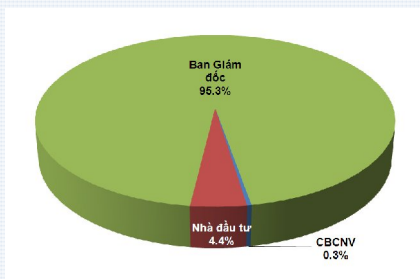


CÔNG TY CP VẠN PHÁT HƯNG (VPH)

THÔNG TIN TỔNG QUAN

| | |
|-----------------------|---------|
| NGÀNH | BDS |
| NIÊM YẾT | HOSE |
| MÃ CK | VPH |
| VỐN ĐL (Tỷ VND) | 200,8 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 120.000 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 34.680 |
| KL GDBQ 10 ngày | 13.229 |

CƠ CẤU SỞ HỮU

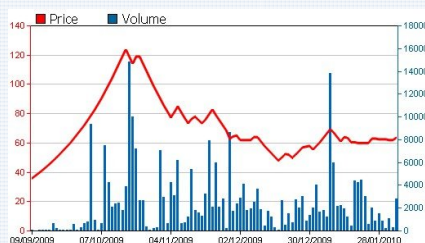


CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

| | |
|----------------------|--------|
| GIÁ (23/2/2010) | 62.000 |
| Vốn hóa TT (tỷ đồng) | 1.245 |
| EPS 2010 F (*) | 4.749 |
| P/E 2010 F (**) | 13,0 |
| P/B 2010 F | 3,1 |
| ROA Trailing 4Q % | 6,6% |
| ROE Trailing 4Q % | 32,3% |

(*) Diluted EPS sau phát hành 4 triệu CP
 (**) Diluted PE 2010

DIỄN BIẾN CP TRONG 6 THÁNG



TỔNG QUAN

Chúng tôi thực hiện báo cáo cập nhật Vạn Phát Hưng (VPH) với khuyến nghị MUA dựa trên kết quả kinh doanh nổi bật năm 2009 cùng với khả năng bán được các dự án của công ty trong năm 2010 để đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi cũng tính toán lại giá trị tài sản ròng của công ty (báo cáo lần đầu về công ty được thực hiện vào tháng 9 năm 2009). Theo đó, giá trị tài sản ròng của công ty được điều chỉnh tăng do chúng tôi đưa vào giá trị của dự án Tân Tạo ở Bình Tân vừa được đền bù giải tỏa xong 100%.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH NĂM 2009

Năm 2009, doanh thu và lợi nhuận của VPH tăng mạnh so với năm 2008, tốc độ tăng lần lượt là 187% và 205%. Cuối năm 2009, doanh thu đạt 941,8 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 85,7 tỷ. Trong Quý 4/2009, VPH đã ghi nhận gần 300 tỷ doanh thu và 21,8 tỷ lợi nhuận sau thuế, chủ yếu là từ việc bán các căn hộ chung cư, các khu đất và doanh thu xây dựng tại khu Phú Xuân A8-A9 và dự án Phú Mỹ.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh

| | Q4-2009 | FY2009 | 2008 | Tốc độ tăng |
|------------------|---------|---------|---------|-------------|
| Doanh thu (tr đ) | 299.521 | 941.812 | 327.856 | 187% |
| LNST (tr đ) | 21.829 | 85.775 | 28.116 | 205% |
| Tỷ suất LNST | 7,3% | 9,1% | 8,6% | 5,8% |
| EPS | 1.086 | 4.271 | 1.400 | 205% |

Nguồn: BCTC 2009 của VPH, VCSC ước tính

Theo đó, một phần lớn doanh thu từ việc bán 2 dự án này đã được ghi nhận trong năm 2009, chiếm gần 98% tổng doanh thu cả năm.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu 2009

| | Phú Mỹ | Phú Xuân | Tổng | % |
|-----------------|--------|----------|------|--------|
| Xây dựng | 41 | 1 | 42 | 4.5% |
| Bán đất nền | 22 | 254 | 276 | 29.3% |
| Căn hộ chung cư | 609 | 0 | 609 | 64.6% |
| Doanh thu khác | 0 | 0 | 15 | 1.6% |
| Tổng | 672 | 255 | 942 | 100.0% |

Nguồn: BCTC 2009 của VPH

Cũng trong Quý 4/2009, VPH đã bán và ghi nhận thêm 29,343 tỷ vào lợi nhuận khác từ việc chuyển nhượng 19.562m² đất ở Hiệp Phước mà công ty đã quyết định không tiếp tục phát triển để tập trung nguồn lực tài chính vào các dự án khác. Kể từ quý 3 năm 2009, VPH đã bán được 31.083m² trong tổng số 47.538m² với giá trung bình 1,5 triệu đồng/m² và ghi nhận 46,6 tỷ trong phần thu nhập khác. VPH sẽ tiếp tục bán 16.455m² còn lại của khu đất này trong năm 2010, đem lại lợi nhuận khoảng 20 tỷ đồng do giá vốn của khu đất chỉ khoảng 240.000/m².

