

HOSE - Vietnam
Du lịch và giải trí

Underweight

Giá (2010/11/01): VND 15.600
Giá mục tiêu: VND 13.500

Ho Thuy Ai
(+84-8) 5413-5479
aiho@phs.vn

Dữ liệu chính

Vốn điều lệ	VND 130 tỉ
Cp hiện hành	13.000.000
Biên độ giá 52 tuần	VND 9.600 ~ VND 18.300
Mức vốn hóa	VND 202,8 tỉ
Tổng tài sản 2009	VND 198,46 tỉ
Giá trị ròng 2009	VND 141,35 tỉ
(QFII) Tổng Room	6.370.000
(QFII) Room hiện tại	5.538.200
Sở hữu nước ngoài	6,4%
P/E (2009)	35,23
P/B (2009)	2,65
Cổ tức	VND 0
Phần trăm cổ tức	0%
EPS 2010E	782
ROE 2010E(%)	7,2%
ROA 2010E(%)	5%

*Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%; đối với ngành ngân hàng là 30%.

Tình hình năm 2010 được kỳ vọng sẽ tốt hơn nhưng lợi nhuận vẫn thấp.

Sơ lược công ty

Tiền thân của Vinagolf là Công ty Dịch vụ Xây Dựng Côn Đảo (quốc doanh) thành lập năm 1990. Năm 1996, công ty đổi tên thành Công ty Phát triển và Xây dựng đô thị Bà Rịa Vũng Tàu (UDEC). Chi nhánh Đà Lạt được thành lập năm 1995 với 3 khách sạn (Golf 1, Golf 2 và Golf 3). 1 chi nhánh khác là Khách sạn Golf Cần Thơ (4 sao). Năm 2006, 2 chi nhánh (Đà Lạt và Cần Thơ) được tách ra khỏi UDEC và xác nhập thành CTCP Du lịch và Gôn Việt Nam (Vinagolf) với vốn điều lệ là 130 tỉ đồng. VNG niêm yết trên HOSE ngày 17/12/2009 với 13 triệu cp trong đó UDEC giữ 51%.

VNG tập trung vào 2 ngành chính: khách sạn và dịch vụ du lịch. Ngành khách sạn chiếm hơn 60% doanh thu của BNG. Tuy nhiên, dịch vụ du lịch đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc tăng tổng doanh thu của VNG (từ 2,74% năm 2007 lên 19% năm 2009).

Danh mục đầu tư dài hạn của VNG với số vốn 9,79 tỉ đồng (5% tổng tài sản) gồm: (i) 10% vốn điều lệ của Công ty Du lịch Mê Kông – Mỹ Tho (trị giá 8,5 tỉ đồng); (ii) tàu du lịch 5 sao (800 triệu đồng); (iii) 10,000 cp BTP (giá trị sổ sách là 800 triệu đồng nhưng có thể giảm xuống còn 670 triệu đồng), và (iv) 20% Công ty Thể thao và Giải trí Minh Đàm. VNG cũng giữ 40% cp của Công ty Gôn và Du lịch Vũng Tàu có vốn điều lệ là 50 tỉ đồng.

Chiến lược phát triển trung và dài hạn của VNG: phát triển hệ thống khách sạn Golf và dịch vụ du lịch Golf trên toàn quốc; xây dựng mô hình công ty mẹ-con.

Tình hình kinh doanh có đặc điểm là (1) lợi nhuận thấp, (2) tính thanh khoản thấp, và (3) đòn bẩy tài chính thấp.

Đánh giá:

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 13.500 đồng, tương ứng với hệ số P/E 17,3 (x) EPS 2010, đưa ra từ mức trung bình P/E ngành là 10, P/E và P/B hiện tại của công ty lần lượt là 35,2 và 2,6 với giả định doanh thu 87,11 tỉ và LN ròng 10,17 tỉ năm 2010, vốn điều lệ là 130 tỉ đồng năm 2010 tăng lên 200 tỉ đồng năm 2011.

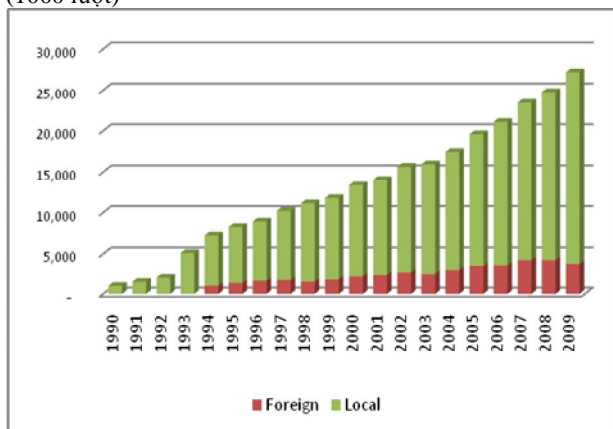
Tóm lược tài chính:

Năm	Doanh thu (tỉ đồng)	Mức tăng (%)	LN ròng (tỉ đồng)	Mức tăng (%)	CP đang lưu hành (triệu)	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2007	43,56	173,3%	7,15	143,9%	13	550	28,4	5,3%	4,1%
2008	48,43	11,2%	6,31	-11,7%	13	485	32,1	4,5%	2,9%
2009	53,72	10,9%	5,76	-8,8%	13	443	35,2	4,1%	2,7%
2010E	87,11	62,2%	10,17	76,7%	13	782	19,9	7,2%	5,0%
2011E	111,73	36,5%	13,19	29,7%	20	660	23,6	9,0%	6,2%

Nguồn: vietnamtourism.gov.vn; gso.gov.vn

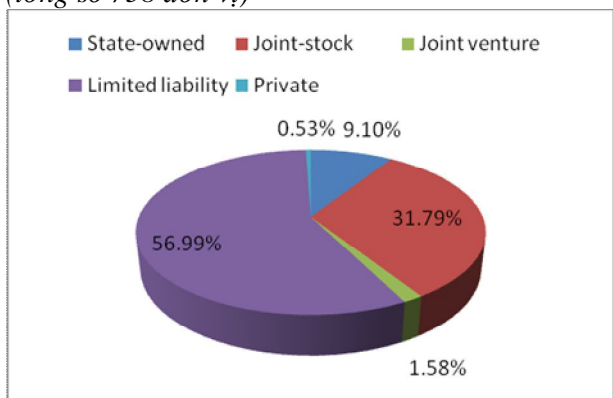
Du lịch trong và ngoài nước tại Việt Nam, 1990-2009

(1000 lượt)



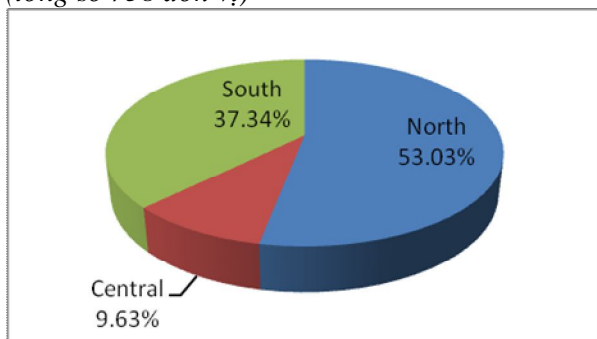
Cơ cấu thị trường theo dạng sở hữu

(tổng số 758 đơn vị)



Cơ cấu thị trường theo vùng địa lý

(tổng số 758 đơn vị)



Sơ lược ngành

Ngành du lịch đóng một vai trò quan trọng trong việc phát triển kinh tế Việt Nam. Với doanh thu lớn hàng năm bằng nội tệ và ngoại tệ, nó không chỉ góp phần làm tăng dự trữ ngoại hối quốc gia mà còn tạo thêm công ăn việc làm.

Đây là một ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh. Doanh thu từ 1,350 tỉ đồng năm 1990 tăng lên 70,000 tỉ đồng năm 2009 phản ánh tỉ lệ tăng trung bình hàng năm là 123%. Số lượng khách du lịch nước ngoài tăng theo thời gian, từ 250 lượt khách năm 1990 lên 2,140,100 lượt khách năm 2000 và 4,253,740 lượt khách năm 2008. Khách trong nước cũng đóng góp vào tăng trưởng ngành, tăng từ 1 triệu khách trong năm 1990 lên 20.5 triệu vào năm 2008.

Ngành rất nhạy cảm với sự ổn định trong nước, thiên tai, dịch bệnh, tăng trưởng kinh tế, cũng như sức khỏe của nền kinh tế thế giới. Do ảnh hưởng của khủng hoảng toàn cầu, số lượng khách quốc tế năm 2009 đã giảm 11.3%.

Theo Tổng cục Du lịch Việt nam, số khách nước ngoài đến Việt nam trong tháng 9/2010 là khoảng 383.463 lượt, tăng 26% so với tháng 9 năm ngoái. Có tổng cộng 3.731.919 lượt khách trong 9 tháng, tăng 34,2%. 63% số khách là khách du lịch và lần lượt 20% và 11% trong số đó đến Việt Nam để kinh doanh và thăm thân. Như thường lệ, Trung Quốc vẫn giữ phần lớn nhất (18,2%) theo nước và vùng lãnh thổ, tiếp theo là Hàn Quốc (9,8%), Mỹ (8,7%), Nhật (8,5%) và Đài Loan (6,7%).

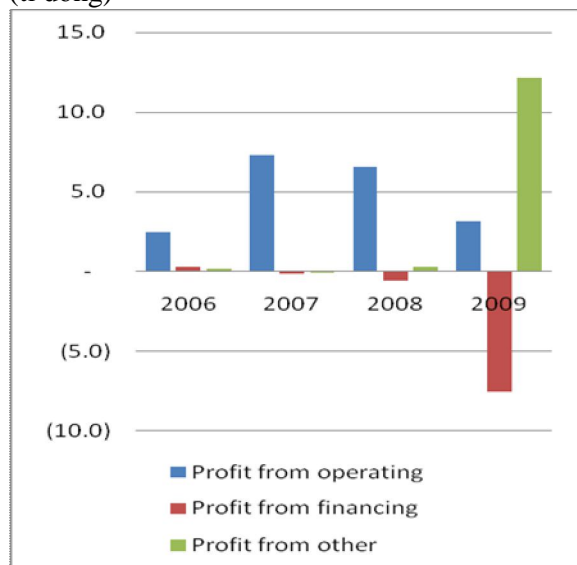
Ngành có hơn 11,000 đơn vị kinh doanh lưu trú, 758 nhà điều hành du lịch quốc tế, và 10,000 công ty du lịch trong nước. Hầu hết các công ty ở dạng tư nhân và công ty cổ phần. Cũng có hàng ngàn hộ gia đình kinh doanh du lịch trên toàn quốc.

Tính đến tháng 10/2010, có 11 công ty ngành du lịch và giải trí đã niêm yết (6 trên HNX và 5 trên HOSE). Mức vốn hóa vào khoảng 68.300 tỉ đồng, P/E trung bình là 17 và P/B là 1,7 (LN và giá trị sổ sách năm 2009).

VPL, RIC, VCR và VNS là những công ty hàng đầu trong ngành về vốn điều lệ cũng như mức vốn hóa.

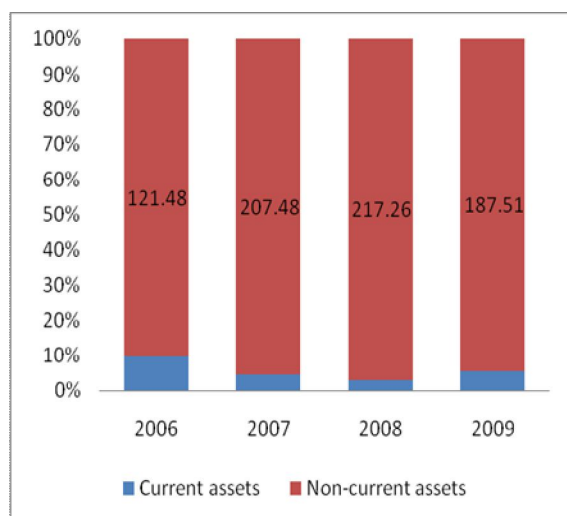
Cơ cấu LN trước thuế của VNG, 2006-2009

(tỉ đồng)

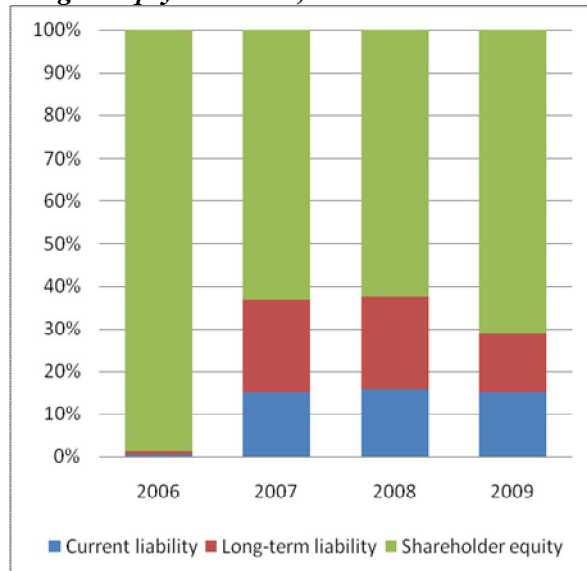


Sử dụng quỹ của VNG, 2006-2009

(tỉ đồng)



Nguồn quỹ của VNG, 2006-2009



Tình hình Kinh doanh năm 2009

Doanh thu thuần tăng 10,92% so với 2008 và đạt 54,12 tỉ đồng. LN gộp giảm xuống 14,35 tỉ đồng từ 15,19 tỉ đồng năm 2008 do mức tăng chi phí hàng bán là 18,42%. LN gộp biên giảm xuống 26,72% năm 2009 từ 31,37% năm 2008, chi phí chung và hành chính tăng 29% so với cùng kỳ. Hệ quả là, LN từ hoạt động kinh doanh năm 2009 giảm 51% và chỉ đạt 3,19 tỉ đồng.

LN ròng giảm xuống 5,76 tỉ đồng (-8,8%). Mặc dù các hoạt động kinh doanh đem lại 3,19 tỉ đồng cho VNG, các hoạt động tài chính lại mang về khoản lỗ 7,49 tỉ đồng do chi phí tài chính tăng. May mắn là các hoạt động khác (bán tài sản) mang lại 12,18 tỉ đồng cho VNG. Kết quả là EPS giảm 8,8% và đạt 443 đồng năm 2009.

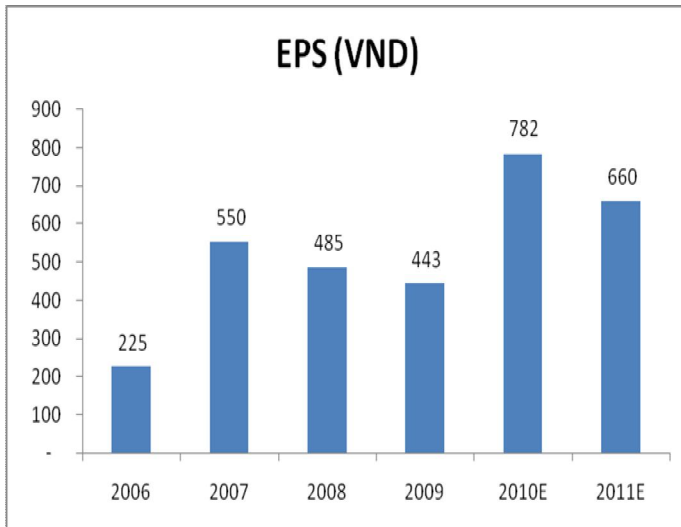
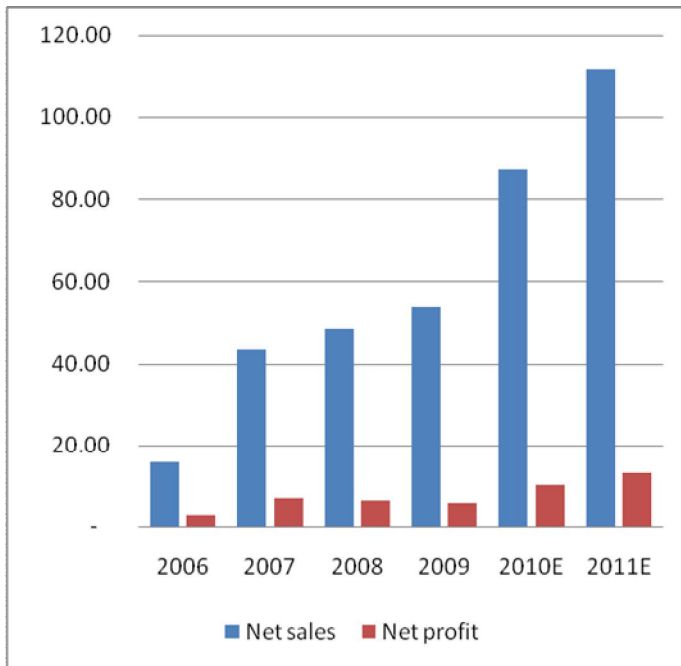
Nguy cơ thanh khoản là vấn đề lớn đối với VNG. Chỉ số thanh toán hiện thời thấp hơn 0,37 từ 2007-2009 trong khi chỉ số tiền mặt thấp hơn 0,06 từ 2008-2009. Tuy nhiên, nhờ có đòn bẩy thấp (nợ/tổng tài sản <0,4), VNG không phải chịu nhiều áp lực từ nguy cơ phá sản.

Công ty đạt 6,46 tỉ đồng tiền mặt từ các hoạt động kinh doanh và 38,25 tỉ đồng từ các hoạt động đầu tư. Rõ ràng, 21 tỉ đồng đầu vào trong năm là từ bán tài sản, khiến tổng tài sản năm 2009 giảm 11%.

LN ngày một kém hơn. ROE giảm từ 5,3% năm 2007 xuống 4,5% năm 2008 và 4,1% năm 2009. Tương tự, ROA giảm từ 4,1% năm 2007 xuống 2,9% năm 2008 và đứng ở mức 2,7% năm 2009. So với mức trung bình ngành (14% ROE và 10,3% ROA), VNG kém hiệu quả hơn trong việc quản lý tài sản và vốn.

Nhìn chung, tình hình 2009 không mấy ấn tượng nhưng có thể hy vọng vào kết quả tốt hơn trong 2010. VNG có vẻ bị thương nặng trong 3 năm qua do suy thoái kinh tế năm 2008. Tuy nhiên, một kịch bản lạc quan hơn có thể sẽ xảy ra trong năm 2010 với sự phục hồi của nền kinh tế thế giới. Doanh thu thuần và LN ròng được kỳ vọng tăng lần lượt 62,2% và 76,7%. Công ty 51% vốn nhà nước này sẽ tiếp tục được hưởng ưu đãi thuế trong năm nay.

Doanh thu thuần và LN ròng của VNG, 2006-2011



Tầm nhìn 2010:

Mục tiêu của VNG trong năm tài chính 2010 như sau:

- Tổng doanh thu: 87,77 tỉ đồng
- Tổng chi phí: 75,57 tỉ đồng
- LN trước thuế: 12,19 tỉ đồng
- LN ròng: 10,17 tỉ đồng

Và, VNG cũng có kế hoạch tăng thêm 7 triệu cp từ cổ đông hiện hữu và nhân viên. Ảnh hưởng giảm năm 2010 có thể dẫn đến EPS thấp.

Tình hình kinh doanh nửa đầu 2010:

Sau 6 tháng đầu năm, doanh thu thuần là 22,38 tỉ đồng, giảm 13,4% so với cùng kỳ năm trước và bằng 25,7% mục tiêu năm 2010. Tuy nhiên, LN gộp tăng 2,3% do chi phí hàng bán giảm 19,3%. Do đó, LN gộp biên tăng 31,2% từ 27,4%.

Chi phí chung và hành chính/doanh thu thuần tăng lên 26,3% từ 21,1% năm ngoái. Trong nửa đầu năm, chi phí bán hàng cũng tăng 124,7 triệu đồng, kết quả là LN từ kinh doanh đạt 1,25 tỉ đồng.

LNTT là 2,23 tỉ đồng. LN này gồm (i) 1,25 tỉ đồng từ các hoạt động kinh doanh, (ii) 0,82 tỉ đồng từ các hoạt động tài chính, và (iii) 0,15 tỉ đồng từ các hoạt động khác. VNG vẫn hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2010. Do đó, LN sau thuế là 2,17 tỉ đồng (so với mức lỗ 4,96 tỉ đồng trong nửa đầu 2008).

Tóm lại, trong 6 tháng cuối năm, VNG vẫn còn 74,3% mục tiêu doanh thu và 78,7% mục tiêu LN ròng cần hoàn thành. Mặc dù đây là một nhiệm vụ khó khăn, VNG vẫn có thể hoàn thành mục tiêu vì môi trường kinh doanh năm nay có nhiều thuận lợi hơn năm ngoái.

Điểm mạnh:

Nhận nhiều ưu đãi do có 51% sở hữu nhà nước; xây dựng thương hiệu mạnh với độ nhận biết lớn trên toàn quốc.

Điểm yếu:

Tính thanh khoản thấp, LN thấp, tình hình kinh doanh chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi các nhân tố mùa vụ và mức tăng trưởng kinh tế.

■ Báo cáo tài chính

Báo cáo lợi lỗ

Đơn vị: triệu đồng	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	43.563,54	48.427,85	53.715,78
Chi phí hàng bán	29.612,23	33.238,04	39.361,52
Lợi nhuận gộp	13.951,31	15.189,81	14.354,25
Doanh thu tài chính	125,26	79,29	674,60
Chi phí tài chính	258,33	620,00	8.163,44
Trong đó: chi phí lãi suất	250,33	153,33	2.972,36
Chi phí bán hàng			
Chi phí chung và hành chính	6.664,52	8.620,08	11.167,06
LN từ các hoạt động kinh doanh	7.153,72	6.029,01	(4.301,65)
Doanh thu khác	218,48	283,26	20.852,95
Chi phí khác	223,08	1,28	8.673,79
LN từ các hoạt động khác	(4,60)	281,97	12.179,17
Lãi/lỗ từ đơn vị liên kết			
LN trước thuế	7.149,12	6.310,98	7.877,52
Chi phí thuế thu nhập – hiện tại			2.121,20
Thuế thu nhập – hoãn thu			
LN sau thuế	7.149,12	6.310,98	5.756,32

Bảng cân đối tài chính

	2007	2008	2009
A. Tài sản ngắn hạn	9.982,01	6.496,97	10.951,90
Tiền và các khoản tương đương	5.647,48	1.121,93	1.810,40
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-
Các khoản thu	2.571,61	2.845,57	6.464,12
Hàng tồn kho	509,06	608,45	1.537,43
Khác	1.253,87	1.921,01	1.139,94
B. Tài sản dài hạn	207.478,84	217.259,26	187.507,19
Khoản thu dài hạn			
Tài sản cố định	136.506,17	153.043,33	149.091,08
Đầu tư bất động sản			
Đầu tư tài chính dài hạn	53.099,25	41.842,08	20.940,00
Các tài sản dài hạn khác	17.873,42	22.373,84	17.476,12
Tổng tài sản	217.460,85	223.756,23	198.459,09
A. Nợ	79.630,20	83.636,07	57.110,11
Nợ ngắn hạn	32.969,91	35.251,59	29.712,83
Nợ dài hạn	46.660,29	48.384,48	27.397,28
B. CP của cổ đông	137.830,65	140.120,16	141.348,98
Nguồn vốn và quỹ	138.038,49	141.028,44	142.245,15
Chi phí và các quỹ khác	(207,84)	(908,29)	(896,17)
Tổng tài sản	217.460,85	223.756,23	198.459,09

Phân tích các chỉ số

	2007	2008	2009
LN hoạt động biên	32,03%	31,37%	26,72%
LN ròng biên	16,41%	13,03%	10,72%
Tăng trưởng EPS	143,87%	-11,72%	-8,79%
Chỉ số thanh toán hiện thời	0,30	0,18	0,37
Chỉ số thanh toán nhanh	0,29	0,17	0,32
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,17	0,03	0,06
Nợ/tổng tài sản	0,58	0,60	0,40
Nợ dài hạn/tổng tài sản	0,34	0,35	0,19

Nguồn: Chứng khoán Phú Hưng

Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

Ratings Definition

Overweight (OW) = Expected to outperform the local market by >10%

Neutral (N) = Expected to in line with the local market by +10%~ -10%

Underweight (UW) = Expected to underperform the local market by >10%.

Not Rated (NR) = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.

Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 413-5479 – Fax: +84 8 4135472 Web: www.phs.vn