quận 2, quận 9, quận Bình Chánh và Nhà Bè. Quỹ đất mà công ty sở hữu cho các dự án trên vùng địa bàn này là khoảng 300 ha.

Lĩnh vực kinh doanh bất động sản cho thuê bắt nguồn từ lịch sử hình thành công ty. Với cơ chế lịch sử là công ty kinh doanh nhà của sở nhà đất thành phố, công ty được thừa hưởng các vị trí bất động sản nằm trong khu trung tâm của thành phố Hồ Chí Minh. ITC sử dụng các bất động sản này cho nội bộ hoặc kinh doanh cho thuê. Trong vài năm gần đây, ITC đã bán một số bất động sản tại các vị trí như tại số 106 Lý Chính Thắng, 27 Tú Xương, và 22 Nguyễn Bình Khiêm. Vị trí có diện tích lớn nhất tại số 83 Lý Chính Thắng đã được chuyển góp vốn vào việc phát triển một dự án bất động sản mới tại đây. Đa phần các vị trí của các bất động sản này đều nằm trong vùng trung tâm, và chi tiết được liệt kê trong bảng 7 và đồ thị số 2.

Giá trị kế toán cho các tài sản cố định, ở tiểu mục nhà cửa, được ghi nhận mức 49.2 tỷ VND cho năm tài chính 2009. Giá trị của các bất động sản đầu tư để cho thuê cũng chỉ ghi nhận ở mức 17.3 tỷ VND cho năm tài chính 2009. Công ty đã bày tỏ ý định thuê tổ chức định giá bên ngoài để định giá lại các tài sản này. Ban quản trị tin rằng giá trị thị trường của danh mục các bất động sản này cao hơn nhiều giá trị sổ sách kế toán.

**Bảng 7: ITC – Các dự án bất động sản chính**

| Thứ tự       | Trạng thái dự án | Tên dự án – vùng  | Tổng vốn đầu tư của dự án (tỷ VND ) | Quy mô dự án (theo ha cho các khu dân cư) | Quy mô dự án (theo m2 đất cho các dự án cao ốc) | Quy mô dự án (theo m2 sàn XD cho các dự án cao ốc) | % sở hữu của ITC   | Năm bắt đầu | Năm hoàn thành | Phân loại dự án       |
|--------------|------------------|---|-------------------------------------|---|---|--|--------------------|-------------|----------------|-----------------------|
| 1            | Đã hoàn thành    | Vùng dân cư 6B-Bình Chánh-Nam Sài gòn, lô số 7                                  | 220                                 | 15,82                                     |   |  | 100%               | 2003        | 2006           | Khu dân cư            |
| 2            | Đang triển khai  | Khu dân cư Long Thới-Nhơn Đức   | 1173                                | 72  |   |  | 100%               | 2006        | 2012           | Khu dân cư            |
| 3            | Đang triển khai  | Khu dân cư Long Phước-Quận 9  | 1620                                | 105,2                                     |   |  | 100%               | 2007        | 2012           | Khu dân cư            |
| 4            | Đang triển khai  | Vùng dân cư và công trình công cộng 6A- Bình Chánh- nam Sài gòn                 | 224                                 | 47,2                                      |   |  | 100%               | 2006        | 2011           | Khu dân cư            |
| 5            | Chuẩn bị dự án   | Khu dân cư Đa Phước   | 264                                 | 11,8                                      |   |  | 50%                | 2010        | 2012           | Khu dân cư            |
| 6            | Chuẩn bị dự án   | Khu dân cư Phước Kiển-Nhà Bè  | 337                                 | 31  |   |  | 34%                | 2011        | 2013           | Khu dân cư            |
| 7            | Chuẩn bị dự án   | Khu dân cư cao cấp Tăng Nhơn Phú A & B, quận 9                                  | 1265                                | 43  |   |  | 100%               |             | 2012           | Khu dân cư            |
| 8            | Chuẩn bị dự án   | Khu dân cư Tương Bình Hiệp- Bình dương  | 526                                 | 33,9                                      |   |  | 51%                |             | 2011           | Khu dân cư            |
| 9            | Chuẩn bị dự án   | Vùng dân cư 6B-Bình Chánh-Nam Sài gòn, lô số 6 & 8                              | N/A                                 | 14,56                                     |   |  | Hợp tác KD         |             |                | Khu dân cư            |
| 10           | Hoàn thành       | Cao ốc An Khang, quận 2   | 520                                 |   | 9.633   | 48.102   | 100%               | 2007        | 2009           | Cao ốc-TT thương mại  |
| 11           | Đang triển khai  | Cao ốc Thịnh Vượng, quận 2  | 113                                 |   | 3.549   | 20.753   | 70%                | 2007        | 2009           | Cao ốc-TT thương mại  |
| 12           | Chuẩn bị dự án   | Cao ốc và trung tâm thương mại Long Sơn   | 957                                 |   | 24.855  | 127.987  | 90%                | 2008        | 2016           | Cao ốc-TT thương mại  |
| 13           | Chuẩn bị dự án   | Cao ốc thương mại tại lô E4, khu đô thị An Phú-An Khánh, Quận 2                 | N/A                                 |   | 4.148   |  | Hợp tác kinh doanh |             |                | Cao ốc-TT thương mại  |
| 14           | Chuẩn bị dự án   | Cao ốc thương mại tại số 83 Lý Chính Thắng, quận 3                              | 2670                                |   | 6.582   | 77.320   | Hợp tác kinh doanh | 2007        | 2015           | Cao ốc-TT thương mại  |
| 15           | Chuẩn bị dự án   | Cao ốc thương mại tại số 146 Nguyễn Văn Trỗi- 223 Hoàng Văn Thụ, Quận Phú Nhuận | 782                                 |   | 2.516   | 34.210   | 100%               | 2009        | 2013           | Cao ốc-TT thương mại  |
| 16           | Chuẩn bị dự án   | Khu CN Bàu Rong- Bàu Hai năm, huyện Trảng Bàng, Tỉnh Tây Ninh.                  | 1500                                | 356                                       |   |  | 100%               | 2008        | 2014           | Khu Công Nghiệp       |
| 17           | Chuẩn bị dự án   | Trung tâm thương mại Gia Nghĩa, tỉnh Dak Nong                                   | N/A                                 | 44,6                                      |   |  | 100%               |             |                | Khu dân cư-thương mại |
| <b>TỔNG:</b> |                  |   | <b>12.170</b>                       | <b>775</b>                                | <b>51.283</b>                                   | <b>308.372</b>                                     |                    |             |                |                       |