CÔNG TY CP VẠN PHÁT HƯNG (VPH)

DỰ ÁN BÌNH TÂN



Bảng 3: Dự án Hiệp Phước

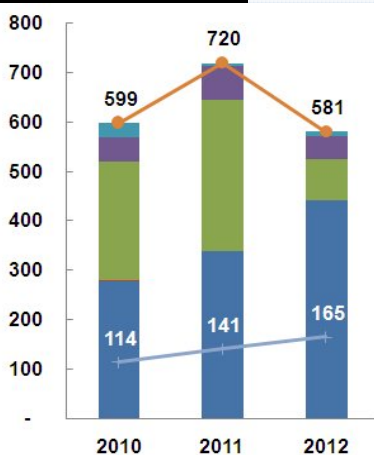
| | Q3-2009 | Q4-2009 | 2010F | Total |
|---------------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Diện tích đất (m ²) | 11.521 | 19.562 | 16.455 | 47.538 |
| Doanh thu (triệu đồng) | 17.282 | 29.343 | 24.683 | 71.308 |
| LNST (triệu đồng) | 14.516 | 24.648 | 20.734 | 59.898 |

QUỸ ĐẤT DỰ TRỮ

VPH có một quỹ đất khá lớn khoảng 89 héc-ta nằm ở vị trí thuận tiện và đầy tiềm năng ở Quận 2, 7, 9 và Nhà Bè thuộc Tp. HCM. Đây là một lợi thế cạnh tranh rõ ràng mà VPH có được so với các công ty BĐS khác bởi vì quỹ đất của VPH tập trung chủ yếu ở các khu vực rất thuận lợi về mặt quy hoạch phát triển của thành phố. Tổng quỹ đất sạch của công ty là khoảng 61 héc-ta, đủ cho VPH phát triển trong 3 năm tới. Hơn thế nữa, với quỹ đất sạch này, VPH sẽ không đối mặt với rủi ro chi phí bồi thường tăng và cũng có thể có được lợi nhuận từ việc phục hồi giá đất sau một thời gian. Các dự án chính đang trong giai đoạn thực hiện bao gồm:

- **Dự án Khu Dân cư Nhơn Đức:** tọa lạc ở Nhà Bè, Tp. HCM với diện tích 40,7 héc-ta, trong đó 100% là đất đã được đền bù giải tỏa, bao gồm nhà liên kế, villa và nhà chung cư 15 tầng. Cơ sở hạ tầng đã được đầu tư trong Quý 4/2009 và dự kiến sẽ mở bán giai đoạn 1 trong tháng 10 năm 2010.
- **Khu căn hộ cao cấp Phú Thuận:** Dự án nằm ở Quận 7, Tp.HCM gần cầu Phú Mỹ và tiếp giáp với Phú Mỹ Hưng trên khu đất 60.793 m², trong đó đất đã được giải tỏa chiếm 96% (58.361m²). Đây là dự án liên kết với đối tác trong nước (Công ty TNHH Thiên Bích) trong đó VPH nắm giữ 75%. Tổng diện tích thương mại chiếm 210.565m². VPH đặt mục tiêu bán 63.170m² trong giai đoạn 1 vào Quý 2/2010 với giá là 21 triệu/m² (tương đương 1.200USD).
- **Căn hộ Bình Tân (Tân Tạo):** Tọa lạc ở quận Bình Tân Tp.HCM với diện tích 59.236m² (100% đất đã được giải tỏa). VPH đóng góp 60% nguồn vốn vào dự án này và dự án này được ước tính sẽ mang lại 112,6 tỷ thu nhập thuần trong năm 2012.

ƯỚC TÍNH 2010 - 2012



DỰ BÁO NĂM 2010

Hai dự án chính đóng góp vào doanh thu giai đoạn 2010 – 2012 là Phú Thuận và Nhơn Đức. Các dự án này cho khách hàng nhiều sự lựa chọn vì mức giá căn hộ khá đa dạng, dao động từ 8 triệu/m² đến 23 triệu/m². Do quỹ đất của hai dự án này hầu như 100% là đất sạch với chi phí thấp nên VPH sẽ đạt được tỷ suất lợi nhuận khá cao. Khu chung cư Phú Thuận và khu đất Nhơn Đức ước tính sẽ mang lại lợi nhuận gộp lần lượt là 33% và 49%. Do đó, mặc dù doanh thu

CÔNG TY CP VẠN PHÁT HƯNG (VPH)

có thể sẽ giảm trong năm 2010, chúng tôi hy vọng rằng lợi nhuận sẽ tăng do tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng đáng kể, tăng từ 11% trong năm 2009 lên 40% trong năm 2010.

