

06/04/2012



**Phuong Ton**

Analyst

[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

+84 8 3914 3588, ext 146

## Giá mục tiêu TL Tăng/giảm

Na  
Na

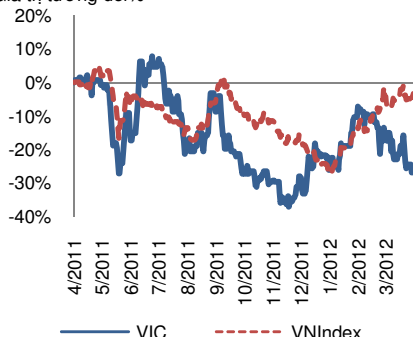
## Bất động sản

### Key Indicators

Giá ngày 06/04/2012	94.000
Mức thấp nhất 52 tuần	80.000
Mức cao nhất 52 tuần	137.000
KLGD bình quân 30 ngày	178.059
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	549
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	51.642
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.459
TL sở hữu nước ngoài	11

Định giá	2009	2010	2011
EPS (cơ bản)	5.623	8.063	2.149
Tăng trưởng EPS	350,8%	43,4%	-73,3%
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	5,6%	0,0%
P/E (thị giá)	16,7	11,7	43,7
P/B (thị giá)	7,3	3,9	5,5
EV / EBITDA	11,4	11,1	21,8
ROE	41,9%	36,9%	12,1%
ROA	10,8%	12,0%	3,5%
ROIC	12,0%	14,3%	5,5%
Nợ/Vốn CSH %	254,6%	120,2%	121,6%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	-12,1%	1,6%	-26,0%
Giá trị tương đối %	-12,9%	-5,0%	-22,8%



### Cơ cấu sở hữu

Ô. Phạm Nhật Vượng (trực tiếp & gián tiếp)	54,64%
Vingroup	14,32%
CTCP Sinh Thái	9,06%
NĐT nước ngoài	11,37%

## VIC phát hành 185 triệu USD trái phiếu quốc tế

Chúng tôi đã có cơ hội gặp gỡ với Vincom về việc phát hành 185 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế. Việc phát hành thành công là dấu hiệu tích cực cho Việt Nam trước những hệ quả của vụ việc Vinashin và có thể mở đường cho các công ty khác huy động vốn trên thị trường thế giới.

Niềm tin vào sự hồi phục của thị trường bất động sản Việt Nam dường như đã trở lại khi nhà đầu tư rót vốn vào tập đoàn bất động sản lớn nhất này. Với những điều khoản của trái phiếu, chúng tôi tin rằng nhà đầu tư quan tâm hơn đến việc trở thành cổ đông của VIC và công cụ trong đợt phát hành lần này mang tính chất như cổ phiếu hơn là trái phiếu. Hơn nữa chúng tôi cho rằng những nhà đầu tư tham gia vào đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi năm 2009 đã thu được lợi nhuận đáng kể và có thể đang kỳ vọng quá khứ sẽ lặp lại. Dưới đây là thông tin chi tiết mà VIC cùng đơn vị bảo lãnh phát hành Credit Suisse đã cung cấp:

**Giá:** Trái phiếu được phát hành bằng mệnh giá. Nhà đầu tư có thể tiếp tục tham gia đợt phát hành trái phiếu với trị giá tối đa thêm 65 triệu USD trong vòng 30 ngày, tức là cho đến ngày 3/5/2012. Vì ngày kết thúc giao dịch là 3/4, dòng tiền từ đợt phát hành này sẽ thể hiện trên báo cáo tài chính của Vingroup trong quý 2.

**Lãi suất coupon:** Phạm vi ban đầu mà VIC đặt ra là 4,5% - 5%, dựa trên nhiều yếu tố như lãi suất CDS Việt Nam, thanh khoản và biến động giá của cổ phiếu VIC. Lãi suất coupon cuối cùng là 5%, được trả 6 tháng/lần mà theo VIC là nhằm tăng quy mô tham gia của nhà đầu tư.

**Tài sản thế chấp:** trái phiếu phát hành thuộc loại không đảm bảo và không có bảo hiểm tín dụng liên quan đến giao dịch. Tuy nhiên, theo chúng tôi được biết đã có thỏa thuận hoán đổi cổ phiếu trong 2 đợt phát hành nợ chuyển đổi quốc tế lần trước trong năm 2009 và 2011, và chúng tôi cho rằng lần này cũng sẽ có thỏa thuận tương tự.

**Quyền chọn:** quyền chọn Bán – nhà đầu tư chỉ có quyền chọn bán 1 lần vào cuối năm thứ 2 (vào tháng 4/2014) với mức giá 104,215%, như vậy lợi suất thực tế là 7% (so với lợi suất ban đầu được đặt ra là từ 6,5% - 7%). Trái chủ có khoảng 1 tháng trước đó để thông báo cho công ty về ý định quyền chọn. Quyền chọn Mua - trái phiếu không thể mua lại trong 2 năm đầu. Từ đó cho đến khi đáo hạn trái phiếu năm 2017 VIC có thể mua lại ở giá 130%.

**Giá chuyển đổi:** giá chuyển đổi ban đầu là 112.200đ/cp (cao hơn 10% so với giá hiện hành tại ngày phát hành). Giá chuyển đổi sẽ được tái lập 6 tháng một lần (ngày tái lập đầu tiên sẽ là 3/10/2012) tính bằng giá bình quân gia quyền theo khối lượng giao dịch của 10 ngày liên tiếp trước đó, bao gồm cả ngày tái lập, nhưng sẽ bị giới hạn bởi giá sàn là 89.760đ/cp (80 % giá chuyển đổi ban đầu).

**Thời hạn chuyển đổi:** trái phiếu có thể được chuyển đổi bất cứ lúc nào sau 41 ngày sau khi kết thúc đợt phát hành dự kiến, tức là kể từ ngày 14/5/2012. Không có quy định về thời gian hạn chế chuyển nhượng và nhà đầu tư cần khoảng 20 ngày để hoàn tất các thủ tục chuyển đổi, sau đó chứng khoán được chuyển đổi có thể giao dịch.

**Điều khoản không cầm cố:** trong thời hạn của trái phiếu, VIC và các công ty con sẽ không được tăng nợ dưới hình thức ABS (tài sản cầm cố) gây ảnh hưởng tới lợi ích của nhà đầu tư trong giao dịch phát hành trái phiếu chuyển đổi. Các khoản vay ngân hàng không nằm trong giới hạn này.

**Người mua :** Tổng cộng đã có hơn 40 nhà đầu tư tham gia mua trái phiếu chuyển đổi lần này của VIC, trong đó có 22 nhà đầu tư đã từng tham gia vào đợt phát hành năm 2009. Tổng giá trị mua được của nhóm nhà đầu tư này là 78% tổng giá trị phát hành. 6 nhà đầu tư hàng đầu đã mua gần 40% tổng giá trị phát hành. Trong 6 nhà đầu tư này, có 2 nhà đầu tư lần đầu tiên tham gia.

**Niêm yết:** 185 triệu USD trái phiếu chuyển đổi này đã được niêm yết tại Singapore kể từ 4/4. Hiện tại, trái phiếu đang được giao dịch ở giá chiết khấu (97-98%).

**Kế hoạch sử dụng vốn phát hành:** Chúng tôi cho rằng khoảng 41,5 triệu USD sẽ được sử dụng để hoàn trả sớm phần nợ chuyển đổi phát hành cho Credit Suisse trong tháng 7 năm 2011 vì trái phiếu mới có lãi suất coupon thấp hơn.

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tôn Minh Phương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

### Liên hệ

#### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

#### Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cap cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Lương Thị Kim Chi, ext 145

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

### Khuyến cáo

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