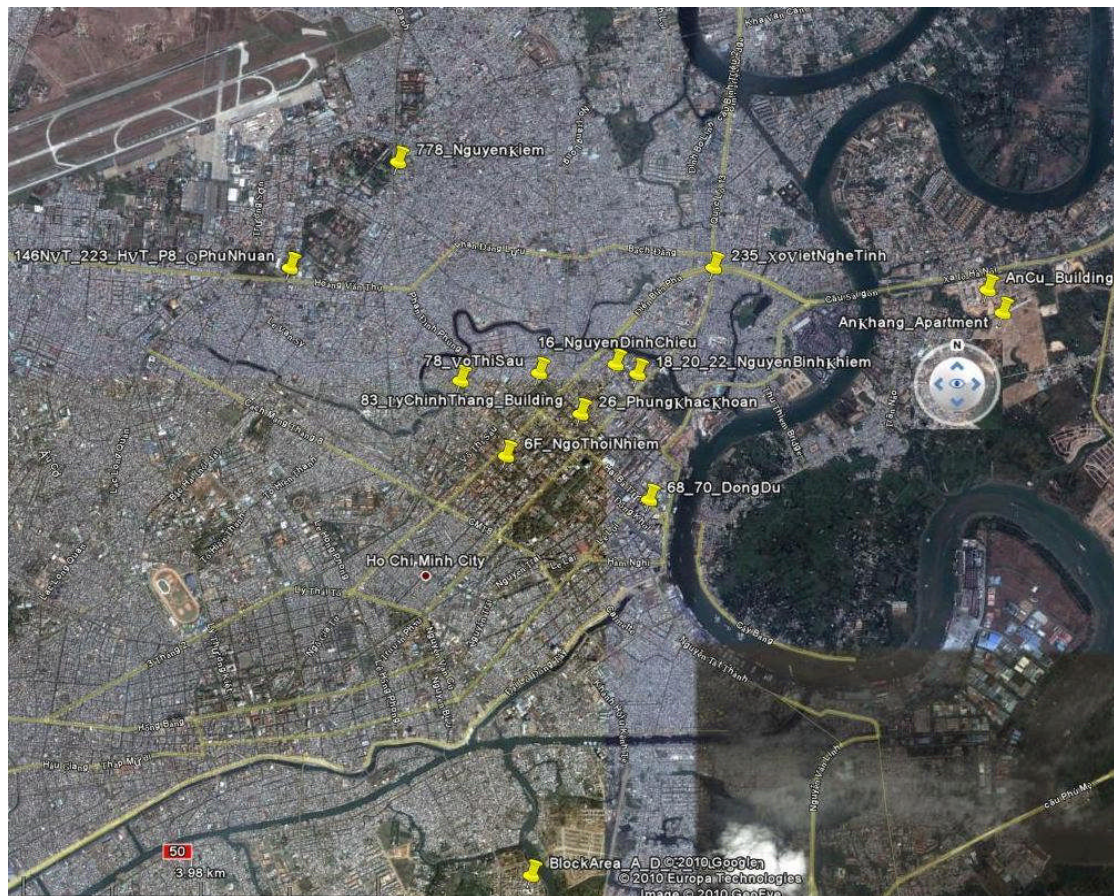
Nguồn: ITC, TLS tập hợp



**Bảng 8: ITC- danh sách các dự án bất động sản cho thuê**

| Thứ tự   | Vị trí của bất động sản                                    | Quận       | Diện tích đất (m2) |
|--|--|------------|--------------------|
| 1  | Nhà số 18-Phố Nguyễn Bình Khiêm                            | 1          | 102,30             |
| 2  | Nhà số 20- Phố Nguyễn Bình Khiêm                           | 1          | 84,70              |
| 3  | Nhà số 16 – phố Nguyễn Đình Chiểu                          | 1          | 371,88             |
| 4  | Nhà số 26 – phố Phùng Khắc Khoan                           | 1          | 744,70             |
| 5  | Nhà số 78- đường Võ Thị Sáu                                | 1          | 332,49             |
| 6  | Nhà số 68-70 đường Đông Du                                 | 1          | 149,00             |
| 7  | Nhà số 6F, đường Ngô Thời Nhiệm                            | 3          | 455,70             |
| 8  | Nhà số 778 đường Nguyễn Kiệm                               | Phu Nhuận  | 71,00              |
| 9  | Nhà số 235, đường Xô Viết Nghệ Tĩnh                        | Bình Thạnh | 76,80              |
| <b>Tổng diện tích đất các bất động sản cho thuê ở trung tâm:</b> |  |            | <b>2.388,57</b>    |
| 10   | Khu thương mại, tầng trệt, cao ốc An Cư                    | 2          | 737,52             |
| 11   | Các khu thương mại- Cao ốc An Khang                        | 2          | 5.263              |
| 12   | Trường học, khu Nam Sài Gòn, vùng 6A, lô A- Trung Sơn      | 7          | 2.946              |
| 13   | Trường học, khu Nam Sài Gòn, vùng 6A, lô D- Trung Sơn      | 7          | 3.000              |
| 14   | Trường tiểu học, khu Nam Sài Gòn, vùng 6A, lô G- Trung Sơn | 7          | 7.780              |
| <b>Tổng diện tích các khu dịch vụ thương mại:</b>                |  |            | <b>19.726,52</b>   |

Nguồn: ITC, TLS tập hợp



Vị trí các địa điểm BDS cho thuê trong các quận trung tâm của ITC





### Các sản phẩm bất động sản cung cấp cho thị trường

ITC tham gia và cung cấp hầu hết các phân loại sản phẩm bất động sản ra thị trường, bao gồm:

- Đất nền, nhà liền kề và biệt thự khu dân cư.
- Các căn hộ chung cư.
- Khu trung tâm, dịch vụ thương mại cho thuê.
- Văn phòng cho thuê.
- Các khu công nghiệp cho thuê.

