

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

01 tháng 11, 2013

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **6.600**

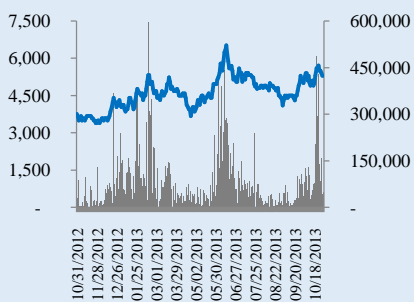
Giá thị trường (01/11/2013) **5.300**

Lợi nhuận kỳ vọng **24.5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	3,300 – 6,500
Vốn hóa	160 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	3,209,149 CP
KLGD bình quân 10 ngày	196,074 CP
% sở hữu nước ngoài	3.14%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2,000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	38%
Beta	1.49

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VPH	40.9%	1.9%	8.2%	15.0%
VN-Index	28.1%	0.0%	-0.2%	26.5%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Yến Vy

(84 8) 3914 6888 ext 492

nguyenthienyenvy@baoviet.com.vn

La Casa bắt đầu ghi nhận từ Q3/13 giúp KQKD 2 quý cuối năm tăng đột biến

Điểm nhấn đầu tư.

❑ **Lợi nhuận tăng mạnh 2 quý cuối năm:** Nhờ bàn giao dự án La Casa và mạnh dạn trích trước tiền sử dụng đất sẽ phải đóng nên nửa cuối năm 2013 DTT và LNST của VPH tăng mạnh, hoàn thành 48% kế hoạch năm.

❑ **Lợi nhuận đột biến tùy thuộc vào việc chuyển nhượng dự án Nhơn Đức:** Triển vọng Q4/13 và năm 2014 sẽ tùy thuộc vào việc có chuyển nhượng thành công hay không từng phần của dự án Nhơn Đức, cũng như các dự án còn lại, mặc dù lợi nhuận kỳ vọng từ các thương vụ này là không cao (khoảng 10-20%).

❑ **Chưa đẩy mạnh thực hiện tiếp dự án La Casa:** Block tiếp theo 2A-2B chưa triển khai do block đầu tiên chưa bán hết (còn tồn 72 căn), trong khi công ty cũng thiếu nguồn tài trợ cho dự án.

❑ **Ngoài La Casa, các dự án còn lại đều đang tìm đối tác chuyển nhượng:** VPH đang sở hữu quỹ đất 56ha đã được giải tỏa nhưng hoàn toàn chưa đóng tiền sử dụng đất. Ngoài La Casa, các dự án còn lại sẵn sàng chuyển nhượng cho nhà đầu tư thứ cấp nhằm giải quyết dòng tiền giảm nợ vay.

Rủi ro trọng yếu. BVSC cho rằng có 2 rủi ro trọng yếu đối với VPH trong giai đoạn tới:

- ❑ Toàn bộ các dự án đang thực hiện đều chưa đóng tiền sử dụng đất;
- ❑ Tỷ lệ nợ vay/VCSH khá cao ở mức 1.27x. Lãi suất vay trung bình cũng thuộc mức cao 15%/năm. Tỷ số thanh toán nhanh ở mức thấp 0.28x do hàng tồn kho lớn và kém thanh khoản.

Khuyến nghị.

Theo mức giá giao dịch ngày 01/11/2013, cổ phiếu VPH có mức P/E 2014 khoảng 8.4x và P/B 0.3, tương đối rẻ so với trung bình ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VPH đang thiếu các yếu tố phát triển bền vững, trong khi nợ vay cao, do đó chúng tôi đánh giá NEUTRAL cổ phiếu này.

