

CÔNG TY CỔ PHẦN VINCOM

QUÍ ĐẤT LỚN – VỊ TRÍ ĐẸP

Giá kỳ vọng: 104.000 VND

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	69.000
Giá thấp nhất 52 tuần	44.270
Giá cao nhất 52 tuần	70.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	23.381
SL cổ phiếu (cổ phiếu)	368.213.133
KLGD bình quân 10 ngày	117.293

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2009	2010E
Tổng tài sản	14.313	17.922
Vốn chủ sở hữu	2.067	4.116
Tổng doanh thu	1.974	1.200
Lợi nhuận sau thuế	1.102	807

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010E
Tăng trưởng DT	725,4%	-39,2%
Tăng trưởng LNST	775,1%	-26,7%
Tăng trưởng Tài sản	137,7%	25,2%
Tăng trưởng Vốn CSH	27,4%	99,2%
Tăng trưởng EPS	388,4%	-58,8%
Lợi nhuận gộp biên	72,8%	89,9%
Lợi nhuận thuần biên	69,4%	68%
ROE	59,7%	26,1%
ROA	10,8%	5,0%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010E
EPS (đồng/cổ phần)	5.328	2.192
P/E (lần)	12,6	31,5
P/B (lần)	6,7	6,2

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động chính của VIC là cung cấp các dịch vụ, sản phẩm bất động sản ở phân khúc cao cấp, tại những vị trí đắc địa của các thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, thành phố Hồ Chí Minh. Gần đây, VIC mở rộng qui mô hoạt động của mình khi bắt đầu khai thác sang phân khúc xây dựng khu đô thị mới với nhiều sản phẩm đa dạng hơn như trường học, bệnh viện,...

THÔNG TIN CẬP NHẬT

Trong 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu của VIC đạt 509.8 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 228.7 tỷ đồng, hoàn thành 45.72% kế hoạch doanh thu và 90.3% kế hoạch lợi nhuận 2010.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Sở hữu quỹ đất tại những vị trí đắc địa và tập trung vào phân khúc cao cấp của ngành bất động sản. Lợi thế của VIC là lấy được quỹ đất tại những vị trí đắc địa nên Công ty chủ yếu tập trung vào phân khúc cao cấp có biên lợi nhuận cao với các sản phẩm chính là văn phòng cho thuê, mặt bằng cho thuê bán lẻ và căn hộ cao cấp. Hiện nay, Công ty đang sở hữu khoảng 726 ha đất với 11 dự án đã, đang và sẽ triển khai, chủ yếu nằm ở những vị trí trung tâm của Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. (xem bảng ở trang 2).

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 1.192 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 807 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 2.192 đồng. Lợi nhuận năm 2010 của VIC đến chủ yếu từ việc chuyển nhượng toàn bộ dự án Vincom Financial Tower (khoảng 840 tỷ đồng lợi nhuận gộp) và phần còn lại từ hoạt động cho thuê trung tâm thương mại, mặt bằng bán lẻ và văn phòng cho thuê của các tòa nhà Vincom City Tower, Vincom Park Place, Vincom Center (khoảng 1.072 tỷ đồng).

Quỹ dự án lớn bảo đảm nguồn thu cho công ty trong những năm sau. Một số dự án lớn và tiềm năng như Royal City (120.942 m2) tại quận Thanh Xuân (HN), khu đô thị Eco City (364.480 m2) tại quận Hai Bà Trưng (HN), Dự án trung tâm thương mại và căn hộ Viettronics (13.033 m2) tại quận Đống Đa (HN); dự án Vincom Hải Phòng (19.536 m2); Dự án Long Biên (4.800.000 m2); dự án Vincom Village tại quận Long Biên Hà Nội (1.911.900 m2)... sẽ được triển khai trong thời gian tới.