Công ty tập trung vào nhóm trên của phân khúc trung bình và phần đầu của phân khúc cao cấp. Chúng tôi không thấy dự hiện diện của ITC trong phân khúc sản phẩm bình dân, hay tham gia các chương trình tái định cư của thành phố.

### Lĩnh vực kinh doanh bán căn hộ chung cư

Toàn bộ 3 dự án chung cư An Cu, An Thịnh và Thịnh Vương của công ty đều nằm tại quận 2, trong vùng đô thị mới Thủ Thiêm. Theo công ty ghi nhận, tiến độ xây dựng các dự án này đã và đang hoàn thành trong các năm 2009 và 2010. Như vậy, có thể kỳ vọng rằng công ty sẽ ghi nhận doanh thu trong năm nay và năm tới.

**Bảng 9: Các dự án chung cư của ITC**

| Tên dự án   | Quy mô          | năm bắt đầu | Hoàn thành xây dựng | Số căn hộ | Hệ số xây dựng | Diện tích đất (m <sup>2</sup> ) |
|-------------|-----------------|-------------|---------------------|-----------|----------------|---------------------------------|
| An Cu       | 1 khối-17 tầng  |             |                     | 122       | 30%            | 3969                            |
| An Khang    | 2khối-22 tầng   | 2007        | 2009                | 288       | 30%            | 9633                            |
| Thịnh Vương | 1 khối- 15 tầng | 2007        | 2010                | 128       | 28%            | 3549                            |

Nguồn: ITC

Giá bán trung bình cho các căn hộ giao động trong khoảng từ 18-20 triệu /m<sup>2</sup> sàn thương mại. Xem xét trường hợp cụ thể của chung cư Thịnh Vương, công ty sở hữu 70% trong dự án này. Khoản đầu tư cho dự án Thịnh Vương là 113 tỷ VND, và ước tính về tổng doanh thu bán căn hộ trong dự án đạt 158 tỷ VND, theo tỷ lệ dành cho ITC. Như vậy, lợi nhuận gộp của dự án đạt xấp xỉ mức 30%

### Các tòa nhà trung tâm thương mại

Công ty đang triển khai hai dự án chính về tổ hợp tòa nhà chung cư-văn phòng-trung tâm thương mại. Đó là các dự án Intresco Tower tại quận Phú Nhuận và Intresco Plaza tại quận 3.

**Bảng 10: Các dự án trung tâm thương mại-ITC**

| Tên dự án      | Vị trí                         | Quy mô                      | Số căn hộ | Tỷ lệ d/t thương mại | Tỷ lệ d/t văn phòng | Diện tích sàn (m <sup>2</sup> ) | Diện tích khu đất | Tỷ lệ xây dựng (%) |
|----------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------|----------------------|---------------------|---------------------------------|-------------------|--------------------|
| Intresco Tower | 146 NVT-223 HVT Quận Phú Nhuận | 1 khối 22 tầng +2 tầng ngầm | 140       |                      |                     | 34210                           | 2515              | 40%-50%            |
| Intresco Plaza | 83 Lý Chính Thắng, Quận 3      | 1 khối 25 tầng +2 tầng ngầm | 70        | 25-30%               | 55%-60%             | 77320                           | 6582              | 50-52%             |

Nguồn: ITC

Mặc dù hai dự án tòa cao ốc phức hợp này có ưu điểm về vị trí tốt tại vùng trung tâm thương mại của thành phố Hồ Chí Minh, nhưng các dự án đều vẫn tiềm tàng có rủi ro ở chi phí giá vốn dự án, hay là về thủ tục để có diện tích mặt bằng xây dựng. Trong cấu trúc chi phí ghi nhận cho dự án Intresco Tower, tính đến tháng 10 năm 2010 là mức 491 tỷ VND, thì 97% của khoản mục này (475 tỷ VND) là ghi nhận cho chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất. Tổng đầu tư cho dự án Intresco Tower được lên kế hoạch ở mức 783 tỷ VND, nhưng công ty dự kiến chỉ đạt doanh thu ở mức 930 tỷ VND. Như vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ đạt ở mức thấp có 16%.

Điểm quan ngại ở dự án Intresco Plaza là về vấn đề hợp khối khu đất. Công ty thiết kế kiến trúc tòa phức hợp cho cả diện tích lớn 6582 m<sup>2</sup>. Khu đất lớn này bao gồm các phần diện tích của 5 mảnh nhỏ của ITC và 4 pháp nhân khác, mặc dầu tất cả đều là các đơn vị nhà nước. Công ty và ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh đã có phương án hợp khối cho 3 đơn vị. Hai khu đất nhỏ khác, tại địa chỉ



278A và 280 đường Nam Kỳ Khởi Nghĩa, đang đợi phê duyệt từ Bộ Tài Chính. Ở thời điểm Quý III-2010, vẫn chưa có trả lời của chính phủ về vấn đề này.

Mặc dù có những khó khăn trên, nhưng Công ty tin tưởng rằng dự án này là một trong những dự án chủ chốt của công ty, và quyết tâm hoàn thành quá trình xây dựng trước năm 2014. Ưu điểm nổi bật của dự án là vị trí của tòa phức hợp nằm ở vị trí rất gần trung tâm kinh doanh của thành phố. Vì vậy, tiềm năng bán với mức lợi nhuận cao cho các sản phẩm căn hộ, khu thương mại và văn phòng cho thuê ở dự án này là tương đối rõ ràng.

