

Ngành Du lịch Khách sạn

Báo cáo giới thiệu doanh nghiệp IPO

Tháng 8, 2015

Vốn điều lệ sau CPH	1.228 tỷ đồng
Số lượng CP đầu giá	33.882.300 CP
Ngày đầu giá	13/8/2015
Giá khởi điểm	10.600 đồng/CP

THỜI HẠN ĐĂNG KÝ

Hạn đăng ký & nộp tiền cọc	6/8/2015
Hạn nộp phiếu đầu giá	11/8/2015

CƠ CẤU VỐN ĐIỀU LỆ

Vốn nhà nước	45,00%
Vốn bán cho CBNV	0,41%
Vốn bán cho NĐT chiến lược	27,00%
Vốn bán ra bên ngoài	27,59%

Chuyên viên phân tích

Đinh Thị Thu Thảo

(84 4) 3928 8080 ext 607

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Công ty TNHH MTV Thăng Long GTC

Sở hữu 35% hệ thống 5 siêu thị Big C lớn tại Hà Nội cùng các khoản góp vốn vào chuỗi các khách sạn 5 sao

Công ty TNHH MTV Thăng Long GTC là một trong những đơn vị thành viên của Tổng Công ty Du lịch Hà Nội - Hanoitourist. GTC được biết đến là một trong số các doanh nghiệp lớn trên thị trường kinh doanh du lịch khách sạn ở Hà Nội với hệ thống khách sạn lâu đời. Đây cũng là lý do tại sao đợt chào bán hơn 33,8 triệu cổ phiếu vào ngày 13/8 tới đây lại thu hút được sự quan tâm, chú ý của rất nhiều nhà đầu tư. Vậy những tài sản của GTC hấp dẫn tới đâu? Chúng tôi xin đưa ra những quan điểm đánh giá về giá trị hợp lý của GTC trong các phần trình bày dưới đây:

Trước hết, trong số các tài sản của GTC phải kể đến hệ thống các khách sạn trực thuộc GTC và các khách sạn cao cấp tiêu chuẩn 5 sao mà GTC tham gia góp vốn đầu tư.

GTC có nhiều khoản đầu tư góp vốn vào các khách sạn 5 sao tại Hà Nội

1/. Sở hữu 25% khách sạn InterContinental West Lake Hà Nội

GTC hiện có khoản góp vốn vào Công ty Phát triển Du lịch Hữu hạn làng Nghi Tàm, đây là liên doanh giữa GTC và Tập đoàn Berjaya, Malaysia trong đó GTC sở hữu 25%, 75% còn lại do Berjaya nắm giữ. Công ty Phát triển Du lịch Hữu hạn làng Nghi Tàm là chủ đầu tư Dự án khách sạn InterContinental West Lake Hà Nội. Dự án bắt đầu triển khai từ năm 1992 và chính thức đưa vào hoạt động từ năm 2008 với tổng vốn đầu tư khoảng 123 triệu USD.

InterContinental West Lake được đánh giá là một trong những khách sạn sang trọng bậc nhất Hà Nội với vị trí tọa lạc ngay bên Hồ Tây, tính chất “độc nhất vô nhị” của InterContinental West Lake thể hiện ở chỗ toàn bộ khu phòng khách, nhà hàng và các dịch vụ giải trí đều được xây dựng trên mặt hồ.

Một số thông tin về khách sạn InterContinental West Lake Hà Nội:

KHÁCH SẠN INTERCONTINENTAL WESTLAKE HÀ NỘI

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★★★★

Vị trí: 1A Nghi Tàm, phường Quảng An, Quận Tây Hồ, Hà Nội

Diện tích: 7.899 m² đất và 24.088 m² mặt nước Hồ Tây

Quy mô số phòng: 359 phòng

Giá cho thuê: từ 152,95 USD/phòng/đêm

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

BVSC có thực hiện định giá lại khách sạn InterContinental West Lake Hà Nội 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:

Các giao dịch M&A khách sạn 5 sao 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%	87,69	280	313.166
Berjaya Land	Faber Group	Sheraton Hà Nội	5 sao	2007	68,2	70%	97,43	299	325.848
Berjaya Land	N.A	InterContinental	5 sao	2008	100	75%	133,33	377	353.669
N.A	VinaCapital	Metropole*	5 sao		58,7	50%	117,40	364	322.527
N.A	VinaCapital	Hilton Hanoi Opera	5 sao	2009	55,84	70%	79,78	269	296.570
Trung bình:									331.516

**Căn cứ theo giá trị sổ sách của VinaCapital*

Trong các giao dịch trên, BVSC nhận thấy các khách sạn 5 sao đang được giao dịch với mức bình quân khoảng 331.516 USD/phòng. Như vậy, kết quả đánh giá lại giá trị khách sạn InterContinental West Lake ước tính vào khoảng 119.014.258 USD, phần sở hữu của GTC sẽ tương đương với **29.753.565 USD**. Đây cũng chính là giá trị hợp lý phần vốn góp của GTC vào Công ty Phát triển Du lịch Hữu hạn làng Nghi Tàm.

Đánh giá lại giá trị khách sạn InterContinental West Lake

Số phòng	Giá trị mỗi phòng (USD/phòng)	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về GTC (USD)	Giá trị sổ sách (USD)
359	331.516	119.014.258	25,00%	29.753.565	6.951.448

2/. Sở hữu 30% khách sạn Hilton Hanoi Opera

GTC hiện cũng đang sở hữu 30% cổ phần tại Khách sạn Hil Hanoi Opera thông qua Công ty TNHH Khách sạn Nhà hát (liên doanh giữa GTC và Vina Properties PTE. Ltd) với vốn điều lệ gần 25 triệu USD, tổng vốn đầu tư gần 63 triệu USD. Khách sạn cao 7 tầng, bao gồm 269 phòng được xây dựng theo lối kiến trúc Pháp và nằm tại trung tâm thành phố, ngay cạnh Nhà Hát lớn.

Một số thông tin về khách sạn Hilton Hanoi Opera:

KHÁCH SẠN HILTON HANOI OPERA

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★★★★

Vị trí: 1 Lê Thánh Tông, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Diện tích đất sử dụng: 5.504 m²

Quy mô số phòng: 269 phòng

Giá cho thuê: từ 135 USD/phòng/đêm

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

Để định giá khách sạn Hilton Hanoi Opera, chúng tôi sử dụng cách tiếp cận tương tự như định giá khách sạn InterContinental West Lake như ở trên. Mặc dù trong quá khứ khách sạn Hilton Hanoi Opera từng được VinaCapital chào

bán với giá 55,84 triệu USD cho phần sở hữu 70% (tương đương 296.570 USD/phòng). Tuy nhiên để đảm bảo tính khách quan, chúng tôi vẫn sử dụng mức trung bình các giao dịch gần đây để làm tham chiếu. Kết quả định giá cho ra giá trị hợp lý đối với khách sạn Hilton Hanoi Opera vào khoảng 89.177.815 USD, phần sở hữu 30% của GTC sẽ tương đương với **26.753.344 USD**. Đây cũng chính là giá trị hợp lý phần vốn góp của GTC vào Công ty TNHH Khách sạn Nhà hát.

Đánh giá lại giá trị khách sạn Hilton Hanoi Opera

Số phòng	Giá trị mỗi phòng (USD/phòng)	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về GTC (USD)	Giá trị sổ sách (USD)
269	331.516	89.177.815	30%	26.753.344	7.413.495

3/. Khách sạn Mercure La Gare Hà Nội

Khách sạn Mercure La Gare Hà Nội là khách sạn tiêu chuẩn 4 sao nằm ở trung tâm Hà Nội, cách Ga Hàng Cỏ 5 phút đi bộ và cách Hồ Hoàn Kiếm 2 km. Khách sạn cao 9 tầng, bao gồm 102 phòng, được thiết kế theo lối kiến trúc Pháp. Vị trí của Mercure La Gare Hà Nội có thể gọi là vị trí "vàng" do tiếp giáp 2 mặt tiền là đường Lê Duẩn và đường Lý Thường Kiệt.

Một số thông tin về khách sạn Mercure La Gare Hà Nội:

KHÁCH SẠN MERCURE LA GARE HÀ NỘI

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★★★★

Vị trí: 94 Lý Thường Kiệt, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Diện tích đất: 659,5 m² - Diện tích nhà: 5.104 m²

Quy mô số phòng: 102 phòng

Giá cho thuê: từ 72 USD/phòng/đêm

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

Khách sạn Mercure La Gare Hà Nội hiện đang được GTC cho VinaCapital thuê dài hạn 20 năm để kinh doanh khách sạn, tuy nhiên đây vẫn là tài sản thuộc về GTC và đang được thể hiện ở mục bất động sản đầu tư trên báo cáo tài chính của GTC. Do vậy, để thực hiện định giá khách sạn Mercure La Gare Hà Nội, chúng tôi sử dụng mức tham chiếu của các khách sạn 5 sao ở trên và thực hiện chiết khấu 25%. Kết quả định giá cho ra giá trị hợp lý của khách sạn Mercure La Gare Hà Nội vào khoảng **25.360.977 USD** và được thể hiện trong bảng dưới đây:

Đánh giá lại giá trị khách sạn Mercure La Gare Hà Nội

Số phòng	Giá trị mỗi phòng (USD/phòng)	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Giá trị sổ sách (VND)
102	248.637	25.360.977	14.832.912.075

4/. Khách sạn Eastin Easy

Khách sạn Eastin Easy GTC Hà Nội nằm ngay trên đường Quốc Tử Giám, từ khách sạn có thể dễ dàng đi đến nhiều cơ quan chính phủ như Bộ Kế hoạch và đầu tư, Bộ Ngoại giao hay các địa điểm văn hóa Việt Nam trong đó có quần thể di tích lịch sử Văn Miếu, Quốc Tử Giám. Khách sạn đạt tiêu chuẩn 3 sao với quy mô khoảng 70 phòng.



KHÁCH SẠN EASTIN EASY GTC

Tiêu chuẩn khách sạn: ★★ ★

Vị trí: 27 Quốc Tử Giám, Hà Nội

Diện tích đất: 659,5 m² - Diện tích nhà: 5.104 m²

Quy mô số phòng: 70 phòng

Giá cho thuê: từ 17 USD/phòng/đêm

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

Để định giá khách sạn Eastin Easy GTC, chúng tôi thu thập các dữ liệu giao dịch mua/bán khách sạn 3 sao tại Hà Nội để làm cơ sở để so sánh. Chúng tôi nhận thấy đa phần các khách sạn đều giao dịch quanh mức trung bình khoảng 2,24 tỷ VND/phòng.

Các giao dịch M&A khách sạn 3 sao tại Việt Nam

Giao dịch	Tiêu chuẩn	Giá giao dịch (tỷ VND)	Số phòng	Giá trị mỗi phòng (tỷ VND/phòng)	Thông số
Khách sạn khu Kim Mã, Ba Đình	3 sao	105	45	2,33	DT: 312 m ² , xây dựng 11 tầng
Khách sạn khu Lê Hồng Phong, Ba Đình	3 sao	106	58	1,83	DT: 312 m ² , mặt tiền 7m, 12 tầng, 1 hầm
Khách sạn phố Hàng Bò, Hoàn Kiếm	3 sao	85	42	2,02	DT: 165 m ² , mặt tiền 7m, 6 tầng nổi, 1 hầm
Khách sạn phố Hàng Da, Hoàn Kiếm	3 sao	105	42	2,50	DT: 186 m ² , 8 tầng, 1 hầm, mặt tiền 9,1m
Khách sạn phố Yết Kiêu, Hoàn Kiếm	3 sao	65	26	2,50	DT: 94 m ² , mặt tiền 4.5m
Khách sạn phố Hàng Bún	3 sao	80	36	2,22	DT: 250 m ² , mặt tiền 7,7m
Khách sạn phố Hàng Điếu, Hoàn Kiếm	3 sao	43	19	2,26	DT: 80 m ² /sàn, 9 tầng
Trung bình				2,24	

Với quy mô 70 phòng, giá trị khách sạn Eastin Easy GTC ước tính vào khoảng **156.701.091.810 đồng**.

5/. Khu căn hộ cho thuê Pan Horizon Executive Residences

Pan Horizon Executive Residences là liên doanh giữa GTC và Công ty United Land & Trading PTE., LTD (Singapore), trong đó GTC nắm giữ 30%, United Land & Trading PTE., LTD nắm giữ 70%. Pan Horizon là khu căn hộ cao cấp đạt tiêu chuẩn quốc tế 4 sao, được xây dựng trên diện tích 1.756 m², bao gồm 89 căn hộ tại 157 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội.



PAN HORIZON EXECUTIVE RESIDENCES

Tiêu chuẩn: ★★★★★

Vị trí: 157 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội

Diện tích đất: 1.756 m²

Quy mô: 89 căn hộ

Giá cho thuê: từ 66,98 USD/căn hộ/đêm

Các tiện ích khác: Nhà hàng Nhật, bể bơi, phòng tập Gym,...

Để định giá khu căn hộ cho thuê Pan Horizon, chúng tôi sử dụng cách tiếp cận tương tự như định giá các khách sạn nêu trên. Ty nhiên, vị trí của Pan Horizon không được thuận lợi bằng vị trí của khách sạn Mecure nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu cao hơn (30%) so với mức giá của khách sạn 5 sao. Theo đó, mức giá bình quân đối với các khách sạn của Pan Horizon vào khoảng 232.061 USD/phòng. Giá trị khu căn hộ Pan Horizon do vậy ước tính vào khoảng 20.653.449 USD, phần sở hữu 30% của GTC ước tính vào khoảng **6.196.035 USD**.

Đánh giá lại giá trị khu căn hộ cho thuê Pan Horizon

Số phòng	Giá trị mỗi phòng (USD/phòng)	Giá trị khách sạn (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về GTC (USD)	Giá trị sổ sách (USD)
89	232.061	20.653.449	30%	6.196.035	588.000

Sở hữu 35% chuỗi 5 siêu thị Big C tại Hà Nội

Liên doanh Công ty TNHH Thương mại Quốc tế và Dịch vụ siêu thị Big C Thăng Long được hình thành giữa GTC với đối tác nước ngoài là Vindemia SAS Company trong đó GTC nắm giữ 35% vốn điều lệ bằng giá trị quyền sử dụng 35.180 m² đất (khu A) tại góc phố Trần Duy Hưng với đường vành đai 3 cùng tiền mặt 988.095 USD. Ngoài ra, GTC còn góp bằng 40.000 m² đất cũng tại Trần Duy Hưng trong thời gian 8 năm kể từ ngày 30/7/1999 và đến nay đã hết thời hạn. GTC đã sử dụng giá trị quyền sử dụng đất của 40.000 m² này để góp vốn vào Công ty TNHH Thăng Long Property. Thời gian hoạt động của liên doanh là 50 năm kể từ ngày 30/7/1999.

Khởi đầu từ một địa điểm Big C Trần Duy Hưng, liên doanh không ngừng mở rộng địa bàn hoạt động ra những quận huyện khác của thành phố và cho đến nay đã đầu tư và khai thác 5 Trung tâm Thương mại Big C tại Hà Nội, bao gồm: Siêu thị Big C Trần Duy Hưng, Big C The Garden, Big C Long Biên, Big C Mê Linh và mới khai trương thêm Big C Hồ Gươm vào 29/6/2015. Hoạt động của liên doanh này bao gồm 2 mảng chính: Kinh doanh siêu thị (chuỗi 5 siêu thị Big C) và cho thuê mặt bằng bán lẻ tại tầng 1 - Trung tâm Thương Mại Big C Thăng Long.

1/. Hoạt động kinh doanh siêu thị

Để định giá hoạt động siêu thị Big C Thăng Long, chúng tôi sử dụng phương pháp Price to Sales. Trước bối cảnh kinh tế khó khăn trong các năm gần đây khiến cho sức mua bị suy giảm, đồng thời sự cạnh tranh của thị trường bán lẻ ngày càng trở nên khốc liệt. Do vậy, doanh thu bán lẻ của hệ thống siêu thị Big C bị sụt giảm, tuy nhiên lợi nhuận vẫn được duy trì. Trong 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu bán lẻ của hệ thống đạt 2.110.454 triệu VND, dự báo cả năm 2014 đạt 2.638.016 triệu VND. Tháng 6/2015, công ty khai trương thêm Big C Hồ Gươm và chúng tôi dự báo doanh số 2015 sẽ tăng lên mức khoảng 3.000 tỷ đồng.

Một số chỉ tiêu hoạt động của Big C Thăng Long (chuỗi 5 siêu thị) - Đơn vị: Triệu đồng

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	1.709.880	2.274.141	3.486.521	3.100.404	2.638.016	3.000.000
Chi phí	1.525.421	1.998.302	3.257.360	2.831.949		
Lợi nhuận trước thuế	181.473	275.839	229.161	268.455		
Lợi nhuận sau thuế	133.323	203.984	170.508	195.691		

Bước tiếp theo, chúng tôi thu thập số liệu về tỷ lệ Price to Sales (Giá cổ phiếu/Doanh thu tính trên mỗi cổ phần) của các siêu thị bán lẻ trong khu vực Châu Á. Kết quả tính ra giá trị Price to Sales bình quân khu vực có tính theo hệ số vốn hóa vào khoảng 1,04 lần. Có nghĩa là doanh thu xấp xỉ bằng giá trị vốn hóa của doanh nghiệp.

Bảng so sánh hệ số Price to Sales của một số công ty bán lẻ trong khu vực

Mã CK	Công ty	Price to Sales	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	Doanh thu (USD)
121 HK Equity	CP LOTUS CORP	0,28	Hong Kong	255.870.720	1.771.107.633
831 HK Equity	CONVENIENCE RET	0,65	Hong Kong	398.956.736	610.782.647
002264 CH Equity	EW HUADU SUPER-A	0,63	China	684.540.352	1.130.655.844
601116 CH Equity	SANJIANG SHOPP-A	0,94	China	693.230.272	717.809.688
1025 HK Equity	WUMART-H	0,25	China	828.830.528	3.068.008.860
5903 TT Equity	TAIWAN FAMILYMAR	0,86	Taiwan	1.510.537.984	1.849.717.054
BIGC TB Equity	BIG C SUPERCENTE	1,13	Thailand	4.223.669.760	4.041.127.183
CPALL TB Equity	CP ALL PCL	1,15	Thailand	12.008.468.480	11.017.143.599
Trung bình		1,04			

Với hệ số Price to Sales thu được như ở trên, kết quả định giá mảng kinh doanh siêu thị (bao gồm chuỗi 5 siêu thị: Big C Thăng Long, Big C The Garden, Big C Long Biên, Big C Mê Linh, Big C Hồ Gươm) được tính như sau:

Kết quả định giá hoạt động kinh doanh siêu thị

Chỉ tiêu	Giá trị
Vốn điều lệ liên doanh (USD)	10.921.469
Vốn điều lệ liên doanh (VND)	175.298.945.277
Số lượng Cổ phần (cổ phần)	17.529.895

Doanh thu (VND)	2.638.016.207.242
Doanh thu/mỗi cổ phần	150.487
Hệ số Multiple P/S (x)	1,04
Giá cổ phần (VND/cổ phần)	156.976
Giá trị vốn CSH (VND)	2.751.767.422.515

2/. Trung tâm thương mại 35.180 m² tại Trần Duy Hưng

Hệ thống Trung tâm Thương mại tại Big C Thăng Long bao gồm 2 phân khu chức năng: Tầng 1 cho thuê mặt bằng bán lẻ với khoảng 140 gian hàng; tầng 2 sử dụng kinh doanh siêu thị Big C với khoảng 50.000 mặt hàng. Để định giá mặt bằng bán lẻ tầng 1 tại Big C Thăng Long, chúng tôi căn cứ trên một số giả định chính như sau:

- ❑ Diện tích lô đất Khu A là 35.180 m²;
- ❑ Hệ số sử dụng đất chúng tôi giả định ở mức thận trọng khoảng 30% theo mức thấp nhất Bộ Xây dựng quy định đối với các dự án;
- ❑ Đơn giá thuê mặt bằng bán lẻ TTTM căn cứ theo nguồn khảo sát của Savills tại thời điểm quý 2/2015 vào khoảng gần 38-40 USD/m²/tháng đối với các TTTM. Trong phần định giá, chúng tôi sử dụng thận trọng ở mức 35 USD/m²/tháng;
- ❑ Hiệu suất thuê cũng theo báo cáo của Savills đạt khoảng 85%;
- ❑ Dự án phải đóng tiền thuê đất bắt đầu từ năm thứ 26.

Kết quả định giá cho ra giá trị hợp lý đối với hạng mục trung tâm thương mại tầng 1 của Big C Thăng Long vào khoảng **320.228.764.902 VND**.

Tóm tắt một số giả định và kết quả định giá 35.180 m² TTTM tại Big C Thăng Long	
Giả định	Kết quả đánh giá
- Diện tích lô đất: 35.180 m ²	320.228.764.902 VND
- Hệ số sử dụng đất: 30%	
- Diện tích sàn thương mại: 10.554 m ²	
- Thời gian hoạt động: 50 năm kể từ 30/7/1999	
- Giá thuê: 35 USD/m ² /tháng	
- Tốc độ trượt giá thuê thị trường hàng năm theo lạm phát	
- Hiệu suất hoạt động đạt: 85%	
- Dự án được miễn tiền thuê đất 25 năm kể từ ngày 30/7/1999	
- Tỷ lệ chiết khấu 13,96%	

3/. Khoản 100.000 USD nhận đều đặn hàng năm cho tới năm 2049

Ngoài ra, trong cam kết góp vốn, bên liên doanh Vindemia SAS đồng ý trả số tiền 100.000 USD mỗi năm cho GTC cho tới hết ngày 30/7/2049. Chúng tôi thực hiện chiết khấu số tiền GTC được nhận đều đặn hàng năm này về thời điểm hiện tại và thu được giá trị là **18.901.469.787 VND**.

Tổng cộng giá trị phần vốn góp của GTC vào Big C Thăng Long được đánh giá lại trong bảng dưới đây:

Giá trị liên doanh Big C Thăng Long	Đơn vị: VND
- Mảng kinh doanh chuỗi siêu thị	2.751.767.422.515
- Mảng cho thuê mặt bằng bán lẻ	320.228.764.902
Tổng cộng:	3.071.996.187.418
Tỷ lệ sở hữu của GTC (%)	35%
Giá trị thuộc về GTC	1.075.198.665.596
Khoản 100.000 nhận đều đặn hàng năm	18.901.469.787
Tổng giá vốn đầu tư vào liên doanh	1.094.100.135.384

GTC còn sở hữu 40.000 m² đất tại góc phố Trần Duy Hưng và đường vành đai 3

Khu đất này hiện đang được GTC sử dụng để góp vốn vào Công ty TNHH Thăng Long Property với vốn điều lệ 15 triệu USD trong đó GTC nắm giữ 35% (góp bằng giá trị quyền sử dụng 40.000 m² đất nói trên và tiền mặt trị giá 3.643.160 USD), 65% còn lại thuộc về công ty VINDEMIA PROPERTY LIMITED (thuộc VinaCapital). Liên doanh có thời hạn 42 năm kể từ ngày được UBND thành phố Hà Nội cấp chứng nhận đầu tư vào 9/5/2008.

Liên doanh sẽ là chủ đầu tư dự án Time Square, đây là khu phức hợp bao gồm cụm tháp văn phòng hạng A diện tích 20.000 m², khách sạn 5 sao 300 phòng và trung tâm bán lẻ cao cấp. Dự án có tổng mức đầu tư 50 triệu USD, thời gian triển khai dự kiến từ 2008-2011 nhưng do thị trường BĐS vừa qua gặp nhiều khó khăn nên hiện nay vẫn còn là bãi đất trống. Công ty đang xin Bộ xây dựng cấp phép lại quy hoạch trong đó sẽ chuyển một phần thành căn hộ cao cấp.

Do dự án chưa được triển khai nên tạm thời chúng tôi dừng lại ở việc xác định lợi thế giá trị đất của GTC tại liên doanh này. Theo đó, giá trị lợi thế thuộc về lô đất sẽ bằng phần chênh lệch giữa giá thuê đất của nhà nước với giá GTC có thể cho thuê trên thị trường. Theo quy định, GTC chỉ phải nộp tiền thuê đất hàng năm từ năm thứ 18 kể từ ngày được cấp chứng nhận đầu tư 9/5/2008.

Phương thức xác định giá thuê đất nhà nước trả tiền hàng năm được BVSC tính toán theo hướng dẫn của Thông tư số 77/2014/TT-BTC và quy định tại Điều 4, Nghị định 46/2014/NĐ-CP về cách xác định giá thuê đất, theo đó:

Đơn giá thuê đất hàng năm = Tỷ lệ phần trăm × Giá đất tính tiền thuê đất

Trong đó:

- Tỷ lệ phần trăm (%) được quy định trong Quyết định số 3667/QĐ-UBND của Ủy Ban Nhân dân Tp. Hà Nội đối với trường hợp thuê đất trả tiền hàng năm với mục đích kinh doanh thương mại, dịch vụ là **2%**.

- Giá đất tính tiền thuê đất theo quy định của Nghị định 46/2014/NĐ-CP tính theo Bảng giá đất.

Đối với giá cho thuê các lô đất trống trên thị trường, chúng tôi khảo sát khu vực Trần Duy Hưng và tổng hợp được giá cho thuê đối với lô đất diện tích 1.000-2.000 m² có giá vào khoảng 4 USD/m²/tháng. Hệ số sử dụng đất chúng tôi giả định ở mức 35%. Sau khi tính phần chênh lệch, chúng tôi xác định giá trị lợi thế diện tích lô đất này vào khoảng **116.615.632.201 VND**.

Một số giả định và kết quả định giá lợi thế 40.000 m² tại Thăng Long Property	
Giả định	Kết quả đánh giá
- Diện tích lô đất: 40.000 m ²	116.615.632.201 VND
- Hệ số sử dụng đất: 35%	
- Thời gian hoạt động: 42 năm kể từ 9/5/2008	
- Giá cho thuê: 4 USD/m ² /tháng	
- Tốc độ trượt giá thuê thị trường hàng năm theo lạm phát	
- Dự án được miễn tiền thuê đất 17 năm kể từ ngày 9/5/2008	
- Tỷ lệ chiết khấu 13,96%	

Lô đất 19.943 m² tại 15-17 Ngọc Khánh, Hà Nội

Lô đất có tổng diện tích 19.943 m² bao gồm 2 khu:

- Khu 1 diện tích 5.800 m² được công ty xây dựng chung cư để bán, hiện GTC chỉ giữ lại tầng 1 và 2 (khối đế của chung cư) để cho một đối tác thuê lại, chung cư từ tầng 3 trở lên đã được bán xong. Phần sở hữu của này đang được thể hiện ở mục Bất động sản đầu tư trong BCTC của GTC với nguyên giá đầu tư là **36.137.628.231 VND**.
- Khu 2 có diện tích 14.143 m², GTC đã đem góp vốn 29% vào Công ty TNHH Pacific Thăng Long bằng giá trị quyền khai thác 12.066 m² đất tại đây. Liên doanh có vốn điều lệ 17 triệu USD với mục đích xây dựng khu phức hợp bao gồm khu thương mại, dịch vụ bán lẻ, văn phòng cao 18 tầng và khách sạn cao 9-10 tầng. Tuy nhiên cho đến nay, dự án vẫn chưa được triển khai.

1/. Khối đế tầng 1 & 2

Để xác định giá trị của khối đế này, chúng tôi tính toán dựa trên dòng tiền thu được trong tương lai từ việc cho thuê. Giá cho thuê căn cứ trên hợp đồng trước đây GTC cho đối tác là siêu thị Hiway của Sơn Hà thuê với giá 13 USD/m²/tháng. Về hiệu suất cho thuê, GTC định hướng sẽ tìm đến những khách hàng thứ cấp có nhu cầu thuê toàn bộ cả 2 tầng chứ không tìm kiếm những khách hàng lẻ. Do vậy, hiệu suất sẽ đạt mức cao (chúng tôi ước tính ở mức 90%) do hợp đồng kéo dài và ổn định. Kết quả xác định theo phương pháp dòng tiền đối với mặt bằng cho thuê tầng 1 & 2 vào khoảng **67.192.876.937 VND**.

2/. Phần góp vốn 29% vào Công ty TNHH Pacific Thăng Long

Do dự án chưa được triển khai nên cách tiếp cận định giá chúng tôi áp dụng tương tự như đánh giá lại lợi thế thuê đất 40.000 m² tại Thăng Long Property. Xét về lợi thế, dự án Pacific Thăng Long không được miễn tiền thuê đất như Thăng Long Property. Tuy nhiên, hệ số sử dụng đất tại Pacific Thăng Long sẽ cao hơn do đây là dự án quy hoạch xây dựng cao ốc văn phòng kết hợp khách sạn, chúng tôi giả định ở mức 70%. Kết quả định giá như sau:

Một số giả định và kết quả định giá lợi thế 12.066 m ² tại Pacific Thăng Long	
Giả định	Kết quả đánh giá
- Diện tích lô đất: 12.066 m ²	84.424.926.581 VND
- Hệ số sử dụng đất: 70%	
- Thời gian hoạt động: 50 năm kể từ 31/12/2007	
- Giá cho thuê: 8 USD/m ² /tháng	
- Tốc độ trượt giá thuê thị trường hàng năm theo lạm phát	
- Tỷ lệ chiết khấu 13,96%	

Tòa nhà văn phòng tại 115 Lê Duẩn, Hà Nội

Địa chỉ này hiện đang được GTC sử dụng làm văn phòng công ty và sử dụng để cho thuê. Tòa nhà cao 7 tầng được xây dựng trên khu đất có diện tích 346 m², diện tích sử dụng khoảng 2.000 m². Kế hoạch của GTC sau cổ phần hóa dự kiến sẽ cải tạo tòa nhà 115 Lê Duẩn thành khách sạn 3 sao. Để xác định giá trị tòa nhà này, BVSC dựa trên kịch bản toàn bộ diện tích sử dụng 2.000 m² sẽ được sử dụng làm văn phòng cho thuê với mức giá thuê giả định ở mức tương đương với phân khúc hạng C, khoảng 12-13 USD/m²/tháng. Biên lợi nhuận giả định sẽ đạt được mức bình quân của các đơn vị kinh doanh cho thuê văn phòng cùng phân khúc trên địa bàn Hà Nội.

Một số giả định sử dụng để định giá giá trị tòa nhà 115 Lê Duẩn	
Chỉ tiêu	Giả định
Diện tích cho thuê NSA (m ²)	2.000
Đơn giá cho thuê (USD/m ² /tháng)	12
Hiệu suất cho thuê (%)	100%

Kết quả cho ra giá trị tòa nhà (không bao gồm giá trị đất được chúng tôi ước tính vào khoảng **23.041.170.399 VND**. Do đây là giá trị không lớn nên chúng tôi không cộng thêm vào kết quả xác định giá trị doanh nghiệp cuối cùng.

Tòa Capital Tower tại 109 Trần Hưng Đạo, Hà Nội

Tài sản này hiện thuộc quyền sở hữu của CTCP Du lịch Thương mại và Đầu tư Thủ Đô trong đó GTC nắm giữ 9,56% vốn điều lệ, tương đương 2.913.330.000 VND. Capital Tower nằm ở vị trí thuận lợi giữa trung tâm Hà Nội, giữa ngã ba đường Lê Duẩn và Trần Hưng Đạo, được khởi công từ quý 4/2007 và hoàn thành vào cuối 2009. Tòa nhà cao 23 tầng với 3 tầng hầm, trong đó từ tầng 7

đến tầng 20 dành cho thuê văn phòng (mỗi tầng diện tích 1.195 m²). Từ tầng 1 đến tầng 6 dành cho trung tâm thương mại, nhà hàng với diện tích linh hoạt từ 1.191 m² đến 1.564 m². Ba tầng hầm mỗi tầng có diện tích khoảng 2.100 m².



CAPITAL TOWER

Tiêu chuẩn: Tòa nhà văn phòng hạng A

Vị trí: 109 Trần Hưng Đạo, Hà Nội

Diện tích đất: 2.200 m² - GFA: 36.000 m² - NSA: 23.107 m²

Quy mô: 23 tầng, 3 tầng hầm, 6 thang máy

Giá cho thuê khu văn phòng: ~28 USD/m²/tháng

Các tiện ích khác: Thuê bãi đỗ xe, bar, nhà hàng,...

Đối với việc định giá cao ốc văn phòng và trung tâm thương mại Capital Tower, chúng tôi dựa trên kịch bản khu văn phòng từ tầng 7 đến tầng 20 sẽ được cho thuê với mức giá phân khúc hạng A vào khoảng 28 USD/m²/tháng, hiệu suất cho thuê giả định 100%. Đối với trung tâm thương mại, chúng tôi giả định đơn giá cho thuê đạt khoảng 40 USD/m²/tháng (theo báo cáo của Savills) và hiệu suất đạt khoảng 95%.

Một số giả định sử dụng để định giá giá tòa nhà Capital Tower		
Chỉ tiêu	Khu văn phòng	Trung tâm thương mại
Tầng	7 đến 20	1 đến 6
Diện tích cho thuê NSA (m ²)	16.730	7.146
Đơn giá cho thuê (USD/m ² /tháng)	28	40
Hiệu suất cho thuê (%)	100%	95%

Kết quả định giá cuối cùng cho ra giá trị hợp lý đối với tòa nhà Capital Tower vào khoảng 625.831.150.459 VND. Phần sở hữu 9,56% của GTC tương đương với **59.829.457.984 VND**.

Các tài sản khác thuộc Thăng Long GTC

Ngoài những tài sản giá trị trên, GTC còn sở hữu nhiều đất đai và tài sản hình thành trên đất như:

- ☐ Khu đất Lô E (ô C4) diện tích 4.003 m² tại Xuân Đình, Từ Liêm, Hà Nội;
- ☐ Khu đất 10.000 m² tại Km 18, thị xã Chí Linh, tỉnh Hải Dương;
- ☐ Khách sạn 70 Nguyễn Khuyến;
- ☐ Khách sạn Bắc Nam - 105 Lê Duẩn Hà Nội;
- ☐ Khoản góp vốn 5,2% vào Công ty Cổ phần Hà Nội Tourist Taxi;
- ☐ ...

Tuy nhiên đây đều là những tài sản không có giá trị lớn và không ảnh hưởng nhiều tới kết quả xác định giá trị doanh nghiệp. Do vậy, chúng tôi không thực hiện đánh giá lại giá trị những tài sản này.

Tổng hợp kết quả định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng NAV để xác định giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần của Thăng Long GTC. Kết quả cho ra giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần của Thăng Long GTC dựa trên vốn điều lệ sau cổ phần hóa vào khoảng **28.866 đồng/cổ phần**.

ĐÁNH GIÁ LẠI GIÁ TRỊ CỔ PHẦN CỦA THĂNG LONG GTC THEO PHƯƠNG PHÁP TÀI SẢN (ĐƠN VỊ: VND)		
Năm	Giá trị sổ sách ngày 31/12/2014	Giá trị đánh giá lại
TÀI SẢN NGẮN HẠN	279.930.142.267	279.930.142.267
Tiền và các khoản tương đương tiền	119.120.859.917	119.120.859.917
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	10.000.000.000	10.000.000.000
Các khoản phải thu ngắn hạn	148.992.912.167	148.992.912.167
Hàng tồn kho	98.723.150	98.723.150
Tài sản ngắn hạn khác	1.717.647.033	1.717.647.033
TÀI SẢN DÀI HẠN	615.923.517.536	3.428.102.514.191
Các khoản phải thu dài hạn	558.528.763	558.528.763
Tài sản cố định	82.468.446.157	82.468.446.157
Bất động sản đầu tư	41.378.826.263	610.977.681.766
- Nguyên giá, trong đó:	50.970.540.306	620.569.395.809
- Khách sạn Mercure	14.832.912.075	553.376.518.872
- Sàn để Chung cư 15-17 Ngọc Khánh, Hà Nội	36.137.628.231	67.192.876.937
- Giá trị hao mòn lũy kế	(9.591.714.043)	(9.591.714.043)
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	481.868.243.408	2.724.448.384.560
- Đầu tư vào công ty liên kết liên doanh, trong đó:	481.868.243.408	2.724.448.384.560
- Công ty liên doanh Đại Chân Trời	9.615.939.192	135.197.478.924
- Công ty Phát triển Du lịch hữu hạn Làng Nghi Tàm	109.568.649.593	649.222.778.676
- Công ty TNHH Thương mại và Dịch vụ Đại siêu thị Bourbon Thăng Long	61.354.630.847	1.094.100.135.384
- Công ty TNHH Khách sạn Nhà hát Opera	116.658.634.800	583.757.974.810
- Công ty TNHH Thăng Long Property	87.122.298.976	116.615.632.201
- Công ty TNHH Pacific Thăng Long	93.334.760.000	84.424.926.581
- Công ty Cổ phần Du lịch Thương mại Đầu tư Thủ Đức	2.913.330.000	59.829.457.984
- Công ty Cổ phần Hanoitourist Taxi	1.300.000.000	1.300.000.000
Tài sản dài hạn khác	9.649.472.945	9.649.472.945
TỔNG TÀI SẢN	895.853.659.803	3.708.032.656.458
NỢ PHẢI TRẢ	163.292.903.611	163.292.903.611
VỐN CHỦ SỞ HỮU	732.560.756.192	3.544.739.752.847
Vốn điều lệ sau cổ phần hóa		1.228.000.000.000
Số lượng cổ phần (cổ phần)		122.800.000
Giá cổ phần (VND/cổ phần)		28.866

Khuyến nghị đầu tư

Thăng Long GTC là doanh nghiệp sở hữu nhiều tài sản có giá trị. Kết quả định giá theo phương pháp tài sản cho ra giá trị phần vốn chủ sở hữu của Thăng Long GTC vào khoảng **3.545 tỷ đồng**, tương đương giá trị mỗi cổ phần **28.866 đồng/cổ phần**. Tuy nhiên, chúng tôi cũng xin lưu ý tới các nhà đầu tư hạn chế của phương pháp định giá tài sản là các tài sản khác nhau sẽ có tính thanh khoản khác nhau. Do vậy, mỗi tài sản sau khi định giá xong có thể sẽ được thực hiện chiết khấu thêm để bù đắp cho sự giới hạn về mặt thanh khoản và mức chiết khấu cụ thể bao nhiêu sẽ tùy thuộc vào kỳ vọng/mức độ chấp nhận rủi ro của mỗi nhà đầu tư. Quan điểm riêng của chúng tôi về các tài sản của Thăng Long GTC đều là những tài sản có giá trị cao, vị trí thuận tiện, các vấn đề pháp lý rõ ràng, không bị tranh chấp,.. nên có thể dễ dàng chuyển nhượng, đem góp vốn hay sử dụng cho các mục đích khác.

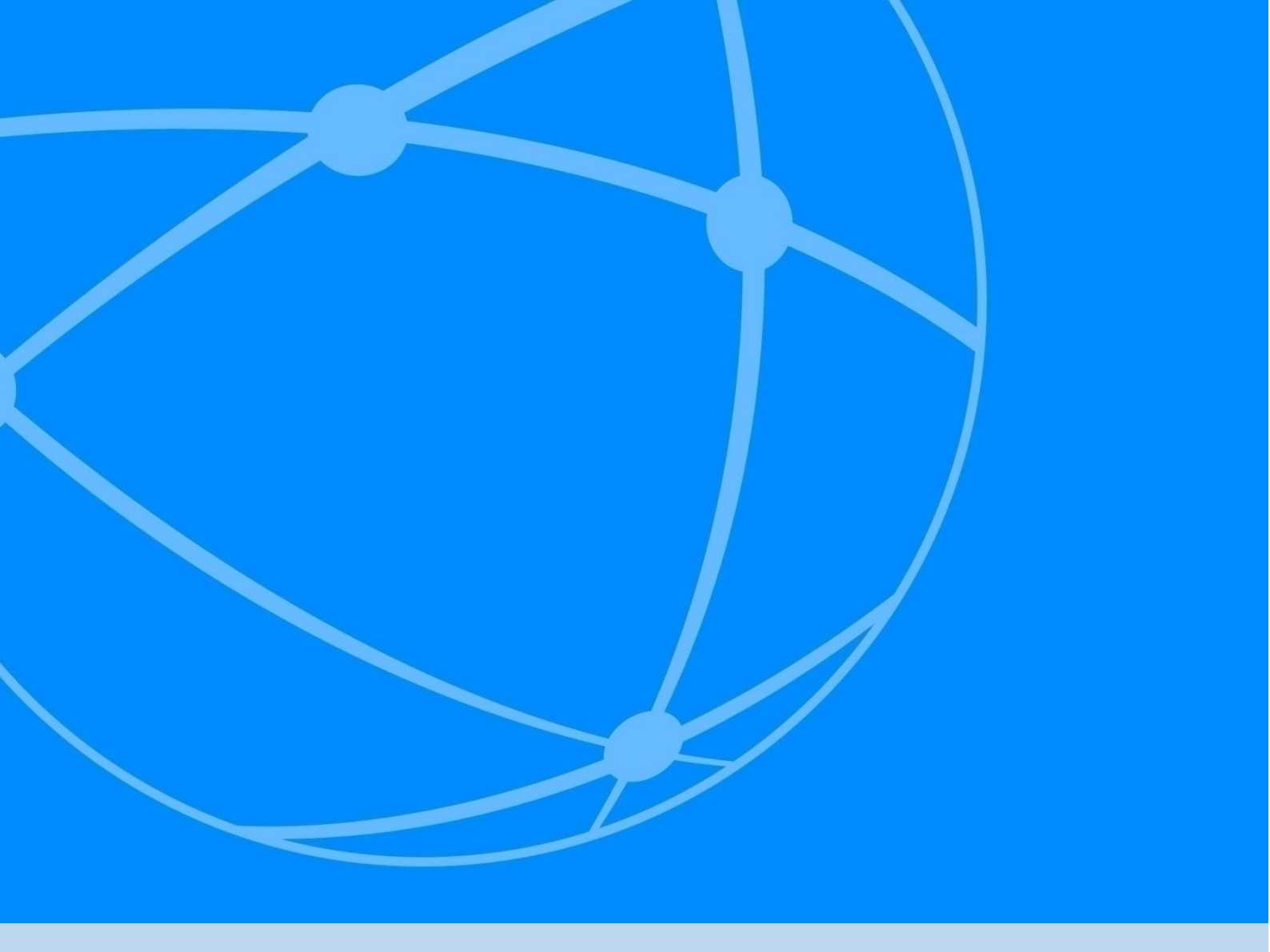
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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