



VAN PHAT HUNG

Ngành: Bất động sản

Lĩnh vực hoạt động: Đầu tư và kinh doanh BĐS

MCK: VPH

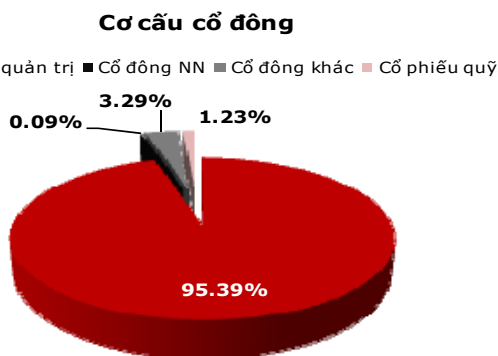
Công ty Cổ phần Vạn Phát Hưng

Khuyến nghị đầu tư	: Bán	Giá mục tiêu	: 53,531 VNĐ	Giá (15/12/2009):	50,000 VNĐ
EPS_2009F	: 4,480 VNĐ	P/E	: 13x		
BVS_2009F	: 13,939 VNĐ	P/B	: 3.5x		

Thông tin cơ bản về công ty

Thông tin cơ bản về công ty		Bảng 1			
		Chỉ tiêu tài chính			
		ĐV: Tỷ đồng			
		3T2009	6T2009	9T2009	
Tên công ty:	Công ty cổ phần Vạn Phát Hưng	Doanh thu	14.661	57.537	642.291
Tên viết tắt:	VPH Corp.	Lợi nhuận gộp	6.24	21.777	86.280
Tên quốc tế:	VAN PHAT HUNG CORPORATION	Lợi nhuận từ HĐSXKD	3.247	9.364	69.048
Trụ sở chính:	1333/9 Huỳnh Tấn Phát - Phú Nhuận, Q.7, TP. HCM	LNST	2.472	7.404	63.946
Điện thoại:	+84-3-785 0011	Tổng tài sản	1,677.757	1,818.856	1,487.720
Fax:	+84-3-785 4422	NV Chủ sở hữu	213.026	217.952	274.460
Website	www.vanphathung.com	ROE (%)	1.16%	3.40%	23.30%
Lĩnh vực hoạt động chính - Xây dựng dân dụng, san lấp mặt bằng. - Mua bán vật liệu XD, trang trí nội ngoại thất, sản xuất bê tông. - Kinh doanh và cho thuê nhà, môi giới bất động sản, dịch vụ tư vấn bất động sản, tư vấn quản lý dự án. - Xây dựng đường giao thông, xây lắp điện nước 35 KV, xây dựng công trình công nghiệp, cầu cảng. - Sàn giao dịch bất động sản.		ROA (%)	0.15%	0.41%	4.30%
		EPS ('000)	0.125	0.373	3.224
		Giá trị sổ sách ('000)	10.772	10.852	13.796

Biểu đồ 1



Nguồn : Vanphathung, TVSI tổng hợp

Hệ thống số liệu được viết theo quy chuẩn quốc tế

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp hệ số tương đối		
P/E	58,240 VNĐ	50%
P/BV	48,822 VNĐ	50%

Tin tức liên quan

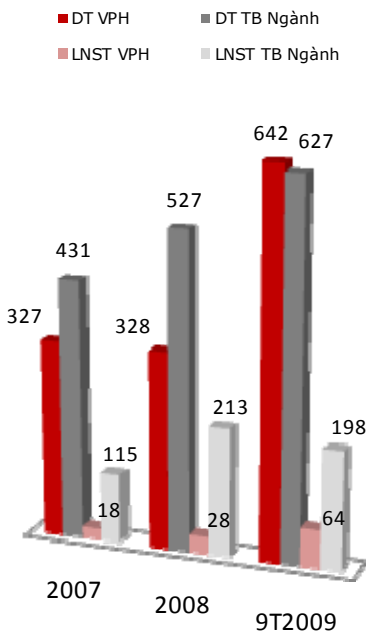
Ngày	Tin tức	Nguồn
13/12/2009	Cấm chung cư, văn phòng cho thuê hưởng lợi	Sgtt.com.vn
26/11/2009	Cấm sử dụng chung cư làm văn phòng: "Gây sốc cũng làm"	Vneconomy.vn
23/11/2009	Điều chỉnh giao dịch bán cổ phiếu quỹ	hsx.vn
19/11/2009	Điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận và phát hành cổ phiếu	Vanphathung.vn
12/10/2009	Khởi công xây dựng hai dự án lớn trong tháng 10/2009	Vanphathung.vn