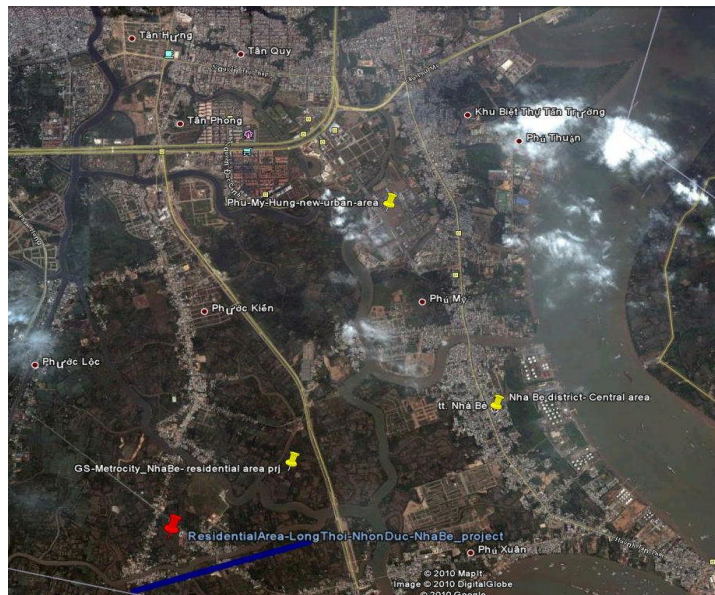
## *Các dự án khu dân cư*

Trong số các dự án khu dân cư mà ITC đang triển khai, chúng tôi điểm qua hai dự án nổi bật của công ty, đó là dự án khu dân cư Long Thới-Nhà Bè và dự án Thiên Phú tại tỉnh Dark Nông trên Tây nguyên.

### a. Dự án khu dân cư tại Long Thới-Long Đức- Nhà Bè

Dự án này có diện tích đất là 55,6 ha tại vùng đô thị mới Nam Sài Gòn. Nằm tại vùng giao nhau giữa đường Nguyễn Văn Lương và đường vành đai 3(dự kiến), dự án khu dân cư Long Thới có một giá trị lớn về mặt thuận tiện trong giao thông cho đời sống đô thị.

Theo thiết kế, dự án khu dân cư Long Thới-Nhơn Đức bao gồm những loại kiến trúc nhà khác nhau. Đó là các chung cư cao tầng, các biệt thự riêng biệt hay liền kề, các nhà vườn hay nhà mặt phố. Công ty thông báo rằng 90% diện tích đất của dự án đã được đền bù và giải phóng xong mặt bằng. Theo thực tế kinh doanh trong ngành, đây là mốc quan trọng của dự án để đẩy nhanh tiến độ sang giai đoạn xây dựng.



Aerial view of LongThoi-NhonDuc residential area

### b. Dự án khu dân cư Thiên Phú- Tỉnh Dark Nông

Dự án khu dân cư-nghỉ dưỡng cao cấp Thiên Phú HighLand nằm trên vùng là sân bay (cũ) của thị xã Gia Nghĩa (Tỉnh Dark Nong, Tây Nguyên), trên đồi cao ở mức 644 m so với mực nước biển. Tổng diện tích của dự án là 44,68 ha. Quy mô dự án dự kiến xây dựng từ 180-230 biệt thự, với diện tích mỗi biệt thự từ 200 đến 800 m2.

Đây là dự án nghỉ dưỡng ở phân loại xanh và thân thiện với môi trường, khi là hệ số xây dựng ở mức thấp khoảng 50%. Công ty hướng tới định hướng 'nhà trong rừng' khi thiết kế dự án này. Tổng đầu tư cho dự án khoảng 440 tỷ VND và công ty lên kế hoạch hoàn thành quá trình xây dựng trong 3 năm.

Vị trí của dự án dân cư này nằm tại trung tâm của thị xã Gia Nghĩa- tỉnh DarkNông. Đây là một vị trí chiến lược tại Tây Nguyên, xét ở phương diện tổ hợp các đường giao thông đi lại cũng như các lợi thế thiên nhiên tiềm tàng về du lịch. Thị xã nằm dọc đường quốc lộ 14 nối về thành phố Hồ Chí Minh ở khoảng cách 225km. Thị xã cũng nối tới thành phố biển Phan Thiết qua quốc lộ 28, và nằm ở một khoảng cách gần với các thành phố Đà Lạt và Buôn Mê Thuột.





Phối cảnh kiến trúc – dự án khu dân cư Long Thới – Nhơn Đức- Nhà Bè.



