

Ngành Viễn thông ICB6500
Ngày 31 tháng 07 năm 2014

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
CTCP VIỄN LIÊN – UNI**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	14.488
Giá thị trường (31/07/2014)	11.200
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	14,18
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	158,85
Giá trị sổ sách/cp	10.490
Sở hữu nước ngoài (%)	3,50%
Giá hiện tại (đ/cp)	11.200
KLTB 10 ngày (cp)	52.909
Giá thấp nhất 52T (đ)	6.200
Giá cao nhất 52T (đ)	12.000
+/- 7 ngày qua	2,75%
+/- 1 tháng qua	15,46%

Chuyên viên phân tích
Lương Thu Hương
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: +84 4 39352722 (108)

LỢI NHUẬN TỪ BĐS PHÚ QUỐC

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** trung và dài hạn cổ phiếu **UNI** với giá mục tiêu **14.488 đồng/cp**, tăng 29,36% so với giá đóng cửa ngày 31/07/2015. Cổ phiếu UNI đang được giao dịch với PE FW = 8,39x, mức tương đối thấp so với PE của ngành công nghệ là 10,76x và PE của ngành BĐS là 15,49x. Quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng cổ phiếu UNI dựa trên những luận điểm sau:

Phát triển Bất động sản Phú Quốc từ năm 2009, Cơ cấu Vốn sử dụng rất ít Nợ vay. Do ngành nghề kinh doanh truyền thống là buôn bán thiết bị Viễn thông ngày càng cạnh tranh gay gắt, doanh thu lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào việc đấu thầu các dự án, nên UNI đã chuyển hướng sang đầu tư BĐS tại Phú Quốc với 3 dự án hiện có **(1)** 83 nền nhà khu Dương Đông, **(2)** 11,3 ha Hàm Ninh và **(3)** 61 ha Cửa Cạn. Các dự án sẽ lần lượt được hiện thực hóa lợi nhuận trong giai đoạn 2015 – 2020. Bên cạnh đó, tỷ trọng Vay và Nợ / TTS của UNI hiện là 1,71% và Tổng Nợ / TTS là 11,88% (Q2/2015) rất an toàn so với mức trung bình của ngành BĐS hiện là 17,99%.

Là mã cổ phiếu duy nhất kinh doanh sản phẩm đất nền có sổ đỏ tại Phú Quốc. Ngoài UNI các doanh nghiệp niêm yết có dự án tại Phú Quốc phải kể đến như VIC, CEO, LDG; tuy nhiên sản phẩm cung cấp đều thuộc loại khách sạn, biệt thự - căn hộ nghỉ dưỡng, sân golf có thời hạn sử dụng đất 50 năm. Do vậy sản phẩm của UNI có lợi thế nhất định, đặc biệt thích hợp với nhà đầu tư mua đất để kinh doanh. Ngoài ra, sản phẩm đất nền của UNI thuộc loại đất thổ cư vĩnh viễn, được cấp sổ đỏ (theo Nghị định 43/2014/NĐ-CP và luật 45/2013/QH13).

KQKD sẽ cải thiện từ năm 2015 do ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ BĐS Phú Quốc. Trong năm 2015, UNI đã mở bán dự án 83 nền đất Dương Đông, khoảng giữa tháng 8/2015 khách hàng sẽ được nhận sổ đỏ, dự kiến Quý 3/2015 sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của dự án này. Chúng tôi ước tính lợi nhuận thu được từ Dương Đông đạt khoảng 14 tỷ đồng.

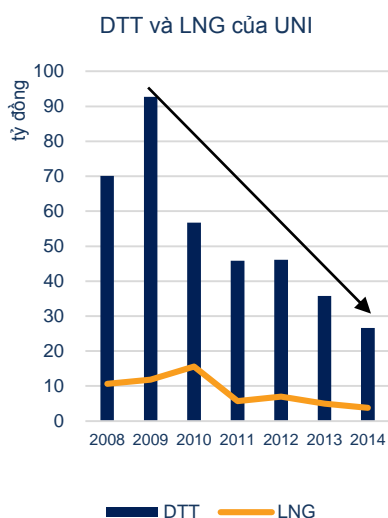
Chúng tôi ước tính DTT 2015 của UNI sẽ đạt ~ 86,91 tỷ đồng (+3,27 lần so với DTT 2014); LNST 2015 ước đạt 18,92 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 = 1.334 đồng/cp.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	6T2015
DTT (tỷ đ)	45.81	46.14	35.77	26.58	19.59
% tăng trưởng y-o-y	-19.21%	0.71%	-22.47%	-25.70%	-26.29%
Tổng tài sản (tỷ đ)	158.80	184.28	179.34	177.05	168.83
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	87.92	101.66	142.55	143.37	148.77
Vốn điều lệ (tỷ đ)	94.84	94.84	144.84	144.84	144.84
LN gộp (tỷ đ)	5.71	6.97	4.95	3.77	4.43
LN sau thuế (tỷ đ)	(19.27)	15.98	0.85	0.92	5.40
Biên LN gộp	12.46%	15.11%	13.85%	14.20%	22.62%
ROE	-21.92%	15.71%	0.59%	0.64%	3.63%
ROA	-12.13%	8.67%	0.47%	0.52%	3.20%

(Nguồn: BCTC kiểm toán UNI)

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Khối kinh doanh truyền thống là Viễn thông suy giảm từ năm 2009 do khách hàng chính VNPT bị cạnh tranh bởi FPT và Viettel, dẫn tới thị phần sụt giảm. Ngoài UNI, Sacom và HAS cũng chịu ảnh hưởng tương tự. Do vậy, UNI bắt đầu chuyển hướng sang BĐS Phú Quốc từ năm 2009.



Nguồn: BCTC UNI

Lỗ do ĐTKK	tỷ đồng
Dự phòng giảm giá chứng khoán	23.44
Phí giao dịch chứng khoán	1.26
Lỗ do KD chứng khoán	27.55
Lỗ đầu tư CK	5.37

Nguồn: BSC tổng hợp

Chuyển hướng chiến lược kinh doanh. Kể từ khi thành lập năm 1993, hoạt động kinh doanh cốt lõi của UNI là kinh doanh thiết bị Viễn thông (bao gồm kinh doanh máy fax, điện thoại, cáp quang; xây dựng tổng đài nội bộ dùng cho công ty – hộ gia đình; tư vấn xây lắp trạm BTS). Từ năm 2009, DTT hoạt động kinh doanh cốt lõi liên tục đi xuống với CAGR = -22,11% (2009 – 2014), nguyên nhân do khách hàng chính VNPT bị cạnh tranh bởi FPT và Viettel dẫn tới thị phần sụt giảm và giảm đầu tư. Do vậy, UNI đã chuyển hướng Chiến lược kinh doanh, chính thức đẩy mạnh đầu tư ra Phú Quốc từ năm 2010 với việc phát hành 50 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (tháng 09/2010).

Năm	VĐT của chủ sở hữu (đồng)	Ghi chú
2007	15,000,000,000	
2008	47,439,330,000	Phát hành tăng vốn
2010	94,844,680,000	Cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng
2013	144,844,680,000	Hoàn tất chuyển đổi 50,000 trái phiếu thành 5,000,000 cổ phiếu

Nguồn: BSC tổng hợp

Dồn lực cho Bất động sản bằng việc thanh lý toàn bộ các khoản đầu tư chứng khoán ngắn hạn trong năm 2013 – 2014. Trong giai đoạn 2010 – 2012, UNI có đầu tư cổ phiếu ngắn hạn, danh mục chủ yếu là các cổ phiếu SSI, EIB và VND. Chúng tôi đánh giá đây là những khoản đầu tư không hiệu quả vào thời điểm đó. Công ty đã tiến hành thanh lý các khoản đầu tư này trong năm 2013 và 2014 để dồn vốn đầu tư dự án đất nền Dương Đông và Hàm Ninh tại Phú Quốc. Chúng tôi ước tính tổng số lỗ liên quan đến đầu tư chứng khoán từ năm 2010 - 2014 của UNI khoảng 5,37 tỷ đồng.

Năm	Đầu tư chứng khoán ngắn hạn	Tổng Tài sản	Tỷ lệ ĐTKK/TTS
2010	59,551,306,000	173,633,563,958	34.30%
2011	50,583,989,628	170,325,258,744	29.70%
2012	44,186,644,148	184,275,355,751	23.98%
2013	64,860	179,342,235,586	0.00%
2014	0	177,045,979,610	0.00%

Nguồn: BSC tổng hợp

BẤT ĐỘNG SẢN- SỞ HỮU 3 DỰ ÁN TẠI PHÚ QUỐC

Với mảng Bất động sản, UNI đang sở hữu 3 dự án tại Phú Quốc bao gồm:

- (1) 83 nền nhà khu Dương Đông
- (2) 11,3 ha Hàm Ninh
- (3) 61 ha Cửa Cạn

Trong đó năm 2015 UNI dự kiến hoàn thành việc mở bán khu Dương Đông. Dự kiến năm 2016 – 2017 sẽ hiện thực hóa lợi nhuận dự án Hàm Ninh và triển khai dự án Cửa Cạn giai đoạn 2017 – 2020.



Nguồn: Bản đồ và giá đất năm 2013 / Báo cáo chuyên đề Phú Quốc – CBRE 2014

I, Dự án 83 nền nhà khu Dương Đông:

Vị trí: cách trung tâm hành chính, tài chính quốc tế Dương Đông ~ 5 km, cách bãi biển Ngành Gió vài trăm mét và cách sân bay quốc tế Phú Quốc khoảng 15 km.

Mô tả dự án: Đây là một phần dự án của Công ty TNHH MTV du lịch Thương mại Kiên Giang, UNI nhận chuyển nhượng lại từ năm 2013. Dự án đủ điều kiện phân lô bán nền theo quy định tại Điều 194 Luật Đất đai 2013 và Điều 41 Nghị định 43/2014/NĐ-CP về bán đất nền dự án.

Tiến độ thực hiện: Năm 2015 UNI đã chào bán 54 lô nhà phố 6x20,5 và 29 lô biệt thự phố 10x20; hoàn thành bán hàng trong Q2/2015. Ngoài ra, UNI có giữ lại 6 nền 10x20 để thực hiện các dự án trong thời gian tới như xây dựng trụ sở UNI tại Phú Quốc, xây dựng văn phòng cho thuê, nhà ở cho thuê,... Với các lô đất đã bán, hiện thủ tục đang được hoàn thiện, dự kiến khách hàng có thể nhận sổ đỏ trong tháng 8/2015.

Ước tính lợi nhuận thu về từ dự án Dương Đông khoảng 14 tỷ đồng và được ghi nhận trong Q3/2015.

II, Dự án 11,3 ha Hàm Ninh:

Vị trí: Cách sân bay Phú Quốc 4 km, cách bến cao tốc Bãi Vòng đi Hà Tiên ~ 3km, cách dự án 576 ha sân Golf và khu phức hợp du lịch Bãi Vòng khoảng vài trăm mét.

Mô tả dự án: Đây là dự án do UNI làm chủ đầu tư, thuộc loại dự án đất thổ cư lâu dài, phân lô bán nền không bắt buộc xây nhà; phù hợp với nhà đầu tư mua đất để kinh doanh. Dự án đã có bản đồ quy hoạch tỷ lệ 1/500, gồm 2 khu: (1) Nền đất tái định cư, nhà ở xã hội, nền biệt thự phố và (2) Khu căn hộ, khách sạn mặt biển.

Tiến độ thực hiện: Hiện đã đền bù giải phóng 98% mặt bằng; chi phí bồi thường, giải phóng mặt bằng, thiết kế,... cho dự án Hàm Ninh khoảng 62,14 tỷ đồng (tại Q2/2015); dự kiến UNI sẽ hoàn thành tiền Thuế đất (~ 30 tỷ đồng)

và bắt đầu xây dựng hạ tầng cho dự án từ tháng 9/2015. Ước tính giá vốn mỗi m2 dự án khoảng 2,5 triệu đồng.

Dự án sẽ được mở bán bắt đầu từ năm 2015, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm 2016 và 2017. UNI ước tính giá bán khoảng 6 triệu/m2 và lợi nhuận thu về tối thiểu đạt 150 tỷ đồng.

KHU DÂN CƯ VÀ BIỆT THỰ BIỂN CAO CẤP VIỄN LIÊN

TỔNG MẶT BẰNG SỬ DỤNG ĐẤT

TỶ LỆ: 1/500



III, Dự án 61 ha Cửa Cạn:

Vị trí: nằm rất gần với Vinpearl Resort Phú Quốc và khu Tổ hợp vui chơi giải trí có casino 567 ha tại Bãi Dài, xã Gành Dầu.

Mô tả dự án: Theo quyết định số 868/QĐ-TTg ngày 17/06/2015 của Thủ tướng Chính phủ, Cửa Cạn cũng được định hướng quy hoạch là khu nghỉ dưỡng sinh thái cao cấp, ngắm cảnh, giải trí thể thao, tham quan làng nghề. Dự án 61 ha Cửa Cạn được UNI mua từ năm 2012, dự kiến sẽ triển khai theo 2 hình thức: (1) Tự triển khai toàn bộ dự án hoặc (2) Tìm kiếm mời gọi đối tác đủ năng lực hợp tác thực hiện dự án.

Tiến độ thực hiện: Dự án hiện có 20 ha quỹ đất sạch, còn lại 41 ha chưa đền bù giải phóng mặt bằng. Tiền mua đất ghi nhận là 21,12 tỷ đồng (20 ha đất sạch). Công ty đang có ý định tìm kiếm đối tác cùng góp vốn thực hiện dự án, dự kiến dự án sẽ được triển khai giai đoạn 2017 – 2020.

KINH DOANH THIẾT BỊ VIỄN THÔNG – HOẠT ĐỘNG TRUYỀN THÔNG

Là một trong những Công ty đầu tiên hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh thiết bị Viễn thông. UNI từng là đầu mối cung cấp các sản phẩm thiết bị viễn thông như Sharp, Siemens, Panasonic... cho các khách hàng trong nước. Năm 1994, UNI là nhà phân phối độc quyền máy fax Ricoh tại Việt Nam. Tuy nhiên từ năm 1996 trở đi, bắt đầu của thời kỳ xóa bỏ độc quyền, UNI không còn lợi thế cạnh tranh như trước. Ngoài ra cùng với việc khách hàng lớn VNPT giảm đầu tư và thị trường cạnh tranh như hiện nay dẫn tới kết quả kinh doanh mảng Viễn thông của UNI liên tục sụt giảm (doanh thu giảm với tốc độ CAGR = - 22,11% từ 2009 – 2014)

Kết quả kinh doanh 6 tháng khả quan nhưng không bền vững do phụ thuộc hợp đồng thắng thầu. Doanh thu ghi nhận trong 6T2015 đạt 19,59 tỷ đồng (+50,8%yoy), biên lợi nhuận cải thiện mạnh, đạt 22,62%, tăng mạnh so với mức 14,14% cùng kỳ 2014. Kết quả cải thiện do trong kỳ UNI có hợp đồng cung cấp cáp cho FPT Telecom và Ban quản lý dự án thành phố, doanh

thu ghi nhận từ mảng cáp 6T đạt 7,39 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước chỉ có 699 triệu đồng).

Trong giai đoạn 2015 – 2020, chiến lược của UNI là sẽ không đẩy mạnh mảng kinh doanh thiết bị Viễn thông. Do mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng cao cùng với yếu tố không ổn định do liên quan hợp đồng trúng thầu, Ban lãnh đạo UNI định hướng vẫn sẽ duy trì hoạt động kinh doanh thiết bị viễn thông nhưng không phải là ngành kinh doanh mũi nhọn, mà sẽ chuyển hướng sang Bất động sản Phú Quốc giai đoạn 2015 – 2020.

BẤT ĐỘNG SẢN PHÚ QUỐC

Đặc khu kinh tế là các khu kinh tế được thành lập trong một quốc gia nhằm thu hút đầu tư trong và ngoài nước bằng các biện pháp khuyến khích đặc biệt (miễn giảm thuế, cơ sở hạ tầng thuận lợi...)

Nhằm quy hoạch xây dựng đảo Phú Quốc đến năm 2030, Chính phủ đã ban hành một số văn bản như quyết định số 633/QĐ-TTg ngày 11/05/2010 và quyết định 868/QĐ-TTg ngày 17/06/2015. Bên cạnh đó quyết định 80/2013/QĐ-TTg về cơ chế chính sách ưu đãi đặc thù nhằm thu hút nhà đầu tư và khách du lịch quốc tế cũng đã được ban hành.

Phú Quốc hướng tới mô hình đặc khu kinh tế. Được mệnh danh là Đảo Ngọc, hòn đảo lớn nhất của Việt Nam với diện tích 567 km² (56.700 ha), gần bằng diện tích của Singapore (718,3 km²); mục tiêu trong tương lai của Phú Quốc là trở thành thiên đường du lịch của Việt Nam. Phú Quốc có vị trí địa lý thuận lợi, nằm ở trung tâm các nước Đông Nam Á, có thể trở thành cửa ngõ kết nối nhiều địa điểm như Tp. Hồ Chí Minh, Phnom Pênh, Singapore, Băng Cốc và Kuala Lumpur.

Nhờ những chính sách thúc đẩy của Chính phủ, đến cuối năm 2014, Phú Quốc thu hút được 200 dự án đầu tư với tổng diện tích 8.768 ha và đón hơn 586.000 lượt khách du lịch đến tham quan nghỉ dưỡng(+37,6% yoy). Doanh thu từ du lịch của Phú Quốc đạt hơn 2.200 tỷ đồng, vượt hơn 11% kế hoạch và tăng trên 84% so với năm 2013. Hiện đề án Đặc khu kinh tế Phú Quốc đang được gấp rút hoàn thiện để trình Bộ Chính trị.

Giá đất tại Phú Quốc đang trong tình trạng tăng nóng. Với kỳ vọng về một Phú Quốc trong tương lai và sự ầm lên của thị trường Bất động sản trong nước nói chung, thị trường BĐS Phú Quốc đã bắt đầu sôi động từ năm 2014, giá đất tại Phú Quốc đã tăng gấp nhiều lần và chịu sự chi phối của cò đất. Theo bản tin của VTV, giá 1 công đất tăng từ 400 - 600 triệu đồng (cuối năm 2014) lên mức 2 - 3 tỷ đồng hiện nay, những vị trí giáp biển có thể lên tới 25 - 30 tỷ đồng/công (1 công = 1.000 m²), giá biến động theo từng thời điểm.

UNI là mã cổ phiếu niêm yết duy nhất cung cấp sản phẩm đất nền có sổ đỏ. Khác với các chủ đầu tư như CEO, VIC, DIG, LDG cung cấp các sản phẩm khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng, sân golf, khu đô thị,..., UNI đi vào phân khúc sản phẩm đất nền bán lẻ, phù hợp cho nhà đầu tư mua đất để kinh doanh hoặc có nhu cầu nhà ở nhưng chưa đủ kinh phí xây nhà. Bên cạnh đó, người mua sản phẩm đất nền của UNI sẽ được cấp sổ đỏ, trong khi đa phần người mua biệt thự nghỉ dưỡng chỉ được nhận giấy chứng nhận từ chủ đầu tư (theo Nghị định 43/2014/NĐ-CP và luật 45/2013/QH13 quy định về điều kiện được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất).

MỘT SỐ MÃ NIÊM YẾT CỔ DỰ ÁN BĐS TẠI PHÚ QUỐC

Mã CP	Tên dự án	Vị trí đất ở Phú Quốc	Diện tích đất tương ứng	Tỷ lệ sở hữu	Kế hoạch dự án	Tiến độ
UNI	83 nền nhà khu Dương Đông	Thị trấn Dương Đông	12.442 m ²	100%	Phân lô bán nền	Hoàn thành bán hàng, 08/2015 khách hàng nhận sổ đỏ
	11,3 ha Hàm Ninh	Ấp Rạch Hàm, thị xã Hàm Ninh	11,3 ha	100%	Phân lô bán nền	Đã hoàn tất việc giải phóng mặt bằng. Chuẩn bị xây dựng hạ tầng 09/2015

	61 ha Cửa Cạn	Cửa Cạn	61 ha	100%		
CEO	Khu du lịch sinh thái Sân golf và biệt thự nghỉ dưỡng Sonasea Golf Estates	Thị xã An Thới	150,7 ha	60%	Khu thể thao Sân golf và biệt thự sinh thái Thời gian thực hiện: 2013 - 2019	Dự án đang được chủ đầu tư tiến hành quy hoạch tỷ lệ 1/500 và chuẩn bị các công tác cho việc triển khai dự án trong thời gian tới.
	Sonasea Residences	Xã Dương Tơ	61,7 ha	100%	Xây dựng khu biệt thự, nhà liền kề, chung cư cao cấp Thời gian thực hiện: 2015 - 2019	Tiến hành điều chỉnh quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 của dự án để phù hợp hơn với quy hoạch chung của toàn đảo và chuẩn bị cho công tác triển khai dự án trong thời gian tới
	Tổ hợp khu du lịch Sonasea Villas and Resorts	Khu phức hợp Bãi Trường, xã Dương Tơ	79,98 ha	60%	Khách sạn Novotel Phú Quốc Lô biệt thự nghỉ dưỡng Thời gian thực hiện: 2013 - 2019	Cơ bản thi công xong HTKT khu mặt biển. Đã chính thức động thổ và triển khai một dự án thành phần – khách sạn Novotel Phú Quốc Resort, dự kiến khai trương vào tháng 12/2015
VIC	Vinpearl Premium Phú Quốc	Bãi Dài, xã Gành Dầu			Quần thể khách sạn – biệt thự nghỉ dưỡng	Đang xây dựng
	Vinpearl Phú Quốc	Bãi Dài, xã Gành Dầu	304 ha	51,07%	Khu du lịch nghỉ dưỡng	Khai trương (giai đoạn 1)
DIG	Khu đô thị Cảng An Thới	Xã An Thới	287 ha		Khu đô thị	Dự kiến phát hành 20 triệu cổ phiếu giá 10.600 đồng/cp, số tiền thu được dự kiến 212 tỷ đồng dùng để đầu tư dự án Khu đô thị An Thới.
LDG	Grand World	Bãi Dài	85 ha		Khu du lịch biệt thự nghỉ dưỡng	Dự kiến mở bán trong tháng 8/2015

Nguồn: BSC tổng hợp

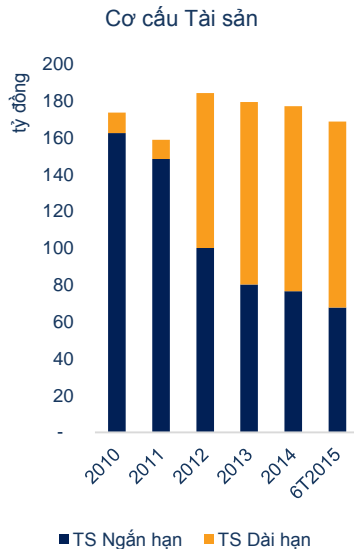
TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Cùng với việc thay đổi Chiến lược kinh doanh, cơ cấu Tài chính doanh nghiệp của UNI cũng thay đổi song hành và theo hướng ổn định - an toàn hơn. Chúng tôi sẽ phân tích cụ thể những thay đổi trong kết cấu Tài chính doanh nghiệp để minh chứng cho sự thay đổi đó qua 4 góc độ sau **(1)** Cơ cấu Tài sản; **(2)** Cơ cấu Vốn; **(3)** Khả năng sinh lời và **(4)** Phát hành tăng vốn.

Cơ cấu Tài sản – Tăng tỷ trọng TS Dài hạn do đầu tư BĐS. Cơ cấu tài sản của UNI có sự thay đổi lớn giữa tỷ trọng tài sản ngắn hạn và dài hạn. Năm 2010, tỷ trọng tài sản dài hạn chỉ chiếm 6,42% nhưng đã tăng lên mức 59,82% trong cơ cấu tổng tài sản của Công ty (Q2/2015). Nguyên nhân do năm 2009 – 2010 UNI thay đổi chiến lược kinh doanh, từ buôn bán thiết bị Viễn thông (là ngành sử dụng nhiều vốn ngắn hạn, quay vòng vốn nhanh) sang đầu tư BĐS Phú Quốc (ngành có tỷ trọng tài sản dài hạn cao – xây dựng cơ bản dở dang); do đó đã dẫn tới sự thay đổi trong cơ cấu TTS. Tại 30/06/2015, giá trị BĐS Phú Quốc đã đầu tư chiếm tới 71,66% TTS của UNI.

(Nguồn: BSC dự báo)





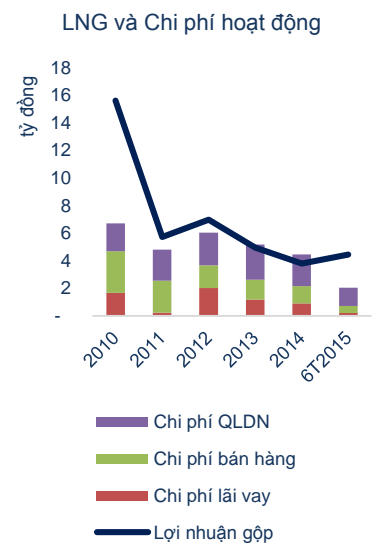
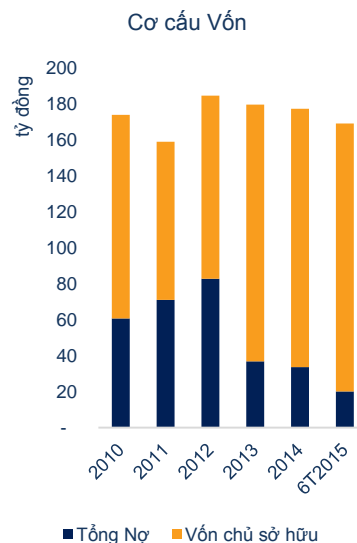
Nguồn: UNI, BSC tổng hợp

Cơ cấu Vốn – Sử dụng rất ít Nợ Vay. Nợ phải trả có xu hướng giảm từ năm 2010 đến nay; trong đó, tỷ trọng Vay và Nợ / TTS giảm từ mức 28,80% (2010) xuống chỉ còn 1,71% (Q2/2015) khiến cơ cấu tài chính hiện tại của UNI rất an toàn và góp phần giúp doanh nghiệp vượt qua khó khăn giai đoạn BĐS đóng băng đi kèm với lãi suất cho vay cao (giai đoạn 2011 – 2013). Bên cạnh đó, việc chuyển đổi 50 tỷ đồng trái phiếu thành 5 triệu cổ phiếu cũng làm giảm cơ cấu Vay nợ, đồng thời tăng nguồn Vốn chủ sở hữu.

Tuy nhiên, việc sử dụng quá ít vốn Nợ vay đã ảnh hưởng đến ROE những năm qua của doanh nghiệp, ROE giảm từ 10,98% (2010) xuống còn 0,64% (2014).

Khả năng sinh lời – Biên LNG được duy trì / KQKD Q1 khả quan giúp UNI hết lỗ lũy kế. Mặc dù DTT liên tục giảm những năm qua do hoạt động kinh doanh cốt lõi là buôn bán thiết bị viễn thông phụ thuộc chủ yếu vào VNPT và các gói thầu, nhưng biên lợi nhuận gộp vẫn được duy trì trong khoảng 13 – 15%. Đáng chú ý, trong 6T2015, DTT tăng 50,8% yoy, đạt 19,59 tỷ đồng; biên LNG đạt 22,62%, tăng mạnh so với mức 14,14% của cùng kỳ 2014. Sự tăng trưởng này đến từ việc có thêm hợp đồng cung cấp cáp cho FPT Telecom và Ban quản lý dự án thành phố. Ngoài ra, KQKD Q1 khả quan giúp UNI hết lỗ lũy kế (lỗ lũy kế do chia cổ tức 2012 theo tỷ lệ 10% chốt danh sách trước thời điểm UBCK cho phép Cty được mua cổ phiếu quỹ).

Chúng tôi đánh giá tăng trưởng này là không bền vững do phụ thuộc vào hợp đồng trúng thầu và cạnh tranh lớn trong ngành. UNI cũng xác định đây không phải là hoạt động chủ lực của doanh nghiệp giai đoạn 2015 – 2020.



Nguồn: UNI, BSC tổng hợp

Kế hoạch phát hành tăng vốn: Q1/2016 UNI có kế hoạch chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1 và chào bán cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên tỷ lệ 5%. Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành sẽ là 15,21 triệu và tổng giá trị phát hành tương ứng là 152,09 tỷ đồng. Số tiền thu được từ đợt phát hành được dùng tăng nguồn vốn lưu động cho Công ty và để đầu tư dự án Hàm Ninh và Cửa Cạn.

DỰ BÁO KQKD

Trong năm 2015, UNI sẽ hiện thực hóa doanh thu và lợi nhuận từ dự án 83 nền nhà Dương Đông, chúng tôi ước tính lợi nhuận thu về từ dự án này



Những giả định chúng tôi sử dụng trong quá trình dự báo KQKD đều được căn cứ dựa trên chiến lược phát triển của UNI cũng như những dữ liệu trong quá khứ. Chúng tôi đặt giả định với quan điểm cẩn trọng.

khoảng 13,95 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính DTT năm 2015 của UNI sẽ đạt khoảng 86,91 tỷ đồng, LNST đạt 18,92 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 là 1.334 đồng/cp.

Giai đoạn 2016 – 2017, UNI sẽ tiếp tục chào bán và ghi nhận doanh thu dự án 11,3 ha Hàm Ninh. Với giả định giá bán trung bình là 6 triệu đồng (có VAT) và giá vốn khoảng 2,5 triệu đồng / m², ước tính lợi nhuận thu về từ dự án chiết khấu đến năm 2015 khoảng 164,71 tỷ đồng.

Giai đoạn 2017 – 2020, UNI sẽ triển khai dự án 61 ha Cửa Cạn, theo 2 hình thức: (1) Tự triển khai toàn bộ dự án hoặc (2) Tìm kiếm mời gọi đối tác đủ năng lực hợp tác thực hiện dự án. Giá vốn mua đất của dự án Cửa Cạn hiện ghi nhận là 21,12 tỷ đồng (20 ha đất sạch).

Với hoạt động kinh doanh thiết bị Viễn thông, do phụ thuộc nhiều vào VNPT và có yếu tố đột biến bất thường khi trúng thầu cung cấp thiết bị nên chúng tôi giả định doanh thu và biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức tương tự các năm trước.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU UNI

Chúng tôi đặt trọng số mỗi giả định là 70/30, dự báo giá hợp lý trên 1 cổ phiếu UNI sẽ đạt 14.488 đồng/cp, tăng 29,36% so với mức giá 11.200 đồng ngày 31/07/2014.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11.75%
Rf	5.75%
beta	0.85
ke	10.85%
kd	5.60%
E/A	84.85%
D/A	15.15%
Tax rate	22%
WACC	9.87%
g	2.50%

(Nguồn: BSC)

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị Mua Mạnh trung và dài hạn cổ phiếu UNI với giá mục tiêu 14.488 đồng/cp, tăng 29,36% so với giá đóng cửa ngày 31/07/2015.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá NAV và PE để định giá cổ phiếu UNI. Giá mục tiêu được xác định bằng giá trung bình của 02 phương pháp định giá với tỷ trọng 70 – 30 do điểm rơi của UNI là năm 2016 – 2017 với dự án 11,3ha Hàm Ninh nên chúng tôi đặt tỷ trọng cao hơn cho phương pháp NAV. Chi tiết như sau:

Phương pháp NAV:

NAV Valuation	
Giá trị dự án Dương Đông	13,950,300,000
Giá trị dự án Hàm Ninh	164,726,726,847
Giá trị đất dự án Cửa Cạn	21,119,380,000
Tiền và các khoản tương đương tiền	5,248,126,590
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	145,000,000
Khoản Phải thu	32,343,583,800
Tài sản ngắn hạn khác	8,904,993,251
Nợ phải trả	29,936,952,853
Số lượng cổ phiếu	14,182,868
NAV per share	15,265

Phương pháp PE:

PE Valuation	
PE trung bình ngành	10.76
PE	9.50
EPS 2015	1,334
Price	12,675

Tổng hợp 2 phương pháp:

Tổng hợp 2 phương pháp	
Giá trung bình	14,488
Giá tại 31/07/2015	11,200
Upside	29.36%

PHỤ LỤC 1 – Báo cáo Kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	35.77	26.58	86.91	262.78	264.16
4. Giá vốn hàng bán	30.82	22.80	63.23	154.18	155.20
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4.95	3.77	23.69	108.60	108.96
6. Doanh thu hoạt động tài chính	0.99	1.75	4.08	1.75	1.05
7. Chi phí tài chính	0.81	0.90	0.40	0.77	0.77
- Trong đó : Chi phí lãi vay	1.18	0.90	0.33	0.70	0.70
8. Chi phí bán hàng	1.43	1.26	1.03	10.51	10.57
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.55	2.28	2.40	2.41	2.36
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.16	1.09	23.93	96.66	96.30
11. Thu nhập khác	-	0.02	-	-	-
12. Chi phí khác	0.13	0.19	-	-	-
13. Lợi nhuận khác	(0.13)	(0.16)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
14. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1.03	0.92	23.93	96.66	96.30
15. Thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	0.19	-	5.01	19.33	19.26
16. Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	-	-	-	-
17. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	0.85	0.92	18.92	77.33	77.04
18. Lãi/(lỗ) cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	62	65	1,334	2,604	2,595

PHỤ LỤC 2 – Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
A-TÀI SẢN NGẮN HẠN	80.23	76.64	66.64	289.30	277.90
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	2.35	3.10	5.25	132.64	177.94
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0.55	0.45	0.15	-	-
III. Các khoản phải thu	27.77	24.64	32.34	61.74	57.06
IV. Hàng tồn kho	45.78	43.58	20.00	70.63	21.12
V. Tài sản ngắn hạn khác	3.78	4.88	8.90	24.30	21.78
B-TÀI SẢN DÀI HẠN	99.11	100.40	130.99	180.11	268.87
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	81.37	82.67	113.25	162.38	251.13
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17.74	17.74	17.74	17.74	17.74
V. Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	179.34	177.05	197.63	469.41	546.77
A NỢ PHẢI TRẢ	36.79	33.68	29.94	70.07	70.39
I Nợ ngắn hạn	36.69	33.58	29.84	69.97	70.29
II Nợ dài hạn	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
B NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU	142.55	143.37	167.69	399.34	476.38
I. Vốn chủ sở hữu	142.55	143.37	167.69	399.34	476.38
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	-	-	-	-
C LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	-	-	-	-	-
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	179.34	177.05	197.63	469.41	546.77

(Nguồn: BSC dự báo)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.