

CTCP Vạn Phát Hưng (HSX- VPH)

Đi lên từ đáy chu kỳ kinh doanh

- VPH là công ty BĐS nhiều kinh nghiệm nhưng đang ở đáy của chu kỳ kinh doanh
- Tình hình tài chính của VPH đã có chuyển biến tích cực từ cuối năm 2014
- KDC Nhơn Đức đã dần tìm được đầu ra
- Dự án Lacasa – triển vọng kinh doanh lạc quan
- Năm 2015 có khả năng ghi nhận KQKD đột biến

Quan điểm:

VPH là một doanh nghiệp quy mô nhỏ nhưng có nhiều kinh nghiệm phát triển BĐS ở khu vực phía Nam Tp.HCM. Dù KQKD chưa có nhiều chuyển biến, năm 2014 đánh dấu sự đảo chiều trên phương diện tài chính của VPH khi Công ty chuyển nhượng thành công Block 5 của dự án Lacasa cho CTCP Phát triển BĐS An Gia đồng thời đạt được bước tiến lớn trong việc đàm phán chuyển nhượng 30 ha đất ở KDC Nhơn Đức, qua đó cải thiện triển vọng kinh doanh của cả 2 dự án.

Năm 2015, VPH tiếp tục có nhiều thuận lợi về dòng tiền cũng như khả năng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đột biến nhờ việc chuyển nhượng tiếp Block 2 của dự án La Casa cho An Gia với giá trị chuyển nhượng 173 tỷ đồng. Đồng thời, việc thanh lý khu đất 30 ha ở KDC Nhơn Đức cũng có thể đóng góp vào dòng tiền của VPH trong năm nay. Cộng với khoản thu từ phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1, VPH sẽ có nguồn vốn dồi dào để cân đối lại nợ vay song song với việc đầu tư cho các dự án gối đầu và mở rộng quỹ đất.

Sử dụng kết hợp phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu VPH là **15.300 đồng/cp**, tương đương với giá trị vốn hóa là 462,2 tỷ đồng và thấp hơn mức giá đóng cửa ngày 04/05/2015 là 33,0%. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VPH trong **TRUNG HẠN**. Hiện tại, rủi ro chính đối với của VPH là khả năng các thủ tục pháp lý tiếp tục bị kéo dài, ảnh hưởng đến khả năng ghi nhận doanh thu và dòng tiền từ việc chuyển nhượng đất tại La Casa và KDC Nhơn Đức.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Doanh thu thuần	115,2	403,9	279,8	613,0
% tăng trưởng	27,9	250,6	-30,7	119,1
Lợi nhuận sau thuế	7,0	6,3	2,9	95,2
%tăng trưởng	5,5	-10,7	-53,1	3133,3
Tỷ suất LNST (%)	6,1	1,6	1,1	15,5
ROA (%)	0,4	0,4	0,2	5,5
ROE (%)	1,5	1,3	0,6	15,6
EPS (VND)	254	208	98	1.576**
EPS đ/chính (VND)	233	208	98	1.576**
Giá trị sổ sách (VND)	17.271	16.042	16.140	12.145**
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-
P/E (x)	16,1	40,9	107,6	5,2*
P/BV (x)	0,2	0,5	0,7	0,6*

Nguồn: VPH, RongViet Securities, *Giá cổ phiếu@04/05/2015, **Tính trên SLCP mới với giá định phát hành thêm thành công

MUA

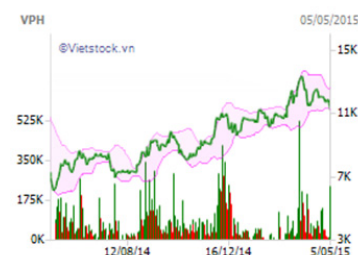
Giá thị trường (VND)	11.500
Giá mục tiêu (VND)	15.300

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	347,0
SLCP DLH (cp)	30.208.684
Beta	0,8
Free Float (%)	39,0
Giá cao nhất 52 tuần*	13.500
Giá thấp nhất 52 tuần*	5.900
KLGD bình quân 20 phiên	60.722

*Giá điều chỉnh



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VPH	7,3	34,5	51,9
BĐS	2,2	17,9	n/a
VN30 Index	-2,1	-8,8	6,3
VNIndex	-2,9	-28,1	14,4

Cổ đông lớn (%)*

Võ Anh Tuấn	20,0
Mutual Fund Elite (NON-UCITS)	9,2
Trần Thị Minh Duyên	8,1
Phan Tiết Hồng Minh	7,2
NH TMCP Xây dựng Việt Nam	5,8
Nguyễn Kim Thanh	5,4
Võ Nguyễn Như Nguyễn	5,3
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	32,8

*Chốt ngày 27/04/2015

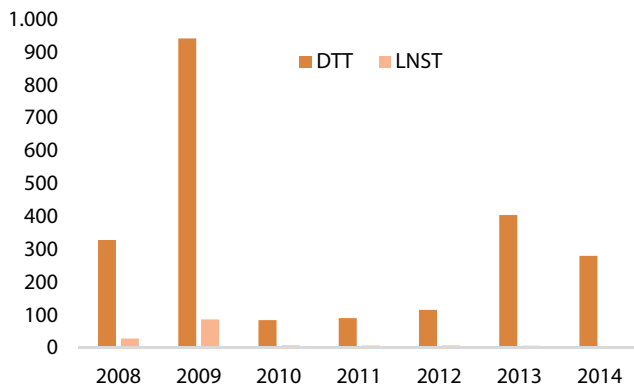
Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 315
tai.nbp@vpsc.com.vn