Bảng 2 - 30/09/2009

ĐV: '000 VNĐ	Vị thế của Công ty trong ngành								
	HAG	ITA	KBC	ITC	DIG	BCI	SJS	TDH	VPH
Tổng TS	10,246.161	7,195.771	6,711.089	2,857.608	2,788.346	2,771.557	2,720.311	1,753.719	1,487.720
Vốn chủ sở hữu	4,532.716	4,824.144	2,972.412	1,341.261	1,133.398	1,182.996	1,417.061	1,162.535	273.632
Doanh thu thuần	3,277.709	940.518	629.885	606.163	476.471	301.293	370.088	379.993	642.291
Lợi nhuận sau thuế	936.821	200.534	346.433	110.665	218.381	144.847	335.758	222.982	63.946
Giá trị sổ sách Q3	25.604	23.669	30.206	58.237	40.712	55.540	24.500	32.541	13.796
EPS Q3	4.842	0.979	3.290	4.805	7.805	6.805	5.805	6.148	3.224
Giá (14/12/2009)	60.500	31.100	71.400	66.000	97.000	53.500	78.500	84.500	55.500
P/E	12.495	31.767	21.701	13.736	12.428	7.862	13.523	13.745	17.215

Biểu đồ 2

So sánh VPH - TB Ngành



Nếu đánh giá theo quy mô tổng tài sản thì VPH ở vị trí trung bình so với các công ty trong ngành. Nếu xét theo quỹ đất, thì VPH là một trong số công ty có quỹ đất rộng - 95 ha ở các vị trí khá đẹp như quận 2, 7, 9 và Nhà Bè Tp. HCM với 12 dự án đã được giải tỏa 86%-96%, đó là lợi thế đáng kể của VPH do hiện nay nhà nước quy định tăng 150% giá đền bù giải tỏa đất dự án. Với hệ thống sàn và đại lý giao dịch bất động sản, VPH tạo cho mình một chuỗi liên tục hỗ trợ và đẩy nhanh việc bán sản phẩm - căn hộ và các dự án bất động sản.

Tình hình hoạt động

Kết quả kinh doanh 9T 2009 thể hiện những nỗ lực đáng được ghi nhận của VPH, so với thời điểm báo cáo lần 1 doanh thu tăng 11.26 lần, lợi nhuận sau thuế cũng tăng hơn 8.6 lần. Tuy nhiên mức doanh thu và lợi nhuận của VPH thấp hơn hẳn so với trung bình ngành trong các năm 2007-2008, doanh thu có được cải thiện một chút ở kết quả kinh doanh 9T/2009 song lợi nhuận vẫn chỉ bằng 32% trung bình ngành. **Mặc dù quy mô không phải quá nhỏ, quỹ đất và dự án hiện cũng rất phong phú, kết quả kinh doanh đã được cải thiện đáng kể song tình hình hoạt động hiện tại của VPH so với trung bình ngành vẫn mang lại không ít lo lắng cho nhà đầu tư.**

Trong kỳ, doanh thu của công ty tăng do bán đất nền dự án Phú Mỹ 11,4 tỷ đồng, tiếp tục thu thêm theo tiến độ xây dựng dự án này hơn 14.4 tỷ đồng. Bán thêm 12.6 tỷ đất nền thuộc dự án Phú Xuân và thu 429 triệu đồng doanh thu xây dựng từ dự án này. Doanh thu từ hoạt động môi giới trong kỳ giảm chỉ còn bằng 1/2 quý 2, từ 6 tỷ xuống còn 2.9 tỷ đồng. **Đột biến doanh thu trong kỳ đến từ nguồn thu bán chung cư Phú Mỹ gần 543 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án này là 10.5%**, đồng thời công ty cũng thu về hơn 4 tỷ cổ tức và lãi trái phiếu, cao gấp hơn 10 lần so với quý 2.

Dự án chung cư Phú Mỹ hoàn thành và kết chuyển mang lại đột biến về cả doanh thu và lợi nhuận cho công ty trong quý 3, đồng thời giảm danh mục dự án đang thực hiện của công ty xuống còn 11 dự án với tổng chi phí xây dựng dở dang lên tới 945.76 tỷ đồng, vẫn là các dự án mà chúng tôi đã nêu trong báo cáo lần 1.

