

16/08/2012



Tôn Minh Phương
Chuyên viên phân tích
phuong.ton@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 146

Báo cáo lần đầu

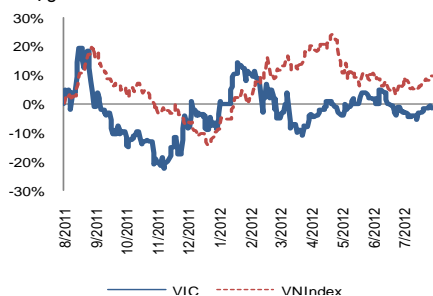
Giá mục tiêu (VND) **85.000**
Tăng % **6,9**

Bất động sản

Các chỉ số chính	VND	USD \$
Giá ngày ra báo cáo	79.500	3,80
Mức thấp nhất 52 tuần	62.745	3,00
Mức cao nhất 52 tuần	96.471	4,61
GTGD TB 20 ngày [tỷ ngàn]	11	531
Giá trị vốn hóa [tỷ triệu]	55.687	2.652
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	700,2	
TL sở hữu nước ngoài [gh] thực tế]	26,1	10,6
EPSg ['09-'12]	13,4	
PEGr ['09-'12]	0,7	

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	8.063	2.151	8.190
Tăng trưởng EPS	43,4	-73,3	280,8
Lợi suất cổ tức	0,0	7,2	0,0
P/E (thị giá)	9,7	36,5	9,7
P/B (thị giá)	3,3	4,6	3,8
EV / EBITDA	9,6	18,2	NA
ROE	36,9	12,1	54,4
ROA	12,0	3,5	NA
ROIC	14,3	5,5	NA
Nợ/CSH	120,2	121,6	105,2

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	0,6%	-	-1,6%
Giá trị tương đối	-3,4%	-	-11,1%
Đồ thị giá 12T	---VIC	vs.	---VNI



Cơ cấu cổ đông	%
Ông Phạm Nhật Vượng	54,64
Các thành viên HĐQT khác	4,45
Tập đoàn Vingroup	14,32
Tập đoàn Sinh Thái	9,05
NĐT nước ngoài	10,6

Nhà đầu tư tiên phong của ngành bất động sản Việt Nam

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho VinGroup sau khi sáp nhập với Vinpearl với khuyến nghị **NẮM GIỮ** dựa trên giá mục tiêu là 85.000 đồng (TL tăng 7%) tính theo phương pháp giá trị tài sản ròng. Tương ứng với giá mục tiêu của chúng tôi, PER năm 2012 sẽ là 9,7 lần với EPS là 8.190 đồng/cổ phiếu và P/B là 3,8 lần, thấp hơn nhiều so với PER và P/B 12 tháng qua lần lượt là 29,7 lần và 6,0 lần nhờ việc ghi nhận một loạt dự án sắp tới. Giá mục tiêu của chúng tôi sẽ có thể được điều chỉnh tăng mạnh dựa theo tiến trình phát triển các dự án.

VinGroup (trước đây là Vincom) được thành lập trên cơ sở sáp nhập với Vinpearl vào cuối năm 2011, tạo nên một trong những công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất Việt Nam. Công ty là chủ đầu tư lớn nhất Việt Nam trên các phân khúc bất động sản thương mại, nghỉ dưỡng và khu dân cư đô thị. Chúng tôi khuyến nghị VIC không chỉ vì quy mô và khả năng tài chính của công ty mà còn vì cam kết của công ty luôn dẫn đầu ngành bất động sản Việt Nam.

VIC luôn theo đuổi các sản phẩm bất động sản chất lượng cao. Thông qua phát triển nhiều dự án bất động sản hàng đầu tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, VIC được biết đến như doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực phát triển bất động sản, luôn nỗ lực để mang lại các trải nghiệm sống mới cho người dân Việt Nam. Khi mua một căn nhà do VIC xây dựng, khách hàng có thể yên tâm rằng họ không chỉ sở hữu một nơi thuần túy để ở mà đó còn là một không gian đích thực để sống. Chúng tôi cho rằng khía cạnh chất lượng cuộc sống này sẽ ngày càng trở nên quan trọng trong quá trình Việt Nam tiến lên trên bản đồ thu nhập thế giới.

VIC là điển hình của Việt Nam chứng minh rằng vị trí quyết định toàn bộ giá trị bất động sản. VIC luôn tuân thủ chặt chẽ "quy luật vàng" này của bất động sản khi công ty chỉ thu mua các bất động sản có vị trí đắc địa hoặc độc nhất tại Hà Nội, TP. HCM và các thành phố du lịch ven biển như Đà Nẵng và Nha Trang. Mô hình này cho phép VIC đạt được giá trị chuyển nhượng rất lớn ngay cả trong bối cảnh thị trường đi xuống.

Lời nói của ban lãnh đạo luôn đi đôi với hành động. VIC đã xây dựng được uy tín trên thị trường nhờ giữ đúng cam kết với khách hàng. Điều này đặc biệt quan trọng trong lĩnh vực bất động sản do giá trị giao dịch lớn cùng thời gian thanh toán kéo dài khiến chủ đầu tư có thể dễ dàng cố ý tạm ngưng dự án và sử dụng sai mục đích tiền nộp tiến độ của khách hàng.

VIC là một trong số ít các chủ đầu tư quy mô lớn và linh hoạt. Tín dụng bị siết chặt năm 2011 đã đặt ra thử thách đối với toàn bộ các công bất động sản Việt Nam. Trong khi VIC cũng phải đối mặt với trở ngại này do đòn bẩy các năm trước khá nặng, công ty khác biệt ở chỗ có quy mô và danh mục tài sản rất lớn để thế chấp, qua đó tiếp cận kịp thời nguồn vốn quốc tế với chi phí thấp hơn.

Khả năng thương lượng với các nhà cung cấp giúp giảm bớt áp lực dòng tiền. Chúng tôi nhận thấy trừ dự án Times City, các dự án trọng điểm khác như Royal City và Vincom Village đã thu được nhiều tiền của khách hàng hơn là VIC đã trả cho các nhà cung cấp. Nhờ vậy, VIC dường như không gặp phải vấn đề nào về dòng tiền với các dự án này.

Rủi ro: cầu yếu, việc pha loãng do trái phiếu chuyển đổi, thanh khoản thấp và tỷ trọng ETF nắm giữ khá lớn. Chúng tôi dự báo cầu bất động sản sẽ thấp cho đến năm 2013. Nhà đầu tư cũng nên lưu ý nguy cơ pha loãng từ việc chuyển đổi trái phiếu quốc tế, kéo theo việc phát hành thêm khoảng 10% cổ phiếu. Khối lượng giao dịch thấp và tỷ lệ nắm giữ bởi ETF khá lớn cũng có thể khiến giá VIC biến động mạnh trong các giai đoạn các quỹ ETF tái cân bằng.

Luận điểm đầu tư

NĂM GIỮ, giá mục tiêu 85.000 đồng (TL tăng 6,9%)

Các yếu tố tích cực:

- VIC là một chủ đầu tư chuyên về bất động sản chất lượng cao
- VIC là ví dụ tiêu biểu của Việt Nam minh chứng vị trí quyết định giá trị bất động sản
- Lời nói của ban lãnh đạo luôn đi đôi với hành động
- VIC là một trong số ít các chủ đầu tư quy mô lớn và linh hoạt
- Khả năng thương lượng với các nhà cung cấp giúp giảm bớt áp lực dòng tiền
- Vị trí đặc địa cho phép phân khúc chiến lược là bất động sản bán lẻ được lấp đầy nhanh chóng thông qua các hợp đồng độc quyền

Các yếu tố tiêu cực:

- Chúng tôi cho rằng công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt đến hết năm 2013 do ưu tiên đầu tư XCDB cho hai dự án Royal City và Times City
- Nhiều dự án được thi công cùng lúc khiến công ty đối mặt nhiều hơn với rủi ro về thi công và thị trường.
- VIC đang giao dịch tại mức giá cao hơn nhiều so với các mã bất động sản khác. P/E và P/B 12 tháng qua của VIC lần lượt là 29,7 lần và 6,0 lần so với mức bình quân toàn ngành là 23,6 lần và 3,9 lần. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng trong lĩnh vực bất động sản, khi càng nhiều dự án phát triển, nhất là khi chi phí rẻ, tỷ số P/B càng tăng cao mà không thực sự phản ánh giá trị thị trường của công ty.

Rủi ro

- Cầu bất động sản yếu cho tới năm 2013
- Việc pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi
- Thanh khoản thấp và tỷ lệ sở hữu lớn của ETF khiến giá cổ phiếu của VIC biến động mạnh trong giai đoạn tái cân bằng; giá trị thị trường có thể chênh lệch so với giá trị cơ bản.

Tổng quan về công ty

Tập đoàn VinGroup (trước đây là Vincom) là chủ đầu tư bất động sản lớn nhất Việt Nam. Cuối năm 2011 công ty sáp nhập với Vinpearl, trở thành một trong những công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất Việt Nam. Công ty là chủ đầu tư lớn nhất của cả nước trên các phân khúc bất động sản thương mại, nghỉ dưỡng và khu dân cư đô thị. Các dự án bất động sản thương mại nổi bật đã hoàn thành của VinGroup bao gồm Vincom Centers Bà Triệu tại Hà Nội và Vincom Center B tại TP. HCM.

Trước khi sáp nhập, Vinpearl được biết đến chủ yếu nhờ phát triển và điều hành các dự án Vinpearl Resort Nha Trang và Vinpearl Land tại đảo Hòn Tre, thuộc vịnh biển Nha Trang. Tổ hợp Vinpearl Land bao gồm một công viên giải trí, một công viên nước và nhiều khu nghỉ dưỡng cao cấp.

Chiến lược chính của VIC trong việc thu gom đất cho các dự án nhà ở (Vincom Centers Bà Triệu, Times City, Royal City) là liên doanh với các công ty có cơ sở sản xuất nằm quanh các thành phố lớn. Khi các xí nghiệp này được di dời sang vùng phụ cận trong quá trình mở rộng thành phố, VIC tiến hành mua mặt bằng và chuyển mục đích sử dụng thành đất cho mục đích ở với thời gian ngắn hơn nhiều.

Đối với các dự án tại các vị trí “vàng” như Vincom Center A và Vincom Center B, công ty cho tới giờ chủ yếu mua lại các chung cư và văn phòng cũ tới hạn xây lại, sau đó xây mới các cao ốc thương mại cao cấp.

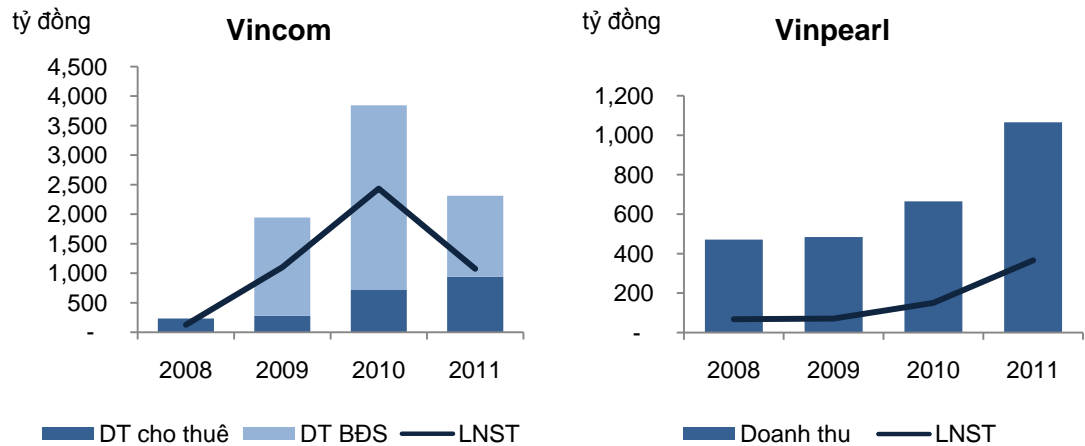
Gần đây, chúng tôi cũng nhận thấy một số chiến lược mới của VIC trong việc thu gom đất. Đối với dự án Vincom Village và Long Biên, VIC sẽ xây dựng cơ sở hạ tầng như cầu đường để đổi lấy đất. Việc xây dựng các dự án tái định cư và nhà xã hội đổi lấy đất cũng là một chiến lược mà VIC đang cân nhắc, dù chúng tôi vẫn chưa được biết tên và địa điểm cụ thể của các dự án mới.

Sau khi sáp nhập và đổi thương hiệu tập đoàn năm 2011, VinGroup giờ đây được chia làm bốn thương hiệu chính, tập trung vào bốn nhóm chiến lược:

- **VINCOM** tập trung vào phát triển nhà ở, cũng như phát triển, quản lý và điều hành bất động sản thương mại.
- **VINPEARL** tập trung vào phát triển, quản lý và điều hành các dự án liên quan đến du lịch, bao gồm nhiều khách sạn, khu nghỉ dưỡng, công viên giải trí, sân golf và biệt thự ven biển.
- **VINCHARM** tập trung vào điều hành các thẩm mỹ viện, phòng tập thể hình và spa.
- **VINMEC** tập trung vào điều hành các bệnh viện cao cấp và cung cấp các dịch vụ chăm sóc sức khỏe.

Hiện VinGroup đang thi công nhiều dự án quy mô lớn, trong đó có Times City, Royal City, Vincom Center A (TP. HCM) và Vincom Village. Ngoài ra, Vinpearl có hàng chục dự án đang thi công tại các thành phố du lịch như Đà Lạt, Hội An, Cam Ranh và Đà Nẵng.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của Vincom and Vinpearl(*) (trước khi sáp nhập)



Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, số liệu năm 2011 trước sáp nhập của Vinpearl được nhân tỷ lệ cho cả năm do không có số liệu cả năm sau khi sáp nhập

Mô hình kinh doanh

VIC chuyên về bất động sản cao cấp

Đặc điểm nổi bật của thị trường bất động sản Việt Nam là bao gồm nhiều doanh nghiệp quy mô nhỏ; và chỉ có vài chủ đầu tư đủ năng lực xây dựng các dự án giá trị hàng nghìn tỷ đồng. Không giống như các chủ đầu tư bất động sản nhỏ mà do áp lực vay vốn và dòng tiền, chỉ tập trung vào tối đa hóa phần diện tích đất thương phẩm của dự án, VIC luôn nỗ lực đưa vào các dự án của mình những trải nghiệm sống mới mẻ cho khách hàng và cư dân.

Năm 2004, dự án Vincom Center Bà Triệu đã tạo một bước đột phá trên thị trường bất động sản Hà Nội với khu phức hợp 5 sao văn phòng, căn hộ, nhà trẻ, trung tâm mua sắm và giải trí trong cùng một tổ hợp. Với dự án này, Vincom đã gây được tiếng vang trong lòng người Hà Nội trong nhiều năm kế tiếp mà không phải dùng tới bất cứ hình thức marketing nào.

Năm 2010, dự án Vincom Center B Sài Gòn, với 6 tầng hầm và vườn treo tại tầng 21 một lần nữa khiến Vincom trở thành điểm sáng của kỹ thuật xây dựng tại Việt Nam. Trong khi đó, nhờ dùng tầng hầm làm không gian thương mại nên VIC đã tăng mật độ sử dụng đất từ 40% thông thường lên tới trên 90% cho phần diện tích dưới lòng đất, trong khi đó cho phép công ty giữ nguyên trạng công viên lịch sử Chi Lăng như điểm thu hút xanh ngay phía trước tòa tháp đôi này.

Dự án Royal City, dự kiến đi vào hoạt động năm 2013, với 5 tầng hầm, sẽ mang lại cho người dân Hà Nội một sân trượt băng, một công viên nước trong nhà ngay giữa trung tâm mua sắm mà (thật đáng tiếc!) đã trở thành yêu cầu tối thiểu cho các dự án do Vincom phát triển. Trong khi đó, dự án Times City, dự kiến hoàn tất năm 2014, sẽ có các tiện ích đi kèm như bệnh viện quốc tế và trường quốc tế.

Dự án Vinpearl Resort Nha Trang và Vinpearl Land, mở cửa năm 2006, cũng là khu phức hợp giải trí hoàn toàn trên đảo đầu tiên tại Việt Nam bao gồm công viên giải trí, công viên

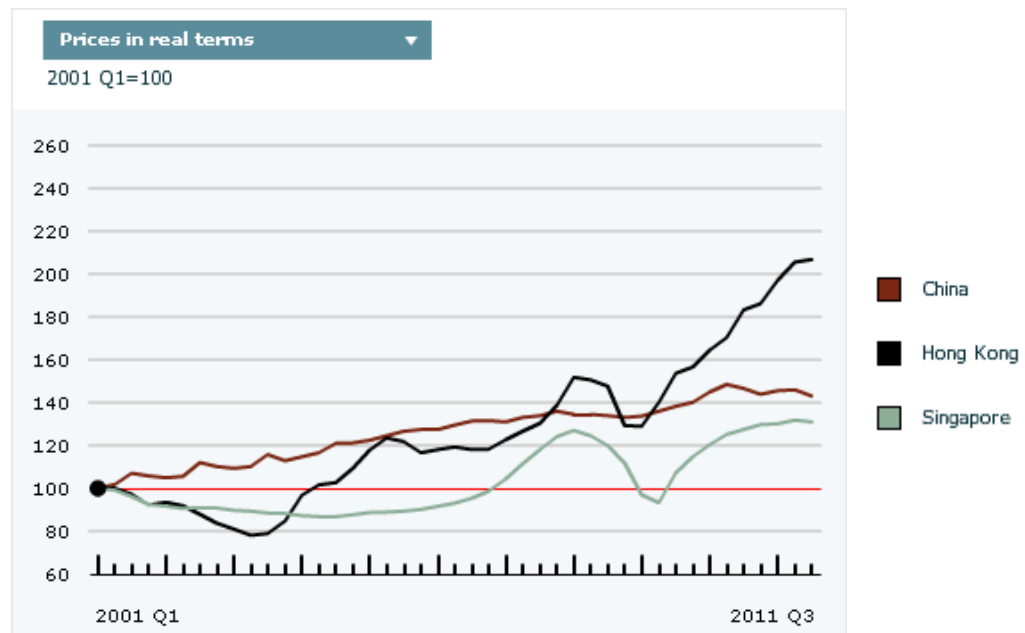
nước, sân khấu biểu diễn ngoài trời và hệ thống cáp treo qua biển đầu tiên ở Việt Nam với số lượt khách tăng 20%/năm từ khi đi vào hoạt động, và đã đạt con số trên một triệu lượt khách năm 2011.

Theo đuổi vị trí tiên phong trong phát triển bất động sản đòi hỏi Vincom nhắm vào phân khúc bất động sản trung-cao cấp và sang trọng. Ví dụ, giá căn hộ của VIC dao động trong khoảng 29 đến 39 triệu/m² trong khi GDP đầu người của Hà Nội năm 2010 chỉ khoảng 37 triệu đồng. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng giá trung bình phân khúc này trên thị trường sơ cấp tại Hà Nội là 30,2 triệu đồng/m² (theo báo cáo Quý 2/2012 của CBRE). Với tất cả các tiện ích mà các dự án của Vincom mang lại, có lẽ mức giá này không phải là quá đắt đỏ.

VIC là ví dụ tiêu biểu của Việt Nam cho thấy vị trí mang tính sống còn đối với bất động sản

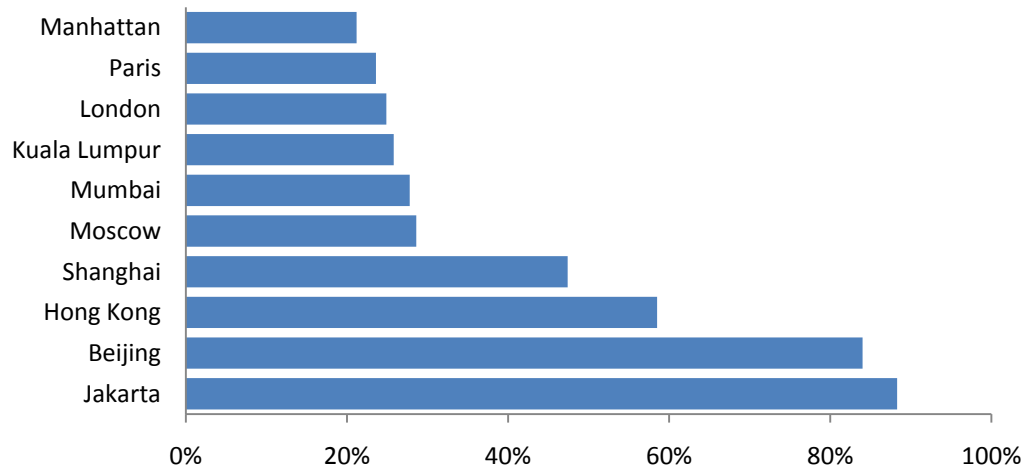
Khẩu hiệu này nghe không còn mới mẻ nhưng đã được chứng minh đúng tại mọi nơi trên thế giới khi dân số tăng nhanh nhưng quỹ đất thì không. Giá bất động sản đặc biệt tăng mạnh nhất tại các thành phố có mật độ dân số cao và các thành phố có tốc độ phát triển kinh tế cao tại châu Á.

Hình 2: Chỉ số giá bất động sản tại một số quốc gia châu Á (Q1 2001 – Q3 2011)



Nguồn: The Economist

Hình 3: 10 thành phố có giá bất động sản tăng nhanh nhất trong vòng 5 năm trở lại đây



Nguồn: Knight Frank Prime Global Cities Index, Q2 2012

VIC luôn tuân thủ chặt chẽ “quy luật vàng” này của bất động sản và công ty chỉ thu mua các bất động sản có vị trí đắc địa hoặc độc nhất tại Hà Nội, TP. HCM và các thành phố du lịch ven biển như Đà Nẵng và Nha Trang.

Chúng tôi cho rằng sở dĩ VIC có thể theo đuổi được công thức này là nhờ công ty đã chiếm được niềm tin của chính quyền địa phương cũng như đã chứng tỏ được khả năng vượt trội trong việc huy động vốn và điều hành, đưa các kế hoạch từ trên giấy tờ thành hiện thực trong một khoảng thời gian rất ngắn. Với các dự án bộ mặt của thủ đô và các thành phố thương mại lớn chỉ cần chủ đầu tư một lần không thực hiện được cam kết thì sẽ rất khó để có được cơ hội thứ hai.

Tất nhiên, với những biến động của nền kinh tế, chúng tôi cho rằng phân khúc bất động sản hạng sang như của VIC sẽ chịu tác động nhiều nhất do cầu rất dễ bị ảnh hưởng. Chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo của VIC đã cảm thấy áp lực này khi phải bán sỉ một phần các dự án – Tháp B của Vincom Center Bà Triệu với biên lợi nhuận gộp 90% và một phần của dự án Vincom Village với biên lợi nhuận gộp 45% năm 2011 để bổ sung thanh khoản. Tuy nhiên, xin lưu ý rằng ngay cả trong các trường hợp này, các bất động sản được chuyển nhượng với mức giá cao hơn rất nhiều chi phí vốn cho thấy vai trò của vị trí trong việc quyết định giá trị bất động sản.

Lời nói của ban lãnh đạo luôn đi đôi với hành động

VinGroup đã xây dựng được tên tuổi trên thị trường nhờ luôn thực hiện đúng cam kết với khách hàng. Dù thị trường bất động sản không thể tránh khỏi những giai đoạn biến động, khách hàng của VIC nhìn chung đều có thể tin tưởng vào tiến độ xây dựng như công ty công bố. Điều này đặc biệt quan trọng trong lĩnh vực bất động sản do giá trị sản phẩm lớn cùng tiến độ thanh toán kéo dài khiến chủ đầu tư có thể dễ dàng cố ý tạm ngưng dự án và sử dụng sai mục đích tiền nộp tiến độ của khách hàng.

Có lẽ cần làm rõ lý do vì sao thị trường bất động sản Việt Nam được dựa trên sự tin tưởng lẫn nhau. Do nhiều yếu tố: truyền thống ưa thích đầu tư vào bất động sản, tình trạng mỏng vốn nếu chỉ dựa vào vốn chủ sở hữu và vay ngân hàng, cũng như hệ thống luật pháp còn non trẻ và vẫn đang được hoàn thiện, việc rao bán bất động sản tại Việt Nam thường bắt đầu rất sớm. Điều này có thể bắt đầu trước khi phân móng được hoàn tất (tối đa 20% tổng

dự án), dưới hình thức hợp đồng góp vốn giữa các bên. Thường thì bên mua trả 10%-30% tổng giá trị hợp đồng (tùy theo dự án đang ở giai đoạn nào) vào thời điểm ký kết hợp đồng và sau đó trả góp sau các khoảng thời gian cố định hoặc theo tiến độ xây dựng. Thông thường chủ đầu tư phụ thuộc rất nhiều vào các khoản trả góp của khách hàng để tài trợ vốn cho việc đầu tư XDCHB trong tương lai của dự án.

Thị trường Việt Nam đã đến giai đoạn đòi hỏi chủ đầu tư cần có quy mô lớn và tính linh hoạt như VIC

Việc siết chặt tín dụng năm 2011 là một thử thách đối với các công ty bất động sản Việt Nam. Tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 11% (so với mức bình quân 5 năm là 33% và bình quân 10 năm là 29,4%) trong khi các khoản vay thuộc khối phi sản xuất (trong đó có bất động sản) bị giới hạn ở mức 16% tổng dư nợ, khiến lãi suất cho vay bất động sản lên cao, có lúc tới 27%/năm. Các chủ đầu tư nhỏ, trước đây chủ yếu kiếm lợi nhuận ngắn hạn bằng cách lướt sóng dự án buộc phải tìm kiếm nguồn vốn nhằm vượt qua giai đoạn giao dịch rất yếu và khách hàng không còn trả trước để tài trợ cho các giai đoạn sau của dự án. Trong khi đó, lãi suất ngân hàng tăng vọt đã làm lợi nhuận giảm và quan trọng hơn, gây ra áp lực mạnh về dòng tiền ra.

Trong khi VIC cũng phải đối mặt với trở ngại này do đòn bẩy các năm trước khá nặng, công ty khác biệt ở chỗ có quy mô và danh mục tài sản rất lớn để thế chấp, qua đó tiếp cận nguồn vốn quốc tế. Chúng tôi đã nhận thấy điều này khi công ty đã huy động được 300 triệu USD với lãi suất thấp hơn từ nước ngoài nhằm giảm bớt gánh nặng lãi suất trong nước leo thang. Trong khi giải pháp này nghe có vẻ khá dễ dàng, thực tế không phải như vậy nếu chủ đầu tư không có một danh mục bất động sản với vị trí đắc địa để đảm bảo dòng tiền vào trong tương lai.

Việt kiều được phép mang hai quốc tịch và người nước ngoài được phép sở hữu bất động sản trong vòng 50 năm có thể hỗ trợ phân khúc nhà ở cao cấp.

Dù tác động thực tế của các quy định này lên thị trường bất động sản đến giờ vẫn chưa đáng kể, thay đổi này rõ ràng cho thấy các nhà lập pháp đã có cái nhìn cởi mở hơn đối với quyền sở hữu bất động sản tại Việt Nam của người nước ngoài. Với các kênh marketing và giới thiệu sản phẩm phù hợp, các Việt kiều và người nước ngoài sinh sống tại Việt Nam có thể trở thành một đối tượng khách hàng dành cho dòng bất động sản cao cấp như của VIC.

Các dự án có vị trí đắc địa cho phép VIC có được hợp đồng độc quyền với các thương hiệu lớn trong phân khúc bán lẻ.

Từ trước tới nay, VIC đã chứng minh được năng lực trong việc tìm kiếm các hợp đồng độc quyền với một số nhà bán lẻ có tên tuổi, nhờ vậy luôn có một số thương hiệu nhất định xuất hiện tại bất cứ địa điểm bán lẻ nào do VIC mở ra. Điều này sẽ giúp tăng tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà mới của VIC, một việc có lẽ đã trở nên khó khăn hơn khi mà sức hấp dẫn của ngành bán lẻ tại Việt Nam đang giảm mạnh theo nghiên cứu công bố gần đây của AT Kearney. Ví dụ, khu bán lẻ tòa nhà Vincom Center A tại TP. HCM dù tới đến Quý 4 năm 2012 mới mở cửa nhưng đã có 90% mặt bằng bán lẻ được đặt chỗ trước.

Khả năng thương lượng giá với nhà cung cấp nhờ quy mô lớn, giúp giảm đáng kể áp lực dòng tiền

Ngành bất động sản và xây dựng gặp khó khăn năm 2011 không hoàn toàn tác động tiêu cực đối với hoạt động của VIC. Chúng tôi nhận thấy công ty thường sử dụng đồng thời

nhiều nhà thầu nhằm đẩy nhanh tiến độ dự án và điều này không bị ảnh hưởng lắm trong suốt thời gian thị trường trầm lắng.

Chúng tôi cũng nhận thấy là chỉ trừ dự án Times City với có giá trị người mua trả tiền trước tới nay đạt khoảng 70% tổng đầu tư, các dự án Royal City và Vincom Village đều thu về lượng tiền của khách hàng lớn hơn tổng tiền VIC đã trả cho các nhà cung cấp. Nhờ vậy, trừ khi có những trục trặc nghiêm trọng về phía tiến độ khách hàng trả tiền, gánh nặng dòng tiền dường như không phải là vấn đề đối với VIC trong việc thi công các dự án này.

Việc định giá có thể có các điều chỉnh lớn dựa trên tiến độ dự án

Phương pháp giá trị tài sản ròng của chúng tôi đòi hỏi một độ cẩn trọng nhất định. Nếu dự án vẫn đang trong giai đoạn phát triển bước đầu, chúng tôi sẽ chỉ tính giá trị sổ sách. Một khi dự án sang đến giai đoạn hoàn tất đền bù và xin được giấy phép xây dựng, sử dụng phương pháp DCF có thể tăng đáng kể giá trị dự án. Vì vậy, chúng tôi xin nhấn mạnh rằng định giá của chúng tôi sẽ còn điều chỉnh đáng kể nếu tiến độ các dự án như Long Biên và Vincom Hưng Yên được nâng cao đáng kể.

Rủi ro đầu tư

VIC là một cổ phiếu thú vị do ngoài tất cả các yếu tố thuận lợi thì cũng có những rủi ro đáng kể liên quan đến mô hình kinh doanh của công ty cũng như diễn biến của giá cổ phiếu, cần được cân nhắc khi đưa ra quyết định đầu tư.

Cầu thấp trên phân khúc căn hộ của Hà Nội do thắt chặt tín dụng

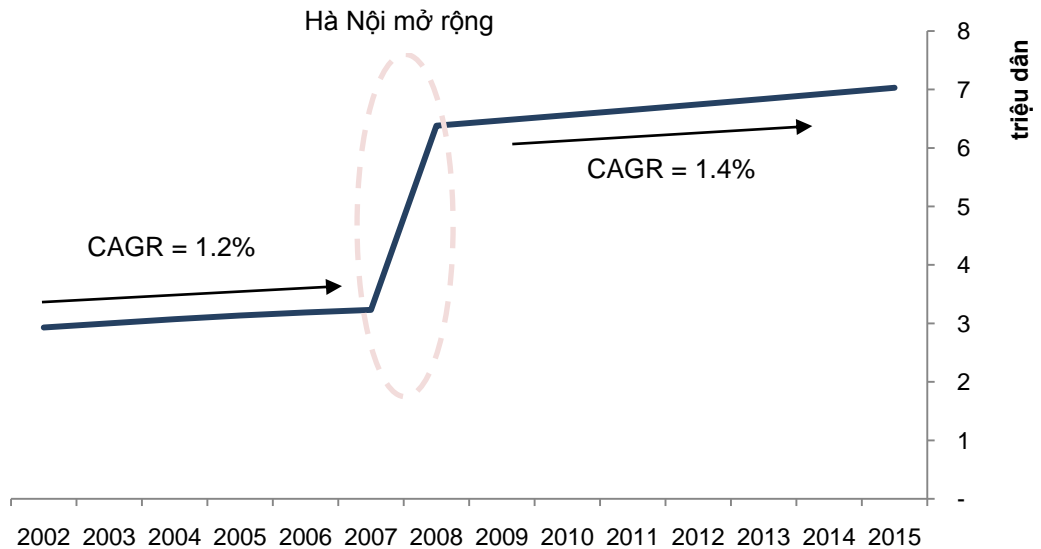
Theo chúng tôi quan sát, nếu không tính việc bán tòa T18 của dự án Times City gồm 660 căn hộ mới được công bố thì tiến độ bán hàng tại ba dự án hiện được mở bán là Times City, Royal City và Village kể từ cuối Quý 3/2011 tăng không đáng kể.

Chúng tôi cho rằng khả năng cầu yếu là rủi ro lớn nhất đối với VIC nói riêng và tất cả các chủ đầu tư hiện nay nói chung.

Lâu nay vấn đề lớn nhất của ngành bất động sản Việt Nam đã được thấy rõ là sự mất cân đối giữa giá cả và khả năng tài chính của người dân. Lãi suất thay đổi liên tục và thị trường việc làm không ổn định cũng khiến nhiều người không muốn vay thế chấp dài hạn như tại các nước phát triển khác. Lãi suất tăng vọt vào năm 2011 và tín dụng bất động sản bị thắt chặt càng làm vấn đề này thêm trầm trọng.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cầu yếu chỉ là tạm thời. Nhu cầu nhà ở thực sự tại Hà Nội vẫn ở mức cao. Theo khảo sát của Bộ Xây dựng, năm 2010 diện tích nhà ở/đầu người tại Hà Nội chỉ đạt 7,5m²/người, so với mức trung bình 19,2m²/người tại các khu vực đô thị tính chung cả nước. Ngoài ra, dân số Hà Nội cũng đang gia tăng cùng với quá trình đô thị hóa nhanh chóng của cả nước.

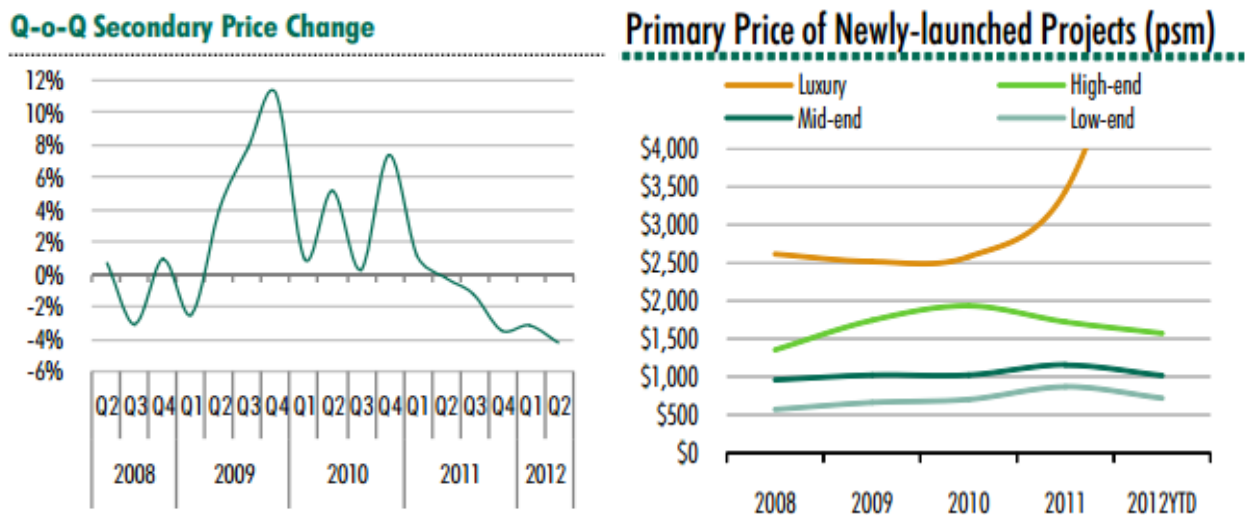
Hình 4: Tăng trưởng dân số Hà Nội từ năm 2002 đến 2015



Nguồn: Bộ Y tế

Giá trên thị trường thứ cấp giảm, đe dọa thị trường sơ cấp. Giá trên thị trường thứ cấp giảm mạnh từ đầu năm 2011 đến nay. Việc giảm giá chủ yếu là do những người đầu cơ chủ động hạ giá, có khi còn thấp hơn so với giá trên thị trường sơ cấp nhằm trả khoản nợ ngân hàng đã vay để mua bất động sản. Điều này khiến chủ đầu tư gặp khó khăn nghiêm trọng trong việc bán sản phẩm do không thể giảm giá bán sơ cấp nhằm duy trì quan hệ với các khách hàng trước đây. Trong khi đó, các dự án mới được chào bán cũng gây ra cạnh tranh khi chủ đầu tư chủ động hạ giá sơ cấp nhằm thu hút khách hàng. Theo các báo cáo quý của CBRE, giá căn hộ trên thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp của Hà Nội gần như đều giảm từ đầu năm 2011.

Hình 5: Giá bất động sản trên thị trường sơ cấp của Hà Nội và diễn biến giá trên thị trường thứ cấp



Nguồn: CBRE

Phân khúc khách sạn và văn phòng tại TP. HCM vẫn trầm lắng. Cũng theo CBRE, mức giá cho thuê văn phòng và doanh thu/phòng vẫn chưa phục hồi trong 6 tháng đầu năm 2012. Tuy nhiên, chúng tôi không quá lo lắng về điều này do khách sạn của VIC mãi đến Quý 1/2013 mới đi vào hoạt động, trong khi phân khúc văn phòng thì chỉ còn Vincom Center B là có thể chịu rủi ro.

Nguy cơ pha loãng từ việc chuyển đổi trái phiếu. VIC vừa phát hành tổng cộng 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế. Với mức giá chuyển đổi như hiện nay 88.000 đồng/cổ phiếu, nếu toàn bộ giá trị cổ phiếu được chuyển đổi, sẽ có tổng cộng 71,6 triệu cổ phiếu được phát hành thêm, tương đương 10,2% tổng số cổ phiếu đang lưu hành hiện nay. Để biết thêm chi tiết về các trái phiếu này, vui lòng tham khảo báo cáo của chúng tôi về việc [VIC phát hành trái phiếu chuyển đổi](#).

Giao dịch giữa các bên liên quan. VIC có cơ cấu cổ đông khá phức tạp và thường có những giao dịch giữa các bên liên quan, bao gồm các khoản vay và cho vay với các bên liên quan, giao dịch cổ phiếu với các bên liên quan và chuyển nhượng sở hữu giữa các bên liên quan.

Sở hữu tập trung và việc thế chấp cổ phiếu. Ông Phạm Nhật Vượng, Chủ tịch HĐQT của VIC, hiện vẫn sở hữu tỷ lệ cổ phần chi phối, trong đó có 30,67% trực tiếp đứng tên ông.

VIC cũng có thông cáo với thị trường công ty có một lượng lớn cổ phiếu được mang ra làm thế chấp vay vốn. Tuy nhiên, phải nói rằng sử dụng cổ phiếu công ty để thế chấp cũng không phải là chuyện hiếm trên thị trường tài chính của Việt Nam.

Tái cân bằng ETF. VIC hiện chiếm tỷ lệ đáng kể tại cả hai ETF - 15% trong DB x-trackers Vietnam, tương đương 10 triệu cổ phiếu và 7,6% tại Van Eck Vietnam, khoảng 6 triệu cổ phiếu. Ngoài ra, do việc sở hữu tập trung, khối lượng giao dịch bình quân của VIC không cao, chỉ đạt 140.000 cổ phiếu/ngày trong vòng 30 ngày qua. Vì vậy, việc tái cân bằng ETF đối với VIC có thể tác động mạnh lên giá cổ phiếu.

Danh mục dự án

Sau khi sáp nhập và đổi thương hiệu tập đoàn năm 2011, VinGroup giờ đây chia làm bốn thương hiệu chính, tập trung vào bốn nhóm chiến lược:

- **VINCOM** tập trung vào phát triển nhà ở, cũng như phát triển, quản lý và điều hành bất động sản thương mại.
- **VINPEARL** tập trung vào phát triển, quản lý và điều hành các dự án liên quan đến du lịch, bao gồm nhiều khách sạn, khu nghỉ dưỡng, công viên giải trí, sân golf và biệt thự ven biển.
- **VINCHARM** tập trung vào điều hành các thẩm mỹ viện, phòng tập thể hình và spa.
- **VINMEC** tập trung vào điều hành nhiều bệnh viện cao cấp và cung cấp các dịch vụ chăm sóc sức khỏe.

Hình 6: Các dự án thuộc sở hữu của VIC

#	Tình trạng	Chi tiết	Dự án	Địa điểm	TL cổ phần
THƯƠNG HIỆU VINCOM					
1	Hoàn tất		Vincom Center Bà Triệu tháp B (KV bán lẻ)	Hà Nội	100,00%
2	Hoàn tất		Vincom Center Ba Triệu tháp C	Hà Nội	74,71%
3	Hoàn tất		Vincom Center B, TP. HCM	TP. HCM	100,00%
4	Hoàn tất		Vincom Center Long Biên	Hà Nội	61,00%
5	Đang thi công		Royal City	Hà Nội	98,36%
6	Đang thi công		Times City	Hà Nội	77,64%
7	Đang thi công		Vincom Village	Hà Nội	61,00%
8	Đang thi công		Vincom Center A TP. HCM	TP. HCM	100,00%
9	Giai đoạn đầu	Được thông qua	Long Biên	Hà Nội	100,00%
10	Giai đoạn đầu	Giải tỏa đất	Green City	TP. HCM	74,00%
11	Giai đoạn đầu	Được thông qua	Vincom Hưng Yên		100,00%
12	Giai đoạn đầu	Đất sạch, đã lấy được quyền sử dụng	Vincom Hải Phòng	Hải Phòng	79,51%
THƯƠNG HIỆU VINPEARL					
1	Hoàn tất		VPL Resort Nha Trang	Nha Trang	100,00%
2	Hoàn tất		VPL Land	Nha Trang	100,00%
3	Hoàn tất		VPL Luxury Nha Trang	Nha Trang	100,00%
4	Hoàn tất		VPL Golf Club Nha Trang	Nha Trang	100,00%
5	Hoàn tất		VPL Luxury Đà Nẵng	Đà Nẵng	100,00%
6	Đang thi công	Đang thi công	VPL Resort Hội An	Đà Nẵng	100,00%
7	Giai đoạn đầu	Giải tỏa đất	VPL Đà Lạt	Đà Lạt	80,00%
8	Đang thi công	Đang thi công	VPL Villas Ngũ Hành Sơn	Đà Nẵng	100,00%
9	Đang thi công	Đang thi công	The Beach Villas	Nha Trang	100,00%
10	Đang thi công	Đang thi công	VPL Villas Hòn Tre	Nha Trang	100,00%
11	Giai đoạn đầu	Giải tỏa đất	VPL Hòn Một	Nha Trang	83,64%
12	Giai đoạn đầu	Giải tỏa đất	VPL Bãi Dài	Cam Ranh	100,00%
13	Giai đoạn đầu	Được thông qua	VPL Cam Ranh	Cam Ranh	100,00%
14	Giai đoạn đầu	Được thông qua	Làng Vân	Đà Nẵng	100,00%
15	Giai đoạn đầu	Được thông qua	VPL Tuy An	Phú Yên	100,00%
16	Giai đoạn đầu	Được thông qua	VPL Vân Phong	Khánh Hòa	100,00%
THƯƠNG HIỆU VINMEC					
1	Hoàn tất	Times City		Hà Nội	77,64%
2	Giai đoạn đầu	Vincom Village		Hà Nội	61,00%
THƯƠNG HIỆU VINCHARM					
1	Hoàn tất (Báo cáo riêng)	Vincharm Spa Hà Nội (Vincom Center Bà Triệu – Tháp C)		Hà Nội	74,71%
2	Hoàn tất (Báo cáo riêng)	Vincharm Spa Long Biên (Vincom Village)		Hà Nội	61,00%
3	Hoàn tất (định giá cùng toàn bộ VPL resorts)	Vincharm Spa (VPL Luxury Đà Nẵng)		Đà Nẵng	100,00%
4	Hoàn tất (định giá cùng toàn bộ VPL resorts)	Vincharm Spa (VPL Resort Nha Trang)		Nha Trang	100,00%

	bộ VPL resorts)			
5	Hoàn tất (định giá cùng toàn bộ VPL resorts)	Vincharm Spa (VPL Luxury Nha Trang	Nha Trang	100,00%
6	Hoàn tất (định giá cùng toàn bộ VPL resorts)	Vincharm Health Club TP. HCM	TP. HCM	100,00%

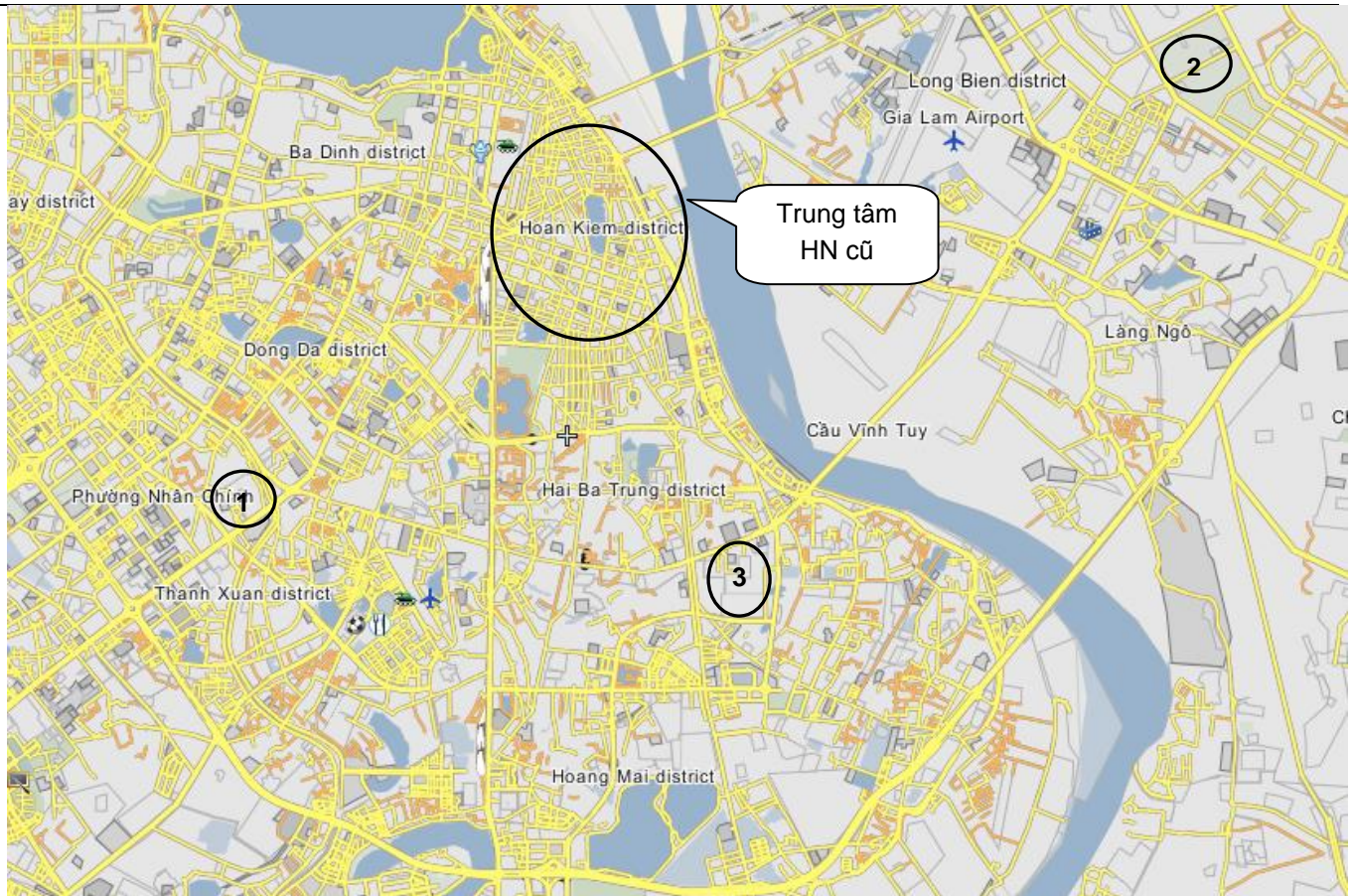
Nguồn: Công ty

Hình 7: Cơ cấu diện tích sàn xây dựng (GFA) theo mục đích cho các dự án của VIC

Dự án	Cung hiện nay	Cung tương lai
<i>Vincom</i>		
Căn hộ	-	2.216.289
Biệt thự	-	553.492
Văn phòng	77.625	
Bán lẻ	165.727	491.991
Bệnh viện	60.446	99.819
Khách sạn		33.350
<i>Vinpearl Resorts</i>	186.154	31.782
<i>Vinpearl Villas</i>	-	405.897
Total	489.952	3.832.620

Nguồn: VCSC ước tính. Nguồn cung tương lai chỉ dựa trên các dự án đang thi công và đã có sơ đồ sàn xây dựng

Hình 8: Các dự án chính của VIC tại Hà Nội



- 1 – Dự án Royal City – Quận Thanh Xuân, mật độ dân số 19.000 người/km²
 2 – Dự án Vincom Village – Quận Long Biên, mật độ dân số 2.848 người/km²
 3 – Dự án Times City – Quận Hai Bà Trưng, mật độ dân số 32.000 người/km²

1/ CÁC THƯƠNG HIỆU VINCOM

VIC có 4 dự án đã hoàn thành và 4 dự án đang xây dựng dưới thương hiệu Vincom:

Dự án Vincom Center Bà Triệu – Tháp A&B và Tháp C (đã hoàn thành). Dự án tọa lạc tại 191 Bà Triệu trong khu vực đông dân cư bao quanh bởi nhiều văn phòng chính phủ và công ty. Dự án được khai trương năm 2004 (Tháp A&B) và năm 2009 (Tháp C) là khu phức hợp 5 sao bao gồm văn phòng, trung tâm thương mại và căn hộ đầu tiên ngay tại trung tâm thành phố.

Tháng 7/2006, 49% giá trị quyền sử dụng đất và các lầu 7 đến 21 của Tháp A đã được chuyển nhượng cho BIDV với giá trị 395 tỷ đồng nên hiện nay chỉ còn 3.414 m² khu trung tâm thương mại thuộc quản lý của VIC.

Khu vực văn phòng của Tháp B, bao gồm từ tầng 7 đến tầng 23, gần đây đã được bán lại cho Techcombank với giá 1.334 tỷ đồng (65 triệu USD) và đã thu tiền đầy đủ vào ngày 2/6/2012 nên hiện nay chỉ còn 18.318m² khu trung tâm thương mại thuộc quản lý của VIC.

Tháp C bao gồm 208 căn hộ cao cấp, đã được bán và bàn giao toàn bộ trong năm 2009. VIC hiện duy trì quản lý 10.957m² khu trung tâm thương mại có tên là “Vincom Galleries”.

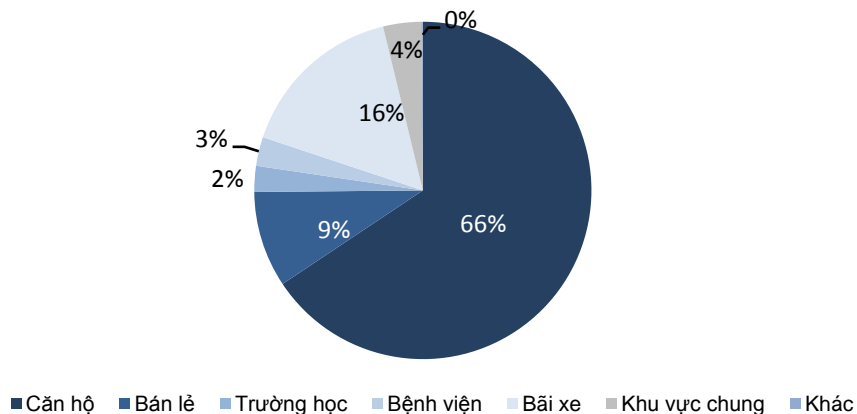
Dự án Vincom Center B TPHCM (đã hoàn thành). Dự án tọa lạc tại một trong những khu vực đắc địa của TPHCM, tại góc đường Lê Thánh Tôn, Đồng Khởi và Lý Tự Trọng. VIC sở hữu 100% dự án này. Dự án bao gồm 6 tầng ngầm gồm bãi xe và khu trung tâm thương mại với tổng diện tích cho thuê 29.563m², một khu văn phòng 17 tầng với tổng diện tích cho thuê 57.936m³ và 80 căn hộ cao cấp.

Vincom hiện sở hữu khu trung tâm thương mại và khoảng 94% diện tích khu văn phòng của tòa nhà này sau khi đã cho thuê tất cả các căn hộ với thời hạn 50 năm và bán 3.599 m² khu văn phòng năm 2010.

Dự án Vincom Center Long Biên (đã hoàn thành). Tòa nhà thương mại này là một phần của dự án Vincom Village, tọa lạc tại quận Long Biên, một quận phía đông Hà Nội, cách trung tâm thành phố 7km. Vincom Long Biên bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2011 là khu trung tâm thương mại cao cấp 5 tầng với tổng diện tích sàn 39.650m², gồm các cửa hàng bán lẻ cao cấp, một rạp chiếu phim và trung tâm thể dục thẩm mỹ và spa.

Dự án Times City (đang xây dựng). VIC hiện sở hữu 77,64% dự án này trong đó có 53% trực tiếp và 24,64% gián tiếp. Dự án Times City tọa lạc tại góc đường Hai Bà Trưng và Hoàng Mai phía nam trung tâm Hà Nội cũ trong một khu vực dân cư và thương mại sầm uất. Dự án có tổng diện tích 360.367m² đất với tổng diện tích sàn 2.179.163m² được phân bổ như sau

Hình 9: Thành phần diện tích sàn của dự án Times City



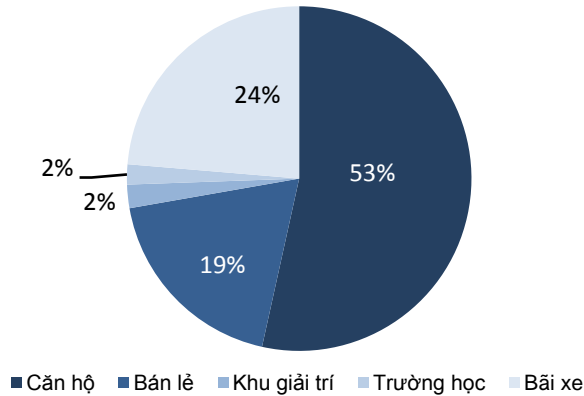
Nguồn: Công ty

Dự án khởi công từ tháng 2/2011 và dự kiến hoàn thành trong quý 4 năm 2014. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư cho dự án là 23.898 tỷ đồng trong đó VIC đã trả 24% tiền sử dụng đất tổng cộng đã giải ngân 25% vốn đầu tư cần thiết cho dự án.

Cho đến nay, 3.430 trong số 4.254 căn hộ được chào bán trong giai đoạn 1 đã được đặt mua hay đã được ký hợp đồng mua (bao gồm cả doanh thu T18 với 660 căn hộ), và đã thu khoảng 35% tổng giá trị bán hàng theo tính toán của chúng tôi.

Dự án Royal City (đang xây dựng). VIC hiện sở hữu 98,36% dự án, được trực tiếp phát triển bởi nhà thầu là CTCP Royal City, một công ty con mà VIC sở hữu 98,14%. Dự án tọa lạc tại đường Nguyễn Trãi quận Thanh Xuân được coi là cửa ngõ phía tây trung tâm Hà Nội. Dự án có tổng diện tích 120.945m² với tổng diện tích sàn 1.205.484m² được phân bổ như sau

Hình 10: Thành phần diện tích sàn của dự án Royal City



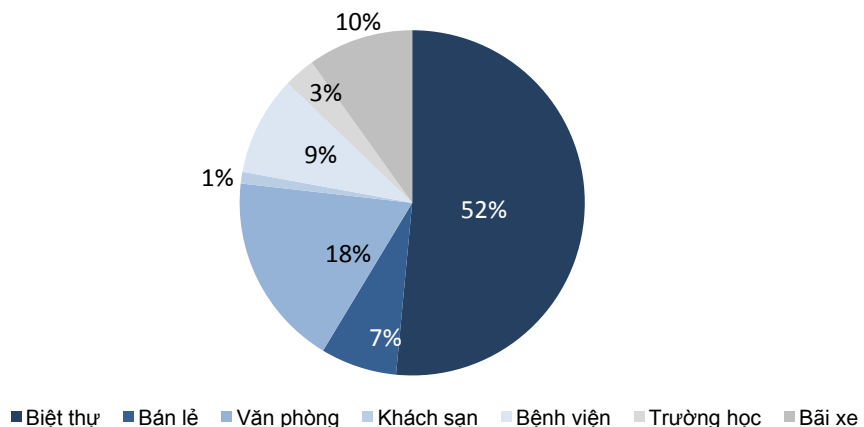
Nguồn: Công ty

Dự án bắt đầu khởi công từ tháng 1/2010 và ước tính hoàn thành trong quý 4 năm 2013. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư cho dự án là 15.300 tỷ đồng, trong đó VIC đã thanh toán đầy đủ tiền sử dụng đất 500 tỷ đồng tổng cộng đã giải ngân 35% vốn đầu tư cho dự án.

Cho đến nay, hơn 62% các căn hộ đã được bán theo hợp đồng mua trước, và đã thu về khoảng 45% giá trị hợp đồng theo tính toán của chúng tôi.

Dự án Vincom Village (đang xây dựng). VIC hiện sở hữu 61% dự án, tọa lạc tại quận Long Biên, một quận phía đông Hà Nội cách trung tâm thành phố 7km. Dự án có tổng diện tích đất 1.836.456 m² với tổng diện tích sàn 1.074.768m² được phân bổ như sau

Hình 11: Thành phần diện tích sàn của dự án Vincom Village



Nguồn: Công ty

Dự án bắt đầu khởi công từ tháng 5/2011 và dự kiến sẽ được hoàn thành vào quý 4 năm 2012, trong đó trung tâm thương mại đã bắt đầu hoạt động từ tháng 12/2011 và khu biệt thự dự kiến được hoàn tất chuyển giao cho người mua thứ cấp vào cuối năm 2012. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư cho dự án là gần 10.000 tỷ đồng, trong đó VIC đã được cân trừ khoảng 10% chi phí tiền sử dụng đất thông qua xây dựng cơ sở hạ tầng cho khu vực xung quanh và tổng cộng đã giải ngân khoảng 50% vốn đầu tư cần thiết cho dự án.

VIC đã bán được 100% diện tích đất biệt thự cho 5 công ty với tổng giá trị hợp đồng là 16.200 tỷ đồng và đã thu về khoảng 45% tổng giá trị giao dịch.

Dự án Vincom Center TPHCM (đang xây dựng). VIC hiện sở hữu 100% dự án này, tọa lạc tại góc đường Nguyễn Huệ và Đồng Khởi, một "địa điểm vàng" của TPHCM.

Dự án sẽ có 6 tầng ngầm và 9 tầng nổi dành cho đậu xe (diện tích sàn 25.253m²), khu vực bán lẻ (tổng diện tích sàn 39.454m²) và khách sạn 5 sao gồm 300 phòng (tổng diện tích sàn 25.253m²).

Bắt đầu khởi công từ tháng 3/2011, phần diện tích thương mại dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong quý 3 năm 2012 trong khi khách sạn sẽ được đưa vào hoạt động trong quý 1 năm 2013. Chúng tôi ước tính tổng giá trị đầu tư cho dự án là 3.500 tỷ đồng, trong đó VIC đã giải ngân khoảng 60% tổng vốn đầu tư cần thiết.

Dự án Vincom Hải Phòng (mới bắt đầu). Vincom hiện sở hữu 79,51% dự án này trong đó 49% trực tiếp và 30,51% gián tiếp. Dự án xây dựng khu phức hợp trung tâm thương mại, văn phòng, khu dân cư và bãi đậu xe cao cấp ở quận Ngô Quyền, TP Hải Phòng. Vincom Hải Phòng tọa lạc ngay gần cảng chính của Hải Phòng hiện nay, chỉ cách 1km về phía đông khu trung tâm kinh tế và cách 5km về phía đông nam khu kinh tế Đình Vũ. Dự án có diện tích 19.582m² với diện tích sàn sau khi hoàn thành ước tính là 219.927m². Dự kiến dự án sẽ khởi công vào quý 4 năm 2012. Theo chúng tôi được biết, mặc dù vẫn chưa bắt đầu xây dựng, Vincom đã thanh toán đầy đủ chi phí đất đai liên quan và được cấp giấy chứng nhận đầu tư cho dự án, qua đó cho phép chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để xác định giá trị dự án. Chi phí đầu tư ước tính của chúng tôi cho dự án là 2.482 tỷ đồng.

Dự án Long Biên (mới bắt đầu). VIC hiện sở hữu 100% dự án này. Dự án được thiết kế là một khu đô thị sinh thái bao gồm các khu dân cư, kinh doanh và trường học trên tổng diện tích 4.800.000m² ở quận Long Biên – đông bắc Hà Nội. VIC dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào quý 2 năm 2013. Cho đến nay, số vốn đầu tư vào dự án này là chưa đáng kể và được định giá bằng với chi phí đã bỏ ra trong mô hình của chúng tôi.

Dự án Green City (mới bắt đầu). VIC hiện sở hữu 34% dự án sau khi bán 40% cho một đối tác thứ ba hồi tháng Sáu. Theo chúng tôi được biết, Công ty Cổ phần Green City vẫn còn phải xin giấy phép và quyền sử dụng đất trước khi khởi công do đó chúng tôi nhận thấy sử dụng giá trị sổ sách để xác định giá trị dự án thì thận trọng hơn. Tuy nhiên, mô hình định giá của chúng tôi dựa trên báo cáo tài chính hợp nhất quý 1 và do đó giá trị chi phí được xác định được theo 74% sở hữu vào thời điểm đó.

Dự án Vincom Hưng Yên (mới bắt đầu). VIC hiện sở hữu 100% dự án với tổng diện tích 4.000.000m² tại huyện Văn Giang, tỉnh Hưng Yên, cách trung tâm thành phố Hà Nội khoảng 14km. VIC dự kiến sẽ khởi công xây dựng trong quý 4 năm 2012. Tuy nhiên, dự án vẫn còn rất mới đang chờ phê duyệt và được xác định theo giá trị sổ sách trong mô hình RNAV của chúng tôi.

2/ CÁC THƯƠNG HIỆU VINPEARL

Vinpearl Land (đã hoàn thành). VIC sở hữu 100% dự án khu phức hợp giải trí quy mô lớn này, tọa lạc trên một hòn đảo riêng biệt – Hòn Tre, ngoài khơi thành phố du lịch Nha Trang, đi vào hoạt động năm 2007. Dự án bao gồm một công viên giải trí, công viên nước trên 80.000m² và một hệ thống cáp treo có khả năng vận chuyển 1.500 lượt khách mỗi giờ từ bờ biển Nha Trang sang Vinpearl Land. Trong năm 2011, Vinpearl Land đã phục vụ hơn 1 triệu lượt khách.

Vinpearl Resort Nha Trang (đã hoàn thành). VIC sở hữu 100% dự án bao gồm một khách sạn 5 sao 485 phòng, phòng tiệc lớn 600 chỗ, sảnh hội nghị 1.350 chỗ và sân khấu ngoài trời 5.056 chỗ, tọa lạc trên cùng hòn đảo với Vinpearl Land. Năm 2011 khu nghỉ mát này có tỷ lệ đặt phòng trung bình 63% với giá phòng trung bình 140USD/đêm.

Vinpearl Luxury Nha Trang (đã hoàn thành). VIC sở hữu 100% dự án bao gồm 84 biệt thự sang trọng trên đảo Hòn Tre. Khu nghỉ mát bắt đầu hoạt động từ tháng 5/2011 phục vụ các khách hàng cao cấp với giá phòng khoảng 300USD/đêm. Trong năm đầu tiên hoạt động, khu nghỉ mát có tỷ lệ đặt phòng 30% nhưng VIC dự kiến tỷ lệ này sẽ sớm tăng lên khoảng 70%.

Vinpearl Luxury Đà Nẵng (đã hoàn thành). VIC sở hữu 100% dự án bao gồm 200 phòng khách sạn và 39 biệt thự sang trọng trên diện tích 155.087m² tại thành phố ven biển Đà Nẵng. Khu nghỉ mát bắt đầu hoạt động từ tháng 7/2011 với giá phòng trung bình khoảng 140USD/đêm. Tỷ lệ đặt phòng năm đầu khá thấp 20% nhưng dự kiến sẽ tăng lên khoảng 50-60% tương tự như Vinpearl Resort Nha Trang.

Câu lạc bộ Golf Vinpearl – Nha Trang (đã hoàn thành). Sân golf 18 lỗ này nằm trên đảo Hòn Tre và được khai trương vào tháng 6/2011. Sân golf chiếm diện tích 643.708m² dọc theo bãi biển dài 800m. VIC sở hữu 100% dự án này.

3/ CÁC THƯƠNG HIỆU VINMEC

Bệnh viện Đa khoa Quốc tế Vinmec (Khu đô thị Times City) (đã hoàn thành). Bệnh viện bắt đầu hoạt động từ tháng 1/2012 có diện tích 24.672m² với tổng diện tích sàn 99.819m². Bệnh viện có 18 khoa với công suất 600 giường bệnh. Bệnh viện được xây dựng không chỉ là điểm thu hút của Khu đô thị Times City mà còn hướng tới mục đích phục vụ tốt hơn nhu cầu về y tế cho người dân Hà Nội vốn đang trong tình trạng quá tải.

4/ CÁC THƯƠNG HIỆU VINCHARM

VIC bắt đầu các dịch vụ spa và thẩm mỹ từ khi mở cửa Vinpearl Land năm 2007. Tuy nhiên, các tiệm spa và thẩm mỹ đầu tiên được quản lý là một phần của toàn bộ dự án bất động sản. Sau khi tập đoàn điều chỉnh định hướng chiến lược hồi quý 4 năm 2011, Vincharm sẽ là một bộ phận tạo doanh thu riêng biệt được quản lý bởi Vinpearl.

Các tài sản Vincharm được quản lý riêng hiện nay gồm Vincharm Spa Long Biên (Vincom Center Long Biên), Vincharm Spa Hà Nội (Tháp C, Vincom Bà Triệu) và Câu lạc bộ Vincharm Health (Vincom Center C, TPHCM).

Các Vincharm khác đang hoạt động nhưng không được xác định giá trị riêng theo định giá của chúng tôi gồm Vincharm Spa – Vinpearl Luxury Đà Nẵng, Vincharm Spa – Vinpearl Resort Nha Trang và Vinpearl Luxury Đà Nẵng.

Triển vọng lợi nhuận

Dự án Vincom Village làm tăng lợi nhuận năm 2012

VIC có kế hoạch ghi nhận phần lớn doanh thu khu dân cư của dự án Vincom Village trong quý 3 và quý 4 năm 2012, có thể lên tới 60% doanh thu biệt thự đã bán từ năm 2011. Theo tiến độ thực tế của dự án, chúng tôi cho rằng kế hoạch ghi nhận là hoàn toàn thực thi. Do đó, việc này chỉ phụ thuộc vào việc liệu công ty có thực sự muốn ghi nhận trong bối cảnh lĩnh vực bất động sản nói chung còn mờ nhạt cả năm.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2012 của chúng tôi cho VIC tương ứng là 13.746 tỷ đồng và 5.737 tỷ đồng.

Hình 12: Ước tính doanh thu và LN sau thuế 2012 của VIC

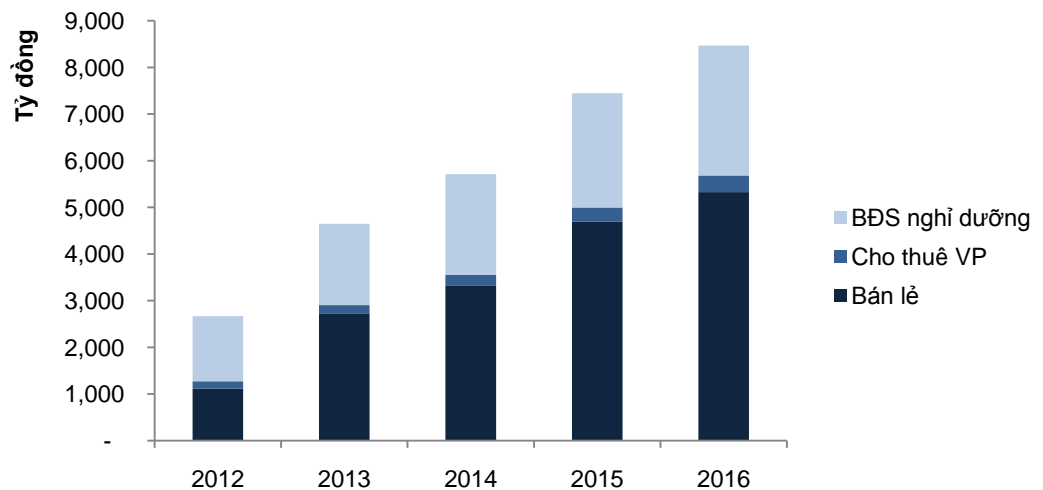
	Doanh thu	LN sau thuế
Cho thuê	2.547.027	1.094.436
Vincom	1.148.785	516.462
Vinpearl	1.398.243	577.973
Vincom Village	9.702.000	4.106.036
Doanh thu tháp B	1.333.500	902.156
Vinmec & Vincharm	163.405	(64.019)
Chi phí SGA chung		(303.833)
Tổng cộng	13.745.933	5.736.678

Nguồn: Dự báo của VCSC

Doanh thu và lợi nhuận cho thuê tăng đáng kể sau khi đưa ra các dự án Vincom Center A (2012/2013), Royal City (2013/2014) và Times City (2014/2015)

VIC có một danh mục bất động sản thương mại rất mạnh. Chúng tôi nhận thấy sau khi khai trương dự án Times City, nguồn thu trực tiếp từ phân khúc thương mại, bao gồm cho thuê văn phòng, trung tâm thương mại, và khu nghỉ mát sẽ tăng trưởng mạnh với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm khoảng 33%/năm trong 4 năm tới.

Hình 13: Ước tính doanh thu định kỳ từ hoạt động cho thuê của VIC trong 5 năm tới



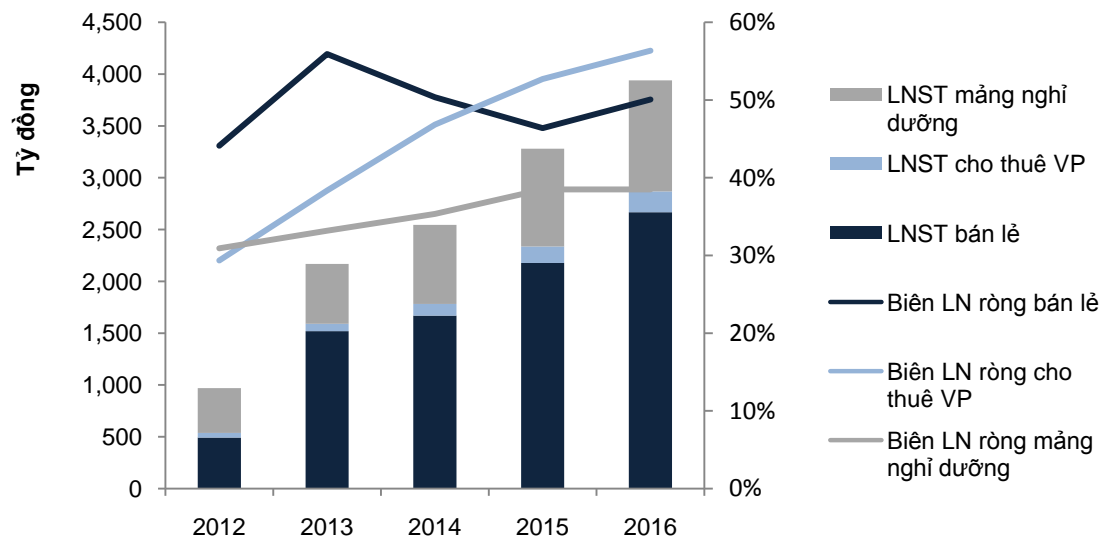
Nguồn: Dự báo của VCSC

Lợi nhuận sau thuế từ các bất động sản thương mại ước tính của chúng tôi sẽ tăng đáng kể do tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm đạt 42%/năm trong 4 năm tới.

Biên lợi nhuận ròng từ bất động sản nghỉ dưỡng dự kiến khá ổn định. Biên lợi nhuận ròng từ hoạt động bán lẻ dự kiến tăng mạnh trong năm 2013 khi dự án Vincom Center A đi vào hoạt động toàn bộ, tuy nhiên chúng tôi dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2014 và 2015 là những năm đầu tiên dự án Times City và Royal City đi vào hoạt động đòi hỏi cần có thời gian để lấp đầy toàn bộ diện tích cho thuê. Biên lợi nhuận ròng của hoạt động cho thuê văn

phòng (dự án Vincom Center B TPHCM) năm 2012 ước tính thấp do tỷ lệ lấp đầy 6 tháng đầu năm thấp chỉ đạt 30% trong khi đầu tư nhân lực lớn. Tuy nhiên, bù lại những nỗ lực của đội ngũ bán hàng, chúng tôi quan sát thấy tỷ lệ lấp đầy của dự án Vincom Center B hiện tăng nhanh lên khoảng 60%. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo giá cho thuê văn phòng sẽ phục hồi trong năm 2013-2014 song song với phục hồi kinh tế chung.

Hình 14: Ước tính lợi nhuận sau thuế và lợi nhuận ròng của VIC trong 5 năm



Nguồn: Dự báo của VCSC

Định giá

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho VIC với khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên giá mục tiêu là 85.000 đồng/cổ phiếu (TL tăng 6,9%) tính theo phương pháp RNAV bằng cách chiết khấu dòng tiền mặt tương lai thu được từ các dự án riêng biệt.

Đối với mỗi dự án, chúng tôi tách riêng xác định 2 thành phần riêng biệt: thành phần bất động sản nhà ở có giá trị hiện tại từ doanh thu bán các biệt thự/căn hộ, và thành phần khu thương mại có giá trị hiện tại từ doanh thu cho thuê các bất động sản. Ước tính thành phần cho thuê bất động sản đến năm 2025 sau đó chúng tôi áp dụng yếu tố tăng trưởng cuối cùng 2% cho dòng tiền mặt tự do.

1/ Giả định tỷ lệ chiết khấu

Chúng tôi dùng phương pháp FCFF trong định giá dự án RNAV. Giả định chi phí vay là VIC sẽ duy trì tỷ lệ 50% nợ bằng đồng nội tệ và 50% nợ bằng đồng USD.

Hình 15: Các giả định tỷ lệ chiết khấu

	2012	2013	2014	2015	„	2025
Vốn CSH	50%	50%	50%	50%	„	50%
Beta	0,86	0,86	0,86	0,86	„	0,86
LS phi rủi ro	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	„	8,5%
Phần bù rủi ro	12,0%	11,8%	11,5%	11,3%	„	9,2%
Chi phí VCSH	21%	21%	20%	20%	„	16%

Tỷ lệ nợ	50%	50%	50%	50%	„	50%
Chi phí vay	12%	11,5%	11,0%	10,0%	„	9,0%
WACC	16,7%	16,2%	15,7%	15,0%	„	12,7%

Nguồn: Dự báo của VCSC

2/ Giả định capex:

Chúng tôi ước tính năm 2012 Vincom sẽ cần 9.700 tỷ đồng capex cho các dự án hiện hữu.

Hình 16: Ước tính capex của VIC năm 2012

Dự án	Capex cần
Vincom Center A	1.470.855
Times City	3.963.611
Royal City	4.032.974
Vincom Village	164.136
Khác	120.215
Tổng cộng	9.751.791

Nguồn: Dự báo của VCSC

Ngoài ra, VIC cũng có 3.500 tỷ đồng trái phiếu và nợ dài hạn sẽ đáo hạn trong năm 2012. Tuy nhiên chúng tôi không cho rằng việc này sẽ ảnh hưởng nhiều đến dòng tiền mặt của công ty trừ phi có những trường hợp nghiêm trọng khách hàng mất khả năng đóng tiền độ liên quan đến các dự án đang được mở bán.

Dưới đây là ước tính nguồn thu tiền mặt của VIC trong năm 2012 trong trường hợp khách hàng đóng tiền đúng tiến độ

Hình 17: Ước tính dòng tiền mặt của VIC năm 2012

Dự án	Lượng tiền mặt
Đã hoàn thành – LN trước thuế	
Vincom Center Bà Triệu	335.880
Vincom Center B TPHCM	515.757
Các khu nghỉ mát Vinpearl	686.098
Vincom Center A TPHCM	77.500
Times City	2.898.300
Royal City	3.319.697
Vincom Village	7.358.458
Tổng cộng	15.191.690

Nguồn: Dự báo của VCSC

Ngoài ra 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế vừa phát hành là nguồn bổ sung thêm vào thanh khoản của công ty năm nay.

Tổng giả định capex của chúng tôi cho các dự án VIC đang thực hiện

Hình 18: Giả định capex các dự án

Dự án	Tổng capex	Capex đã trả 31/03/2012	% đã trả
Vincom Center A	3.461.845	2.077.107	60%
Times City	23.897.906	5.974.476	25%
Royal City	15.306.001	5.357.100	35%
Vincom Village	9.924.474	4.962.237	50%

Vincom Hải Phòng	2.481.532	49.630	2%
Biệt thự VPL	986.293	209.674	21%
Tổng cộng	56.058.051	18.630.225	33%

Nguồn: Dự báo của VCSC

3/ Giả định doanh thu dự án

Hình 19: Giả định doanh thu các bất động sản bán lẻ

Dự án	Diện tích cho thuê	Tỷ lệ lấp đầy TB trong thời gian dự báo	Giá thuê TB USD/m ² (chưa kể phí dịch vụ)
Khu thương mại			
Vincom Center Bà Triệu	32.689	99%	43
Vincom Center B	29.563	94%	73
Times City	140.606	85%	32
Royal City	172.069	85%	37
Vincom Hải Phòng	17.686	88%	20
Vincom Village	57.597	93%	23
Vincom Center A	27.618	89%	80
Văn phòng			
Vincom Center B	54.337	82%	35

Nguồn: Công ty, dự báo của VCSC

Hình 20: Giả định doanh thu các bất động sản nhà ở

Dự án	Diện tích kinh doanh	Giá bán (triệu đồng/m ²)	Tiến độ thanh toán
Times City	1.001.236	29	Năm đầu tiên: 40%
			Năm thứ hai: 30%
			Năm thứ ba: 30%
Royal City	489.796	39	Năm đầu tiên: 40%
			Năm thứ hai: 30%
			Năm thứ ba: 30%
Vincom Village	467.913	35	Năm đầu tiên: 25%
			Năm thứ hai: 45%
			Năm thứ ba: 30%
Vincom Hải Phòng	99.039	28	Năm đầu tiên: 25%
			Năm thứ hai: 45%
			Năm thứ ba: 30%

Nguồn: Công ty, dự báo của VCSC

Dưới đây là ước tính của chúng tôi về giả định tiến độ bán hàng các dự án

Hình 21: Giả định tiến độ bán hàng dự án

Dự án	2012 & trước đó	2013	2014	2015	2016	2017
BDS khu dân cư						
Times City	34%	10%	15%	15%	15%	11%
Royal City	51%	10%	10%	10%	10%	9%
Vincom Village (biệt thự)	100%					

BDS nghỉ dưỡng VPL

The Beach Villas		10%	40%	50%
VPL Hòn Tre	1%	10%	40%	49%
VPL Ngũ Hành Sơn	10%	10%	30%	50%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 22: Giả định tiến độ bán hàng bất động sản nghỉ dưỡng Vinpearl

Dự án	Diện tích thương phẩm	Giá bán (triệu đồng/m ²)	Tiến độ thanh toán
The Beach Villas	13.472	15	Năm đầu tiên: 35%
VPL Ngũ Hành Sơn	49.030	14	Năm thứ hai: 15%
VPL Hòn Tre (Phase 1)	70.478	15	Năm thứ ba: 20%
			Năm thứ tư: 30%

Nguồn: Công ty, dự báo của VCSC

Hình 23: Giả định doanh thu cho Vinmec

Tổng số giường	600
Số phòng VIP	25
Số phòng cao cấp	2
Số giường chăm sóc ban ngày	50
Số giường chăm sóc thường xuyên ban đêm	523
Giá dịch vụ (triệu đồng)	
Khám sức khỏe tổng quát	4.6
Dịch vụ cấp cứu	1.5
Giá phòng tiêu chuẩn cao cấp	21.0
Giá phòng VIP	5.0
Giá phòng thường	2.5
Tỷ lệ doanh thu từ tiền thuốc so với dịch vụ	50%
Tần suất sử dụng TB trong thời gian dự báo	
Phòng VIP và phòng thường	30%
Phòng tiêu chuẩn cao cấp	42%
Tần suất bệnh nhân ngoại trú (lần mỗi ngày)	0.37

4/ Tóm tắt định giá

Hình 24: Tóm tắt định giá RNAV của VIC

Tiến độ	Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích	Diện tích sàn	Phương pháp định giá	Giá trị hiện tại của dòng tiền còn lại
VINCOM							
Hoàn thành	Vincom Center Bà Triệu (A&B)	Hà Nội	100,00%	3.433	71.557	DCF	1.977.911
Hoàn thành	Vincom Center Bà Triệu Tower C	Hà Nội	74,71%	3.609	56.824	DCF	1.004.709
Hoàn thành	Vincom Center B TPHCM	TPHCM	100,00%	10.843	186.937	DCF	6.328.814
Hoàn thành	Vincom Center Long Biên	Hà Nội	61,00%	13.261	76.796	DCF	2.069.982
Đang thi công	Royal City	Hà Nội	98,36%	120.945	1.205.484	DCF	14.108.527
Đang thi công	Times City	Hà Nội	77,64%	335.695	2.101.447	DCF	15.212.681
Đang thi công	Vincom Village (không gồm Vinmec & Center LB)	Hà Nội	61,00%	1.809.934	898.153	DCF	3.131.960
Đang thi công	Vincom Center A TPHCM	TPHCM	100,00%	8.590	98.057	DCF	8.579.715
Mới bắt đầu	Long Biên	Hà Nội	100,00%	4.800.000	802.971	Chi phí	1.000
Mới bắt đầu	Green City	TPHCM	74,00%	2.800.378	2.072.775	Chi phí	780.000
Mới bắt đầu	Vincom Hưng Yên		100,00%	4.000.000	-	Chi phí	2.000
Mới bắt đầu	Vincom Hải Phòng	Hải Phòng	79,51%	19.852	219.927	DCF	614.045
VINPEARL							
Hoàn thành	Vinpearl Resort Nha Trang	Nha Trang	100,00%	1.327.037	56.548	DCF	11.527.522
Hoàn thành	Vinpearl Land Nha Trang	Nha Trang	100,00%	210.923	48.767		
Hoàn thành	Vinpearl Luxury Nha Trang	Nha Trang	100,00%	151.363	15.740		
Hoàn thành	Vinpearl Golf Club Nha Trang	Nha Trang	100,00%	643.708	24.139		
Hoàn thành	Vinpearl Luxury Đà Nẵng	Đà Nẵng	100,00%	155.087	40.960		
Đang thi công	Vinpearl Resort Hội An	Đà Nẵng	100,00%	76.769	31.782	DCF	293.001
Mới bắt đầu	Vinpearl Đà Lạt	Đà Lạt	80,00%	2.517.000	-		
Đang thi công	Khu biệt thự Vinpearl Villas Ngũ Hành Sơn	Đà Nẵng	100,00%	153.220	49.081		
Đang thi công	The Beach Villas	Nha Trang	100,00%	17.750	13.813		
Đang thi công	Vinpearl Villas Hòn Tre	Nha Trang	100,00%	16.939.436	1.056.205		
Mới bắt đầu	Vinpearl Hòn Một	Nha Trang	83,64%	1.126.678	60.739		-
Mới bắt đầu	Vinpearl Bãi Dài	Cam Ranh	100,00%	228.000	-		-
Mới bắt đầu	Vinpearl Cam Ranh	Cam Ranh	100,00%	14.971.000	-		-

Mới bắt đầu	Làng Vân	Đà Nẵng	100,00%	18.744.808	-	-
Mới bắt đầu	Vinpearl Tuy An	Phú Yên	100,00%	28.895.000	-	-
Mới bắt đầu	Vinpearl Vân Phong	Khánh Hòa	100,00%	1.550.000	-	-

VINMEC

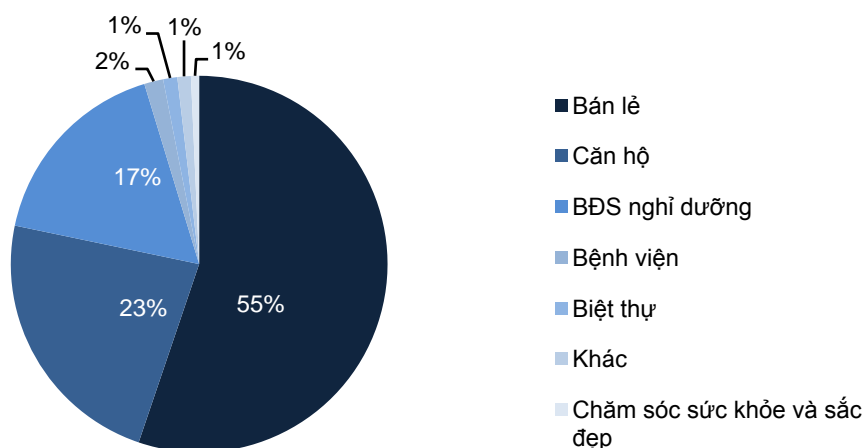
Hoàn thành	Vimec Times City	Hà Nội	77,64%	24.672	77.716	DCF	529.480
Mới bắt đầu	Vinmec Vincom Village	Hà Nội	61,00%		99.819	Chi phí thẩm định	577.361

VINCHARM

Hoàn thành	Vincharm Spa Hà Nội	Hà Nội	74,71%			DCF	309.734
Hoàn thành	Vincom Spa Long Biên	Hà Nội	61,00%			DCF	165.762

Tổng giá trị tài sản ròng dự án	67.741.624
Tài sản lưu động	5.789.609
Tiền mặt từ chuyển nhượng tháp B Hà Nội	261.500
Tiền mặt từ chuyển nhượng VP Vincom Village	768.000
Giảm nợ	(18.037.483)
Thêm giá trị hợp lý cổ phiếu quỹ	2.484.759
Giá trị tài sản ròng tính cả lợi ích cổ đông thiểu số	59.019.603
Giá trị hợp lý lợi ích cổ đông thiểu số	(407.461)
Số lượng cổ phiếu lưu hành	700.463.713
Giá trị TS ròng/CP	84.840

Hình 25: Tóm tắt định giá VIC theo loại tài sản



Nguồn: Dự báo của VCSC

Như chúng tôi đã nêu rõ trong luận điểm đầu tư, định giá ở trên sẽ thay đổi tăng lên nhiều nếu như các dự án hiện đang trong giai đoạn mới bắt đầu hoàn thành quá trình bồi thường mặt bằng và hoàn thành thủ tục pháp lý.

Ngoài ra, tiến độ bán hàng dự báo của chúng tôi dựa trên quan điểm thận trọng về thị trường bất động sản. Trong bối cảnh lãi suất đã ổn định lại và kỳ vọng chính sách được nới lỏng hơn nữa, chúng tôi cho rằng một chút khả quan hơn là hoàn toàn có thể.

Cơ cấu tổ chức và quản lý

VIC được thành lập vào năm 2002 bởi ông Phạm Nhật Vượng, người được bổ nhiệm vào Hội đồng quản trị tháng 5/2002 và trở thành Chủ tịch Hội đồng quản trị tháng 11/2011. Trước khi sáng lập VIC, ông Vượng là một cổ đông sáng lập Công ty TNHH Technocom tại Ucraina giai đoạn 1993-2009 và giữ vị trí Chủ tịch của Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Việt Nam (sở hữu 14,32% VIC) kể từ tháng 6/2008. Ông Vượng tốt nghiệp với bằng Kỹ sư Kinh tế Địa chất từ Đại học Địa chất Moscow ở Nga vào năm 1992.

Bà Lê Thị Thu Thủy được bổ nhiệm vào Hội đồng quản trị tháng 11/2011 và gần đây đã được bổ nhiệm làm Tổng Giám đốc tháng 6/2012. Bà Thủy từng làm việc cho Chương trình Tín dụng của Ủy ban châu Âu tại Việt Nam giai đoạn 1996-1998 và là Phó Chủ tịch Lehman Brothers tại Nhật Bản, Thái Lan và Singapore giai đoạn 2000-2008. Bà Thủy tốt nghiệp với bằng Cử nhân Kinh tế Đại học Ngoại thương Hà Nội và Thạc sĩ Quản trị kinh doanh chuyên ngành Tài chính.

VIC hiện có 16 công ty con với tỷ lệ sở hữu như dưới đây

Hình 26: Danh sách các công ty con của VIC

Tên công ty	Vốn điều lệ đăng ký	Vốn điều lệ thực tế	Tỷ lệ sở hữu bởi VIC 01/08/2012	Các dự án sở hữu
CTCP Đầu tư & Thương mại PFV	600	600	74,41%	Vincom Center Bà Triệu (Tháp C)
CTCP Royal City	3.200	2.827	98,14%	Royal City
CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội	2.000	2.000	77,64%	Times City, Vinmec
CTCP Đầu tư & Phát triển đô thị Sài Đồng	500	500	61,00%	Vincom Village
CTCP Đầu tư & Phát triển BĐS Hải Phòng	300	300	79,51%	Vincom Hải Phòng
CTCP Đầu tư & Phát triển BĐS Hồ Tây	50	50	70,00%	
Cty TNHH Việt Thành – Sài Đồng	100	100	31,11%	
CTCP Phát triển Green City	1.000	997	34,00%	Green City
Cty TNHH 1 thành viên VPL	2.055	2.055	100%	VPL Luxury Nha Trang, VPL Golf Club Nha Trang, Làng Vân, VPL Vân Phong, VPL Tuy An, The Beach Villas, VPL Hòn Tre, VPL Bãi Dài, VPL Cam Ranh, VPL Land, VPL Resort Nha Trang, VPL Đà Lạt
Cty TNHH 1 thành viên VPL Hội An	300	300	100%	Vinpearl Resort Hội An
Cty TNHH 1 thành viên VPL Đà Nẵng	388	388	100%	VPL Luxury Đà Nẵng

Cty TNHH 1 thành viên Phát triển & Dịch vụ Vincharm	400	400	100%	Vincharm Services
Cty TNHH Future Property Invest	1.056	85	100%	Vinpearl Villas Ngũ Hành Sơn
CTCP Du lịch Hòn Một	167	167	84%	Vinpearl Hòn Một
Cty TNHH Khách sạn & DL Tây Hồ View	1.145	29	70%	
Tay Tang Long	300	10	56%	

Nguồn: Công ty, dự báo của VCSC

Báo cáo tài chính

KQLN	2009	2010	2011	CĐKT	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	1,974	3,873	2,314	Tài sản			
- Giá vốn hàng bán	-537	-927	-1,306	+ Tiền và tương đương	1,427	1,515	1,232
Lợi nhuận gộp	1,437	2,946	1,008	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,898	3,819	4,175
- Chi phí bán hàng	-12	-29	-100	+ Các khoản phải thu	342	2,606	1,095
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-110	-240	-444	+ Hàng tồn kho	14	2,264	9,282
Lợi nhuận thuần HĐKD	1,315	2,677	463	+ Tài sản ngắn hạn khác	847	3,123	4,256
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	26	-61	-19	Tổng tài sản ngắn hạn	7,528	13,326	20,039
- Lợi nhuận khác	288	1,039	1,835	+ Tài sản dài hạn	4,736	8,382	10,490
Lợi nhuận khác	1,629	3,655	2,279	+ Khấu hao lũy kế	-17	-29	-27
- Chi phí lãi vay	-244	-511	-807	+ Tài sản dài hạn	4,719	8,353	10,463
Lợi nhuận trước thuế	1,384	3,143	1,471	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	1,138
- Thuế TNDN	-282	-711	-398	+ Tài sản dài hạn khác	2,066	4,467	3,873
LNST	1,102	2,432	1,074	Tổng tài sản dài hạn	6,785	12,820	15,473
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-203	-125	-252	Tổng Tài sản	14,313	26,147	35,513
LNST của cổ đông CT Mẹ	899	2,307	821				
EPS (đ)	5,623	8,063	2,151	Nợ & Vốn chủ sở hữu			
EBITDA	1,657	3,668	2,291	+ Phải trả ngắn hạn	146	113	539
Khấu hao	-28	-13	-12	+ Vay và nợ ngắn hạn	242	294	4,625
Tăng trưởng doanh thu	725.5%	96.2%	-40.3%	+ Phải trả ngắn hạn khác	1,079	4,843	16,466
Tăng trưởng LN HĐKD	2854.0%	103.5%	-82.7%	Nợ ngắn hạn	1,467	5,250	21,630
Tăng trưởng EBIT	273.5%	124.4%	-37.6%	+ Vay và nợ dài hạn	9,014	11,190	5,409
Tăng trưởng EPS	350.8%	43.4%	-73.3%	+ Phải trả dài hạn	196	153	221
Chỉ số khả năng sinh lợi	2009	2010	2011	Nợ dài hạn	9,211	11,343	5,630
Tỷ suất lợi nhuận gộp	72.8%	76.1%	43.5%	Tổng nợ	10,678	16,593	27,260
Tỷ suất LNST	55.8%	62.8%	46.4%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
ROE DuPont	41.9%	36.9%	12.1%	+ Thặng dư	773	1,522	2,395
ROA DuPont	10.8%	12.0%	3.5%	+ Vốn điều lệ	1,996	3,726	3,911
Tỷ suất EBIT	82.5%	94.4%	98.5%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	-703	1,594	195
LNST / LNST	79.6%	77.4%	73.0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	1,569	2,711	1,751
LNST / EBIT	85.0%	86.0%	64.6%	Vốn chủ sở hữu	3,636	9,554	8,252
Vòng quay tổng tài sản	0.2	0.2	0.1	Tổng cộng nguồn vốn	14,313	26,147	35,513
Đòn bẩy tài chính	3.9	3.1	3.5				
ROIC	12.0%	14.3%	5.5%	Lưu chuyển tiền tệ	2009	2010	2011
Chỉ số hiệu quả vận hành	2009	2010	2011	Tiền đầu năm	27	1,427	1,515
Số ngày phải thu	13.4	448.6	1,613.2	Lợi nhuận sau thuế	899	2,307	821
Số ngày tồn kho	32.3	138.9	291.9	+ Khấu hao lũy kế	28	24	23
Số ngày phải trả	70.2	51.0	91.1	+ Điều chỉnh	-27	-349	-1,579
Thời gian luân chuyển tiền	-24.5	536.5	1,814.0	+ Thay đổi vốn lưu động	-523	-1,552	4,894
COGS / Hàng tồn kho	27.1	0.8	0.2				
Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính	2009	2010	2011	Tiền từ hoạt động kinh doanh	377	430	4,160
CS thanh toán hiện hành	5.13	2.54	0.93	+ Thanh lý tài sản cố định	2	66	207
CS thanh toán nhanh	5.12	2.11	0.50	+ Chi mua sắm TSCĐ	-4,058	-4,667	-1,466
CS thanh toán tiền mặt	0.97	0.29	0.06	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0
Nợ / Tài sản	0.65	0.44	0.28	+ Các hoạt động đầu tư khác	-1,619	-1,435	-995
Nợ / Vốn sử dụng	0.72	0.55	0.55	Tiền từ hoạt động đầu tư	-5,675	-6,036	-2,254
Nợ / Vốn CSH	2.55	1.20	1.22	+ Cổ tức đã trả	-55	0	-2,146
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.02	0.01	0.13	+ Tăng (giảm) vốn	1,268	3,795	2,868
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.63	0.43	0.15	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-380	52	4,331
Khả năng thanh toán lãi vay	6.66	7.15	2.82	+ Thay đổi nợ dài hạn	5,849	2,176	-5,782
Định giá	2009	2010	2011	+ Các hoạt động tài chính khác	0	722	274
P/E	14.6	10.2	38.1	Tiền từ hoạt động tài chính	6,697	5,694	-2,189
P/B	6.3	3.4	4.8	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1,400	88	-283
EV / EBITDA	10.4	9.6	18.2	Tiền cuối năm	1,427	1,515	1,232
Chi phí sở sách/cổ phiếu	12.934	23.915	17.024				

Đơn vị (tỷ đồng) trừ khi có ghi chú khác

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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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. Để 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

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Ly, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
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.