VPH là nhà phát triển BĐS nhiều kinh nghiệm ở khu vực Nam Sài Gòn nhưng đang ở đáy của chu kỳ kinh doanh

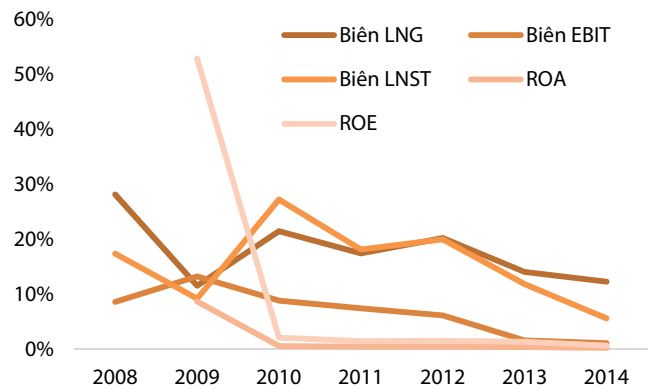
Thành lập từ năm 1999, tên tuổi của VPH gắn liền với các dự án đất nền và KDC ở khu vực phía Tây Nam Sài Gòn như KDC Phú Mỹ (22ha), Phú Xuân (36,4ha), Phú Thuận (3,3ha). Nhờ việc tham gia thị trường BĐS khu Nam từ sớm, VPH đã tích lũy được quỹ đất có giá vốn thấp cũng như kinh nghiệm phát triển các dự án KDC và đất nền nhà liền kề/biệt thự. Có vị trí thuận lợi và được phát triển cùng lúc với KĐT mới Phú Mỹ Hưng nên các dự án đầu tay của VPH được thị trường đón nhận khá tích cực. Bên cạnh đó, một số dự án đất nền KDC có diện tích đất lớn còn đem lại doanh thu xây dựng cho VPH trong các năm qua. Qua khảo sát, chúng tôi nhận thấy cụm dự án của VPH ở khu vực quận 7 Tp.HCM hiện đã hình thành những khu dân cư đông đúc và khang trang.

Đồ thị 1: Doanh thu và LNST giai đoạn 2008-2014



Nguồn: VPH, RongViet Research

Đồ thị 2: Tỷ suất sinh lời giai đoạn 2008-2014

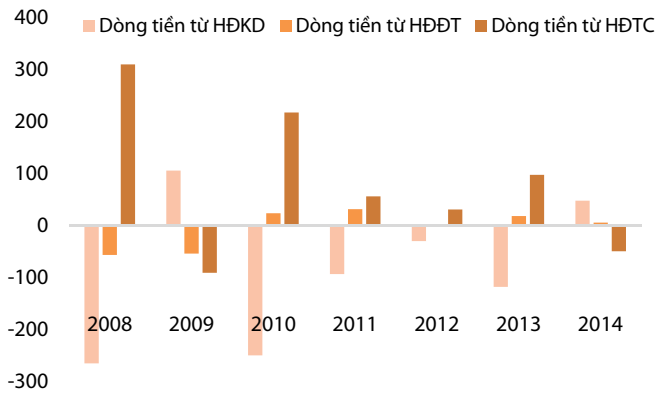


Nguồn: VPH, RongViet Research

Từ năm 2010, VPH chỉ tập trung xây dựng và kinh doanh 2 dự án là: KDC Nhơn Đức và khu phức hợp La Casa. Trong đó, KDC Nhơn Đức có diện tích hơn 40ha và nằm khá xa trung tâm Tp.HCM. Công tác đền bù và đầu tư hạ tầng kéo dài do thiếu vốn đã khiến VPH phải trì hoãn việc mở bán dự án này từ năm 2012 đến nay. Trong khi đó, dự án La Casa là một khu phức hợp gồm chung cư cao cấp và đất nền biệt thự thuộc phân khúc cao cấp. Trong giai đoạn thị trường BĐS đóng băng, việc kinh doanh tại đây cũng không có nhiều thuận lợi.

