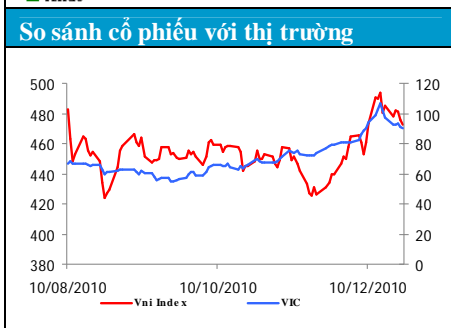


Ngày 24/12/2010	
Giá đóng cửa	90,000
P/E 2010	36.02
Giá mục tiêu	

Thông tin cơ bản	
Hoạt động kinh doanh chính	BDS
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,682
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	33,139
Sở hữu nước ngoài (%)	12.14
Sở hữu Nhà nước (%)	0.00
Tỷ lệ HĐQT và BKS (%)	26.6

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty	CTCP VINCOM - VIC
Khuyến nghị	QUAN SÁT

## Khuyến nghị đầu tư

Vincom là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực BĐS tại Việt Nam ở phân khúc trung tâm thương mại và căn hộ cao cấp. Với nhiều dự án đã, đang và dự kiến triển khai với quy mô lớn tọa lạc tại những vị trí đắc địa tại trung tâm các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh, doanh thu và lợi nhuận của VIC được dự báo sẽ có mức tăng trưởng đáng kể trong các năm tiếp theo.

Doanh thu giai đoạn 2010 - 2011 của VIC chủ yếu đến từ 3 dự án lớn là Vincom City Towers, Vincom Park Place và Vincom Center, ngoài ra còn có sự đóng góp của việc chuyển nhượng Vincom Financial Tower cuối 2010 và một phần nhỏ của Royal City. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng EPS 2010 và EPS 2011 công ty có thể đạt được lần lượt là 2,498 đồng và 2,146 đồng. Tính theo giá ngày 24/12/2010 là 90,000 đồng, P/E và P/B của cổ phiếu VIC lần lượt là 36.02x và 9.54x, đây là mức khá cao so với trung bình ngành cũng như cả thị trường. Mặc dù các dự án của VIC có quy mô lớn và tiềm năng cao, tuy nhiên mức giá hiện tại dường như đã phản ánh phần nào tiềm năng tăng trưởng trong tương lai từ các dự án này mang lại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên QUAN SÁT thêm đối với cổ phiếu VIC và đợi chờ nắm giữ ở một mức giá thích hợp hơn.

## Những điểm chú ý

- **VINCOM là một thương hiệu mạnh trên thị trường bất động sản Việt Nam, đặc biệt ở phân khúc trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và căn hộ cao cấp.**
- **Các dự án bất động sản của VIC tọa lạc trên những khu đất vàng của Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội với quy mô lớn.**
- **Các tòa nhà trung tâm thương mại đã đi vào hoạt động của Vincom đều đạt hiệu suất cho thuê 90%-98%.**
- **Kết thúc 9 tháng đầu năm 2010, với việc đưa vào khai thác các dự án Park Palace vào tháng 08/2009, Vincom Center từ 30/04/2010, doanh thu và lợi nhuận của Vincom đã có sự tăng trưởng khá đáng kể với 597.28 tỷ doanh thu và 189.87 tỷ lợi nhuận ròng, tương ứng mức tăng 208.7% về doanh thu và 11.7% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2009.**
- **Doanh thu và lợi nhuận từ 2012 trở đi kỳ vọng có nhiều tăng trưởng vượt bậc do 2 dự án Royal City và Eco City mang lại.**

	Q4-2009	Q1-2010	Q2-2010	Q3-2010	Q4-2010F	2010E	2011F
Doanh thu (triệu đồng)	1,766,613	104,359	183,274	309,645	599,540	1,196,818	2,134,194
Tăng trưởng yoy	2274.77%	70.76%	192.91%	343.67%	-66.06%	400.38%	8.09%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	68.09%	74.23%	69.39%	73.76%	48.00%	60.23%	57.52%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	50.59%	48.52%	64.40%	22.02%	165.96%	102.93%	52.81%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	896,846	56,308	116,997	69,365	997,402	1,240,072	1,145,753
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	616,854	33,327	105,370	51,176	730,065	919,938	790,167
Tăng trưởng yoy	10020.66%	226.16%	64.40%	-46.50%	18.35%	637.57%	-12.07%
EPS (Đồng)	3,090	91	286	139	1,983	2,498	2,146

- EPS năm 2010, 2011 tính trên 368 triệu cổ phiếu lưu hành

## THÔNG TIN CHÍNH



Tên công ty : Công ty Cổ phần VinCom  
 Mã giao dịch: VIC Sàn GD: HOSE  
 Tên viết tắt : VinCom  
 Địa chỉ : 191 Bà Triệu, Phường Lê Đại Hành, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội.  
 Điện thoại : 84-(4) 3974 99 99 Fax : 84-(4) 3974 88 88  
 Website : <http://www.vincomjsc.com> Email : [info@vincomjsc.com.vn](mailto:info@vincomjsc.com.vn)

### I/ GIỚI THIỆU CÔNG TY

#### **Quá trình hình thành và phát triển:**

Công ty Cổ phần Vincom, tiền thân là Công ty Cổ phần Thương mại Tổng hợp Việt Nam, được chính thức thành lập vào ngày 03/05/2002 với vốn điều lệ ban đầu là 196 tỷ đồng. Ngày 19/09/2007, 80 triệu cổ phiếu VIC của Vincom chính thức giao dịch trên HOSE. Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn thực hiện các dự án, VIC liên tục gia tăng vốn điều lệ qua các năm. Đến thời điểm hiện tại, vốn điều lệ của công ty đạt 3,682 tỷ đồng và là một trong những công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất hiện nay.