Phối cảnh kiến trúc- biệt thự tại dự án Thien Phu Highland

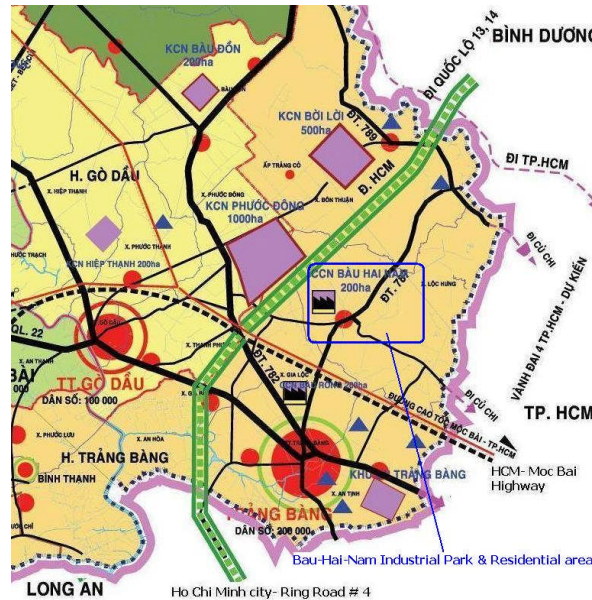


Toàn cảnh thị xã Gia Nghĩa



Vị trí địa lý của thị xã Gia Nghĩa- DarkNong-Tây nguyên

## Khu công nghiệp



Bản đồ quy hoạch khu vực khu công nghiệp Bàu-Hai-Năm

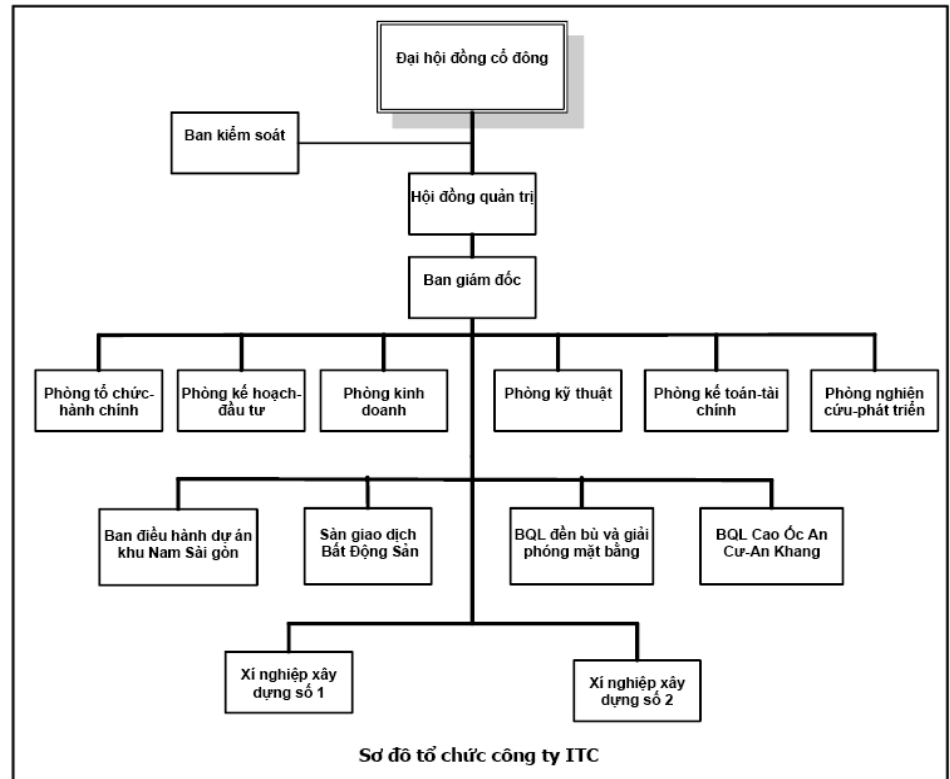
Đây là phân khúc kinh doanh mới của ITC khi công ty triển khai dự án kết hợp khu công nghiệp và dân cư với tên là khu công nghiệp Bàu Hai Năm tại huyện Trảng bồng, tỉnh Tây Ninh. Khu hỗn hợp bao gồm 161 ha cho phần khu công nghiệp và 38,64 ha cho khu dân cư.

Ưu điểm nổi bật của dự án là ở vị trí. Mặc dù nằm trên địa bàn tỉnh Tây Ninh, nhưng khu dự án này là nằm ở giao lộ giữa đường vành đai 4 (quy hoạch) thành phố Hồ Chí Minh và đường cao tốc thành phố Hồ Chí Minh-Mộc Bài, và ở khoảng cách tương đối gần 45-50 km so với trung tâm thành phố Hồ Chí Minh. Dự án được bắt đầu từ năm 2008 và dự kiến hoàn thành việc xây dựng vào năm 2012. Trong vùng lân cận, công ty cũng triển khai một dự án tương tự- khu công nghiệp Bàu-Rồng. Tổng giá trị đầu tư vào hai dự án này được lên kế hoạch ở mức 1500 tỷ VND.

## Tổ chức hoạt động của công ty

Công ty tổ chức hoạt động kinh doanh ở 3 cấp: (i) cấp chức năng với các phòng ban chuyên môn; (ii) Các ban quản lý dự án cho các dự án bất động sản; (iii) các chi nhánh và đơn vị trực thuộc. Cần lưu ý tới tính mềm dẻo trong tổ chức các ban quản lý dự án. Trong thực tế, mỗi ban quản lý dự án chỉ tồn tại đến thời điểm kết thúc dự án. Điều này cho phép công ty uyển chuyển trong việc điều chuyển các tài nguyên của công ty giữa các dự án trong quá trình phát triển kinh doanh của công ty.





## Mô hình tài chính

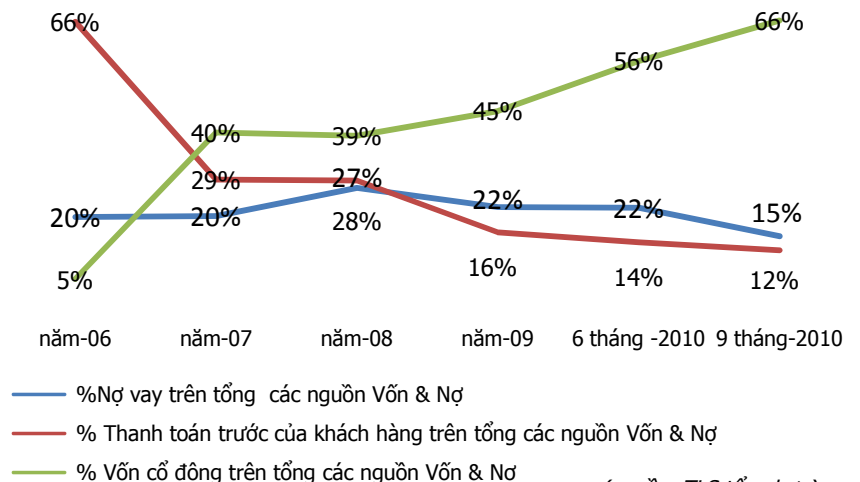
Trong giai đoạn phát triển 4 năm gần đây, ITC đã có 2 bước phát triển cơ bản. Mốc phát triển đầu tiên ở việc tăng vọt vốn và tài sản công ty trong năm 2007. Tận dụng cơ hội thị trường, công ty đã phát hành cổ phiếu tăng vốn cho cổ đông và các đối tác chiến lược để đẩy vốn chủ sở hữu của công ty từ 61 tỷ VND trong năm trước đó lên trên 1.200 tỷ VND vào cuối năm 2007. Năm 2007 cũng là năm công ty đẩy mạnh đầu tư vào các dự án bất động sản, và thúc đẩy gia tăng tài sản công ty lên mức cao mới 3.100 tỷ VND, gần như tăng gấp 3 lần so với tổng tài sản năm trước đó. Bước ngoặt thứ hai xuất hiện từ năm 2009. Công ty đã cố gắng giảm các tài sản ngắn hạn nhờ việc thúc đẩy bán hàng các sản phẩm bất động sản, trên cả phương diện bán lẻ cũng như bán gộp toàn bộ dự án. Tỷ trọng tài sản dài hạn, bao gồm các khoản đầu tư bất động sản cũng như đầu tư vào các công ty liên kết thì đã lại tăng cao hơn.

**Bảng 11: Diễn biến tài sản-vốn của ITC trong thời gian 2006-2010**

| Các chỉ số tài chính (đơn vị: tỷ VND) | năm 2006 | năm 2007 | năm 2008 | năm 2009 | 6 tháng đầu năm 2010 |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------|
| Tài sản ngắn hạn                      | 1.110    | 2.843    | 2.894    | 2.342    | 2.659                |
| Các tài sản dài hạn                   | 72       | 218      | 268      | 610      | 623                  |
| Tổng tài sản                          | 1.182    | 3.061    | 3.162    | 2.952    | 3.282                |
| Tổng vốn chủ sở hữu và nợ             | 1.182    | 3.061    | 3.162    | 2.952    | 3.282                |
| Các khoản nợ                          | 1.122    | 1.848    | 1.934    | 1.633    | 1.431                |
| Vốn chủ sở hữu                        | 61       | 1.212    | 1.228    | 1.318    | 1.851                |
| Trong đó:                             |          |          |          |          |                      |
| Vốn điều lệ                           | 36       | 200      | 230      | 230      | 691                  |
| Thặng dư vốn cổ phần                  | -        | 939      | 939      | 939      | 974                  |

Nguồn: ITC, TLS tập hợp

**Biểu đồ 3: phân tách % các nguồn vốn và nợ của ITC trong thời gian (2006-2010)**

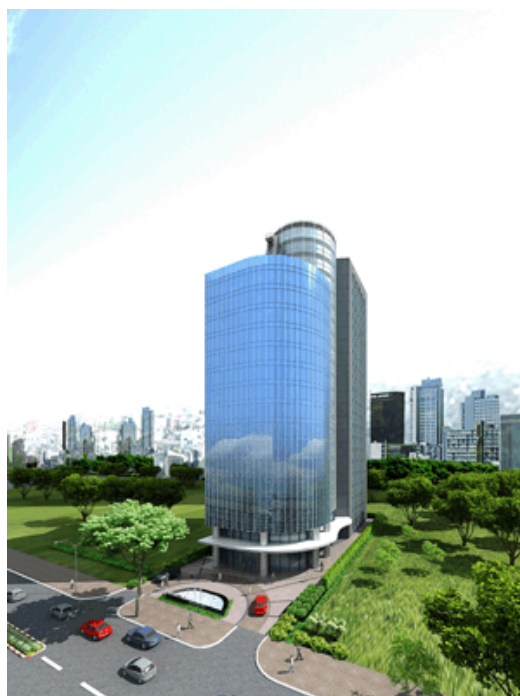




Bản đồ quy hoạch khu dân cư Phạm Gia



Phối cảnh dự án cao ốc SATIC's Long Sơn, quận 9

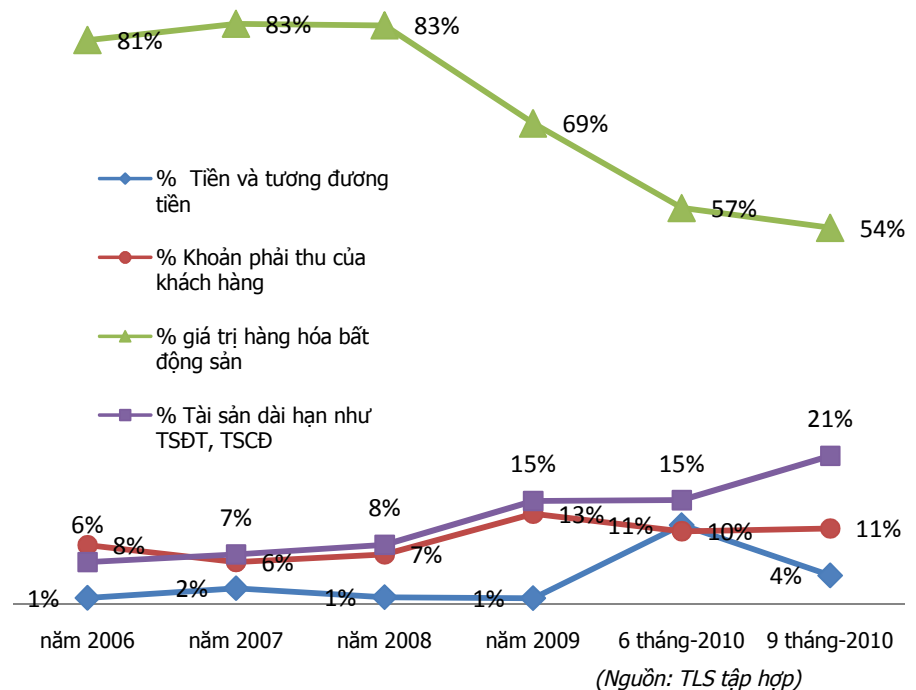


Phối cảnh cao ốc An Đông-Liksin, Quận 5

Do tình hình khó khăn hiện tại trên thị trường tiền tệ và trạng thái trầm lắng của thị trường Bất động sản thành phố Hồ Chí Minh gần đây, công ty đã có biện pháp nâng cao tỷ lệ của vốn chủ sở hữu trong tổng các nguồn vốn của công ty. Biểu đồ 3 thể hiện ba đường tỷ lệ phần trăm cho ba nguồn vốn chủ yếu: vốn cổ đông, nợ (ngân hàng) và nguồn khách hàng ứng tiền trước cho các sản phẩm bất động sản đăng ký mua. Ở đây xuất hiện xu thế ngược chiều giữa diễn biến nguồn vốn chủ sở hữu và nguồn vốn từ khách hàng trả tiền trước. Xu thế này minh chứng mức độ khó khăn trên thị trường bất động sản nói chung, và của công ty ITC nói riêng.

Một quan sát khác là qua sự thay đổi của cấu trúc tài sản của công ty ở cùng chu kỳ thời gian 2006-2010. Chúng tôi xác lập bốn phân loại tài sản chi tiết như là: các tài sản thanh khoản như tiền, các khoản phải thu của khách hàng (cả ngắn và dài hạn); các tài sản ở dạng tài sản bất động sản hàng hóa (bao gồm cả hàng tồn kho, và tiềm tàng hàng tồn kho- qua việc tính đến tài khoản ứng trước cho các đối tác khác trong phát triển dự án bất động sản), và các tài sản dài hạn của công ty trong tài sản đầu tư, tài sản cố định. Biểu đồ số 4 cho thấy công ty đã đẩy mạnh việc bán hàng hóa bất động sản từ năm 2009, và hiện đang ở trạng thái giữ tiền mặt tốt trong nửa đầu năm 2010.

**Biểu đồ 4: Phân tách % các mục tài sản của ITC trong thời gian (2006-2010)**



## Đầu tư vào các công ty liên kết để mở rộng thị trường các dự án bất động sản.

Theo báo cáo tài chính năm 2009, ITC duy trì danh mục đầu tư tài chính gồm 13 mục cơ bản. Trong số này, có 9 thương vụ đầu tư mà tỷ trọng sở hữu cổ phần đủ lớn để chuyển các công ty được đầu tư thành danh mục các công ty liên kết. Như lưu ý trong bảng 9, các hoạt động kinh doanh điển hình của các công ty liên kết đều liên quan đến ngành kinh doanh bất động sản. ITC mở rộng thị trường bằng cách này để tham gia vào các thị trường khác – thông qua các công ty liên kết để tham gia các dự án bất động sản mới tại các vùng địa lý mới.

### Quan hệ kinh doanh với công ty liên kết TNHH kinh doanh nhà và xây dựng Phạm Gia

Công ty Phạm Gia là chủ dự án khu dân cư Đa Phước-quận Bình Chánh. Công ty được thành lập năm 2002, và theo báo cáo tài chính Quý II-2010, ITC nắm giữ 46% tỷ lệ sở hữu vốn điều lệ của công ty. Cổ đông lớn khác của Phạm Gia là công ty cổ phần Quốc Cường Gia Lai (niêm yết trên sàn HOSE với mã QCG). QCG nắm giữ tỷ lệ sở hữu là 43,81% theo báo cáo tài chính năm 2009, nhưng đã giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 13,81% ở thời điểm quý III-2010.

Dự án khu dân cư Đa Phước, quận Bình Chánh có diện tích là 11.8 ha. Hệ số xây dựng của dự án tối đa ở mức 60%. Quy mô dự án bao gồm 420 lô đất liền kề và một số tòa chung cư cao tầng, với tổng diện tích sàn xây dựng dự tính ở mức 144 ngàn mét vuông. Khi đã chiếm tỷ lệ sở hữu chi phối trong công ty Phạm Gia, ITC và QCG sẽ là hai đơn vị phát triển dự án bất động sản chính cho dự án. Dự án đang được triển khai và Công ty ước tính sẽ hoàn thành hạ tầng vào cuối năm 2010.

*Quan hệ kinh doanh với công ty liên kết – công ty cổ phần sản xuất-thương mại và xây dựng Long Bình*

Long Bình là công ty nổi tiếng trong lĩnh vực sản xuất gạch ngói nung chất lượng cao và gốm mỹ nghệ xuất khẩu. Tuy nhiên, Long Bình còn hướng phát triển kinh doanh khác trong các cơ hội phát triển dự án bất động sản. Long Bình (SATIC) đang trong quá trình thực hiện chuyển đổi khu diện tích xưởng sản xuất cũ sang xây dựng chung cư để bán. Diện tích khu vực rộng 2,5 ha tại phường Long Bình, quận 9. Các dự án bất động sản khác bao gồm khu dân cư sinh thái rộng 2,5ha tại huyện Củ Chi và tòa cao ốc văn phòng 10 tầng tại phường 14, quận 5 ở trung tâm thành phố Hồ Chí Minh.

*Quan hệ kinh doanh với công ty liên kết – công ty cổ phần An Đông-Liksins*

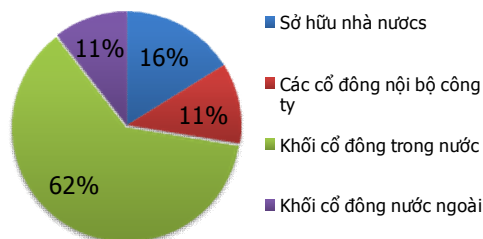
ITC nắm giữ 40% vốn điều lệ trong công ty cổ phần An Đông-Liksins. Các cổ đông lớn khác là tổng công ty LIKSIN và tổng công ty TICO. Kinh doanh chính của công ty liên kết này là đầu tư và các dịch vụ về bất động sản. Công ty An Đông-LIKSIN đầu tư dự án bất động sản chủ yếu vào các vị trí đất lại các quận trung tâm thành phố như quận 5 (diện tích đất dự án là 2400 m2), quận Tân Phú (diện tích đất dự án là 7900 m2). Các dự án chủ yếu là các chung cư cao tầng và các tòa cao ốc văn phòng. Tuy nhiên, đa số các dự án vẫn đang trong các giai đoạn chuẩn bị.

*Quan hệ kinh doanh với công ty liên kết – công ty cổ phần bê tông Hải Âu*

Bê tông Hải Âu trước kia là xí nghiệp trực thuộc ITC. Kể từ sau khi cổ phần hóa năm 2006, Công ty (ITC) vẫn nắm giữ tỷ lệ sở hữu 40,5% trong bê tông Hải Âu. Lĩnh vực kinh doanh chính của bê tông Hải Âu là các sản phẩm bê tông tươi thương phẩm và các cấu kiện bằng bê tông, dịch vụ xây dựng và thi công công trình-xây lắp cho ngành xây dựng. Với gốc gác lịch sử trên, ITC vẫn là khách hàng lớn của công ty Bê tông Hải Âu.

### Cấu trúc sở hữu cổ đông

**Biểu đồ 5: Cấu trúc cổ đông ITC (4-2010)**



(nguồn: ITC, TLStập hợp)

Theo công bố của công ty, vào thời điểm tháng 4-2010, hai cổ đông lớn nhất của ITC là tổng công ty địa ốc thành phố Hồ Chí Minh (RESCO) – tổng công ty nhà nước, với 16,5% tỷ lệ sở hữu và quỹ đầu tư nước ngoài- Vietnam Azalea Fund Limited (Mekong Capital) – chiếm tỷ lệ sở hữu 6,08%. Khối đầu tư nước ngoài đã giảm tỷ lệ sở hữu từ 23,8% trong quý III-2009 xuống còn tỷ lệ nắm giữ ở 10,5% tại thời điểm cuối quý I-2010. Điều này phản ánh sự thay đổi cái nhìn của khối đầu tư nước ngoài về công ty, và trái ngược với bối cảnh đầu tư trong năm 2007 trước đó. Trong năm đó, các nhà đầu tư nước ngoài đã tham gia mua 4,4 triệu cổ phiếu ITC với giá 90.000 VND cho một cổ phiếu, và chiếm tỷ lệ sở hữu là 22% trên vốn điều lệ công ty.



**Bảng 12: Danh mục đầu tư tài chính dài hạn của ITC**

| Thứ tự | Phân loại        | Dự án đầu tư  | Giá trị đầu tư (tỷ VND, 2009) | Tỷ trọng ITC sở hữu % | Kinh doanh điển hình của công ty được đầu tư   |
|--------|------------------|---|-------------------------------|-----------------------|--|
| 1      | đầu tư tài chính | Lien Viet Bank                                      | 51                            |                       |  |
| 2      | đầu tư tài chính | Quỹ tầm nhìn SSI                                    | 30                            |                       |  |
| 3      | đầu tư tài chính | Công ty cổ phần đầu tư và phát triển Gia Định (GDI) | 34                            | 5%                    | Gồm 3 cổ đông sáng lập: cty dệt-may Gia Định, công ty may Sài Gòn 3 và cty XD-TM-DV Khang Thông. GDI là chủ đầu tư của một số dự án bất động sản lớn.                  |
| 4      | đầu tư tài chính | Các danh mục nhỏ khác                               | 7,57                          |                       |  |
| 5      | đầu tư tài chính | Cty đầu tư và xây dựng Chánh Phú Hòa                | 26,35                         | 16%                   | Đầu tư và vận hành nghĩa trang Chánh Phú Hòa -190 ha.  |
| 6      | đầu tư tài chính | Công ty phát triển nhà Bắc Trung Nam                | 5,47                          | 11%                   | Tham gia vào dự án Phong Phú-Bình Chánh và dự án khu dân cư Nhơn Đức-Nhà Bè.   |
| 7      | đầu tư tài chính | Cty đầu tư và xây dựng điện Sài gòn.                | 5                             | 10%                   |  |
| 8      | công ty liên kết | Công ty TNHH thương mại và xây dựng Phạm Gia        | 150,97                        | 46%                   | Chủ đầu tư dự án khu dân cư Đa Phước-Bình Chánh. Cty khác là QCGL sở hữu 43,8%.  |
| 9      | công ty liên kết | Cty cổ phần SX-TM-XD Long Bình (SATIC)              | 21                            | 36%                   | SATIC sở hữu một số dự án bất động sản tại quận 5,9, huyện Củ Chi và tỉnh Tây Ninh. Quỹ đất ước tính 100-110 ha.   |
| 10     | công ty liên kết | Cty bất động sản Hiệp Phú                           | 26                            | 26%                   | QCGL chiếm phần sở hữu lớn nhất là 55%. Hiệp Phú là chủ đầu tư dự án cao ốc Hải Âu. ITC đã bán phần vốn trong cty Hiệp Phú cho QuocCuongGialai trong nửa đầu năm 2010. |
| 11     | công ty liên kết | Công ty vật tư và thiết bị du lịch                  | 17                            | 49%                   | Chủ đầu tư chung cư 27 tầng tại Pháp Vân-Tứ Hiệp, Hà Nội. Trụ sở hiện thời của công ty tại 26 đường Láng Hạ, Hà Nội.   |
| 12     | công ty liên kết | Cty đầu tư An Đông-Liksin                           | 16                            | 40%                   | Kinh doanh bất động sản và dịch vụ tại khu vực quận 5, thành phố Hồ Chí Minh.  |
| 13     | công ty liên kết | Cty bê tông Hải Âu                                  | 8,8                           | 41%                   | Sản xuất bê tông trộn sẵn và xây lắp dân dụng.   |

Nguồn: ITC, TLS tổng hợp

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

## Khối Nghiên Cứu

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.