

Báo cáo Phân tích Cổ phiếu VCR

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex (Vinaconex – ITC)



Việc sở hữu duy nhất một dự án bất động sản du lịch ở vị trí đắc địa có quy mô vào loại lớn nhất hiện nay tại miền Bắc – Cát Bà Amatina mang lại nhiều cơ hội nhưng cũng ẩn chứa một số rủi ro trong ngắn hạn so với các công ty khác cùng ngành. Nếu việc chào bán cơ sở hạ tầng các tiểu dự án (dự án thành phần) cho đối tác nước ngoài thành công, VCR sẽ tạo được bước ngoặt lớn trong chiến lược phát triển so với việc chỉ bán biệt thự nghỉ dưỡng hiện nay. Đây là cổ phiếu mang tính chu kỳ và đầu cơ cao, phù hợp với điều kiện thị trường (tài chính và bất động sản) trong giai đoạn hồi phục.

Nội dung Báo cáo

Phần	Nội dung	Trang
1	Điểm nhấn Đầu tư	3
2	Rủi ro Đầu tư	5
3	Phân tích Mô hình Kinh doanh	6
3.1	Tổng quan Mô hình Kinh doanh Vinaconex - ITC	7
3.2	Dự án Cát Bà – Amatina	8
3.2.1	Giới thiệu Tổng quan Dự án	8
3.2.2	Khu Tùng Thu	11
3.2.3	Khu Marina Bay Villas và Bazaar Avenue	12
3.2.4	Khu Fantasia (C2)	13
3.2.5	Phân Khu khác	14
3.3	Khách sạn Holiday View	15
4	Phân tích tình hình Tài chính lịch sử	16
4.1	Phân tích Khả năng sinh lời	17
4.2	Tình hình Tài chính	20
5	Dự báo Kết quả Kinh doanh 2011 – 2013	22
6	Cổ phiếu VCR trên HNX	26
6.1	Cơ cấu sở hữu	27
6.2	Giao dịch và Thanh khoản	28
6.3	So sánh VCR với các công ty trong ngành Bất động sản	29
7	Tổng quan về VCR	30
7.1	Quá trình Phát triển	31
7.2	Ban lãnh đạo VCR	32
	Phụ lục Báo cáo Tài chính VCR 2008 – 2010 và 9T2011	33

Báo cáo phân tích này được thực hiện bởi StoxPlus kết hợp với Nexus – là đơn vị tư vấn quan hệ cổ đông cho Vinaconex - ITC

Các báo cáo phân tích của chúng tôi cung cấp các thông tin chuyên sâu, phân tích và dự báo cũng như thể hiện quan điểm của chúng tôi về công ty mà chúng tôi phân tích. StoxPlus không cung cấp hoặc đưa ra các khuyến nghị mua bán cổ phiếu, mỗi giới hoặc tư vấn đầu tư dưới bất kỳ hình thức nào.

Những thông tin trong báo cáo này được trình bày thể hiện quan điểm độc lập của StoxPlus về công ty mà chúng tôi phân tích. Các dự báo và ước tính mà chúng tôi đưa ra được tiến hành dựa trên các chuẩn mực phân tích thông thường phục vụ cộng đồng nhà đầu tư. Chúng tôi tin tưởng nhưng không đảm bảo những dự báo và ước tính này là đáng tin cậy hoàn toàn. Vì do vậy, người đọc báo cáo này không nên dựa hoàn toàn vào các dự báo và phân tích của chúng tôi để ra quyết định đầu tư.

Các báo cáo phân tích của StoxPlus được soạn lập phục vụ đối tượng là các nhà đầu tư có kiến thức nhất định về tài chính và đầu tư và có thu nhập cao hoặc là các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Mặc dù không đảm bảo và cam kết nhưng chúng tôi tin tưởng thông tin trong báo cáo này là chính xác và đáng tin cậy. Chúng tôi không chấp nhận bất cứ trách nhiệm, nghĩa vụ hay tổn thất nào có thể phát sinh từ sự chính xác, đầy đủ, hay sai sót của thông tin dùng trong báo cáo này.

StoxPlus (bao gồm giám đốc, quản lý và nhân viên) hoặc những bên liên quan đến công ty của chúng tôi có thể sở hữu, có ý định đầu tư hoặc có ý định bán cổ phiếu của công ty mà chúng tôi phân tích trong báo cáo này tuân theo các quy định nội bộ của StoxPlus. StoxPlus và các chuyên viên phân tích không được phép mua bán các cổ phiếu của công ty mà chúng tôi phân tích. Quý nhà đầu tư cũng có thể biết rằng giá cổ phiếu của một công ty có thể lên hay xuống tùy theo diễn biến thị trường và sức hấp dẫn của cổ phiếu. Biến động giá cổ phiếu trong quá khứ không nhất thiết phản ánh xu hướng tương lai của nó.

Giới thiệu về StoxPlus

StoxPlus tự hào là công ty hàng đầu Việt nam chuyên cung cấp các giải pháp dữ liệu và thông tin tài chính thông minh đã được chuẩn hóa cao và đáng tin cậy; và các công cụ phân tích đầu tư cực kỳ hữu ích cho các công ty chứng khoán, các hãng quản lý quỹ, và nhà đầu tư chuyên nghiệp. Xem chi tiết về sản phẩm và dịch vụ của StoxPlus tại: <http://stox.vn/products-services/>

Ban Phân tích Độc lập của StoxPlus cung cấp hai nhóm sản phẩm phân tích có chất lượng cao: (i) phân tích thị trường cho khách hàng cá nhân qua phần mềm StoxPro và (ii) thực hiện phân tích cổ phiếu theo yêu cầu của doanh nghiệp và khách hàng.

Giới thiệu về Nexus

Nexus là đơn vị tiên phong tại Việt Nam chuyên về tư vấn quan hệ nhà đầu tư và tư vấn M&A. Nexus trợ giúp các doanh nghiệp xây dựng và thực hiện một chiến lược quan hệ cổ đông hiệu quả nhằm gia tăng giá trị cổ phiếu, tạo thanh khoản tốt trên thị trường chứng khoán, và dễ dàng trong công tác huy động vốn phát triển kinh doanh. Xem chi tiết về dịch vụ tư vấn Quan hệ cổ đông của Nexus tại: www.nexusgroup.vn.

Điểm nhấn Đầu tư

Giá 14/11/2011: 5.500 đồng

▪ **Công ty sở hữu một trong những dự án Bất động sản du lịch lớn nhất miền Bắc: Cát Bà – Amatina:**

- Là dự án bất động sản du lịch duy nhất tại Cát Bà với diện tích 172 ha;
- Cát Bà được UNESCO công nhận là khu dự trữ sinh quyển thế giới, có vị trí chiến lược liền kề với Vịnh Hạ Long, một di sản thiên nhiên thế giới nổi tiếng đã được công nhận. Cát Bà được coi là một trong số ít các bãi biển đẹp nhất miền Bắc với khí hậu ôn hòa, có thể khai thác được 4 mùa/năm;
- Dự án được quy hoạch hoàn chỉnh từ đầu với hạ tầng đồng bộ. Đây là một trong số ít các dự án bất động sản du lịch biển miền Bắc có thể cạnh tranh được với các dự án lớn cùng phân khúc bất động sản du lịch khu vực miền Trung và miền Nam;
- Có vị trí chiến lược sau khi đường 5B và cầu Đình Vũ (nối liền đất liền với đảo) hoàn thành.

▪ **Có nhiều tiềm năng thuận lợi để trở thành một công ty phát triển các dự án Bất động sản có quy mô:**

- **Lợi thế về việc phát triển dự án:** Vinaconex - ITC tiền thân là một Ban quản lý dự án của Vinaconex Group trực tiếp quản lý việc đầu tư xây dựng khu đô thị du lịch Cái Giá – Cát Bà (Cát Bà Amatina), sau khi được tách ra thành một công ty bất động sản, Vinaconex – ITC có nhiều lợi thế về tiềm năng phát triển các dự án mới, quản lý và khai thác dự án, phân phối sản phẩm, ...
- **Lợi thế về tiềm lực tài chính:** Ngoài VCG, 2 cổ đông sáng lập của Vinaconex - ITC là Công ty chứng khoán Ngân hàng NN&PTNT và Ngân hàng TMCP XNK Việt Nam Eximbank đều là các định chế tài chính có uy tín, có tiềm lực tài chính mạnh, có khả năng hỗ trợ mạnh mẽ để Vinaconex – ITC phát triển dự án Cát Bà Amatina và các dự án tiềm năng trong tương lai.

▪ **Tỷ trọng vay nợ thấp (~43 tỷ vay dài hạn tính đến 30/9/2011) so với vốn chủ sở hữu (384 tỷ) giảm áp lực rất lớn về chi phí tài chính đối với Vinaconex – ITC trong điều kiện thị trường BĐS gặp khó khăn, tín dụng bị thắt chặt và lãi suất cao vượt 20%. Ngoài ra, với hạn mức tín dụng 400 tỷ ký với Ngân hàng NN&PTNT hầu như chưa được sử dụng, đây là nguồn dự trữ tài chính an toàn cho công ty để phát triển cơ sở hạ tầng trong trường hợp tiến độ bán hàng bị chậm lại so với kế hoạch.**

Thông tin cơ bản về cổ phiếu VCR

Mã cổ phiếu	VCR
Sàn giao dịch	HNX
Ngày niêm yết HNX	10/05/2010
Giá ngày niêm yết (đồng)	38,000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	19,200
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	6,300
KLGD TB 3 tháng (CP)	18,115
GTGD TB 3 tháng (triệu đồng)	130
Giá cổ phiếu 14/11/2011 (đồng)	5,500
Số cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	35.24
Vốn hóa (tỷ đồng)	215
EPS ttm (VND)	1,053 (*)
P/E ttm (lần)	5.79
PB (lần) (30/9/2011)	0.57

(*) EPS 4 Quý đến hết QIII/2011 và SLCP lưu hành cuối kỳ

Nguồn: StoxPlus

Thông tin tài chính cơ bản 9T2011

Doanh thu (tỷ VND)	64.2
Lãi sau thuế (tỷ VND)	14.1
Tổng tài sản (tỷ VND) (30/9/2011)	749.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND) (30/9/2011)	383.9
Vốn góp (tỷ VND) (30/9/2011)	360.0
Vốn vay (tỷ VND) (30/9/2011)	45.0
EBITDA	17.1
EBIT	14.0

Nguồn: StoxPlus

Chuyên gia phân tích

Diệp Bùi
diep.bui@nexusgroup.vn

Thuân Nguyễn FCCA
thuan.nguyen@stoxplus.com

Điểm nhấn đầu tư (tiếp)

- **Chi phí phát triển dự án thấp, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp cao (~70% đối với các dự án đã bán).** Có được lợi thế này do Vinaconex – ITC phát sinh rất ít chi phí giải phóng mặt bằng (phát triển trên vùng nước biển), phí sử dụng đất thấp, việc san lấp mặt bằng sử dụng nguyên liệu tại chỗ là cát và đá, không phải vận chuyển từ đất liền, trong khi giá bán hiện nay trung bình 6-6.5 triệu/m², mang lại tỷ suất lợi nhuận tương đối cao cho Công ty.
- **Kế hoạch hợp tác với các đối tác trong và ngoài nước sẽ giúp nâng cao giá trị và mở rộng thêm cơ hội khai thác dự án Cát Bà:**
 - Chiến lược ban đầu của dự án Cát Bà Amatina là Vinaconex – ITC chỉ đầu tư, xây dựng, phát triển hạ tầng hoàn thiện (theo nội dung giấy chứng nhận đầu tư Dự án) đồng thời đầu tư xây dựng và quản lý, vận hành khai thác một số hạng mục. Đối với các hạng mục khác Vinaconex – ITC thực hiện việc kêu gọi các Nhà đầu tư thứ phát trong và ngoài nước tiếp tục phát triển thành các tiểu Dự án (các phân khu nhỏ thuộc dự án) theo đúng quy hoạch chi tiết được duyệt, đặc biệt là các dự án cần vốn lớn như khách sạn 5 sao, các khu vui chơi, giải trí, trung tâm hội nghị, ...
 - Sau hơn 3 năm bán một số khu biệt thự, hiện nay thị trường BĐS đang gặp nhiều khó khăn, việc Ban lãnh đạo Vinaconex – ITC tìm hướng đi thông qua chào bán các tiểu dự án cho các đối tác trong và ngoài nước là một chiến lược hợp lý.
 - Chúng tôi đã trực tiếp thăm quan dự án với cơ sở hạ tầng đang được hoàn thiện nhanh, bãi tắm Tùng Thu đang được khai thác. Nếu có bất kỳ NĐT lớn nào đầu tư vào một tiểu dự án của Vinaconex – ITC thì hứa hẹn sẽ mang lại những bước đột phá rất lớn cả về dòng tiền và mức độ hấp dẫn của Dự án Cát Bà Amatina.
 - Thành công của kế hoạch này là điều kiện tiên quyết để Vinaconex – ITC phát triển các dự án mới do trong giai đoạn hiện nay Vinaconex – ITC đang tập trung tối đa các nguồn lực tài chính vào Dự án Cát Bà Amatina.