Dự báo doanh thu chưa tính đến việc chuyển nhượng đất ở Tân Tạo – Bình Tân. Hiện tại, VPH đang đàm phán để bán lại cho đối tác dự án này để tập trung nguồn vốn phát triển các dự án trọng điểm khác. Nếu thành công, việc bán dự án sẽ mang lại hơn 70 tỷ lợi nhuận cho công ty, từ đó nâng tổng lợi nhuận sau thuế 2010 lên khoảng 184 tỷ.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 20% trong Quý 1/2010 thông qua việc phát hành riêng lẻ 4.016.657 triệu cổ phiếu. Hiện tại vốn điều lệ của công ty là 200,8 tỷ và công ty đang có kế hoạch tăng vốn lên 241 tỷ thông qua việc phát hành riêng lẻ trong Quý 1/2010. Mức giá dự định phát hành cho cổ đông chiến lược sẽ không thấp hơn 40.000 đồng/cp (dự kiến ở mức 50.000 đồng/cp) và sẽ mang lại cho công ty khoảng 160 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ

Do công ty chuẩn bị phát hành 4 triệu cổ phiếu để tài trợ cho việc phát triển các dự án, chúng tôi tính toán giá trị của cổ phiếu dựa trên số cổ phiếu sau khi phát hành thêm là 24 triệu cổ phiếu. Bằng cách áp dụng phương pháp Giá trị tài sản ròng (NAV), NAV của công ty được tính toán ở mức 2.049 tỷ, tương ứng với mức NAV trên mỗi cổ phiếu là 85.000 đồng.

Bảng 4: Giá trị tài sản ròng

| Dự án | Vị trí | Sở hữu | Diện tích đất (m ²) | Khu vực đã được giải tỏa | Chi phí đất (triệu VND) | Đất được định giá lại (triệu VND) | Lợi nhuận (triệu VND) |
|----------------------------|----------|------------|---------------------------------|--------------------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------------|
| Bình Trưng Đông | Quận 2 | 100% | 24.000 | 20.640 | 54.371 | 309.600 | 255.229 |
| Phú Thuận | Quận 7 | 75% | 60.793 | 58.361 | 147.971 | 1.167.226 | 764.441 |
| Long Trường | Quận 9 | 100% | 300.000 | 44.700 | 79.600 | 178.800 | 99.200 |
| Hiệp Phước | Quận 7 | 100% | 16.455 | 16.455 | 3.949 | 24.683 | 20.733 |
| Nhơn Đức | Nhà Bè | 100% | 406.968 | 406.968 | 304.971 | 813.936 | 508.965 |
| Hoàng Quốc Việt | Quận 7 | 100% | 1.402 | 1.402 | 7.000 | 28.040 | 21.040 |
| Tân Tạo | Bình Tân | 60% | 59.236 | 59.236 | 46.893 | 236.944 | 114.031 |
| Tổng | | 70% | 868.854 | 607.762 | 644.755 | 2.759.228 | 1.783.639 |
| NAV (triệu đồng) | | | | | | | 2.049.068 |
| Số lượng CP | | | | | | | 24.099.420 |
| NAV/CP (triệu đồng) | | | | | | | 85.000 |

KHUYẾN NGHỊ

Với mức NAV ước tính là 85.000 đồng/CP (dựa trên số lượng cổ phiếu sau phát hành là 24 triệu), mức giá hiện tại của VPH 62.000 đồng/cp đang thấp hơn khoảng 27% so với NAV. Mặt khác, chúng tôi dự phóng EPS 2010 của VPH là 4.749 đồng (sau phát hành) và giá hiện tại là 62.000 đồng thì P/E 2010 của công ty là 13x. Đây là mức định giá tương đương với mức trung bình của ngành. Dựa trên lợi thế về quỹ đất tốt, nguồn lực tài chính cùng với trình độ và kinh nghiệm phát triển dự án, chúng tôi tin rằng VPH là cổ phiếu tốt cho các nhà đầu tư dài hạn tiềm kiếm cơ hội trong ngành BĐS.

CÔNG TY CP VẠN PHÁT HƯNG (VPH)

| KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Doanh thu thuần | 327.169 | 327.856 | 941.812 | 599.243 |
| Giá vốn hàng bán | 222.365 | 235.714 | 833.437 | 358.790 |
| Lợi nhuận gộp | 104.804 | 92.141 | 108.375 | 240.453 |
| Chi phí bán hàng | 8.794 | 3.999 | 5.687 | 35.256 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 73.122 | 44.053 | 32.562 | 28.000 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 22.888 | 44.090 | 70.125 | 177.197 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 5.878 | 25.826 | 17.712 | 2.500 |
| Chi phí tài chính | 905 | 29.930 | 18.661 | 32.200 |
| Chi phí lãi vay | - | 15.867 | 15.818 | 30.000 |
| Lợi nhuận từ hoạt động tài chính | 4.973 | (4.104) | (949) | (29.700) |
| Thu nhập khác | 4.582 | 1.698 | 50.318 | 21.500 |
| Chi phí khác | 2.540 | 720 | 8.386 | 16.500 |
| Lợi nhuận hoạt động bất thường | 2.042 | 978 | 41.932 | 5.000 |
| Lợi nhuận trước thuế | 29.902 | 40.964 | 111.108 | 152.497 |
| Chi phí thuế TNDN | 11.877 | 12.848 | 25.333 | 38.124 |
| LỢI NHUẬN SAU THUẾ | 18.025 | 28.116 | 85.775 | 114.373 |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 32,0% | 28,1% | 11,5% | 40,1% |
| Tỷ suất LN ròng (%) | 5,5% | 8,6% | 9,1% | 19,1% |
| EPS (VND đồng/cổ phiếu) | 1.041 | 1.400 | 4.271 | 4.749 |
| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010F |
| Tài sản ngắn hạn | 1.074.670 | 1.459.957 | 1.082.559 | 1.346.932 |
| Tiền và các khoản tương đương tiền | 66.886 | 55.372 | 16.209 | 60.581 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 48.807 | 89.422 | 88.536 | 88.536 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 43.207 | 90.059 | 135.381 | 95.381 |
| Hàng tồn kho | 898.583 | 1.200.439 | 814.546 | 1.074.546 |
| Tài sản lưu động khác | 17.187 | 24.664 | 27.886 | 27.886 |
| Tài sản dài hạn | 107.081 | 120.745 | 213.765 | 238.765 |
| Tài sản cố định | 7.962 | 3.644 | 14.621 | 14.621 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 98.300 | 114.101 | 183.347 | 208.347 |
| Tài sản dài hạn khác | 819 | 3.000 | 15.797 | 15.797 |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 1.181.751 | 1.580.702 | 1.296.324 | 1.585.696 |
| Nợ ngắn hạn | 757.502 | 1.016.308 | 967.502 | 952.502 |
| Nợ dài hạn | 246.629 | 353.789 | 63.393 | 153.393 |
| TỔNG CỘNG NỢ PHẢI TRẢ | 1.004.131 | 1.370.097 | 1.030.895 | 1.105.895 |
| VỐN CHỦ SỞ HỮU | 177.620 | 210.605 | 265.429 | 479.801 |
| Vốn điều lệ | 173.131 | 200.833 | 200.833 | 240.833 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 18.900 | 18.900 | 19.136 | 139.136 |
| Cổ phiếu quỹ | (17.629) | (20.455) | (1.555) | (1.555) |
| Quỹ đầu tư phát triển | 1.254 | 1.254 | 1.254 | 3.973 |
| Quỹ dự phòng tài chính | 2.033 | 3.439 | 7.728 | 10.446 |
| Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối | 279 | 5.742 | 32.978 | 79.195 |
| Quỹ khen thưởng, phúc lợi | (349) | 892 | 5.055 | 7.774 |
| TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN | 1.181.751 | 1.580.702 | 1.296.324 | 1.585.696 |
| ROA | 1,5% | 1,8% | 6,6% | 7,2% |
| ROE | 10,1% | 13,4% | 32,3% | 23,8% |

CÔNG TY CP VẠN PHÁT HƯNG (VPH)

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

| | |
|--------------------|--|
| Trịnh Thanh Cần | can.trinh@vcsc.com.vn |
| Hoàng Thị Hoa | hoa.hoang@vcsc.com.vn |
| Ông Thị Thanh Thảo | thao.ong@vcsc.com.vn |
| Trương Vĩnh An | an.truong@vcsc.com.vn |
| Đinh Thị Như Hoa | hoa.dinh@vcsc.com.vn |
| Nguyễn Ngọc Ý Nhi | nhi.nguyen@vcsc.com.vn |
| Võ Phúc Nguyên | nguyen.vo@vcsc.com.vn |
| Võ Xuân Quỳnh | quynh.vo@vcsc.com.vn |
| Vũ Thành Tú | tu.vu@vcsc.com.vn |

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>