

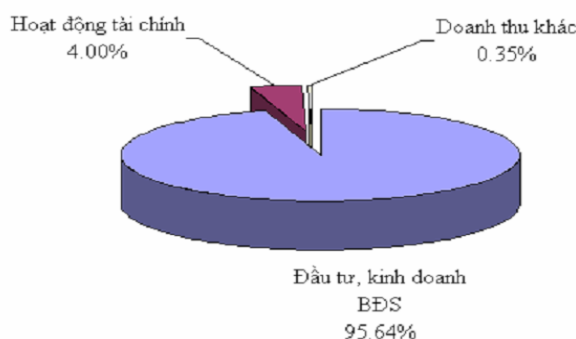
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tiền thân của công ty là Ban quản lý dự án Cái Giá – Cát Bà của Tổng công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) được thành lập vào năm 2005. Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch VINACONEX (Vinaconex – ITC) chính thức được chuyển thành công ty cổ phần vào tháng 3 năm 2008 với 3 cổ đông sáng lập, gồm:

- Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX)
- Công ty Cổ phần Chứng khoán NHNO & PTNT Việt Nam (Agriseco)
- Ngân hàng Thương mại Cổ phần XNK Việt Nam (Eximbank)

Lĩnh vực kinh doanh:

Cơ cấu doanh thu năm 2009



Lĩnh vực kinh doanh

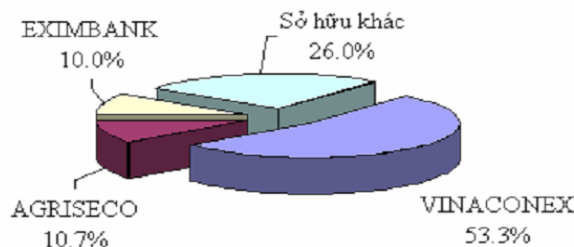
Đặc điểm

- Kinh doanh, môi giới bất động sản	Chiếm phần lớn tỷ trọng doanh thu của VCR Tập trung chủ yếu vào phân khúc bất động sản du lịch
- Kinh doanh du lịch, nhà hàng, khách sạn, dịch vụ giải trí	Doanh thu bắt đầu có vào năm 2010 khi công ty đưa bãi tắm Tùng Thu vào hoạt động
- Hoạt động tài chính	Chiếm tỷ trọng nhỏ
- Các lĩnh vực khác	Chiếm tỷ trọng nhỏ, chưa chứng minh được hiệu quả hoạt động <ul style="list-style-type: none">• Cho thuê văn phòng• Tư vấn đầu tư và quản lý dự án• Giám sát thi công xây dựng công trình• Kinh doanh nước sạch

Cơ cấu cổ đông: tại ngày 1/7/2010

- Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX) là cổ đông lớn nhất nắm 16 triệu cổ phiếu, chiếm 53,3% Vốn điều lệ. Đây là điểm thuận lợi cho VCR do công ty sẽ nhận được sự hỗ trợ từ Tổng công ty VINACONEX, như chuyển dự án tiềm năng xuống cho công ty triển khai.
- Công ty Cổ phần Chứng khoán NHNO & PTNT Việt Nam (Agriseco) là cổ đông sáng lập, nắm 3,2 triệu cổ phiếu, chiếm 10,7% Vốn điều lệ.
- Ngân hàng Thương mại Cổ phần XNK Việt Nam (Eximbank) là cổ đông sáng lập, nắm 3 triệu cổ phiếu, chiếm 10% Vốn điều lệ.
- Sở hữu cá nhân và các sở hữu khác: chiếm 26,6% Vốn điều lệ

Cơ cấu cổ đông



PHÂN TÍCH VỊ THẾ NGÀNH

Với 2 năm kinh nghiệm hoạt động, VCR thực sự non trẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản. Tuy nhiên, xét riêng trong phân khúc bất động sản du lịch, VCR vẫn có vị thế nhất định: VCR là một trong 3 doanh nghiệp bất động sản đầu tiên trên sàn tập trung toàn lực vào đầu tư các dự án bất động sản du lịch, bên cạnh hai công ty khác là:

- VPL – khẳng định thương hiệu với các dự án và dịch vụ du lịch tại Khánh Hòa – Nha Trang
- NVT – nổi lên nhờ hàng loạt dự án vừa và nhỏ triển khai tại nhiều tỉnh và thành phố

Không có quy mô lớn hàng đầu nhưng VCR cũng đang khẳng định tên tuổi bằng dự án Cát Bà Amatina – dự án có diện tích và tổng giá trị đầu tư ấn tượng nhất hiện nay. Vị thế của VCR cũng được bổ sung bởi sự hậu thuẫn của Tổng công ty Vinaconex với thương hiệu mạnh trong lĩnh vực xây dựng.

Một điểm đáng chú ý nữa tạo nên lợi thế của VCR nằm ở cơ cấu cổ đông: với ba cổ đông sáng lập là Vinaconex – 53,33% cổ phần, Agriseco – 10,67% và Eximbank – 10%. Với sự phối hợp đầu tư, hậu thuẫn của các định chế tài chính lớn với kinh nghiệm hoạt động và tiềm lực kinh tế mạnh, VCR có nhiều lợi thế vượt trội so với các doanh nghiệp khác cùng lĩnh vực hoạt động.

Sơ lược về dự án Khu đô thị du lịch Cát Bà Amatina

Từ những năm 2002 địa danh Cát Bà đã được nhiều du khách trong nước và quốc tế biết tới là một điểm du lịch hấp dẫn và lý tưởng để phát triển đa dạng, đồng thời các loại hình kinh doanh dịch vụ. Bên cạnh đó Cát Bà còn là đảo lớn nhất trong quần thể các đảo thuộc vịnh Hạ Long – di sản thiên nhiên thế giới.

- Tên dự án: CÁT BÀ AMATINA

- Địa điểm: Thị trấn Cát Bà và xã Trân Châu, huyện Cát Hải, Hải Phòng, Việt Nam.

- Chủ đầu tư: VINACONEX – ITC

- Chức năng của dự án: Là Khu đô thị với các chức năng: ở, công cộng, dịch vụ du lịch – thương mại tổng hợp, văn hóa, thể dục thể thao, cây xanh – công viên – hồ điều hòa, giao thông và các chức năng khác.

- Khái quát về quy hoạch: Đơn vị tư vấn thiết kế quy hoạch tổng thể là Group 70/Pacma, Inc (Hoa Kỳ) và VINACONEX R&D.

- Các chỉ tiêu về quy hoạch chủ yếu như sau:

+ Diện tích đầu tư xây dựng	:	172,27 ha
+ Diện tích xây dựng	:	29,68 ha
+ Tổng diện tích sàn xây dựng	:	1.559.349 m ²
+ Tổng số dân dự kiến	:	6.952 người
+ Mật độ xây dựng chung	:	17,23%
+ Tầng cao trung bình	:	5 tầng

Những lợi thế nổi bật của Dự án

- Dự án CÁT BÀ AMATINA nằm tại vịnh Cái Giá, đảo Cát Bà, thành phố Hải Phòng – một trong ba đỉnh của tam giác phát triển kinh tế miền Bắc Việt Nam. Hơn thế nữa, Hải Phòng

còn là vị trí đầu mối chuyển tiếp trên vành đai hợp tác kinh tế Việt Nam – Trung Quốc. Có thể nói đây là vị trí hết sức thuận lợi cho phát triển kinh tế và du lịch bởi sự liên kết với những khu vực có thị trường lớn, đầy tiềm năng như Hà Nội, Hải Phòng, Trung Quốc,... có thể dễ dàng di chuyển cả bằng đường bộ, đường thủy và đường không.