Rủi ro đầu tư

▪ **Vinaconex – ITC hiện nay chính thức vẫn là một công ty Bất động sản sở hữu một dự án.** Việc này ẩn chứa một số rủi ro sau:

- Dòng tiền phụ thuộc vào một dự án nhạy cảm hơn đối với tính chu kỳ của phân khúc Bất động sản Du lịch. Do đó, doanh thu và lợi nhuận của công ty có khả năng biến động mạnh theo nhu cầu trên thị trường trong phân khúc này.
- Khả năng cân đối dòng tiền và nguồn vốn so với các công ty đa dự án bị hạn chế. Nếu tiến độ bán hàng của dự án Cát Bà Amatina không theo kế hoạch thì dòng tiền sẽ bị chậm lại, ảnh hưởng tới tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng của các tiểu dự án khi được thi công cuốn chiếu và phát triển các dự án mới.
- Hạn chế trong việc xác định giá trị dài hạn và vị thế của VITC trong ngành bất động sản.

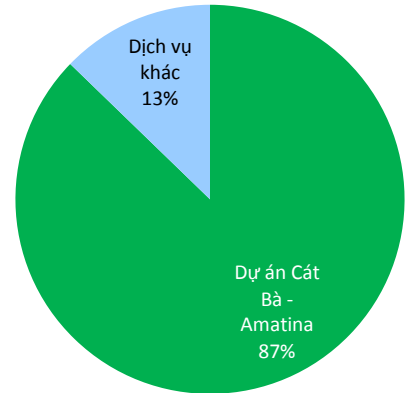
▪ **Cơ sở hạ tầng tới Cát Bà phát triển chậm có thể ảnh hưởng tới giá trị của dự án và tiến độ bán hàng.** Hai hạng mục quan trọng nhất là dự án đường 5B (Hà Nội – Hải Phòng) và cầu Đình Vũ.

- Giai đoạn 2 của dự án đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng bắt đầu được thực hiện chính thức năm 2011; dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2013.
- Tuy nhiên, cầu Đình Vũ hiện nay vẫn chưa được triển khai, là trở ngại lớn trong việc nối liền đất liền với đảo Cát Bà. Thời gian đi từ Hà Nội tới dự án hiện nay vẫn mất khoảng 3.5 - 4 giờ (đường bộ), tương đương với việc di chuyển bằng đường hàng không từ Hà Nội tới các điểm du lịch miền Trung và miền Nam, làm giảm tính hấp dẫn của điểm du lịch Cát Bà cũng như việc sở hữu biệt thự nghỉ dưỡng của dự án ngay cả đối với khách hàng miền Bắc.

▪ **Ảnh hưởng của thị trường BĐS và việc thay đổi chiến lược khai thác dự án tới doanh thu, lợi nhuận và cơ cấu dòng tiền trong 1 – 3 năm tiếp theo.**

- Tương tự các doanh nghiệp khác cùng ngành, thị trường BĐS hiện nay không thuận lợi đối với việc bán hàng của VCR, thể hiện ở tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận thấp.
- Nếu thị trường, đặc biệt là phân khúc BĐS du lịch, chưa khởi sắc thì với duy nhất 1 dự án, tình hình tài chính của công ty sẽ gặp nhiều khó khăn.
- Việc chào bán cho NĐT lớn các tiểu dự án thường mất nhiều thời gian, đồng thời tỷ suất lợi nhuận có thể thấp hơn nhiều so với việc bán biệt thự riêng lẻ.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu năm 2010



Nguồn: VCR, StoxPlus

Tiến độ thực hiện dự án tại thời điểm 30/8/2011

Khu Biệt Thự Tùng Thu	Đã bán 100% số lô
Khu Biệt Thự B2, B3	Đã bán 92% số lô
Khu Biệt Thự C2	Đã bán 6% số lô
San nền dự án	Hoàn thiện 100% dự án
Cơ sở hạ tầng chung	Hoàn thiện 45%
Các khu dịch vụ	Hoàn thiện bãi tắm Tùng Thu
Các tiểu dự án khác	đang kêu gọi thu hút đầu tư

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 3: Phân tích Mô hình kinh doanh



Phần 3.1: Tổng quan mô hình kinh doanh Vinaconex - ITC

Với mục tiêu trở thành một **công ty phát triển Bất động sản chuyên nghiệp** tại Việt Nam, Vinaconex – ITC đang đầu tư phát triển mô hình kinh doanh dựa trên: Phát triển các dự án bất động sản, mở đầu bằng dự án Cát Bà Amatina; Quản lý dự án, Kinh doanh các dịch vụ du lịch; và Sàn bất động sản.

Để hiện thực hóa được mục tiêu trên, trong 10 năm tới Vinaconex – ITC định hướng tập trung phát triển các dự án bất động sản trong các phân khúc tiềm năng dựa trên các lợi thế và kế hoạch sau:

1. Phát huy thế mạnh và kinh nghiệm của các Cổ đông chiến lược: VITC là một trong số ít các công ty bất động sản được thành lập bởi các cổ đông sáng lập vừa của một tập đoàn bất động sản hàng đầu (Vinaconex), vừa thuộc các định chế tài chính, ngân hàng (EXIMBANK và AGRISECO). Các cổ đông này hiện nay đang hỗ trợ VITC rất lớn: Dự án Cát Bà Amatina do Vinaconex mẹ chuyển sang; Ngân hàng Nông Nghiệp cấp hạn mức 400 tỷ tín dụng với lãi suất huy động + 3% (hầu như chưa sử dụng), ... Các cổ đông cam kết tiếp tục hỗ trợ chặt chẽ công ty phát triển các dự án bất động sản khác trong tương lai.



2. Khai thác tốt hơn Sàn Giao dịch Bất động sản Vinaconex – ITC (VITR): Sàn giao dịch Bất động sản do Vinaconex – ITC sáng lập ra (100% vốn cổ phần) hỗ trợ các hoạt động đầu tư và kinh doanh Bất động sản của công ty. Đây sẽ là kênh phân phối quan trọng các sản phẩm của VITC, đặc biệt khi nhiều dự án mới được triển khai, giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí bán hàng và tiếp thị sản phẩm.



3. Đẩy mạnh việc hợp tác với các đối tác lớn, có tiềm năng trong và ngoài nước để chuyên nghiệp hóa việc phát triển và khai thác dự án: Sau khi cơ bản hoàn tất cơ sở hạ tầng cho dự án Cát Bà Amatina, VITC đang thương thảo với các nhà đầu tư tham gia khai thác các tiểu dự án lớn như khách sạn 5 sao, resort nghỉ dưỡng, trung tâm thương mại, ... Đây dự kiến sẽ là mô hình VITC theo đuổi đối với các dự án tiềm năng khác trong tương lai.



4. Phát triển thêm một số dự án khác tại Hà Nội và các tỉnh phía Bắc song song với việc khai thác dự án Cát Bà – Amatina. Tiêu chí đầu tư của VITC là các dự án có giá đất hợp lý, đổi hạ tầng lấy đất, ... nhằm tích lũy quỹ đất 'rẻ', phát triển các khu dân cư, trung tâm thương mại, văn phòng, ... Trong đó, phân khúc Bất động sản VITC hướng tới là phân khúc hạng trung và thấp như nhà chung cư dành cho người có thu nhập trung bình và thấp... Đồng thời, sau khi kết thúc việc đầu tư vào Cát Bà Amatina, Công ty cũng dự kiến phát triển các dự án BĐS du lịch khác.



Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.1: Giới thiệu tổng quan dự án

Dự án Cát Bà Amatina là một trong số ít khu khai thác du lịch phía Bắc và được đánh giá là có vị trí chiến lược phù hợp với chiến lược phát triển du lịch Việt Nam của Chính Phủ. Đây là dự án duy nhất và lớn nhất trên đảo Cát Bà.

▪ Vị trí:

- Nằm tại Vịnh Cát Giá, đảo Cát Bà, Hải Phòng; một trong số 03 đảo lớn nhất tại Việt Nam.
- Nằm gần thị trấn Cát Hải hiện tại, trên trục đường xuyên đảo Cát Bà.
- Cách thành phố Hải Phòng 60 km về phía Đông và cách Hà Nội 150 km.

▪ Cách thức đến dự án:

- Từ Hà Nội tới Hải Phòng khoảng 2 tiếng đi bằng ô tô.
- Từ Hải Phòng tới Cát Bà có thể lựa chọn đi bằng phà, hoặc tàu cao tốc tại Bến Bính hay Cảng Đình Vũ.
 - Đi bằng Phà từ Bến Bính: 2 lần phà, tổng thời gian di chuyển gần 2 tiếng. Tiếp tục đi bằng ô tô khoảng 30 phút qua đường xuyên đảo tới dự án.
 - Đi bằng tàu cao tốc tại Bến Bính: khoảng 45 phút. Tiếp tục đi bằng ô tô khoảng 30 phút qua đường xuyên đảo tới dự án.
 - Đi bằng tàu cao tốc tại Cảng Đình Vũ: khoảng 45 phút. Cặp bến tại trung tâm thị trấn Cát Hải, khoảng 5 phút đi bằng ô tô tới dự án.

▪ Quy mô dự án:

Với tổng diện tích dự án 172.27 ha, đơn vị tư vấn thiết kế Group 70/Pacmar, INC (Hoa Kỳ) và Land Design Group (Pháp), dự án sẽ bao gồm: 7 khu resort với khoảng hơn 700 biệt thự, 02 bến du thuyền, 01 bến tàu du lịch, 01 trung tâm hội nghị quốc tế, 01 khu dịch vụ thương mại, 01 khu thể dục thể thao, các khu dịch vụ giải trí đa chức năng và 06 khách sạn 5 sao.

- Tổng diện tích: 172.27 ha
- Diện tích xây dựng: 29.68 ha
- Tổng diện tích sàn xây dựng: 1,559,349 m²
- Tổng số dân dự kiến: 6,952 người
- Mật độ xây dựng chung: 17.4%
- Tầng cao trung bình: 5 tầng



