

Phạm Thanh Sơn
Analyst

Email: Son.PhamThanh@tls.vn
Mã CK: **VCG-** Sàn niêm yết: **HNX**

Khuyến nghị: **GIỮ**
Giá mục tiêu: **15.165 VND**

THỐNG KÊ CỔ PHIẾU

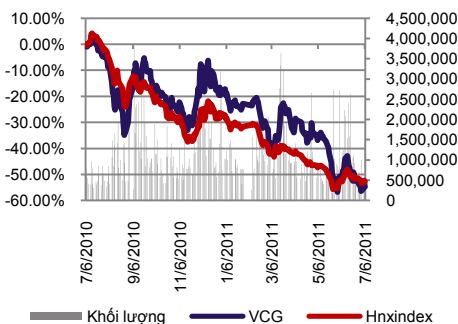
Giá ngày 08/07/2011 13.200 VND

Ngành: Xây dựng, vật liệu và kinh doanh bất động sản
Mô hình kinh doanh: Xây dựng, sản xuất công nghiệp và kinh doanh bất động sản

Thời điểm niêm yết	9/2008
Số cổ phiếu lưu hành	300.000.000
Vốn hóa (tỷ VND)	3.960
Cao nhất trong 52 tuần (VND)	32.440
Thấp nhất trong 52 tuần (VND)	12.700
Khối lượng trung bình 10 ngày	650.040
% thay đổi giá 1 tháng	-12,58
% thay đổi giá 3 tháng	-38,03
% thay đổi giá 6 tháng	-45,00
% thay đổi giá 12 tháng	-56,75
% Sở hữu nước ngoài	7,25
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49
Beta 6 tháng	1,15

Nguồn: TLS

Biến động giá của VCG & HNXINDEX



Nguồn: TLS

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ đồng)

	2009	2010	2011E
Tổng tài sản	27,239	31,687	34,798
Vốn chủ sở hữu	2,981	3,657	3,875
Doanh thu thuần	13,017	15,062	15,837
EBIT	434	1,043	1,222
LNTT	191	741	774
LNST	203	466	581
EPS(VND)	31	662	955
PE (x)	1.678,80	37.32	7.59
PB (x)	3.28	2.03	1.79
%tăng doanh thu	35.83%	15.71%	5.14%
% LN biên gộp	13.58%	14.54%	14.64%
% LN biên ròng	0.04%	1.32%	1.81%
ROE	4.54%	5.43%	7.39%
ROA	0.75%	0.63%	0.82%

Nguồn: TLS

VCG là đơn vị xây dựng và kinh doanh bất động sản đã có thương hiệu trên thị trường Việt Nam. Sau cổ phần hóa, VCG đã và đang tích cực thúc đẩy quá trình cơ cấu lại hoạt động theo hướng tập trung vào lĩnh vực có thể mạnh là Xây lắp và Phát triển kinh doanh bất động sản. Với những dự án lớn đang thực hiện, tiềm năng phát triển trong những năm tới là rất lớn. Với mức giá kỳ vọng là **15.165** đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu VCG.

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Năm 2006, VINACONEX được chọn là một trong những Tổng công ty Nhà nước đầu tiên thực hiện thí điểm cổ phần hóa toàn Tổng công ty. Sau cổ phần hóa, VCG đã phát triển nhanh thành Tổng công ty lớn, đến cuối năm 2010, tổng tài sản đạt 31.686 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 3.656 tỷ đồng, VCG đang đầu tư vào hơn 50 công ty con, công ty liên kết. Hiện tại VCG đang xây dựng chiến lược phát triển tập trung vào những thế mạnh là xây dựng và phát triển kinh doanh bất động sản.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

Quý 1 2011: Kết quả kinh doanh Công ty mẹ, doanh thu đạt 482 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 93,8 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 90,6 tỷ đồng, bằng lần lượt 99,5%, 104% và 123% so với cùng kỳ năm 2010.

Ngày 15/3/2011: Dự án Splendor bắt đầu chào bán căn hộ với giá dao động từ 36 đến 40 triệu đồng. Phương thức thanh toán 4 đợt, đợt 1 thanh toán 20% giá trị căn hộ.

Ngày 25/1/2011: Dự án Golden Silk (Kim Văn Kim Lũ) chính thức được khởi công, dự kiến với tổng mức đầu tư ban đầu trên 3.000 tỷ đồng, cung cấp hơn 350.000 m2 nhà ở.

Hết 2010: Kết quả kinh doanh hợp nhất Tổng công ty, doanh đạt 15.062 tỷ đồng, tăng trưởng 16%; lợi nhuận trước thuế đạt 740 tỷ đồng, tăng 287%; lợi nhuận sau thuế đạt 466 tỷ đồng, tăng 129% so với cùng kỳ năm 2009.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

VCG là một đơn vị lớn trong ngành xây dựng Việt Nam, uy tín và thương hiệu của VCG đã được khẳng định qua nhiều công trình quan trọng của quốc gia.

Dòng tiền bắt đầu được thu về từ những dự án bất động sản lớn đã được đầu tư trong những năm vừa qua như dự án NO5, Splendor. Doanh thu còn lại của dự án NO5 sẽ được ghi nhận hết trong năm 2011.

Hoạt động của các nhà máy sản xuất vật liệu xây dựng dần đi vào ổn định: Các dự án sản xuất lát liệu lớn sau thời gian xây dựng đang dần đi vào hoạt động ổn định, kỳ vọng đạt kết quả khả quan hơn như Xi măng Cẩm phả, Xi măng Yên Bình, Nhà máy nước sạch Vinaconex.

Có kinh nghiệm thực hiện các dự án BT, BOT: Với thương hiệu mạnh trong ngành xây dựng, VCG đang được chọn là chủ đầu tư các dự án hạ tầng theo phương thức BT, BOT. Đối lại, VCG được phát triển các dự án bất động sản khác, mang lại nguồn việc làm ổn định và dự án hấp dẫn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng các phương pháp định giá P/E và P/B. Mức giá kỳ vọng là **15.165** đồng/cổ phiếu. So với mức giá hiện tại là 13.200 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu VCG.

RỦI RO CHÍNH

Rủi ro kinh tế vĩ mô: Giá nguyên vật liệu đầu vào như thép và xi măng chịu áp lực tăng khiến cho chi phí xây dựng tăng. Điều này sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của VCG khi Tổng công ty có thể không thể tăng doanh thu để bù đắp phần chi phí gia tăng này do áp lực cạnh tranh và các hợp đồng xây dựng đã được ký. Ngoài ra, trong bối cảnh Chính phủ đang thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, tín dụng nói chung và tín dụng bất động sản nói riêng đang bị hạn chế, lãi suất cho vay ở mức cao. Điều này ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của Tổng công ty.

Đầu tư dàn trải: Là Tổng công ty nhà nước đầu tiên cổ phần hóa, sau 3 năm hoạt động VCG vẫn đang gặp phải những khó khăn nhất định trong việc cơ cấu lại hoạt động, đầu tư dàn trải, không tập trung, hiệu quả hoạt động chưa cao. Sẽ rất rủi ro nếu VCG không kiểm soát được tiến độ, chất lượng và chi phí đầu tư.

Tỷ lệ vay nợ lớn trong cơ cấu nguồn vốn, các khoản vay nợ này làm tăng gánh nặng chi phí hằng năm. Tổng công ty có khoản vay nợ bằng ngoại tệ hơn tính đến cuối năm 2010 là hơn 2.600 tỷ đồng, gánh chịu rủi ro tỷ giá khi tiền Đồng mất giá.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ đồng

Mô hình thu nhập	2010	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	15,062	15,837	17,421	19,395
Giá vốn hàng bán	-12,873	-13,518	-14,756	-16,359
Lợi nhuận gộp	2,189	2,319	2,664	3,036
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>14.54%</i>	<i>14.64%</i>	<i>15.29%</i>	<i>15.66%</i>
Thu nhập hoạt động khác	161	161	161	161
Chi phí bán hàng	-413	-396	-436	-485
Chi phí QLDN	-767	-713	-784	-873
Chi phí hoạt động khác	-128	-150	-286	-188
EBIT	1,043	1,222	1,320	1,652
Thu nhập từ đầu tư	924	998	783	686
Lãi vay ròng	-1,325	-1,549	-1,622	-1,618
Thu nhập ròng từ tài chính	-401	-551	-840	-932
Lợi nhuận trước thuế	741	774	995	1,057
Thuế thu nhập	-275	-194	-249	-264
Lợi nhuận sau thuế	466	581	746	793
Lợi ích của cổ đông thiểu số	267	294	309	324
Lợi nhuận của Công ty mẹ	199	287	437	468
EPS (Đồng)	662	955	1,866	1,982
<i>Tỷ lệ trả cổ tức</i>	<i>7%</i>	<i>12%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>