- Cát Bà là một hòn đảo được thiên nhiên ưu đãi với nét độc đáo hòa trộn vẻ đẹp của núi, biển, rừng bên cạnh đó là khu vực dự trữ sinh quyển đã, đang và sẽ được bảo tồn nguyên vẹn, cộng với nền văn hoá bản địa lâu đời. Vì thế, tại đây du lịch có thể phát triển đa dạng, đồng thời với nhiều loại hình và cách thức khác nhau như du lịch mạo hiểm, nghỉ dưỡng, khám phá,... Bên cạnh đó khí hậu và nhiệt độ ổn định để kinh doanh du lịch trong cả 4 mùa với những nét hấp dẫn riêng của từng mùa.
- Phù hợp với nhu cầu thị trường: Du lịch tại Cát Bà đang phát triển rất nhanh trong thời gian qua, trong khi hạ tầng cơ sở chưa đủ để đáp ứng nhu cầu của du khách khi tới Cát Bà. Trong năm 2009, Cát Bà đã đón vị khách thứ 1 triệu trong năm tới Cát Bà, đây là tin hiệu tích cực cho sự phát triển du lịch của Cát Bà.
- Dự án là kết quả hợp tác của những đơn vị hàng đầu trong thiết kế, thi công, quản lý vận hành với kinh nghiệm lâu năm, tư duy mới, sự am hiểu về địa phương và khu vực.

Doanh thu dự án

- Xác định trên cơ sở dòng tiền thu được từ việc chuyển quyền sử dụng đất.
- Dự kiến thời gian đầu tư hạ tầng dự án là 2,5 năm. Phân bổ doanh thu hàng năm dựa trên tiến độ đầu tư hạ tầng và khả năng thu hút đầu tư tăng dần qua các năm.
- Năm 2008: Đã giao 1.792 m² đất khu biệt thự Tùng Thu
- Năm 2009: Kinh doanh khu biệt thự Tùng Thu
- Năm 2010: Kinh doanh khu biệt thự B2, B3, thu hút đầu tư nước ngoài vào trung tâm hội nghị quốc tế, các khách sạn 4 đến 5 sao, 50% khu nhà cao tầng phục vụ TT hội nghị quốc tế.
- Năm 2011: 50% khu nhà cao tầng phục vụ TTHNQT, Trung tâm hội nghị quốc tế, khách sạn Tùng Thu, biệt thự khu du thuyền Trân Châu.
- Năm 2012 – 2016: Kinh doanh hạ tầng của diện tích đất còn lại chia đều cho mỗi năm.

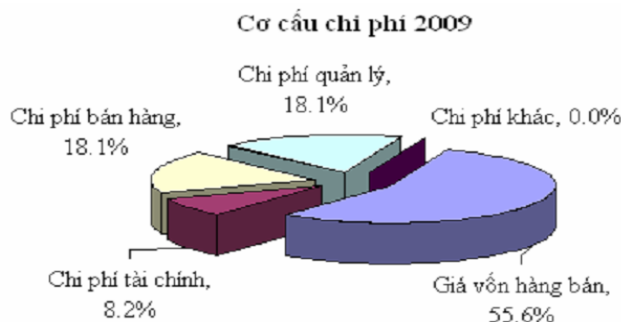
Doanh thu dự án	: 4.426,55 tỷ đồng
+ Doanh thu từ đất biệt thự	: 2.329,04 tỷ đồng
+ Doanh thu từ đất ở cao tầng	: 81,99 tỷ đồng
+ Doanh thu từ đất khách sạn dịch vụ	: 2.015,52 tỷ đồng

PHÂN TÍCH VÀ DỰ BÁO TÀI CHÍNH

- **Doanh thu.** Doanh thu của công ty chủ yếu từ hoạt động kinh doanh bất động sản, chiếm hơn 95% tổng doanh thu công ty. Tuy nhiên, doanh thu hoạt động kinh doanh bất động sản của công ty chủ yếu bắt đầu vào năm 2009, do thời gian trước đó công ty đang trong giai đoạn phát triển dự án nên không có doanh thu ghi nhận. Năm 2009 công ty bắt đầu kinh doanh khu biệt thự Tùng Thu với tổng giá trị trên 85 tỷ đồng, trong đó 46,72 tỷ đồng đã được ghi nhận trong năm 2009, phần còn lại sẽ được ghi nhận trong năm 2010. Theo dự tính tổng doanh thu từ dự án CÁT BÀ AMATINA là 4.426 tỷ đồng được ghi nhận trong 7 năm. Như vậy trung bình sẽ ghi nhận doanh thu 630 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2010 – 2016.
- **Chi phí.**
 - *Giá vốn hàng bán.* Trong cơ cấu chi phí của công ty, giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng nhiều nhất, 55,6% tổng chi phí trong năm 2009. Hơn nữa, giá vốn hàng bán trung bình chiếm khoảng 30 – 35% doanh thu lĩnh vực kinh doanh bất động sản, chiếm 31%