Trong quý 4, nguồn thu của công ty sẽ tiếp tục đến từ các dự án dân cư Phú Mỹ, Phú Xuân và chung cư Phú Mỹ - ước lượng khoảng hơn 53 tỷ thông qua khoản mục chi phí trích trước của dự án. **Xét về dài hạn thì nguồn thu của VPH sẽ được đảm bảo nhờ dòng tiền tạo ra từ các dự án đang triển khai. Tuy nhiên các dự án này khá dài hạn vì vậy trong một hoặc hai quý tới, lợi nhuận của VPH sẽ khó có khả năng đột biến.**

Tháng 10, công ty mới triển khai thêm hai dự án lớn gây được chú ý là dự án văn phòng Vạn Phát Hưng - Q7 và khu căn hộ Bình Tân - Q. Bình Tân, diện tích 5.9 ha với 10 block căn hộ 18-22 tầng và 34 nhà phố. Cũng trong Q4, ĐHCĐ của công ty đã quyết định tăng kế hoạch doanh thu từ 931.8 lên 953.5 tỷ đồng và từ 29.74 lên 86.05 tỷ đồng, đồng thời quyết định phát hành thêm 4,016,657 cổ phiếu tương đương 20% vốn điều lệ. **Cho thấy, công ty đang rất tự tin vào khả năng phát triển của mình, đồng thời đang cần vốn để tiếp tục đầu tư cho các dự án hiện tại.**

Chúng tôi cho rằng kết quả hoạt động quý 3 đã thể hiện những nỗ lực đáng ghi nhận của VPH, song với danh mục dự án quá dày - đòi hỏi vốn lớn để đẩy nhanh tiến độ, trong khi đó tiềm lực tài chính của công ty chưa đủ để đáp ứng, dẫn tới dòng tiền thu về chậm và nhỏ, ảnh hưởng không tốt đến khả năng tăng trưởng và phát triển của công ty.

Bảng 3

- 1 DA CC Phú Mỹ
- 2 DA CC Phú Thuận
- 3 DA Bệnh Viện
- 4 DA CC Tân Tạo
- 5 DA khu dân cư Phú Mỹ
- 6 DA khu dân cư Phú Xuân
- 7 DA khu dân cư Hiệp Phước
- 8 DA khu nhà ở Nhơn Đức
- 9 DA khu dân cư Quận 2
- 10 DA Quận 9
- 11 Nhà kho Hoàng Quốc Việt
- 12 DA VP Vạn Phát Hưng
- 13 DA căn hộ Bình Tân