Một số chỉ tiêu tài chính của VPH

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	84	91	115	523
EBITDA (tỷ đồng)	24	21	26	59
EBIT (tỷ đồng)	7	9	7	54
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	7	9	7	19
EPS (đồng/cổ phần)	267	337	254	630
P/E (x)	19.9	15.7	20.9	8.4
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA (%)	1%	1%	0%	1%
ROE (%)	2%	2%	1%	4%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	00,00%
Sở hữu nước ngoài	03,14%
Sở hữu khác	96,86%

CỔ ĐÔNG LỚN

Võ Anh Tuấn	23,18%
Quỹ Đầu tư chứng khoán Bản Việt	06,68%
Công ty Quản lý Quỹ Đầu tư Chứng khoán Prudential Việt Nam	06,62%
Nguyễn Kim Thanh	05,00%

Lợi nhuận Q3/2013 tăng đột biến do ghi nhận La Casa

- ❑ **VPH vừa công bố KQKD Q3/2013 tăng đột biến**, theo đó, doanh thu thuần đạt 237.3 tỷ đồng (tăng 13 lần yoy) và LNST 9.8 tỷ (cùng kỳ năm ngoái lỗ 4.3 tỷ). Lợi nhuận quý 3 đóng góp hầu hết vào lợi nhuận 9 tháng đầu năm.
- ❑ **Lũy kế 9T/2013**, DTT 288.5 tỷ đồng (tăng 3.8 lần yoy) và LNST 10.7 tỷ đồng (tăng 17 lần yoy), lần lượt hoàn thành 68% và 27% kế hoạch năm.
- ❑ Kết quả đột biến của Q3/13 đến từ việc bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Khu phức hợp La Casa, do dự án đã hoàn tất xây dựng và đang trong giai đoạn bàn giao. Đây là dự án chủ lực của VPH, khởi công block đầu tiên (Block đôi 1A-1B) từ năm 2010, đã bán 280 trong tổng số 352 căn của Block này và phần ghi nhận trong Q3/13 tương đương khoảng 140 căn hộ. La Casa là khu căn hộ tương đối cao cấp với giá bán trung bình khoảng 18 tr/m2 (gồm VAT).
- ❑ **Thông tin thêm:** Khu phức hợp La Casa nằm trên đường Hoàng Quốc Việt - Đào Trí, quận 7, TP HCM có diện tích 6.1 ha gồm 07 block cao 35 tầng (gồm 1,948 căn hộ với diện tích 85 - 127 m2), 01 block khách sạn - Văn phòng - TTTM cao 35 tầng (Diện tích thương mại 110,000m2) và khối podium nổi 8 tầng làm bãi đậu xe.
- ❑ Việc ghi nhận dự án La Casa mang tính chất bút toán, không ảnh hưởng nhiều về dòng tiền do dự án đã bán và thu tiền phần lớn trong năm 2010-2011. Tiền mặt cuối Q3/13 của VPH vẫn ở mức rất thấp là 1.6 tỷ đồng. Tổng nợ vay giảm nhẹ 8 tỷ đồng so với cuối Q2/13.
- ❑ **Biên lợi nhuận gộp 9T/13** cũng ở mức thấp, chỉ 13.9%. Phần lớn doanh thu (78%) đến từ ghi nhận La Casa, trong khi dự án này có chi phí xây dựng tương đối cao (8tr/m2 sàn), và trong giai đoạn đầu phải gánh chi phí từ những phần xây dựng công trình chung nên biên LNG chỉ 9.2%. Ngoài ra, 14% DTT đến từ xây dựng với biên LNG bằng 0% do đây chỉ là hoạt động hỗ trợ cho khách hàng mua các nền đất của các dự án Phú Mỹ và Phú Xuân 2.
- ❑ **Cần lưu ý** là dự án La Casa vẫn chưa xác định được tiền sử dụng đất phải đóng. Phần chi phí tiền sử dụng đất trong mỗi sản phẩm của dự án được trích trước mức tạm tính. Do đó, chúng tôi nhận thấy điều này có thể tiềm ẩn rủi ro nếu sau này mức tiền sử dụng đất thực đóng vượt hơn mức tạm tính.

