

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 09 tháng 01 năm 2017

Chuyên viên phân tích

Mạc Đình Tuấn

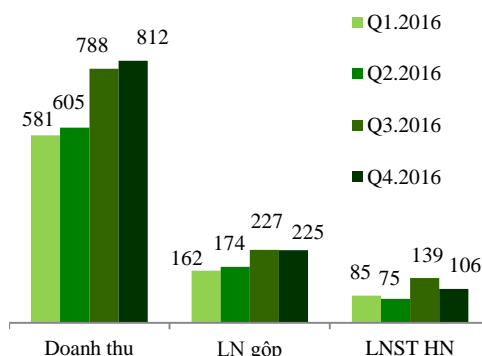
mdtuan@vcbs.com.vn

+84-4 3936 6425 ext 121

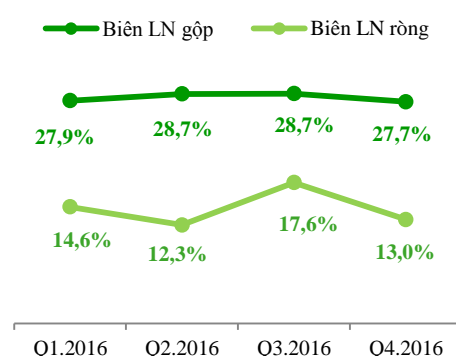
CẬP NHẬT KQKD Q4 và 2016 (số liệu chưa kiểm toán)

Quý 4.2016, HUT đạt kết quả kinh doanh khả quan với DTT 812 tỷ đồng (-49,7% yoy) và LNST 105 tỷ đồng (-13,7% yoy), kết quả này thấp hơn cùng kỳ là do doanh thu Q4.2015 tăng đột biến và chiếm gần 72% cả năm 2015 khi HUT hạch toán doanh thu mảng xây dựng tại dự án BT39 Thái Bình. Năm 2016 HUT cũng ghi nhận các chỉ tiêu DTT, LNST và biên LN đạt mức khá tương đồng trong cả 4 quý, cho thấy sự ổn định về nguồn doanh thu tốt hơn các năm trước đây.

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận



Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận

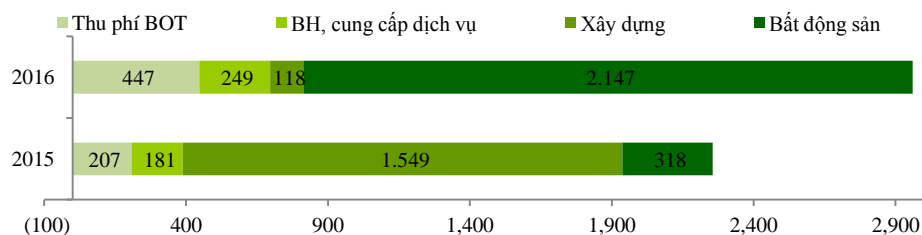


(Nguồn: BCTC của HUT; VCBS tổng hợp và cập nhật)

Lũy kế 2016, HUT đạt mức tăng trưởng ấn tượng với DTT đạt 2.786 tỷ đồng (+24,1% yoy, hoàn thành 116% KH) và LNST đạt 403 tỷ đồng (+151% yoy, hoàn thành 106% KH), kết quả này khá sát với dự báo trong các báo cáo trước đây của chúng tôi. Biên LNG 2016 tăng lên 28,3% (so với mức 14,4% của 2015) do cơ cấu doanh thu dịch chuyển theo hướng giảm doanh thu mảng xây dựng và tăng doanh thu mảng bất động sản và thu phí BOT, là 2 mảng kinh doanh có biên LNG cao hơn.

Xét theo từng mảng kinh doanh trong năm 2016, mảng bất động sản chiếm vị thế dẫn đầu với 2.146 tỷ đồng (+576%yoy, 77% tổng DTT) chủ yếu hạch toán doanh thu từ dự án Foresa Villa Xuân Phương. Mảng thu phí BOT tăng lên 447 tỷ đồng (+115%yoy, 16% tổng DTT) do có thêm 2 dự án bắt đầu thu phí là BOT QL1 Quảng Bình và BOT 39B Thái Bình.

Biểu đồ: Doanh thu theo mảng kinh doanh



(Nguồn: BCTC của HUT; VCBS tổng hợp và cập nhật)

Trong 2016, chi phí bán hàng tăng mạnh lên gần 52 tỷ đồng (+269% yoy) phù hợp với tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cao của mảng bất động sản. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 107 tỷ đồng (+183% yoy) khi HUT mở rộng hoạt động mảng bất động sản cũng như tăng số dự án BOT đi vào vận hành thu phí lên 4 dự án trong năm 2016. Chi phí lãi vay tăng lên 186 tỷ đồng (+76% yoy) phần lớn do dự án BOT QL1 Quảng Bình đi vào thu phí từ Q2.2015 và dự án BOT 39B Thái Bình đi vào thu phí từ Q2.2016 nên chi phí lãi vay không còn được vốn hóa.

Cuối năm 2016, tổng tài sản đạt 9.319 tỷ đồng (+25,9% yoy) do xây dựng dở dang tại các dự án đang được triển khai mạnh như: dự án BT Lê Đức Thọ (961 tỷ đồng), Xuân Phương Residence (236 tỷ đồng), thu phí tự động ETC (516 tỷ đồng) và BOT QL10 Hải Phòng (1.125 tỷ đồng – chi phí lãi vay vẫn đang được vốn hóa). Tổng vay nợ đạt 4.579 tỷ đồng (+23,5% yoy, chiếm 49% tổng tài sản), trong đó phần nợ vay dự án BOT chiếm 78,6% tổng vay nợ với 3.598 tỷ đồng và nợ vay dự án BT là 415 tỷ đồng, các khoản vay BOT và BT được đánh giá là có mức rủi ro thấp vì đặc thù dự án BOT có dòng tiền ổn định và tỷ suất hoàn vốn đầu tư cố định sau khi trừ đi các chi phí vận hành và chi phí lãi vay. Chỉ số EBITDA/lãi vay năm 2016 của HUT đạt 4,3 lần tích cực hơn so với mức 3,49 lần năm 2015 cho thấy dòng tiền và khả năng chi trả lãi vay của công ty cao hơn trước và đang ở mức an toàn.

TRIỂN VỌNG 2017

Năm 2017, chúng tôi kỳ vọng HUT tiếp tục đạt kết quả kinh doanh tăng trưởng với 3.000 tỷ đồng DTT (+7,7% yoy) và 450 tỷ đồng LNST (+11,4% yoy), tương đương với EPS forward 2017 là 2.522 đồng/CP. Trong đó, hai mảng kinh doanh quan trọng là thu phí BOT và kinh doanh bất động sản duy trì kết quả khả quan, cụ thể như sau:

Mảng thu phí BOT sẽ tăng trưởng mạnh khi 3 dự án đang được xây dựng có thể sẽ đi vào hoạt động thu phí từ nửa cuối năm 2017, vượt tiến độ so với kế hoạch ban đầu là: BOT QL10 Hải Phòng, BOT Đông Hưng và BOT QL32 Phú Thọ. Chúng tôi dự phóng mảng thu phí BOT cả năm 2017 có thể đạt trên 550 tỷ đồng, từ năm 2018 nguồn thu phí sẽ tăng mạnh lên mức trên 800 tỷ đồng/năm.

Mảng kinh doanh bất động sản được HUT đẩy mạnh đầu tư và khai thác trong năm 2017 với các dự án bao gồm: phần còn lại dự án Foresa Villa Xuân Phương, South Buiding Pháp Vân, Xuân Phương Residence và khởi công dự án Khu đô thị Mỹ Đình.

Trong nửa đầu năm 2017, doanh thu vẫn chủ yếu đến từ hạch toán phần còn lại của dự án Foresa Villa Xuân Phương. Chúng tôi dự phóng HUT có thể hạch toán doanh thu trên 1.000 tỷ đồng từ dự án này.

Trong nửa cuối năm 2017, chúng tôi kỳ vọng HUT sẽ có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ (1) dự án Xuân Phương Residence với khu nhà thấp tầng và 2 tòa nhà cao tầng E và F, tương đương với doanh thu 500 tỷ đồng, (2) dự án South Buiding Pháp Vân có thể mang lại doanh thu 250 tỷ đồng, (3) dự án Khu đô thị Mỹ Đình nhiều khả năng sẽ được HUT đẩy mạnh triển khai và mở bán từ nửa cuối năm 2017, dự án này có diện tích đất thương phẩm khoảng 8 ha với 400 căn biệt thự liền kề có vị trí gần trung tâm hơn so với dự án Foresa Villa Xuân Phương, chúng tôi dự tính dự án này có thể đạt được mức giá bán bình quân trên 60 triệu/m². Trong trường hợp khả quan, dự án này có thể được hạch toán 1 phần doanh thu trong Q4.2017, tuy nhiên phần lớn dự án sẽ được thực hiện và hạch toán từ năm 2018.

Dự án bất động sản mới

Trong Quý 2.2016, HUT đã công bố thêm một dự án bất động sản thứ 6, là dự án Xây dựng nhà ở cho cán bộ nhân viên Bộ Ngoại Giao có quy mô diện tích đất 1,37ha, bao gồm 2 tòa chung cư 27 tầng với 800 căn hộ và tổng mức đầu tư 1.500 tỷ đồng tại đường Trần Quốc Hoàn, Hà Nội. Theo thông tin chúng tôi có được đến thời điểm hiện tại thì HUT chỉ sở hữu 1 phần dự án này và phương án thực hiện sẽ khá giống với dự án Xuân Phương Residence.

