

Ngành Du lịch Khách sạn

Báo cáo giới thiệu cơ hội đầu tư

Tháng 03, 2015

Vốn điều lệ **748 tỷ đồng**

Số lượng CP đầu giá **20.679.800 CP**

Ngày đầu giá **31/3/2015**

Giá khởi điểm **10.000 đồng/CP**

THỜI HẠN ĐĂNG KÝ

Hạn đăng ký & nộp tiền cọc **24/3/2015**

Hạn nộp phiếu đầu giá **27/3/2015**

Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 607

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Công ty TNHH MTV Du lịch Dịch vụ Hà Nội

Sở hữu 30% Khách sạn Hà Nội, 35% Khách sạn Pullman và tòa nhà văn phòng Toserco tại 273 Kim Mã

Sơ lược về công ty

Công ty TNHH MTV Du lịch Dịch vụ Hà Nội (Hanoi Toserco) là doanh nghiệp 100% vốn nhà nước, trực thuộc Tổng Công ty Du lịch Hà Nội. Lĩnh vực kinh doanh chính của Hanoi Toserco bao gồm: dịch vụ du lịch lữ hành, cho thuê văn phòng và kinh doanh khách sạn. Tính đến 30/09/2014, vốn điều lệ của công ty đạt 440 tỷ đồng và dự kiến sẽ tăng lên 748 tỷ đồng sau cổ phần hóa.

Cơ cấu doanh thu của Hanoi Toserco (triệu đồng)

Doanh thu	2011	2012	2013	9T/2014
Lữ hành	75.156	62.637	81.690	56.335
Cho thuê nhà, văn phòng	28.526	28.878	24.450	17.109
Khác	17.217	18.184	18.263	12.166
Tổng doanh thu thuần	120.899	109.699	124.403	85.609
Biên lợi nhuận thuần				
Lữ hành	-0,78%	-0,78%	0,24%	0,99%
Cho thuê nhà, văn phòng	17,79%	8,40%	9,93%	3,42%
Khác	5,80%	15,23%	9,30%	27,20%
Biên lợi nhuận thuần	5%	4%	3%	5%

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh chính của Hanoi Toserco không có nhiều điểm nổi bật với cơ cấu doanh thu từ 2 mảng: lữ hành và cho thuê văn phòng tương đối ổn định với biên lợi nhuận thấp.

Đầu tư tài chính mang lại nguồn thu ổn định

Doanh thu tài chính chiếm đến trên 30% tỷ trọng tổng doanh thu của Hanoi Toserco và có xu hướng ngày càng tăng, chủ yếu đến từ lãi tiền gửi và lợi nhuận được chia từ các công ty liên doanh, liên kết. Hanoi Toserco có khoản tiền mặt khoảng 42 tỷ đồng và 422 tỷ đồng tiền gửi ngân hàng đem lại nguồn thu từ tiền gửi ổn định hàng năm. Ngoài ra, Hanoi Toserco còn đầu tư vào lĩnh vực khách sạn, trong đó có 2 khách sạn mang lại nguồn thu chính là Khách sạn Pullman Hà Nội (trước đây là khách sạn Horizon, nắm giữ 35%) và Khách sạn Hà Nội (nắm giữ 30%).

Cơ cấu doanh thu tài chính của Hanoi Toserco (triệu đồng)

Năm	2011	2012	2013	9T/2014
Lãi tiền gửi, lãi cho vay vốn	25.304	26.651	30.179	-
Cổ tức, lợi nhuận được chia	35.116	41.031	61.284	-
Lãi chênh lệch tỷ giá	-	3.600	4.428	-
Tổng cộng	60.420	70.687	95.396	68.451

Sở hữu 30% khách sạn Hà Nội, 35% khách sạn Pullman

Hanoi Toserco hiện đang sở hữu 30% Khách sạn Hà Nội và 35% Khách sạn Pullman Hà Nội thông qua hai công ty liên doanh liên kết: Công ty liên doanh Khách sạn TNHH Hà Nội Hotel (chủ sở hữu Hà Nội hotel) và Công ty TNHH Global Toserco (chủ sở hữu khách sạn Pullman, trước đây là khách sạn Horizon).

Các công ty liên doanh, liên kết của Hanoi Toserco				
Công ty	Vốn điều lệ	Giá trị đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Tài sản sở hữu
Công ty liên doanh Khách sạn TNHH Hà Nội Hotel	94.484.736.000 VND	27.951.328.000 VND	29,58%	Khách sạn Hà Nội
Công ty TNHH Global Toserco	27.181.600 USD	155.001.545.189 VND	35%	Khách sạn Pullman
Công ty Cổ phần Du lịch và Thương mại Sao Phương Đông	44.656.200.000 VND	17.862.000.000 VND	40%	

Một số thông tin về các khách sạn của Hanoi Toserco:



KHÁCH SẠN HÀ NỘI HOTEL

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★★★★

Vị trí: Giảng Võ, Ba Đình, Hà Nội

Diện tích xây dựng: 5.016 m²

Quy mô số phòng: 218 phòng

Giá cho thuê: từ 75 USD/phòng/đêm

Các tiện ích khác: Nhà hàng, quán bar, tiệc hội thảo,...



KHÁCH SẠN PULLMAN HÀ NỘI

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★★★★

Vị trí: Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Diện tích xây dựng: 14.760 m²

Quy mô số phòng: 242 phòng

Giá cho thuê: từ 90 USD/phòng/đêm

Các tiện ích khác: Nhà hàng, quán bar, hội nghị, sự kiện, spa,...

BVSC có thực hiện định giá lại 2 khách sạn nêu trên căn cứ vào các giao dịch M&A quá khứ tại Việt Nam theo quy mô số phòng và theo tiêu chuẩn của khách sạn. Số liệu thu thập được trong bảng dưới đây:

Báo cáo khuyến nghị đầu tư

Các giao dịch M&A khách sạn tại Việt Nam									
Bên mua	Bên bán	Khách sạn	Tiêu chuẩn	Năm	Giá trị giao dịch (triệu USD)	% sở hữu	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Số phòng	Giá trị \$/phòng
Lotte	VinaCapital	Legend Saigon	5 sao	2013	62,5	70%	89,29	238	375.150
Hanel	Daewoo	Daewoo Hà Nội	5 sao	2011	96,0	70%	137,14	411	333.681
N.A	VinaCapital	Sheraton Nha Trang	5 sao	2013	42,0	67%	100,69	280	359.595
Berjaya Land	Faber Group	Sheraton Hà Nội	5 sao	2007	68,2	70%	135,43	299	452.938
Berjaya Land	N.A	InterContinental	5 sao	2008	100	75%	171,33	359	477.252
N.A	VinaCapital	Metropole*	5 sao		58,7	50%	155,40	364	426.923
N.A	VinaCapital	Hilton Hanoi Opera	5 sao	2009	55,84	70%	117,78	271	434.603

*Căn cứ theo giá trị sổ sách của VinaCapital

Trong các giao dịch trên, BVSC nhận thấy, đối với các khách sạn tại khu vực trung tâm và cao cấp hơn một chút như: Sheraton, Intercontinental (quận Tây Hồ); Metropole, Hilton (quận Hoàn Kiếm) được định giá cao hơn hẳn, trung bình khoảng 448.000 USD/phòng tiêu chuẩn 5 sao. Các khách sạn có vị trí hoặc tiêu chuẩn chất lượng tương đương như khách sạn Pullman Hà Nội có thể kể đến: khách sạn Legend SaiGon, Daewoo Hà Nội, Sheraton Nha Trang có mức định giá khoảng 356.000 USD/phòng 5 sao và chúng tôi sử dụng mức tham chiếu này để định giá lại khách sạn Pullman. Đối với khách sạn 4 sao, chúng tôi thực hiện chiết khấu 20% so với mức tham chiếu kể trên. Như vậy, kết quả đánh giá lại giá trị 2 khách sạn Hanoi hotel và Pullman có kết quả như sau:

Đánh giá lại giá trị tài sản của Hanoi Toserco							
Khách sạn	Tiêu chuẩn	Giá trị mỗi phòng (USD/phòng)	Số phòng	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về Toserco (USD)	Giá trị sổ sách (VND)
Pullman	5 sao	356.142	242	86.186.353	35,00%	30.165.223	27.915.328.000
Khách sạn Hà Nội	4 sao	284.914	218	62.111.157	29,58%	18.372.480	155.001.545.189
Tổng cộng						48.537.704	182.916.873.189

Giá trị sổ sách của Hanoi Toserco theo báo cáo tài chính ngày 30/9/2014 vào khoảng 14.450 đồng/cổ phần, giá trị NAV sau khi đánh giá lại các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết của Toserco theo phương pháp tính toán ở trên vào khoảng **34.040 đồng/cổ phần**. Đây là kết quả tính toán dựa trên vốn điều lệ hiện tại, nếu căn cứ trên vốn điều lệ dự kiến sau cổ phần hóa (748 tỷ đồng) thì giá trị NAV đánh giá lại vào khoảng **20.050 đồng/cổ phần**.

Giá trị Hanoi Toserco đánh giá lại theo phương pháp NAV (đồng)		
Năm	Giá trị sổ sách tại ngày 30/09/2014	Giá trị đánh giá lại
TÀI SẢN NGẮN HẠN	510.941.751.045	510.941.751.045
Tiền và các khoản tương đương tiền	41.648.074.233	41.648.074.233
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	421.685.797.335	421.685.797.335
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.364.667.750	10.364.667.750
Hàng tồn kho	147.833.749	147.833.749

Báo cáo khuyến nghị đầu tư

Tài sản ngắn hạn khác	37.095.377.978	37.095.377.978
TÀI SẢN DÀI HẠN	234.596.511.972	1.096.175.007.343
Các khoản phải thu dài hạn	709.980.250	709.980.250
Tài sản cố định	31.242.404.236	31.242.404.236
Bất động sản đầu tư	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	202.114.873.189	1.063.693.368.560
- Đầu tư vào công ty liên kết	200.814.873.189	1.062.393.368.560
<i>Trong đó:</i>		
<i>Công ty liên doanh Khách sạn TNHH Hà Nội Hotel</i>	<i>27.951.328.000</i>	<i>395.375.769.600</i>
<i>Công ty TNHH Global Toserco</i>	<i>155.001.545.189</i>	<i>649.155.598.960</i>
<i>Công ty Cổ phần Du lịch và Thương mại Sao Phương Đông</i>	<i>17.862.000.000</i>	<i>17.862.000.000</i>
- Đầu tư dài hạn khác	1.300.000.000	1.300.000.000
- Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn		
Tài sản dài hạn khác	529.254.297	529.254.297
TỔNG TÀI SẢN	745.538.263.017	1.607.116.758.388
NỢ PHẢI TRẢ	107.427.935.163	107.427.935.163
VỐN CHỦ SỞ HỮU	636.767.571.738	1.499.688.823.225
Vốn điều lệ	440.549.917.937	440.549.917.937
Giá cổ phần	14.454	34.041

Hanoi Toserco còn sở hữu nhiều tài sản bất động sản khác có giá trị

Cao ốc văn phòng Toserco 273 Kim Mã.

Một trong những bất động sản quan trọng khác phải kể đến của Hanoi Toserco là cao ốc văn phòng tại 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Tòa nhà được xây dựng trên diện tích đất 1.852 m² bao gồm 7 tầng nổi và 1 tầng hầm. Tổng diện tích sàn xây dựng 9.322 m², diện tích sàn thương mại 8.268 m². Giá cho thuê trung bình hiện vào khoảng 12 USD/m²/tháng.



CAO ỐC VĂN PHÒNG TOSERCO 273 KIM MÃ

Cao ốc văn phòng Hạng B

Diện tích đất: 1.852 m²

Diện tích sàn xây dựng GFA: 9.322 m²

Diện tích sàn thương mại NSA: 8.268 m²

Giá cho thuê: ~12 USD/m²/tháng

Năm đưa vào hoạt động: 2006

Lô đất tại 273 Kim Mã, công ty đã nhận được giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu nhà ở và tài sản gắn liền trên đất do Sở Tài nguyên và Môi trường cấp. BVSC thực hiện khảo sát giá trị đất tại mặt phố Kim Mã đối với các

lô đất nhỏ 100-200 m² vào khoảng 350 triệu đồng/m². Lô đất lớn như của Hanoi Toserco chúng tôi thực hiện chiết khấu khoảng 30%, vào khoảng 250 triệu đồng/m². Do vậy, tính riêng giá trị đất tại cao ốc văn phòng 273 Kim Mã chúng tôi ước tính vào khoảng **453,7 tỷ đồng** cho diện tích đất 1.852 m².

Ngoài ra, Hanoi Toserco còn sở hữu một số tài sản bất động sản khác như:

Một số tài sản bất động sản khác của Hanoi Toserco				
Vị trí	Diện tích đất (m2)	Diện tích sàn (m2)	Tình trạng	Mục đích
2 Núi Trúc, Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội	1.667	2.968	Hợp đồng thuê đất 30 năm từ 1993	Văn phòng cho thuê
98 Hàng Trống	161,3	413,66	Hợp đồng thuê đất 50 năm từ 1993	Kinh doanh
53A Hàng Chuối	264,5	460,11	Toserco mua lại từ năm 1993	Kinh doanh
18 Lương Đình Cửa	71,6	71,6	-	Kinh doanh

Khuyến nghị đầu tư

Mặc dù có nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm nhưng chúng tôi đánh giá đây không phải là lợi thế lớn nhất của Hanoi Toserco. Chúng tôi đánh giá cao Hanoi Toserco ở điểm sở hữu nhiều tài sản có giá trị như khoản tiền mặt 42 tỷ, tiền gửi ngân hàng 422 tỷ, sở hữu 30% khách sạn Hà Nội và 35% khách sạn Pullman cùng với tòa nhà văn phòng tại 273 Kim Mã. Giá trị NAV của Hanoi Toserco sau khi đánh giá lại giá trị tài sản vào khoảng **34.040 đồng/cổ phần** dựa trên vốn chủ hữu hiện tại, nếu dựa trên vốn điều lệ sau cổ phần hóa, giá trị của Hanoi Toserco sẽ vào khoảng 20.050 đồng/cổ phần. Trong phương án đánh giá lại của BVSC, chúng tôi mới đánh giá lại 2 khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết. Phần đánh giá lại giá trị đất tại 273 Kim Mã chúng tôi chưa đưa vào kết quả định giá do nguồn thông tin tiếp cận còn hạn chế mặc dù giá trị sổ sách của tài sản này trên báo cáo tài chính của Hanoi Toserco tương đối nhỏ.

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, khuyến 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