Kết quả kinh doanh Q3/2013 của VPH

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	18	237	1,217%	76	288	279%
- Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	-4	12	n/a	3	13	333%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	-4	10	n/a	1	11	1,000%

Nguồn: BCTC VPH

Triển vọng 2013: vượt kế hoạch doanh thu nhưng khó đạt kế hoạch lợi nhuận

BVSC cho rằng kết quả kinh doanh của VPH trong Q4/13 sẽ tương đương Q3/2013 do 2 yếu tố:

- 1) **Dự án La Casa** đã bán được 280 căn. Q3/13 đã ghi nhận 140 căn. Đến hết tháng 12/2013 sẽ giao nhà và ghi nhận nốt 140 căn còn lại và đây là nguồn chủ đạo tạo DT-LN cho quý cuối năm.
- 2) 10 nền đất phát sinh từ dự án Phú Mỹ đã ghi nhận hết trong nửa đầu năm.

Như vậy, DTT Q4/13 dự kiến khoảng 235 tỷ đồng và LNST 9.2 tỷ đồng. Cả năm, VPH đạt DTT 523 tỷ đồng (gấp 4.5 lần năm 2012) và LNST 19 tỷ đồng (gấp 2.7 lần năm 2012), tương ứng vượt kế hoạch DTT 23% nhưng chỉ hoàn thành 48% kế hoạch LNST.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của VPH

ĐVT: Tr.VND

CHỈ TIÊU	2013 KH	2013 E	% KH	2012 A	yoy
Doanh thu thuần	423,730	523,103	123.5%	115,218	454.0%
LNTT	53,390	23,714	44.4%	8,252	287.4%
LNST	40,040	19,028	47.5%	7,030	270.7%
EPS		687		254	

Triển vọng 2014: chờ đợi chuyển nhượng quỹ đất

❑ Việc tiêu thụ thêm La Casa đang gặp khó

Do giá bán thuộc phân khúc trung - cao cấp, diện tích lớn nên giá mỗi căn gần 2 tỷ đồng, dẫn đến việc tiêu thụ số căn hộ còn tồn của block 1A-1B (72 căn) đang rất khó khăn.

Block tiếp theo 2A-2B chưa triển khai do block đầu tiên chưa bán hết, trong khi công ty cũng thiếu nguồn tài trợ cho dự án.

❑ Yếu tố đột biến đến từ KDC Nhơn Đức, nhưng việc ghi nhận có thể vào đầu năm 2014:

- Tổng diện tích dự án là 40ha, nằm ở Xã Nhơn Đức, Huyện Nhà Bè, TP.HCM, đã giải tỏa hầu như xong (96%), giá vốn 441 tỷ đồng.
- VPH đang thương thảo để chuyển nhượng 20ha cho Đại học Tài chính – Marketing, 10ha cho một trường đại học khác. 10ha còn lại, doanh nghiệp cân nhắc 2 khả năng: (1) Triển khai làm biệt thự/nhà liên kế như thiết kế được duyệt hoặc (2) Bán lại cho Huyện Nhà Bè làm đất tái định cư.

- Việc đàm phán bán 20ha cho ĐH Tài chính – Marketing đã gần hoàn tất. Do dự án chưa đóng tiền sử dụng đất nên giá bán dự kiến không cao. Thêm vào đó, dự án được tài trợ khá nhiều từ nợ vay với lãi suất cao (khoảng 15%/năm), cho nên lợi nhuận gộp dự kiến chỉ khoảng 10-20%. Theo kế hoạch, tiền thanh toán sẽ được chuyển vào đầu năm 2014 và lúc đó sẽ ghi nhận doanh thu.
- Việc chuyển nhượng 20ha này sẽ làm quỹ đất của VPH giảm mạnh từ 56 ha xuống còn 36 ha.

□ Các dự án còn lại đều đang tìm đối tác chuyển nhượng

VPH đang sở hữu quỹ đất 56ha đã được giải tỏa nhưng hoàn toàn chưa đóng tiền sử dụng đất. Do vướng mắc từ quy định “tiền sử dụng đất xác định theo giá thị trường” của Nghị định 69/2009/NĐ-CP, các dự án này chưa xác định được mức tiền sử dụng đất phải đóng, nên hầu như không triển khai trong gần 2 năm qua. Thêm vào đó, lãi vay vốn hóa trong các dự án này vẫn tăng lên đều đặn, nguồn vốn triển khai đang thiếu trong khi lực cầu thị trường chưa tốt trở lại. Do đó, VPH định hướng chuyển nhượng tất cả các dự án trừ La Casa.

Quy định mới về đóng tiền sử dụng đất của Nghị định 69 cũng khiến nhiều dự án bất động sản khác tại TP.HCM và Hà Nội rơi vào ách tắc trong 3 năm qua.

Cập nhật dự án VPH

Dự án	Vị trí	Sở hữu	Diện tích đất (m ²)	Tỷ lệ đền bù	DT được giải tỏa (m ²)	Tiến độ thực hiện
CHUNG CƯ						
CC Lacasa	Đường Đào Trí - Hoàng Quốc Việt, P. Phú Thuận, Q.7	77%	60,793	96%	58,214	Đang xây móng block 1A và 1B
KHU DÂN CƯ						
KDC Nhơn Đức	Xã Nhơn Đức, huyện Nhà Bè	100%	406,968	96%	389,485	Đang san lấp
Dự án Bình Trưng Đông	Bình Trưng Đông, Q.2	100%	24,000	86%	20,710	Dự kiến chuyển nhượng
KDC Long Trường	Q.9	100%	300,000	15%	44,699	Dự kiến chuyển nhượng
KDC Phú Xuân 2	Huyện Nhà Bè	100%	27,956	100%	27,956	Đang xây dựng
KDC Phú Xuân A8-A9	Huyện Nhà Bè	100%	19,330	100%	19,330	Đang xây dựng
Tổng					560,394	

Khuyến nghị đầu tư

Nhờ bàn giao dự án La Casa và mạnh dạn trích trước tiền sử dụng đất sẽ phải đóng nên nửa cuối năm 2013 DTT và LNST của VPH tăng vọt, hoàn thành 48% kế hoạch năm.

Triển vọng Q4/13 và năm 2014 sẽ tùy thuộc vào việc chuyển nhượng thành công từng phần của dự án Nhơn Đức, cũng như các dự án còn lại, mặc dù lợi nhuận kỳ vọng từ các thương vụ này là không cao do các dự án chưa đóng tiền sử dụng đất. Do đó, triển vọng doanh thu – lợi nhuận 2014 của VPH là rất khó dự đoán, do phụ thuộc vào các yếu tố đột biến vừa nêu.

Theo mức giá giao dịch ngày 01/11/2013, cổ phiếu VPH có mức P/E 2014 khoảng 8.4x và P/B 0.3, tương đối rẻ so với trung bình ngành. Mức giá mục tiêu 2014 của VPH tính theo phương pháp P/B là 6,600 đ/cp, cao hơn 24.5% so với giá giao dịch ngày 01/11/2013.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VPH đang thiếu các yếu tố phát triển bền vững, trong khi nợ vay cao do đó chúng tôi đánh giá NEUTRAL cổ phiếu này.

Rủi ro:

- Toàn bộ các dự án đang thực hiện đều chưa đóng một phần tiền sử dụng đất. Do đó, giá vốn đất có thể tăng cao sau khi xác định đầy đủ tiền sử dụng đất phải đóng.
- Tỷ lệ nợ vay/VCSH khá cao ở mức 1.27x. Lãi suất vay trung bình cũng thuộc mức cao 15%/năm. Tỷ số thanh toán nhanh ở mức thấp 0.28x do hàng tồn kho lớn và kém thanh khoản.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

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

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999