

# Báo cáo phân tích

**Ngày 08/09/2009**



**VAN PHÁT HƯNG**

## Công ty CP Vạn Phát Hưng - VPH

### Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần Vạn Phát Hưng
Tên viết tắt:	VPH Corp.
Tên quốc tế:	VAN PHAT HUNG CORPORATION
Mã chứng khoán:	VPH
Trụ sở chính:	1333/9 Huỳnh Tấn Phát - Phú Nhuận - Quận 7—Tp Hồ Chí Minh
Điện thoại:	+84-3-785 0011
Fax:	+84-3-785 4422
Email:	<a href="mailto:info@vanphathung.com.vn">info@vanphathung.com.vn</a>
Website:	<a href="http://www.vanphathung.com">www.vanphathung.com</a>

Công ty hoạt động chủ yếu ở phân khúc đất nền nghiệp và khu dân cư. Sản phẩm của công ty được mua bán tại sàn giao dịch BDS Vạn Phát Hưng và mạng lưới sàn giao dịch của công ty.

Liên doanh liên kết (nắm giữ từ 9.9% đến 50% cổ phần) với 7 công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, kinh doanh bất động sản và chứng khoán.

### Lịch sử phát triển & Quá trình tăng vốn

Khởi nghiệp năm 1999 do hai sáng lập viên Võ Anh Tuấn và Trần Văn Thành, đến tháng 10/2006 chuyển đổi mô hình thành công ty cổ phần hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây dựng BDS .

Công ty trải qua 4 lần tăng vốn:

Lần 1: 10/2006 - 135 tỷ đồng

Lần 2: 02/2007 - 165 tỷ đồng

Lần 3: 04/2007 - 173.131 tỷ đồng

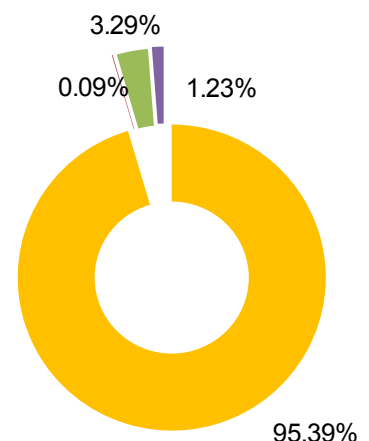
Lần 4: 06/2007 - 200.833 tỷ đồng

■ Hội đồng quản trị

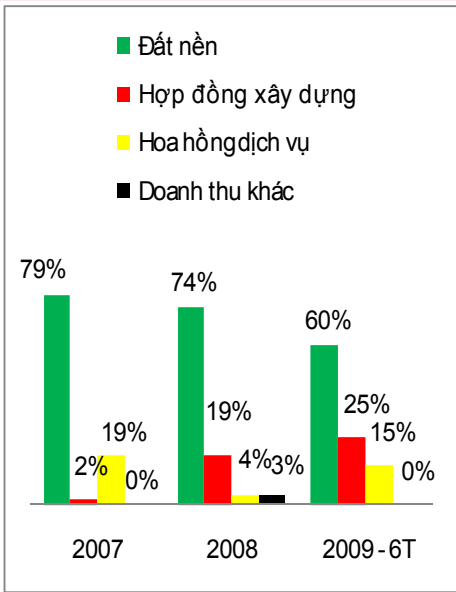
■ Cổ đông NN

■ Cổ đông khác

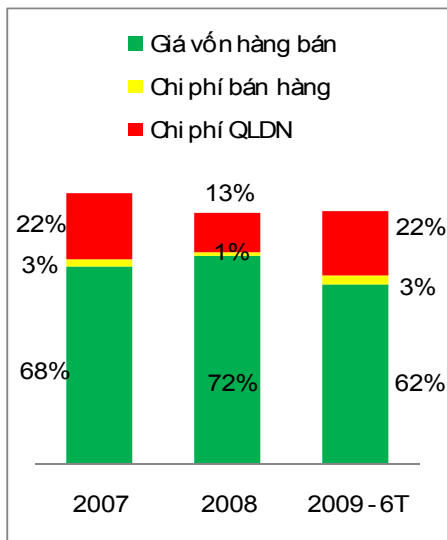
■ Cổ phiếu quỹ



**Cơ cấu doanh thu**



**Các khoản chi phí**



Nguồn: VPH Corp - TVSI tổng hợp



**Lĩnh vực hoạt động**

- Xây dựng dân dụng, san lấp mặt bằng.
- Mua bán vật liệu xây dựng, 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.

Công ty chưa có kế hoạch khai thác lĩnh vực xây dựng mà chủ yếu đứng ra đại diện về mặt thủ tục để thuê công ty xây dựng bên ngoài. Vì vậy doanh thu chủ yếu của VPH từ hoạt động chuyển nhượng quyền sử dụng đất nền và hoa hồng dịch vụ môi giới bất động sản từ các sàn giao dịch bất động sản. Thời gian gần đây doanh thu của công ty tăng đáng kể từ nguồn thu dự án Phú Mỹ, dự kiến rằng nguồn thu này cùng với dự án Phú Xuân sẽ mang lại lợi nhuận chủ yếu cho công ty trong 6 tháng cuối năm 2009.

Nhân tố cơ bản trong các khoản chi phí của công ty là chi phí đền bù giải tỏa đất, chi phí hỗ trợ giải phóng mặt bằng để tạo ra quỹ đất nằm trong dự án được quy hoạch. Trong đó giá đền bù là giá thỏa thuận giữa công ty với bên có quyền sử dụng đất nằm trong quy hoạch, do đó giá đền bù có nhiều biến động và thời gian giải tỏa có thể kéo dài ngoài dự tính. Đặc biệt, thời gian gần đây giá đền bù và giá nguyên vật liệu xây dựng đều có xu hướng tăng giá nên giá vốn hàng bán của công ty liên tục tăng ảnh hưởng lớn đến giá sản phẩm.

Thêm vào đó, công ty áp dụng phương thức thu tiền và hạch toán tương ứng với tiến độ hoàn thành của dự án do đó càng không thể lường trước những biến động của thị trường nguyên vật liệu cũng như những yếu tố đầu vào khác, gây ảnh hưởng lớn đến doanh thu và lợi nhuận của công ty. Giá nguyên vật liệu xây dựng, chi phí nhà thầu, chi phí tư vấn thiết kế và giám sát cũng là những khoản chi phí lớn khác của công ty. Mặc dù có nhiều năm kinh nghiệm và uy tín đối với nhà cung cấp nhưng trước tình hình biến động liên tục của thị trường nguyên vật liệu, VPH vẫn khó có thể kiểm soát chi phí này.

Chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn, do công ty mở rộng quy mô hoạt động bằng việc liên doanh liên kết và mở các chi nhánh văn phòng đại diện môi giới bất động sản tại Tp HCM trong năm 2007. Tuy nhiên VPH chịu ảnh hưởng lớn từ suy thoái kinh tế, trong năm 2008 VPH phải thắt chặt chi phí bằng cách cắt giảm cả chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Sang năm 2009, trước những dấu hiệu lạc quan của nền kinh tế, VPH nhanh chóng đẩy mạnh hoạt động môi giới bất động sản, nhờ đó tăng mạnh doanh thu từ hoa hồng dịch vụ giúp đẩy nhanh tiến độ bán sản phẩm.

Chỉ tiêu tài chính				
Chỉ tiêu	2006	2007	2008	6T-2009
Tổng tài sản	779,337,280	1,181,750,936	1,580,701,818	1,818,856,077
Vốn chủ sở hữu	122,051,597	177,619,853	210,604,572	217,952,148
LN thuần HỢXSXD ('000VNĐ)	3,504,588	27,860,321	39,986,399	21,776,938
LNST ('000 VNĐ)	1,784,692	18,025,005	28,116,197	7,404,496
EPS (VNĐ)	0.184	1.100	1.448	0.373
BVPS	-			
ROA (%)	0.23	1.53	1.78	0.41
ROE (%)	1.46	10.15	13.35	3.40

**HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP**

Chi tiêu tài chính				
Q2-2009	VPH	BCI	TDH	D2D
Tổng tài sản (tỷ)	<b>1,818</b>	2,643	1,642	666.4
Vốn CSH (tỷ)	<b>218</b>	1,099	1,027	263
ROA (%)	<b>0.27</b>	1.57	3.10	1.27
ROE (%)	<b>2.27</b>	3.77	4.95	3.22
LNST/DTT (%)	<b>11.50</b>	56.69	50.61	15.39
EPS (VNĐ)	<b>249</b>	770	2040	700
Khả năng TT hiện hành	<b>1.29</b>	1.72	2.19	0.87
Khả năng TT nhanh	<b>0.23</b>	0.43	1.13	0.76
Hệ số nợ (%)	<b>88</b>	51	36	59

**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận**

Mặc dù nền kinh tế và thị trường bất động sản đã có nhiều tín hiệu phục hồi nhưng doanh thu và lợi nhuận VPH không có dấu hiệu được cải thiện. Điều đó cho thấy, không phải hoạt động kinh doanh của VPH giảm sút không chỉ do ảnh hưởng của suy thoái mà còn do năng lực hoạt động và chiến lược đầu tư của chính VPH.

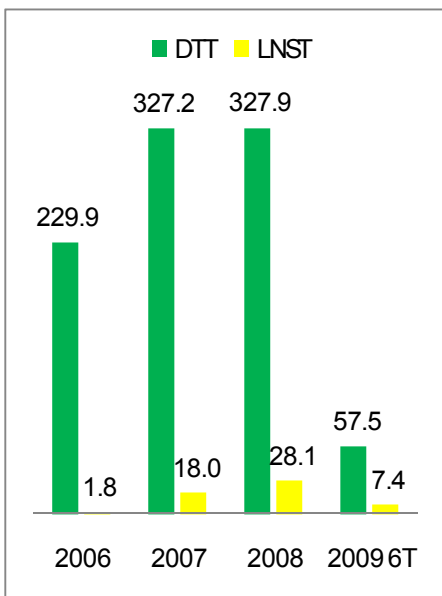
**Cơ cấu vốn**

VPH sử dụng rất nhiều nợ và liên tục gia tăng hệ số nợ, từ năm 2006 đến nay trên 84% tổng tài sản của VPH được tài trợ bởi nợ, đến ngày 30/6/2009 hệ số nợ của VPH đã lên tới 88%. Nếu so với TDH với quy mô tổng tài sản tương đương thì VPH đang sử dụng quá nhiều nợ. Chủ yếu là các khoản nợ ngân hàng để tài trợ cho các dự án bất động sản và duy trì hoạt động của hệ thống sàn giao dịch và văn phòng đại diện môi giới bất động sản. Việc sử dụng quá nhiều nợ đã tác động tiêu cực tới khả năng thanh toán cũng như khả năng sinh lời của VPH.

**Khả năng thanh toán**

Hoạt động kinh doanh gặp nhiều khó khăn từ năm 2008 đến nay khiến cho VPH không thể đảm bảo khả năng thanh toán tốt cho các khoản nợ. Cả khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh đều thấp hơn nhiều so với trung bình ngành và thực sự kém so với TDH. VPH đang mang gánh nặng với các khoản trả lãi và các khoản nợ, như vậy với doanh thu từ các dự án Phú Thuận, Phú Xuân, Phú Mỹ ... sẽ chỉ để trang trải các khoản trả lãi và trả nợ mà khó có thể mang lại lợi nhuận cho VPH. Nếu tình hình thị trường bất động sản với phân khúc đất nền và khu dân cư không tăng trưởng trở lại, VPH sẽ rơi vào tình trạng khó đảm bảo tính thanh khoản.

**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận**



Nguồn: VPH Corp, TVSI tổng hợp

**Khả năng sinh lời**

So với trung bình ngành và TDH thì khả năng sinh lời của VPH thấp hơn đáng kể. Mặc dù có sự tương đương về quy mô tổng tài sản nhưng khả năng sinh lời của VPH thấp hơn rất nhiều so với TDH. Ngay cả so với D2D với quy mô chỉ bằng 1/3 thì khả năng sinh lời của VPH vẫn kém hơn đáng kể. Nguyên nhân là do VPH không có khả năng kiểm soát chi phí (chi phí đền bù giải tỏa, chi phí nhà thầu, chi phí quản lý doanh nghiệp), đồng thời lại sử dụng quá nhiều nợ nên phải chịu gánh nặng lãi. Dù sử dụng rất ít vốn chủ song khả năng sinh lời trên vốn chủ của VPH cũng chỉ cao hơn không đáng kể so với trung bình ngành và thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng quy mô.

VPH đang gặp phải vấn đề về đầu tư dàn trải và quá sức, mặc dù việc sử dụng nhiều nợ với các công ty kinh doanh bất động sản là hết sức bình thường nhưng tình trạng của VPH đáng lo ngại.

**Vòng quay hàng tồn kho**

Các chỉ số về năng lực hoạt động của VPH ngày càng giảm sút và cũng thấp hơn trung bình ngành cùng như TDH. Trong khi tổng tài sản tăng do vay nợ, thì doanh thu liên tục giảm do ảnh hưởng của suy thoái và sản phẩm không có khả năng cạnh tranh về giá làm giảm năng lực hoạt động của tổng tài sản. Hàng tồn kho tăng mạnh do chi phí xây dựng dở dang của hàng loạt dự án khiến cho vòng quay hàng tồn kho cũng giảm mạnh.

**Kế hoạch của VPH**

Kế hoạch của VPH			
Đơn vị: '000 đồng			
	2009	2010	2011
<b>Doanh thu thuần</b>	931,787,000	622,968,000	762,231,000
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	39,647,000	43,091,000	58,761,000
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	29,735,000	32,318,250	44,070,750
<b>LNST/DT (%)</b>	3.19	5.19	5.78
<b>ROE (%)</b>	12.84	12.68	17.29
<b>Cổ tức (%)</b>	12	14.4	17.28

## **Triển vọng phát triển**

Tất cả những báo cáo đều đã chỉ ra tiềm năng của ngành bất động sản hiện nay cũng như trong tương lai là rất lớn. Trong đó phân khúc căn hộ và đất nền được đánh giá có nhiều triển vọng lớn. Hoạt động lâu năm trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản ở phân khúc đất nền và căn hộ, VPH cũng đã xây dựng được uy tín với không ít khách hàng và đối tác, dù vậy nhưng VPH lại không có quỹ đất cũng như không có khả năng kiểm soát chi phí tạo sức cạnh tranh trong ngành nên nếu như không có những chính sách bán hàng hiệu quả và các biện pháp nhằm giảm giá thành, tăng chất lượng thì khả năng tăng doanh thu của VPH sẽ gặp khó khăn. Việc VPH đẩy mạnh đầu tư và số lượng lớn dự án khu dân cư cho thấy VPH đã nắm bắt được xu thế cũng như tiềm năng của phân khúc thị trường này, tuy nhiên việc mạnh tay sử dụng quá nhiều nợ mang lại cho VPH gánh nặng nợ trong tương lai và trước mắt là nguy cơ mất thanh khoản, giảm sút năng lực hoạt động cũng như khả năng sinh lời.

Tuy nhiên, sở hữu số lượng lớn dự án khu dân cư ở những vị trí thuận lợi cùng với hy vọng phân khúc căn hộ và đất nền khởi sắc trong thời gian tới thì VPH có thể phần nào đảm bảo thanh khoản và cải thiện khả năng sinh lời của mình. Quý 3 và quý 4, VPH sẽ ghi nhận doanh thu từ một phần nhỏ dự án xây dựng Phú Mỹ, các dự án khu dân cư Phú Xuân A8 - A9 và Phú Xuân 2, các dự án trên đều đang hoàn thành đúng tiến độ trong đó một phần doanh thu đã ghi nhận trong quý 1 và quý 2. Trong dài hạn VPH có thể ghi nhận doanh thu từ các dự án Bình Trưng Đông, Phú Thuận, Nhơn Đức, Tân Tạo, Long Trường đều đã đền bù và giải phóng gần xong 100% mặt bằng, đảm bảo tiến độ thi công. Như vậy, với hy vọng phân khúc căn hộ và đất nền khởi sắc thì VPH có thể tăng doanh thu và lợi nhuận để đảm bảo thanh khoản cho các khoản nợ hiện nay.

Quản lý tốt các khoản nợ, cắt giảm chi phí và đảm bảo tiến độ của các dự án hiện tại VPH có nhiều khả năng cải thiện tình tài chính và hiện thực hóa khả năng tăng trưởng trong tương lai.

## **Kết luận và nhận định đầu tư**

Qua phân tích dựa trên những thông tin được công bố của Vạn Phát Hưng, chúng tôi cho rằng tình hình tài chính hiện tại của VPH không được tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành: sử dụng quá nhiều nợ mang đến cho VPH nguy cơ mất thanh khoản do các chỉ số khả năng thanh toán yếu kém hơn so với trung bình ngành. Thêm vào đó không có khả năng kiểm soát chi phí khiến cho VPH có ít sức cạnh tranh so với các công ty trong ngành, mặc dù quy mô công ty được mở rộng nhưng doanh thu và lợi nhuận lại giảm sút nên năng lực hoạt động cũng như khả năng sinh lời của công ty hiện đang ở mức thấp.

Tuy nhiên, hướng đầu tư của công ty cũng đã cho thấy sự nhanh nhạy trong nắm bắt xu hướng và tiềm năng của thị trường bất động sản giai đoạn này. Với hy vọng phân khúc thị trường khu dân cư và đất nền khởi sắc trong thời gian tới, quản lý tốt các khoản nợ đồng thời có các chính sách để cắt giảm các khoản chi phí để tăng doanh thu và lợi nhuận, VPH có thể cải thiện được tình hình tài chính và hiện thực hóa khả năng tăng trưởng trong tương lai.

Tiến hành định giá bằng mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) dựa trên kế hoạch lợi nhuận và cổ tức của VPH, chúng tôi xác định được giá của VPH giao động trong khoảng từ 29,000 VNĐ đến 36,400 VNĐ. Như vậy với mức giá tham chiếu ngày giao dịch đầu tiên là 30,000 VNĐ, VPH vẫn có thể là cơ hội để nhà đầu tư lướt sóng, tuy nhiên nhà đầu tư cần phải xem xét kết quả kinh doanh quý 3 để có thể đưa ra quyết định đầu tư dài hạn với VPH.

### **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 NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ**

### ***Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư***

TS Phạm Thị Vân Hà

*haptv@tvs.com.vn*

### ***Chuyên viên phân tích***

**Lưu Thị Hương**

***huonglt@tvs.com.vn***

Trương Trần Dũng

*dungtt@tvs.com.vn*

Võ Lan Phương

*phuongvl@tvs.com.vn*

Vũ Thị Oanh

*oanhvt@tvs.com.vn*

Lê Thùy Ngọc Khanh

*khanhltn@tvs.com.vn*

Phan Hoàng Diệu

*dieuph@tvs.com.vn*