



## Công ty Cổ phần Đầu tư Bất động sản Viên Nam

**Ngành:** Kinh doanh BĐS

**Lĩnh vực hoạt động:** Kinh doanh BĐS

**Mã chứng khoán:** VNI

**Khuyến nghị đầu tư:** Bán

**Giá mục tiêu:** 23,200 VNĐ

**Giá hiện tại:** 30,400VNĐ

BVS(Cuối quý III/2009): 10,485 VNĐ

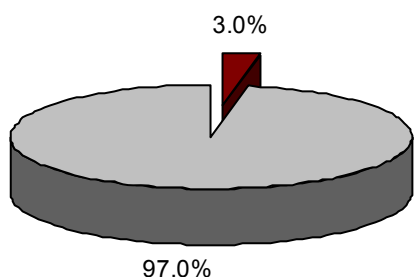
P/B (Giá tại ngày 09/12/09): 2.9

### Thông tin cơ bản về công ty

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp	
<b>Tên công ty:</b>	CTCP Đầu tư Bất động sản Viên Nam
<b>Tên viết tắt:</b>	VINALAND INVEST CORP
<b>Tên quốc tế:</b>	Vien Nam Land Investment Corporation
<b>Trụ sở chính:</b>	1409 Mỹ Toàn II, Phú Mỹ Hưng, P.Tân Phong, Q.7, Tp.HCM
<b>Điện thoại:</b>	(84.8) 5412 2428
<b>Fax:</b>	(84.8) 5412 2427
<b>Website</b>	www.vinalandinvest.com.vn
Lĩnh vực hoạt động chính	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kinh doanh bất động sản (trừ dịch vụ môi giới, định giá, sàn giao dịch bất động sản)</li> <li>- Tư vấn, thiết kế công trình</li> </ul>	

Chỉ tiêu tài chính <small>ĐV: Triệu đồng</small>			
	2007	2008	9T - 2009
<b>Doanh thu thuần</b>	45,606.08	28,069.91	12,423.39
<b>Lợi nhuận gộp</b>	15,351.62	8,283.30	3,023.08
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD</b>	12,886.60	1,119.32	-525,549.97
<b>LNST</b>	9,280.23	829.84	-511.39
<b>Tổng tài sản</b>	108,195.07	134,552.47	151,832.43
<b>ROE (%)</b>	10.5	0.74	-0.46
<b>ROA (%)</b>	8.58	0.62	-0.34
<b>EPS (VNĐ)</b>	1,274	78	-48
<b>Giá trị sổ sách (VNĐ)</b>	12,136	10,551	10,485

Cơ cấu cổ đông tại ngày 08/12/09



■ Sở hữu nước ngoài □ Sở hữu khác

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
<b>Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)</b>		
FCFE	25,300VNĐ	50%
<b>Phương pháp hệ số tương đối</b>		
P/BV	21,100 VNĐ	50%

### Tin tức liên quan

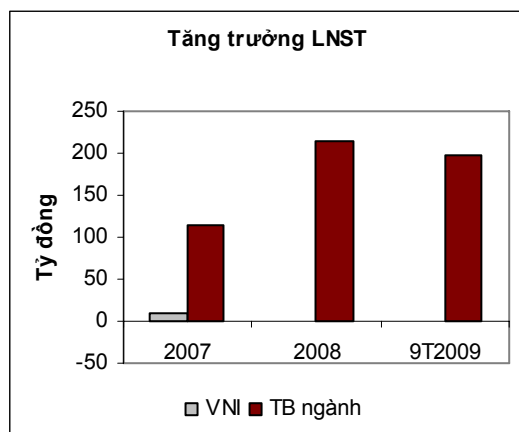
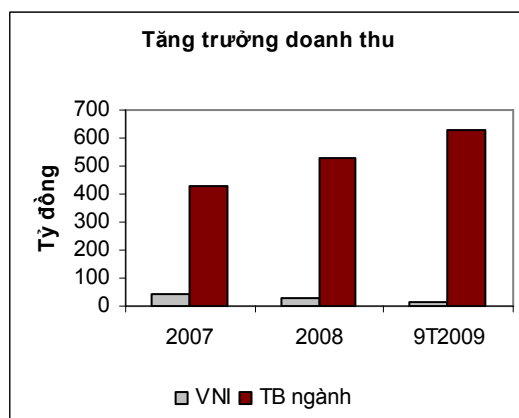
Ngày	Tin tức	Nguồn
11/11/2009	<a href="#">VNI: Giải trình biến động lợi nhuận quý III/2009</a>	www.tvsi.com.vn
29/10/2009	<a href="#">VNI: Kết quả giao dịch của cổ đông nội bộ</a>	www.tvsi.com.vn
23/10/2009	<a href="#">VNI: Thư ngỏ của HĐQT</a>	www.vinalandinvest.com.vn
21/10/2009	<a href="#">VNI: Kết quả giao dịch của người có liên quan với cổ đông nội bộ</a>	www.tvsi.com.vn

Đơn vị: Triệu đồng

### Vị thế của Công ty trong ngành

	VNI	NBB	STL	SZL	D2D	HDC	LGL
<b>Tổng TS</b>	<b>151,832.4</b>	1,225,169.5	2,296,438.1	736,129.5	631,030.0	704,922.9	346,632.0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>110,884.9</b>	448,994.4	151,606.8	223,988.5	265,887.3	180,183.3	130,245.5
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>0</b>	78,621.5	190,927.4	11,243.6	19,139.3	88,788.9	64,643.3
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>-695.3</b>	36,297.9	12,381.4	2,794.8	8,841.4	18,957.0	6,313.8
<b>Giá trị sổ sách (cuối kỳ) ('000 VND)</b>	<b>10.5</b>	29.5	15.1	21.9	24.1	22.1	16.3
<b>Trailing EPS điều chỉnh ('000 VND)</b>	<b>-</b>	4.9	3.9	2.9	-	4.7	-
<b>P/E điều chỉnh (trailing)</b>	<b>-</b>	15.27	22.22	17.79	-	11.71	-

Số liệu áp dụng cho quý 3/2009



Dự án đang thực hiện					
Tên dự án	Quy mô (m2)	Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Địa điểm	Thời gian thực hiện	Tiến độ thực hiện
<b>Vi-naland Tower</b>	5,940.63	34.66	Quận 7	2009-2012	Chuẩn bị san lấp mặt bằng
<b>SaiGon South Center</b>	12,437.13	63.2	Quận 7	2009-2012	Chuẩn bị san lấp mặt bằng

So với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn, VNI là cổ phiếu của công ty bất động sản có quy mô nhỏ nhất xét cả về tổng tài sản cũng như nguồn vốn chủ sở hữu.

Với hạn chế về quy mô nhỏ và các dự án còn đang trong quá trình thực hiện, chưa mang lại doanh thu, hoạt động chính thời gian qua vẫn là chuyển nhượng bất động sản sẵn có trên thị trường đã không mang lại doanh thu đáng kể cho VNI. So với trung bình ngành thì hiệu quả hoạt động kinh doanh của VNI cũng kém hiệu quả hơn rất nhiều khi mà không những con số doanh thu và lợi nhuận thấp hơn trung bình ngành mà còn có xu hướng giảm dần theo thời gian trong khi triển vọng ngành kinh doanh bất động sản đang ngày càng sáng sủa hơn.

### TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Quý III/2009 luật thuế thu nhập cá nhân liên quan đến hoạt động chuyển nhượng bất động sản đã có ảnh hưởng rất lớn đến các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh các bất động sản sẵn có trên thị trường mà trong đó có cả VNI.

**Hoạt động kinh doanh chính đã không mang lại doanh thu hay nói đúng hơn là bị đóng băng trong quý III với giải trình từ phía công ty là do chưa được giá, chưa phải thời điểm bán.** Giải trình này cũng được coi là có cơ sở khi mà thị trường bất động sản đang phục hồi mạnh mẽ và rất được kỳ vọng trong thời gian tới.

Hoạt động tài chính thua lỗ chủ yếu là do doanh thu mang lại từ các khoản tiền gửi tiền gửi ngân hàng thấp trong khi vẫn phải trả chi phí lãi vay và các chi phí liên quan.

Với kết quả kinh doanh quý III thua lỗ trên 695 triệu, lũy kế 9 tháng VNI lỗ trên 511 triệu. Để đạt được con số lợi nhuận kế hoạch cả năm (500 triệu) thì trong quý IV hoạt động kinh doanh bất động sản có sẵn trên thị trường phải mang lại con số lợi nhuận lên tới trên dưới 1 tỷ đồng bởi các hoạt động khác cũng như hoạt động tài chính không được kỳ vọng mang lại thu nhập đáng kể cho VNI. **Theo như thông tin từ phía công ty mà chúng tôi thu thập được thì việc cam kết hoàn thành kế hoạch lợi nhuận cả năm theo thư ngỏ của HĐQT là hoàn toàn thực hiện được.** Điều này thể hiện suất sinh lợi hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư của VNI là khá lớn (khoảng 12.5%).

Với hai dự án VNI trực tiếp làm chủ đầu tư, đang được tiến hành song song và theo thông tin từ phía công ty, hiện hai dự án đang trong quá trình cắt cỏ chuẩn bị san lấp mặt bằng, được tọa lạc tại trung tâm quận 7, thuộc phân khúc cao cấp rất được kỳ vọng trong thời gian tới thì VNI sẽ có được triển vọng tăng trưởng, tuy nhiên đây sẽ là vấn đề của tương lai (2012 trở đi), còn hiện tại, chúng tôi đồng tình với cam kết lợi nhuận cho cả năm 2009.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Khả năng thanh toán

	VNI	NBB	STL	SZL
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán ngắn hạn	<b>5.46</b>	11.76	1.33	0.69
Khả năng thanh toán nhanh	<b>0.52</b>	2.99	0.78	0.56
Khả năng thanh toán bằng tiền	<b>0.31</b>	1.58	0.11	0.24

So với các doanh nghiệp cùng ngành, cùng quy mô vốn điều lệ, khả năng thanh toán ngắn hạn của VNI là khá cao tuy nhiên khả năng thanh toán nhanh lại thấp nhất. Lý giải điều này có thể thấy **lượng hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản ngắn hạn (90.5%)** với chủ yếu là chi phí xây dựng dở dang hai dự án Vinaland Tower và Saigon South Center cùng với một số bất động sản đầu tư liên quan đến hoạt động chuyển nhượng bất động sản sẵn có trên thị trường. Trong khi tỷ lệ này ở NBB, STL, SZL lần lượt là 74.6%, 41.6% và 18.4%. Với lượng hàng tồn kho lớn sẽ ảnh hưởng đáng kể đến khả năng thanh toán nhanh đối với các khoản nợ đến hạn.

Với lượng tiền mặt chiếm tỷ trọng trên 5% tổng tài sản ngắn hạn trong đó chủ yếu là khoản tiền gửi tại các ngân hàng thương mại, khả năng thanh toán bằng tiền của VNI ở mức khá so với các doanh nghiệp trong ngành.

### Hiệu suất sử dụng tài sản

<b>Hiệu suất sử dụng tài sản</b>				
Vòng quay hàng tồn kho	<b>0.07</b>	0.21	0.58	0.65
Vòng quay các khoản phải thu	<b>2.72</b>	2.21	0.72	7.77
Kỳ thu tiền bình quân	<b>132.17</b>	163.19	499.46	46.32
Vòng quay tổng tài sản	<b>0.08</b>	0.19	0.16	0.08
Vòng quay tài sản cố định	<b>109.71</b>	5.07	0.43	0.33
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	<b>0.52%</b>	7.14%	1.46%	4.17%

Với đặc trưng của doanh nghiệp bất động sản liên quan đến hàng tồn kho, vòng quay hàng tồn kho ở mức thấp nhất thể hiện hiệu quả sử dụng hàng tồn kho của VNI là rất thấp. Với các khoản phải thu thì có phần được cải thiện hơn, **trung bình mất chưa đến nửa năm để VNI thu hồi các khoản phải thu** trong khi đó ở STL lên đến trên một năm (499 ngày).

Trong cơ cấu tài sản dài hạn, chủ yếu là khoản đầu tư tài chính thông qua dự án góp vốn vào dự án Làng Biệt Thự - Du lịch sinh thái P. Long Bình, Q.9 với tổng vốn đầu tư tại thời điểm cuối quý III là 4.4 tỷ đồng; tài sản cố định chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ (2.4%) do đó mà đường như vòng quay tài sản cố định là rất lớn. Tuy nhiên, hiệu suất sử dụng tổng tài sản của VNI thấp nhất so với các doanh nghiệp trong ngành.

### Cơ cấu vốn

<b>Cơ cấu vốn</b>				
Nợ phải trả/VCSH	<b>0.37</b>	1.68	14.15	2.29
Nợ phải trả/TTS	<b>0.27</b>	0.62	0.93	0.70

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước, **VNI là doanh nghiệp sử dụng ít nợ nhất trong các doanh nghiệp bất động sản**, hoạt động đầu tư dự án đang trong quá trình xin giấy chứng nhận đầu tư, các chi phí ban đầu chủ yếu được trang trải bằng nguồn vốn chủ sở hữu có được từ đợt phát hành riêng lẻ cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành chứng chỉ quỹ tiết kiệm nhà ở. Do một số ý kiến từ phía cơ quan chức năng, đợt phát hành chứng chỉ quỹ tiết kiệm nhà ở trước đây đã phải ngưng phát hành. Tuy nhiên, **tại thời điểm cuối quý III/2009 khoản vay và nợ dài hạn cá nhân theo chương trình tích lũy nhà ở lên tới gần 14 tỷ và theo giải thích từ phía công ty thì đây là một hình thức huy động vốn khác cũng thông qua phát hành chứng chỉ** tuy nhiên không vi phạm pháp luật và được sự hưởng ứng từ phía các cá nhân có nhu cầu mua nhà. Việc gia tăng nợ vay đã đẩy tỷ lệ nợ của VNI lên mức 0.27% cao hơn khá nhiều so với những thời điểm trước.

### Khả năng sinh lời

<b>Khả năng sinh lời</b>				
Lợi nhuận biên gộp	<b>24.33%</b>	27.84%	12.95%	31.58%
Lợi nhuận KD/D.Thu	<b>-4.23%</b>	36.51%	8.01%	50.87%
Lãi ròng/Doanh thu	<b>-4.12%</b>	29.27%	7.15%	43.96%
ROA	<b>-0.34%</b>	5.54%	1.11%	3.58%
ROE	<b>-0.46%</b>	15.12%	16.83%	11.76%

Hoạt động kinh doanh bất động sản nhỏ lẻ không phát sinh chi phí lớn như hoạt động đầu tư dự án do đó tỷ lệ lợi nhuận biên gộp của VNI ở mức trung bình. Tuy nhiên do thua lỗ 9 tháng đầu năm nên việc so sánh các chỉ tiêu sinh lời sẽ là không có ý nghĩa

### Lợi ích cổ đông

So với các doanh nghiệp trong ngành, lợi ích mà mỗi cổ phiếu VNI mang lại cho cổ đông nắm giữ là thấp nhất.

### Chính sách cổ tức

Năm	Tỷ lệ trả cổ tức/LNST
2008	-
2009KH	25%
2010KH	25%

### Ban lãnh đạo

Họ và tên	Chức vụ	Tỷ lệ nắm giữ (%)
Trần Minh Hoàng	CT HĐQT	17.86
Hồ Đắc Hưng	PCT HĐQT - TGD	21.63
Lương Bá Đàng	TV HĐQT - PTGD	2.45
Phan Hoàng Anh	Trưởng BKS	0.42
Lê Nguyệt Ánh	Kế toán trưởng	0

## Định giá cổ phiếu

	NBB	STL	SZL	HDC	RCL	NTL
Giá trị vốn hóa	1,003	591	790	659	181	2,268
Tỷ trọng GTVH	2.16%	1.27%	1.70%	1.42%	0.39%	4.88%
Giá thị trường	67.5	59.1	79.0	61.0	72.5	139.0

### Phương pháp P/BV

Giá trị sổ sách	29.45	15.10	21.95	22.13	31.08	21.07
P/B	2.29	3.92	3.60	2.76	2.33	6.60
P/B thành phần	0.05	0.05	0.06	0.04	0.01	0.32

Nguồn: TVSI tổng hợp

### Phương pháp DCF

Theo phương pháp này mỗi cổ phiếu VNI được định giá ở mức 25,300 VND

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu VNI theo hai phương pháp là P/BV và DCF.

### Phương pháp P/BV:

P/B trung bình ngành bất động sản hiện tại (08/12/2009) là 2.57, tiến hành điều chỉnh với các đặc điểm hoạt động của VNI chúng tôi dự báo mức P/BV hợp lý của VNI là 2.x. Giá trị sổ sách của cổ phiếu VNI tính đến hết năm 2009 ước đạt 10,550 VND. Như vậy mỗi cổ phiếu VNI sẽ có mức giá hợp lý là 21,100 VND.

### Phương pháp DCF

Theo nhận định lạc quan về thị trường bất động sản, kỳ vọng lợi nhuận năm 2009 đạt kế hoạch (500 triệu) và duy trì ổn định trong các năm tiếp theo (3 năm) với hoạt động chuyển nhượng bất động sản và tăng trưởng mạnh hơn khi các dự án đi vào hoạt động. Do hoạt động khá tập trung vào mảng kinh doanh chính, chúng tôi áp dụng mô hình FCFE 3 giai đoạn, mỗi cổ phiếu VNI có mức giá hợp lý là 25,300 VND

**Tổng hợp hai phương pháp với trọng số 50-50, giá của mỗi cổ phiếu VNI là 23,200 VND**

## Triển vọng ngành và công ty

Thời gian vừa qua thị trường bất động sản Việt Nam đã có được sự phục hồi mạnh mẽ so với các ngành khác xét trên toàn bộ nền kinh tế. **Dòng vốn FDI đổ vào lĩnh vực này tăng mạnh, đứng thứ hai về lượng vốn thu hút sau nhóm ngành công nghiệp chế biến, chế tạo.** Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nếu tính lũy kế đến ngày 22-11, lĩnh vực bất động sản với 312 dự án đã thu hút tới 38.4 tỷ USD vốn đăng ký chiếm 2.9% số dự án và 22% tổng vốn đăng ký tại Việt Nam. Và tính từ đầu năm đến nay lĩnh vực này đã thu hút tới 5.9 tỷ USD vốn đăng ký mới và tăng thêm, chiếm gần 29% tổng vốn đăng ký.

Theo đánh giá của các chuyên gia kinh tế, thị trường bất động sản trong nước vẫn rất tiềm năng và cơ hội đầu tư vào lĩnh vực này còn rất lớn đặc biệt với phân khúc kết cấu hạ tầng phục vụ bán lẻ (siêu thị, trung tâm thương mại...), khách sạn, chung cư cao cấp, văn phòng cho thuê,... với hơn 86 triệu dân có thu nhập ngày càng tăng lên và tốc độ đô thị hóa còn chưa cao. Tuy nhiên, xét về khía cạnh vĩ mô, hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ phải được điều chỉnh trong giới hạn cho phép bởi một mặt không thuộc lĩnh vực ưu tiên phát triển trong điều kiện kinh tế hiện tại, mặt khác liên quan đến dòng vốn FDI sẽ gây ảnh hưởng đến ổn định vĩ mô và cán cân thanh toán tổng thể. Do đó về dài hạn lĩnh vực này sẽ không thể tăng nóng.

**Về phía VNI**, hoạt động chủ yếu trong giai đoạn từ nay đến hết năm 2011 (theo như kế hoạch) vẫn là kinh doanh bất động sản có sẵn trên thị trường. Hoạt động này chịu sự chi phối của luật thuế thu nhập cá nhân liên quan đến chuyển nhượng bất động sản, mặc dù 9 tháng qua hoạt động không hiệu quả và với con số lợi nhuận kế hoạch khá khiêm tốn cho cả năm (500 triệu VND) có thể đạt được theo cam kết từ phía công ty trước những thuận lợi của thị trường thì đây cũng là mức thấp nhất so với các doanh nghiệp bất động sản khác.

**Với hai dự án đang thực hiện thuộc phân khúc trung tâm thương mại và căn hộ cao cấp, tọa lạc tại trung tâm quận 7 - một trong những khu vực sầm uất nhất Tp.HCM sau khi hoàn thành sẽ mang lại con số lợi nhuận khả quan hơn.**

**Cổ phiếu VNI dưới góc nhìn TVSI:** Lên sàn vào ngày đẹp nhất trong năm (09/09/2009), với số lượng cổ phiếu khá ít (10.6 triệu) VNI lọt vào tầm ngắm của giới đầu cơ với chiến lược làm giá do đó đã có được 16 phiên tăng trần liên tiếp. Từ thời điểm đó đến hiện tại giá liên tục giảm (nhẹ) và đang trở về mức giá hợp lý. Hoạt động khá tẻ nhạt nhưng có được chiến lược huy động vốn rất độc đáo đã thu hút sự tham gia của đông đảo người dân, hai dự án đang thực hiện tọa lạc tại vị trí đẹp do đó về dài hạn cơ hội với cổ phiếu VNI sẽ là khá hấp dẫn.

## **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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến 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.
- TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ**

### **Trưởng phòng Phân tích đầu tư**

TS. Phạm Thị Vân Hà

### **Chuyên viên phân tích:**

Vũ Thị Oanh

Email: [oanhvt@tvs.com.vn](mailto:oanhvt@tvs.com.vn)

## **Sản phẩm phòng phân tích TVSI**

### **Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhập website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

### **Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

### **Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

### **Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

### **Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

## **Trụ sở**

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283
152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội		ĐT: (04) 37280921	Fax: (04) 37280920	