trong năm 2009. Bên cạnh đó, VCR có lợi thế từ việc chủ động nguồn nguyên liệu khai thác từ gần đảo Cát Bà, và chi phí giải phóng mặt bằng thấp, không vướng khu vực sinh hoạt của dân nên tiến độ thực hiện dự án nhanh.

- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý luôn ổn định và chiếm 18,1% tổng chi phí năm 2009
- Chi phí tài chính thấp do công ty duy trì tỷ lệ vay nợ thấp
- Chi phí thuế. Trong năm 2009, công ty được giảm 30% từ chính sách kích cầu của Nhà nước. Tuy nhiên từ năm 2010, mức thuế thu nhập của công ty sẽ trở lại bình thường (25%).



- **Vay ngân hàng.** Điểm mạnh của VCR so với các công ty trong ngành là vay nợ ngân hàng thấp. Với nguồn tiền dồi dào từ vốn chủ hữu (300tỷ), kết hợp với nguồn thu từ bán gói đầu dự án, trong khi đó chi phí phát triển dự án thấp, VCR có khả năng tiếp tục triển khai dự án với tỷ lệ vay vốn ngân hàng thấp. Hơn nữa, VCR được cấp hạn mức tín dụng 400 tỷ đồng nhưng chưa sử dụng.
- **Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010 và 2011.** Dựa trên trao đổi của chúng tôi với ban giám đốc, 6 tháng đầu năm 2010, công ty đã đạt doanh thu khoảng 95 tỷ đồng, bằng 65,49% kế hoạch năm và lợi nhuận sau thuế khoảng 51 tỷ đồng, bằng 72,62% kế hoạch năm. Như vậy mới chỉ 6 tháng đầu năm công ty đã đạt hơn 72% kế hoạch lợi nhuận năm. Trong khi đó đặc thù ngành bất động sản là doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ 6 tháng cuối năm. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu của công ty năm 2010 đạt khoảng 277 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 123 tỷ đồng. Dự kiến lợi nhuận sau thuế các năm 2011 là 160 tỷ đồng và tiếp tục tăng các năm sau đó.

Kết quả một số chỉ tiêu của VCR:

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Doanh thu thuần	47,992	277,533	360,793	450,991	563,739	704,674
Giá vốn hàng bán	14,901	86,171	112,022	140,028	175,035	218,794
Lợi nhuận gộp	33,091	191,362	248,771	310,963	388,704	485,880
Doanh thu tài chính	2,009	11,618	15,103	18,879	23,599	29,498
Chi phí tài chính	2,187	2,187	2,187	2,187	2,187	2,187
Chi phí hoạt động	9,701	37,316	48,511	60,639	113,953	142,441
Lợi nhuận trước thuế	23,384	163,477	213,176	267,017	296,163	370,750
Thuế doanh nghiệp	4,157	40,869	53,294	66,754	74,041	92,688
Lợi nhuận sau thuế	19,227	122,608	159,882	200,263	222,122	278,063

ĐỊNH GIÁ VCR

Với mức lợi nhuận sau thuế dự kiến năm 2010 là 123 tỷ đồng, EPS là 4,100 đồng. P/E kỳ vọng của công ty hiện là 6.22 (theo giá đóng cửa của ngày 10/8/2010), thấp hơn nhiều so với P/E trung bình của ngành bất động sản là 14.59. Tuy nhiên, VCR là một doanh nghiệp bất động sản mới, do vậy, ở mức thận trọng chúng tôi cho rằng P/E kỳ vọng của VCR là 12.5. Như vậy, giá mục tiêu của VCR xác định theo phương pháp P/E là 51.300 đồng.