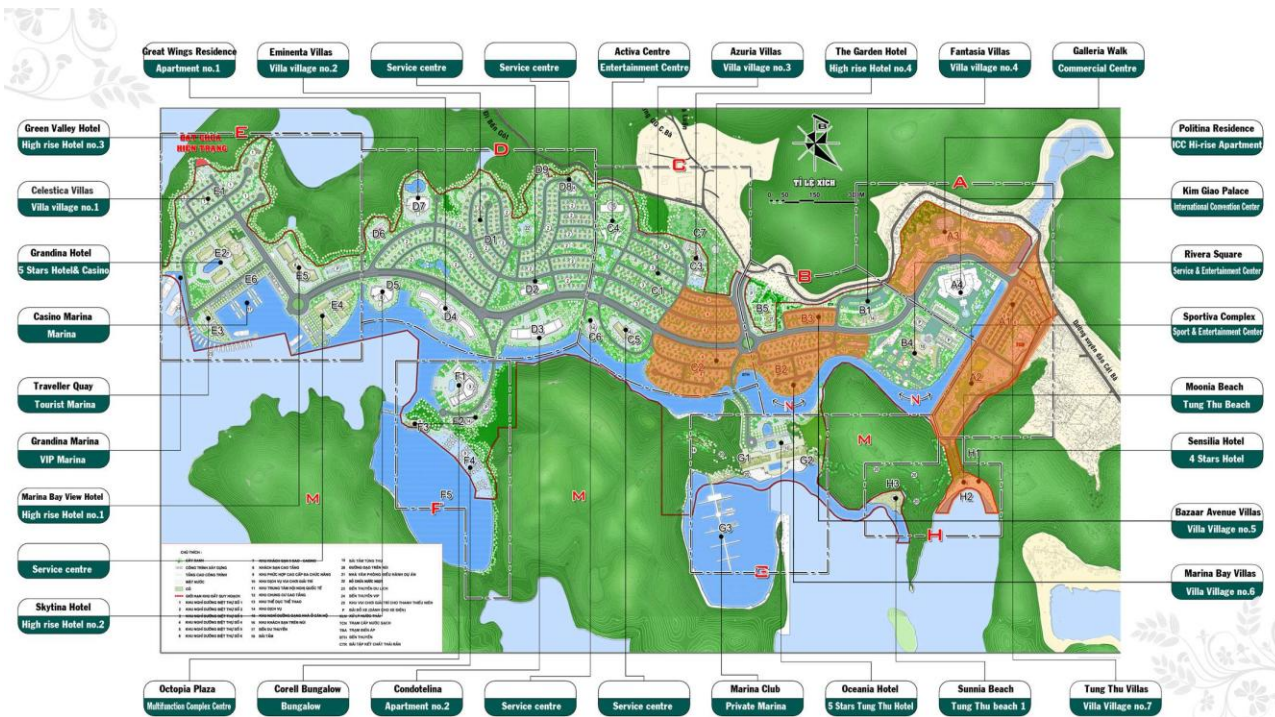
So với Phú Quốc và Côn Đảo, Cát Bà không thua kém về vị trí, về đẹp tự nhiên và tiềm năng du lịch. Tuy nhiên, cơ sở hạ tầng nối liền với đất liền và đảo như sân bay hoặc cầu chưa được đầu tư làm giảm tính hấp dẫn của Cát Bà rất nhiều. Hiện nay, Cát Bà chưa có khách sạn 4-5 sao nào mặc dù lượng khách du lịch ngày càng tăng!

Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.1: Giới thiệu tổng quan dự án

Mục tiêu của Vinaconex – ITC là xây dựng Cát Bà – Amatina trở thành trung tâm du lịch sinh thái đẳng cấp quốc tế, điểm đến của du khách trong và ngoài nước

Sơ đồ tổng thể Dự án Cát Bà - Amatina



Nguồn: VCR,

▪ Các Khu đang khai thác

Khu A: (đã bán 100% số lô)

- A1: Khu Biệt thự Tùng Thu

Khu B: (đã bán 92% số lô)

- B2: Khu Biệt thự Marina Bay
- B3: Khu Biệt thự Bazaar Avenue

Khu C: (đã bán 6% số lô)

- C1: Khu Biệt thự Fantasia Villas

Khu H2:

- H3: Bãi tắm Tùng Thu (Khai trương ngày 01/06/2010)

▪ Các Khu kêu gọi đầu tư

Khu đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng:

- A2: Trung tâm thể dục thể thao
- A4: Trung tâm hội nghị Quốc tế Kim Giao Palace
- B1: Trung tâm thương mại dịch vụ Galleria Walk
- B4: Công viên giải trí Rivera Square
- C2: Khu Biệt thự Azuria Villas
- C3: The Garen Hotel
- G1, G2: Khách sạn Oceania

Khu hoàn thiện san lấp, chưa có cơ sở hạ tầng:

- C4, C5, C6: Khu vui chơi giải trí
- E: Quần thể bến du thuyền Grandina Marina, Casino Marina và khách sạn 5 sao

Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.1: Giới thiệu tổng quan Dự án

Bao gồm hai mảng kinh doanh các phân khu biệt thự và các hoạt động thương mại dịch vụ khác với tiêu chuẩn chất lượng quốc tế được VITC khai thác.

▪ Kế hoạch khai thác:

Về mảng kinh doanh các phân khu biệt thự:

- Hiện tại, VITC đang mở bán Biệt thự khu C2 từ tháng 5/2011. Tính tới thời điểm 31/8, 4/ 63 lô được bán, VITC đã xây xong 14 móng biệt thự trong khu này. Dự kiến tiếp tục xây dựng móng và bán các lô còn lại.
- Các phân khu biệt thự khác: VITC chưa có kế hoạch khai thác cụ thể. VITC cân nhắc tìm kiếm nhà đầu tư vào các tiểu dự án (bán hạ tầng cơ sở) hoặc hợp tác đầu tư theo các mô hình phù hợp với Luật pháp Việt Nam và thực tế triển khai dự án. Hoặc, tiếp tục tự khai thác các tiểu dự án như các phân khu Biệt thự trước. Theo chúng tôi nhận định, trong năm 2012 phân khu Biệt thự C1 tiềm năng nhất để khai thác. Phân khu này đã hoàn thành san nền, sẵn sàng làm cơ sở hạ tầng và phân nền. Với lợi thế nhiều nguồn vật liệu có sẵn, thời gian hoàn thành hạ tầng của các tiểu dự án rất nhanh.

Về mảng kinh doanh dịch vụ khác:

- VITC ưu tiên khai thác các tiểu dự án đã hoàn thành cơ sở hạ tầng. Hiện tại, các tiểu dự án khác sạn 5 sao (khu G1, G2), trung tâm thể thao vui chơi giải trí (thuộc khu A) đang kêu gọi nhà đầu tư.

Chúng tôi nhận định, dự án du lịch nghỉ dưỡng Cát Bà – Amatina có tiềm năng phát triển mạnh.

Tuy nhiên, tốc độ phát triển của dự án phụ thuộc vào: (1) thị trường Bất động sản nói chung và phân khúc Bất động sản nghỉ dưỡng nói riêng; (2) Cơ sở hạ tầng nối liền Cát Bà với đất liền; và (3) Khả năng kêu gọi đối tác chiến lược của VITC. Do các tiểu dự án đều có quy mô lớn, VITC khả năng tự đầu tư đối với VITC là thấp. Bất kỳ tiểu dự án nào thuộc Cát Bà – Amatina được đầu tư sẽ tạo ra bàn đạp và bước đột phá cho toàn bộ dự án Cát Bà – Amatina và du lịch của đảo Cát Bà.



Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.2: Khu Tùng Thu

Với 101 Biệt thự có sân vườn được thiết kế sang trọng và hài hòa, nằm ở vị trí phía Đông dự án, liền kề với khu thể dục thể thao.

▪ Vị trí:

- Nằm ở phía Đông dự án, trong tổ hợp Tùng Thu, gần kề khu thể thao và đối diện với khu Trung tâm hội nghị quốc tế.

▪ Quy mô: Khu biệt thự song lập bao gồm các biệt thự có sân vườn trong Tổ hợp Tùng Thu

- Diện tích: 16,448 m²
- Số lô: 101
- Diện tích/ lô: 160 - 320
- Số tầng tối đa: 4

▪ Sản phẩm bàn giao:

- Các khu Biệt thự được phân lô bán nền
- Khách hàng có thể đăng ký xây thô, VITC sẽ thi công theo thỏa thuận

▪ Tiến độ thực hiện:

- Đây là khu Biệt thự đầu tiên được chào bán của dự án, đã bán được toàn bộ 101 căn trong năm chào bán 2009. Hiện tại khu Tùng Thu đã được bàn giao cho khách hàng.
- Cơ sở hạ tầng của khu Tùng Thu nằm trong giai đoạn IA của dự án, đã hoàn thành toàn bộ. Khách hàng có thể đăng ký xây dựng bất kỳ thời điểm nào.
- Các dịch vụ đi kèm như bãi tắm Tùng Thu được VITC đưa vào khai thác mùa hè 2010, hiện tại chưa thu phí dịch vụ.

- **Đánh giá về Phân khu:** Toàn bộ số biệt thự được bán ngay sau khi chào bán cho thấy nhu cầu về Biệt thự nghỉ dưỡng tương đối cao tại thời điểm VITC chào bán. Khu Biệt thự Tùng Thu là một khu đô thị du lịch đồng bộ đầu tiên của dự án Cát Bà Amatina với cơ sở hạ tầng đạt tiêu chuẩn quốc tế. Mặc dù khu Tùng Thu đã được bàn giao toàn bộ và cơ sở hạ tầng hoàn thiện 100%, hiện tại chưa có biệt thự nào được xây dựng do thiếu cơ sở hạ tầng hỗ trợ như siêu thị, bệnh viện, khu dịch vụ giải trí ngay tại dự án... do vậy cũng ảnh hưởng đến tính hấp dẫn của toàn bộ dự án.



Tiến độ bán và doanh số khu Tùng Thu		
	2009	2010
Số Biệt thự bán ra	101	-
Số Biệt thự còn lại	-	-
Doanh thu (tỷ đồng)	46.7	35.8

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.3: Khu Marina Bay Villas (B2) và Khu Bazaar Avenue (B3)

Khu resort cao cấp với tổng diện tích trên 36,000 m² nằm đối diện Khách sạn cao cấp 5 sao Tùng Thu, với dòng sông chạy qua trực chính của dự án

▪ Vị trí:

- Nằm đối diện với Khách sạn cao cấp 5 sao Tùng Thu, được ngăn cách bởi dòng sông và nằm dọc trên đường chính của dự án.
- Phía Bắc giáp đường xuyên đảo từ Cát Hải đi thị trấn Cát Bà.
- Phía Đông giáp trung tâm trị trấn Cát Bà hiện tại.
- Phía Tây giáp vịnh Trân Châu.
- Phía Nam giáp vịnh Tùng Thu.



▪ Quy mô: Khu resort cao cấp với tổng diện tích 36,132 m², bao gồm 02 khu B2 và B3

- **Khu B2:** Dành cho các khách hàng có thu nhập cao, nhu cầu nghỉ dưỡng và hưởng thụ sang trọng
- **Khu B3:** Dành cho khách hàng có nhu cầu kinh doanh dịch vụ nhà hàng và giải trí du lịch.

▪ Sản phẩm bàn giao:

- Các lô biệt thự được bàn giao giống như Khu Biệt thự Tùng Thu với diện tích lớn hơn (Khu B2: 300 – 600 m²/ lô, B3: 310 – 370 m²/ lô)

▪ Tiến độ thực hiện dự án:

- VITC đưa vào kinh doanh 84 lô biệt thự thuộc tiểu dự án B2 + B3 từ tháng 3/2010. 77 lô biệt thự (tương đương 92% tổng số biệt thự chào bán) đã được khách hàng đăng ký mua trong năm 2010.
- Cơ sở hạ tầng như đường đi, vỉa hè, hệ thống đèn đường, cây xanh và thoát nước... nằm trong giai đoạn IB của dự án Cát Bà Amatina đã hoàn thiện.
- Đã khởi công xây dựng các căn biệt thự tại khu Marina Bay Villas(B2)

Chi tiết tiểu dự án		
	B2	B3
Diện tích (m ²)	27,926	7,204
Số lô	66	22
Diện tích/ lô (m ²)	300 - 600	310 - 370
Số tầng tối đa	3	3

Nguồn: VCR, StoxPlus

Tiến độ bán và doanh thu Khu B2 + B3		
	2010	9T2011
Số Biệt thự bán ra	84	-
Số Biệt thự còn lại	7	-
Doanh thu (tỷ đồng)	98.5	42.8

Nguồn: VCR, StoxPlus

- **Đánh giá về Phân khu:** Diện tích các lô lớn hơn so với Khu Biệt thự Tùng Thu, doanh thu năm 2010 từ 2 phần dự án này tương đối cao. Giá trung bình đất biệt thự có cơ sở hạ tầng khoảng 6 triệu/m² nằm ở mức giá trung bình so với các khu vực du lịch nghỉ dưỡng khác như Vũng Tàu, Đà Lạt. Một khi các cơ sở hạ tầng hỗ trợ được cải thiện, phân khu Biệt thự này tương đối hấp dẫn nhà đầu tư về giá, mục đích sử dụng biệt thự mở rộng từ cho thuê nghỉ dưỡng, mở nhà hàng và kinh doanh dịch vụ.

Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.4: Khu Fantasia (C2)

Nằm tại vị trí trung tâm của dự án, các biệt thự cao cấp với nhiều thiết kế khác nhau cho khách hàng lựa chọn.

▪ Vị trí:

- Nằm ở phía Đông dự án, gần kề trung tâm hội nghị quốc tế, liền kề với Khu B2, B3.