Nguồn : Vanphathung, TVSI tổng hợp

Tình hình tài chính

Bảng 4 - 30/09/2009 So sánh với DN cùng ngành Cơ cấu vốn

Chỉ số	VPH	NTL	TDH	Giải thích
Khả năng thanh toán				<p>Nỗ lực trong việc giảm bớt nợ nên nợ so với tổng tài sản của công ty đã có dấu hiệu giảm nhẹ từ 88% cuối quý 2 xuống còn 82% trong quý 3. Tuy nhiên hệ số nợ của công ty vẫn ở mức cao vượt so với trung bình ngành và so với một số công ty cùng quy mô khác như NTL hay TDH. Nợ so với nguồn vốn chủ sở hữu của công ty ở thời điểm cuối Q3 của VPH lên tới 4.42x, trong khi NTL là 0.48x và TDH là 2.68x. Điều này hoàn toàn có thể lý giải được, do danh mục dự án của công ty rất dày, trong khi đó nguồn vốn tự có ít vì vậy để có vốn đầu tư cho các dự án công ty phải đi vay, 37% trong nợ ngắn hạn tương đương 25.5% tổng nợ là khoản người mua trả tiền trước, điều đó cho thấy các dự án của công ty có khả năng thu hút vốn tốt và việc vay nợ nhiều không phải là xấu.</p> <p>Trong quý 4, công ty sẽ phát hành thêm 4,016,657 cổ phiếu tương đương 40.16 tỷ đồng bổ sung vào vốn chủ sở hữu và tài trợ cho các dự án. Nhờ đó, cơ cấu vốn của công ty sẽ được cải thiện.</p>
KN thanh toán hiện hành	1.52	2.51	1.35	
KN thanh toán nhanh	0.39	1.21	0.73	
KN thanh toán bằng tiền	0.10	0.32	0.42	
Hiệu suất sử dụng tài sản				
Vòng quay hàng tồn kho	0.59	0.41	0.31	
Vòng quay TSCĐ	206.57	5.49	52.07	
Vòng quay tổng tài sản	0.43	0.22	0.34	
Cơ cấu vốn				<p>Khả năng thanh toán</p> <p>Tương ứng với việc giảm bớt nợ là cải thiện khả năng thanh toán, tuy vậy mức độ cải thiện vẫn còn hạn chế: khả năng thanh toán hiện hành tăng từ 1.29x lên 1.52x, khả năng thanh toán nhanh từ 0.23x lên 0.39x so với thời điểm báo cáo phân tích lần 1. Sử dụng nhiều nợ hơn hẳn các công ty cùng ngành, trong khi đó doanh thu và lợi nhuận lại thấp hơn hẳn mức trung bình ngành mặc dù đã có nhiều nỗ lực đáng ghi nhận, khiến cho khả năng thanh toán của công ty thấp hơn hẳn ngành và NTL cũng như TDH. Khi các chính sách tiền tệ có biến động như trong quý 4, VPH cần cẩn trọng hơn với các khoản nợ và cần tiếp tục cải thiện khả năng thanh toán nhanh tối thiểu lên trên 0.5x.</p>
Nợ phải trả/NVCSH	4.42	0.48	2.68	
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	0.82	0.32	0.73	
Khả năng sinh lời				<p>Năng lực hoạt động</p> <p>Khắc phục tình trạng thiếu vốn, công ty tỏ ra rất nỗ lực nhằm nâng cao năng lực hoạt động. Các chỉ tiêu năng lực hoạt động đã được cải thiện đáng kể so với thời điểm cuối Q2 và cao hơn hẳn trung bình ngành cũng như NTL hay TDH. Nhóm chỉ tiêu đáng ghi nhận, do thể hiện cách quản lý và sử dụng tài sản một cách có hiệu quả của công ty, đặc biệt trong tình trạng còn thiếu vốn như tình hình hiện tại. Nếu tiếp tục duy trì và có khả năng nâng cao hơn nữa năng lực hoạt động, VPH sẽ đạt được những thành tựu đáng kể hơn và dần cải thiện được cơ cấu vốn cũng như nâng cao khả năng sinh lời.</p>
Lợi nhuận biên gộp	13.43%	53.74%	59.39%	
Lợi nhuận biên sau thuế	9.96%	57.80%	40.64%	
ROE	23.30%	18.68%	50.92%	
ROA	4.30%	12.52%	13.83%	
Lợi ích cổ đông				
Bookvalue	13.796	32.541	21.070	
EPS trailing	3.224	6.148	10.830	
P/E Q3 (16/12/2009)	16.44	9.60	12.10	
P/BV Q3(16/12/2009)	3.84	1.81	6.22	

Nguồn : Vanphathung, TVSI tổng

Khả năng sinh lời

Với tất cả những nỗ lực từ việc giảm bớt nợ cho đến nâng cao năng lực hoạt động đã mang đến cho VPH những bước tiến đáng kể trong khả năng sinh lời của mình. Kết thúc quý 2, ROA của công ty chỉ ở mức 0.27% thì nay đã tăng lên 4.3% - mức cao tương đối trong ngành, tương tự với chỉ tiêu ROE khi tăng từ 2.27% lên 23.3% - tăng hơn 10 lần, một mức tăng đáng kể kỳ vọng.

Mặc dù có lợi thế với quỹ đất rộng, đã được đền bù giải tỏa với mức giá đến thấp (trước khi Nhà nước có quyết định tăng), song các chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận biên gộp và lợi nhuận biên sau thuế đều cho thấy chi phí của công ty lớn hơn hẳn trung bình ngành và TDH cũng như NTL. **Các chỉ tiêu lợi nhuận biên của VPH thấp không bằng đến 1/3 so với NTL và TDH, điều đó cho thấy công ty chưa có chính sách quản lý chi phí hợp lý và hiệu quả. Qua đó chúng tôi đánh giá rằng chất lượng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của công ty hiện chưa cao và công ty cần có những chính sách thắt chặt chi phí hơn nữa.**

Hệ số giá trị thị trường

EPS điều chỉnh của công ty không hề thấp so với các công ty cùng ngành, song nếu loại bỏ một số mã có P/E cao và tỷ trọng vốn hóa lớn trong ngành thì P/E điều chỉnh của VPH hiện đang ở mức cao so với các công ty cùng ngành, cao hơn hẳn so với NTL và TDH.