Áp lực trả lãi vay và nợ gốc cao. Hiện vay nợ dài hạn của VIC ở mức 10.000 tỷ đồng. Trong 2 năm 2010-2011, mỗi năm VIC sẽ cần trung bình khoảng 1.000 tỷ đồng để thanh toán các khoản lãi vay của mình.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIC. VIC có lợi thế quỹ đất lớn, vị trí rất đắc địa, khả năng huy động vốn và kinh nghiệm triển khai dự án tốt. Thêm vào đó, VIC có nguồn thu cao và ổn định đến từ việc cho thuê mặt bằng trong các tòa tháp đã đưa vào khai thác. Tăng trưởng trong những năm tới có thể đạt mức cao với các dự án đã và đang triển khai. Theo ước tính của chúng tôi, giá trị nội tại của VIC ở mức khoảng 104.000 VND/cổ phần, nghĩa là hiện VIC đang được giao dịch thấp hơn 40% giá trị thực của mình.

Quỹ đất lớn và dự án tại các vị trí đắc địa tại các thành phố lớn. VIC là công ty bất động sản sở hữu những dự án tại những vị trí đắc địa nằm tại khu vực trung tâm của các thành phố lớn như Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. VIC hiện có 315.388 m2 sản đang cho thuê làm văn phòng, mặt bằng bán lẻ (VinCom City Tower, Vincom Park Place và Vincom Center); khoảng 23.388 m2 căn hộ cao cấp đã hoàn thành đang chuẩn bị chào bán (Vincom Center); và khoảng 691.798 m2 sản căn hộ cao cấp đang triển khai (Royal City).

Công ty cũng đang phát triển các dự án khu phức hợp bao gồm chung cư, văn phòng cho thuê, khách sạn và trung tâm thương mại tại Hà Nội (quận Thanh Xuân, Hai Bà Trưng, Đống Đa và Long Biên và TP. Hồ Chí Minh (tứ giác Eden). Tổng diện tích của các dự án này khoảng 700 ha.

Danh mục dự án của VIC									
Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Diện tích đất	DT sản	Vốn đầu tư ước tính	% sở hữu	Doanh thu ước tính	Lợi nhuận gộp ước tính	Tiến độ
Dự án đã hoàn thành và đang khai thác									
1. Vincom City Tower	TTTM, VP, căn hộ	Phố Bà Triệu, Hà Nội	6.713 m2	71.577 m2		100%	280 tỷ đồng/năm	250 tỷ đồng/năm	Đang khai thác
2. Vin Park Place	TTTM, căn hộ	Phố Bà Triệu, Hà Nội	3.609 m2	56.824 m2		74.41%	100 tỷ đồng/năm	90 tỷ đồng/năm	Đang khai thác
3. Vincom Center	TTTM, VP, căn hộ	Quận 1, tp Hồ Chí Minh	10.843 m2	186.937 m2		100%	DT cho thuê: 1.300 tỷ đồng/năm Doanh thu bán căn hộ: 3.800 tỷ đồng	1.170 tỷ đồng/năm LN bán căn hộ: 2.700 tỷ đồng	Đang khai thác
4. Vincom Financial Tower	Văn phòng	Nguyễn Công Trứ, Q1	2.146 m2	31.300 m2		80%	1.460 tỷ đồng	880 tỷ đồng	Đang thương lượng bán toàn bộ
Dự án đang triển khai									
5. Eden A	TTTM, khách sạn	Quận 1, tp Hồ Chí Minh	8.800 m2	113.050 m2	3.500 tỷ	100%			Đang đền bù giải phóng MB. Dự kiến khởi công cuối 2010
6. Royal City	Chung cư, TTTM, trường học	Đường Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, HN	120.942 m2	1.216.885 m2	10.000 tỷ	51%			Đang hoàn thiện móng 2 tòa căn hộ. Đã bán 1.400 căn hộ
7. Eco City	Chung cư, TTTM, trường học, bệnh viện	Hai Bà Trưng, Hà Nội	364.480 m2	2.308.535 m2	20.000 tỷ	54.14%			Dự kiến triển khai cuối 2010
Dự án dự định sẽ triển khai									
8. Viettronics	TTTM, VP, căn hộ	Nguyễn Chí Thanh, Đống Đa, Hà Nội	13.033 m2	211.456 m2	3.200 tỷ	49.9%			Chấp thuận nguyên tắc
9. Vincom Hải Phòng	TTTM, VP, căn hộ	Quận Ngô Quyền, Hải Phòng	19.536 m2	161.777 m2	1.800 tỷ	90%			Đang qui hoạch lại
10. Vincom Village	Villas, căn hộ, TTTM, trường học, khách sạn	Long Biên, Hà Nội	1.911.900 m2	1.531.869 m2		51%			Dự kiến triển khai giữa năm 2011.
11. Long Biên	TTTM, trường học, villas	Long Biên, Hà Nội	4.800.000 m2			100%			Chấp thuận nguyên tắc

Nguồn: VINCOM, BVSC

Tập trung vào phân khúc cao cấp của lĩnh vực cho thuê văn phòng, mặt bằng bán lẻ và bán căn hộ cao cấp. Do sở hữu quỹ đất tại những vị trí đắc địa tại những thành phố lớn như Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh nên VIC có lợi thế về phát triển phân khúc cao của ngành bất động sản với các sản phẩm như: văn phòng cho thuê, mặt bằng bán lẻ cho thuê, căn hộ cao cấp. VIC có khả năng lấy dự án tốt, vị trí tiềm năng phát triển và đã triển khai thành công các dự án bất động sản cao cấp như: Toà tháp đôi VTC, Toà

tháp Vincom Park Place, Vincom Center Hồ Chí Minh.

Mặc dù nguồn cung căn hộ, mặt bằng bán lẻ đang tăng lên tuy nhiên, đối với những vị trí tốt, nằm ở trung tâm của các khu đô thị lớn do nguồn cung hạn chế nên khả năng tiêu thụ và giá bán có thể sẽ không bị ảnh hưởng nhiều.

Hoạt động cho thuê văn phòng và mặt bằng bán lẻ: Hiện nay, VIC đang khai thác 3 toà nhà: VTC, Vincom Park Place và Vincom Center với 63.145 m2 diện tích bán lẻ và 91.131 m2 văn phòng cho thuê. Tỷ lệ lấp đầy của mặt bằng bán lẻ và văn phòng tại VTC và Vincom Park Place hiện đã đạt mức khá cao (khoảng 98%) và tỷ lệ lấp đầy tại Vincom Center đạt mức 90% đối với phần diện tích mặt bằng bán lẻ và 40% đối với diện tích văn phòng cho thuê.

Theo chúng tôi đánh giá, mặc dù nguồn cung văn phòng và mặt bằng bán lẻ đang tăng lên nhưng sự chủ yếu nằm tại các vị trí của các quận ven khu trung tâm của các khu đô thị lớn nên giá tại các khu vực này có thể sẽ giảm, tuy nhiên nguồn cung tại các vị trí đắc địa có lợi thế về kinh doanh sẽ không thể tăng lên đáng kể do sự hữu hạn về quỹ đất tại các vị trí tốt. Do vậy, chúng tôi cho rằng giá cho thuê của các dự án hiện tại của VIC sẽ giữ vững (đặc biệt là mặt bằng bán lẻ).

Tăng trưởng về doanh thu cho thuê trong năm 2011 chủ yếu nhờ gia tăng tỷ lệ lấp đầy của phần diện tích cho thuê văn phòng tại Vincom Center, kỳ vọng có thể đạt khoảng 90% trong năm 2011. Từ năm 2013 trở đi, diện tích cho thuê văn phòng và mặt bằng bán lẻ của VIC sẽ tăng lên nhờ các dự án Eden, Royal city, Viettronics, Vincom Hải Phòng và sẽ hoàn thành. Dự kiến 4 dự án này sẽ đóng góp thêm hơn 320.000 m2 diện tích mặt bằng cho thuê và sẽ là nguồn thu ổn định của công ty trong giai đoạn tới.

Giá và diện tích văn phòng và mặt bằng bán lẻ							
Dự án	Diện tích mặt bằng bán lẻ (m2)	Diện tích văn phòng cho thuê (m2)	Tỷ lệ lấp đầy		Giá cho thuê trung bình (USD/m2/tháng)		Thời gian khai thác
			Văn phòng	Mặt bằng bán lẻ	Văn phòng	Mặt bằng bán lẻ	
Dự án đang hoạt động							
Vincom City Tower	18.233	15.950	98%	98%	31	36	Đang khai thác
Vincom Park Place	10.966	-	-	98%	-	39	Đang khai thác
Vincom Center	33.946	75.181	40%	90%	40	80	Đang khai thác
Dự án đang triển khai							
Eden	48.825						2013
Royal City	170.000						2014
Dự án chưa triển khai							
Viettronics	61.384	6.163					05-2013
Vincom Hải Phòng	28.412	10.485					08-2013
Eco City	352.726						2014
Vincom Village	312.585	178.120					2015
Long Biên	47.131						2017
Tổng cộng	1.084.208	285.899					

Nguồn: VIC, BVSC

Hoạt động bán căn hộ cao cấp: Trong năm 2009, VIC đã bán 208 căn hộ tại tòa tháp Vincom Park Place, tổng diện tích đã được bán khoảng 29.000 m2 với giá trung bình 3.686 USD/m2 trước thuế. Hiện VIC còn hơn 17.000 m2 căn hộ tại Vincom Center, dự kiến sẽ bán và hạch toán trong năm 2011 với giá

bán dự kiến có thể đạt khoảng 8.500 – 10.000 USD/m² (tương đương với doanh thu khoảng 2.700 – 3.200 tỷ đồng).

Những dự án đang triển khai dự kiến khi hoàn thành sẽ đưa thêm ra thị trường khoảng hơn 2 triệu m² căn hộ trung, cao cấp và villas. Dự án Royal City có khoảng hơn 680.000 m² sàn căn hộ cao cấp hiện đã chào bán thành công 2 tòa tháp, diện tích khoảng hơn 300.000 m² sàn với mức giá 2.000 USD/m² chưa VAT. Dự án Eco City có khoảng 1.4 triệu m² sàn căn hộ, tập trung vào đối tượng khách hàng trung cấp cũng dự kiến sẽ bắt đầu triển khai từ cuối năm 2010. Ngoài ra, còn có thêm 100.000 m² diện tích sàn căn hộ cao cấp của dự án Viettronics tại đường Nguyễn Chí Thanh, Hà Nội, 87.000 m² của dự án Vincom Hải Phòng.

Giá và diện tích căn hộ, villas và khách sạn					
Dự án	DT Căn hộ (m ²)	Diện tích Villas (m ²)	Khách sạn (m ²)	Giá bán TB (USD)	Thời gian khai thác
Vincom Park Place	29.646			3.686	Đang khai thác
Vincom Center	23.388			8.500-10.000	Đang khai thác
Eden			32.025		2013
Royal City	668.410			Đã bán 1.400 căn, giá 2.000 USD/m ²	2014
Vincom Hải Phòng	87.428				08- 2013
Viettronics	104.014				05-2013
Eco City	1.407.244				2014
Vincom Village	356.170	493.440	17.060		2015
Long Biên	557.976				2017
Tổng cộng	3.234.276	493.440	49.085		

Nguồn: VINCOM, BVSC

Chi phí tài chính và áp lực trả nợ cao. Tính đến thời điểm 30/6/2010, VIC đang có khoản nợ vay dài hạn khoảng 10.000 tỷ đồng, trong đó khoảng 2.400 tỷ vay nợ ngân hàng và 7.600 tỷ trái phiếu (trong đó gần 100 triệu đô (2.000 tỷ đồng) là trái phiếu chuyển đổi). Áp lực trả nợ (bao gồm trả lãi vay và nợ gốc) cũng là một gánh nặng không nhỏ đối với VIC trong những năm tới. Theo ước tính của chúng tôi, trong khoảng thời gian từ 2010 – 2014, mỗi năm VIC sẽ phải chi trả khoảng 1.000 tỷ đồng lãi vay chưa kể nợ gốc.

Các khoản nợ gốc trái phiếu của VIC sẽ đáo hạn từ năm 2014 và khoản nợ vay BIDV sẽ đáo hạn vào năm 2019. Tính đến thời điểm hiện tại, đã có gần 8 triệu cổ phiếu VIC được chuyển đổi trong tổng số hơn 30 triệu cổ phiếu có thể chuyển đổi từ đợt phát hành 100 triệu USD trái phiếu chuyển đổi và phần còn lại dự kiến sẽ chuyển đổi hết cho đến năm 2014.

Bảng chi tiết kế hoạch trả nợ tính đến hiện tại của VIC (tỷ đồng):						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tiền phải trả	844	1.258	6.437	3.225	2.078	1.436
1. Trả nợ gốc	-	150	4.622	2.300	1.731	1.300
Trái phiếu			2.450	2.000	1.431	1.000
Vay dài hạn		150	2.172	300	300	300
2. Trả lãi vay	844	1.108	1.815	925	347	136

Ghi chú: Tính trên số dư nợ hiện tại

Nguồn: VINCOM, BVSC

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 1.200 tỷ và lợi nhuận sau thuế có thể đạt khoảng 807 tỷ đồng. So với năm 2009, doanh thu giảm 39.2 % và lợi nhuận sau thuế giảm 26.7 %. Nguyên nhân của việc sụt giảm này chủ yếu là do trong năm 2009, công ty đã hạch toán doanh thu đột biến từ việc bán căn hộ tại tòa tháp Vincom Park Place. Trong năm 2010, VIC cũng thực hiện chuyển nhượng tòa tháp Vincom Financial Tower và được ghi nhận vào thu nhập tài chính. Ngoài ra, chi phí lãi vay năm 2010 tăng cao lên 844 tỷ năm 2010 so với mức 300 tỷ năm 2009 cũng là một nguyên nhân quan trọng dẫn đến việc giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

Những hoạt động chính ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2010:

- **Chuyển nhượng dự án Vincom Financial Tower.** Việc bán dự án Vincom Financial Tower theo ước tính của chúng tôi đã đóng góp khoảng 880 tỷ đồng vào lợi nhuận từ hoạt động tài chính của công ty trong năm 2010.
- **Hoạt động cho thuê dự kiến đạt 1.191 tỷ đồng doanh thu và 1.072 tỷ đồng lợi nhuận gộp.** Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động cho thuê chủ yếu từ 3 tòa tháp VTC, Vincom Park Place và Vincom Center. So với năm 2009, doanh thu cho thuê tăng 257% chủ yếu là do Vincom Center được đưa vào hoạt động ngày 30/04/2010.
- **Chi phí tài chính tăng mạnh.** VIC đã phát hành thêm gần 4.000 tỷ trái phiếu vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010, đưa tổng số vay nợ dài hạn của Công ty lên đến 10.000 tỷ đồng. Do đó, trong năm 2010, Công ty đã phải chịu thêm một khoản chi phí lãi vay khoảng 844 tỷ đồng.

Lợi nhuận năm 2011 có thể sẽ tăng mạnh (khoảng 172.8%). Tốc độ tăng trưởng năm 2011 của VIC sẽ tiếp tục đạt mức cao, doanh thu có thể đạt khoảng 5.480 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 2.206 tỷ đồng. Những dự án chính đóng góp cho lợi nhuận năm 2011 là:

- **Lợi nhuận gộp từ bán căn hộ dự kiến đạt 2.700 tỷ đồng.** Nguồn thu này đến từ việc bán căn hộ tại Vincom Center, ước tính có thể đạt 3.800 tỷ doanh thu và 2.700 tỷ lợi nhuận gộp. Đối với dự án Royal city, hiện Công ty đã chào bán thành công 1.400 căn hộ trong năm 2010 với giá bán trung bình đạt khoảng 2.000 USD/m², tuy nhiên Công ty không hạch toán doanh thu từ dự án này trong năm 2010 do doanh thu chỉ hạch toán sau khi đã bàn giao nhà cho khách hàng (dự kiến năm 2013). Số tiền ứng trước công ty nhận được từ đợt chào bán này là 110 triệu USD.
- **Lợi nhuận gộp từ cho thuê văn phòng và mặt bằng bán lẻ có thể đạt 1.439 tỷ đồng, tăng 26%.** Dự kiến doanh thu đến từ việc cho thuê mặt bằng tại các tòa tháp sẽ tăng thêm khoảng 30%, nguyên nhân là do tòa nhà Vincom Center sẽ được khai thác trọn vẹn 12 tháng so với 8 tháng của năm 2010. Hơn nữa, tỷ lệ lấp đầy của 75.181 m² diện tích văn phòng cho thuê tại tòa tháp này kỳ vọng sẽ đạt 90% so với chỉ 40% của năm 2010.
- **Chi phí tài chính năm 2011 sẽ ở mức 1.100 tỷ.** Đây tiếp tục là chi phí lãi vay đến từ khoản nợ dài hạn 10.000 tỷ của doanh nghiệp.

Dự báo kết quả kinh doanh của VIC (tỷ đồng)		
	2010E	2011F
Doanh thu	1.192	5.480
- Cho thuê	1.192	1.680
▪ Vincom City Tower	265	280
▪ Vincom Park Place	73	100
▪ Vincom Center	853	1.300
- Bán căn hộ	-	3.800
▪ Vincom Center		3.800

Lợi nhuận gộp	1.072	4.139.4
- Cho thuê	1.072	1.439
▪ Vincom City Tower	239	246
▪ Vin Park Place	65	68.4
▪ Vincom Center	768	1.125
- Bán căn hộ	-	2.700
▪ Vincom Center		2.700
Doanh thu tài chính	1.460	-
Doanh thu từ chuyển nhượng Vincom Financial Tower	1.460	
Chi phí tài chính	1.464	1.108
Chi phí giá vốn của Vincom Financial Tower	620	
Chi phí lãi vay	844	1.108
Chi phí quản lý & bán hàng	59.6	274
Lợi nhuận trước thuế	1.009	2.757
Lợi nhuận sau thuế	807	2.206

Nguồn: BVSC

Lợi thế về quỹ dự án lớn cho phép công ty bảo đảm tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới. Dự án Royal City tại Thanh Xuân, Hà Nội với diện tích 120.942 m2 dự kiến sẽ đóng góp doanh thu đến năm 2013, dự án khu phức hợp đa năng Eco City tại quận Hai Bà Trưng với 364.480 m2 diện tích nhắm đến khách hàng trung cấp dự kiến khởi công cuối năm 2010 và sẽ đóng góp doanh thu ít nhất đến năm 2014. Ngoài ra, dự án trung tâm thương mại và căn hộ Vincom Hải Phòng và Viettronics cũng sẽ đóng góp doanh thu cho thuê và văn phòng trong thời gian tới. Hai dự án lớn nhất và dự kiến sẽ đóng góp doanh thu lớn và dài lâu nhất là Vincom Village tại xã Phúc Lợi, quận Long Biên (1.911.900 m2) và dự án Long Biên tại xã Cự Khối và xã Thạch Bàn, cũng tại quận Long Biên với diện tích 4.800.000 m2.

RỦI RO

Rủi ro về biến động chính sách vĩ mô. Thị trường bất động sản chịu tác động mạnh của nhiều yếu tố. Trong những giai đoạn suy thoái kinh tế hoặc khi dòng tiền trong nền kinh tế bị thắt chặt có thể sẽ gây ảnh hưởng khiến giá bất động sản giảm hoặc thị trường rơi vào tình trạng đóng băng, kém thanh khoản, khiến cho các dự án của công ty không bán được hoặc bán với giá thấp.

Rủi ro giảm giá do dư thừa nguồn cung. Theo dự báo, đến 2013, sẽ có tổng cộng 1.3 triệu m2 diện tích mặt bằng bán lẻ tại thành phố Hồ Chí Minh và xấp xỉ 1 triệu m2 tại Hà Nội. Cạnh tranh tăng cao có thể ảnh hưởng đến giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy có thể giảm xuống. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rằng rủi ro này là thấp đối với VIC do mặt bằng cho thuê của VIC đều ở những vị trí đắc địa có nguồn cung khan hiếm.

Rủi ro vay nợ lớn, chi phí lãi vay cao. Hiện nay nợ dài hạn của VIC đã ở mức cao 10.000 tỷ với hơn 1.000 tỷ lãi vay phải trả từ năm 2011. Thêm vào đó là quỹ dự án lớn và phân khúc cao cấp mà VIC đang tập trung phát triển sẽ khiến cho nhu cầu vốn ngày một tăng cao. Chúng tôi lo ngại áp lực trả nợ gốc và lãi vay sẽ đè nặng lên doanh nghiệp trong những năm tới. Đồng thời chúng tôi cho rằng có thể khi những khoản nợ vay hiện tại đáo hạn (năm 2014 các khoản trái phiếu doanh nghiệp sẽ đáo hạn), VIC vẫn sẽ còn phải tiếp tục vay nợ để triển khai các dự án của mình.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá NAV đối với các dự án đang triển khai của VIC và phương pháp DCF đối với dòng tiền cho thuê từ mặt bằng bán lẻ và văn phòng. Cách xác định NAV của chúng tôi dựa trên nguyên tắc sau: Đối với các dự án mà Công ty chưa xây dựng (Eden, Eco city, Viettronics, Vincom Village), chúng tôi chỉ định giá lại giá trị đất của dự án theo giá thị trường; Đối với các dự án mà Công ty đã hoàn thành xây dựng hoặc đang trong quá trình xây dựng, chúng tôi đánh giá lại giá trị các dự án theo giá thị trường.

Trong quá trình định giá của mình, với quan điểm thận trọng, chúng tôi tạm thời không tính đến dự án Long Biên do chúng tôi không có đầy đủ thông tin về dự án, và theo ý kiến của chúng tôi thì dự án chỉ có thể mang lại lợi nhuận cho VIC trong 5 hoặc 6 năm tới. Đồng thời, chúng tôi cũng không tính đến dự án Vincom Hải Phòng do dự án này là đất thuê và hiện cũng chưa triển khai nên chúng tôi chưa có đủ thông tin để xác định dòng tiền cho thuê trong tương lai của doanh nghiệp.

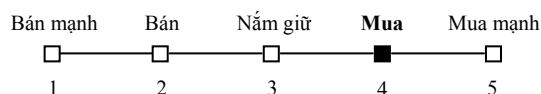
Số lượng cổ phiếu để xác định giá của cổ phiếu VIC được chúng tôi tính bao gồm cả lượng cổ phiếu dự kiến sẽ chuyển đổi từ trái phiếu chuyển đổi.

Với những thông tin mà chúng tôi có đến thời điểm thực hiện báo cáo này, kết quả tính toán của chúng tôi cho thấy giá trị hợp lý của cổ phiếu VIC ở mức **104.000 đồng/cổ phiếu**.

Định giá cổ phiếu VIC (Đơn vị: VND)	
Chênh lệch giá trị đất dự án Eden	1.610.043.348.373
Chênh lệch giá trị đất dự án Eco City	5.200.851.719.475
Chênh lệch giá trị đất dự án Viettronics	923.888.190.573
Chênh lệch giá trị đất dự án Vincom Village	11.133.756.450.000
Chênh lệch giá trị dự án Vincom Center HCM	5.922.212.397.292
Chênh lệch giá trị dự án Royal City	11.975.751.856.398
Chênh lệch giá trị dự án Vincom Financial Tower	630.000.000.000
Giá trị dòng tiền cho thuê từ VTC	881.430.080.416
Giá trị dòng tiền cho thuê từ VPP	341.949.472.084
Vốn chủ sở hữu	2.066.943.051.048
Tổng giá trị thuộc về cổ đông	40.686.147.977.731
SLCP hiện tại	368.213.113
SL CP sẽ chuyển đổi từ trái phiếu	24.639.399
Giá cổ phiếu	104.000

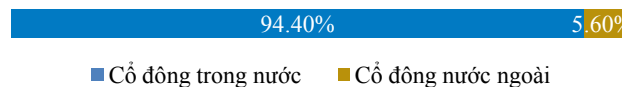
PHỤ LỤC: TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU VIC

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Lịch sử	Ngày cập nhật	Giá kỳ vọng	Khuyến nghị

THÔNG TIN SỞ HỮU



Cổ đông lớn	Số lượng CP	% Sở hữu	Cập nhật
Ông Phạm Nhật Vượng	84.987.270	42.57%	21/10/2009
CTCP Tập đoàn Đầu Tư Việt Nam	25.895.712	12.97%	01/12/2009
Bà Phạm Thúy Hằng	10.599.508	5.36%	21/10/2009

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị (tỷ VND)	2008	2009
Kết quả kinh doanh		
Doanh thu	239,2	1.974,4
Giá vốn	60,7	537,3
Lợi nhuận gộp	178,5	1.437,1
Doanh thu tài chính	413,0	432,9
Chi phí tài chính	316,0	378,0
Lợi nhuận sau thuế	125,9	1.101,7
Bảng cân đối kế toán		
Tài sản ngắn hạn	2.373,8	7.528,5
Tiền & khoản tương đương tiền	26,8	1.426,9
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	1.630,5	4.898,0
Các khoản phải thu ngắn hạn	489,3	1.007,8
Hàng tồn kho	25,2	14,4
Tài sản dài hạn	3.647,8	6.784,9
Tài sản cố định hữu hình	27,3	39,1
Bất động sản đầu tư	245,3	530,4
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	937,9	1.446,7
Tài sản dài hạn khác	206,5	275,6
Tổng tài sản	6.021,5	14.313,4
Nợ phải trả	4.399	10.677,6
Nợ ngắn hạn	1.102	1.466,9
Nợ dài hạn	3.296,9	9.210,7
Vốn chủ sở hữu	1.622,5	2.066,9
Vốn đầu tư chủ sở hữu	1.497,9	2.066,9
Thặng dư vốn	773	773
Tổng nguồn vốn	6.021,5	14.313,4

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2008	2009
Chỉ tiêu tăng trưởng		
Tăng trưởng doanh thu (%)	32,7%	725,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-53,2%	775,1%
Tăng trưởng EPS (%)	-62,9%	388,4%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	89,4%	137,7%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	-16,1%	27,4%
Chỉ tiêu sinh lời		
Lợi nhuận gộp biên (%)	74,6%	72,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	59,2%	69,4%
ROA (%)	2,8%	10,8%
ROE (%)	7,1%	59,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn		
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	73,1%	74,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	271,1%	516,6%
Chỉ tiêu khả năng thanh toán		
Chỉ số thanh toán hiện hành (lần)	2,1	5,13
Chỉ số thanh toán nhanh (lần)	2,1	5,12
Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động		
Vòng quay hàng tồn kho (vòng)	4,8	27,1
Vòng quay khoản phải trả (vòng)	2,0	5,2
Vòng quay khoảng phải thu (vòng)	50,9	11,3
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần		
EPS (đồng/cổ phần)	1.091	5.328
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.523	10.354
Chỉ tiêu định giá		
P/E	63,2	12,6
P/B	5,1	6,7



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh: 6 Lê Thánh Tôn, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Kim Chi (04) 3.928.8080 ext: 622 chink@bvsc.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Nguyễn Phi Hùng (04) 3.928.8080 ext: 607 hungnp@bvsc.com.vn