



Đảo Hòn Tre - phường
Vĩnh Nguyên - Tp. Nha
Trang - tỉnh Khánh Hòa

CTCP Vinpearl

Mã chứng khoán: VPL

Ngành: Du lịch

Sàn giao dịch: HoSE

Lĩnh vực: Du lịch - khách sạn

Khuyến nghị: Bán

Giá hợp lý (*): 26,800 VNĐ

Giá hiện tại: 35,900 VNĐ

Vnindex(30/06/2010): 507.14



BÁN

MUA

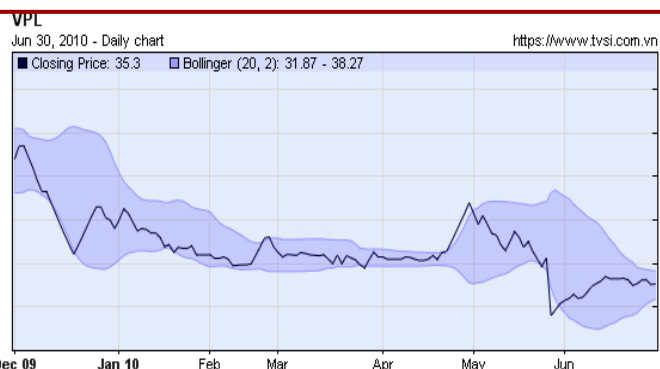
EPS trailing Q1/2010: 477 VNĐ P/E : 75.26

BVPS (31/03/2010): 11,878 VNĐ P/B : 2.97

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực hoạt động chính

- Kinh doanh các dịch vụ du lịch, khách sạn
- Kinh doanh các dịch vụ vui chơi, giải trí
- Kinh doanh dịch vụ chăm sóc sắc đẹp
- Kinh doanh bất động sản



Chỉ tiêu tài chính

Đơn vị: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	397,572	470,651	485,478
Lợi nhuận gộp	136,742	148,531	192,165
Lợi nhuận SXKD	98,887	64,863	1,163
LNST	84,227	67,224	70,387
Tổng tài sản	1,775,610	3,202,236	7,185,714
Vốn chủ sở hữu	1,028,327	1,100,984	1,184,351
ROE	8.2%	6.3%	6.2%
ROA	4.7%	2.7%	1.4%
EPS basic (VNĐ)	1,260	732	853
Book value (VNĐ)	10,290	11,014	11,844

Những nét nổi bật

- Là một doanh nghiệp kinh doanh các dịch vụ du lịch, khách sạn, tọa lạc trên đảo Hòn Tre - Nha Trang, VPL có nhiều lợi thế về địa lý so với các doanh nghiệp kinh doanh du lịch biển khác, được biết đến với khu nghỉ 5 sao lớn nhất cả nước, các dịch vụ vui chơi giải trí hiện đại nhất, đã, đang và tiếp tục là nơi tổ chức các sự kiện quan trọng của cả nước.
- VPL đã hai lần đổi tên để hướng trọng tâm sang lĩnh vực du lịch, bất động sản du lịch và tương lai là tập đoàn đa ngành với rất nhiều các dự án cao cấp, siêu cao cấp đã và đang tham gia dưới dạng chủ đầu tư cũng như góp vốn liên kết.
- Việc tự quản lý hệ thống khách sạn có thể là một bất lợi của VPL so với các doanh nghiệp kinh doanh khách sạn nước ngoài và trong nước có thuê người nước ngoài quản lý.
- Tình hình tài chính khá lành mạnh nhưng khả năng sinh lời thấp, hoạt động tài chính không hiệu quả đã làm giảm đáng kể hiệu quả hoạt động chung của VPL.

(*) Áp dụng cho giai đoạn nửa cuối năm 2010

Thông tin chính liên quan

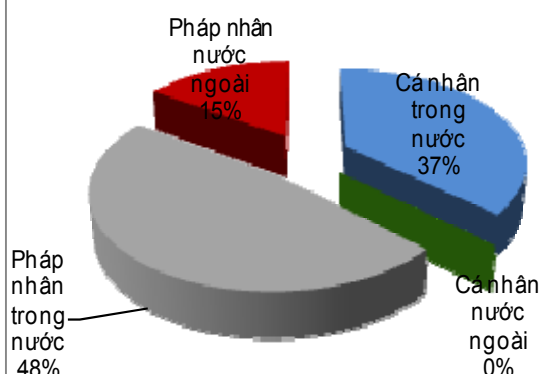
Ngày	Tin tức	Nguồn
28/06/2010	Tổng cục du lịch: Khách quốc tế đến Việt Nam 6 tháng 2010	www.vietnamtourism.gov.vn
04/06/2010	VPL đưa vào khai thác dòng sản phẩm cao cấp Vinpearl Luxury	www.vinpearlland.com
19/04/2010	VPL là đơn vị tổ chức cuộc thi Hoa hậu thế giới người Việt năm 2010	www.vinpearlland.com

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu tổ chức

Cơ cấu cổ đông tại ngày 05/03/2010



Trong cơ cấu cổ đông của VPL chủ yếu là các tổ chức và cá nhân trong nước (84.38%), các tổ chức và cá nhân nước ngoài nắm giữ với tỷ lệ khiêm tốn hơn. Công ty không có cổ đông sáng lập (đã xóa đi dựa trên quy định về sự không cần thiết) do đó số lượng cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng là không đáng kể bởi các thành viên ban lãnh đạo nắm giữ rất ít trong cơ cấu vốn điều lệ của công ty.

Mặc dù không có được sự quan tâm nhiều của các tổ chức lớn có uy tín trong nước như VCR (có EXIMBANK, VINACONEX) nhưng VPL cũng dành được sự quan tâm của các doanh nghiệp nước ngoài (Hongkong) và rất nhiều các pháp nhân là doanh nghiệp trong nước với tỷ lệ nắm giữ khá lớn.

VPL hiện có 3 công ty con (trước đó là 4 nhưng một công ty đang làm thủ tục giải thể) hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và du lịch với tỷ lệ vốn cam kết khá lớn. Tuy nhiên đến thời điểm cuối quý I, VPL vẫn chưa thực hiện xong cam kết góp vốn với 3 công ty con đang hoạt động.

Hiện VPL cũng tham gia liên doanh liên kết với rất nhiều các công ty trong lĩnh vực bất động sản và du lịch nhằm mở rộng phạm vi hoạt động cũng như đầu tư được nhiều hơn vào các dự án du lịch tại các vùng miền trên cả nước. Mới đây VPL lại tiếp tục tham gia liên kết với công ty TNHH BĐS Tây Thăng Long dựa trên việc góp bù phần vốn góp của CTCP Đầu tư và Thương mại PFV với số vốn góp 147 tỷ tương đương 49% VDL.

Hội đồng quản trị và ban điều hành

Hội đồng quản trị và ban điều hành của công ty chưa thực sự có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực du lịch. Hơn nữa, tỷ lệ nắm giữ thấp cũng là một điểm khiến chúng tôi lo ngại. Bởi với việc sở hữu lượng vốn thấp trong cơ cấu vốn của công ty, điều này sẽ không tạo động lực mạnh mẽ cho sự dốc sức hết mình vì sự phát triển của công ty.

Nhìn qua về tỷ lệ nắm giữ của hội đồng quản trị và ban điều hành có thể thấy, các thành viên chủ chốt của công ty như chủ tịch HĐQT—TGD, các phó tổng giám đốc chỉ nắm giữ với tỷ lệ rất nhỏ.

Đối với HĐQT, tổng giá trị nắm giữ trong cơ cấu vốn điều lệ là 11.034% trong đó 11% là đồng sở hữu với CTCP Vincom và tỷ lệ này chỉ là 0.031% đối với ban giám đốc. Đây được coi là con số rất thấp so với các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp du lịch nói riêng như NVT, VCR.

Chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Tháng 7/2006, chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với cái tên Công ty cổ phần du lịch và thương mại Vinpearl và sau hai lần đổi tên, hiện nay VPL là mã chứng khoán của CTCP Vinpearl, điều này hướng đến việc trở thành tập đoàn đa ngành. VPL tiến hành chi trả cổ tức lần đầu tiên là cho năm 2009 dưới hình thức cổ phiếu với tỷ lệ 13% và đi kèm với đó là phát hành cổ phiếu huy động vốn cho đầu tư các dự án công ty đang thực hiện và sẽ được thực hiện bởi các công ty con. Hiện VPL chưa có kế hoạch chi trả cổ tức cho năm 2010 do năm nay là năm ghi nhận nhiều sự kiện quan trọng cùng với việc tham gia đầu tư vào nhiều dự án đòi hỏi vốn lớn.

Tên	Tỷ lệ vốn góp cam kết	Tỷ lệ vốn góp tại 31/03/10
Công ty con		
CTCP Phát triển Thành phố Xanh	50%	15.00%
CTCP Du lịch Việt Nam tại Nha Trang	80%	60.00%
Cty TNHH Du lịch Sinh thái Nam Qua	80%	76.59%
Công ty liên kết		
CTCP Du lịch Việt Nam tại Tp.HCM	25.28%	25.28%
CTCP Viettronics Đồng Đa	24.30%	24.30%
CTCP PCM	20%	20%
CTCP Đầu tư và Phát triển Địa ốc Thành phố Hoàng Gia	34%	14.89%
CTCP Phát triển và Dịch vụ Vincharm	20%	20%
CTCP Bất động sản Thanh Niên	20%	19.98%
CTCP Đầu tư Du lịch Vinpearl Hội An	40%	40%
CTCP Vinpearl Đà Nẵng	40%	13.40%
CTCP Du lịch Việt Nam Vitours	29.13%	29.13%
CT TNHH BĐS Tây Thăng Long	49%	0%

Tên	Chức vụ	Trình độ	Tỷ lệ SH
Nguyễn Trọng Hiền	CTHĐQT - TGD	Kỹ sư	0.020%
Mai Thu Thủy	Phó TGD	Cử nhân kinh tế	0.004%
Đặng Thanh Thủy	Phó TGD	Thạc sĩ QTKD	0.004%
Trần Anh Tuấn	Phó TGD	Cử nhân ngoại ngữ	0.003%
Nguyễn Thịnh	Kế toán trưởng	Cử nhân kinh tế	0.000%
Trần Việt Hùng	Trưởng BKS	Cử nhân kinh tế - kiểm toán	0.000%

Nguồn: VPL, TVSI tổng hợp

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH DU LỊCH VÀ BẤT ĐỘNG SẢN DU LỊCH

Tổng quan về tiềm năng du lịch Việt Nam



Mặc dù không nằm trong Top 10 địa điểm du lịch hấp dẫn nhất trong năm 2010 theo bình chọn của Lonely Planet. Tuy nhiên với tiềm năng du lịch sẵn có, chưa được khai thác đúng mức và hợp lý, Việt Nam đang phần đầu trở thành một trong 10 nước có ngành du lịch phát triển mạnh nhất. Ngành du lịch Việt Nam được thành lập từ năm 1960 với việc thành lập Công ty du lịch Việt Nam trực thuộc bộ ngoại thương, qua nhiều năm đổi mới và phát triển, ngành du lịch Việt Nam đã dành được những thành tựu đáng khích lệ và góp phần rất lớn vào thu nhập cũng như ngân sách quốc gia.

Với đường bờ biển dài trên 3,200km, 125 bãi biển lớn nhỏ, diện tích 2/3 là núi, rất nhiều các di tích lịch sử- văn hóa có giá trị, khí hậu nhiệt đới ở Miền Nam và 4 mùa ở Miền Bắc tạo ra những nét đặc thù cũng như là ưu thế đối với du lịch thăm quan và nghỉ dưỡng ở Việt Nam. Theo thống kê, hiện nay trên địa bàn cả nước có khoảng 50 điểm du lịch trải dài khắp cả nước trong đó tập trung nhiều ở Miền Bắc và miền Trung. **Theo đánh giá của RNCOS, Việt Nam hiện nay là một trong những điểm đến nổi tiếng nhất cho khách du lịch trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương, là miền đất hứa đối với các doanh nghiệp kinh doanh du lịch trong và ngoài nước.**

Số lượng cơ sở lưu trú

Năm	2004	2006	2007	2008	6 tháng
Số lượng cơ sở lưu trú	5,847	6,720	8,550	10,400	10,800
Số buồng	125.4	160.5	184.8	205	213.2

Số lượng các DN lữ hành quốc tế (7/2009)

Khu vực	Nhà nước	Cổ phần	Liên doanh	TNHH	Tư nhân
Miền Bắc	32	170	3	196	1
Miền Trung	10	20	2	40	1
Miền Nam	27	51	7	196	2
Tổng	69	241	12	432	4

Số lượng khách sạn tính đến 6/2009

Hạng	Số lượng	Số buồng
5 sao	33	8,564
4 sao	90	10,950
3 sao	176	12,674
2 sao	850	31,450
1 sao	990	20,790
Đạt tiêu chuẩn tối thiểu	3100	46,724
Tổng	5,239	131,152

Nguồn: GSO

Lĩnh vực du lịch và bất động sản du lịch ở Việt Nam

Dựa trên tiềm năng về du lịch sẵn có, các doanh nghiệp Việt Nam cũng đã đẩy mạnh tham gia vào lĩnh vực du lịch không chỉ hướng đến đối tượng trong nước mà quan trọng hơn là du khách nước ngoài có thu nhập cao và nhu cầu du lịch, nghỉ dưỡng lớn. Là một trong những lĩnh vực dành được sự quan tâm lớn của dòng vốn FDI, ngành du lịch Việt Nam đã tăng trưởng nhanh trong giai đoạn vừa qua. Năm 2009, dưới ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nhiều lĩnh vực trong nền kinh tế đã gánh chịu những hậu quả nặng nề, tuy vậy lĩnh vực du lịch lại thu hút được lượng vốn đầu tư FDI lớn đặc biệt trong mảng dịch vụ liên quan như **khách sạn, nhà hàng, đạt tốc độ tăng trưởng là 8%. Lĩnh vực du lịch lữ hành năm 2009 đã đóng góp khoảng 13.1% vào GDP của quốc gia.** Hoạt động du lịch thời gian gần đây phát triển mạnh với các chương trình du lịch MICE (Meetings, Incentives, Conferences and Exhibitions) mang tầm quốc gia, khu vực và thế giới và đây cũng là đối tượng hướng đến trong năm 2010 - được đánh giá là năm diễn ra nhiều sự kiện quan trọng (kỷ niệm 50 năm thành lập ngành du lịch, đại lễ 1000 năm Thăng Long - Hà Nội, các cuộc thi sắc đẹp mang tầm quốc tế, các hội nghị khu vực,...)

Thị trường bất động sản du lịch được đánh giá là thị trường mới của Việt Nam. Hoạt động kinh doanh bất động sản du lịch phát triển khá rầm rộ năm 2008 - một cột mốc quan trọng - nhưng chủ yếu vẫn là bất động sản du lịch biển với khá nhiều các dự án tập trung chủ yếu ở dọc các bờ biển Miền Trung, Miền Nam. Một số các dự án cũng đang nhắm đến khu vực đồng bằng sông Hồng, sông Cửu Long và mô hình biệt thự gắn liền với sân golf phục vụ những người có thu nhập cao và nhu cầu thuê cũng như sở hữu các căn hộ cao cấp để nghỉ dưỡng.

PHÂN TÍCH 5 ÁP LỰC

Rào cản gia nhập ngành là không thực sự lớn

Với đặc thù về đường bờ biển dài, 2/3 diện tích là núi thuận lợi cho du lịch nghỉ dưỡng. Rất nhiều các danh lam thắng cảnh trải dài từ Bắc vào Nam, các doanh nghiệp trong nước hoạt động trong lĩnh vực du lịch đã không ngừng mọc lên để tận dụng và sử dụng hiệu quả nguồn tiềm năng sẵn có này. Mặc dù chịu sự quản lý của chính phủ liên quan đến vấn đề quy hoạch và môi trường nhưng có thể nói rào cản tham gia thị trường là không thực sự lớn. Các doanh nghiệp trong ngành du lịch có thể hoạt động dưới nhiều dạng khác nhau với quy mô khác nhau và chất lượng dịch vụ khác nhau: đại lý du lịch lữ hành, kinh doanh (hoặc góp vốn đầu tư) khách sạn nghỉ dưỡng, kinh doanh nhà hàng, khách sạn, kinh doanh các dịch vụ vui chơi giải trí,....

Rủi ro từ dịch vụ thay thế

VPL hiện khá thành công trong kinh doanh khách sạn và dịch vụ vui chơi giải trí với hệ thống khách sạn 5 sao lớn nhất cả nước, quần thể vui chơi giải trí đa dạng, độc đáo, hiện đại, bể bơi ngoài trời lớn nhất Đông Nam Á, hệ thống cáp treo vượt biển dài nhất thế giới. **Về mảng dịch vụ vui chơi giải trí có thể nói VPL có được vị thế khá độc tôn do đó rủi ro từ dịch vụ thay thế là không lớn.** Tuy nhiên, **hoạt động kinh doanh khách sạn chịu rủi ro thay thế nhiều hơn** khi hiện tại, Tp. Nha Trang có khoảng 73 khách sạn từ 1 sao đến 5 sao (của doanh nghiệp trong và ngoài nước), trong đó, số khách sạn 5 sao chiếm tới 6/38 khách sạn 5 sao của cả nước. Các khách sạn của doanh nghiệp nước ngoài thường có đội ngũ quản lý chuyên nghiệp hơn so với đội ngũ quản lý trong nước (VHMC mà VPL lập ra). Ngoài ra, Sau Six Senses Hideaway Ninh Van Bay, khu nghỉ dưỡng Vinpearl Land có giá thuê phòng đắt nhất trong số các khách sạn 5 sao tại Nha Trang.

Sức mạnh phía cầu

Khách hàng chủ yếu của VPL là khách du lịch trong nước và một phần không nhỏ là khách du lịch quốc tế. VPL không chỉ được biết đến là khu vui chơi lớn và hiện đại nhất Việt Nam mà còn là điểm đến của những chương trình liên quan đến sắc đẹp trong nước và thế giới được tổ chức tại Việt Nam, các hội nghị khu vực và quốc tế. Sức cầu về du lịch tại Nha Trang đang ngày càng gia tăng không chỉ bởi ưu thế đặc biệt của nơi đây (cảnh quan thiên nhiên đẹp nhất cả nước, thuận lợi về giao thông với việc kết nối cảng hàng không quốc tế Cam Ranh) đã tạo ra nhu cầu lớn từ phía du khách và việc tổ chức các chương trình, hội nghị quan trọng mà còn bởi chính sách kích cầu của tỉnh Khánh Hòa, đồng loạt các khách sạn 5 sao trên địa bàn tỉnh đã giảm giá dịch vụ (khuyến mãi đến 50%). Ngoài ra, việc đồng USD đang mạnh lên là điều kiện để thu hút các du khách nước ngoài sử dụng đồng USD đến Việt Nam nói chung và Tp biển Nha Trang nói riêng.

Sức mạnh phía cung

Hầu hết các dự án hiện tại của VPL mới chỉ tập trung ở khu vực đảo Hòn Tre hướng ra vịnh Nha Trang, việc tập trung đầu tư tại một địa điểm góp phần tạo ra một quần thể sinh thái liên hoàn tuy nhiên cũng là một bất lợi khi hầu hết các doanh nghiệp du lịch đều mở rộng phạm vi hoạt động cũng như tầm ảnh hưởng ra các tỉnh thành khác trong cả nước để giảm thiểu rủi ro. Thời gian tới cùng với chiến lược đa dạng hóa, VPL cũng sẽ đầu tư xây dựng các dự án du lịch, khách sạn tại những vị trí đặc địa của một số tỉnh thành có lợi thế du lịch trong cả nước như Đà Nẵng, Hội An, Tp. HCM, Hà Nội. **Ngoài việc khá thành công trong kinh doanh khách sạn 5 sao lớn nhất cả nước, VPL tiếp tục đầu tư hệ thống khách sạn biệt thự siêu cao cấp** (khách sạn tiêu chuẩn 6 sao mặc dù chưa được quy định ở trong và ngoài nước) bắt đầu khai trương từ cuối năm 2010 với dự án Vinpearl Luxury Resort Nha Trang trên đảo Hòn Tre và tiếp đến là các dự án tại Đà Nẵng (đã hoàn thiện nhà mẫu để giới thiệu) và Tp. HCM. Như vậy, sức cung trong thời gian tới chủ yếu đến từ việc gia tăng số lượng khách sạn và biệt thự cao cấp.

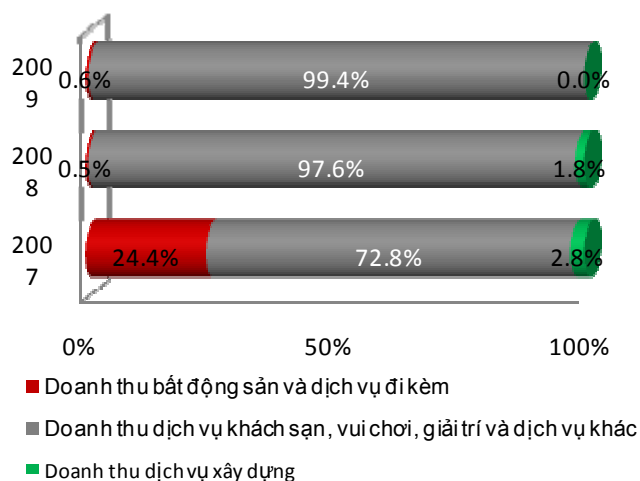
Mức độ cạnh tranh hiện tại

Hiện tại trên cả nước có 38 khách sạn đạt tiêu chuẩn 5* trải dọc theo chiều dài đất nước. Trong đó khu nghỉ Vinpearl (quần thể khách sạn) với khoảng 500 phòng nghỉ đạt tiêu chuẩn 5*, là khu nghỉ dưỡng có quy mô lớn nhất tại Việt Nam. Tọa lạc tại đảo Hòn Tre - vịnh Nha Trang, nơi đây có vị trí tuyệt đẹp và rất nhiều khách sạn từ 2 đến 5 sao với những mức giá có phần "mềm" hơn. Điều này tạo ra **mức độ cạnh tranh khá lớn cho VPL trong mảng kinh doanh khách sạn và nghỉ dưỡng**. Một loạt các dự án thuộc phân khúc siêu cao cấp bắt đầu khai thác từ cuối năm 2010 sẽ tạm thời chưa chịu sự cạnh tranh.

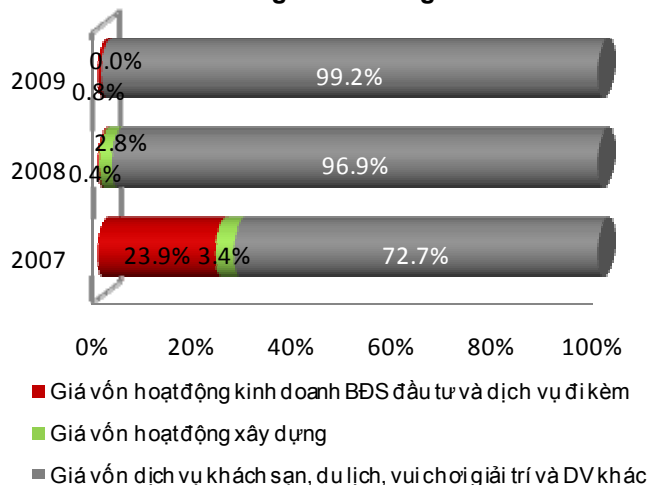
Với mảng kinh doanh các hoạt động vui chơi giải trí VPL có được lợi thế bởi hệ thống cáp treo biển dài nhất thế giới. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh dịch vụ vui chơi giải trí và các dịch vụ liên quan ngày càng đóng góp nhiều hơn vào tổng doanh thu hoạt động của VPL. **Do đó, mức độ cạnh tranh trong mảng dịch vụ này là không lớn.**

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

Cơ cấu doanh thu thuần



Cơ cấu giá vốn hàng bán



Thông tin về khách sạn Vinpearl Resort & Spa

Loại phòng	Số lượng
Junior Suite - cao cấp hướng núi	13
Deluxe Suite - cao cấp hướng biển	16
Deluxe Sea View - sang trọng hướng biển	196
Deluxe Hill View - sang trọng hướng núi	194
Deluxe Family - gia đình	2
Grand Presidential Suite - tổng thống	2
Deluxe Garden View - hướng vườn	50
Bungalow - biệt thự	12
Tổng	485

Thông tin về khách du lịch tại Vinpearlland

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
Số lượt khách quốc tế	21,371	27,336	20,635
Số lượt khách trong nước	30,909	68,158	51,512

Nguồn: VPL, TVSI tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính

Hoạt động kinh doanh chủ yếu trong thời gian qua của VPL là hoạt động dịch vụ du lịch, khách sạn và vui chơi giải trí. VPL là doanh nghiệp kinh doanh khách sạn lớn thứ 2 tại Việt Nam sau CTCP Du lịch An Giang theo VNR500. Hoạt động kinh doanh khách sạn, dịch vụ vui chơi giải trí trung bình chiếm khoảng trên 80% doanh thu hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ. Hệ thống khách sạn gồm hai tòa nhà đang được khai thác là Executive (đã nâng cấp) và Deluxe với 485 phòng được đánh giá là khu nghỉ dưỡng có quy mô lớn nhất tại Việt Nam. Giá cho thuê ở mức đắt thứ hai sau Six Senses Hidesway Ninh Vân Bay trên địa bàn Tp Nha Trang. Khách nghỉ dưỡng hàng năm rất đa dạng trong đó chiếm phần lớn là khách trong nước. Hiệu suất sử dụng khách sạn bình quân một năm là 50%. Hệ thống quần thể khu vui chơi giải trí độc đáo và hiện đại, bể bơi ngoài trời lớn nhất Đông Nam Á đã góp phần thu hút du khách và tăng doanh thu hàng năm cho VPL. Hoạt động chính cũng là hoạt động mà chi phí vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất và ngày càng gia tăng cùng với tốc độ tăng của quy mô khu nghỉ và hoạt động đầu tư dự án thực hiện từ năm 2008 kéo dài cho đến hết năm 2015.

Hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư với việc cho bên thứ 3 thuê một số bất động sản tại khu phố mua sắm thuộc Công viên Văn hóa và Du lịch sinh thái Vinpearl land cũng đã góp một phần vào doanh thu hàng năm của VPL tuy đang giảm dần. **Thời gian tới hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ được mở rộng cùng với việc tham gia các dự án bất động sản du lịch dưới dạng góp vốn đầu tư với một số công ty con và công ty liên kết** tại nhiều vị trí thuận lợi về du lịch trên cả nước (Nha Trang, Hội An, Đà Nẵng, Đà Lạt....), dự kiến mang lại doanh thu từ cuối năm 2010.

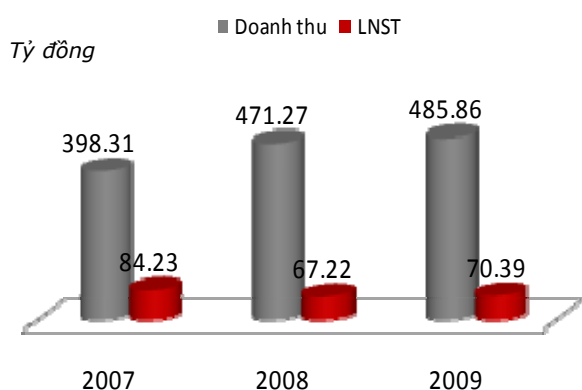
Hoạt động xây dựng giảm dần tỷ trọng và tiến tới ngừng hẳn để tập trung cho hoạt động đầu tư du lịch, phần đầu trở thành Tập đoàn kinh tế du lịch cao cấp hàng đầu Việt Nam.

Địa bàn hoạt động

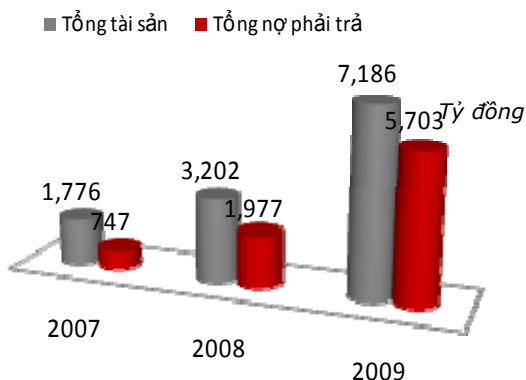
Hiện tại, VPL hoạt động kinh doanh chủ yếu trên đảo Hòn Tre - Tp. Nha Trang với tổ hợp khách sạn, nhà hàng, khu vui chơi giải trí, trung tâm hội nghị, biểu diễn đa năng. Việc tập trung các dịch vụ tại một vị trí đẹp tạo điều kiện để VPL tận dụng được các lợi thế và các dịch vụ có sự bổ sung cho nhau tạo ra một chuỗi sản phẩm giá trị, kích thích thị hiếu của du khách. Tuy nhiên đây cũng là một điểm thuận lợi mà cũng là rủi ro khi trên đất nước Việt Nam còn bao nhiêu thắng cảnh khác nữa. Nhận thức được điều đó, thời gian tới cùng với việc tham gia góp vốn vào các dự án du lịch kết hợp bất động sản tại một số tỉnh thành có lợi thế về du lịch khác trên cả nước sẽ tạo điều kiện cho VPL quảng bá hình ảnh rộng hơn và mở rộng thị phần hoạt động trong lĩnh vực du lịch của cả nước.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng kết quả hoạt động



Tăng trưởng về quy mô



Các đợt phát hành trái phiếu năm 2008, 2009

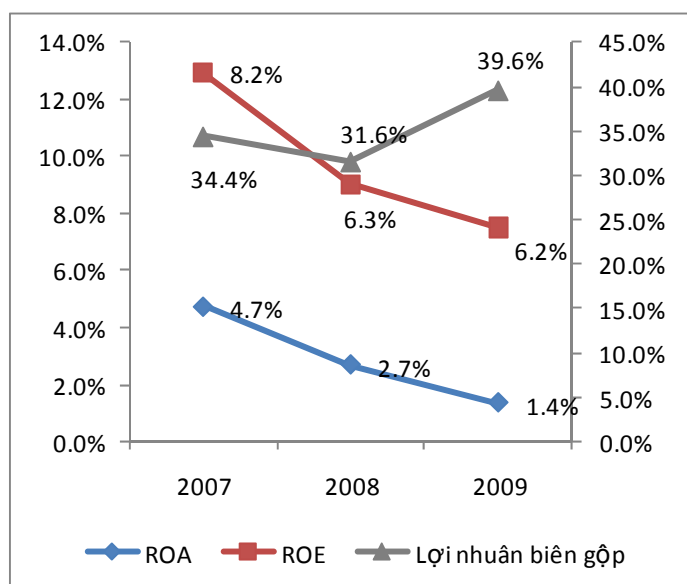
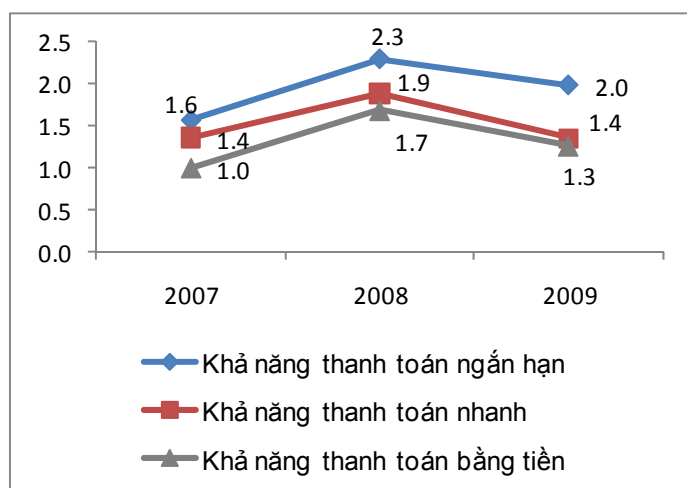
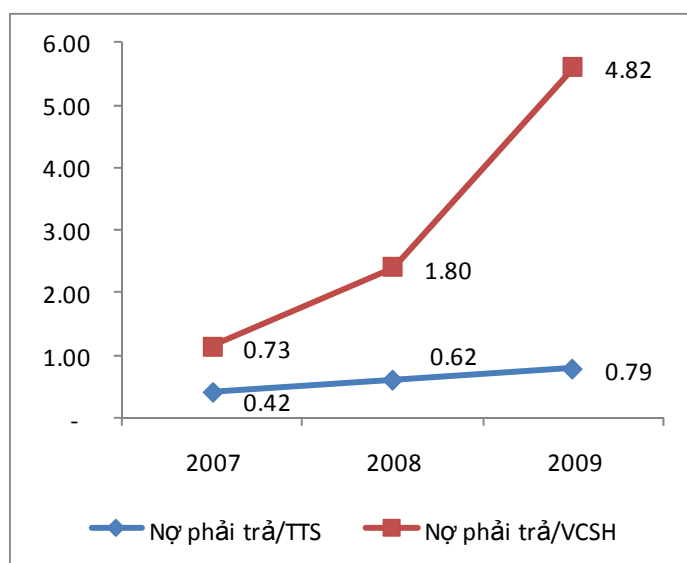
Đợt	Loại trái phiếu	Khối lượng	Mệnh giá	Ngày phát hành	Kỳ hạn	Phương thức trả lãi	Lãi suất
1	Thông thường không đảm bảo	500	1 tỷ	6/5/08	3	Định kỳ 1 năm	Bảng trung bình cộng của LSTGTK VND 12 tháng của 4 Sở GD NHTM +4%
		500			5		Bảng trung bình cộng của LSTGTK VND 12 tháng của 4 Sở GD NHTM +4.5%
2	Thông thường có bảo đảm	1000	1 tỷ	18/3/09	5	Định kỳ 1 năm	Bảng trung bình cộng của LSTGTK VND 12 tháng của 4 Sở GD NHTM +2.5%
3	Thông thường có bảo đảm	1000	1 tỷ	12/10/09	3	Định kỳ nửa năm	Lãi suất tiền gửi tiết kiệm VND 12 tháng của Vietin-bank + 3%
		1000			5		Lãi suất tiền gửi tiết kiệm VND 12 tháng của Vietin-bank + 3.5%

Mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng theo thời gian nhưng lợi nhuận đạt được thì lại không thể hiện xu thế đó.

Năm 2007 được coi là năm khá thuận lợi bởi nền kinh tế trong nước và thế giới có sự phát triển mạnh. Đó cũng là năm đánh dấu nhiều sự kiện quan trọng trong quá trình phát triển của VPL. Cụ thể, 8/2007 VPL đưa vào hoạt động tòa nhà Deluxe của khách sạn Vinpearl Resort & Spa đưa nơi đây trở thành khu nghỉ có quy mô lớn nhất Việt Nam. Màng dịch vụ vui chơi giải trí được đánh dấu bằng việc tổ chức thành công cuộc thi Hoa hậu thế giới người Việt lần thứ nhất và phần thi đặc biệt của cuộc thi Hoa hậu Trái Đất, vòng chung kết Sao Mai 2007; ngoài ra 03/2007 đưa vào vận hành tuyến cáp treo biển dài nhất thế giới với chiều dài 3,320m nối từ đất liền ra đảo Hòn Tre. Việc đầu tư xây dựng tuyến cáp treo với chi phí 200 tỷ không những tạo phương tiện giao thông thuận lợi cho du khách đến với hệ thống khách sạn, trung tâm giải trí trên đảo Hòn Tre mà còn là một hình thức giải trí rất thú vị và đặc sắc bởi du khách vừa được bay trên một độ cao khá lớn vừa được thưởng ngoạn vẻ đẹp của vịnh Nha Trang - một trong những kỳ quan thiên nhiên của thế giới. Như vậy, năm 2007 được coi là một năm hoạt động khá thành công của VPL. Đến năm 2008, cuộc khủng hoảng tài chính thế giới và dịch cúm H1N1 bùng phát ngay vào mùa du lịch đã ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Tuy vậy, số lượt khách đến lưu trú cũng như số ngày lưu trú của du khách tại khách sạn Vinpearl vẫn tăng mạnh so với năm 2007, thậm chí cao hơn cả năm 2009 do đó tổng doanh thu hoạt động kinh doanh vẫn tăng. Nhưng lợi nhuận thì lại có xu hướng giảm bởi 2008, 2009 là giai đoạn mà VPL tham gia đầu tư góp vốn liên doanh liên kết với rất nhiều công ty để thực hiện các dự án bất động sản du lịch ở một số tỉnh có lợi thế về du lịch, do đó làm gia tăng chi phí lãi vay và lợi nhuận hoạt động tài chính giảm, thậm chí âm trong hai năm 2008, 2009. Sang năm 2010, chi phí lãi vay tiếp tục tăng lên với các khoản vay dài hạn bằng trái phiếu phát hành năm 2008 và 2009 đã đến kỳ trả lãi và vay ngắn, dài hạn ngân hàng thương mại. Đối lại 2 dự án do VPL làm chủ đầu tư sẽ được đưa vào vận hành trong năm 2010 là điều kiện để VPL cải thiện lợi nhuận.

Như đã phân tích, việc đẩy mạnh đầu tư góp vốn để đa dạng hóa sản phẩm cũng như địa bàn hoạt động, VPL đã liên tục gia tăng các khoản nợ vay (không sử dụng biện pháp phát hành tăng vốn) thông qua việc phát hành trái phiếu (3 đợt) và vay ngắn hạn cũng như dài hạn các ngân hàng thương mại và tổ chức kinh tế. **Như vậy sự gia tăng mạnh mẽ của tổng tài sản năm 2008 và 2009 với mức tăng trưởng tương ứng là 80% và 124% chủ yếu đến từ việc gia tăng nợ vay (165% và 188%) trong đó nợ dài hạn tăng mạnh hơn nợ ngắn hạn.** Sang năm 2010, việc tiếp tục đầu tư dự án đòi hỏi vốn lớn, VPL đã có kế hoạch phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ từ 1000 tỷ lên 1800 tỷ đồng để giảm hệ số nợ và cân đối nguồn vốn.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



Việc đẩy mạnh vay nợ trong giai đoạn 2008 - 2009 để tài trợ cho các dự án đầu tư góp vốn đã làm gia tăng hệ số nợ của VPL, đặc biệt là năm 2009. Hệ số nợ ở mức 0.79 năm 2009 là một mức cao. Tuy nhiên với việc đầu tư chủ yếu vào các dự án bất động sản du lịch nên nếu xét theo mặt bằng chung của các doanh nghiệp bất động sản thì đây là mức chấp nhận được. Nguồn vốn chủ sở hữu chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn. Suốt trong giai đoạn từ 2007-2009 vốn điều lệ của VPL không có sự thay đổi. VPL chủ trương sử dụng nguồn vay (ngân hàng và phát hành trái phiếu) để tài trợ cho nhu cầu đầu tư của mình thay vì gia tăng vốn chủ. Đây có thể là một phương pháp khá tối ưu và thể hiện được tiềm lực của mình bởi để có thể vay được vốn từ ngân hàng và các tổ chức, cá nhân trong nền kinh tế thì việc chứng tỏ hiệu quả hoạt động và triển vọng phát triển cũng như những an toàn về mặt tài chính là rất quan trọng. Huy động được một nguồn vốn lớn thời gian qua có thể nói là một thành công lớn của VPL. Tuy vậy, đây là nguồn có giới hạn và nếu tiếp tục duy trì sẽ ảnh hưởng đến tình hình tài chính của VPL. Do đó sang năm 2010, VPL quyết định chuyển sang kết hợp giữa đi vay và phát hành cổ phiếu (800 tỷ) để tài trợ cho các dự án của mình. Các dự án sử dụng vốn từ đợt phát hành này là dự án Royal City (300 tỷ), dự án khu dân cư và công viên Phước Thiện (150 tỷ) và các dự án thuộc tổ hợp du lịch sinh thái, biệt thự và sân golf Vinpearl (350 tỷ).

Khả năng thanh toán của VPL ở ngưỡng an toàn (>1). Tuy nhiên, trong cơ cấu tài sản ngắn hạn chủ yếu là các khoản cho vay và ứng vốn đầu tư (94.4%) đối với các công ty con, công ty liên kết, công ty cùng chủ sở hữu và các cá nhân có liên quan đến các thành viên trong công ty. Vay nợ nhiều (chủ yếu là dài hạn) trong khi hoạt động cho vay cả ngắn hạn và dài hạn đều chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, điều này thể hiện **VPL đã dùng một phần nợ vay để cho vay**. Bởi giá trị tài sản cố định (xây dựng cơ bản, tuyển cấp ngầm vượt biển), giá trị đầu tư vào công ty liên kết liên doanh không tăng nhiều trong năm 2009 so với năm 2008 (788 tỷ). Như vậy, nguồn tiền huy động được đã sử dụng không hoàn toàn đúng mục đích, hơn nữa việc tận dụng nguồn vốn dư thừa để sinh lãi lại không mang lại hiệu quả.

Việc tăng trưởng mạnh về quy mô tổng tài sản thời gian qua nhưng chưa có được hiệu quả vì các dự án còn đang trong quá trình xây dựng và hoàn thiện nên ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của VPL. Ngoài ra hoạt động tài chính liên tục thua lỗ trong 2 năm vừa qua và ngày càng thua lỗ mạnh hơn (124 tỷ năm 2009) đã khiến lợi nhuận từ tất cả các hoạt động của VPL giảm sút mạnh mẽ. Khả năng sinh lời ở mức thấp và đang có xu hướng giảm, do đó nếu VPL không có cách thức đầu tư hợp lý để cải thiện hoạt động tài chính thì đây sẽ là một nhân tố rủi ro rất lớn. Phân tích dòng tiền có thể thấy lượng tiền mặt năm 2009 giảm mạnh so với năm 2008 và lưu chuyển tiền thuần âm chủ yếu là do dòng tiền từ hoạt động đầu tư âm điều này thể hiện cơ cấu thu chi của VPL là chưa hợp lý và cần được cải thiện.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Rủi ro từ ngành du lịch

Được biết đến với cái tên “ngành công nghiệp không khói”, ngành du lịch ngày càng dành được sự quan tâm lớn của Chính phủ bởi sự tăng trưởng mạnh của ngành trong thời gian qua cũng như những tiềm năng chưa được khai thác hết và hơn nữa là cơ hội để quảng bá hình ảnh Việt Nam với thế giới. Tuy nhiên đây cũng là một trong những ngành mà chính phủ lo ngại việc mở rộng bởi liên quan đến vấn đề về môi trường. Việc xây dựng liên tiếp các cơ sở hạ tầng phục vụ du lịch sẽ có thể gây ra mất cân bằng sinh thái.

Những năm gần đây, ngành du lịch bắt đầu được coi là ngành có rủi ro cao sau rất nhiều những thảm họa tự nhiên như động đất, sóng thần, lũ lụt,... . Hầu hết những vụ thảm họa tự nhiên đều bắt nguồn từ biển, đại dương do đó lĩnh vực du lịch dựa trên việc khai thác vùng ven biển sẽ chịu rủi ro lớn hơn cả.

Du lịch là một loại hình dịch vụ cao cấp nếu không nói là xa xỉ, đối tượng phục vụ chủ yếu là những đối tượng có thu nhập cao ở trong và ngoài nước. Do vậy, những bất ổn kinh tế trong và ngoài nước sẽ ảnh hưởng lớn đến nhu cầu đối với dịch vụ này. Hơn nữa, hầu hết các nước thu hút du khách nước ngoài là những nước có tình hình kinh tế, đặc biệt là chính trị ổn định. Việt Nam được coi là quốc gia có tình hình chính trị ổn định trên thế giới do đó vấn đề chỉ ở chỗ chúng ta có điều kiện để phát triển cơ sở hạ tầng một cách đầy đủ để phục vụ tốt nhất cho hoạt động dịch vụ này hay không?

Du khách nước ngoài là một trong những đối tượng thu hút chính của ngành du lịch Việt Nam hơn nữa những nguyên liệu, trang thiết bị phục vụ cho ngành được nhập khẩu từ nước ngoài do đó sự biến động tỷ giá cũng làm một nhân tố gây nên rủi ro cho ngành. Hiện tại đồng USD đang mạnh lên được đánh giá là một rủi ro lớn.

Rủi ro từ chính hoạt động của doanh nghiệp

Hoạt động trong lĩnh vực du lịch và định hướng trở thành tập đoàn kinh tế đa ngành mạnh trong đó lấy kinh tế du lịch làm trọng tâm chiến lược, mục tiêu trở thành cánh chim đầu đàn của ngành du lịch Việt Nam. Nằm trong hệ thống du lịch của cả nước, VPL cũng chịu những rủi ro từ đặc thù của ngành mà đặc biệt là những đe dọa từ thiên nhiên và tình hình kinh tế trong nước, thế giới. Với việc dành được nhiều giải thưởng trong nước về năng lực hoạt động, chất lượng dịch vụ và đạt tiêu chuẩn sản phẩm vì sự nghiệp bảo vệ môi trường Việt Nam nên rủi ro đối với việc bị hạn chế tham gia đầu tư dự án là rất thấp. Hiện VPL đã ký được nhiều hợp đồng thuê đất với kỳ hạn dài (40 năm, 50 năm thậm chí lâu dài) để hiện thực hóa các dự án đầu tư của mình.

Rủi ro lớn nhất hiện tại của VPL đến từ sự cạnh tranh với các doanh nghiệp trong ngành đặc biệt là các doanh nghiệp nước ngoài trên cùng địa bàn hoạt động. Mặc dù có được lợi thế về vị trí địa lý và là doanh nghiệp kinh doanh khách sạn lớn nhất ở Khánh Hòa, tuy nhiên sự lựa chọn của khách hàng sẽ không chỉ đến từ quy mô mà quan trọng là chất lượng dịch vụ và nhu cầu của từng đối tượng khách hàng. Khách sạn của VPL được quản lý bởi chính công ty do đó chất lượng có thể sẽ thua kém các khách sạn nước ngoài, khách sạn của Việt Nam thuê nước ngoài quản lý. Hiện tại, có 73 khách sạn trên địa bàn Tp. Nha Trang trong đó phần lớn ven biển và hướng ra các vịnh (có cả vịnh Nha Trang) tạo nên sức cạnh tranh lớn đối với dịch vụ khách sạn và nghỉ dưỡng của VPL. Hơn nữa từ Tp. Nha Trang ra đến đảo Hòn Tre mất 3.5 km, mặc dù có hệ thống cáp treo nhưng cũng là điểm bất lợi hơn so với các khách sạn ở thành phố không chỉ vì vấn đề thời gian mà còn bởi nhiều vấn đề khác. Năm 2009, vấn đề về phát điện đã được xử lý khi VPL đưa vào sử dụng tuyến cáp ngầm vượt biển cấp điện lưới đầu tiên tại Việt Nam góp phần đảm bảo cho hoạt động được liên tục.

DỰ BÁO CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Dự báo doanh thu

Năm 2010 doanh thu sẽ tiếp tục đến từ hoạt động khai thác du lịch: kinh doanh khách sạn, dịch vụ vui chơi giải trí và kinh doanh bất động sản đầu tư. Quý I/2010, doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt 144.56 tỷ bằng 27.5% kế hoạch năm, tăng 19.63% so với cùng kỳ năm 2009. Trong cơ cấu doanh thu vẫn chủ yếu là từ hoạt động dịch vụ khách sạn, du lịch, vui chơi giải trí (99% doanh thu). Thời gian qua, với mảng dịch vụ này VPL đã tổ chức thành công hội nghị Bộ trưởng Tài chính ASEAN, ASEAN+3 lần thứ 14 và hội nghị các Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ASEAN lần thứ 6 trong thời gian từ 4-8/4/2010 và sắp tới (8/2010) sẽ là cuộc thi Hoa hậu thế giới người Việt lần thứ 2 và cuộc thi Hoa hậu trái đất 2010 sẽ tạo điều kiện để VPL gia tăng nguồn thu từ hoạt động này. Hơn nữa, đến cuối năm 2010 tổ hợp các dự án tại đảo Hòn Tre sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động, bán biệt thự tại Đà Nẵng thuận lợi (hiện tại mới xong phần thô nhưng đã có 19/39 căn được đăng ký mua với giá trung bình 2 triệu USD/căn) sẽ là điều kiện để VPL gia tăng doanh thu.

Chỉ tiêu kế hoạch năm 2010

Chỉ tiêu	Giá trị
VĐL	1,800
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	525
Chi phí hoạt động	370
Doanh thu tài chính	455
Chi phí tài chính	530
Thu nhập khác	5
LNTT	86
LNST cty mẹ	74

ĐVT: Tỷ đồng

Hoạt động tài chính năm 2009 mang lại doanh thu khá lớn cho VPL, chiếm 33.66% tổng doanh thu từ tất cả các hoạt động. Quý I, doanh thu hoạt động này đạt 105 tỷ bằng 23.1% kế hoạch năm và chủ yếu vẫn đến từ hoạt động cho vay và gửi tiết kiệm.

Từ những phân tích kết quả đạt được ở trên và những dự án đưa vào khai thác, những hoạt động bề nổi trong thời gian tới chúng tôi dự báo tổng doanh thu từ tất cả các hoạt động (hoạt động chính, hoạt động tài chính và hoạt động khác) sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2010 (tốc độ tăng trưởng đạt trên 30%).

Dự báo chi phí

Năm 2010, VPL vẫn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư các dự án du lịch, bất động sản trong chuỗi các sản phẩm mang thương hiệu Vinpearl. Giá vốn hàng bán xác định cho hoạt động chính chiếm khoảng 60% doanh thu thuần, tỷ lệ này sẽ tăng nhẹ trong năm 2010 khi mà lương tối thiểu được điều chỉnh tăng lên, giá cả các nguyên liệu đầu vào phục vụ hoạt động tăng và tỷ giá bất lợi cho nhập khẩu.

Chi phí tài chính là một khoản mục chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong thời gian qua bởi VPL phải trả lãi tiền vay cho các khoản vay ngân hàng và vay thông qua phát hành trái phiếu để tài trợ hoạt động và dự án đầu tư của mình. Năm 2010 là năm mà tất cả các khoản vay bằng trái phiếu đều phải trả lãi do đó chi phí tài chính sẽ gia tăng.

Tổng hợp lại (với chi phí hoạt động khác không đáng kể) thì tổng chi phí năm 2010 của VPL sẽ tăng mạnh so với năm 2009.

Dự báo các chỉ tiêu tài chính

Với hệ số nợ tăng mạnh trong thời gian qua, cơ cấu vốn nghiêng hẳn về nợ vay thì trong thời gian tới khi VPL phát hành thành công 80 triệu cổ phiếu thông qua phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu và trả cổ tức bằng cổ phiếu, mức độ cân đối vốn nhờ vậy sẽ được cải thiện hơn.

Khả năng thanh toán tại thời điểm quý I đã tốt hơn nhiều so với cuối năm 2009 và đang có xu hướng trở lại mức của thời điểm cuối năm 2007. Việc chuyển sang huy động vốn chủ, cơ cấu vốn được cải thiện thì khả năng thanh toán từ nay đến cuối năm của VPL sẽ tiếp tục được duy trì ở mức tốt.

Về khả năng sinh lợi, doanh thu cũng như chi phí đều được dự báo tăng mạnh trong năm nay mà đặc biệt là chi phí tài chính, do đó khả năng sinh lợi của VPL sẽ khó được cải thiện hơn trong năm nay và năm sau. Từ 2012 trở đi khi mặt bằng lãi suất trở lại ổn định ở mức thấp và các dự án được khai thác tốt thì chỉ tiêu này sẽ được gia tăng.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Lựa chọn mô hình định giá

VPL là doanh nghiệp kinh doanh khách sạn, các dịch vụ vui chơi giải trí và tiến tới kinh doanh bất động sản du lịch. Hiện tại trên thị trường giao dịch tập trung không có doanh nghiệp nào hoạt động giống hoàn toàn so với VPL. Do đó chúng tôi lựa chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu VPL.

Mặc dù các hoạt động của VPL có tính chất liên hệ chặt chẽ tạo thành một quần thể du lịch nghỉ dưỡng, tuy vậy tính chất các hoạt động có khác nhau và hiện tại đang trong quá trình đầu tư mở rộng hoạt động nên dòng cổ tức là không ổn định hơn nữa hệ số nợ cũng thay đổi theo thời gian do đó chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu.

VPL đã khẳng định được vị thế nhất định trên thị trường và đang trong quá trình tiếp tục mở rộng quy mô, thay đổi chiến lược hoạt động do đó chúng tôi áp dụng mô hình FCFF ba giai đoạn tương ứng với hai kịch bản có thể xảy ra để định giá hợp lý cho cổ phiếu VPL. Giai đoạn 1 được xác định từ 2010 - 2015 với tốc độ tăng trưởng nhanh, giai đoạn hai (2016-2020) tăng trưởng chậm hơn và đi vào ổn định trong giai đoạn còn lại.

Định giá theo kịch bản 1: kịch bản lạc quan

Một số giả định cơ bản:

- Giả định về kinh tế vĩ mô: Tốc độ tăng trưởng GDP năm đạt 6.5%, tăng trưởng tín dụng vượt 25%, lạm phát nằm trong khoảng từ 9-10%.
- Giả định về ngành du lịch Việt Nam: Tiếp tục nhận được sự quan tâm của Chính phủ và khẳng định sự bứt phá của mình và vị thế trong tổng thể các ngành kinh tế Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng của ngành trong năm 2010 đạt trên 2 con số và tiếp tục gia tăng trong những năm tiếp theo.

Dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp:

+ EBIT (1-t): Với kịch bản lạc quan chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của VPL trong năm 2010 là 93.00 tỷ đồng, lãi vay trả cho các ngân hàng cũng như các tổ chức cá nhân trong nền kinh tế là 496.88 tỷ đồng. Từ năm 2009 VPL được miễn giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp, khi đó mức thuế mà doanh nghiệp phải nộp từ 2009-2015 là 12.5% (giả sử thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp được giữ ở mức 25%).

+ Chi tiêu vốn thể hiện các khoản VPL chi cho đầu tư mới cũng như sửa chữa tài sản cố định, năm 2010 nhu cầu mua sắm tài sản cố định sẽ gia tăng tuy mức độ không nhiều và sẽ tăng mạnh trong các năm tiếp theo khi các dự án hoàn thành, đi vào hoạt động. Theo đó khấu hao tài sản cố định cũng sẽ gia tăng.

+ Thay đổi vốn lưu động ròng chúng tôi dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2010 với việc tài trợ cho các tài sản ngắn hạn (hàng tồn kho,...)

Tính toán tốc độ tăng trưởng: Việc tính toán tốc độ tăng trưởng trong mô hình FCFF chúng tôi sử dụng công thức $g = ROC \times Tỷ\ lệ\ tái\ đầu\ tư$ để ước lượng tương ứng cho các giai đoạn

Tính toán tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu được sử dụng là WACC được tính toán bằng bình quân gia quyền chi phí vốn chủ (ke-tính theo mô hình CAPM) và chi phí vốn nợ sau thuế với trọng số là cơ cấu vốn tương ứng.

Sau khi tiến hành tính toán chúng tôi có được mức giá hợp lý của cổ phiếu VPL theo kịch bản này là 29,671 VND

Kịch bản 1	
Giai đoạn 1: 2010-2015	
Tỷ suất chiết khấu WACC1	16.37%
Tốc độ tăng trưởng g1	20.00%
Giá trị hiện tại của dòng tiền giai đoạn 1 (tỷ đồng)	1,193
Giai đoạn 2: 2016-2020	
Tỷ suất chiết khấu WACC2	13.37%
Tốc độ tăng trưởng g2	12.7%
Giá trị hiện tại của dòng tiền giai đoạn 2 (Tỷ đồng)	2,077
Giai đoạn 3: Sau 2025	
Tỷ suất chiết khấu	10%
Tốc độ tăng trưởng	5%
Giá trị hiện tại của dòng tiền (Tỷ đồng)	5,832
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền (Tỷ đồng)	9,102
Giá trị thị trường của khoản nợ (Tỷ đồng)	3,761
Giá trị thị trường của vốn chủ (tỷ đồng)	5,341
SLCP LH cuối năm 2010 (Triệu CP)	180
Giá cổ phiếu VPL (VND)	29,671

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Định giá theo kịch bản 2: Kịch bản thận trọng

Một số giả định cơ bản:

- Giả định về kinh tế vĩ mô: Tốc độ tăng trưởng GDP có thể không đạt mức dự kiến (6.5%), tăng trưởng tín dụng 25%, lãi suất huy động và cho vay tại các tổ chức tín dụng giảm dần, lạm phát 8%. Dòng vốn FDI giải ngân chậm. Đồng EURO và USD có xu hướng yếu đi do triển vọng không tốt của nền kinh tế.

- Giả định về ngành du lịch Việt Nam: Chịu sức ép về vấn đề môi trường cũng như những đe dọa từ thiên tai có thể đến từ sau khi thời tiết nắng nóng kéo dài. Mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng trở nên gay gắt đặc biệt là lĩnh vực kinh doanh khách sạn nhà hàng. Kinh tế châu Âu chưa thể tốt trở lại ảnh hưởng đến lượt khách quốc tế đến Việt Nam bởi đây là một trong đối tượng du khách đến Việt Nam với số lượng lớn và rất được các doanh nghiệp trong nước hướng tới.

Dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp:

+ EBIT (1-t): Với kịch bản thận trọng chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của VPL trong năm 2010 là 80.62 tỷ đồng, lãi vay trả cho các ngân hàng cũng như các tổ chức cá nhân trong nền kinh tế là 477.01 tỷ đồng. Thuế suất thuế thu nhập giai đoạn 1 áp dụng là mức 12.5% và sau đó trở về mức 25% với giả định không có sự thay đổi trong chính sách thuế.

+ Chi tiêu vốn thể hiện các khoản VPL chi cho đầu tư mới cũng như sửa chữa tài sản cố định, năm 2010 nhu cầu mua sắm tài sản cố định sẽ gia tăng cùng với khấu hao tài sản cố định nhưng mức tăng sẽ thấp hơn so với kịch bản lạc quan.

+ Thay đổi vốn lưu động ròng chúng tôi dự báo sẽ không tăng mạnh như năm 2009 khi mà các nhu cầu vốn đã đi vào ổn định hơn.

Tính toán tốc độ tăng trưởng: Việc tính toán tốc độ tăng trưởng tương tự kịch bản lạc quan và hiệu chỉnh theo sự kỳ vọng về tăng trưởng.

Tính toán tỷ suất chiết khấu: giả định không đổi so với kịch bản lạc quan.

Sau khi tiến hành tính toán chúng tôi có được mức giá hợp lý của cổ phiếu VPL theo kịch bản này là 23,891 VND.

Kết hợp hai kịch bản với quan điểm trung lập thì mỗi cổ phiếu VPL được định giá ở mức 26,781 VND ~ 26,800 VND

Nhận định đầu tư

Du lịch Việt Nam được đánh giá là một lĩnh vực tiềm năng không chỉ bởi thể mạnh về điều kiện tự nhiên sẵn có mà còn bởi Việt Nam là một đất nước có ưu thế về tình hình chính trị ổn định. Hoạt động trong lĩnh vực du lịch đến nay đã được gần 10 năm nhưng chính thức thì mới được khoảng 6 năm khi 12/2003 đưa vào vận hành, khai thác tòa nhà Executive của khách sạn Vinpearl Resort & Spa. Sau một quá trình đầu tư phát triển, VPL đã vươn lên vị trí của doanh nghiệp kinh doanh khách sạn lớn thứ hai Việt Nam theo VNR500, có khu nghỉ lớn nhất cả nước. Ngoài ra VPL cũng được biết đến là doanh nghiệp du lịch có uy tín, đăng cai tổ chức thành công nhiều sự kiện quan trọng, đạt được nhiều giải thưởng trong nước.

Có được rất nhiều lợi thế cho hoạt động kinh doanh của mình, tuy vậy những gì VPL thể hiện thời gian qua chưa thực sự tương xứng bởi khả năng sinh lời ở mức thấp, hoạt động tài chính liên tục thua lỗ tuy tình hình tài chính khá tốt. Thời gian tới VPL đưa thêm một số dự án phân khúc siêu cao cấp đầu tiên tại Việt Nam vào khai thác kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng ngành du lịch cũng như bất động sản du lịch Việt Nam nhưng làm thế nào để phát huy lợi thế sẵn có để cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài đang tràn vào chia chác miếng bánh thị phần là vấn đề không hề đơn giản. **VPL sẽ có triển vọng tốt nếu hoạt động tài chính được cải thiện hơn trong trung và dài hạn.**

Kịch bản 2	
Giai đoạn 1: 2010-2015	
Tỷ suất chiết khấu WACC1	16.37%
Tốc độ tăng trưởng g1	17.33%
Giá trị hiện tại của dòng tiền giai đoạn 1 (tỷ đồng)	1,121
Giai đoạn 2: 2016-2020	
Tỷ suất chiết khấu WACC2	13.37%
Tốc độ tăng trưởng g2	10.5%
Giá trị hiện tại của dòng tiền giai đoạn 2 (Tỷ đồng)	1,830
Giai đoạn 3: Sau 2025	
Tỷ suất chiết khấu	10%
Tốc độ tăng trưởng	5%
Giá trị hiện tại của dòng tiền (Tỷ đồng)	4,960
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền (Tỷ đồng)	7,911
Giá trị thị trường của khoản nợ (tỷ đồng)	3,610
Giá trị thị trường của vốn chủ (tỷ đồng)	4,300
SLCP LH cuối năm 2010 (Triệu CP)	180
Giá cổ phiếu VPL (VND)	23,891

PHỤ LỤC

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cơ cấu vốn	2007	2008	2009
Nợ phải trả/TTS	0.421	0.617	0.794
Nợ phải trả/VCSH	0.727	1.796	4.815
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	0.579	0.345	0.165
Khả năng thanh toán			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.571	2.301	1.991
Khả năng thanh toán nhanh	1.362	1.882	1.351
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.997	1.683	1.257
Khả năng sinh lợi			
Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần	0.344	0.316	0.396
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh/DTT	0.249	0.138	0.002
LNST/DTT	0.212	0.143	0.145
ROA	4.7%	2.7%	1.4%
ROE	8.2%	6.3%	6.2%
Khả năng hoạt động			
Vòng quay hàng tồn kho	23.454	27.771	24.763
Số ngày tồn kho bình quân	15.563	13.143	14.740
Vòng quay khoản phải thu	-	6.075	4.819
Kỳ thu tiền bình quân	-	60.086	75.737
Vòng quay tài sản cố định	-	-	0.249
Vòng quay tổng tài sản	0.224	0.189	0.093

Thông tin về một số dự án đang và sẽ thực hiện

Tên dự án	Vị trí	Hình thức đầu tư	Quy mô (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian	Tiến độ thực hiện
Khu dân cư và công viên Phước Thiện	Phường Long Mỹ và phường Long Bình Quận 9 - Tp.HCM	Góp vốn 50%	318.88	3,830	2010-2015	Bồi thường được trên 100 ha
RoyalCity	Thanh Xuân - Hà Nội	Góp vốn 34%	110.94	9,999	2010-2014	Đã khởi công xây dựng tháng 12.2009
Khu du lịch sinh thái Vinpearl Hội An	Cửa Đại - Hội An	Góp vốn 30%	6.95	Khoảng 800	2008-2011	- Đối với khu khách sạn 05 sao và hạ tầng kỹ thuật dịch vụ: Khởi công xây dựng từ tháng 10/2008. Thời gian xây dựng và lắp đặt thiết bị từ tháng 10/2008 đến tháng 06/2011. - Đối với khu biệt thự: Thời gian xây dựng và hoàn thiện: từ tháng 03/2010 đến tháng 06/2011.
Khu khách sạn và Biệt thự Vinpearl Đà Nẵng	Đường Sơn Trà - Đà Nẵng	Chủ đầu tư 40%	15.51	1,600	2009-2011	- Đối với khu khách sạn 05 sao và hạ tầng kỹ thuật dịch vụ: Khởi công xây dựng từ tháng 11/2009. Thời gian hoàn thiện và lắp đặt thiết bị từ tháng 10/2010 đến tháng 6/2011. - Đối với khu biệt thự: Thời gian xây dựng và hoàn thiện: từ tháng 11/2009 đến tháng 6/2011.
Vinpearl Đà Lạt	Hồ Tuyền Lâm - Đà Lạt	Góp vốn	250			Đang trong giai đoạn xin mở rộng quy mô đầu tư
Khu khách sạn	Đảo Hòn Tre-Nha Trang	Tự đầu tư-SH 100%	8	0.91	2008-2010	Đang trong giai đoạn hoàn thiện
Khu biệt thự và sân golf Vinpearl	Đảo Hòn Tre-Nha Trang	Tự đầu tư-SH 100%	275.2	2,174.26	2008-2010	Đang xây dựng và tiến tới hoàn thiện

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

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 PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Vũ Thị Oanh

Email: oanhvt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thông kê giao dịch cuối ngày

Thông kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thông kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283