#### **Cơ cấu cổ đông:**

Các cổ đông chính của Vincom gồm những người Việt thuộc Tập đoàn Vingroup – Ukraina (trước đây có tên là Technocom), là Tập đoàn kinh tế lớn mạnh hàng đầu Ukraina, do người Việt sáng lập, làm chủ và điều hành. Bên cạnh việc tổ chức sản xuất sản phẩm thức ăn nhanh, Tập đoàn Vingroup tại Ukraina còn triển khai một số hoạt động đầu tư vào lĩnh vực dịch vụ và bất động sản. Vincom và Vinperland là 2 trong số các công ty con của Vingroup ở Việt Nam hiện tại.

Đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm chính là một trong những điểm mạnh góp phần đưa thương hiệu Vincom trở thành một thương hiệu mạnh trên thị trường bất động sản Việt Nam.

### II/ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

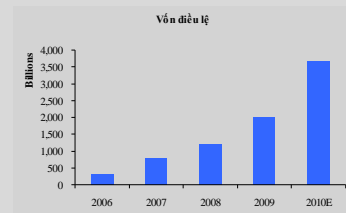
Định hướng trở thành tập đoàn đa ngành lấy BĐS làm hướng phát triển trọng tâm chiến lược và phân đầu trở thành thương hiệu hàng đầu của Việt Nam về đầu tư kinh doanh và quản lý BĐS, do vậy doanh thu hoạt động kinh doanh của VIC chủ yếu đến từ chuyển nhượng và cho thuê bất động sản.

#### **1. Phân tích doanh thu – lợi nhuận:**

Hoạt động	2009	%	9T 2010	%
Chuyển nhượng Bất động sản	1,662,956	84.22%	86,091	14.41%
Cho thuê văn phòng và các dịch vụ khác có liên quan	279,496	14.16%	497,821	83.35%
Kinh doanh chứng khoán	31,979	1.62%	20,784	3.48%
Khác	0	0.00%	-7,419	-1.24%
<b>Tổng cộng</b>	<b>1,974,431</b>	<b>100.00%</b>	<b>597,277</b>	<b>100.00%</b>

#### **Bất động sản:**

Với thành công được minh chứng bằng 3 dự án bất động sản lớn như tòa tháp đôi Vincom City Towers, tòa nhà Trung tâm thương mại và Căn hộ cao cấp Vincom Park Place tại Hà Nội, cụm tổ hợp Vincom Center tại trung tâm Quận 1 – Tp. HCM đều đạt hiệu suất cho thuê 90%-98% với mảng trung tâm thương mại, kết quả hoạt động kinh doanh và quản lý các tòa nhà tại Vincom trong thời gian qua rất khả quan và thương hiệu VINCOM mau chóng được đánh giá là một thương hiệu mạnh trong phân khúc trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và căn hộ cao cấp tại Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh. Những phân khúc trên cũng là những hoạt động sẽ mang lại nguồn doanh thu lâu dài và ổn định cho Vincom trong nhiều năm.



**Cổ đông chính gồm những người Việt thuộc Tập đoàn Vingroup – Ukraina.**

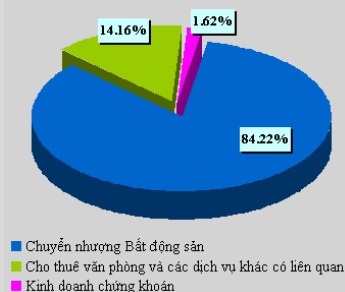
**Đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm.**

**Định hướng trở thành một trong những công ty bất động sản hàng đầu.**

**Doanh thu chủ yếu đến từ Bất động sản, ngoài ra còn có sự đóng góp từ hoạt động tài chính.**

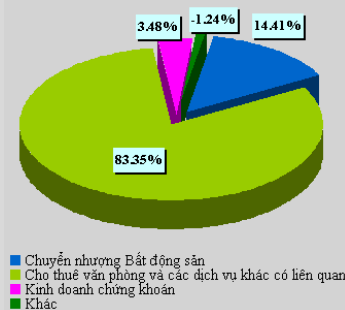
**Kết quả hoạt động kinh doanh và quản lý các tòa nhà tại Vincom trong thời gian qua đều đạt hiệu suất 90%-98% với mảng trung tâm thương mại.**

**Năm 2009 VIC ghi nhận hơn 1,662 tỷ từ chuyển nhượng căn hộ của Vincom City Towers.**



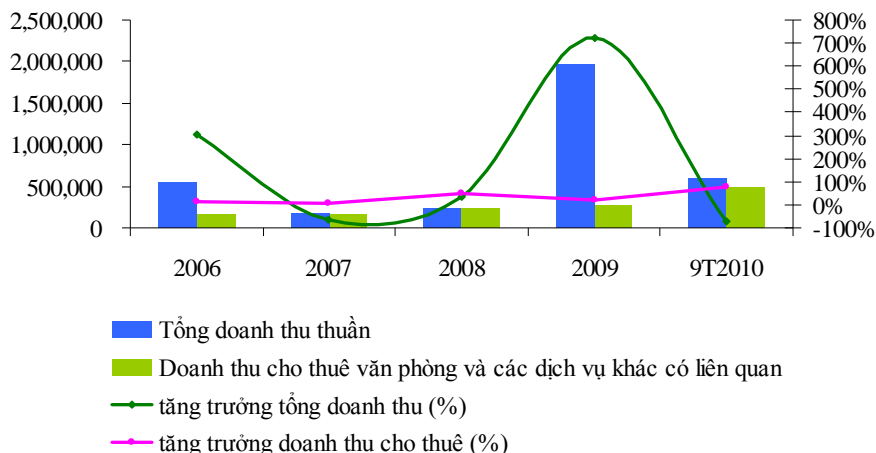
**Hoạt động cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại và các dịch vụ khác có liên quan vẫn tăng trưởng ổn định.**

**Doanh thu 9 tháng đầu năm 2010 chủ yếu đến từ cho thuê văn phòng và các dịch vụ khác liên quan.**



**Tổ hợp cao ốc Vincom City Towers luôn đạt được hiệu suất cho thuê trung bình ở mức cao (khoảng 98%).**

Năm 2009, doanh thu và lợi nhuận của VIC đã có sự tăng trưởng đột biến so với năm trước đó do khoản hạch toán thu được từ việc chuyển nhượng phần căn hộ của Vincom City Towers. Cụ thể, doanh thu năm 2009 của VIC đạt hơn 1,974 tỷ, tăng 725.51% so với năm 2008. Trong đó có đến hơn 1,662 tỷ doanh thu đến từ việc chuyển nhượng căn hộ của Vincom City Towers. Đi cùng với sự tăng trưởng trong doanh thu là mức tăng trưởng 620.5% về lợi nhuận ròng so với năm tài chính trước đó.



Hoạt động cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại và các dịch vụ khác có liên quan của VIC vẫn tăng trưởng ổn định với hiệu suất cho thuê các tòa nhà vẫn duy trì ở tỷ lệ cao và mức giá cho thuê không quá biến động. Từ năm 2008 đến nay, dù thị trường bất động sản nói chung vẫn trong tình trạng đóng băng cục bộ, giá cho thuê văn phòng thuộc cả 3 phân khúc đều trong xu hướng giảm ở cả Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, tuy nhiên giá cho thuê văn phòng của VIC lại không điều chỉnh giảm mạnh so với mặt bằng chung. Có thể lý giải điều này bởi các tòa nhà của VIC đều tọa lạc trên những vị trí vàng của các thành phố lớn, giao thông thuận tiện và cơ sở hạ tầng tốt cùng với lượng khách hàng ổn định.

Kết thúc 9 tháng đầu năm 2010, với việc đưa vào khai thác các dự án Park Palace vào tháng 08/2009, Vincom Center từ 30/04/2010, doanh thu và lợi nhuận của Vincom đã có sự tăng trưởng khá đáng kể với 597.28 tỷ doanh thu và 189.87 tỷ lợi nhuận ròng, tương ứng mức tăng 208.7% về doanh thu và 11.7% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2009. Với kết quả này, VIC đạt được 53.57% kế hoạch doanh thu và 75.05% kế hoạch lợi nhuận cả năm đã đề ra.

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2010 chủ yếu đến từ cho thuê văn phòng và các dịch vụ khác có liên quan với 497.8 tỷ, tương ứng với tỷ trọng hơn 83% tổng doanh thu thuần. Bên cạnh đó, quý 3 công ty có một khoản ghi nhận doanh thu 86 tỷ từ chuyển nhượng bất động sản. Theo báo cáo thuyết minh từ phía công ty, khoản doanh thu này đến từ việc công ty đã ghi nhận một lần doanh thu cho thuê văn phòng trong 50 năm.

#### Cập nhật một số dự án của VIC:

Tính đến thời điểm hiện tại, Vincom đang đưa vào hoạt động và khai thác 3 tòa nhà với quy mô lớn tọa lạc tại những vị trí đắc địa tại Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh bao gồm:

- Tòa nhà Vincom City Towers: Là tổ hợp 21 tầng gồm trung tâm thương mại \_ siêu thị \_ nhà hàng \_ văn phòng cho thuê với nhiều tính năng hiện đại, tòa nhà được xây dựng trên khu đất có tổng diện tích 6,713 m<sup>2</sup> tại khu vực có vị trí đắc địa của Hà Nội. Hiện nay, tỉ lệ khai thác tổ hợp tòa nhà Vincom City Towers vẫn tiếp tục được duy trì ở mức cao (xấp xỉ 98% đối với cả TTTM và văn phòng) và giá cho thuê vẫn ổn định (30\$/m<sup>2</sup> đối với văn phòng và 35\$/m<sup>2</sup> đối với TTTM) trong bối cảnh thị trường Bất động sản Việt Nam còn gặp nhiều khó khăn.

*Tòa tháp Vincom Park Palace đưa vào hoạt động và đóng góp vào doanh thu của VIC từ tháng 08/2009.*

*Dự kiến cả 2 dự án sẽ đóng góp gần 400 tỷ doanh thu và 300 tỷ lợi nhuận mỗi năm cho công ty.*

*Dự kiến quá trình đền bù khu A sẽ được hoàn thành vào cuối năm nay.*

*Vincom Center khai thác từ 30/4/2010 với hơn 90% diện tích mặt bằng bán lẻ được khách đặt thuê từ trước.*

*Khu căn hộ của Vincom Center sẽ không bán trong năm nay, thay vào đó công ty đẩy mạnh cho thuê dài hạn.*

*Nhiều dự án khác với quy mô lớn đang được triển khai.*

- Tòa tháp Vincom Park Place đã hoàn thiện và khai trương tháng 08/2009, gồm 3 tầng hầm, 25 tầng nổi, kết nối với toà tháp đôi Vincom City Towers đã tạo thành tổ hợp Vincom City Towers với văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, chung cư cao cấp đi kèm nhiều dịch vụ tiện ích cao cấp. Phần trung tâm thương mại đã đưa vào khai thác với tỷ lệ cho thuê xấp xỉ 98% và giá thuê khoảng 60\$/m<sup>2</sup>. Riêng phần căn hộ đã được bán và hạch toán vào doanh thu năm 2009 hơn 1,660 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng cả 2 tòa tháp Vincom City Towers và Vincom Park Place sẽ mang lại dòng thu nhập ổn định cho VIC trong nhiều năm tới với tỷ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức cao như hiện nay và giá cho thuê ít biến động. Dự kiến cả 2 dự án sẽ đóng góp gần 400 tỷ doanh thu và 300 tỷ lợi nhuận mỗi năm cho công ty.

- Dự án Eden: Toạ lạc tại trung tâm quận 1 Tp Hồ Chí Minh, dự án được xây dựng trên khu đất vàng của thành phố với diện tích đất tổng cộng 19,650 m<sup>2</sup> và chi phí đầu tư khoảng 8,000 tỷ, trong đó tổng chi phí về đất bao gồm chi phí đền bù giải phóng mặt bằng và chi phí khác về đất như dự kiến tiền sử dụng đất phải nộp cho nhà nước là 3,700 tỷ.

Dự án bao gồm 2 khu:

- o Khu A bao gồm dự án Khách sạn 5 sao - Văn phòng cao cấp - Trung tâm thương mại dịch vụ - Gara đỗ xe ngầm. (Eden A)
- o Khu B bao gồm cụm công trình Trung tâm thương mại - Dịch vụ - Khách sạn - Văn phòng - Căn hộ cao cấp - Bãi đậu xe ngầm với tổng diện tích đất 8,805.9 m<sup>2</sup>. (Eden B)

Dự án đã được khởi công xây dựng từ tháng 05/2008, hiện tại khu A vẫn đang trong quá trình đền bù giải tỏa, tuy gặp nhiều khó khăn song với sự hỗ trợ từ phía chính quyền, dự kiến quá trình đền bù sẽ được hoàn thành vào cuối năm nay với mức giá đền bù khoảng 8,500\$/m<sup>2</sup>.

Riêng khu Eden B của dự án đã được đưa vào khai thác từ 30/04/2010, trong đó khoảng 90% diện tích mặt bằng bán lẻ của khu Shopping Mall đã được lấp đầy. Khu trung tâm thương mại có diện tích hơn 57,700 m<sup>2</sup> hiện đang được cho thuê với giá thuê trung bình khoảng 70 – 120\$/m<sup>2</sup>. Khu văn phòng hạng A với tổng diện tích khoảng 75,000 m<sup>2</sup> do mới đưa vào hoạt động nên hiệu suất cho thuê chỉ đạt khoảng 40% và giá thực thuê ở tầm 35\$/m<sup>2</sup>. Trong thời điểm chênh lệch cung – cầu văn phòng cho thuê đang ngày một gia tăng và cạnh tranh ngày một gay gắt, chúng tôi chỉ kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của mảng văn phòng tại Vincom Center trong năm tới đạt tỷ lệ 50 – 60% và giá cho thuê ở mức 33 – 35\$/m<sup>2</sup>. Bên cạnh đó, khu căn hộ cao cấp, khu vực vui chơi, giải trí, ăn uống và tầng hầm để xe rộng gần 40,000m<sup>2</sup> cũng đóng góp một phần không nhỏ vào doanh thu của VIC trong năm nay và những năm kế tiếp. Đối với khu căn hộ Vincom Center, trong báo cáo trước đây chúng tôi có đưa ra một hồ nghi về chuyển công ty có thể bán các căn hộ này để tạo đột phá về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 như đã từng làm với Vincom City Towers năm trước đó. Tuy nhiên, với mức giá bán dự kiến trên 8,500\$/m<sup>2</sup>, việc tiêu thụ các căn hộ này hoàn toàn không phải là chuyện dễ dàng gì, nhất là trong bối cảnh thị trường bất động sản chưa có nhiều khởi sắc như hiện nay. Hơn thế nữa, với việc chuyển nhượng tòa nhà Vincom Financial Towers trong tháng 12 này, những hồ nghi trên có thể nói đã hoàn toàn tan biến, chúng tôi tin rằng VIC sẽ không chuyển nhượng khu căn hộ này trong năm nay và có thể trong năm tới cũng chưa. Thay vào đó, công ty đẩy mạnh việc cho thuê dài hạn và đối tượng nhắm tới là các doanh nhân nước ngoài đang làm việc lâu dài tại Việt Nam.

Ngoài ra VIC còn có một số dự án khác đang triển khai và hoàn thành như: Royal City (Hà Nội) với tổng đầu tư dự kiến khoảng 10,000 tỷ, Eco City (Hà Nội) với chi phí đầu tư lên đến 20,000 tỷ, Vincom Financial Tower, Vincom Plaza... Đây đều là những dự án với quy mô lớn về vốn đầu tư và có tính khả thi cao, dự kiến sẽ tạo nên một sự tăng trưởng vượt bậc về doanh thu và lợi nhuận cho VIC trong nhiều năm tới.



*Chuyển nhượng toàn bộ dự án Vincom Financial Tower trong năm 2010 thu về trên 1,400 tỷ.*

*Dự án Royal City được xem như một “thành phố Châu Âu” thu nhỏ giữa lòng Hà Nội với tổng vốn đầu tư trên 10,000 tỷ.*

*Thu hẹp đầu tư vào lĩnh vực tài chính để tập trung phát triển thế mạnh vốn có là Bất động sản.*

*Thu hẹp quy mô hoạt động của CTCP Chứng khoán Vincom.*

*Tham gia góp vốn thành lập và giữ cổ phần chi phối vào hàng loạt các công ty Bất động sản lớn.*

- Dự án Vincom Financial Tower với 31,300 m<sup>2</sup> sàn văn phòng cho thuê đã được hoàn thành và hiện đang trong quá trình thương lượng về giá bán. Tuy tọa lạc tại con phố tài chính nổi tiếng, tuy nhiên sự hiện diện của tòa tháp Bitexco vừa được khai trương cuối tháng 10 vừa qua đã tạo nên một áp lực cạnh tranh rất lớn cho tòa nhà này của Vincom trong bối cảnh thị trường văn phòng cho thuê nói chung không có nhiều khởi sắc vì chênh lệch cung cầu như hiện nay. Đó là một trong những nguyên nhân khiến ban quản trị Vincom quyết định chuyển nhượng toàn bộ dự án này cho đối tác. Hơn thế nữa, khoản tiền thu được từ dự án này sẽ được dùng để bổ sung vốn tập trung cho nhiều dự án khác dự kiến sẽ mang về hiệu quả cao hơn như Royal City hay Eco City. Như đã nói, việc chuyển nhượng này sẽ được hoàn tất ngay trong tháng 12 năm nay. Với giá chuyển nhượng khoảng 46 triệu/m<sup>2</sup>, tòa nhà Vincom Financial Tower có thể mang về cho VIC trên 1,400 tỷ doanh thu. Do đây là dự án liên doanh liên kết nên dự kiến toàn bộ lợi nhuận từ việc chuyển nhượng này sẽ được ghi nhận vào thu nhập tài chính của VIC ngay trong năm tài chính 2010.

- Dự án Royal City với tổng đầu tư ước tính trên 10,000 tỷ đồng được xem như một “thành phố châu Âu” thu nhỏ giữa lòng Hà Nội, đây là một khu đô thị đa chức năng thu nhỏ mang phong cách Châu Âu hiện đại với sự kết hợp của khu căn hộ cao cấp, khu TTTM hạng sang lớn nhất Việt Nam cùng với một hệ thống tiện ích và dịch vụ khép kín hoàn hảo như khu công viên nước trong nhà, khu sân băng, quần thể rạp chiếu phim, làng ẩm thực, bãi đỗ xe ngầm... và hệ thống trường học đủ các cấp.

Hiện tại, dự án đã hoàn thiện thi công phần móng và theo kế hoạch, toàn bộ các hạng mục của dự án sẽ được triển khai xây dựng và hoàn thiện đồng thời. Dự kiến, toàn bộ công trình sẽ được hoàn tất và đưa vào khai thác, sử dụng và bàn giao cho khách hàng trong năm 2013. Cập nhật đến cuối tháng 11/2010, 80% số căn hộ của 2 tòa căn hộ đầu tiên thuộc dự án Royal City đã được đăng ký mua và 60% diện tích TTTM Vincom Mega Mall (tương ứng với 140,000 m<sup>2</sup>) đã có khách hàng đăng ký thuê chỉ sau gần 1 tháng tiếp nhận đăng ký.

#### **Hoạt động tài chính:**

Không chỉ trong lĩnh vực BĐS, CTCP Vincom cũng nhắm đến đầu tư và phát triển trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng. Công ty CP CK Vincom với 75% sở hữu của công ty mẹ Vincom được thành lập vào tháng 2/2008 là bước đầu hiện thực hoá kế hoạch này. Tuy nhiên, ra đời trong bối cảnh thị trường chứng khoán trong nước còn gặp nhiều khó khăn bởi ảnh hưởng nặng nề bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu, cạnh tranh trong nước ngày một gay gắt hơn, hơn thế nữa tỷ lệ tự doanh cao đã khiến CTCK Vincom hoạt động không thực sự hiệu quả và liên tục không đạt được những chỉ tiêu từ phía công ty mẹ đề ra. Do vậy, vừa qua Vincom đã công bố thu hẹp đầu tư vào lĩnh vực tài chính để tập trung phát triển thế mạnh vốn có là Bất động sản mà bước đầu là thu hẹp quy mô hoạt động của CTCP Chứng khoán Vincom – VincomSC bằng cách đóng cửa sàn giao dịch tại Hà Nội của VincomSC và chuyển trụ sở chính vào TP HCM, tiến tới sẽ triển khai chuyển nhượng toàn bộ vốn cổ phần của mình tại VincomSC cho các đối tác có năng lực khác. Việc chuyển nhượng cổ phần của VincomSC từ Vincom cho các nhà đầu tư tiềm năng hiện vẫn chưa được công bố.

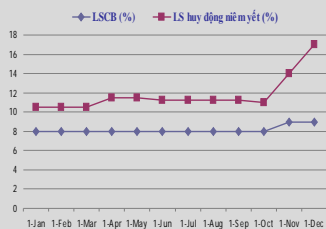
Trong định hướng chiến lược trở thành thương hiệu hàng đầu về sàn Bất động sản cao cấp tại Việt Nam hoạt động theo mô hình Tập đoàn, đến nay Vincom cũng đã hoàn thành cơ bản việc chuẩn bị cho công tác đầu tư hàng loạt các dự án mới ở Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội. Theo đó, Vincom đã tham gia góp vốn thành lập và giữ cổ phần chi phối vào hàng loạt các công ty Bất động sản lớn tại Hà Nội như CTCP Đầu tư và Địa ốc Hoàng Gia, CTCP Phát triển đô thị Nam Hà Nội, CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị Sài Đồng, Công ty TNHH BĐS Vietronics, CTCP Bất động sản Ngọc Việt.

*Các dự án quy mô lớn tại những vị trí đắc địa.*

*Đối mặt với nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh.*

*Chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ diễn biến thị trường bất động sản.*

#### Diễn biến lãi suất 2010



Nguồn: MNSC tổng hợp

#### Diễn biến tỷ giá 2010



Nguồn: MNSC tổng hợp

*Phân khúc trung tâm thương mại và thị trường bán lẻ được dự báo sẽ tiếp tục sôi động trong năm này và năm tiếp theo với giá thuê trung bình vẫn tiếp tục gia tăng.*

## 2. Các yếu tố ảnh hưởng:

Có thể nói lợi thế cạnh tranh dễ thấy nhất của VIC chính là sở hữu các dự án quy mô lớn và mang tính khả thi cao tại những vị trí đắc địa của các thành phố lớn như Hà Nội, Tp Hồ Chí Minh, Hải Phòng. Bên cạnh đó, khả năng huy động vốn tốt và uy tín thương hiệu mạnh đã góp phần tạo nên thành công cho các dự án của Vincom.

Tuy nhiên, do đặc thù ngành và những đặc trưng riêng của công ty, VIC cũng đối mặt với nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Chúng tôi điểm qua một số yếu tố lớn có mức ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của VIC bao gồm:

### Diễn biến thị trường bất động sản:

Như các doanh nghiệp bất động sản khác, hoạt động kinh doanh của VIC cũng chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ diễn biến thị trường bất động sản. Trong khi đó, sự trầm lắng của thị trường bất động sản lại phụ thuộc rất lớn vào biến động của nền kinh tế và các chính sách vĩ mô của Chính phủ. Nghị định 69 quy định về việc thu tiền sử dụng đất theo giá thị trường có hiệu lực từ 01/09/2010 đã gây không ít khó khăn cho các doanh nghiệp bất động sản trong khâu giải tỏa đền bù. Dự án Eden khu A của VIC phần nào bị ảnh hưởng bởi nghị định này đã nâng tổng chi phí về đất của công ty dự kiến từ 2,500 tỷ lên 3,700 tỷ.

### Lãi suất:

Như đã nói, các dự án của VIC có quy mô vốn đầu tư rất lớn, do vậy ngoài việc tăng vốn điều lệ để gia tăng nguồn vốn kinh doanh, VIC phải vay nợ từ nhiều tổ chức để đáp ứng đủ nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển các dự án mới của công ty. Tổng nợ tăng từ 4,399 tỷ năm 2008 lên 10,678 tỷ vào cuối năm 2009 và đạt 13,646 tỷ cuối quý III 2010, trong đó nợ dài hạn lên đến 10,311 tỷ và chiếm đến 75.55% trong tổng nợ. Công ty vẫn nghiêng về chính sách thâm dụng nợ với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản hơn 70%, tuy nó chứng tỏ khả năng huy động vốn của công ty là khá cao nhưng rủi ro biến động lãi suất sẽ ảnh hưởng đến công ty rất lớn. Mặt khác, sử dụng đòn bẩy tài chính quá nhiều sẽ làm đội chi phí lãi vay lên rất cao, nhất là trong bối cảnh lãi suất còn đang ở mặt bằng khá cao như hiện nay.

Ước tính với khoản nợ hiện tại, hàng năm VIC phải chi trả hơn 1,000 tỷ đồng mỗi năm để thanh toán lãi vay. Đồng thời, với 100 triệu đô trái phiếu chuyển đổi từ nay đến năm 2014, EPS của công ty sẽ bị pha loãng khá nhiều.

### Tỷ giá:

VIC có nhiều khoản vay bằng USD nên sự mất giá của đồng nội tệ trong thời gian gần đây sẽ ảnh hưởng nhiều đến chi phí tài chính của VIC. Tuy nhiên, khách hàng của VIC chủ yếu là các đối tác nước ngoài nên doanh thu tính bằng ngoại tệ của công ty là rất lớn, trong khi hầu hết chi phí của công ty là đồng Việt Nam, do vậy những biến động tỷ giá trong thời gian qua được xem là có lợi cho kết quả kinh doanh của Vincom.

## III/ TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

### Triển vọng ngành bất động sản:

Trải qua một năm 2009 đầy khó khăn do chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ cuộc khủng hoảng kinh tế trên phạm vi toàn cầu, năm 2010 nền kinh tế trong nước đã có nhiều tín hiệu chuyển biến khả quan. GDP 9 tháng đầu năm tăng 6.52% so với cùng kỳ, theo dự đoán của ADB và Bộ Công Thương, GDP cuối năm có thể đạt mức tăng trưởng 6.7% so với năm trước. Đây được xem là một tín hiệu phục hồi khá tích cực của kinh tế Việt Nam. Thị trường Bất động sản tuy vẫn còn trầm lắng sau tác động của cuộc khủng hoảng và những chính sách từ phía Nhà nước như thuế chuyển nhượng bất động sản và nghị định 69, 71 cùng thông tư 13, tuy nhiên được nhận định sẽ có những chuyển biến

*Vincom hoàn toàn có khả năng đạt được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đã đề ra.*

*EPS 2010 kỳ vọng đạt được là 2,498 đồng.*

*Sau năm 2012, các dự án Royal City và Eco City sẽ đóng góp phần lớn vào doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn.*

tích cực trong năm 2011. Phân khúc trung tâm thương mại và thị trường bán lẻ được dự báo sẽ tiếp tục sôi động trong năm này và năm tiếp theo với giá thuê trung bình liên tục gia tăng.

Theo dự báo từ các công ty kinh doanh bất động sản, đến năm 2013 tổng nguồn cung bán lẻ tại TP.HCM sẽ lên đến 740,000m<sup>2</sup>, tăng gấp ba lần so với hiện tại. Riêng năm 2010, bộ mặt của ngành bán lẻ thành phố sẽ có những thay đổi khi những trung tâm thương mại có diện tích lớn ra đời. Trong khi đó, nguồn cung mặt bằng bán lẻ khu vực ngoài trung tâm thành phố cũng sẽ tăng 50% trong năm 2010 và tăng gấp bảy lần trong năm 2013. Tuy nhiên, lượng cung hiện tại vẫn chưa đáp ứng đủ cầu khiến giá thuê trung tâm thương mại vẫn giữ ở mức cao trong vài năm tới.

#### ***Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2010 VÀ 2011 của VIC:***

Theo chúng tôi, Vincom hoàn toàn có khả năng đạt được kế hoạch về lợi nhuận công ty đã đề ra dựa trên tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê các tòa nhà vẫn khá ổn định. Đồng thời, một yếu tố có thể khiến lợi nhuận của VIC năm nay có được mức tăng trưởng đột biến và vượt xa kế hoạch đề ra là việc chuyển nhượng toàn bộ dự án Vincom Financial Tower như chúng tôi đã nêu trên. Dự kiến dự án này sẽ mang lại thêm khoảng 800 tỷ lợi nhuận gộp cho VIC và được hạch toán ngay trong quý 4 năm 2010. Trên cơ sở đó, chúng tôi đưa ra kỳ vọng về doanh thu và lợi nhuận ròng VIC có thể đạt được trong năm tài chính 2010 lần lượt là 1,196 tỷ và 920 tỷ, tương ứng đạt 191.46% kế hoạch doanh thu và 312.32% kế hoạch lợi nhuận. EPS 2010 kỳ vọng đạt được là 2,498 đồng.

Năm 2011, với việc ghi nhận đủ doanh thu và lợi nhuận từ việc cho thuê 3 tòa nhà hiện hữu là tòa tháp đôi Vincom City Towers, tòa nhà Trung tâm thương mại và Căn hộ cao cấp Vincom Park Place tại Hà Nội và cụm tổ hợp Vincom Center tại thành phố Hồ Chí Minh cùng một tỷ lệ nhỏ dự án Royal City, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng VIC có thể đạt là 2,134 tỷ và 790 tỷ, EPS tương ứng là 2,146 đồng.

Xét về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá rất cao tiềm năng tăng trưởng của Vincom với quỹ dự án lớn và mang tính khả thi cao. Sau năm 2012, các dự án Royal City và Eco City sẽ đóng góp phần lớn vào doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn, tạo nên những tăng trưởng rất mạnh mẽ cho thu nhập của cổ đông.

**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP VINCOM**

Đơn vị tính: Triệu đồng

<b>KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>180,195</b>	<b>239,180</b>	<b>1,974,446</b>	<b>1,196,818</b>	<b>2,134,194</b>
Giá vốn hàng bán	52,133	60,711	537,311	476,032	906,535
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>128,062</b>	<b>178,469</b>	<b>1,437,135</b>	<b>720,787</b>	<b>1,227,659</b>
Chi phí bán hàng	13,483	13,423	12,326	42,901	63,590
Chi phí quản lý DN	30,076	120,526	109,706	274,863	324,785
Lợi nhuận tài chính	240,121	98,825	66,798	828,821	287,770
<b>Lợi nhuận thuần HDKD</b>	<b>324,624</b>	<b>143,345</b>	<b>1,381,901</b>	<b>1,231,844</b>	<b>1,127,054</b>
Lợi nhuận khác	8,598	13,423	2,301	8,228	18,699
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>333,222</b>	<b>156,768</b>	<b>1,384,202</b>	<b>1,240,072</b>	<b>1,145,753</b>
Thuế thu nhập	64,425	30,773	282,465	354,969	286,438
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>269,351</b>	<b>124,725</b>	<b>898,642</b>	<b>919,938</b>	<b>790,167</b>
EPS	3,367	1,040	4,502	2,498	2,146

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011F</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3,179,823</b>	<b>6,021,566</b>	<b>14,313,365</b>	<b>26,871,592</b>	<b>31,147,145</b>
Tài sản ngắn hạn	2,534,874	2,373,804	7,528,408	14,399,418	16,179,150
Tiền và tương đương tiền	497,490	26,848	1,426,939	3,956,602	4,437,038
Khoản phải thu	285,684	489,254	1,007,794	1,779,249	1,995,297
Hàng tồn kho	136	25,180	14,403	124,215	170,561
Đầu tư dài hạn	76,511	937,969	1,446,724	2,952,871	3,592,799
Tài sản cố định	116,442	2,257,962	4,444,435	8,016,635	9,690,065
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,246,686</b>	<b>4,399,063</b>	<b>10,677,630</b>	<b>20,451,400</b>	<b>24,135,500</b>
Nợ ngắn hạn	199,769	1,102,096	1,466,893	3,966,164	4,448,523
Các khoản phải trả	199,769	480,096	1,224,605	2,058,825	2,309,584
Nợ dài hạn	1,046,917	3,296,967	9,210,737	16,485,236	19,686,977
Nợ khác	0	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,842,705</b>	<b>1,497,934</b>	<b>2,066,943</b>	<b>3,474,977</b>	<b>3,896,931</b>
Vốn điều lệ	800,000	1,199,832	1,996,272	3,682,131	3,682,131
Lợi nhuận sau thuế giữ lại	269,350	394,067	1,203,662	925,837	1,347,791
Lợi ích của cổ đông thiểu số	90,432	124,569	1,568,792	2,945,215	3,114,715
<b>Nguồn vốn</b>	<b>3,179,823</b>	<b>6,021,566</b>	<b>14,313,365</b>	<b>26,871,592</b>	<b>31,147,145</b>



BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2007	2008	2009	2010E	2011F
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>	<b>104,062</b>	<b>(61,596)</b>	<b>260,867</b>	<b>(1,745,184)</b>	<b>(1,134,144)</b>
Lợi nhuận sau thuế	269,351	124,725	898,642	919,938	790,167
Khấu hao	16,722	20,397	28,467	40,000	80,166
Thay đổi về vốn kinh doanh	(182,325)	(18,033)	(665,352)	(2,704,583)	(2,002,343)
Tiền mặt kinh doanh khác	314	(188,685)	(890)	(539)	(2,134)
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(1,772,257)</b>	<b>(2,593,570)</b>	<b>(5,558,004)</b>	<b>(2,636,984)</b>	<b>(3,954,016)</b>
Chi vốn đầu tư	109,650	(2,150,359)	(1,648,038)	(1,687,094)	(1,449,103)
FCF	213,712	(2,211,955)	(1,387,171)	(3,432,278)	(2,583,247)
Đầu tư bằng nguồn tiền khác	(2,095,619)	1,768,744	(2,522,795)	(949,890)	(2,504,913)
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>2,069,284</b>	<b>2,184,524</b>	<b>6,697,228</b>	<b>6,911,831</b>	<b>5,568,596</b>
Chi cổ tức	281,021	0	(54,596)	0	(368,213)
Chi quản lý tài chính khác	1,788,263	2,184,524	6,751,824	6,911,831	5,936,809
<b>Phát sinh tiền mặt trong kỳ</b>	<b>401,089</b>	<b>(470,642)</b>	<b>1,400,091</b>	<b>2,529,663</b>	<b>480,436</b>
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>96,401</b>	<b>497,490</b>	<b>26,848</b>	<b>1,426,939</b>	<b>3,956,602</b>
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>497,490</b>	<b>26,848</b>	<b>1,426,939</b>	<b>3,956,602</b>	<b>4,437,038</b>

PHÂN TÍCH TỶ LỆ	2006	2007	2008	2009	2010E
<b>Tăng trưởng(%)</b>					
Doanh thu	300.43%	-67.14%	32.73%	725.51%	-39.38%
Lợi nhuận gộp	276.78%	-64.09%	39.36%	705.26%	-49.85%
Lợi nhuận kinh doanh	359.92%	-4.16%	-55.84%	864.04%	-10.86%
Lợi nhuận ròng	401.67%	-21.65%	-53.69%	620.50%	2.37%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp biên	65.04%	71.07%	74.62%	72.79%	60.23%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	61.76%	180.15%	59.93%	69.99%	102.93%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	62.68%	149.48%	52.15%	45.51%	76.87%
ROA	50.97%	8.47%	2.07%	6.28%	3.42%
ROE	57.82%	14.62%	8.33%	43.48%	26.47%
<b>Cơ cấu nguồn vốn</b>					
Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu	13.44%	67.66%	293.68%	516.59%	588.53%
Tỷ lệ Nợ/ Tổng tài sản	11.85%	39.21%	73.06%	74.60%	76.11%
Tỷ lệ Nợ NH/ Tổng nợ	70.63%	16.02%	25.05%	13.74%	19.39%
<b>Phân tích tỷ lệ khác</b>					
Số ngày tồn kho	0	1	76	13	53
Số ngày phải thu	9	299	583	136	419
Số ngày phải trả	106	885	2,016	571	1,242

## KHUYẾN CÁO

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

## MNSC RESEARCH

Cố vấn	: Jerry Chen	<a href="mailto:jerry.c@capital.com.tw">jerry.c@capital.com.tw</a>
Trưởng phòng	: Tô Bình Quyền	<a href="mailto:quyen.to@miennamstocks.com.vn">quyen.to@miennamstocks.com.vn</a>
Chuyên viên phân tích	: Dương Thị Thu Thảo	<a href="mailto:thao.duong@miennamstocks.com.vn">thao.duong@miennamstocks.com.vn</a>
	: Đặng Thị Khánh Duyên	<a href="mailto:duyen.dang@miennamstocks.com.vn">duyen.dang@miennamstocks.com.vn</a>
	: Huỳnh Thị Diệu Linh	<a href="mailto:linh.huynh@miennamstocks.com.vn">linh.huynh@miennamstocks.com.vn</a>
	: Lê Thị Thạch Thảo	<a href="mailto:thao.le@miennamstocks.com.vn">thao.le@miennamstocks.com.vn</a>
	: Lê Thị Tú Uyên	<a href="mailto:uyen.le@miennamstocks.com.vn">uyen.le@miennamstocks.com.vn</a>

## LIÊN HỆ

**Phòng Phân tích – Công ty cổ phần chứng khoán Miền Nam**

Địa chỉ: 28 – 30 – 32 Nguyễn Thị Nghĩa, P. Bến Thành, Q.1, Tp.HCM.

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: [info@miennamstocks.com.vn](mailto:info@miennamstocks.com.vn)

Website : [www.mnsc.vn](http://www.mnsc.vn)