Với phương pháp tính giá trị quỹ đất hiện hữu của công ty từ dự án CÁT BÀ AMATINA, tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế là 4.426,55 và 2.185,52 tỷ đồng. Như vậy, giá mục tiêu của VCR theo phương pháp giá trị quỹ đất là 72.800 đồng.

Dựa vào hai phương pháp trên, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của VCR như sau:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
P/E	51.300	50%	25.650
Giá trị quỹ đất	72.800	50%	36.400
Giá bình quân			62.050

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



VCR hiện đang biến động ra khỏi dải dưới của Bollinger Bands, cùng với chỉ số sức mạnh RSI đã rơi vào vùng quá bán và khối lượng giao dịch của ngày hôm nay 10/8/2010 tăng đột biến (cao hơn gần gấp đôi so với khối lượng giao dịch trung bình 10 ngày), do vậy, chúng tôi kỳ vọng VCR sẽ sớm tăng trở lại.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá cao vị thế của VCR trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản du lịch do công ty có những mặt tích cực sau:

❖ **Lợi thế kinh doanh:**

- Quỹ đất ở vị trí thuận lợi, Cát Bà là hòn đảo lớn nhất trong quần thể các đảo của vịnh Hạ Long, nơi tập trung đông du khách trong và ngoài nước; Đối với kinh doanh bất động sản du lịch thì vị trí quỹ đất đóng vai trò quan trọng hàng đầu, có thể nói trong các khu du lịch nghỉ dưỡng ở Miền Bắc hiện nay thì VCR có lợi thế lớn nhất về quỹ đất và tiềm năng khai thác.
- Ban lãnh đạo của công ty có nhiều kinh nghiệm trong ngành kinh doanh bất động sản;

❖ **Tình hình tài chính lành mạnh, dòng tiền mặt lớn:**

- Tình hình tài chính lành mạnh, hiện tỷ lệ vay nợ rất thấp, công ty vẫn chưa sử dụng hạn mức tín dụng 400 tỷ đồng; Tỷ lệ vay nợ thấp, dòng tiền mặt lớn sẽ là điều kiện để công ty tiếp tục triển khai các dự án Bất động sản ngay cả trong điều kiện tín dụng cho thị trường bị thắt chặt.

❖ **Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng, đặc biệt tập trung trong 2 năm 2010 và 2011:**

- Từ năm 2010, công ty sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao do dự án Cát Bà Amatina đã đưa vào khai thác và kinh doanh. Dự kiến lợi nhuận sau thuế năm 2010 và 2011 là 123 và 160 tỷ đồng (tăng gần 6 lần so với năm 2009) và sẽ tiếp tục tăng mạnh, khoảng 25%, trong các năm tiếp theo.
- Tiến độ hạch toán doanh thu và lợi nhuận của Dự án Cái Giá – Cát Bà sẽ tập trung trong 2 năm 2010 và 2011, do nguồn tiền từ bán đất biệt thự và đất dịch vụ, tương ứng giá cổ phiếu VCR có thể biến động tăng mạnh trong hai năm 2010 và 2011.

❖ **Mức giá so sánh hấp dẫn:**

- Theo các phương pháp định giá thận trọng, mức giá so sánh của VCR so với các cổ phiếu cùng ngành là 51,000, trong khi đó nếu tính theo giá trị quỹ đất thì mức giá của VCR là 73,000, như vậy mức giá thận trọng của VCR được đưa ra là 62,000 (đây là mức giá trong điều kiện thị trường hiện nay với mức P/E hiện nay, trong điều kiện thị trường chứng khoán triển vọng hơn đặc biệt đối với riêng nhóm cổ phiếu bất động sản thì mức giá này có thể gia tăng).

NHƯ VẬY:

*Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của VCR chưa phản ánh hết tiềm năng của công ty, vì vậy **chúng tôi khuyến nghị MUA và NẮM GIỮ cổ phiếu VCR, giá mục tiêu thận trọng là 62,000 đồng, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận 140%.***