▪ Quy mô:

Bao gồm các biệt thự có sân vườn cao cấp, dành cho đối tượng khách hàng có nhu cầu mua làm nhà nghỉ cá nhân hoặc kinh doanh dịch vụ du lịch.

- Diện tích: 33,607.36 m²
- Số lô: 63
- Diện tích/ lô: 361 – 936 m²
- Số tầng: 1 – 1.5 – 2.5

▪ Tiến độ thực hiện dự án:

- Từ tháng 5/2011 VITC chào bán 63 lô biệt thự thuộc khu C2 Fantasia theo hình thức chia khoá trao tay.
- Tính đến thời điểm hiện tại, 14 biệt thự đã thi công xong phần móng.

- **Đánh giá về Phân khu:** Vị trí đắc địa tại trung tâm dự án với cảnh quan thiên nhiên đẹp, khu biệt thự kinh doanh nhà hàng có tiềm năng phát triển mạnh về dài hạn. Hiện tại tiến độ bán hàng khu C chậm một phần do khó khăn của thị trường Bất động sản nói chung. Các nhà thầu xây dựng của VITC là các đơn vị xây dựng có nhiều kinh nghiệm của Vinaconex và thuê ngoài, tiến độ xây dựng móng các biệt thự nhanh, do vậy, phương án xây dựng gắn với tốc độ bán hàng là hợp lý về dòng vốn và tiến độ các cơ sở hạ tầng phần còn lại của dự án tổng thể. Theo đánh giá của chúng tôi, trong Quý IV 10 lô được bán. Góp phần đẩy nhanh tốc độ bán hàng bên cạnh các hoạt động marketing & sale hiện tại, theo chúng tôi VITC nên xây dựng các khu Biệt thự mẫu, giúp cho khách hàng cân nhắc và lựa chọn được dễ dàng hơn.



Nguồn: VCR, StoxPlus

Tiến độ bán và doanh thu Khu C	
9T2011	
Số Biệt thự bán ra	4
Số Biệt thự còn lại	216
Doanh thu (tỷ đồng)	-

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 3.2: Dự án Cát Bà – Amatina

Phần 3.2.5: Phân khu khác

Hệ thống khách sạn trung và cao cấp; các khu vui chơi giải trí và thương mại xen kẽ tại nhiều vị trí khác nhau của dự án đáp ứng nhu cầu đa dạng của du khách đang được VITC kêu gọi đầu tư.

Các Khu đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng:

- VITC đang tìm kiếm các đối tác đầu tư cùng khai thác hoặc bán toàn bộ tiểu dự án nếu các đối tác phù hợp và có đủ năng lực khai thác.
- Hiện tại, Bãi tắm Tùng Thu đã được đưa vào khai thác và ghi nhận các đánh giá tích cực của du khách và dân địa phương.
- Các tiểu dự án sẵn sàng đầu tư xây dựng: Trung tâm Thể dục Thể thao, Trung tâm Hội nghị Quốc tế Kim Giao Palace, Trung tâm Thương mại Dịch vụ Galleria Walk... và khách sạn Oceania. Theo đánh giá của chúng tôi, khách sạn Oceania có tiềm năng thu hút đầu tư nhất trong thời điểm này do vị trí đẹp hướng ra biển và các khu biệt thự bao quanh.



Các Khu chưa hoàn thiện cơ sở hạ tầng:

- Bao gồm các tiểu dự án thuộc khu C, D, E, F. Việc phát triển các tiểu dự án phải theo trình tự từ khu C, D, đến E và F dọc theo thiết kế tổng thể dự án.
- Dựa trên kết quả triển khai các phân khu trước và tình hình hiện tại của VITC và thị trường Bất động sản, chúng tôi cho rằng sẽ mất trung bình 1 năm để phát triển 1 phân khu. Nếu VITC tự phát triển sẽ mất nhiều thời gian, vốn và phụ thuộc vào chu kỳ phát triển của thị trường Bất động sản. Nếu bán được các tiểu dự án sẽ góp phần thúc đẩy sự phát triển của các phân khu khác và tổng thể dự án Cát Bà – Amatina.
- VITC đang đàm phán với một số đối tác nước ngoài đến từ Mỹ và Nhật Bản về hoạt động góp vốn đầu tư. Theo Ban lãnh đạo VITC, quá trình làm việc với các đối tác nước ngoài diễn ra thuận lợi, nếu VITC thành công trong việc tìm kiếm các đối tác góp vốn đầu tư, khả năng tạo ra nguồn doanh thu đột biến trong năm 2012 là cơ sở.



Phần 3.3: Khách sạn Holiday View

Là khách sạn đạt tiêu chuẩn 3 sao đầu tiên tại Cát Bà với 120 phòng hoạt động 100% công suất trong mùa du lịch, nằm tại vị trí trung tâm của thị trấn Cát Bà.

Khách sạn Holiday View được VITC tiếp quản từ Vinaconex và bắt đầu khai thác từ năm 2010.

- Vị trí:
 - Nằm tại trung tâm thị trấn Cát Bà, hướng ra vịnh Lan Hà một trong những vịnh đẹp nhất của Việt Nam.
 - 03 – 05 phút đi bộ ra bãi tắm Cát Cò 1, 2, 3 và 10 phút đi xe máy tới bãi tắm Tùng Thu.
 - Cách cầu cảng du lịch 300m đón tàu cao tốc về cảng Đình Vũ.
- Quy mô và dịch vụ cung cấp:
 - 120 phòng nghỉ cao cấp, trung cấp và tiêu chuẩn.
 - Nhà hàng Red Sail.
 - Tổ chức hội thảo, hội nghị với sức chứa trên 200 người.
- Khách sạn Holiday View đóng góp gần 16 tỷ đồng vào doanh thu của VITC năm 2010, theo kế hoạch năm 2011 doanh thu từ khách sạn này đạt khoảng 20 tỷ đồng.

Theo đánh giá của chúng tôi, khách sạn Holiday View có vị trí đẹp và là một trong số các khách sạn phát triển đi đầu tại Cát Bà. Hoạt động tái cấu trúc quản lý khách sạn sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu của VITC trong những năm tới.



Phần 4: Phân tích tình hình Tài chính Lịch sử



Phần 4.1: Phân tích khả năng sinh lời

Doanh thu năm 2010 tăng 223% so với năm 2009 khi các khu biệt thự bắt đầu được khai thác thương mại. Doanh thu giảm mạnh trong 9T/2011 đạt 64.2 tỷ đồng, bằng 48.6% so với cùng kỳ năm 2010 do ảnh hưởng của thị trường bất động sản.

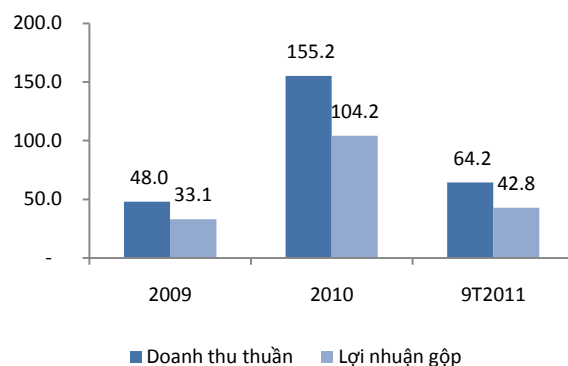
Doanh thu

- Năm 2010, Vinaconex – ITC đạt doanh thu 155.2 tỷ đồng, tăng 223% so với năm 2009 (48 tỷ đồng), do các hạng mục đầu tư từ năm 2008, 2009 đã hoàn thành và đưa vào kinh doanh. Tuy nhiên, doanh thu 9 tháng/ 2011, công ty chỉ đạt 64.2 tỷ đồng (bằng 48.6% so với cùng kỳ năm 2010), các lô biệt thự do chưa hoàn thiện phần móng nên công ty chưa ghi nhận được doanh thu góp vốn từ khách hàng.
- So với năm 2009 – 2010, thị trường bất động sản năm 2011 tương đối khó khăn, đặc biệt trong phân khúc bất động sản du lịch và chung cư, ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng so với kế hoạch của công ty.
- Nguyên tắc ghi nhận doanh thu: Thấp hơn của (i) tỷ trọng hoàn thiện cơ sở hạ tầng của từng phân khu trên tổng vốn đầu tư, và (ii) tiến độ góp vốn của khách hàng. Với cơ sở hạ tầng đang được triển khai khá tốt và hạn mức tín dụng lớn, doanh thu của VITC bị ảnh hưởng nhiều hơn từ tiến độ bán hàng của các tiểu dự án.

Cơ cấu doanh thu:

- 87% doanh thu năm 2010 từ kinh doanh bất động sản của Dự án Cát Bà – Amatina. Năm 2009, con số này là 97%. Năm 2010, Công ty nhận chuyển giao quyền khai thác khách sạn Holiday View từ Tổng Công ty Vinaconex với doanh thu đạt 16 tỷ năm 2010 và dự kiến khoảng 20 tỷ năm 2011.
- Doanh thu từ kinh doanh khu Biệt thự Tùng Thu, đóng góp 35.8 tỷ đồng tương đương 23% trong tổng doanh thu năm 2010 (so với mức 46.7 tỷ đồng (97%) năm 2009).
- Doanh thu từ khu B2, B3 đạt 98.5 tỷ đồng năm 2010.
- Trong 9 tháng đầu năm 2011, VITC đã ghi nhận 42.7 tỷ đồng doanh thu từ khu B2, B3. Doanh thu từ khách sạn Holiday View đạt gần 17 tỷ đồng trong tổng số 21.4 tỷ đồng doanh thu kinh doanh dịch vụ khác.

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu 2 năm qua và 9T/2011



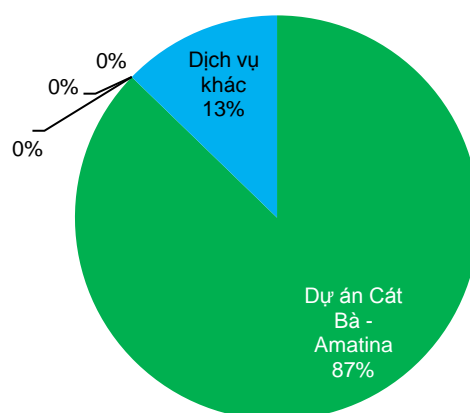
Nguồn: VCR, StoxPlus

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu doanh thu	2009	2010	9T/2011
Kinh doanh BĐS	46.7	135.4	42.8
Khu Tùng Thu	46.7	35.8	-
Khu B2+B3	-	98.5	42.8
Khu Khác	-	1.1	-
Kinh doanh DV khác	1.3	19.8	21.4
Tổng cộng	48.0	155.2	64.2

Nguồn: VCR, StoxPlus

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu năm 2010



Nguồn: StoxPlus

Phần 4.1: Phân tích khả năng sinh lời

Lợi nhuận gộp đạt 104.2 tỷ đồng năm 2010. Công ty duy trì tỷ suất lợi nhuận cao và tương đối ổn định qua các năm (69% năm 2009, 67% năm 2010).

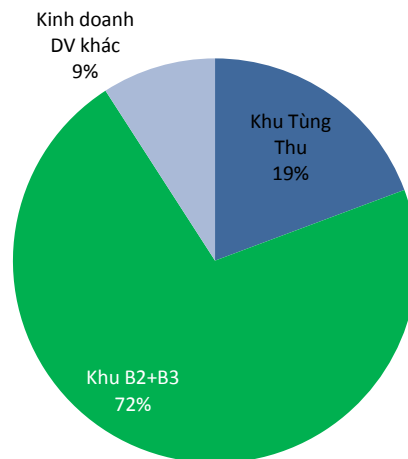
Cơ cấu lãi gộp:

- Doanh thu bán hàng năm 2010 chủ yếu đến từ khu biệt thự B2, B3 nên tỷ trọng lãi gộp của tiểu dự án này cũng chiếm đa số trong tổng giá trị lợi nhuận gộp (72%).
- Lãi gộp của khu Tùng Thu giảm dần về mặt tỷ trọng so với các khu biệt thự khác như B2 và B3 khi tiến độ bán hàng của các tiểu dự án này tăng lên. Năm 2009, lãi gộp từ khu Tùng Thu chiếm 95%, năm 2010 giảm còn 19%. 9 tháng 2011, do toàn bộ doanh thu từ khu Tùng Thu đã được ghi nhận trong 2 năm trước, trong khi chi phí vẫn được ghi nhận do vậy có khoản -6.1 tỷ đồng trong cơ cấu lãi gộp.
- Đối với kinh doanh dịch vụ khác chiếm 9% trong tổng giá trị lợi nhuận gộp năm 2010, chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh khai thác đá và khách sạn Holiday View.

Tỷ suất lãi gộp:

- Tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao, 69% năm 2009, giảm nhẹ còn 67% năm 2010.
- Mức tỷ suất lợi nhuận của công ty ổn định là do việc giải phóng mặt bằng thuận lợi, không phát sinh thêm chi phí, công việc chủ yếu là hút cát, làm hạ tầng. Riêng việc làm hạ tầng có thể tận dụng được ngay một số nguồn nguyên liệu có sẵn như cát, đá nên chi phí được kiểm soát hợp lý.
- Một nguyên nhân quan trọng khác là trong khi chi phí đầu vào ổn định, giá bán của dự án cũng khá hấp dẫn so với mặt bằng giá của các khu lân cận, Giá bán trung bình của khu biệt thự Tùng Thu là 5 triệu đồng/ m² nằm ở mức giá trung bình so với các khu lân cận. Với cơ sở hạ tầng đồng bộ sau khi hoàn thiện, dự án phù hợp cho cả nhu cầu sở hữu nhà ở và đầu tư.

Biểu đồ 4: Cơ cấu lãi gộp năm 2010



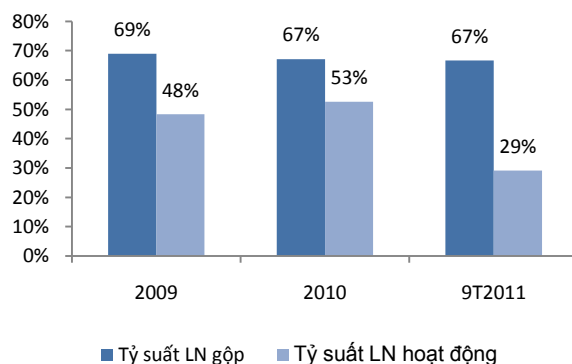
Nguồn: VCR

Bảng 2: Cơ cấu lãi gộp qua các năm

Cơ cấu lãi gộp	Cơ cấu lãi gộp		
	2009	2010	9T2011
Kinh doanh BĐS	31.5	95.8	35.5
Khu Tùng Thu	31.5	20.1	(6.1)
Khu B2+B3	-	74.6	41.6
Khu Khác	-	1.1	-
Kinh doanh DV khác	1.6	8.4	7.3
Tổng cộng	33.1	104.2	42.8

Nguồn: VCR

Biểu đồ 5: Tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động



Nguồn: StoxPlus

Phần 4.1: Phân tích khả năng sinh lời

Các chi phí hoạt động tương đối ổn định, sức ép về chi phí tài chính không lớn do tỷ lệ vay nợ thấp. Chúng tôi nhận định, mặc dù quy mô nhỏ và tạm thời chỉ sở hữu một sự án nhưng VITC là một trong những công ty bất động sản 'an toàn' nhất trong điều kiện thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn.

Lợi nhuận hoạt động

- Chi phí bán hàng của công ty tương đối ổn định, chiếm khoảng 5%- 7% doanh thu.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp chủ yếu biến động theo CPI, giá trị tuyệt đối ổn định hơn giá trị tương đối, không phụ thuộc nhiều vào doanh thu.
- Chi phí tài chính của công ty đa phần là chi phí phi lãi vay do vốn chủ sở hữu và lợi nhuận từ bán từng phần dự án cơ bản có thể giải quyết dòng tiền đầu tư cho Cát Bà Amatina.
- Nhìn chung, lợi nhuận hoạt động của VITC phụ thuộc chủ yếu vào tiến độ bán hàng của dự án hơn là các chi phí đầu vào và chi phí hoạt động nên tỷ suất ổn định hơn nhiều so với các công ty cùng ngành.

Lãi trên cổ phiếu EPS

- EPS năm 2010 đạt 3,793 đồng; tăng 203% so với năm 2009 (1,644 đồng). EPS chín tháng đầu năm 2011 đạt 402 đồng, giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước.
- EPS của VITC có xu hướng chịu áp lực tăng trưởng lớn do Công ty định hướng sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn so với vốn vay ngân hàng. Nếu công ty phát hành tăng vốn để phát triển các dự án tiềm năng khác thì sức ép ngắn hạn lên EPS càng tăng.
- Do chỉ sở hữu một dự án tính đến thời điểm hiện tại, EPS của VITC bị chi phối bởi tiến độ bán hàng của Cát Bà Amatina.

Bảng 3: Kết quả hoạt động kinh doanh

	2009	2010	9T2011
Đơn vị	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND
Doanh thu thuần	48.0	155.2	64.2
Giá vốn hàng bán	(14.9)	(51.0)	(21.4)
LỢI NHUẬN GỘP	33.1	104.2	42.8
Tỷ suất lợi nhuận gộp	69%	67%	67%
Thu nhập tài chính	2.0	12.3	1.5
Chi phí tài chính	(2.2)	(7.4)	(6.7)
% doanh thu	5%	5%	10%
<i>Chi phí lãi vay</i>	-	(3.0)	-
Thu nhập/ chi phí tài chính ròng	(0.2)	4.9	(5.2)
% doanh thu	0%	3%	8%
Chi phí bán hàng	(4.9)	(13.5)	(4.8)
% doanh thu	10%	9%	7%
Chi phí quản lý	(4.8)	(14.0)	(14.0)
% doanh thu	10%	9%	22%
LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG	23.2	81.6	18.7
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	48%	53%	29%
Thu nhập/(chi phí) khác	0.2	(0.3)	(0.1)
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	23.4	81.3	18.6
Thuế TNDN-hiện thời	(4.2)	(20.6)	(4.6)
Thuế TNDN-hoãn lại	-	(0.1)	0.0
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	19.2	60.6	14.0
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	0.0
LỢI NHUẬN CỔ ĐÔNG	19.2	60.6	14.0

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 4.2: Tình hình tài chính

Doanh thu tiềm năng của VCR thể hiện ở tài khoản Hàng tồn kho, Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (phản ánh tiến độ làm hạ tầng) và các khoản phải trả dài hạn khác (thể hiện tiến độ góp vốn của khách hàng).

Hàng tồn kho

- Hàng tồn kho của công ty chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang các hạng mục công trình của dự án Cát Bà – Amatina. Số dư hàng tồn kho tại thời điểm 30/9/2011 là 7.9 tỷ đồng.
- Số dư hàng tồn kho giảm mạnh tại thời điểm 30/9/2011 so với số dư 36.2 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2010, do VITC đã kết chuyển một phần số dư này vào doanh thu của công ty.

Chi phí xây dựng cơ bản dở dang

- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang chủ yếu đến từ dự án Cát Bà – Amatina.
- Tại thời điểm 30/9/2011, chi phí XDCCB dở dang là 507 tỷ đồng (so với con số 387.7 tỷ đồng đầu năm 2011). VITC đang triển khai đồng loạt các hạng mục hạ tầng cơ sở. Trong đó giai đoạn 1B (khu B2, B3) đang trong giai đoạn hoàn thiện cuối cùng chiếm 45% trong chi phí xây dựng cơ bản dở dang. Giai đoạn 2 (Khu C) chiếm 36% trong đó bao gồm phần xây dựng móng nền cho khu biệt thự C1 và C2 mới được chào bán vào tháng 5/2011 và kê sông chạy dọc dự án.

Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác

- Bao gồm các khoản thu tiền mua mua biệt thự của khách hàng chưa được kết chuyển vào doanh thu.
- Tại thời điểm 30/9/2011, số dư tài khoản là 99.5 tỷ đồng tăng 37.7 tỷ đồng so với đầu năm (số dư đầu năm: 61.8 tỷ đồng). Trong đó khoảng 44.4 tỷ đồng tỷ (44%) là tiền thu từ khách hàng chờ kết chuyển vào doanh thu theo nguyên tắc ghi nhận doanh thu của công ty đã đề cập ở trên.

Bảng 4: Chi tiết hàng tồn kho tại 30/9/2011

Hàng Tồn kho	
	30/09/2011
Khu Tùng Thu	1.1
Khu Biệt thự B2 + B3	6.2
Khác	0.6
Tổng cộng	7.9

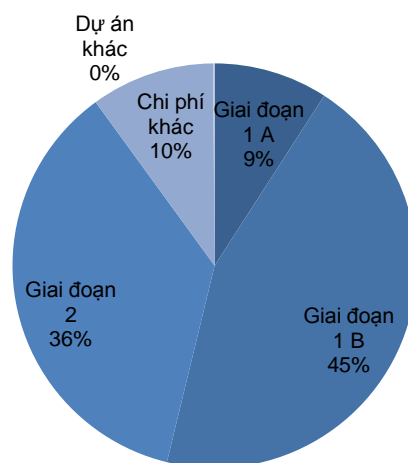
Nguồn: StoxPlus

Bảng 5: Chi tiết chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại 30/9/2011

Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	
	30/09/2011
Dự án Cát Bà - Amatina	506.5
Giai đoạn 1 A	46.2
Giai đoạn 1 B	226.5
Giai đoạn 2	183.5
Chi phí khác	50.2
Dự án khác	0.6
Tổng cộng	507.0

Nguồn: StoxPlus

Biểu đồ 6: Cơ cấu chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại 30/9/2011



Nguồn: VCR

Phần 4.2: Tình hình tài chính

Doanh thu tiềm năng của VCR thể hiện ở tài khoản Hàng tồn kho, Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (phản ánh tiến độ làm hạ tầng) và các khoản phải trả dài hạn khác (thể hiện tiến độ góp vốn của khách hàng).

Chi phí phải trả

- VITC duy trì số dư chi phí phải trả cao 162 tỷ đồng tại 30/9/2011, 179 tỷ đồng tại 31/12/2010.
- Đây là chi phí phải trả cho các nhà thầu thi công và cung cấp dịch vụ cho dự án Cát Bà – Amatina như Vinaconex 3, Vinaconex 34 (10 tỷ đồng).
- Do đặc thù của ngành xây dựng về thanh toán công trình và uy tín của VITC với các đối tác, VITC đang tận dụng được phần tín dụng thương mại từ các đối tác đặc biệt trong bối cảnh tiếp cận nguồn vốn ngân hàng và thị trường bất động sản khó khăn như hiện nay.

Vay và nợ dài hạn

- Công ty được cấp hạn mức tín dụng 5 năm 400 tỷ đồng từ Agribank. Hiện tại đã giải ngân được hơn 43 tỷ đồng với mục đích xây dựng cơ sở hạ tầng cho dự án Cát Bà – Amatina.
- Công ty sử dụng phần lớn vốn chủ sở hữu trong hoạt động kinh doanh. Cơ cấu nợ vay thấp, chiếm hơn 10%, trong khi các công ty bất động sản hầu hết có cơ cấu nợ vay cao, điều này đảm bảo cho công ty hoạt động tốt và hiệu quả lâu dài, đặc biệt trong thời kỳ hạn chế cho vay và lãi suất tín dụng tăng cao.

Bảng 6: Chỉ số tài chính cơ bản

Chỉ số tài chính	2009	2010	30.9.2011
Thanh khoản			
Thanh toán nhanh	2.07	0.22	0.03
Thanh toán hiện thời	2.88	0.69	0.35
Hiệu quả vốn lưu động			
Vòng quay phải thu	-	6	35
Vòng quay HTK	301	259	67
Vòng quay phải trả	517	190	370
Cơ cấu vốn			
Vốn vay/Vốn CSH	-	0.01	0.12
Vốn vay/Tổng tài sản	-	0.00	0.06
Hiệu quả sử dụng vốn			
ROE	6%	16%	4%
ROA	5%	8%	2%
ROCE	11%	19%	4%
Tăng trưởng			
Tổng tài sản	94%	105%	4%

Nguồn: StoxPlus

Phần 5: Dự báo Kết quả kinh doanh 2011-2013



Phần 5.1: Dự báo kết quả kinh doanh năm Quý IV và cả năm 2011

Lợi nhuận 2011 của công ty có khả năng suy giảm mạnh so với 2010 và khả năng chỉ đạt khoảng 25% - 30% kế hoạch năm 2011 do ảnh hưởng của thị trường bất động sản nói chung

▪ Kết quả dự báo:

- o Doanh thu: Trong quý IV, dự kiến doanh thu của VITC chủ yếu đến từ việc ghi nhận phần doanh thu còn lại của Khu Biệt thự B2, B3 theo tiến độ đóng tiền của khách hàng (khoảng 22 tỷ đồng) và một phần doanh thu đến từ việc kinh doanh Khu C2 (3 tỷ đồng).

So với kế hoạch ĐHCĐ 2011 đề ra, VITC chỉ đạt khoảng 26% LNTT. Hiện tại, VITC đang xin ý kiến cổ đông về việc điều chỉnh kế hoạch kinh doanh này.

▪ Cơ sở dự báo

- o Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của VITC như trên dựa trên các cơ sở về giá định về doanh thu và chi phí dưới đây.
- o Đánh giá tình hình diễn biến thị trường Bất động sản Việt Nam đặc biệt là phân khúc Bất động sản nghỉ dưỡng còn khó khăn trong thời gian tới, dần khởi sắc cuối năm 2011 và năm 2012 nhưng chưa có đột phá.
- o VITC tiếp tục khai thác và bán các khu biệt thự C1 và C2, thu tiền từ các dự án đã bán năm 2008 - 2010.
- o VITC chưa bán các tiểu dự án cho các đối tác, vẫn duy trì mô hình kinh doanh hiện nay.
- o Công ty tạm thời chỉ tiếp tục khai thác dự án Cát Bà – Amatina.

Bảng 7: Dự báo kết quả lợi nhuận năm 2011

	QIV/2011 F	2011F
	Tỷ VND	Tỷ VND
Doanh số thuần	25.4	89.6
Giá vốn hàng bán	(8.5)	(29.9)
Lãi gộp	16.9	59.7
Chi phí tài chính ròng	(4.1)	(9.3)
Chi phí bán hàng	(8.6)	(13.4)
Chi phí quản lý DN	(2.1)	(16.1)
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	2.0	20.8
Thu nhập khác, ròng	0.1	-
Lãi/(lỗ) từ cty liên doanh		-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2.1	20.8
Chi phí thuế TNDN	(0.6)	(5.2)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1.5	15.6

Nguồn: StoxPlus

Bảng 8: Một số chỉ tiêu kế hoạch năm 2011

Chỉ tiêu	2011 E	2011 P	% HT
Tổng doanh thu thuần (tỷ đồng)	89.6	313.0	29%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	20.8	101.6	21%
LNST (tỷ đồng)	15.6	na	na
Tỷ lệ LNST/ DT thuần (%)	17%	na	na
ROE (%)	4%	na	na
Tỷ lệ cổ tức (%)	4%	16%	27%

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 5.2: Dự báo kết quả kinh doanh 2012 - 2013

Kết quả hoạt động kinh doanh của VCR năm 2012 – 2013 phụ thuộc vào (i) tiến độ bán hàng của dự án Cát Bà Amatina, và (ii) Khả năng phát triển các dự án bất động sản tiềm năng khác.

Các giả định về doanh thu:

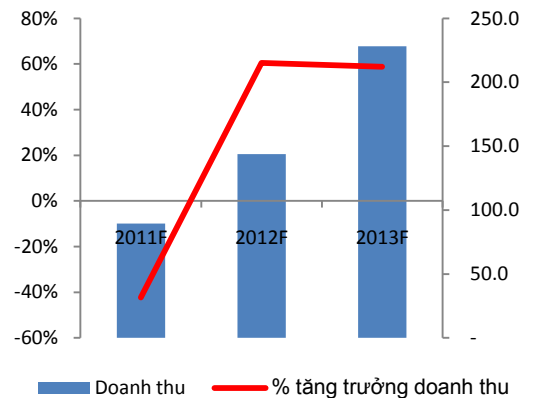
- **Trong QIV/2011**, 2 lô còn lại của Khu B2, B3 sẽ được bán và thu 30% giá trị hợp đồng mua bán. Toàn bộ cơ sở hạ tầng của Khu B2, B3 đã hoàn thiện, chúng tôi giả định rằng toàn bộ 30% giá trị các căn biệt thự này sẽ được ghi nhận vào doanh thu trong năm 2011 (Ước tính khoảng 2 tỷ đồng). Khoảng 20 tỷ đồng kết chuyển từ giá trị các căn biệt thự đã bán theo tiến độ thu tiền từ khách hàng và kết chuyển doanh thu từ hàng tồn kho và giá trị xây dựng dở dang. Như vậy, doanh thu năm 2011 dự kiến thu về từ khu B2, B3 khoảng 65 tỷ đồng.
- Khu Biệt thự C2 dự kiến bán 04 căn (tương đương 6% số biệt thự khu C2) trong QIV/2011, ghi nhận 3 tỷ đồng doanh thu (tương đương 20% giá trị các căn biệt thự).
- **Năm 2012**, VITC tiếp tục khai thác khu Biệt thự C2 và một phần khu C1; phần còn lại khu C1 sẽ khai thác tiếp vào **năm 2013**.
- Giả định rằng, VITC ghi nhận doanh thu các khu biệt thự bán hàng năm theo tỷ lệ 40 : 30 : 30 trong 3 năm. Giá bán các khu biệt thự không thay đổi. Chúng tôi giả định giá bán và tốc độ ghi nhận doanh thu như trên do diễn biến thị trường Bất động sản còn khó khăn trong 2 năm tới và trên tốc độ thu tiền hiện tại của VITC.
- **Năm 2012**, doanh thu ghi nhận bao gồm: (1) phần còn lại của khu B2,B3; (2) khu C2; và (3) 40% giá trị hợp đồng bán 40 căn khu C1.
- VITC có thể sẽ triển khai các dự án khác. Tuy nhiên chúng tôi giả định rằng các dự án mới này chưa tạo ra doanh thu hoặc tỷ trọng rất nhỏ cho VITC.
- Chúng tôi không đưa giả định VITC bán được các tiểu dự án cho các đối tác lớn trong cơ cấu doanh thu do hiện nay chưa có hợp đồng nào được ký kết, và quá trình thẩm định thường được tiến hành trong một thời gian dài. Do đó, doanh thu vẫn đến từ việc bán biệt thự trong Cát Bà Amatina.

Bảng 9: Dự báo kết quả doanh thu 2011 - 2013

Cơ cấu doanh thu dự kiến				
	QIV/2011	2011F	2012F	2013F
Khu B2, B3				
Số lô bán	2.0	2.0	5.0	
Giá dự kiến/m ² (triệu đồng)	6.0	6.0		
Doanh thu ghi nhận (tỷ đồng)	22.1	64.9	47.4	-
Khu C2				
Số lô bán	4.0	4.0	59.0	
Giá dự kiến/m ² (triệu đồng)	6.5	6.5	6.5	
Doanh thu ghi nhận (tỷ đồng)	3.3	3.3	52.7	67.7
Khu C1				
Số lô bán	-	-	40.0	117.0
Giá dự kiến/m ² (triệu đồng)	-	-	6.5	6.5
Doanh thu ghi nhận (tỷ đồng)	-	-	43.7	160.4
Tổng doanh thu	25.4	89.6	143.7	228.1

Nguồn: StoxPlus

Biểu đồ 7: Tốc độ tăng trưởng doanh thu dự kiến 2011 - 2013



Nguồn: StoxPlus

Phần 5.2: Dự báo kết quả kinh doanh 2012 - 2013

Kết quả hoạt động kinh doanh của VCR năm 2012 – 2013 phụ thuộc vào (i) tiến độ bán hàng của dự án Cát Bà Amatina, và (ii) Khả năng phát triển các dự án bất động sản tiềm năng khác.

Các giả định về lợi nhuận gộp:

- Lợi nhuận gộp được dự báo dựa trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận gộp trong quá khứ và kỳ vọng tối thiểu của Ban lãnh đạo công ty.
- Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận của công ty trong 9 tháng đầu năm sẽ được duy trì cho cả năm 2011 và 2012 do việc gia tăng chi phí trong năm 2011 đã được thể hiện tương đối trong tổng chi phí. Trong năm 2012-2013, mặc dù chi phí có thể tiếp tục tăng nhưng do hạ tầng hoàn thiện và thị trường có khả năng khởi sắc, VCR có khả năng điều chỉnh giá bán để duy trì tỷ suất lợi nhuận.

Các giả định về chi phí hoạt động

- Dựa trên các phân tích chi tiết chi phí và thảo luận với Ban lãnh đạo công ty.
- Chi phí tài chính ròng: Chi phí tài chính dự kiến khoảng 10% doanh thu trong năm 2011, bằng tỷ trọng 9 tháng 2011.
- Chi phí bán hàng: Dự kiến chi phí bán hàng ở mức 15% của doanh thu và được duy trì trong năm 2012 – 2013.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp: Chủ yếu là chi phí trả lương cán bộ công nhân viên. Dự kiến chi phí quản lý 18% doanh thu, do VITC hướng tới đầu tư vào đội ngũ cán bộ nhân viên chuyên nghiệp cho các hoạt động tiếp theo của công ty.

Chi phí thuế TNDN:

- Thuế thu nhập doanh nghiệp được ước tính giữ nguyên mức thuế suất 25%.

Bảng 10: Dự báo tăng trưởng chi phí

Chi phí biên	2011F	2012F	2013F
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-18%	-15%	-15%
Chi phí bán hàng	-15%	-15%	-15%
Chi phí tài chính	-10%	-10%	-10%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	67%	67%	67%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	23%	26%	26%

Nguồn: StoxPlus

Bảng 11: Dự báo kết quả kinh doanh 2011 - 2013

	2011F	2012F	2013F
	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND
Doanh số thuần	89.6	143.7	228.1
Giá vốn hàng bán	(29.9)	(47.9)	(76.0)
Lãi gộp	59.7	95.8	152.1
Tỷ suất lợi nhuận gộp	67%	67%	67%
Chi phí tài chính ròng	(9.3)	(15.0)	(23.8)
Chi phí bán hàng	(13.4)	(21.5)	(34.1)
Chi phí quản lý DN	(16.1)	(21.6)	(34.2)
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	20.8	37.8	59.9
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	23%	26%	26%
Thu nhập khác, ròng			
Lãi/(lỗ) từ cty liên doanh	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	20.8	37.8	59.9
Chi phí thuế TNDN	(5.2)	(9.4)	(15.0)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	15.6	28.3	45.0

Nguồn: StoxPlus

Phần 6: Cổ phiếu VCR trên HNX



Phần 6.1: Cơ cấu sở hữu

Khoảng 6 triệu cổ phiếu giao dịch tự do chiếm 20% số cổ phiếu lưu hành. Ba cổ đông sáng lập đồng thời là cổ đông lớn nắm giữ 77% cổ phần.

Cổ đông lớn tổ chức:

Tính đến thời điểm 25/4/2011, 03 cổ đông lớn đồng thời là các thành viên sáng lập ra Vinaconex – ITC nắm giữ 78% số cổ phiếu lưu hành (27.98 triệu cổ phiếu). Trong đó:

- **Tổng công ty Vinaconex:** là cổ đông tổ chức lớn nhất tại Vinaconex – ITC, nắm giữ 19.3 triệu cổ phiếu (tương đương 53.6% số cổ phần)
- **Eximbank:** sở hữu 3.8 triệu cổ phiếu tương đương 10.7% số cổ phiếu lưu hành
- **AGRISECO (chứng khoán NHNN):** Nắm giữ 4.9 triệu cổ phiếu tương đương 13.5% cổ phần.

Các cổ đông sáng lập bị hạn chế giao dịch chuyển nhượng trong vòng 03 năm kể từ ngày công ty được cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh và 1 năm từ ngày công ty niêm yết. Như vậy, kể từ ngày 10/05/2011, Tổng công ty Vinaconex, Eximbank và Agriseco được tự do chuyển nhượng cổ phần (kèm theo điều kiện công bố thông tin).

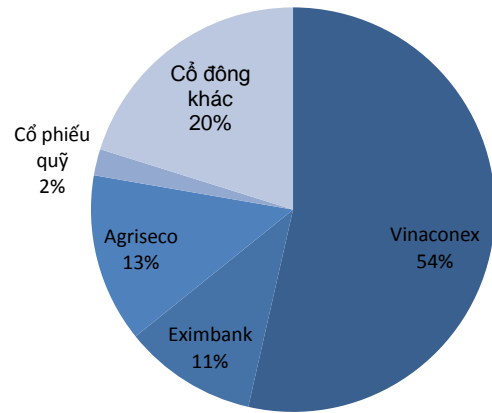
Free-float:

- Tính đến 25/4/2011, số cổ phiếu chuyển nhượng tự do của VITC vào khoảng 7.3 triệu đơn vị (20.2% số cổ phiếu lưu hành). Xem cách tính Free Float trong Bảng 12 bên cạnh.
- Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện nay, tất cả các cổ đông của công ty có thể tự do chuyển nhượng tạo nên nguồn cung tiềm năng khá lớn. Giá mua trung bình của VCG là 10,000 VND/CP trong khi của Eximbank và AGRISECO cao hơn do 2 cổ đông này đã mua vào một lượng tương đối lớn cổ phiếu sau khi niêm yết với giá > 10,000 VND/CP.

Cổ đông nước ngoài:

- Hiện tại, VITC có 01 cổ đông nước ngoài. Công ty đang tiến hành đàm phán với một số tổ chức có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm quản lý và khai thác các dự án Bất động sản làm đối tác chiến lược tại công ty.

Biểu đồ 8: Cơ cấu cổ đông của VCR tại thời điểm 25/4/2011



Nguồn: VCR, StoxPlus

Bảng 12 : Số CP lưu hành tự do tại thời điểm 25/4/2011

Ước tính số cổ phiếu lưu hành tự do tại 25/4/2011		
	Triệu CP	%
Tổng số CP lưu hành	36.0	100%
Trừ:		
Vinaconex	19.3	53.6%
Eximbank	3.8	10.7%
Agriseco	4.9	13.5%
Cổ phiếu quỹ	0.8	2.1%
Tổng cộng	28.7	80.2%
Cổ phiếu tự do giao dịch	7.3	20.2%

Nguồn: VCR, StoxPlus

Phần 6.2: Giao dịch và thanh khoản

Cổ phiếu VCR giảm 75% trong 1 năm qua so với mức giảm 55% của HNX index và 19% của VN-Index

Diễn biến giá cổ phiếu VCR:

- Cổ phiếu VCR giao dịch sôi động nhất trong giai đoạn tháng 8 và nửa đầu tháng 12 năm 2010, tương ứng với thời gian sau khi chào sàn và kết thúc cùng với sự suy giảm của TTCK.
- Giá cổ phiếu sau đó giảm mạnh liên tục và xuống dưới ngưỡng 10,000 VND/Cp ngày 19/4/2011 do sự suy giảm của TTCK, đặc biệt là nhóm CP Bất động sản.
- Chúng tôi nhận định, giá CP và thanh khoản của VCR được hỗ trợ mạnh bởi các hoạt động mua vào/bán ra của AGRISECO và EXIMBANK. Thời gian sau khi chào sàn, VCR là một trong các cổ phiếu có tính đầu cơ cao.

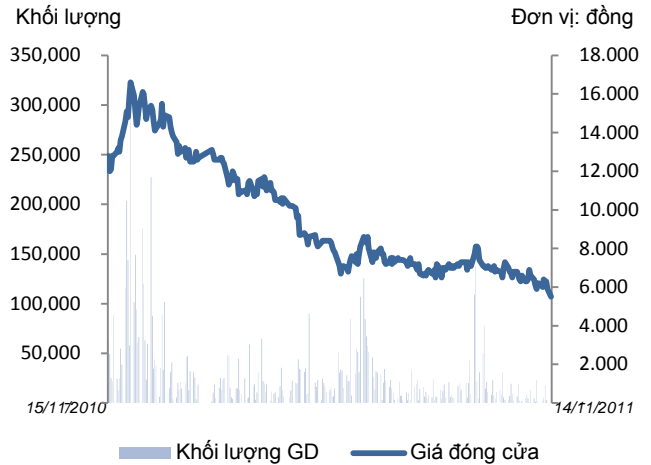
Cổ phiếu quỹ:

- Trong năm 2010, công ty đã thực hiện mua 760,000 cổ phiếu quỹ trong tổng số 1 triệu cổ phiếu quỹ đăng ký mua với giá trung bình 25.800 đồng/CP
- Số lượng cổ phiếu này chỉ chiếm khoảng 2% vốn điều lệ nên không ảnh hưởng lớn đến thanh khoản và khả năng cải thiện EPS của doanh nghiệp.

Cổ tức và chi trả cổ tức

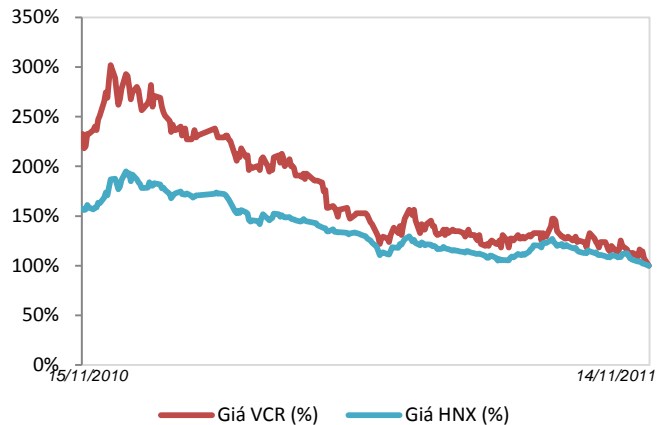
- **Năm 2010:** Mức chi trả cổ tức 15% trên mệnh giá cổ phiếu.
- **Năm 2011:** VCR đặt kế hoạch trả cổ tức 16% tương đương với 57.6 tỷ đồng. Chúng tôi nhận định khả năng chi trả mức cổ tức này rất thấp do tình hình kinh doanh năm 2011 gặp nhiều khó khăn. Mức cổ tức 5% - 7% là mức cổ tức thực tế hợp lý hơn.

Biểu đồ 9 : Diễn biến giá cổ phiếu VCR 1 năm qua



Nguồn: StoxPlus

Biểu đồ 10 : Biến động giá cổ phiếu VCR so với HNX



Bảng 13 : Thanh khoản cổ phiếu VCR

Tóm tắt giao dịch cổ phiếu VCR	CP
KLGD trung bình 3 tháng	18,115
KLGD trung bình 10 ngày	10,070
GTGD trung bình 3 tháng (triệu đồng)	130
Biến động giá:	
+/- 1 tuần qua	-7.58%
+/- 1 tháng qua	-12.86%
+/- 3 tháng qua	-17.57%
+/- 6 tháng qua	-27.38%
+/- từ đầu năm	-59.33%

Nguồn: StoxPlus

Phần 6.3: So sánh cổ phiếu VCR với các công ty trong ngành BĐS

VCR là một cổ phiếu đặc thù trong nhóm các cổ phiếu bất động sản do chỉ sở hữu một dự án duy nhất tính đến thời điểm hiện tại và nằm trong phân khúc bất động sản du lịch – phân khúc không có nhiều công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Một số Công ty có cùng đặc điểm với VITC

- NVT: Công ty cổ phần BĐS Ninh Vân Bay với hoạt động kinh doanh chính là bất động sản du lịch nghỉ dưỡng, hiện đang là doanh nghiệp sở hữu các khu nghỉ dưỡng lớn nhất toàn quốc như Six Senses Ninh Hòa, Khánh Hòa, Six Senses Private Residences và Ana Mandara Ninh Bình ở phía Bắc.
- DXG: Đầu tư phát triển các dự án bất động sản chủ yếu là các trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và khu đô thị. Lĩnh vực BĐS nghỉ dưỡng được Địa ốc Đất xanh tham gia trong một vài năm gần đây với 2 dự án tiêu biểu Sunny Villa – Khu biệt thự nghỉ dưỡng biển tại Phan Thiết với diện tích 31.7 ha và tổng đầu tư 34 triệu USD đang triển khai, và dự án Western Land tại Bình Dương với vốn đầu tư hơn 600 tỷ đồng.
- HDC: Tập trung vào phân khúc tại Thành phố Hồ Chí Minh, Công ty CP phát triển nhà Bà Rịa Vũng Tàu là chủ đầu tư của nhiều dự án khu đô thị và nhà ở cao cấp. Với mảng BĐS du lịch, HDC được biết đến với dự án đô thị sinh thái Vũng Tàu – Wonderland tại Vũng Tàu với diện tích hơn 230 ha.

Nhận xét về cổ phiếu VCR so với NVT, DXG và HDC

- Về quy mô vốn, VITC thuộc nhóm các công ty BĐS trung bình so với NVT, DXG và HDC.
- Tỷ suất lợi nhuận 6 tháng/2011, VCR chỉ đứng sau DXG, cao hơn NVT và HDC. Tuy nhiên giá và tính thanh khoản của VCR tương đối thấp.
- Tại ngày 14/11/2011, giá cổ phiếu VCR là 5,500 đồng, cùng với cổ phiếu NVT có giá thấp hơn mệnh giá (10,000 đồng). Ngoại trừ HDC có giá trị sổ sách trên 22 nghìn đồng/CP, NVT, DXG và VCR giao động trong khoảng 10,800 – 11,900 đồng. Trong số các cổ phiếu này, VCR có tính thanh khoản thấp, chỉ cao hơn HDC với KLGD TB 3 tháng chỉ đạt 18,115 CP.

Bảng 14 : So sánh một số chỉ số của VCR và các cổ phiếu cùng ngành – 6T/2011

Chỉ tiêu	NVT	DXG	HDC	VCR
Doanh thu (tỷ đồng)	33.5	37.8	94.3	50.3
Lãi gộp (tỷ đồng)	8.3	20.6	32.6	35.4
Tỷ lệ lãi gộp	25%	55%	35%	70%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	(29.4)	11.4	19.2	13.2
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	na	30%	20%	26%
Market Cap (tỷ đồng)	182.0	194.0	374.0	193.8
EPS (đồng)	na	2,925	3,896	667
Price (ngày 14/11/2011) (đồng)	3,000	12,100	16,000	5,500
BV (đồng/CP)	11,840	18,679	22,867	10,895
PE (lần)	na	4.4	4.3	8.1
Nợ/ VCSH	-	1.9	1.1	0.1
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	16,000	15,400	18,100	16,600
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	3,000	12,100	16,000	5,500
KLGD TB 3 tháng (cp)	320,983	71,794	15,251	18,115
GTGD TB 3 tháng (triệu đồng)	1,170	760	280	130

Nguồn: StoxPlus

Nằm trong nhóm cổ phiếu ngành Bất động sản

với diễn biến không thuận lợi của nền kinh tế, thị trường BĐS và thị trường chứng khoán; các cổ phiếu đều có xu hướng chung là tính thanh khoản thấp, giá trị giao dịch không cao, các doanh nghiệp giảm hoặc dừng bán hàng cơ cấu lại quản lý và nâng cao chất lượng danh mục sản phẩm; VCR cũng không ngoại lệ.

Phần 7: Tổng quan về Vinaconex - ITC



Phần 7.1: Quá trình phát triển

Thành lập tháng 3/ 2008 trên cơ sở Ban quản lý dự án Cát Giá Cát Bà của Vinaconex. Mục tiêu của VITC là trở thành một công ty bất động sản chuyên nghiệp với thương hiệu mạnh Vinaconex – ITC.

Quá trình hình thành và phát triển:

- **Tháng 3 năm 2008:** Công ty Vinaconex – ITC được thành lập trên cơ sở Ban quản lý dự án Cát Giá – Cát Bà của Tổng Công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX).
- **Tháng 8/2009:** trở thành một trong những thành viên đầu tiên của Hội bất động sản du lịch Việt Nam.
- **Tháng 1/2010:** khách sạn Holiday View (khách sạn đạt tiêu chuẩn 4* tại thị trấn Cát Bà – Hải Phòng) chính thức sát nhập vào Công ty.
- **Tháng 5/2010:** 30 triệu cổ phiếu của công ty được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã cổ phiếu VCR.
- **Tháng 4/2011:** 6 triệu cổ phiếu được niêm yết bổ sung trên HNX.

Tầm nhìn chiến lược:

- Xây dựng Công ty Vinaconex-ITC trở thành một doanh nghiệp hàng đầu, có thương hiệu mạnh tại Việt Nam, có sự hợp tác trong nước và Quốc tế sâu rộng trong hai lĩnh vực chính là bất động sản và du lịch.
- Xây dựng CÁT BÀ AMATINA trở thành trung tâm du lịch sinh thái đẳng cấp Quốc tế, là điểm đến an toàn, độc đáo cho các du khách trong và ngoài nước.
- Phát triển chuỗi các khu đô thị du lịch có đẳng cấp Quốc tế tại Việt Nam mang thương hiệu VINACONEX - ITC.
- Tạo dựng sự khác biệt và phát triển bản sắc văn hoá VINACONEX – ITC.

Mô hình quản lý dự án:

- Hiện nay, VITC đã giao cho 1 đơn vị trực thuộc quản lý dự án Cát Bà Amatina với mục tiêu chuyên môn hóa và chuyên nghiệp hóa hoạt động của công ty.
- Chi nhánh Công ty CP Đầu Tư và Phát Triển Du Lịch Vinaconex tại Hải Phòng là đơn vị tiếp quản và phát triển các hạng mục dịch vụ đô thị và du lịch thuộc dự án Cát Bà Amatina, như khai thác bãi tắm Tùng Thu, nhà hàng Moonia và các khu vui chơi giải trí, khu thể dục thể thao.v.v.
- Trong tương lai, Chi nhánh Hải Phòng sẽ được chuyển đổi thành Công ty con quản lý các dự án Bất động sản tại Hải Phòng và các khu vực khác của công ty; bên cạnh đó sẽ khai thác các dịch vụ vui chơi giải trí tại các dự án mà VITC đầu tư phát triển.

Phần 7.2: Ban lãnh đạo**Ban lãnh đạo VCR*****Ông Trịnh Hoàng Duy - Chủ tịch HĐQT***

Ông Duy được bổ nhiệm làm Chủ tịch HĐQT từ tháng 3/2008. Ông nhận bằng kỹ sư xây dựng tại Đại học Sofia Bulgaria năm 1975. Ông Duy có nhiều năm kinh nghiệm trong quản lý doanh nghiệp, dự án đầu tư và hơn 15 năm quản lý bất động sản. Tính đến thời điểm 3/2010, ông nắm giữ 7,020,000 cổ phần, trong đó 7 triệu cổ phần là đại diện sở hữu của VCG.

Ông Trần Ngọc Quang – Tổng Giám Đốc kiêm Thành viên HĐQT

Ông Quang giữ chức vụ Tổng Giám đốc kiêm thành viên HĐQT từ tháng 3/2008. Ông có bằng Thạc sỹ Quản trị Kinh doanh và Kỹ sư Xây dựng. Ông Quang có hơn 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý kỹ thuật thi công xây lắp và 12 năm quản lý các dự án đầu tư bất động sản. Ông hiện nắm giữ 5,010,000 cổ phần, trong đó 5 triệu cổ phần là đại diện sở hữu của VCG tính đến tháng 3/2010.

Ông Nguyễn Đức Lưu – Thành viên HĐQT

Ông Lưu là thành viên HĐQT từ tháng 3/2008. Ông tốt nghiệp Đại học Kralov Mining&Metallurgy Balan năm 1977 nhận bằng Kỹ sư Cơ khí Xây dựng mỏ. Ông Lưu có hơn 35 năm kinh nghiệm quản lý doanh nghiệp và quản lý đầu tư. Tính đến tháng 3/2010, ông là đại diện sở hữu 2 triệu cổ phần của VCG.

Ông Vũ Văn Mạnh – Thành viên HĐQT

Được bổ nhiệm là thành viên HĐQT từ tháng 3/2008. Ông Mạnh có bằng Kỹ sư Kinh tế. Ông có nhiều năm kinh nghiệm về quản lý tài chính, từng giữ chức vụ Kế toán trưởng Doanh nghiệp hơn 6 năm và 02 năm là Phó Giám đốc Ban tài chính – Kế toán VCG. Hiện tại, Ông là đại diện sở hữu 1.9 triệu cổ phần của VCG.

Ông Hoàng Tuấn Khải – Thành viên HĐQT

Ông Khải là thành viên HĐQT từ tháng 5/2008. Ông có bằng Quản trị kinh doanh và Kỹ sư Xây dựng. Ông Khải có nhiều năm kinh nghiệm quản lý dự án đầu tư và tài chính qua các vị trí tại Công ty xuất nhập khẩu Tổng hợp I. Ông là đại diện sở hữu 3 triệu cổ phiếu của Eximbank tính tới thời điểm 3/3010.

Ông Phạm Văn Thành – Thành viên HĐQT

Ông Thành là thành viên HĐQT từ tháng 3/2008. Ông có gần 20 năm kinh nghiệm quản lý đầu tư và tài chính doanh nghiệp. Hiện tại, Ông Thành đang giữ chức vụ Phó Tổng giám đốc Agriseco. Thời điểm 3/2010, Ông là đại diện sở hữu 3.2 triệu cổ phiếu của Agriseco.

Ông Nguyễn Trung Thành – Phó Tổng Giám Đốc

Ông Thành được bổ nhiệm là Phó Tổng giám đốc từ năm 2010. Ông có bằng Kỹ sư Xây dựng và nhiều năm kinh nghiệm trong quản lý kỹ thuật thi công và quản lý dự án đầu tư bất động sản.

Ông Nguyễn Hoàng Anh – Phó Tổng Giám Đốc

Ông được bổ nhiệm giữ chức vụ Phó Tổng giám đốc từ tháng 3/2008. Ông tốt nghiệp Đại học với bằng Kỹ sư Xây dựng. Ông Hoàng Anh có hơn 15 năm kinh nghiệm trong thiết kế thi công, giám sát các gói thầu và quản lý doanh nghiệp dự án đầu tư.

Phụ lục 1: Tóm tắt Báo cáo Tài chính VCR 2008 -9T/2011

	2008	2009	2010	9T2011		31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.09.11
Đơn vị	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND	Đơn vị	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND
Doanh thu thuần	-	48.0	155.2	64.2	Tiền và Tương đương tiền	8.3	105.6	63.6	9.0
Giá vốn hàng bán	-	(14.9)	(51.0)	(21.4)	Đầu tư Tài chính ngắn hạn	-	15.4	27.6	10.4
LỢI NHUẬN GỘP	-	33.1	104.2	42.8	Phải thu khách hàng	-	-	2.4	6.1
Thu nhập tài chính	2.1	2.0	12.3	1.5	Trả trước nhà cung cấp	7.7	8.1	38.5	41.1
Chi phí tài chính	-	(2.2)	(7.4)	(6.7)	Phải thu khác	0.1	3.9	20.5	18.3
<i>Chi phí lãi vay</i>	-	-	(3.0)	-	Hàng tồn kho	-	12.3	36.2	7.9
Chi phí bán hàng	-	(4.9)	(13.5)	(4.8)	TS lưu động khác	5.9	2.0	9.2	20.5
Chi phí quản lý	(1.9)	(4.8)	(14.0)	(14.0)	Tổng tài sản Ngắn hạn	22.0	147.2	198.0	113.3
LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG	0.2	23.2	81.6	18.7	Tài sản cố định, ròng	98.1	142.3	453.6	570.5
Thu nhập/(chi phí) khác	-	0.2	(0.3)	(0.1)	XDCBDD	92.5	135.0	387.7	507.0
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	0.2	23.4	81.3	18.6	Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	2.4	2.4
Thuế TNDN-hiện thời	0.1	4.2	20.6	(4.6)	Tài sản dài hạn khác	60.1	59.9	63.7	63.1
Thuế TNDN-hoãn lại	-	-	(0.1)	0.0	Tổng Tài sản dài hạn	158.2	202.2	519.7	635.9
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	0.3	27.6	101.8	14.0	TỔNG TÀI SẢN	180.2	349.4	717.7	749.2
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	0.0	Vay ngắn hạn	-	-	2.5	2.0
LỢI NHUẬN CỔ ĐÔNG	0.3	27.6	101.8	14.0	Phải trả nhà cung cấp	10.4	21.1	26.5	43.4
					Người mua ứng trước	-	0.1	0.4	0.4
					Nợ ngắn hạn khác	1.8	29.8	257.6	275.2
					Công nợ ngắn hạn	12.2	51.1	287.0	321.0
					Vay dài hạn	-	-	-	43.9
					Nợ dài hạn khác	-	-	60.6	0.4
					Công nợ dài hạn	-	-	60.6	44.3
					Vốn góp	167.9	268.4	300.0	360.0
					Thặng dư vốn cổ phần	-	10.5	10.8	11.0
					Cổ phiếu quỹ	-	-	(19.6)	(19.6)
					Các quỹ	-	0.1	4.9	16.0
					Lãi chưa phân phối	0.1	19.2	74.0	16.5
					Vốn chủ Sở hữu	168.0	298.3	370.1	383.9
					Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
					TỔNG NGUỒN VỐN	180.2	349.4	717.7	749.2

Chỉ tiêu	2011 E	2011 P	% HT
Tổng doanh thu thuần (tỷ đồng)	89.6	313.0	29%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	20.8	101.6	21%
LNST (tỷ đồng)	15.6	na	na
Tỷ lệ LNST/ DT thuần (%)	17%	na	na
ROE (%)	4%	na	na
Tỷ lệ cổ tức (%)	4%	16%	27%

Dịch vụ Phân tích Độc lập

Hãy liên hệ với chúng tôi để biết sản phẩm của chúng tôi sẽ giúp ích gì cho cổ phiếu của quý công ty:

Diệp Bùi

Analyst
Equity Research

StoxPlus Corporation
Tầng 4, Indovina Building
36 Hoàng Cầu, Đống Đa
Hà Nội, Việt Nam

Tel: + 84 (4) 3562 6962
Fax: +84 (4) 3562 5055
research@stoxplus.com

London Office
7 Dawlish Avenue
London N13 4HP
United Kingdom
+44 (0) 791201 3738

Chúng tôi rất tự hào gửi đến quý vị báo cáo phân tích về **Vinaconex - ITC** (mã VCR: HNX).

Báo cáo phân tích của chúng tôi nhằm cung cấp thông tin chuyên sâu một cách bình đẳng cho cộng đồng đầu tư các thông tin và phân tích chuyên sâu, có chất lượng cao và được thực hiện chuyên nghiệp về các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam.



Mặc dù các báo cáo phân tích cổ phiếu có thể được tài trợ bởi chính doanh nghiệp mà chúng tôi phân tích, chúng tôi cam kết luôn đảm bảo thực hiện phân tích và trình bày quan điểm, ý kiến một cách khách quan và dựa trên các số liệu mà chúng tôi có được.

StoxPlus không đưa ra các khuyến nghị mua bán cổ phiếu mà chúng tôi hướng đến việc cung cấp một cách nhìn độc lập, khách quan về cơ hội đầu tư, rủi ro và cũng như các điểm lưu ý cho quý nhà đầu tư. Và do vậy, báo cáo phân tích của chúng tôi phù hợp hơn với các nhà đầu tư giá trị hoặc có thiên hướng nghiên cứu kỹ doanh nghiệp trong các đầu tư chứng khoán.

StoxPlus không có các hoạt động tự doanh, môi giới và tư vấn đầu tư, tư vấn phát hành vốn, do vậy các chuyên viên phân tích của chúng tôi hoàn toàn độc lập trong việc đưa ra các quan điểm và ý kiến về cổ phiếu mà chúng tôi thực hiện phân tích.

Như thường lệ, chúng tôi mong nhận được mọi ý kiến phản hồi của quý vị về báo cáo phân tích này.

Thuân Nguyễn, FCCA
CEO, StoxPlus Corporation

Harry Hoan Tran CFA

Research Director, StoxPlus Corporation

Harry Hoàn Trần là một chuyên gia có bề dày trên 15 năm về tài chính ngân hàng. Anh đã từng giữ cương vị Giám đốc Quản lý Đầu tư tại Lehman Brothers và Tập đoàn Lloyds Banking Group và là Chủ nhiệm Cao cấp tại Bộ phận Tư vấn Ngân hàng và Thị trường Vốn của PwC London. Anh Harry Hoàn làm việc tại PwC Việt nam từ năm 1996 đến 2001, trong thời gian này anh chuyên tư vấn tài chính và quản trị cho nhiều ngân hàng trong nước.

Anh Harry Hoàn có bằng Phân tích Tài chính Chuyên nghiệp của Viện CFA Hoa Kỳ. Anh là hội viên của Hiệp hội các Nhà Đầu tư Chuyên nghiệp Anh Quốc và Hiệp hội ACCA UK.