Báo cáo dòng tiền	2010	2011E	2012E	2013E
Lợi nhuận ròng	466	581	746	793
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	510	640	1,467	1,714
Thay đổi hàng tồn kho	-1,048	-302	-644	-635
Thay đổi khoản phải thu	-1,546	-228	-877	-982
Thay đổi khoản phải trả	1,436	373	334	1,437
Dòng tiền từ hoạt động KD	-181	1,063	1,027	2,327
Thay đổi TSCĐ hữu hình	-1,855	-789	-1,867	-2,466
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	-43	-29	-44	-49
Thay đổi đầu tư dài hạn	-43	-543	-822	-855
Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư	-1,940	-1,361	-2,733	-3,370

Cổ phần phát hành	1,168	0	1,000	0
Thay đổi các quỹ khác	316	0	0	0
Thay đổi các khoản nợ vay	797	141	401	822
Thay đổi nợ dài hạn	1,130	2,378	433	-197
Chia cổ tức cho cổ đông	-597	-360	-350	-400
Dòng tiền hoạt động T.chính	2,813	2,158	1,483	225
Dòng tiền thuần	692	1,860	-223	-818
Tiền mặt đầu kỳ	2,503	2,928	4,788	4,565
Tiền mặt cuối kỳ	2,928	4,788	4,565	3,747

Ước tính dòng tiền tự do				
Lợi nhuận ròng	466	581	746	793
Cộng thêm chi phí khấu hao	510	640	1,467	1,714
(-)/tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	-2,710	-531	-1,521	-1,617
(+) tăng VNNH	2,233	513	734	2,259
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-1,180	-789	-1,867	-2,466
Dòng tiền tự do	-680	415	-440	683

Bảng Cân Đối Kế Toán	2010	2011E	2012E	2013E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	2,928	4,788	4,565	3,747
Đầu tư tài chính	220	249	293	343
Khoản phải thu	6,696	6,839	7,636	8,502
Hàng tồn kho	6,710	7,012	7,656	8,291
Chi phí trả trước, TSNH khác	887	972	1,052	1,168
Tổng tài sản ngắn hạn	17,441	19,861	21,203	22,051
Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	12,018	12,807	14,674	17,140
Giá trị hao mòn	-2,120	-2,761	-4,228	-5,942
Tài sản cố định ròng	9,897	10,046	10,446	11,198
Tài sản và đầu tư dài hạn khác	4,349	4,891	5,713	6,568
Tổng tài sản	31,687	34,798	37,362	39,817

Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	4,350	4,491	4,891	5,713
Khoản phải trả	9,173	9,785	10,511	11,653
Nợ khác	3,245	3,006	2,613	2,909
Tổng vay nợ ngắn hạn	16,768	17,281	18,016	20,275
Vay nợ dài hạn	9,355	11,733	12,165	11,969
Vốn chủ sở hữu	3,657	3,878	5,274	5,667
Cổ phiếu thường	3,000	3,000	4,000	4,000
Quỹ đầu tư phát triển	426	426	426	426
Lợi nhuận giữ lại	-471	-250	146	539
Các quỹ khác	702	702	702	702
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,907	1,907	1,907	1,907
Tổng nguồn vốn	31,687	34,798	37,362	39,817

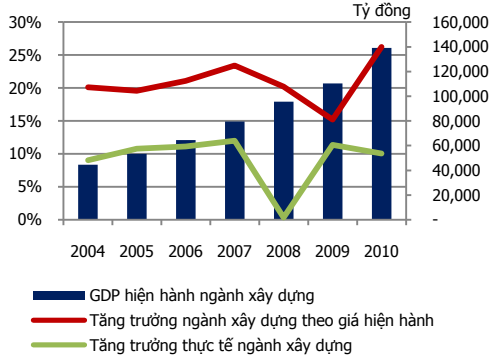
Tăng trưởng & tỷ suất (%)	2010	2011E	2012E	2013E
Tăng trưởng Doanh thu	15.71%	5.14%	10.00%	11.33%
Tăng trưởng EBIT	140%	17%	8%	25%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	3311%	44%	53%	7%
Tăng trưởng EPS	2005%	44%	95%	6%
Tỷ suất LN gộp	14.54%	14.64%	15.29%	15.66%
Tỷ suất EBIT	6.92%	7.72%	7.58%	8.52%

Các chỉ số				
ROE	5.43%	7.89%	7.89%	8.26%
ROA	0.63%	0.82%	1.17%	1.18%
Số ngày hàng tồn kho	190	189	189	185
Số ngày khoản phải thu	162	158	160	160
Số ngày khoản phải trả	260	264	260	260
Vay nợ ròng/VCSH	7.14	7.44	5.72	5.69

Định giá so sánh				
PB(x)	2.03	1.79	NA	NA
PE(x)	37.32	7.59	NA	NA
Lợi suất cổ tức				

Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị;
TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay
EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao
Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

GDP ngành xây dựng



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Ngành xây dựng và bất động sản

VCG có chiến lược tập trung phát triển lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Lĩnh vực xây dựng sẽ làm nền tảng để phát triển lĩnh vực bất động sản phát triển. Do vậy, sự phát triển ổn định của mảng kinh doanh xây dựng trên cơ sở ngành xây dựng phát triển ổn định sẽ tạo điều kiện cho mảng kinh doanh bất động sản của VCG phát triển, đón nhận những cơ hội trên thị trường bất động sản trong thời gian tới.

Ngành xây dựng phát triển ổn định

Trong những năm qua, cùng với sự phát triển của nền kinh tế, ngành xây dựng liên tục tăng trưởng và có đóng góp khá quan trọng vào tổng GDP của Việt Nam. Năm 2010, ngành đóng góp 7% GDP của cả nước. Từ năm 2004, tốc độ tăng trưởng của ngành luôn đạt trên 20% (ngoại trừ năm 2009 là 15%) nếu tính theo giá thực tế. Nếu tính theo giá so sánh năm 1994 (tức là loại trừ yếu tố lạm phát) thì con số này là trên 10% (ngoại trừ năm 2008 là 0.37%).

Mặc dù chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố như nguồn cung và giá nguyên vật liệu đầu vào, sự thăng trầm của thị trường bất động sản, v.v., ngành xây dựng vẫn là một ngành cơ bản phát triển khá ổn định của nền kinh tế. Đặc biệt là ở một nước đang phát triển như Việt Nam, nhu cầu xây dựng cơ bản gắn liền với quá trình phát triển nền kinh tế. Do vậy, triển vọng phát triển ngành xây dựng là khá ổn định và có thể duy trì mức tăng trưởng thực tế trên 10%, làm động lực cho sự phát triển kinh tế Việt Nam.

Nhu cầu bất động sản lớn, đặc biệt ở các đô thị lớn

Nhu cầu bất động sản tại Việt Nam, đặc biệt là ở các thành phố được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố quan trọng như quy mô dân số, cơ cấu dân số, tốc độ đô thị hóa, tỷ lệ di cư, thu nhập, v.v. Những yếu tố này đều tăng/cải thiện trong thời gian qua và tác động tích cực tới nhu cầu bất động sản.

Quy mô dân số và tốc độ đô thị hóa tại các thành phố lớn như Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh tăng cao qua các năm khiến cho cầu bất động sản. Tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi) tăng dần trong 2 thập kỷ qua, 56% năm 1989, 61% năm 1999 và 68% năm 2010. Đây là nhóm dân số có nhu cầu nhà ở và mua sắm lớn.

Thu nhập bình quân đầu người tăng đều qua các năm. Năm 2010, con số ước tính của cả nước 1.160 USD, của thành phố Hồ Chí Minh là 2.800 USD, Hà Nội là 1.900 USD. Theo đó khả năng chi trả của người dân dần được cải thiện, làm tăng cầu bất động sản.

Riêng đối với VCG, hiện Tổng công ty đang triển khai một số dự án bất động sản quan trọng như Splendor, Golden Silk (Kim Văn Kim Lũ) và Tây Mỗ - Đại Mỗ. Các dự án này đều thuộc những khu vực có nhu cầu bất động sản cao khi quy mô dân số ngày càng tăng tại Hà Nội. Trong 5 năm từ 2005 tới 2009, tốc độ dân số tại huyện Từ Liêm và quận Hoàng Mai cao nhất Hà Nội, lần lượt là 38% và 33%. Tốc độ cao này sẽ vẫn có thể tiếp tục khi quỹ đất phát triển bất động sản ở hai địa phương này còn nhiều.

VCG

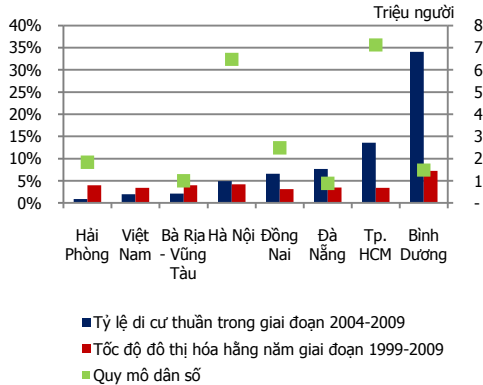
VCG là một đơn vị lớn trong ngành xây dựng Việt Nam, uy tín và thương hiệu của VCG đã được khẳng định qua nhiều công trình quan trọng của quốc gia, như Khu đô thị Trung Hòa Nhân Chính, Dự án mở rộng đường Láng Hòa Lạc, Trung tâm hội nghị quốc gia, Bảo tàng Hà Nội...