Tương tự như vậy so với hệ số giá P/B, tính theo giá của ngày 15/12 thì P/B của VPH là 3.84x trong khi của TDH chỉ là 1.8x và của trung bình ngành cũng chỉ vào khoảng 2.9x.

Các hệ số giá cho thấy, VPH đang được giao dịch ở mức giá đắt. Chúng tôi cho rằng, tình hình tài chính hiện tại của công ty đã cho thấy rất nhiều nỗ lực của công ty song về cơ bản vẫn không được đánh giá cao. Tiềm năng tăng trưởng của công ty được thể hiện nhiều qua các dự án dài hạn và với điều kiện công ty tiếp tục nỗ lực nâng cao năng lực hoạt động cũng như quản lý chi phí một cách hiệu quả.

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu VPH theo hai phương pháp là P/E, P/BV. Với P/E và P/B được tính dựa trên tất cả các cổ phiếu cùng ngành - lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản với VPH. Tỷ trọng đóng góp của mỗi của phiếu vào hệ số chung của lĩnh vực được tính toán căn cứ vào mức độ vốn hóa thị trường của cổ phiếu đó.

Phương pháp P/E:

P/E điều chỉnh trung bình ngành là 18.3x, tuy nhiên sau khi loại bỏ một số mã có giá trị vốn hóa lớn và P/E điều chỉnh quá lớn như (KBC, ITA), đồng thời tiến hành điều chỉnh tình hình thị trường và tiềm năng tăng trưởng của VPH, theo chúng tôi đánh giá mức P/E điều chỉnh cho cổ phiếu VPH trong thời gian tới sẽ dao động trong khoảng 12x đến 13x. Theo như kế hoạch DT và LN mà công ty công bố cũng như căn cứ vào tình hình hoạt động thực tế của công ty chúng tôi dự kiến EPS của VPH trong năm 2009 khoảng 4,480 VNĐ. Giá của VPH theo P/E được xác định trong khoảng **53,760 - 58,240 VNĐ**.

Phương pháp P/B:

P/B điều chỉnh trung bình của các công ty cùng lĩnh vực hoạt động với VPH đang niêm yết trên sàn bằng 2.82x, tiến hành điều chỉnh chúng tôi cho rằng mức P/B điều chỉnh cho VPH khoảng 3x đến 3.5x. Căn cứ kế hoạch hoạt động kinh doanh và ước tính dựa trên tình hình hoạt động thực tế của công ty, chúng tôi cho rằng giá trị sổ sách cơ bản của VPH đến hết năm kế toán 2009 vào khoảng 13,949 VNĐ, giá tính theo P/B sẽ vào khoảng **41,847 - 48,822 VNĐ**.

Tổng hợp 2 phương pháp, giá của cp VPH xác định dao động trong khoảng 47,804 - 53,531 VNĐ

Triển vọng phát triển

Trước tiên chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực mà VPH đã thể hiện trong hoạt động sản xuất kinh doanh quý 3 với việc cải thiện một cách nhanh chóng khả năng sinh lời và năng lực hoạt động. Tuy nhiên, về cơ bản vẫn chưa thể khẳng định tình hình tài chính của công ty thực sự tốt, do công ty vẫn chưa quản lý tốt các khoản chi phí dẫn đến chất lượng tăng trưởng chưa cao, ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng sinh lợi và khả năng thanh toán của công ty.

Tiềm năng tăng trưởng của ngành bất động sản được khẳng định một cách chắc chắn ở Việt Nam hiện nay và cả trong thời gian tới. Phân khúc đất nền và nhà ở với mức giá trung bình cũng đang khởi sắc. Song doanh thu của công ty chỉ được ghi nhận theo tiến độ dự án hoặc chuyển nhượng quyền sử dụng đất, trong khi đó mật độ dự án của VPH quá dày so với khả năng tài chính của công ty. Do đó công ty chưa đủ khả năng đẩy nhanh tiến độ, dòng tiền từ các dự án mang lại mỗi năm không đủ lớn để tạo ra mức lợi nhuận lớn hay lợi nhuận đột biến. Thêm vào đó các dự án của VPH phần lớn sẽ tạo ra doanh thu trong một vài năm tới, nói cách khác là khá dài hạn và không phân bổ đều, do đó triển vọng phát triển của VPH được xác định nhiều hơn ở trung và dài hạn thay vì ngắn hạn.



Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

Chuyên viên phân tích:

Lưu Thị Hương

Email: huonglt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhập website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn