

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **13.200**

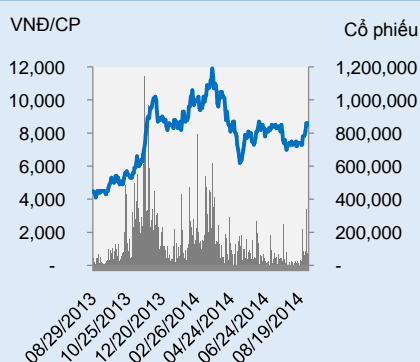
Giá thị trường (03/09/2014) **8.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **55,3%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	4.100-11.900
Vốn hóa	257 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	30.208.684 CP
KLGD bình quân 10 ngày	108.310 CP
% sở hữu nước ngoài	13,88%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	14,1%
Beta	1, 44

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VPH	88,9%	13,3%	4,9%	120,0%
VN-Index	36,8%	5,4%	13,0%	23,8%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Chí Hồng Ngọc
 (84 8) 3914 6888 ext: 492
 nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP VẠN PHÁT HƯNG

Mã giao dịch: VPH

Reuters: VPH.HM

Bloomberg: VPH VN

Hoạt động tái cấu trúc tài sản chuyển biến tích cực, KQKD 6 tháng cuối năm kỳ vọng cải thiện.

Điểm nhấn đầu tư.

BVSC có đánh giá lạc quan hơn về tình hình hoạt động trong nửa sau năm 2014 của VPH. Kết quả kinh doanh của năm 2014 dự báo sẽ đạt khoảng 7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế so với mức lỗ 10 tỷ trong 6 tháng đầu năm. Đối với việc tái cấu trúc tài sản, chúng tôi cho rằng hoạt động này đang có những tín hiệu tốt hơn so với năm 2013. Công ty đã thương lượng bán được một số khu đất với giá trị gần 100 tỷ đồng tính đến hiện tại. Thêm vào đó, dự án Nhơn Đức nhiều khả năng sẽ nhận được quy hoạch 1/2000 trong quý 3/2014 làm cơ sở cho những bước tiếp theo trong việc chuyển nhượng dự án này. Tuy nhiên, BVSC cũng lưu ý rủi ro mà VPH đang đối mặt là khả năng thanh toán các khoản nợ vay dài hạn đang ở mức thấp, và phụ thuộc rất nhiều vào việc chuyển nhượng dự án. Trên quan điểm xem xét thận trọng, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VPH trong ngắn hạn. Quan điểm này đưa ra trên cơ sở dù rủi ro trong trung hạn vẫn còn tiềm ẩn nhưng ngắn hạn hoạt động kinh doanh và tài chính của VPH đã cải thiện dần trở lại. Theo kết quả định giá của BVSC, giá trị thị trường cổ phiếu VPH tại ngày 3/9/2014 đang có mức chiết khấu khá hấp dẫn khoảng 50% so với giá trị hợp lý 13,200 đồng/cp. Do đó, các nhà đầu tư ngắn hạn có thể tích lũy dần cổ phiếu VPH với thời gian nắm giữ từ 3 – 6 tháng và mục tiêu khoảng 10.000 – 12.000 đồng/cp.

- ❑ **BVSC ước tính doanh thu của VPH trong năm 2014** ước khoảng **472** tỷ đồng, tăng 17% và lợi nhuận sau thuế theo đó đạt **7** tỷ đồng, tăng 12% so với năm 2013. Kết quả kinh doanh trong 6 tháng cuối năm kỳ vọng tốt hơn do ghi nhận doanh thu từ đất nền Lacasa. BVSC lưu ý dự báo này chưa tính đến việc chuyển nhượng khối 5 dự án Lacasa cho An Gia với lợi nhuận gộp ước tính 25 – 27 tỷ.
- ❑ **Định giá VPH bằng phương pháp NAV và P/B** cho thấy giá trị hợp lý của VPH là **13.200 đồng/cp**. Kết quả này cao hơn giá thị trường là 50%. VPH có quỹ đất sạch khoảng 53ha, trong đó, chủ yếu là dự án Nhơn Đức 40ha và các khu đất có quy mô từ 2 – 4ha tập trung ở quận 9, 2 và quận 7. Các khu đất đều đã được đền bù với tỷ lệ cao và giá vốn thấp.
- ❑ **Một số chỉ số tài chính của VPH**

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	91	115	404	472
EBITDA	Tỷ VND	21	26	51	
EBIT	Tỷ VND	9	7	6	37
LNST	Tỷ VND	9	7	6	7
EPS	VND	337	254	208	232
P/E	x	25,2	33,5	40,9	36,6
P/B	x	0,5	0,5	0,5	0,8
ROA	%	1%	0%	0%	-
ROE	%	2%	1%	1%	-

Báo cáo cập nhật Q3/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	13,88%
Sở hữu khác	86,12%

CỔ ĐÔNG LỚN

Võ Anh Tuấn	25,27%
MUTUAL FUND ELITE	9,17%
Phan Tiết Hồng Minh	7,22%
RCB	5,81%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	84	91	115	404	427
Giá vốn	66	75	92	347	420
Lợi nhuận gộp	18	16	23	57	53
Doanh thu tài chính	29	9	14	14	10
Chi phí tài chính	12	18	19	27	28
Lợi nhuận sau thuế	7	9	7	6	7

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	8	2	4	2	
Các khoản phải thu ngắn hạn	171	180	196	198	
Hàng tồn kho	1.025	1.233	1.447	1.474	
Tài sản cố định hữu hình	29	41	38	39	
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	207	160	21	21	
Tổng tài sản	1.511	1.702	1.791	1.791	
Nợ ngắn hạn	445	361	408	603	
Nợ dài hạn	132	272	186	89	
Vốn chủ sở hữu	461	472	479	485	
Tổng nguồn vốn	1.511	1.702	1.791	1.791	

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-91,1%	7,8%	27,1%	250,6%	17%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-89,3%	-1,5%	-27,7%	174,3%	12%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	21,4%	17,7%	20,2%	14,0%	11%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,8%	10,3%	6,1%	1,6%	1,1%
ROA (%)	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%	
ROE (%)	2,0%	2,0%	1,5%	1,3%	
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,66	0,69	0,70	0,70	
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,15	2,49	2,63	2,57	
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	267	337	254	208	232
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.651	17.030	17.271	16.042	16.274

Cập nhật KQKD Q2.2014

Q2 2014 lỗ hơn 10 tỷ đồng, biên gộp sụt giảm mạnh.

Theo BCTC quý 2/2014, hoạt động kinh doanh của Công ty ghi nhận lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ - 10 tỷ đồng, đánh dấu quý thua lỗ lớn nhất của VPH kể từ năm 2010. Kết quả này khá bất ngờ khi Công ty đang trong quá trình bàn giao các căn hộ của dự án Lacasa. Cụ thể, doanh thu trong kỳ là 54 tỷ, tăng trưởng gấp 2 lần so với quý 2/2013. Số căn hộ bàn giao trong kỳ khoảng 20 – 25 căn và lũy kế hết quý 2 là 224/350 căn thuộc Block A1-A2. Biên lợi nhuận mảng kinh doanh bất động sản trong kỳ chỉ đạt 9.5%, khá thấp so với quý 2.2013 (49%). Điều này cũng có thể giải thích khi quý 2.2013, VPH ghi nhận doanh thu từ đất nền dự án Phú Mỹ và có khoản thu nhập bất thường. Tuy nhiên, nếu so sánh với quý 4/2013 và Q1/2014, sự sụt giảm trong biên lãi gộp có phần bất thường khi nguồn doanh thu cũng chủ yếu ghi nhận từ căn hộ Lacasa. Và theo báo cáo tài chính, biên lãi gộp của dự án ghi nhận trong quý 4/2013 và Q1/2014 lần lượt là 12% và 16%. Với sự gia tăng trong giá vốn, lợi nhuận gộp quý 2 chỉ đạt 5.1 tỷ, giảm 50% so với cùng kỳ.

CHỈ TIÊU (tỷ đồng)	Q2.14	Q2.13	6T.14	% KH	KH
Doanh thu thuần	56,445	24,030	105,856	25%	425,000
LNTT	(7,134)	507	(5,984)	N/A	N/A
LNST	(10,046)	410	(9,184)	N/A	30,600

Nguồn: BVSC tổng hợp

Chi phí tài chính tăng lên 12.3 tỷ đồng, so với mức 4 tỷ đồng trong Q1 2014.

Doanh thu hoạt động tài chính ghi nhận là 2.75 tỷ tương đương quý 1, trong đó, thu từ lãi cho vay là chủ yếu với 2.7 tỷ. Ở chiều ngược lại, các khoản chi phí cũng có sự gia tăng so với cùng kỳ. Chi phí tài chính ghi nhận là 12.3 tỷ, tăng 8 tỷ so với quý 1.2014 và 4 tỷ so với cùng kỳ. Số dư nợ vay tại 30/6 là 684 tỷ, giảm 11.2 tỷ so với thời điểm 31/3/2014. Sự gia tăng mạnh chi phí tài chính góp phần làm cho kết quả quý 2 trở nên tiêu cực. Các chi phí khác như quản lý doanh nghiệp giảm 1% ghi nhận ở mức khoảng 6 tỷ đồng. Chi phí bán hàng dù tăng 35% nhưng mức tuyệt đối chỉ 400 triệu đồng. Trong kỳ, VPH đã mở bán phần đất nền chuyển đổi từ phần căn hộ với tổng số nền sau khi chuyển đổi là 66 nền.

Triển vọng 2014 – Dự báo của BVSC

Điểm qua về kế hoạch 2014 của công ty

Theo nghị quyết ĐHCĐ 2014, Công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 425 và 30 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế kế hoạch tăng 4.8 lần so với thực hiện 2013. Kế hoạch lợi nhuận này được xây dựng trên việc kinh doanh (1) Nền dự án Lacasa – 156 tỷ (2) 50 căn hộ Lacasa còn tồn – 90 tỷ (3) Phần diện tích Nhơn Đức – 65 tỷ. Tính đến tháng 7/2014, phần đất nền Lacasa đã kinh doanh 20/66 nền và đang tiếp tục chào bán. Các căn hộ còn tồn vẫn đang được hoàn thiện và VPH đã chào bán ra thị trường với giá khoảng 20 triệu/m² chưa VAT. Đối với phần thương mại của dự án Nhơn Đức, công ty vẫn chưa có kế hoạch triển khai cụ thể để kịp đưa vào kinh doanh trong năm 2014. Công ty còn khoảng 3% diện tích phải đền bù. Do đó, với tiến độ hiện tại, chỉ có phần đất nền và căn hộ Lacasa tồn có thể đảm bảo được phần nào kế hoạch bán hàng đặt ra trong năm 2014. Tuy nhiên, tỷ lệ bán căn hộ và đất nền dự kiến đạt 50% so với kế hoạch do giá bán chưa thật sự cạnh tranh.

Nỗ lực tái cơ cấu của Ban lãnh đạo

Điểm tích cực của VPH trong 2014, ban lãnh đạo có những nỗ lực trong chuyển đổi quy hoạch dự án Lacasa để tạo ra sản phẩm khác phù hợp với nhu cầu thị trường và mang lại dòng tiền cho công ty. Ngoài ra, hoạt động cơ cấu tài sản của VPH đang cho những tín hiệu tốt hơn so với năm 2013. Trong 6 tháng đầu năm, VPH bán được 1ha đất quận 9 với giá bán bằng với giá trị vốn đầu tư và tổng tiền thu về là 20 tỷ đồng. Quý 3, công ty đã ký hợp đồng chuyển nhượng phần đất xây dựng block 5 của Lacasa cho CTCP Đầu tư và Phát triển BĐS An Gia. Giá trị hợp đồng là 66 tỷ chưa thuế. Đối với dự án Nhơn Đức, công ty vẫn đang theo đuổi kế hoạch chuyển nhượng 30ha cho hai trường Đại học. Theo đại diện VPH, công ty vẫn đang phải chờ chấp thuận quy hoạch chi tiết 1/2000 từ Thành Phố đối với dự án. Nếu quy hoạch này thông qua, VPH mới tiếp tục triển khai quy hoạch 1/500 và ký kết hợp đồng chuyển nhượng. Thời điểm chấp thuận dự kiến trong tháng 9/2014.

Dự báo KQKD 2014 của BVSC

BVSC dự phóng doanh thu năm 2014 của VPH là **472** tỷ đồng, hoàn thành 110% kế hoạch doanh thu. Lợi nhuận sau thuế ước đạt **7** tỷ, theo đó, hoàn thành 22% lợi nhuận đề ra. Dự báo này ước tính thận trọng từ ghi nhận các căn hộ Lacasa đã bán, đất nền Lacasa và 34/50 căn Lacasa còn tồn. Thời điểm ghi nhận chủ yếu sẽ diễn ra trong 6 tháng cuối năm. Do đó, BVSC kỳ vọng kết quả kinh doanh trong hai quý tới sẽ tích cực hơn so với 6 tháng đầu năm. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của H2/2014 dự báo lần lượt là **368** và **16** tỷ đồng.

Báo cáo cập nhật Q3/2014
Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014

Chỉ tiêu	2013	2014F	% yoy	Giả định
Doanh thu (tỷ đồng)	403,898	472,658	17%	
<i>Kinh doanh BĐS</i>	349,741	419,658	20%	<ul style="list-style-type: none"> Lacasa – căn hộ: ghi nhận 154 căn. Trong đó, số căn tồn ghi nhận thêm là 34 trên tổng số 50 căn. Giá bán 18 triệu/m². Biên lãi gộp khoảng 12%. Lacasa – đất nền: ghi nhận 30/66 nền. Giá bán trung bình 18 – 22 triệu/m². Biên lãi gộp 25%.
<i>Hoạt động xây dựng</i>	51,383	50,000	-3%	<ul style="list-style-type: none"> Chủ yếu là xây nhà cho khách hàng tại dự án đã kinh doanh. Giả định tương đương năm 2014. Giá vốn xây dựng bằng với doanh thu.
<i>Hoa hồng & DT khác</i>	2,774	3,000	65%	
Lợi nhuận gộp	56,595	52,716	-10%	
Doanh thu tài chính	13,725	10,000	-27%	<ul style="list-style-type: none"> Mức trung bình hằng năm từ 8 – 13 tỷ đồng.
Chi phí tài chính	27,165	27,823	1%	<ul style="list-style-type: none"> Ước tính trên số dư nợ bình quân khoảng 700 tỷ với tỷ suất lãi vay/tổng nợ là 4%. Tỷ suất này tương đương năm 2013.
Chi phí bán hàng	5,364	9,453	58%	<ul style="list-style-type: none"> Giả định khoảng 2% doanh thu.
Chi phí QLDA	20,849	20,000	-4%	
Lợi nhuận khác	5,694	3,898	-32%	

Nguồn: VPH, BVSC ước tính

Một điểm mà BVSC lưu ý là dự phóng này chưa tính đến phần chuyển nhượng khối 5 cho Công ty An Gia. Nguyên nhân là theo nội dung trong hợp đồng hợp tác VPH chuyển nhượng đất bao gồm quyền sử dụng đất cho An Gia. Như vậy, VPH sẽ phải hoàn thiện pháp lý cho khu đất rồi mới chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho đối tác. Các vấn đề pháp lý dự kiến sẽ mất 1 khoản thời gian do liên quan đến chuyển nhượng 1 phần đất thuộc dự án Lacasa do VPH làm chủ đầu tư. Trên cơ sở thận trọng, BVSC giả định doanh thu chuyển nhượng sẽ ghi nhận trong 2015. Tuy nhiên, dù thời điểm ghi nhận chưa xác định, lợi nhuận gộp từ chuyển nhượng khối 5 cho An Gia ước tính khoản 25 – 27 tỷ. Đây cũng là thông tin tương đối tích cực cho VPH.

Tình hình tài chính của VPH

- ❑ **Cơ cấu chuyển khoản nợ ngắn hạn sang nợ vay dài hạn làm giảm áp lực thanh toán cho VPH.** Tính đến 30.6.2014, tỷ trọng nợ vay ngắn hạn trên tổng nợ là 39.8% so với mức 87% vào cuối năm 2013, tương đương với 300 tỷ được cơ cấu sang nợ dài hạn. Trong các khoản vay ngắn hạn, nợ ngân hàng chiếm 14% và nợ dài hạn đến hạn là 31%, phần còn 56% tương ứng 151 tỷ là khoản cho vay từ các cá nhân trong đó có thành viên ban lãnh đạo. Việc vay nợ từ các cá nhân có ưu điểm là áp lực thanh toán không cao như từ ngân hàng, tuy nhiên, chi phí lãi vay cao hơn với mức trung bình 15 – 18%/năm. Đối với các khoản vay dài hạn, khoảng 83% số dư có thời gian thanh toán sau 12 tháng. Cụ thể, số nợ vay 411 tỷ từ Ngân hàng Nông nghiệp có thời gian thanh toán kéo dài đến năm 2018. Lãi suất vay tương đối cao từ 12 – 15%/năm so với mức trung bình hiện nay khoản 8 – 10%. Đây là điều có thể lý giải khi Ngân hàng chấp nhận gia hạn thời gian trả nợ thì VPH sẽ phải chịu mức lãi suất cao để bù đắp cho rủi ro trong dài hạn. Điểm tích cực là việc cơ cấu này đã giúp VPH giảm thiểu rủi ro mất thanh khoản để tập trung việc cơ cấu bán bớt tài sản để dần giảm bớt áp lực nợ vay. BVSC kỳ vọng với sự ấm lên của thị trường bất động sản thì hoạt động cơ cấu tài sản của Công ty sẽ thuận lợi hơn so với hai năm trước. Ngược lại, nếu việc chuyển nhượng tài sản vẫn khó khăn thì chi vốn lãi vay tiếp tục vốn hóa vào hai dự án là Lacasa và Nhơn Đức. **Năm 2013, giá trị lãi vay vốn hóa là 36 tỷ đồng.**
- ❑ **Các chỉ số thanh toán vẫn ở mức thấp nhưng kỳ vọng cải thiện trong những tháng cuối năm.** Tại thời điểm 30.6, chỉ số thanh toán nhanh và hiện hữu của VPH lần lượt 0.04 và 2.04 lần. Lượng tiền mặt tồn quỹ duy trì với mức thấp dưới 10 tỷ đồng. Điều này cho thấy khả năng thanh toán nợ vay của VPH vẫn chưa tốt, do đó, công ty phải thực hiện đảo nợ đối với khoản vay ngắn hạn. Khoản vay dài hạn, VPH tiếp tục gia hạn và chịu lãi suất cao hơn mức trung bình thị trường. Một điểm tích cực là dòng tiền VPH trong 6 tháng đầu năm ghi nhận dương. Cụ thể, dòng tiền hoạt động kinh doanh dương 9.4 tỷ so với mức -101 tỷ cùng kỳ 2013, nhờ đó mà công ty giảm được 8.4 tỷ nợ vay. Kết quả này đóng góp 1 phần từ bán ra 1ha đất quận 9 với giá trị khoảng 20 tỷ đồng. Trong tháng 8/2014, VPH cũng công bố chuyển nhượng quyền sử dụng đất khối 5 của dự án Lacasa với tổng giá trị 72 tỷ đồng. Theo đó, BVSC kỳ vọng dòng tiền của VPH trong 6 tháng cuối năm sẽ tiếp tục dương và các chỉ số thanh toán sẽ cải thiện dần trở lại.

Định giá cổ phần

□ **Phương pháp NAV:** Năm 2014, VPH sẽ tái cơ cấu danh mục quỹ đất nền BVSC sử dụng phương pháp đánh giá lại tài sản để xác định giá trị hợp của VPH. Các giả định đưa ra cụ thể như sau:

- Dự án Lacasa: xác định giá trị của 36 căn hộ còn tồn chưa bán, diện tích đất nền Lacasa và khối 5 chuyển nhượng cho công ty An Gia. Phần diện tích còn lại chưa có kế hoạch triển khai sẽ giữ nguyên theo giá trị sổ sách.
- Dự án Nhơn Đức – Nhà Bè:
 - Phần tự kinh doanh (10ha): xác định theo giá bán của dự án ngoài thị trường có tham khảo giá dự án xung quanh; trừ cho chi phí đầu tư hạ tầng, chi phí quyền sử dụng đất sẽ giải ngân thêm.
 - Phần bán cho trường Đại học (30ha): chiết khấu 20% so với giá trị sổ sách để phản ánh rủi ro chưa thể chuyển nhượng cho các trường Đại học, khi đó, giá vốn dự án gia tăng do vốn hóa lãi vay.
- Các khu đất khác: chiết khấu khoản 20% so với giá trị sổ sách.
- Đầu tư tài chính và khoản phải thu ngắn hạn: loại trừ các khoản cho vay và lãi vay liên quan đến công ty Thiên Bích do VPH đã cản trở với khoản vốn góp của của Thiên Bích trong dự án Lacasa.
- Kết quả định giá cổ phiếu VPH theo pp NAV: **15,198 đồng/cp.**

Chỉ tiêu	30/6/2014	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	1,787,527	1,708,324
Tài sản ngắn hạn	1,708,801	1,636,676
<i>Tiền & tương đương tiền</i>	<i>3,733</i>	<i>3,733</i>
<i>Đầu tư tài chính ngắn hạn</i>	<i>31,243</i>	<i>623</i>
<i>Khoản phải thu ngắn hạn</i>	<i>131,044</i>	<i>100,424</i>
<i>Hàng tồn kho</i>	<i>1,473,376</i>	<i>1,462,492</i>
<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	<i>69,405</i>	<i>69,405</i>
Tài sản dài hạn	78,726	71,648
<i>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</i>	<i>20,887</i>	<i>13,809</i>
NỢ PHẢI TRẢ	1,249,216	1,249,216
GTTC của vốn chủ sở hữu		459,108
Số lượng cổ phần		30,208,684
Giá cổ phần (đ/cp)		15,198

☐ **Phương pháp P/B:**

- P/B bình quân ngành tính toán trên số liệu các công ty có quy mô và đặc điểm kinh doanh tương đồng như SCR, BCI, TDH, DIG, QCG, NBB.
- Giá trị sổ sách năm 2014: **16,274** đồng/cp.
- P/B trung bình ngành: 0,69x
- Kết quả định giá theo pp P/B: **11,283 đồng/cp.**

☐ **Kết quả định giá cổ phiếu VPH: 13,241 đồng/cp**

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	15,198	50%	7,599
P/B	11,283	50%	5,642
Giá bình quân			13,241

Khuyến nghị

BVSC có đánh giá lạc quan hơn về tình hình hoạt động trong nửa sau năm 2014 của VPH. Kết quả kinh doanh của năm 2014 dự báo sẽ đạt khoảng 7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế so với mức lỗ 10 tỷ trong 6 tháng đầu năm. Đối với việc tái cấu trúc tài sản, chúng tôi cho rằng hoạt động này đang có những tín hiệu tốt hơn so với năm 2013. Công ty đã thương lượng bán được một số khu đất với giá trị gần 100 tỷ đồng tính đến hiện tại. Thêm vào đó, dự án Nhơn Đức nhiều khả năng sẽ nhận được quy hoạch 1/2000 trong quý 3/2014 làm cơ sở cho những bước tiếp theo trong việc chuyển nhượng dự án này. Tuy nhiên, BVSC cũng lưu ý rủi ro mà VPH đang đối mặt là khả năng thanh toán các khoản nợ vay dài hạn đang ở mức thấp, và phụ thuộc rất nhiều vào việc chuyển nhượng dự án. Trên quan điểm xem xét thận trọng, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VPH trong ngắn hạn. Quan điểm này đưa ra trên cơ sở dù rủi ro trong trung hạn vẫn còn tiềm ẩn nhưng ngắn hạn hoạt động kinh doanh và tài chính của VPH đã cải thiện dần trở lại. Theo kết quả định giá của BVSC, giá trị thị trường cổ phiếu VPH tại ngày 3/9/2014 đang có mức chiết khấu khá hấp dẫn khoảng 50% so với giá trị hợp lý **13,200 đồng/cp**. Do đó, các nhà đầu tư ngắn hạn có thể tích lũy dần cổ phiếu VPH với thời gian nắm giữ từ 3 – 6 tháng và mục tiêu khoảng 10.000 – 12.000 đồng/cp

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, khuyên 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