Năm 2017, HUT có thể công bố thêm 1 hoặc 2 dự án bất động sản mới, là các dự án đối ứng với thực hiện dự án xây dựng BT đường 70 nối giữa Quốc Lộ 32 và Đại lộ Thăng Long. Tổng chi phí ước tính ban đầu của dự án BT đường 70 là khoảng 3.000 tỷ đồng và dự kiến khởi công vào năm 2018. Đây cũng là chiến lược của HUT trong việc tăng cường thực hiện các dự án BT về hạ tầng giao thông do việc phát triển các dự án BOT sẽ đem lại hiệu quả thấp hơn trước đây nên HUT chưa có kế hoạch đầu tư thêm BOT và đang dần chuyển hướng sang các dự án BT với mục tiêu mở rộng quỹ đất cho chiến lược phát triển mảng bất động sản trong dài hạn.

Thu phí giao thông tự động (ETC) theo hình thức đầu tư và sở hữu BOO sẽ ngày càng mang lại dòng tiền lớn và ổn định trong tương lai. HUT đã xây dựng xong 7 trong tổng số 28 trạm ETC. Giá trị thực hiện đến thời điểm cuối năm 2016 tăng mạnh lên mức 516 tỷ đồng/tổng kế hoạch đầu tư 1.525 tỷ đồng. HUT ước tính sẽ thu được 6-7% phí dịch vụ ETC trên tổng doanh thu phí tự động.

Đầu tư bệnh viện: HUT đang thực hiện đầu tư cơ sở 2 của một số bệnh viện lớn. Tuy nhiên, chúng tôi chưa có các thông tin đầy đủ để đánh giá hiệu quả của các dự án đầu tư này.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

HUT đã đạt được kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng trong năm 2016 khi dịch chuyển mô hình kinh doanh từ doanh nghiệp xây lắp sang đầu tư hạ tầng giao thông BOT và phát triển các dự bất động sản qua hình thức BT. Triển vọng năm 2017 tiếp tục tích cực với (1) mảng thu phí BOT sẽ đạt mức tăng trưởng khá khi có thêm 3 dự án đang được xây dựng vượt tiến độ và có thể sẽ đi vào hoạt động thu phí từ nửa cuối năm 2017, từ năm 2018 khi cả 7 dự án đi vào vận hành sẽ có triển vọng tăng quy mô thu phí gấp đôi so với năm 2016. (2) Mảng kinh doanh bất động sản có thể duy trì với doanh thu còn lại từ dự án Foresa Villa Xuân Phương, doanh thu mới từ dự án Tòa nhà South Buiding, Xuân Phương Residence và bắt đầu triển khai dự án lớn hơn là Khu đô thị Mỹ Đình.

Đối với năm 2017, chúng tôi kỳ vọng HUT sẽ tiếp tục tăng trưởng với 3.000 tỷ đồng DTT (+7,7% yoy) và 450 tỷ đồng LNST (+11,4% yoy). Với EPS forward 2017 là 2.522 đồng/CP, tương ứng P/E forward khá thấp là 4,8 lần, mặc dù HUT có rủi ro pha loãng từ trái phiếu chuyển đổi với khoảng 7,5% năm 2017 và 7% năm 2018 (*Phụ lục Trang 3*). Chúng tôi duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** với cơ hội đầu tư cổ phiếu HUT

Phụ lục: Thông tin trái phiếu chuyển đổi và tỷ lệ pha loãng năm 2017 và 2018

Cuối năm 2016, HUT có tổng giá trị TPCĐ là 265,6 tỷ đồng. Trường hợp toàn bộ trái phiếu còn lại được chuyển đổi thì tổng tỷ lệ pha loãng sẽ đạt khoảng 15% trong năm 2017 và 2018, tuy nhiên tỷ lệ pha loãng thực tế có thể sẽ thấp hơn trong trường hợp giá chuyển đổi cao hơn 10.000VNĐ/CP hoặc HUT tiếp tục mua lại trái phiếu.

TT	Thời điểm	Sự kiện	Giá trị TPCĐ (tỷ đồng)	Giá chuyển đổi	Tỷ lệ pha loãng
1	10.2015	Phát hành TPCĐ lần đầu	500		
2	Q2.2016	Mua lại lần 1	104,4		
3	Q3.2016	Chuyển đổi lần 1 (20%)	79,12	7.912.000CP giá 10.000VNĐ/CP	4,7%
4	Q4.2016	Mua lại lần 2	50,88		
Tổng giá trị TPCĐ tại thời điểm 1.2017			265,6		Dự kiến
5	Q3.2017	Dự kiến chuyển đổi lần 2 (40%) 132,8 tỷ đồng	132,8	80% giá thị trường và $\geq 10.000\text{VNĐ/CP}$	7,5%
6	Q3.2018	Dự kiến chuyển đổi lần 3 (40%) 132,8 tỷ đồng	132,8	80% giá thị trường và $\geq 10.000\text{VNĐ/CP}$	7,0%

(Nguồn: HUT; VCBS tổng hợp)

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên Phân tích cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn