

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật Q4/2017

3 tháng 11, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **12.500**

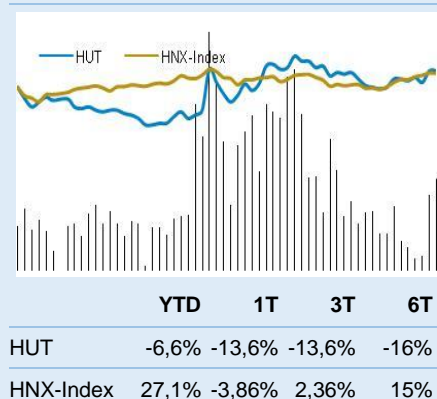
Giá thị trường (2/11/2017) 10.200

Lợi nhuận kỳ vọng 22,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	9.240 - 13.200
Vốn hóa	2.585 tỷ
SL cổ phiếu lưu hành	251.058.913
KLGD bình quân 10 ngày	1.133.716
% sở hữu nước ngoài	30,65%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	14,5%
Beta	1,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 207

nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Tasco

Mã giao dịch: HUT

Reuters: HUT.HN

Bloomberg: HUT VN

Điểm rơi lợi nhuận 2017 tập trung vào quý 4, duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực các năm tới

Lợi nhuận sau thuế Q3/2017 đạt 44,7 tỷ

Kết thúc quý 3/2017, HUT ghi nhận 380 tỷ doanh thu và 44,7 tỷ LNST. Đóng góp nhiều nhất về doanh thu và lợi nhuận là mảng bất động sản với 211 tỷ doanh thu từ các dự án Foresa Villa Xuân Phương và Xuân Phương Residence, mảng BOT ghi nhận 138 tỷ doanh thu, còn lại đến từ lĩnh vực y tế và thu phí không dừng ETC. Lũy kế 9 tháng đầu năm, HUT ghi nhận 1.428 tỷ doanh thu và 227,5 tỷ LNST, giảm lần lượt 27% và 23% so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh chưa tích cực của HUT trong 9 tháng đầu năm do điểm rơi lợi nhuận các dự án bất động sản trong năm nay của công ty đều tập trung vào quý 4.

KQKD Quý III/2017

Chỉ tiêu	Q3/2016	Q3/2017	%yoy	9T2016	9T2017	%yoy
Doanh thu (tỷ đồng)	788	380	-51,7%	1.973	1.428	-27%
LNST (tỷ đồng)	138,6	44,7	-67,7%	297	227,5	-23%

KQKD Q4/2017 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

Dự án BOT QL10 Cầu Nghìn sẽ đóng góp doanh thu bắt đầu từ tháng 12/2017. Đây là dự án BOT có tổng mức đầu tư lớn nhất mà HUT từng tham gia (2.815 tỷ đồng) với chiều dài 30,5 km. Hiện tại dự án đã hoàn thành xong toàn bộ về hạ tầng, dự kiến thông xe vào 1/12/2017. Dự án này được đánh giá rất quan trọng trong việc kết nối khu vực Quảng Ninh từ Quốc lộ 10 vào cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, ngoài ra dự án cũng được kỳ vọng sẽ đáp ứng sự gia tăng mật độ phương tiện giao thông, đặc biệt là xe container từ khu vực cảng Quảng Ninh, cảng Hải Phòng đi các KCN ở Thái Bình, Nam Định và các tỉnh miền Trung. Dự án sẽ được HUT thu phí hoàn vốn trong 16 năm với tỷ suất lợi nhuận/VCSH vào khoảng 11,5%, doanh thu ước tính năm đầu tiên khai thác vào khoảng 360 tỷ đồng. Chi phí khấu hao và lãi vay các dự án BOT của HUT được tính theo tỷ lệ doanh thu phí, dự án được miễn thuế 4 năm đầu và giảm 50% thuế 9 năm tiếp theo nhờ đó tỷ suất hoàn vốn cùng thời gian thu phí các dự án được đảm bảo đúng với kế hoạch.

Các dự án BOT của HUT

Dự án	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	IRR	Thời gian thu phí còn lại	Doanh thu/năm (tỷ đồng)
BOT QL 10 Hải Phòng	2.815	11,5%	16 năm	360
BOT Quảng Bình	2.000	11,5%	15 năm	170
BOT 10 Thái Bình	1.028	14%	11 năm	220
BOT 39 Thái Bình	550	11,5%	19 năm	30
BOT Phủ Lý - Mỹ Lộc	487	18%	10 năm	130

Mảng bất động sản sẽ tiếp tục đóng góp chủ yếu vào doanh thu & lợi nhuận của HUT trong Q4/2017. Theo ước tính, HUT có thể ghi nhận 1.200 tỷ đồng doanh thu từ mảng kinh doanh bất động sản trong quý 4 này, lợi nhuận gộp tương ứng là 305 tỷ đồng.

Các dự án ghi BĐS ghi nhận doanh thu trong Q4/2017

Dự án	Vị trí & quy mô	Tình hình tiêu thụ	Doanh thu ghi nhận Q4/2017	Biên LN gộp	LN gộp Q4/2017
Foresa villa Xuân Phương	Nam Từ Liêm – HN, quy mô 38ha với 813 căn nhà ở thấp tầng.	Mở bán từ cuối 2015, đến nay đã ghi nhận hầu hết doanh thu của dự án. HUT đang hoàn thiện nốt một số hạng mục hạ tầng tại đây, đồng thời cũng hạ giá bán để tăng tính hấp dẫn đối với 13 căn còn lại. Dự kiến trong Q4/2017 sẽ ghi nhận nốt phần còn lại của dự án vào khoảng 200 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp ước tính 50% do giá vốn đất của HUT ở dự án này thấp.	200 tỷ	50%	100 tỷ
Xuân Phương Residence	Nam Từ Liêm – HN, tổ hợp gồm 6 tòa chung cư cao 17 tầng và 126 căn liền kề.	Đây là dự án nhà ở cho CBNV Văn phòng Trung Ương Đảng và Báo Nhân Dân. Trong Q4/2017 HUT sẽ bàn giao 4 tòa cao tầng A,B,C,D cho Báo Nhân Dân và ghi nhận doanh thu 600 tỷ. 4 tòa này có chiều cao 17 tầng, HUT được tự kinh doanh trên các căn từ tầng 1 đến tầng 4, ước tính biên lợi nhuận gộp từ phần 4 tầng này trên 60% do HUT chỉ mất chi phí xây dựng. Phần còn lại từ tầng 5 đến tầng 17 HUT được hưởng 7% biên lợi nhuận gộp từ thi công dự án. Trung bình HUT có được mức biên lợi nhuận gộp 20% từ dự án này. Ngoài ra HUT cũng sẽ ghi nhận thêm 200 tỷ từ phần căn hộ và nhà thấp tầng cho CBNV Văn phòng Trung Ương Đảng, biên lợi nhuận gộp cũng ở mức 20%.	800 tỷ	20%	160 tỷ
South Building Pháp Vân	Thanh Trì – HN, xây trên diện tích đất 2.173 và sẽ bàn giao trong Q4/2017. mô 23 tầng nổi và 2 tầng hầm.	Đến hiện tại đã bán được toàn bộ 140 căn m2, tổng diện tích xây dựng 20.108 m2 quy khoảng 20-25%	200 tỷ	22,5%	45 tỷ
Tổng cộng			1.200 tỷ		305 tỷ

Tổng hợp các hoạt động của HUT, doanh thu Q4/2017 có thể đạt 1.385 tỷ, lợi nhuận sau thuế có thể đạt 192,5 tỷ, tăng lần lượt 70% yoy và 83% yoy. Cả năm 2017 HUT có thể đạt 2.813 tỷ doanh thu, giảm 5% so với năm 2016, LNST có thể đạt 420 tỷ đồng, tăng 4,2% so với năm 2016.

Dự báo KQKD Quý IV/2017		
Lĩnh vực	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)
Bất động sản	1.200	172
Thu phí BOT	150	19,5
Thu phí ETC	18	1
Y tế	17	0
Tổng cộng	1.385	192,5

Triển vọng tích cực trong 2018 và các năm sau

Hoạt động BOT là nền tảng vững chắc để đảm bảo mức lợi nhuận tối thiểu khi HUT phát triển những lĩnh vực mới nhiều tiềm năng. Từ năm 2018, HUT sẽ dừng triển khai mới các dự án BOT, chỉ tập trung khai thác các dự án BOT hiện tại, doanh thu từ thu phí trong năm 2018 có thể ổn định ở mức 1.000 tỷ và tăng trưởng theo lưu lượng xe mỗi năm. Hoạt động BOT mang lại mức lợi nhuận ổn định khoảng 13% trên VCSH, mức lợi nhuận này có thể thấp hơn những ngành đang tăng trưởng khác trong ngắn hạn tuy nhiên về dài hạn lại rất an toàn vì lĩnh vực này gần như không bị ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế bởi trong khủng hoảng kinh tế, người dân có thể tiết giảm chi tiêu và mua sắm tuy nhiên nhu cầu đi lại hầu như không giảm. Ngoài ra doanh nghiệp cũng không phải lo ngại về dòng tiền khi doanh thu thu về là tiền mặt. Như vậy, 2.000/2.500 tỷ VCSH của HUT ở hoạt động BOT sẽ đảm bảo mức sinh lời 13% trong vòng 15 năm tới trong khi doanh nghiệp không phải lo lắng về cạnh tranh cũng như tính chu kỳ của nền kinh tế.

Đảm bảo các dự án BĐS gởi đầu trong các năm tới với chi phí đất rẻ.

Các dự án BĐS từ năm 2018 của HUT				
Dự án	Vị trí & quy mô	Tiến độ dự án	Doanh thu	Biên LN gộp
Foresa Mỹ Đình	Nam Từ Liêm – HN, quy mô 31,4ha với 304 căn nhà ở thấp tầng, diện tích xây dựng kinh doanh 6,7 ha.	9/10/2017 đã nhận được quyết định của UBND Hà Nội về việc giao cho công ty thực hiện dự án. Dự kiến tháng 4/2018 bắt đầu giải phóng mặt bằng, đến 31/8/2018 sẽ hoàn thành giải phóng, đầu Quý 3/2018 dự án sẽ được mở bán. Giá vốn đất dự án này của HUT chỉ vào khoảng trên 10 triệu/m ² trong khi mặt bằng giá bán những khu vực xung quanh dao động ở mức 90-100 triệu/m ² có thể đảm bảo mức biên lợi nhuận cao cho HUT. Với mức giá bán dự kiến khoảng 80 triệu/m ² , dự án có thể mang lại doanh thu 5.300 tỷ cho HUT.	5.300 tỷ	30%

48 Trần Duy Hưng	Diện tích 2.800 m2, tòa nhà cao 25 tầng 140 căn hộ cao cấp kết hợp văn phòng cho thuê.	Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, quý 1/2018 bắt đầu thi công, mở bán trong năm 2018.	700 tỷ	20%
Vân Canh, Hoài Đức	200 căn nhà thấp tầng	Tháng 9/2017 tái khởi động dự án, dự kiến 200 căn sẽ hoàn thiện xây thô và bàn giao trong năm 2018	600 tỷ	20%
Chung cư Bộ ngoại giao	Diện tích xây dựng 6.320 m2, bao gồm 2 tòa tháp 27 tầng với 1.218 căn hộ và 1 tòa tháp văn phòng cao 9 tầng.	Dự kiến bàn giao và ghi nhận vào năm 2020.	1.500 tỷ	12%
Tây Mỗ & Phú Đô	70ha Tây Mỗ và 4ha tại Phú Đô	Đây là dự án đối ứng cho dự án BT đường 70 nối QL 32 với Đại lộ Thăng Long, dự án đang trong giai đoạn chờ được phê duyệt, dự kiến trong năm 2019 có thể triển khai.		

Dự án thu phí không dừng ETC tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn.

- ❑ **Tiến độ dự án:** giai đoạn I dự án thu phí không dừng ETC của chính phủ do HUT triển khai có tổng mức đầu tư dự kiến 1.500 tỷ đồng, được triển khai trên 29 trạm thu phí QL1 và QL 14 đi Tây Nguyên chiếm 60% lưu lượng xe lưu thông trên cả nước. Đến hiện tại, HUT đã triển khai hệ thống tại 27/29 trạm, đã bắt đầu vận hành thu phí thử nghiệm 13/29 trạm, dự kiến đến cuối 2017 sẽ hoàn thành ký kết hợp đồng và triển khai trên toàn bộ 29 trạm thuộc giai đoạn I.
- ❑ **Tiềm năng lớn từ doanh thu thu phí.** Lộ trình đến năm 2019 HUT sẽ xây dựng 4 làn thu phí ETC trên tổng số 12 làn mỗi trạm, mức phí thu về bằng số làn ETC/tổng số làn của trạm nhân với mức phí quản lý, từ năm 2020-2024 sẽ được nhận 8% mức doanh thu phí tương đương với chi phí nhân công của trạm, từ 2025 đến 2029 được nhận 9% mức phí của trạm, từ 2030 trở đi được nhận 10% mức phí của trạm. Doanh thu từ ETC ước đạt 30 tỷ trong năm 2017 và 100 tỷ trong năm 2018.
- ❑ **Những lợi thế khác khi tham gia vào dự án:** ở giai đoạn I HUT là đơn vị duy nhất tham gia dự án, nhờ vậy công ty sẽ có những lợi thế nhất định khi chính phủ triển khai giai đoạn II trên 57 trạm còn lại toàn quốc. Doanh nghiệp cũng sẽ có những lợi thế lâu dài khác khi chính phủ thực hiện thu phí đỗ xe điện tử, thu phí nội đô.. nhờ đã tích lũy được tệp khách hàng lớn sử dụng dịch vụ của mình.
- ❑ **HUT có thể tận dụng nguồn tiền ứng trước của mỗi tài khoản xe.** Hiện tại HUT đã tổ chức dán thẻ được 300.000 trên 2,7 triệu xe, phí trả tiền trước trung bình mỗi xe là 300.000 đồng, tương đương tổng phí ứng trước là 90 tỷ. Với mục tiêu dán được 1 triệu xe, HUT có thể tận dụng

nguồn phí ứng trước vào khoảng 300 tỷ đồng bổ sung vào nguồn vốn lưu động của công ty, góp phần làm giảm chi phí tài chính.

Đầu tư vào lĩnh vực y tế cũng sẽ mang lại hiệu quả trong tương lai. Dự án Bệnh viện mắt Hà Nội cơ sở 2 do HUT hợp tác với Bộ y tế theo hình thức PPP đã đi vào hoạt động từ đầu quý 2/2017, doanh thu ước đạt 5-6 tỷ/tháng và có thể hoàn vốn sau 2 năm khai thác. HUT cũng có kế hoạch hợp tác với Bệnh viện Nhi Trung Ương và Bệnh viện Phụ sản Trung Ương để đầu tư những dự án mới, công ty đã có quỹ đất ở Pháp Vân để chuẩn bị sẵn sàng cho những dự án này. Chúng tôi cho rằng hình thức đầu tư PPP vào lĩnh vực y tế sẽ mang lại hiệu quả trong tương lai cho HUT bởi theo mô hình này chất lượng cùng thương hiệu của những dự án mới được đảm bảo kết hợp với việc nhu cầu khám chữa bệnh người dân ngày càng tăng cao trong khi các bệnh viện công đang bị quá tải, tổng hợp lại sẽ mang lại hiệu quả đầu tư tương lai cho HUT ở lĩnh vực y tế.

Khuyến nghị đầu tư

Tổng hợp các lĩnh vực, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của HUT trong năm 2017 vẫn ở mức tích cực, lợi nhuận tăng trưởng 4,2% so với năm 2016. Triển vọng năm 2018 và các năm sau của doanh nghiệp tương đối khả quan khi có hoạt động thu phí BOT là nền tảng vững chắc để đảm bảo mức lợi nhuận tối thiểu khi HUT phát triển những lĩnh vực mới nhiều tiềm năng là bất động sản, thu phí không dừng, y tế. Ở hoạt động bất động sản, HUT đảm bảo có đủ quỹ đất để phát triển các dự án bất động sản trong các năm tới với chi phí đất rẻ, hoạt động thu phí không dừng và hoạt động y tế là những dự án có phần dài hơi nhằm duy trì tăng trưởng bền vững trong tương lai. Công ty còn 160 tỷ trái phiếu chuyển đổi sẽ được chuyển đổi toàn bộ trong năm 2018 tương ứng với mức pha loãng EPS vào khoảng 6,3%. HUT cũng là công ty có mức cổ tức bằng tiền cao (15%), dividend yield tương ứng với mức giá hiện tại là 14,5% và công ty có nhiều cơ sở để duy trì mức cổ tức này. Trong năm 2017, điểm rơi lợi nhuận của HUT tập trung vào quý 4 nên kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm chưa cao đã khiến giá cổ phiếu có sự điều chỉnh và hiện đã ở mức hấp dẫn so với tiềm năng của cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HUT, mức giá kỳ vọng của chúng tôi vào khoảng **12.500** đồng/cổ phiếu tương ứng với mức tăng 22,5% so với giá đóng cửa ngày 2/11/2017.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Tiến Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Khối khách hàng tổ chức Hà Nội:

- Email: nguyenquang.huy@baoviet.com.vn

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888

Khối khách hàng tổ chức Tp. HCM:

- Email: dylanwaller@baoviet.com.vn