Là Tổng ty lớn đầu tiên được chuyển sang cổ phần, VCG đang đứng trước cơ hội phát triển mạnh mẽ. Hiện nay VCG với sự tư vấn của Credit Suisse đang thực hiện cơ cấu lại toàn bộ Tổng công ty theo hướng sẽ tập trung vào lĩnh vực xây lắp và bất động sản là hoạt động có thể mạnh, lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng sẽ từng bước cơ cấu theo hướng giảm bớt tỷ lệ tham gia.

Các dự án bất động sản lớn, có vị trí đặc địa tại Hà Nội. Sau thành công của dự án Trung hòa - Nhân Chính, VCG hiện đang tiếp tục thực hiện các dự án như: dự án Splendor với tổng diện tích 264 ha, nằm ngay trên trục đường Láng Hòa Lạc; Dự án Tây Mỗ - Đại Mỗ đang được triển khai nghiên cứu lập quy hoạch. Đây đều là những dự án lớn hứa hẹn tiềm năng phát triển và hiệu quả cao trong những năm tới. Các công ty con cũng có những dự án bất động sản đáng chú ý như Golden Silk, Khu chung cư hỗn hợp văn phòng của VC1 v.v.

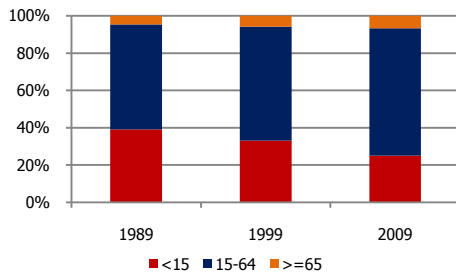
Dòng tiền bắt đầu được thu về từ những dự án bất động sản lớn đã được đầu tư trong suốt một thời gian dài những năm vừa qua như dự án cụm nhà ở cao cấp kết hợp văn phòng N05, dự án

Dân số, đô thị hóa và di cư tại một số tỉnh



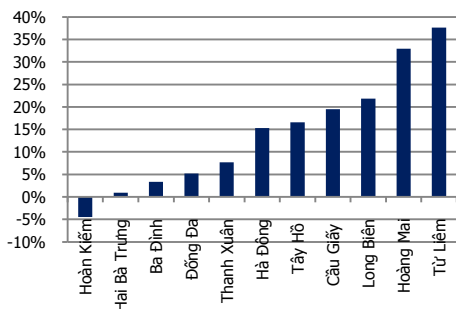
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Cơ cấu dân số Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Tốc độ tăng dân số, các quận/huyện của Hà Nội



Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Splendor. Năm 2011, doanh thu còn lại của dự án N05 dự kiến sẽ được ghi nhận hết. Dự án Splendor bắt đầu chính thức chào bán căn hộ từ ngày 15/3/2011.

Trong 3 năm qua, doanh thu bất động sản của VCG tăng dần, từ 512 tỷ đồng năm 2008 lên 1.905 tỷ đồng năm 2009 và 2.650 tỷ đồng năm 2010.

Năm 2011 và các năm tiếp theo, theo chúng tôi các dự án của VCG cũng như các công ty con tiếp tục được đẩy mạnh và đảm bảo đủ điều kiện kinh doanh theo quy định của nhà nước. Việc ghi nhận doanh thu từ các dự án như N05, Splendor sẽ mang giá trị doanh thu và lợi nhuận lớn hơn. Trong khi đó các dự án của VC1, VC2, VC3, VC9, XMC, v.v. đang đi vào giai đoạn kinh doanh cũng hứa hẹn mang lại doanh thu và lợi nhuận lớn.

Hoạt động của các nhà máy sản xuất vật liệu xây dựng dần đi vào ổn định: Các dự án sản xuất vật liệu lớn sau thời gian xây dựng đang dần đi vào hoạt động ổn định, kỳ vọng đạt kết quả tốt như Xi măng Cẩm Phả, Xi măng Yên Bình, Nhà máy nước Sông Đà.

Nhà máy xi măng Cẩm Phả đã đi vào hoạt động từ đầu năm 2009. Ngay năm đầu tiên nhà máy đã hoạt động ổn định và đạt 95% công suất thiết kế, sản lượng sản xuất và tiêu thụ đạt 2,1 triệu tấn xi măng và 1,8 triệu tấn Klinker, doanh thu đạt 2.300 tỷ đồng. Với việc hoạt động ban đầu đạt hiệu suất cao, sản phẩm được thị trường chấp nhận, hiệu quả của nhà máy xi măng Cẩm Phả sẽ dần được cải thiện.

Hoạt động của nhà máy sản xuất đá ốp lát cao cấp Vinaconex tiếp tục phát triển và đạt hiệu quả cao.

Có kinh nghiệm thực hiện các dự án BT, BOT: Với thương hiệu mạnh trong ngành xây dựng, VCG đang được chọn là chủ đầu tư các dự án hạ tầng theo phương thức BT, BOT. Đối lại VCG được phát triển các dự án bất động sản khác, mang lại nguồn việc làm ổn định và dự án hấp dẫn.

Điểm đến của một số nhà đầu tư chiến lược lớn: Một số nhà đầu tư tổ chức lớn như Viettel, Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam, Ngân hàng Kỹ thương lựa chọn VCG là địa chỉ đầu tư dài hạn. Hiện tại Viettel đang nắm giữ trên 18% cổ phần của VCG. Điều này cũng thể hiện mức hấp dẫn của cổ phiếu VCG, cũng như những hỗ trợ lớn từ các cổ đông chiến lược của VCG.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro kinh tế vĩ mô: Hiện có những bất ổn kinh tế vĩ mô có thể ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh của VCG.

Giá nguyên vật liệu đầu vào như thép và xi măng chịu áp lực tăng khiến cho chi phí xây dựng tăng. Áp lực này đang hiện hữu khi giá các mặt hàng thiết yếu trong nước tăng như xăng dầu, điện, v.v., và Hoa Kỳ duy trì chính sách đồng đô la yếu khiến giá nguyên nhiên vật liệu trên thế giới tăng. Điều này sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của VCG khi Tổng công ty có thể không thể tăng doanh thu tương ứng để bù đắp phần chi phí gia tăng này do áp lực cạnh tranh và các hợp đồng xây dựng đã được ký.

Ngoài ra, trong bối cảnh Chính phủ đang thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, tín dụng nói chung và tín dụng bất động sản nói riêng đang bị hạn chế, lãi suất cho vay ở mức cao, khả năng huy động vốn của Tổng công ty sẽ bị ảnh hưởng.

Đầu tư dàn trải: Là Tổng công ty nhà nước đầu tiên cổ phần hóa, sau 3 năm hoạt động VCG vẫn đang gặp phải những khó khăn nhất định trong việc cơ cấu lại hoạt động, đầu tư dàn trải vào những lĩnh vực mà Tổng công ty không có thế mạnh và chuyên môn sâu, không tập trung, hiệu quả hoạt động chưa cao.

Hiện tại VCG tham gia góp vốn vào hơn 50 công ty, trong đó có 42 công ty con, 10 công ty liên doanh/liên kết, và các khoản đầu tư dài hạn khác. Các công ty con hoạt động trong nhiều lĩnh vực từ xây dựng, kinh doanh bất động sản, sản xuất vật liệu xây dựng, sản xuất công nghiệp, năng lượng cho đến cung cấp các dịch vụ về lao động, du lịch, nhà hàng và kinh doanh thương mại.

Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bất động sản chưa cao: Hoạt động kinh doanh bất động sản là lĩnh vực hứa hẹn mang lại doanh thu và lợi nhuận lớn cho VCG, tuy nhiên có thể thấy các dự án của VCG triển khai đầu tư trong thời gian dài, nguồn vốn hạn hẹp nên hiệu quả chưa cao do phải sử dụng chi phí vay nợ cao và thời điểm kinh doanh chưa thực sự tốt. Năm 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực bất động sản công ty mẹ và hợp nhất mặc dù được cải thiện ở mức 25%-28% nhưng vẫn thấp hơn so với nhiều doanh nghiệp trong ngành.

Hoạt động xây lắp mang lại doanh thu lớn, năm 2008 hoạt động này của công ty mẹ mang lại lợi nhuận gộp âm, cho thấy mặc dù giá trị xây lắp lớn, doanh thu nhiều nhưng chi phí là không nhỏ. Năm 2010, tình hình này được cải thiện, tuy nhiên vẫn ở mức thấp, công ty mẹ là 2,34%, trong khi hợp nhất là 7,48%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp	2008		2009		2010	
	C.ty mẹ	Hợp nhất	C.ty mẹ	Hợp nhất	C.ty mẹ	Hợp nhất
Xây dựng	-2,88%	4,74%	2,28%	8,77%	2,34%	7,48%
Bất động sản		19,22%	20,29%	20,24%	24,50%	27,66%
Sản xuất công nghiệp	11,70%	14,73%		18,77%		24,69%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Lĩnh vực sản xuất xi măng đang gặp phải thực trạng cung vượt cầu: Mặc dù sản phẩm của Xi măng Cẩm phà, Xi măng Yên bình đã được thị trường chấp nhận, sự cạnh tranh gay gắt trong điều kiện giá điện, nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, chi phí khấu hao lớn, lãi vay tăng và biến động tỷ giá là những vấn đề ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động.