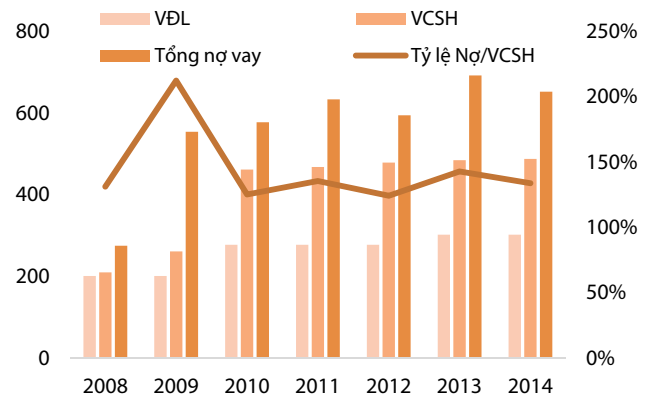
Vi thiếu dự án gối đầu nên DT và LNST của VPH giảm mạnh trong suốt giai đoạn 2010-2014 (Đồ thị 1). Trong hai năm 2013 và 2014, doanh thu của VPH có sự hồi phục tương đối nhờ việc bàn giao các căn hộ Block 1A và 1B của dự án Lacasa. Tuy nhiên, do phải gánh nhiều chi phí cho việc phát triển trong giai đoạn đầu nên biên LNG của Block 1 khá thấp (~25%) và dòng tiền từ dự án chỉ vừa đủ bù đắp các chi phí hoạt động của doanh nghiệp. Khó khăn trong việc bán hàng khiến VPH phải liên tục vay nợ để bù đắp dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong giai đoạn này (Đồ thị 3). Dù duy trì được mức dư nợ khá ổn định trong 2 năm trước đó, năm 2013, tổng nợ vay của VPH có mức tăng mạnh, xuất phát từ việc Công ty phải đẩy mạnh đầu tư xây dựng Block 1 dự án La Casa để đảm bảo tiến độ bàn giao cho khách hàng. Nhìn chung, do ảnh hưởng của yếu tố thị trường, từ năm 2010 đến 2014, tình hình tài chính và hoạt động kinh doanh của VPH có phần không tích cực.

Đồ thị 3: Dòng tiền của VPH giai đoạn 2008-2014



Nguồn: VPH, RongViet Research

Đồ thị 4: Cơ cấu vốn của VPH giai đoạn 2008-2014



Nguồn: VPH, RongViet Research

Tình hình tài chính của VPH đã có những chuyển biến tích cực đầu tiên

Năm 2014 đánh dấu sự đảo chiều trong hoạt động tài chính của VPH. Đây là năm đầu tiên từ 2010 Công ty ghi nhận dòng tiền kinh doanh dương (47,9 tỷ đồng). Sự cải thiện này chủ yếu là nhờ việc kinh doanh đất nền và căn hộ cũng như chuyển nhượng Block 5 của dự án La Casa cho An Gia. Trong năm, VPH cũng đã trả 40 tỷ đồng nợ vay đồng thời thương lượng lùi thời gian đáo hạn các khoản nợ dài hạn sang 2017 và 2018. Nhờ vậy, biên khả năng thanh toán nhanh cuối năm 2014 đã tăng lên 1,9% từ mức từ 1,5% trong 2013. Tuy nhiên, tỷ lệ Nợ/VCSH cuối năm 2014 của VPH còn khá cao (134%). Ngoài ra, VPH còn hơn 173 tỷ đồng lãi vay chưa thanh toán. Và như đã đề cập ở trên, tiền SDĐ cho dự án La Casa (290 tỷ) và KDC Nhơn Đức cũng là những khoản chi lớn mà VPH phải thanh toán trong thời gian tới.

Để cân đối lại tình hình tài chính, trong 2015, VPH có kế hoạch phát hành với tỷ lệ 2:1 giá 10.000 đồng/cp và chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 3:1 cho cổ đông hiện hữu. Nếu hai đợt phát hành thành công, VPH có thể thu về tổng cộng 151,4 tỷ đồng đồng thời tăng VĐL lên 604,2 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, việc phát hành sẽ được thực hiện trong quý 2 hoặc quý 3/2015 khi KQKD của VPH sẽ có thể nhận được sự hỗ trợ từ các giao dịch nói trên.

Song song với việc bổ sung nguồn vốn chủ sở hữu, các tiền thu được từ chuyển nhượng các dự án nói trên sẽ được VPH sử dụng để trả bớt nợ vay. Trường hợp Công ty có được dòng tiền từ KDC Nhơn Đức ngay trong 2015, VPH có thể trả dứt điểm khoản nợ của Agribank (465,9 tỷ đồng) và tái cơ cấu lại với các điều kiện vay tốt hơn. Ngược lại, nếu việc thu tiền từ hai trường ĐH phải chuyển sang 2016, việc trả nợ nhiều khả năng sẽ theo lộ trình cam kết với các ngân hàng (ước tính ~108 tỷ đồng). Như đã phân tích ở trên, chúng tôi nghiêng về trường hợp thứ hai; trong đó, tỷ lệ Nợ/VCSH của VPH cuối năm 2015 ước tính sẽ chỉ còn khoảng 105%. Như vậy, dù khoản thu lớn nhất từ KDC Nhơn Đức vẫn còn một số yếu tố chưa chắc chắn, có thể nói triển vọng dòng tiền của VPH hiện đã có nhiều điểm tích cực hơn so với giai đoạn trước.

Bảng 1: Cân đối dòng tiền năm 2015 (Đvt: triệu đồng)

Dòng tiền thu	414.224
Chuyển nhượng Block 5 La Casa	36.715
Chuyển nhượng Block 2 La Casa	86.750
Bán hàng tại Lacasa	124.585
Bán hàng tại KDC Nhơn Đức	15.131
Chuyển nhượng khu 30ha KDC Nhơn Đức	-
Phát hành thêm	151.043
Dòng tiền chi	300.642
Nợ vay đến hạn trả	108.360
Đầu tư cho La Casa	106.032
Đầu tư cho KDC Nhơn Đức	58.250
Đầu tư cho Chung cư Hoàng Quốc Việt	28.000
Chênh lệch thu - chi	113.582

Nguồn: RongViet Research dự phóng

KDC Nhơn Đức có nhiều khó khăn trong việc phát triển nhưng đã dần tìm được đầu ra

KDC Nhơn Đức rộng 40h và là dự án có diện tích lớn nhất của VPH đến nay. Tuy nhiên, cũng chính điều này khiến thời gian đền bù, san lấp và xây dựng hạ tầng của dự án kéo dài. Đến nay, dự án vẫn còn hơn 2,5ha chưa đền bù xong, nằm chủ yếu ở khu đất 30ha sẽ chuyển nhượng cho các trường ĐH. Nằm cách trung tâm quận 1 khoảng 12km và KĐT Mỹ Hưng 6,5km Casa (Xem Hình: Bản đồ các dự án BĐS của VPH), vị trí của dự án Nhơn Đức theo đánh giá của chúng tôi là không thuận lợi như các dự án khác của VPH. Đồng thời, mật độ phát triển của các khu vực dân cư hiện hữu xung quanh khá mỏng cũng là một điểm làm giảm sức hấp dẫn của dự án. Hơn nữa, VPH vẫn chưa được cấp sổ đỏ cho từng nền. Tất cả các yếu tố này nhìn chung đều ảnh hưởng phần nào đến khả năng kinh doanh của dự án.

Khu 30ha

Từ năm 2012, VPH có kế hoạch chuyển nhượng một phần KDC Nhơn Đức, khoảng 30ha để xây dựng trường đại học. Tuy nhiên, việc chuyển nhượng phải kéo dài được do vướng mắc ở thủ tục thay đổi quy hoạch 1/2000 và xin phép đầu tư. Tuy nhiên, cuối 2014, tín hiệu tích cực đã đến với dự án Nhơn Đức khi hai trường ĐH Sư phạm TDTT và ĐH Tài Nguyên - Môi Trường đã được sự chấp thuận của Bộ Giáo dục – Đào tạo để đầu tư 26ha đất tại đây cho mục đích giáo dục. Theo công bố tại ĐHCĐ thường niên năm 2015 của VPH, giá trị chuyển nhượng dự kiến của khu đất này vào khoảng 624 tỷ đồng, tương đương 2,4 triệu đồng/m².

Đến thời điểm hiện tại, các thủ tục còn lại để hoàn tất chuyển nhượng cho các trường là (1) phê duyệt của UBND Tp.HCM về phương án giá và (2) quyết định cấp QSDĐ cho khu đất. Liên quan đến phương án giá, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng mức giá sẽ không có nhiều thay đổi so với thỏa thuận giữa VPH và các trường do mức giá này đã sát với Bảng giá đất năm 2015 mà UBND Tp.HCM vừa ban hành. Mặt khác, mức đóng tiền SDD cho KDC Nhơn Đức đã được thông qua từ năm 2010 vào khoảng 1,1 triệu đồng/m², xấp xỉ bằng giá đền bù có thể được khấu trừ. Do đó, việc hoàn tất nghĩa vụ tiền SDD là hoàn toàn nằm trong khả năng tài chính của VPH.

Công việc quan trọng thời điểm này là hoàn thành đền bù cho phần diện tích còn lại. VPH hiện đang hợp tác với Ban Bồi thường giải phóng mặt bằng địa phương để thương lượng với các hộ dân còn lại. Công ty dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục này trong quý 3 và quý 4/2015. Tuy nhiên, vì giáo dục là lĩnh vực có quản lý của Nhà Nước nên thời gian xử lý của các cơ quan chức năng có thể kéo dài. Do vậy, trên cơ sở thận trọng chúng tôi cho rằng, thương vụ này sẽ chỉ được ghi nhận trong năm 2016.

Khu 10ha

Đối với 10ha còn lại, VPH dự kiến sẽ mở bán cùng thời điểm với việc chuyển nhượng khu 30ha (quý 3-4/2015) với mức giá ban đầu vào khoảng 7,5-8 triệu đồng/m². Dự án KDC Nhơn Đức chủ yếu được tài trợ bằng nợ vay và đã phải trả hoãn trong các năm qua do điều kiện thị trường không thuận lợi. Do vậy, VPH đứng trước áp lực phải nhanh chóng mở bán để tránh chi phí lãi vay tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận của dự án. Tương tự như khu 30ha, trọng tâm của VPH trong năm 2015 là hoàn thành pháp lý để được cấp GCNQSDĐ cho khu đất.

Theo nhận định của chúng tôi, do bất lợi về vị trí nên triển vọng kinh doanh KDC Nhơn Đức vốn không khả quan. Tuy nhiên, nếu việc cấp sổ đỏ và xây dựng các trường ĐH kế cận được đẩy nhanh, cộng với sự ảm đạm của thị trường đất nền khu Nam, giá trị kinh doanh của khu đất này được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện đáng kể trong các năm tới.

Hình: Bản đồ các dự án BĐS của VPH



Dự án La Casa - khả năng thu tiền ghi nhận doanh thu tương đối lạc quan

Dự án Khu phức hợp La Casa (Xem Hình: Bản đồ các dự án BĐS của VPH) có quy mô 6,1ha với 5 Block và 1.795 căn hộ đã được VPH mở bán từ năm 2011. Hai Block đầu tiên của dự án là Block 1A & 1B hiện đã bán được khoảng 330/352 căn hộ và đã bắt đầu bàn giao từ Q4/2013. Đến nay, dự án còn hơn 80 căn chưa ghi nhận DT và LNG. Trong năm 2014, dự án La Casa đã được điều chỉnh quy hoạch 1/500 để chuyển một phần đất chung cư sang đất nền biệt thự. Đồng thời, trong năm, VPH đã bán được hơn 40/66 nền. Công ty dự kiến sẽ bán hết các nền còn lại trong năm 2015.

Thông tin quan trọng đối với dự án La Casa trong năm 2014 là việc VPH đã chuyển nhượng thành công phần đất của Block 5 (hơn 1.000 m²) cho CTCP Đầu tư BĐS An Gia. Giá trị chuyển nhượng đã được ghi



nhận trong năm là 73 tỷ đồng; VPH hiện cũng đã thu hơn 50% khoản này. Đến tháng 02/2015, VPH tiếp tục ký hợp đồng chuyển nhượng tiếp phần đất và móng cọc Block 2A và 2B cho An Gia với giá trị chuyển nhượng khoảng 173,5 tỷ đồng. VPH đã thu hơn 40 tỷ đồng tính đến tháng 03/2014 và dự kiến sẽ thu thêm ~60 tỷ đồng từ giao dịch này đến tháng 09/2014. Theo thông tin từ phía An Gia, công ty này dự kiến sẽ đầu tư ~280 tỷ đồng để xây dựng Block 5 và ~630 tỷ đồng để xây dựng Block 2A&2B của dự án La Casa.

Việc chuyển nhượng có lợi nhuận 2 block căn hộ của dự án La Casa cho An Gia là yếu tố tích cực đối với VPH trên hai phương diện: (1) Công ty có thể đẩy nhanh tốc độ thu hồi vốn đồng thời giảm đi nhu cầu vốn đầu tư cho chính dự án La Casa trong các năm tới; (2) các khoản thu chuyển nhượng giúp bổ sung nguồn vốn để VPH hoàn tất công tác đầu tư xây dựng và đóng tiền SĐĐ cho KDC Nhơn Đức ngay trong năm nay đồng thời tích lũy thêm quỹ đất ở các vị trí tiềm năng.

KQKD 2015 có khả năng tăng trưởng đột biến nhưng phụ thuộc nhiều vào tiến độ hoàn tất các thủ tục pháp lý

KQKD của VPH trong năm 2015 vẫn chủ yếu đến từ dự án Lacasa với gần 80 căn hộ và hơn 50 nền biệt thự có thể ghi nhận doanh thu (khoảng 324 tỷ đồng). Mặt khác, dự án Nhơn Đức (khu 10ha) có thể chỉ mở bán từ quý 3. VPH đặt kế hoạch kinh doanh ~5.000 m² và ghi nhận doanh thu 37,5 tỷ đồng tại dự án này trong năm 2015. Tuy nhiên, với giả định thận trọng về tốc độ kinh doanh của KDC Nhơn Đức, chúng tôi cho rằng đóng góp DT của dự án này sẽ chỉ vào khoảng 21 tỷ đồng.

Yếu tố đột biến trong KQKD năm 2015 của VPH sẽ đến từ việc ghi nhận DT chuyển nhượng block 2 dự án Lacasa (173,5 tỷ đồng) và 30ha KDC Nhơn Đức (624 tỷ đồng). Như đã phân tích trên, việc ghi nhận này phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ hoàn tất pháp lý của các dự án. Do đó, việc ghi nhận DT chuyển nhượng tại KDC Nhơn Đức có thể sẽ được thực hiện trong năm 2016. Trong trường hợp đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2015 của VPH đạt lần lượt 611 tỷ đồng và 91 tỷ đồng, tương ứng với EPS (sau khi phát hành thêm và chia thưởng) là 1.527 đồng/cp và mức P/E forward (tại ngày 27/04/2015) là 7,8 lần.

Bảng 2: Dự phóng doanh thu từ các dự án BĐS năm 2015

Dự án	Diện tích KD (m ²)	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	Doanh thu ghi nhận* (tỷ đồng)
KDC Nhơn Đức (khu 10ha)	3.088	21,6	149,5
KDC Nhơn Đức (khu 30ha)	260.000	624,0	-
La Casa (Block 1)	2.852	53,9	76,0
La Casa (Block 2)		173,5	173,5
La Casa (khu biệt thự)	3.920	82,3	174,9
Chung cư Hoàng Quốc Việt	2.000	40,0	-
Tổng		995,3	574,0

Nguồn: RongViet Research dự phóng

*Doanh thu chỉ được ghi nhận khi Công ty tiến hành bàn giao cho khách hàng

Quý 1/2015, VPH công bố DT đạt 58,2 tỷ đồng và LNST đạt 2,5 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng chưa cho thấy sự cải thiện lớn về giá trị tuyệt đối. Điều này chủ yếu là do kỳ nghỉ lễ kéo dài làm tiến độ bán hàng tại dự án La Casa trong quý 1 không cao trong khi KDC Nhơn Đức vẫn chưa bắt đầu mở bán. Tuy nhiên, nhờ các dự án đã bước qua giai đoạn cao điểm xây dựng nên chi phí đầu tư trong quý 1 giảm mạnh so với cùng kỳ, cho phép dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VPH tiếp tục có sự cải thiện tích cực, đạt gần 34 tỷ đồng (so với 2 tỷ đồng cùng kỳ 2014).

Bảng 05: Kết quả kinh doanh Q1-FY2015

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	58,2	151,1	-61,5%	49,4	17,7%
Lợi nhuận gộp	12,6	18,6	-32,5%	7,6	65,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	5,7	7,9	-27,9%	5,2	9,6%
Thu nhập HĐKD	6,8	10,7	-35,9%	2,4	190,3%
EBITDA	4,9	8,6	-43,5%	4,2	15,9%
EBIT	5,8	9,6	-39,2%	5,0	15,7%
Chi phí tài chính	3,6	-7,3	-150,1%	4,0	-8,8%
- Chi phí lãi vay	2,5	-9,2	-127,2%	3,9	-35,5%
Khấu hao	1,0	1,0	-0,8%	0,8	14,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	3,3	18,8	-82,3%	1,1	188,9%
Lợi nhuận sau thuế	2,5	17,0	-85,4%	0,9	186,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	2,5	17,0	-85,4%	0,9	186,6%

Nguồn: VPH, RongViet Research tổng hợp

Bảng 06: Phân tích HĐKD Q3-FY13

Chỉ tiêu	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	21,6	12,3	929bps	15,3	627bps
EBITDA/Doanh thu	8,4	5,7	267bps	8,5	-13bps
EBIT /Doanh thu	10,0	6,3	368bps	10,2	-18bps
TS lợi nhuận ròng	4,2	11,2	-698bps	1,7	250bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	4,2	11,2	-698bps	1,7	250bps
Vòng quay vốn lưu động* (x)					
-Hàng tồn kho	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0
-Khoản phải thu	2,8	7,2	-4,5	1,5	1,2
-Khoản phải trả	0,3	0,9	-0,6	0,3	0,0
Đòn bẩy (x)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,5	2,5	-0,1	2,3	0,2

Nguồn: RongViet Research, (*) thường niên hóa

Việc phát triển các dự án gối đầu và nhanh chóng mở rộng quỹ đất là định hướng hợp lý nhưng việc thực hiện là không dễ dàng

Tiếp nối La Casa và KDC Nhơn Đức, VPH sẽ đầu tư xây dựng dự án chung cư Hoàng Quốc Việt để tạo sản phẩm gối đầu cho các năm tiếp theo. Dự án Hoàng Quốc Việt nằm trên khu đất hơn 1.000 m² gồm 18 tầng căn hộ và dịch vụ với 10.700 m² sàn xây dựng và 103 căn hộ, diện tích trung bình 50-80 m²/căn. Hiện dự án đang trong giai đoạn ép cọc và có thể mở bán cuối 2015 với giá bán dự kiến là trên 20 triệu đồng/m² (chưa VAT). Dù chỉ là dự án có quy mô nhỏ, chung cư Hoàng Quốc Việt có vị trí tương đối thuận lợi và thuộc phân khúc căn trung bình, dòng sản phẩm đang có thanh khoản khá rất tốt hiện nay. Nhờ đó, VPH có thể triển khai xây dựng nhanh để tạo ra doanh thu gối đầu cho giai đoạn năm 2016-2018 đồng thời kinh doanh thu hồi vốn trong thời gian ngắn.

Song song với các dự án ở khu Nam, VPH cũng đang tìm kiếm thêm quỹ đất ở khu vực quận 2 và quận 9, chủ yếu tập trung vào những dự án quy mô nhỏ và pháp lý hoàn thiện. Bước đầu, Công ty đã có một dự án đất nền quy mô nhỏ (2,5ha) ở quận 2 (Bình Trưng Đông) để triển khai xây dựng trong năm 2015



và mở bán trong năm 2016. Theo đánh giá của chúng tôi, kế hoạch mở rộng quỹ đất là định hướng hợp lý của VPH khi năng lực tài chính của công ty đã được nâng cao. Dù vậy, trong giai đoạn hiện nay, việc tìm kiếm quỹ đất với mức giá hợp lý ở khu vực Đông thành phố là không đơn giản. Thứ nhất, khu vực quận 2, quận 9 hiện đã có mặt nhiều doanh nghiệp BĐS lớn như KDH (chuỗi dự án Mega), Novaland (Sun Avenue, Lexington Residence), TDH (Phước Long Spring Town), CII (KĐT Thủ Thiêm) và Đại Quang Minh (KĐT Thủ Thiêm)... Thứ hai, VPH không phải là công ty duy nhất có kế hoạch mở rộng về phía Đông; BCI, TDH, NLG (Flora Anh Đào, quận 9) và cũng đang có ý định tương tự; KDH còn dự kiến sẽ phát triển thêm 130ha ở khu vực này trong năm 2015. Thứ ba, diện tích đất liền thửa tương đối hạn chế trong khi nhu cầu và sự xuất hiện của giới đầu cơ ngày càng cao có thể khiến cho giá đất ở khu Đông tăng nhanh trong thời gian tới. Vì vậy, việc tìm được một vị trí thuận lợi và pháp lý đầy đủ đối với VPH sẽ không phải là điều dễ dàng.

Định giá

Để xác định giá hợp lý của cổ phiếu VPH, chúng tôi kết hợp phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp so sánh (P/B). Đối với phương pháp NAV, chúng tôi tiến hành định giá lại các dự án mà VPH đang thực hiện, trong đó có tính đến các chi phí phải đầu tư thêm cho đến khi dự án hoàn thành. Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi tham chiếu tỷ số P/B của một số doanh nghiệp bất động sản niêm yết. Mức P/B bình quân của các nhóm doanh nghiệp tham chiếu là 0,9x. Tuy nhiên, cần nhắc quy mô vốn và tiềm năng quỹ đất của VPH, chúng tôi cho rằng mức P/B hợp lý đối với cổ phiếu VPH là 0,8x.

Bảng 7: Giá trị định giá lại các dự án BĐS của VPH (Đvt: tỷ đồng)

Dự án	Giá trị sổ sách	Giá trị đánh giá lại	Phương pháp
Khu phức hợp Lacasa	690,5	737,1	NAV
KDC Nhơn Đức	505,2	518,8	NAV+DCF
Quận 2	84,6	84,6	
KDC Phú Xuân	69,8	69,8	
Quận 9	59,8	59,8	
Hiệp Phước	42,2	42,2	
KDC Phú Mỹ mở rộng	32,3	32,3	
Chung cư Hoàng Quốc Việt	18,2	18,2	
KDC Phú Mỹ	9,3	9,3	
Chung cư Phú Mỹ	3,4	3,4	
Khác	0,2	0,2	
Tổng	1.515,4	1.575,7	

Nguồn: VPH, RongViet Research tổng hợp và ước tính

Bảng 8: Định giá lại vốn cổ phần của VPH (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	31/12/2014 (Đã kiểm toán)	Giá trị đánh giá lại
Tiền và tương đương tiền	5,8	5,8
Đầu tư ngắn hạn	0,6	0,6
Khoản phải thu	152,9	152,9
Hàng tồn kho	1.493,8	1.554,1
Tài sản ngắn hạn khác	5,0	5,0
TSCĐ HH và CPXDDB dở dang (Bảng 15)	19,2	19,2
TSCĐ vô hình	0,0	0,0
Bất động sản đầu tư	4,6	4,6
Đầu tư dài hạn	14,6	14,6
Tài sản dài hạn khác	16,3	16,3
Phải thu dài hạn	0,0	0,0
Lợi thế thương mại	0,0	0,0
Tổng	1.713	1.773
<i>Loại trừ</i>		
Nợ	1.225,3	1.238,4
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0
Giá trị tài sản ròng	487,6	534,7
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	30.208.684	30.208.684
Giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần (VND)	16.140	17.701

Nguồn: VPH, RongViet Research tổng hợp và ước tính

Bảng 9: P/B của các doanh nghiệp BĐS niêm yết

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)*	P/B (lần)*
FLC	3.974	0,88
IJC	3.016	0,98
KDH	2.722	1,16
QCG	2.421	0,49
NLG	2.385	1,23
DIG	2.181	0,9
BCI	1.575	0,89
SCR	1.333	0,58
HQC	1.280	0,61
NBB	1.228	0,78
CEO	885	1,9
NTL	793	0,93
TDH	743	0,53
HDC	576	0,97
ITC	529	0,36
TIX	506	0,87
FDC	494	0,91
HAR	464	0,79
C21	389	0,75
Bình quân		0,90

Nguồn: RongViet Research tổng hợp, * tính theo giá 27/04/2015



Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
NAV	17.701	50%	8.851
P/B	12.912	50%	6.456
Giá bình quân			15.307

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm

VPH là một doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhưng sở hữu nhiều kinh nghiệm phát triển BĐS ở khu vực phía Nam Tp.HCM. Dù KQKD chưa có nhiều chuyển biến, năm 2014 đánh dấu sự đảo chiều trên phương diện tài chính của VPH khi Công ty chuyển nhượng thành công Block 5 của dự án La Casa cho CTCP Phát triển BĐS An Gia. Bên cạnh đó, VPH cũng đã có một bước tiến lớn trong việc đàm phán chuyển nhượng 30ha đất ở KDC Nhơn Đức cho hai trường ĐH, qua đó khai thông đầu ra cho toàn dự án.

Năm 2015, VPH tiếp tục có nhiều thuận lợi về dòng tiền cũng như khả năng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đột biến nhờ việc chuyển nhượng tiếp Block 2 của dự án La Casa cho An Gia với giá trị chuyển nhượng 173 tỷ đồng. Thêm vào đó, việc thanh lý khu đất 30 ha ở KDC Nhơn Đức cũng có thể đóng góp vào dòng tiền của VPH trong năm nay. Cộng với khoản thu từ phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1, VPH sẽ có nguồn vốn dồi dào để cân đối lại nợ vay song song với việc đầu tư cho các dự án gối đầu và mở rộng quỹ đất.

Sử dụng kết hợp phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu VPH là **15.300 đồng/cp**, tương đương với giá trị vốn hóa là 462,2 tỷ đồng và thấp hơn mức giá đóng cửa ngày 27/04/2015 là 33,0%. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VPH trong **TRUNG HẠN**. Hiện tại, rủi ro chính đối với của VPH là khả năng các thủ tục pháp lý tiếp tục bị kéo dài, ảnh hưởng đến khả năng ghi nhận doanh thu và dòng tiền từ việc chuyển nhượng đất tại La Casa và KDC Nhơn Đức.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Doanh thu thuần	115,2	403,9	279,8	613,0
Giá vốn	92,0	347,3	245,6	435,1
Lãi gộp	23,3	56,6	34,2	177,9
Chi phí bán hàng	5,7	5,4	5,8	12,3
Chi phí quản lý	18,0	20,8	20,1	30,6
Thu nhập từ HĐTC	13,6	13,7	5,8	1,4
Chi phí tài chính	19,1	27,2	13,7	19,9
Lợi nhuận khác	14,2	5,7	5,6	5,6
Lợi nhuận trước thuế	8,3	22,6	6,0	122,0
Thuế TNDN	2,6	9,1	3,0	26,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-1,3	7,3	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	7,0	6,3	2,9	95,2
EBIT	23,0	47,6	15,6	136,1
EBITDA	23,0	47,6	15,6	139,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Tiền	3,5	1,6	5,8	56,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	44,3	31,2	0,6	0,6
Các khoản phải thu	196,2	197,9	152,9	277,5
Tồn kho	1.447,5	1.474,4	1.493,8	1.369,2
Tài sản ngắn hạn khác	7,6	4,5	5,0	4,7
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.699,2	1.709,6	1.658,1	1.708,7
Tài sản cố định hữu hình	20,2	21,1	18,7	13,6
Tài sản cố định vô hình	0,0	0,0	0,0	0,0
Xây dựng cơ bản dở dang	18,0	17,9	0,5	0,0
Bất động sản đầu tư	5,5	5,1	4,6	4,6
Đầu tư tài chính dài hạn	21,5	21,0	14,6	14,6
Tài sản dài hạn khác	26,5	16,7	16,3	16,3
Lợi thế thương mại	0,0	0,0	0,0	0,0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	91,7	81,8	54,7	49,0

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014F	FY2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	27,9%	250,6%	-30,7%	119,1%
Lợi nhuận HKKD	-98,4%	-7153,1%	-72,7%	1529,9%
EBITDA	41,0%	107,3%	-67,3%	791,6%
EBIT	41,0%	107,3%	-67,3%	773,0%
Lợi nhuận sau thuế	5,5%	-10,7%	-53,1%	3133,3%
Tổng tài sản	5,5%	0,0%	-4,4%	2,6%
Vốn chủ sở hữu	2,3%	1,2%	0,6%	50,5%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	1,5%	1,3%	0,6%	15,6%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	20,2%	14,0%	12,2%	29,0%
LN HKKD / Doanh thu	-0,4%	7,5%	3,0%	22,0%
EBITDA/ Doanh thu	19,9%	11,8%	5,6%	22,7%
EBIT/ Doanh thu	19,9%	11,8%	5,6%	22,2%
LNST/ Doanh thu	6,1%	1,6%	1,1%	15,5%
ROA	0,4%	0,4%	0,2%	5,5%
ROIC or RONA	2,6%	7,0%	2,1%	14,7%
ROE	1,5%	1,3%	0,6%	15,6%
Hiệu quả hoạt động (vòng)				
Vòng quay kh. phải thu	0,6	2,0	1,6	2,8
Vòng quay hàng tồn kho	0,1	0,2	0,2	0,3
Vòng quay khoản phải trả	0,2	0,6	0,4	0,8
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,6	1,5	1,9	2,3
Nhanh	0,2	0,2	0,2	0,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	261,7%	255,9%	251,3%	139,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	85,3%	124,4%	60,4%	36,7%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	38,9%	18,4%	73,4%	37,4%

TỔNG TÀI SẢN	1.790,9	1.791,4	1.712,8	1.757,8
Tiền hàng phải trả và ứng trước	338,8	141,3	105,6	87,0
Khoản phải trả ngắn hạn khác	318,6	406,0	466,6	392,3
Vay và nợ ngắn hạn	408,5	603,0	294,3	269,1
Vay và nợ dài hạn	186,0	89,0	357,9	274,7
Khoản phải trả dài hạn khác	0,8	0,8	0,9	0,8
Tổng nợ	1.252,7	1.240,2	1.225,3	1.024,0
Vốn chủ sở hữu	478,7	484,6	487,6	733,8
Vốn đầu tư của CSH	277,1	302,1	302,1	604,2
Lợi nhuận giữ lại	25,0	5,7	8,7	103,9
Các quỹ	10,4	10,7	10,7	10,7
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn chủ sở hữu	478,7	484,6	487,6	733,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	54,5	61,8	0,0	0,0

TỔNG NGUỒN VỐN	1.785,8	1.786,5	1.712,8	1.757,8
----------------	---------	---------	---------	---------

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
LNTT	8,3	22,6	6,0	122,0
Khấu hao	3,5	3,7	3,8	2,9
Các điều chỉnh	1,4	36,6	3,9	-50,0
Thay đổi vốn lưu động	-43,0	-180,6	34,2	-119,5
Tiền thuần từ HĐKD	-29,8	-117,7	47,9	-44,5
Thay đổi TSCĐ	0,0	-3,9	-1,4	7,8
Thay đổi khoản mục ĐT khác	-1,6	13,1	5,3	-50,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	1,9	9,1	1,8	45,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	0,3	18,3	5,7	2,8
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	-9,7	151,0
Vay mới/trả nợ vay	30,9	97,5	-39,8	-58,4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	30,9	97,5	-49,5	92,7
Tiền thuần trong kỳ	1,4	-1,9	4,2	50,9
Tiền đầu năm	2,2	3,5	1,6	5,8
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	3,5	1,6	5,8	56,7



BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rộng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**