Tỷ lệ vay nợ lớn trong cơ cấu nguồn vốn: Trong điều kiện chi phí vay nợ cao, các khoản vay nợ này làm tăng gánh nặng chi phí. Nhất là các khoản nợ bằng ngoại tệ lên đến hơn 2.600 tỷ đồng tính đến cuối năm 2010 phải chịu rủi ro tỷ giá. Vay nợ tiếp tục tăng lên nhằm tài trợ cho các dự án làm cho rủi ro tài chính tăng cao.

Hệ số nợ vay

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Nợ dài hạn/TTS	0,47	0,4	0,3	0,3
Nợ NH/TTS	0,39	0,48	0,53	0,53
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	9,32	12,26	7,64	7,14

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng các phương pháp định giá P/E và P/B. Các phương pháp này được tính toán trên cơ sở các giả định được xây dựng về hoạt động sản xuất kinh doanh của VCG trong năm 2011, cụ thể như sau:

Doanh thu

Năm 2011, hoạt động xây lắp của Tổng công ty sẽ gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh thắt chặt đầu tư công theo chủ trương của Chính phủ và giá vật liệu đầu vào tăng cao. Tổng công ty đã tiến hành rà soát các dự án đầu tư nhằm hoãn và giãn tiến độ các dự án đầu tư. Theo đó, có 72 trên tổng số 134 dự án bị điều chỉnh tiến độ với tổng giá trị đầu tư cắt giảm là 1.206 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất năm 2011 của VCG sẽ giảm nhẹ so với năm 2010, ở mức 7.100 tỷ đồng.

Năm 2011, hoạt động sản xuất công nghiệp của Tổng công ty dự kiến cũng gặp nhiều khó khăn. Những diễn biến không thuận lợi trên thị trường bất động sản, đặc biệt là phân khúc căn hộ, và việc cắt giảm đầu tư công tại các dự án xây dựng là những yếu tố có ảnh hưởng không tốt đến nhu cầu các sản phẩm công nghiệp của Tổng công ty như xi măng và các loại vật liệu xây dựng khác, khiến áp lực cạnh tranh trong lĩnh vực này sẽ ngày càng gia tăng. Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất từ hoạt động sản xuất công nghiệp trong năm 2011 sẽ giảm khoảng 10% so với năm 2010, ở mức 1.042 tỷ đồng.

Lĩnh vực kinh doanh bất động sản có khả năng mang lại doanh thu tăng khá so với năm 2010. Trong năm 2011, Tổng công ty sẽ hạch toán toàn bộ phần doanh thu còn lại của dự án N05. Ngoài ra, các dự án bất động sản khác của công ty mẹ và các công ty con cũng dự kiến sẽ mang lại doanh thu như Trung tâm thương mại chợ Mơ, Dự án khu hỗn hợp nhà ở văn phòng cao cấp Vinaconex1 – Hà Nội của VC1, Dự án 310 Minh Khai – Hà Nội của VC3, Dự án Ngõ Thị Nhậm – Hà Nội của XMC, Dự án Kim Văn – Kim Lũ (Golden Silk) – Hà Nội của VC2, v.v. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường bất động sản không thuận lợi trong năm nay, mảng kinh doanh này của VCG cũng sẽ gặp những khó

khẩn nhất định. Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất từ hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ đạt khoảng 3.180 tỷ đồng trong năm 2011.

Doanh thu lĩnh vực khác được dự báo tăng 10% so với năm 2010, đạt khoảng 4.500 tỷ đồng.

Giá vốn hàng bán

Năm 2011, giá nguyên vật liệu tăng cao đầu vào tăng cao, giá các mặt hàng cơ bản trong nước cũng tăng như điện, xăng dầu, v.v. Mặc dù Tổng công ty có những biện pháp làm giảm gánh nặng lên giá vốn hàng bán cho hoạt động xây dựng như dự trữ nguyên vật liệu, đàm phán tăng giá xây dựng với chủ đầu tư, v.v., nhưng áp lực lên giá vốn vẫn đáng kể. Chúng tôi giả định biên giá vốn lĩnh vực xây dựng là 93% trong năm nay.

Đối với lĩnh vực sản xuất công nghiệp, biên giá vốn trong năm 2011 được giả định là 76%. Biên giá vốn của hoạt động kinh doanh bất động sản được giả định là 73%.

Một số giả định khác

Mặc dù việc tăng vốn điều lệ lên 5.000 tỷ đồng là cần thiết để giảm áp lực nợ vay của Tổng công ty, đưa hệ số đòn bẩy tài chính dần về mức an toàn và tài trợ cho các dự án lớn của Tổng công ty, đặc biệt là các dự án bất động sản. Tuy nhiên, trong điều kiện kinh tế vĩ mô và thị trường tài chính không thuận lợi, kế hoạch tăng vốn này sẽ gặp khó khăn. Chúng tôi giả định Tổng công ty chưa tiến hành tăng vốn được trong năm 2011 mà phải đợi đến năm 2012.

Năm 2011, doanh thu từ hoạt động tài chính được dự báo là khoảng 997 tỷ đồng. Trước áp lực giảm gánh nặng nợ vay, bù đắp cho hoạt động xây dựng gặp khó khăn trong năm nay, và thực hiện lộ trình tái cấu trúc hoạt động kinh doanh, Tổng công ty dự kiến sẽ thoái vốn tại các công ty thành viên và tập trung vào những hoạt động có thể mạnh. Ngoài nguồn thu từ hoạt động thoái vốn, doanh thu tài chính còn đến từ lãi tiền gửi, cổ tức, lãi chênh lệch tỷ giá và các hoạt động tài chính khác.

Chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2011 giảm xuống 4,5% so với tổng doanh thu so với mức 5,5% trong năm 2010 do Tổng công ty phải quản lý chặt chi phí trong điều kiện chi phí đầu vào tăng. Chi phí bán hàng ở mức 2,5% so với tổng doanh thu.

Năm 2011, thuế thu nhập doanh nghiệp được giả định ở mức 25%.

Kết quả định giá

Chúng tôi sử dụng các phương pháp định giá P/E và P/B để định giá cổ phiếu VCG, dựa trên cơ sở so sánh với một số công ty có quy mô lớn trong ngành xây dựng và bất động sản. Chúng tôi sử dụng số liệu trung bình của các hệ số P/E và P/B quá khứ của các công ty này để áp dụng cho VCG.

STT	Mã chứng khoán	P/E	P/B
1	CTD	6,09	1,14
2	DIG	4,45	0,88
3	HAG	8,92	2,03
4	IJC	4,03	0,95
5	ITA	6,03	0,72
6	KBC	6,18	1,50
7	PVX		1,17
8	QCG	6,26	1,00
9	SJS	8,90	1,92
10	VIC	19,54	6,54
Trung bình		7,59	1,79

Từ những giả định trên và dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành dự kiến trong năm 2011 là 300 triệu cổ phiếu, chúng tôi có kết quả dự phóng năm 2011 EPS là 955 đồng, giá trị sổ sách trên cổ phiếu là 12.925 đồng, và các kết quả định giá như sau:

Phương pháp	Giá cổ phiếu VCG (Đồng)	Trọng số
P/E	7.256	50%
P/B	23.075	50%
Trung bình	15.165	

Mức giá kỳ vọng là **15.165** đồng/cổ phiếu. So với mức giá hiện tại là 13.200 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu VCG.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng

Doanh thu	2010	Tăng trưởng so với 2009
Tổng	15.062	16%
Xây dựng	7.151	0,1%
Sản xuất công nghiệp	1.158	-64%
Bất động sản	2.650	39%
Khác	4.103	443%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Tăng trưởng doanh thu của VCG trong năm 2010 đạt khá ở mức 16%. Doanh thu lĩnh vực xây lắp tăng không đáng kể (10 tỷ đồng) so với năm trước, đạt gần 7.151 tỷ đồng. Năm 2010, VCG hoàn thành nhiều công trình xây dựng trọng điểm, trong đó có những công trình kỷ niệm 1000 năm Thăng Long như Bảo tàng Hà Nội, Đại lộ Thăng Long, Khu luyện tập vận động viên cao cấp – Mỹ Đình, Dự án Thủy điện Cửa Đạt, Thủy điện Buôn Kuốp, Buôn Tua srah, v.v. Doanh thu từ lĩnh vực bất động sản tăng 39%, đạt 2.651 tỷ đồng, từ các dự án VCG đang thực hiện là N05 và một phần đến từ các dự án mà các công ty con của VCG làm chủ đầu tư như dự án 310 Minh Khai của VC3, Dự án khu nhà hỗn hợp Văn phòng, trung tâm thương mại và căn hộ cao cấp của VC1, Ngõ Thì Nhậm của XMC, v.v.

Điều đáng lưu ý là tỷ trọng doanh thu lĩnh vực xây lắp giảm dần, từ 76% trong năm 2008 xuống 47% trong năm 2010, và tỷ trọng doanh thu lĩnh vực bất động sản tăng dần, từ 5% trong năm 2008 lên 18% năm 2010. Điều này phù hợp với chiến lược tái cơ cấu của Tổng công ty, tập trung vào hai lĩnh vực hoạt động chính này. Tăng trưởng cao của lĩnh vực bất động sản sẽ giúp đảm bảo tăng trưởng của cả Tổng công ty khi tăng trưởng của lĩnh vực xây lắp trong tương lai sẽ không cao.

Chi phí

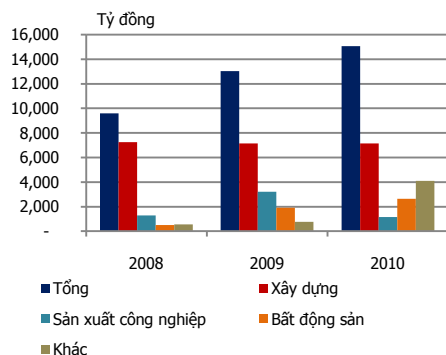
Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Doanh thu	7.048	9.583	13.017	15.062
Giá vốn hàng bán	6.086	8.884	11.250	12.873
Tỷ lệ so với doanh thu	86,3%	92,7%	86,4%	85,5%
Chi tài chính	250	306	687	1.325
Tỷ lệ so với doanh thu	4%	3%	5%	9%
Chi phí bán hàng	60	98	336	413
Tỷ lệ so với doanh thu	0,9%	1,0%	2,6%	2,7%
Chi phí hành chính, quản lý doanh nghiệp	354	502	598	767
Tỷ lệ so với doanh thu	5,0%	5,2%	4,6%	5,1%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Chi phí bán hàng và chi phí hành chính, quản lý doanh nghiệp khá ổn định, cho thấy Tổng công ty quản lý khá chặt chẽ chi phí gián tiếp nhằm tăng hiệu quả hoạt động.

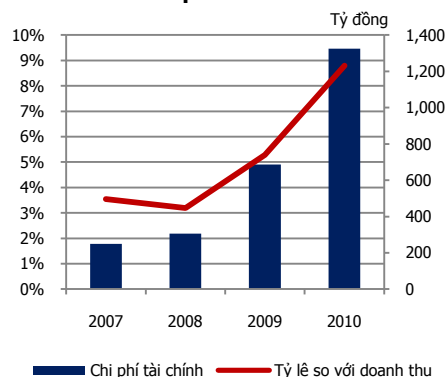
Điều đáng lưu ý là chi phí tài chính đã tăng mạnh lên tới 9% tổng doanh thu trong năm 2010. Tỷ lệ nợ cao và mặt bằng lãi suất cao và biến động tỷ giá trong năm 2010 là nguyên nhân cho sự gia tăng

Doanh thu theo lĩnh vực hoạt động



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Chi phí tài chính



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

manh này. Ngoài ra, Tổng công ty có khoản nợ ngoại tệ tính đến cuối năm 2010 lên tới hơn 2.600 tỷ đồng. Cụ thể, chi phí lãi vay tăng từ 592,4 tỷ đồng năm 2009 lên 908,8 tỷ đồng năm 2010, lỗ chênh lệch tỷ giá tăng từ 93,4 tỷ đồng năm 2009 lên 318 tỷ đồng năm 2010.

Giá vốn hàng bán năm 2010 được cải thiện so với năm 2009, khoảng 85.5%. Tuy nhiên, kết quả này là do sự đóng góp của lĩnh vực bất động sản và sản xuất công nghiệp khi giá vốn hàng bán của các lĩnh vực này dần được cải thiện trong những năm qua. Trong khi đó giá vốn của lĩnh vực xây dựng và lĩnh vực khác lại tăng. Điều này phần nào được lý giải bởi sự tăng giá của nguyên vật liệu đầu vào. Tuy nhiên, vấn đề kiểm soát chi phí cũng nên được đặt ra khi giá vốn lĩnh vực xây dựng đang ở mức cao. Lĩnh vực này đạt doanh thu 7.151 tỷ đồng trong năm 2010 nhưng chi phí là không nhỏ.

Chi tiết giá vốn hàng bán

Lĩnh vực	2007	2008	2009	2010
Xây dựng	89,6%	95,2%	91,2%	92,5%
Sản xuất công nghiệp	-	85,3%	81,2%	75,3%
Bất động sản	-	80,7%	79,8%	72,3%
Khác	68,4%	87,5%	79,9%	84,5%
Chung	86,3%	92,7%	86,4%	86,5%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Hệ số sinh lời

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	13,65%	7,29%	13,58%	14,54%
Tỷ suất lợi nhuận kinh doanh/Doanh thu	7,77%	1,03%	6,40%	6,70%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	4,60%	4,16%	0,04%	1,32%
ROA	1,68%	1,76%	0,02%	0,63%
ROE	18,37%	24,38%	0,20%	5,43%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Năm 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện lên trên 14%, được lý giải ở phần giá vốn hàng bán. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận ròng sau năm 2008 lại giảm do Tổng công ty phải ghi nhận lỗ từ những đơn vị kinh doanh mới như Nhà máy xi măng Cẩm Phả. Trong năm 2010, khoản lỗ của Công ty cổ phần xi măng Cẩm Phả lên tới 652 tỷ đồng, là gánh nặng lớn nhất cho tình hình tài chính của Tổng công ty. Có nhiều nguyên nhân dẫn đến kết quả này, trong đó phải kể đến chi phí khấu hao cao, chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá, hoạt động sản xuất kinh doanh chưa ổn định trong khi phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt trong ngành xi măng, và một nguyên nhân hết sức quan trọng khác là Tổng công ty chưa có nhiều kinh nghiệm quản lý và vận hành nhà máy xi măng (đây cũng là điểm yếu trong mô hình kinh doanh hiện tại của Tổng công ty khi đầu tư dàn trải vào các lĩnh vực mà Tổng công ty không có chuyên môn sâu).

Ngoài ra, chi phí tài chính cao do tỷ lệ nợ cao và mặt bằng lãi suất cao và biến động tỷ giá trong năm 2010 cũng là những nguyên nhân khiến tỷ suất lợi nhuận ròng giảm.

Năm 2011, khi những đơn vị có kết quả kinh doanh ổn định được hoạt động sản xuất và tiêu thụ, dự kiến lợi nhuận ròng của Tổng công ty sẽ được cải thiện và khoản lỗ của Công ty cổ phần xi măng Cẩm Phả sẽ giảm xuống còn 460 tỷ đồng.

Những nguyên nhân ở trên cũng là lý do khiến ROA và ROE thấp trong năm 2010. Ngoài ra, việc tăng vốn điều lệ lên 3.000 tỷ đồng trong quý 3 2010 cũng là nguyên nhân giảm ROE.

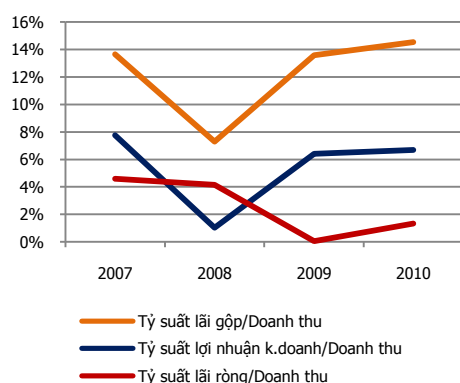
Nhìn chung VCG đạt tỷ suất lợi nhuận khá thấp, hiệu quả kinh doanh chưa cao.

Mô hình DuPont

Áp dụng mô hình Dupont 5 bước, so với các năm trước, ROE năm 2010 giảm một phần do đòn bẩy tài chính giảm. Ngoài ra, do chi phí tài chính tăng khiến hệ số lãi trước thuế/ lãi trước thuế và lãi suất giảm, và làm ROE giảm. Tuy nhiên, hai hệ số phản ánh hiệu quả hoạt động đều tăng là hệ số doanh thu/tổng tài sản (vòng quay tài sản) và hệ số lãi trước thuế và lãi suất/ doanh thu.

Có thể thấy trong quá trình giảm đòn bẩy tài chính, VCG đã có cải thiện về hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, để cải thiện ROE, Tổng công ty cần nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động, đạt tăng trưởng

Hệ số sinh lời



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

doanh thu cao hơn tăng trưởng tổng tài sản trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao khiến chi phí tài chính tăng. Ngoài ra, Tổng công ty cần có những biện pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá khi các khoản nợ bằng ngoại tệ là tương đối cao.

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	10,92	13,85	9,14	8,67
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	0,13	0,32	0,48	0,48
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0,10	0,09	0,07	0,14
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	0,66	0,64	0,22	0,36
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	0,68	0,73	0,03	0,27
ROE	6,76%	18,43%	0,20%	5,43%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Khả năng thanh khoản

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Hệ số thanh toán hiện thời	1,25	1,03	0,98	1,04
Hệ số thanh toán nhanh	0,83	0,6	0,59	0,64
Hệ số thanh khoản tiền mặt	0,22	0,12	0,17	0,17

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Khả năng thanh khoản của VCG khá tốt với hệ số thanh toán hiện thời lớn hơn 1, năm 2010 là 1.04. Hệ số thanh toán nhanh và thanh khoản tiền mặt được cải thiện qua các năm. Do đặc thù của ngành, lượng hàng tồn kho, thể hiện ở khoản mục chi phí sản xuất kinh doanh dở dang, tương đối lớn, dẫn đến chênh lệch giữa hệ số thanh toán nhanh và thanh khoản tiền mặt.

Hệ số hoạt động

Khoản mục	Đơn vị	2007	2008	2009	2010
Số vòng quay khoản phải thu	lần	1,87	2,19	2,54	2,25
Số vòng quay hàng tồn kho	lần	1,93	1,88	1,99	1,92
Số vòng quay TSCĐ	lần	0,82	1,02	1,27	1,35
Số vòng quay tổng tài sản	lần	0,37	0,42	0,48	0,48

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

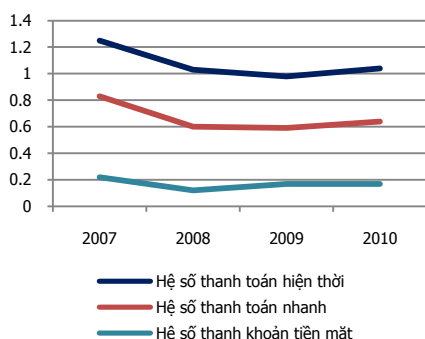
Các hệ số hoạt động của Tổng công ty khá ổn định và tích cực từ năm 2007 đến nay. Số vòng quay khoản phải thu khá ổn định trong những năm qua cho thấy sự ổn định trong việc thu tiền từ khách hàng. Số vòng quay hàng tồn kho giảm nhẹ nhưng ở mức khá ổn định trong 4 năm qua. Ngoài ra, khả năng tạo ra doanh thu của tài sản cố định và tổng tài sản trong chiều hướng được cải thiện. Hy vọng Tổng công ty sẽ tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động này khi mô hình tái cấu trúc Tổng công ty đang được thực hiện.

Cơ cấu tài sản

Đơn vị: Tỷ đồng

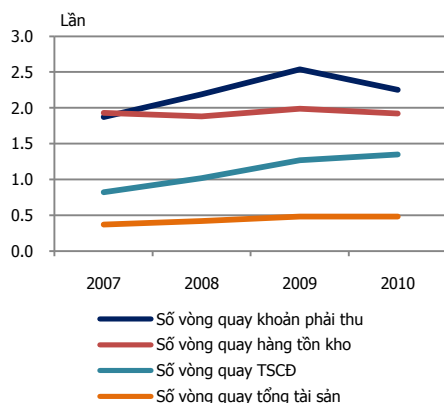
Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Tổng tài sản	19.243	22.659	27.239	31.687
<i>Tăng trưởng</i>		18%	20%	16%
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	9.895	11.322	12.975	14.246
<i>Tăng trưởng</i>		14%	15%	10%
<i>Tỷ trọng so với tổng tài sản</i>	51%	50%	48%	45%
Tài sản cố định	8.559	9.366	10.285	11.118
<i>Tăng trưởng</i>		9%	10%	8%
<i>Tỷ trọng so với tổng tài sản</i>	44%	41%	38%	35%
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	9.348	11.337	14.264	17.441

Hệ số thanh khoản



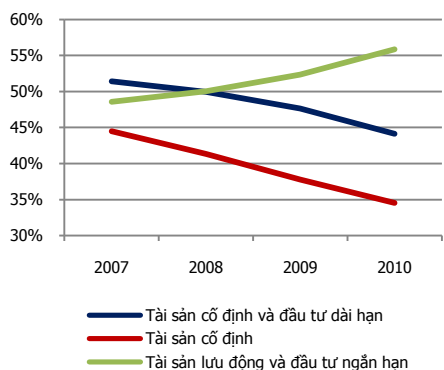
Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Hệ số hoạt động



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Cơ cấu tổng tài sản



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Tăng trưởng		21%	26%	22%
Tỷ trọng so với tổng tài sản	49%	50%	52%	55%

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Trong cơ cấu tài sản của VCG, tỷ trọng tài sản cố định và đầu tư dài hạn giảm dần từ 51% năm 2007 xuống 45% năm 2010, trong đó tỷ trọng tài sản cố định giảm từ 44% năm 2007 xuống 35% năm 2010. Ngược lại, tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn chiếm tỷ trọng ngày càng tăng với mức tăng trưởng cao hơn tổng tài sản. Điều này thể hiện Tổng công ty đang bước vào giai đoạn phát triển chín muồi và tạo ra doanh thu và lợi nhuận chủ yếu trên cơ sở tài sản cố định đã đầu tư trước đây và tài sản lưu động.

Tóm lược: Hiệu quả hoạt động của Tổng công ty đang được cải thiện, khả năng thanh khoản ở mức khá tốt. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính ở mức cao làm tăng chi phí tài chính và rủi ro tỷ giá và hiệu quả kinh doanh chưa cao khiến cho hệ số sinh lời bị ảnh hưởng. Trong thời gian tới, việc tái cấu trúc Tổng công ty theo kế hoạch có thể làm tăng hiệu quả hoạt động, các mảng kinh doanh mới như xi măng sẽ hiệu quả hơn sau thời gian đầu đi vào hoạt động, các dự án bất động sản sẽ được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận lớn hơn, qua đó cải thiện tình hình lợi nhuận của Tổng công ty.

MÔ HÌNH KINH DOANH

Tổng quan Công ty

Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Xây dựng Việt Nam tiền thân là Công ty Dịch vụ và Xây dựng nước ngoài, được thành lập ngày 1988. Năm 2006, VINACONEX được chọn là một trong những Tổng Công ty Nhà nước đầu tiên thực hiện thí điểm cổ phần hóa toàn Tổng công ty. Sau cổ phần hóa, VCG đã phát triển nhanh thành Tổng công ty lớn. Đến cuối năm 2009, tổng tài sản đạt 27,23 ngàn tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 2,9 ngàn tỷ đồng, VCG hiện tại nắm giữ vào hơn 50 công ty con, liên kết khác nhau.

Chiến lược phát triển của Tổng công ty trong các năm tới là tiếp tục đẩy mạnh tái cơ cấu sản xuất kinh doanh, cũng như thu tóm các dự án tiềm năng. Bên cạnh đó, Tổng công ty cũng sẽ tiến hành thoái vốn đầu tư ở các lĩnh vực không phải là thế mạnh, tái cơ cấu tài chính làm tiền đề cho việc đầu tư tập trung vào 2 lĩnh vực chính của Tổng công ty là: xây dựng và kinh doanh bất động sản trong đó nhấn mạnh đến việc nâng cao tính chuyên nghiệp của mảng kinh doanh bất động sản. Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược đúng đắn, phát huy được thế mạnh của Tổng công ty. Vấn đề tiếp theo là sự nỗ lực của Tổng công ty và lộ trình cụ thể để thực hiện thành công chiến lược này. Thời gian vừa qua, việc đầu tư dàn trải vào các lĩnh vực mà Tổng công ty không có chuyên môn sâu và không thể quản lý tốt đã dẫn đến kinh doanh kém hiệu quả, điển hình là Nhà máy xi măng Cẩm Phả.

Ngoài ra, Tổng công ty sẽ tiếp tục hoàn thiện cơ chế quản lý và điều hành theo hướng tạo điều kiện thuận lợi nhất cho hoạt động sản xuất kinh doanh và nâng cao khả năng quản lý chi phí của Tổng công ty.

Mô hình kinh doanh

Hiện tại, Tổng công ty đang đẩy mạnh phát triển theo hướng lấy lĩnh vực xây lắp và kinh doanh bất động sản làm trung tâm. Trong đó lĩnh vực xây lắp vẫn chiếm tỷ trọng lớn về doanh thu của Tổng công ty tạo điều kiện hỗ trợ cho lĩnh vực Bất động sản phát triển. Lĩnh vực Bất động sản của Tổng công ty sẽ chủ yếu tập trung vào phát triển các khu đô thị mới.

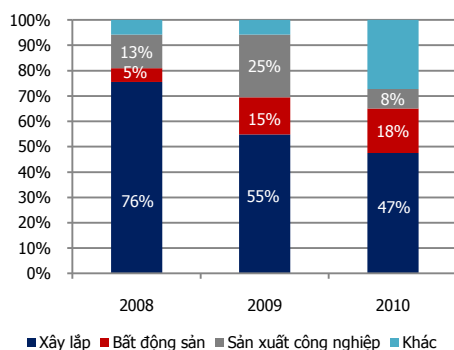
VCG đã khá thành công trong việc thực hiện các dự án xây dựng theo hình thức BT và đổi lại sẽ được quyền khai thác các dự án khu đô thị. VCG sẽ tiếp tục phát triển theo hướng này tại thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và cả nước.

Lĩnh vực xây lắp

Hầu hết các công ty con của VCG đều tham gia hoạt động xây lắp và đều là các công ty có năng lực xây lắp mạnh trên thị trường hiện nay như VC1, VC2, VC3, VC9, Vimeco, v.v.

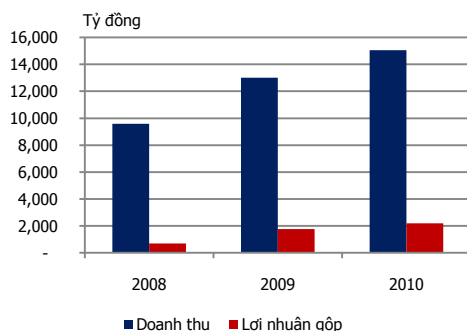
Hoạt động xây lắp hiện là lĩnh vực mang lại doanh thu chính cho VCG. Doanh thu xây lắp đã vượt 7.000 tỷ đồng năm 2008 và 8.000 tỷ đồng năm 2010.

Cơ cấu doanh thu – Hợp nhất



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Doanh thu - Lợi nhuận gộp của VCG (hợp nhất)



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Doanh thu – Lợi nhuận gộp của lĩnh vực xây lắp

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Doanh thu				
Công ty mẹ	2.097	1.977	2.937	3.801
Hợp nhất	4.555	7.241	7.141	7.150
Lợi nhuận gộp				
Công ty mẹ	NA	-57	67	88
Hợp nhất	NA	343	626	625

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của VCG

Doanh thu xây lắp sẽ tiếp tục tăng khi VCG đang triển khai các dự án khác như dự án Splendor, Cầu Thủ Thiêm, v.v. Xem trong Phụ lục một số dự án xây dựng VCG đang thực hiện.

Lĩnh vực phát triển kinh doanh bất động sản

VCG được biết đến như là nhà phát triển bất động sản lớn tại Việt Nam thông qua các dự án khu đô thị mới từ đầu những năm 2000. Dự án khu đô thị Trung Hòa – Nhân Chính là một dự án mới đem đến cho người dân Thủ đô về hình ảnh một khu đô thị mới văn minh và hiện đại. Từ đó đến nay VCG tiếp tục phát triển các dự án khác có quy mô lớn hơn với phong cách hiện đại sang trọng như Splendor, Cái Giá Cát Bà, Tây Mỗ - Đại Mỗ, v.v.

Hoạt động xây lắp là cơ sở nền tảng để VCG phát triển các dự án bất động sản. VCG đã thành công trong việc thực hiện các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, giao thông, công trình công cộng theo hình thức BT và đổi lại VCG được quyền phát triển các dự án bất động sản. Xem trong Phụ lục một số dự án bất động sản lớn VCG và các công ty con, liên kết đang thực hiện.

Doanh thu – Lợi nhuận gộp của lĩnh vực bất động sản

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Doanh thu				
Công ty mẹ	1.021	0	749	954
Hợp nhất	1.268	512	1.906	2.650
Lợi nhuận gộp				
Công ty mẹ	NA	0	152	234
Hợp nhất	NA	99	386	733

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của VCG

Lĩnh vực sản xuất công nghiệp

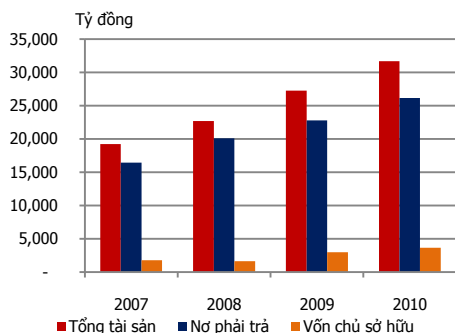
Sản xuất công nghiệp phát triển nhằm phục vụ cho lĩnh vực xây dựng và phát triển các dự án bất động sản, hàng năm đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu những năm qua của VCG. Bên cạnh những dự án mang lại hiệu quả cao như nhà máy sản xuất đá ốp lát cao cấp Vinaconex, thương hiệu được khẳng định và ngày càng mang lại hiệu quả cao vẫn còn những dự án hiện đang trong quá trình chạy thử và hiệu quả chưa được khẳng định như dự án nhà máy Xi măng Cẩm Phả, Nhà máy Xi măng Yên Bình.

Trong lĩnh vực này, chúng tôi đánh giá cao dự án nhà máy cung cấp nước sạch Vinaconex với công suất hiện tại là 300 ngàn m³/ngày - đêm, trong giai đoạn 2 sẽ nâng công suất lên 600 ngàn m³/ngày - đêm bởi thị trường cung cấp nước sạch tại Hà Nội còn rất lớn. Nhà máy dùng nguồn nước mặt tại đầu nguồn Sông Đà rất dồi dào và ít tạp chất.

Hiện nay, theo thống kê, toàn TP Hà Nội chỉ có khoảng 39% người dân được cấp nước bằng hệ thống cấp nước đô thị. Trong đó, tỷ lệ dân được cấp nước các khu vực cụ thể: 9 quận nội thành Hà Nội được cấp nước gần 95%; 5 huyện ngoại thành Hà Nội: 15%; Hà Đông: 91%; Sơn Tây: 72%; 8 huyện của Hà Tây (cũ) và huyện Mê Linh mới được cấp khoảng 1%. Còn lại, người dân vẫn phải dùng nguồn nước khác.

Theo quy hoạch hệ thống cấp nước sạch đến năm 2030 và định hướng năm 2050 của TP Hà Nội, khu đô thị trung tâm đạt tỷ lệ 100%, bảo đảm từ 180 đến 200 lít nước cho một người/ngày; khu đô thị vệ tinh đạt tỷ lệ 90%, bảo đảm cấp từ 150 đến 180 lít nước cho một người/ngày; ở khu vực nông thôn

Tài sản - Nguồn vốn của VCG (hợp nhất)



Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

lần lượt là 90% và từ 100 đến 120 lít nước cho một người/ngày. Dự báo, đến năm 2020, khu vực đô thị và nông thôn liền kề sẽ dùng trung bình hơn 1.224.000 m³/ngày; đến năm 2030 là gần 2.000.000 m³/ngày; đến năm 2050 sẽ là hơn 2.500.000 m³/ngày.

Về nguồn nước, xu hướng chính sẽ là giảm dần khối lượng khai thác nước ngầm tại Hà Nội cũ và tăng dần việc khai thác, sử dụng nước mặt sông Hồng, sông Đà, sông Đuống và sông Lô. Theo các báo cáo khoa học, chất lượng nước các sông trên đều có các chỉ tiêu nằm trong giới hạn cho phép. Trong khi đó, nước ngầm tại Hà Nội cũ có chất lượng không đồng đều và đang có xu hướng xấu dần.

Doanh thu – Lợi nhuận gộp của lĩnh vực sản xuất công nghiệp

Khoản mục	2007	2008	2009	2010
Doanh thu				
Công ty mẹ	0	658	0	0
Hợp nhất	738	1.275	3.215	1.158
Lợi nhuận gộp				
Công ty mẹ	0	77	0	0
Hợp nhất	96	188	603	286

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

MỘT SỐ DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

Dự án Splendora



Nguồn: VCG

Dự án Golden Silk



Nguồn: Vinaconex 2

Dự án Khu đô thị Splendora (Bắc An Khánh)

Dự án Khu đô thị mới Splendora do Công ty liên doanh TNHH Phát triển đô thị mới An Khánh (Liên doanh giữa Vinaconex và Posco E&C Hàn Quốc, theo tỷ lệ góp vốn pháp định là 50%/50%) làm chủ đầu tư. Dự án nằm trên địa bàn của các xã: An Khánh, Lại Yên, Song Phương và Vân Canh, huyện Hoài Đức, Hà Nội. Theo quy hoạch tổng thể khu đô thị Bắc An Khánh, đây là khu đô thị được quy hoạch và xây dựng mới đồng bộ thành tổ hợp hoàn chỉnh. Toàn khu được chia thành những khu chức năng bao gồm: các khu chung cư cao tầng, khu biệt thự và nhà liền kề, văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, siêu thị, và được chia làm 5 giai đoạn triển khai.

- Quy mô: 264,13 ha
- Đất nhà ở cao tầng (Căn hộ): 241.500 m²
- Đất công trình hỗn hợp (chung cư kết hợp văn phòng và dịch vụ công cộng): 163.900 m²
- Nhà ở Biệt thự (BT): 249.200 m²
- Nhà ở Liền kề (LK): 91.900 m²
- Năm hoàn thành dự kiến: 2018
- Tiến độ: Đang triển khai giai đoạn 1 trên diện tích 50 ha. Đã mở bán căn hộ thuộc giai đoạn này.
- Tổng mức vốn đầu tư cho phần hạ tầng kỹ thuật của giai đoạn 1 là 3.391,45 tỷ đồng.

Đây là dự án trọng điểm của Tổng công ty, dự kiến mang lại lợi nhuận đáng kể. Tuy nhiên, hiện tại thị trường bất động sản đang gặp khó khăn, khả năng ảnh hưởng tới kế hoạch bán căn hộ trong giai đoạn 1 của dự án.

Nguồn: VCG

Dự án Khu đô thị Golden Silk (Kim Văn - Kim Lũ)

Dự án Khu đô thị mới Golden Silk do Công ty Cổ phần xây dựng số 2 (Vinaconex 2) làm chủ đầu tư nằm ở phía Tây Nam Thành phố Hà Nội tại phường Đại Kim, quận Hoàng Mai, trên đường Vành đai 3, cách nút giao Khuất Duy Tiến và Nguyễn Trãi hơn 1 km. Cùng với việc xây dựng cải tạo đồng bộ hệ thống hạ tầng kỹ thuật khu vực phường Đại Kim, dự án sẽ đảm bảo chỉnh trang đô thị và khớp nối với hạ tầng kỹ thuật khu vực lân cận. Sau khi hoàn thành, Khu đô thị mới Golden Silk sẽ cung cấp cho thị trường trên 350.000m² nhà. Theo quy hoạch, Vinaconex 2 sẽ dành khoảng 28.373m² đất để xây dựng một tổ hợp chung cư cao cấp. Nhiều công trình tiện ích, hạ tầng xã hội cũng được bố trí đi kèm nhằm phục vụ nhu cầu thiết yếu, vui chơi giải trí, sinh hoạt thuận lợi cho cư dân tại khu đô thị: trung tâm mua sắm, trường học, bể bơi, công viên, cây xanh, sân chơi cho trẻ em, bãi đỗ xe công cộng, v.v. Tại đây còn có các tòa nhà thương mại, văn phòng, trụ sở cơ quan hành chính của quận Hoàng Mai.

- Quy mô: 27 ha
- Tổng mức đầu tư: Hơn 3.000 tỷ đồng
- Thời gian thực hiện: 2010 - 2015

Dự án N05



Nguồn: VCG

Đến hết Q1 2011, dự án đã hoàn thành công tác đền bù hỗ trợ giải phóng mặt bằng hơn 186.500m² đất của 286 hộ dân thuộc hai thôn Kim Văn và Kim Lũ.

Nguồn: Vinaconex 2

Dự án công trình cụm nhà ở cao tầng hỗn hợp N05

Đây là Dự án được thành phố Hà Nội giao cho Vinaconex làm chủ đầu tư theo phương thức chỉ định đấu giá quyền sử dụng đất để tạo vốn thực hiện Dự án mở rộng và hoàn thiện Đường Láng – Hòa Lạc. Dự án nằm tại lô đất N05 thuộc Dự án Khu Đô thị Đông Nam, đường Trần Duy Hưng, phường Trung Hoà, quận Cầu Giấy, Hà Nội.

Dự án bao gồm 02 khối nhà cao 25 tầng và 02 khối nhà cao 29 tầng với tổng diện tích sàn là 270.098 m² (bao gồm cả tầng hầm và tầng kỹ thuật), có 03 tầng hầm liên thông giữa các khối nhà. Các tầng 1-6 dùng làm khu dịch vụ tổng hợp (nhà trẻ, thể thao, sinh hoạt cộng đồng, văn phòng, dịch vụ thương mại,...); các tầng còn lại làm nhà ở. Diện tích khu đất được giao 29.680 m²; diện tích lô đất phải nộp tiền sử dụng đất: 13.885 m²; diện tích quảng trường, cây xanh đường nội bộ 15.795 m²; diện tích đất xây dựng công trình 6.682 m². Thời gian thực hiện: 2007 – 2011. Dự kiến trong năm 2011, dự án sẽ bàn giao toàn bộ căn hộ cho khách hàng.

Nguồn: VCG

Dự án Trung tâm thương mại Chợ Mơ



Nguồn: VCG

Dự án Trung tâm thương mại Chợ Mơ

Dự án Trung tâm thương mại Chợ Mơ do Công ty Cổ phần Phát triển Thương mại Vinaconex làm chủ đầu tư tại 459C Bạch Mai, phường Trương Định, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Công trình có 02 tầng hầm dành cho chỗ đỗ xe (20.000 m²); 01 tầng bán hầm dành cho chợ truyền thống tái định cư Chợ Mơ cũ (10.000 m²); Tòa nhà khối A từ tầng 6 đến tầng 25 dùng làm văn phòng cao cấp cho thuê (46.657m²); Tòa nhà khối B từ tầng 6 đến tầng 15 dùng làm các căn hộ cao cấp (15.400 m²); Khu Trung tâm thương mại: khối đế 5 tầng (khoảng 22.000 m² mặt bằng bán buôn, bán lẻ).

- Tổng diện tích đất sử dụng: 11.191 m²
- Vốn đầu tư: 1.500 tỷ đồng
- Thời gian thực hiện: 2009 – 2012

Dự án dự kiến đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận quan trọng trong năm 2011.

Nguồn: VCG

PHỤ LỤC

Bảng 1: Một số dự án xây dựng đang thực hiện

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư	Thời gian hoàn thành
1	Khu đô thị mới Splendor (giai đoạn 1)	3.391	2012
2	Dự án NO5	3.682	2011
3	Trung tâm thương mại chợ Mơ	1.504	2012
4	KĐT du lịch Cái Giá - Cát Bà	1.413	2012
5	Cầu Thủ Thiêm 2	3.927	2013
6	Dự án nước Dung Quất (giai đoạn 2)	827	2012
7	Khu đô thị Tây Mỗ - Đại Mỗ	NA	NA

Nguồn: Báo cáo tài chính của VCG

Bảng 2: Một số dự án Bất động sản lớn VCG và các công ty con, liên kết đang thực hiện

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư	Quy mô	Chủ đầu tư	Tiến độ
1	Dự án Splendor Bắc An Khánh – Hà Nội	38.000	264 ha	CT LD TNHH Phát triển Đô thị mới An Khánh	2008-2015
2	Dự án Khu đô thị du lịch Cái Giá - Cát Bà – Hải Phòng	4.768	172 ha	CT CP Vinaconex ITC	2008-2015
3	Dự án NO5 – Hà Nội	3.682	2,9 ha	Vinaconex	2008-2011
4	Dự án CT4 Trung hòa Nhân chính – Hà Nội	2.100	120.000 m ²	Vimeco	2010-2014
5	Dự án hỗn hợp chung cư, văn phòng, TTTM 423 Minh Khai – Hà Nội	NA	3,8 ha	Vinaconex	2010-2013
6	Dự án TTTM Chợ Mơ – Hà Nội	1.504	1,4 ha	CTCP Phát triển Thương mại Vinaconex	2008-2012
7	Dự án Khu đô thị Park City – Hà Nội	1.500	77 ha	CTCP phát triển đô thị quốc tế	2009-2020
8	Dự án khu đô thị Golden Silk (giai đoạn 1)	1.495	18,6 ha	Vinaconex2	2010-2013
9	Dự án trụ sở làm việc, TTTM, văn phòng cho thuê Vimeco – Hanel – Hà Nội	1.400	83.600 m ²	Vimeco	2010-2014
10	Dự án khu hỗn hợp nhà ở văn phòng cao cấp Vinaconex1 – Hà Nội	1.000	1,05 ha	Vinaconex1	2009-2011
11	Dự án 310 Minh Khai – Hà Nội	585	85.000 m ²	Vinaconex3	2008-2011
12	Khu đô thị Tây Mỗ – Đại Mỗ – Hà Nội	NA	281 ha	Vinaconex-Viettel	NA
13	Dự án Khu nhà ở Thới An – Quận 12 - Tp. HCM	1.004	NA	Vinaconex	2010-2012
14	Dự án Khu đô thị mới tại Đà Nẵng	1.500	2,1 ha	Vinaconex	2010-2015
15	Dự án Khu đô thị Thăng Dầu – Hà Nội	700	98 ha	Vinaconex	2010-2015

Nguồn: VCG và TLS tổng hợp

Bảng 3: Một số công ty con chủ yếu của VCG

STT	Công ty	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty CP Xây dựng số 1	55,1%
2	Công ty CP Xây dựng số 2	51,0%
3	Công ty CP Xây dựng số 3	51,0%
4	Công ty CP Xây dựng số 5	51,0%
5	Công ty CP Xây dựng số 9	54,3%
6	Công ty CP Xây dựng số 15	51,0%
7	Công ty CP Vinaconex Sài Gòn	64,8%
8	Công ty CP Vimeco	51,4%
9	Công ty CP Xi măng Cẩm Phả	99,6%
10	Công ty CP Đầu tư Xây dựng và Kỹ thuật Vinaconex	51,0%
11	Công ty CP Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị Vinaconex	70,0%
12	Công ty CP Đầu tư Xây dựng và Kinh doanh nước sạch Vinaconex	75,6%
13	Công ty CP Bê tông và Xây dựng Vinaconex Xuân Mai	67,2%
14	Công ty CP Đầu tư và Phát triển Điện Miền Bắc 2	54,6%

Nguồn: VCG

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. MUA: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Khối nghiên cứu 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, các báo cáo về công ty niêm yết, báo cáo công ty tiềm năng và báo cáo 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;
- 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

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

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 2000-2011,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.