

Bộ phận Phân tích - Đầu tư
CTCP Chứng khoán Tràng An

Trưởng bộ phận
Vũ Hoàng Sơn

Phó Trưởng bộ phận
Nguyễn Thế Mạnh

Chuyên viên phân tích
Vũ Thị Thu Thủy
Nguyễn Thị Hương
Lê Vũ Diệu

Báo cáo lần đầu ngày 10 tháng
3 năm 2010.

Đơn vị tiền tệ: đồng Việt nam.

Kết luận

Vượt qua năm 2008 đầy khó khăn, dự kiến các chỉ tiêu của công ty năm 2009 đạt vượt mức kế hoạch, cải thiện đáng kể so với năm 2008 và triển vọng năm 2010 rất sáng sủa với những nguồn động lực to lớn đến từ:

1. Bề dày lịch sử phát triển và thương hiệu mạnh với tiền thân là doanh nghiệp thuộc Bộ quốc phòng, có lợi thế đặc biệt trong việc tiếp cận quỹ đất sạch tại các vị trí đắc địa và nguồn vốn vay chi phí thấp.
2. Hàng loạt các dự án đã và đang được triển khai trên 2 triệu m2 quỹ đất sạch của công ty, trong đó có nhiều dự án mang lại doanh thu, lợi nhuận trong năm 2009, 2010 và các năm tiếp theo.
3. Công ty có ban lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm chiến trường và thương trường đã định hướng đúng đắn cho các hoạt động của công ty.
4. Cùng với đà hồi phục của nền kinh tế trong và ngoài nước, ngành bất động sản được dự báo sẽ tan băng trong thời gian tới và sẽ có những bước chuyển mình mạnh mẽ với những cơ hội mới.

Trên cơ sở 3 phương pháp: PE, PB và FCFF, chúng tôi xác định giá nội tại là 161,000 đồng. Với biên độ an toàn là 25%, giá đề xuất mua HDG là từ 120,000 đồng trở xuống và nên xem xét bán từ mức 201,000 trở lên. Như vậy, với giá ngày 9/3/2010 là 126,000 đồng, cổ phiếu HDG hiện đang nằm trong vùng khuyến nghị **NĂM GIỮ**.

Mục lục

TT	Chuyên mục	Trang
1	Rủi ro đầu tư	2- 3
2	Phân tích tài chính	4 - 5
3	Hồ sơ công ty	6 - 10
4	Phân tích cạnh tranh ngành	10 - 13
5	Định giá	14 – 15
6	Các yếu tố xúc tác	16

Phụ lục

Liên hệ

1. Rủi ro đầu tư

HDG hoạt động trong ngành tài chính (bất động sản) vốn là ngành phải chịu rất nhiều rủi ro trong kinh doanh, trong đó bao gồm các rủi ro trọng yếu sau đây:

Rủi ro về môi trường pháp lý: Ngành kinh doanh bất động sản là một trong những ngành phải chịu sự điều chỉnh của nhiều nguồn luật khác nhau, trong đó bao gồm Hiến Pháp, Luật Dân sự, Luật doanh nghiệp, Luật Xây dựng, Luật đất đai 2003 và nhiều văn bản dưới luật như Nghị định 69/2009/NĐCP về quy hoạch sử dụng đất và bồi thường hỗ trợ khi giải phóng mặt bằng.

Là doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), HDG còn chịu sự điều chỉnh của các luật liên quan đến thị trường chứng khoán như: Luật chứng khoán, Luật đầu tư, Luật thuế thu nhập...

Các nguồn luật nêu trên, đặc biệt là các văn bản dưới luật như các thông tư hướng dẫn thi hành còn đang được tranh luận và chỉnh sửa, thường xuyên có sự thay đổi khó đoán định. Đơn cử như Nghị định 69/2009/NĐCP quy định việc áp dụng mức hỗ trợ cao hơn từ 1,5 đến 5 lần giá đất nông nghiệp cho chuyển đổi nghề nghiệp và tạo việc làm đã tăng đáng kể chi phí đền bù giải phóng mặt bằng của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành.

Bao hàm trong các rủi ro về môi trường pháp lý, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản cũng bị tác động bởi rủi ro chính sách, đặc biệt là chính sách tiền tệ trong thời gian gần đây như: hạn chế ngân hàng cho vay bất động sản, giảm tỷ lệ dùng nguồn vốn huy động ngắn hạn tài trợ cho nguồn vốn cho vay dài hạn (trong khi các ngân hàng thương mại chủ yếu huy động bằng nguồn vốn ngắn hạn)... Chính sách tài khóa về việc thu thuế kinh doanh và dịch vụ bất động sản, rà soát các khoản đầu tư công và dừng các dự án kém hiệu quả, gây tổn động vốn nhà nước cũng làm giảm tính hấp dẫn của ngành nghề.

Rủi ro tài chính: Thị trường tài chính – tiền tệ trong nước và quốc tế có tác động nhất định đến hoạt động của doanh nghiệp, trong đó phải kể đến rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu, lạm phát, lãi suất và chính sách điều hành lãi suất, tỷ giá và chính sách điều hành tỷ giá, và rủi ro biến động giá cổ phiếu HDG niêm yết trên sàn HSX.

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu trong năm 2010 vẫn trong xu thế tăng nhẹ, kết hợp với tỷ giá VND có xu hướng giảm so với USD gây khó khăn và tăng chi phí đầu vào cho các công trình.

Lạm phát tại Việt Nam là vấn đề nhức nhối trong các năm vừa qua khi số liệu của Tổng cục thống kê phản ánh qua các năm 2005-2009 là 8,4%, 6,6%, 12,6%, 19,89%, 6,88% và 2 tháng đầu 2009 là 1,36% và 1,96%. Bên cạnh đó, giá xăng, gas, điện, nước, than phục vụ kinh doanh trong năm nay đều tăng mạnh. Khó khăn với các công ty kinh doanh bất động sản là, thị trường vẫn đang trong tình trạng đóng băng, giá bất động sản không tăng cùng đà tăng của lạm phát và chi phí phát sinh. Do vậy, chủ động trong kinh doanh là biện pháp phải được đề cao.

Đi liền với mối lo lạm phát là rủi ro lãi suất cho vay sẽ tăng. Mới đây, Ngân hàng Nhà nước đã ngừng sử dụng công cụ lãi suất cơ bản và khống chế trần cho vay – huy động đối với ngân hàng, bắt đầu cho phép thỏa thuận lãi suất với các khoản vay trung và dài hạn và có động thái sẽ tiếp tục áp dụng với các khoản vay ngắn hạn. Để phòng ngừa chi phí lãi vay tăng đột biến trong thời gian tới, HDG sử dụng rất ít đòn bẩy tài chính so với các doanh nghiệp cùng ngành khác.

Ngoài ra, biến động giá cổ phiếu HDG không phản ánh trung thực tình hình hoạt động

của bản thân công ty do tác động của các yếu tố như cung – cầu, tình hình kinh tế, xã hội, tâm lý nhà đầu tư... cũng ảnh hưởng xấu đến thương hiệu và tâm lý của các nhà đầu tư, cũng như các đối tác của HDG.

Nằm trong nhóm ngành bất động sản là nhóm nằm trong top 5 tăng giá mạnh nhất trong năm 2009, dù mới niêm yết trên HSX được hơn 1 tháng nhưng CP HDG có beta bằng 1 (nguồn: VNDS), nghĩa là biến động sát với VN Index. Thời gian gần đây trên thị trường chứng khoán Việt Nam xuất hiện rất nhiều các tin đồn thất thiệt làm cho các nhà đầu tư hoang mang, giá cổ phiếu biến động khó lường. Do vậy HDG cần rất quan tâm đến công tác Quan hệ với cổ đông để có thể tăng tính minh bạch trong công bố thông tin và giúp cho giá cổ phiếu phản ánh đúng giá trị thực của công ty mang lại.

Bảng 1: Tổng lợi nhuận cho cổ đông (TSR) các ngành – HSX trong năm 2009

Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tổng TSR	Lãi cổ tức	Tăng giá
Chứng khoán	19,234	165.2%	3.4%	161.7%
Xây dựng	8,531	133.8%	6.2%	127.6%
Kho bãi hậu cần	6,050	125.6%	4.7%	120.8%
Thép	17,815	112.9%	6.0%	106.9%
Bất động sản	89,062	111.4%	3.5%	107.9%
Nông & hải sản	11,947	105.8%	6.0%	99.7%
Dịch vụ vận tải	2,121	82.6%	5.1%	77.5%
Thực phẩm	52,914	62.3%	3.4%	59%
Nhựa, cao su, sợi	8,748	62.3%	3.4%	57.8%
VN Index	495,092	60.5%	2.6%	57.9%

(Nguồn: Stox)

Rủi ro hoạt động: Cũng như các công ty khác trong ngành, HDG có thể gặp phải các rủi ro trong kinh doanh trong đó có là rủi ro về tiến độ và chi phí giải phóng mặt bằng, rủi ro thanh toán, rủi ro cạnh tranh...

Gần đây, chi phí giải phóng mặt bằng cho các dự án mặc dù đã có quy hoạch nhưng thường có xu hướng tăng do cả sức ép của người giữ đất lẫn các cơ quan quản lý. Hơn nữa, công tác giải phóng mặt bằng nếu không thực hiện đúng tiến độ sẽ gây khó khăn cho việc thực hiện việc thi công tiếp theo và trong một số trường hợp phải treo hoặc hủy hợp đồng, dẫn tới mất không chi phí ban đầu đã bỏ ra.

Thêm nữa, lợi nhuận của dự án còn có thể bị ảnh hưởng bởi giá thành công trình tăng cao do nguyên vật liệu đầu vào biến động bất lợi mà lại không được điều chỉnh giá, chỉ nhận phần giá đã thỏa thuận trước theo hợp đồng. Thời gian thi công kéo dài càng làm cho công tác quản lý các khoản phải trả - khoản phải thu và việc ghi nhận doanh thu – chi phí phức tạp và gặp nhiều rủi ro hơn.

Rủi ro cạnh tranh: Số lượng các doanh nghiệp tham gia vào kinh doanh xây dựng cũng như dịch vụ bất động sản ngày càng nhiều, không chỉ đến từ các doanh nghiệp trong nước mà còn là các doanh nghiệp nước ngoài với tiềm lực vốn lớn và khả năng quản trị ưu việt. Điều này dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành.

2. Phân tích tài chính

HDG là một trong số ít những công ty trong ngành bất động sản hoạt động theo hướng phát triển lâu dài với cơ cấu vốn chủ yếu là vốn tự có, ít dùng vốn vay, duy trì một tỷ lệ tăng trưởng vừa phải, mang tính bền vững cao.

Bảng 2: Báo cáo tài chính HDG qua các năm

(Đv: VNĐ)	2006	2007	2008	9T 2009	KH 2009	%KH
Doanh thu thuần	259,536,653,868	406,758,412,156	347,888,375,297	486 tỷ	595 tỷ	81.7
Lợi nhuận sau thuế	9,162,931,204	102,688,909,101	25,892,091,344	113 tỷ	156 tỷ	72.4
Tổng tài sản	401,066,209,431	442,407,951,275	679,735,917,833	921 tỷ		
Tổng nợ phải trả	343,650,756,601	300,127,243,405	494,344,157,095	597 tỷ		
Nguồn vốn CSH	57,415,452,830	142,280,707,870	185,391,760,738	278 tỷ	313 tỷ	88.8

(Nguồn: Báo cáo bạch HDG)

Kết quả kinh doanh những năm gần đây cho thấy năm 2008 là năm hoạt động cực kỳ khó khăn của doanh nghiệp, phù hợp với diễn biến khó khăn chung của thị trường bất động sản trong năm này khi nền kinh tế rơi vào khủng hoảng trên toàn thế giới, hầu hết các hoạt động kinh doanh bất động sản đều đóng băng. Các chỉ số về lợi nhuận của HDG từ mức rất cao trong năm 2007 đã rơi mạnh về mức tương đối thấp so với các doanh nghiệp khác cùng ngành. Ngoài nguyên nhân do sự suy giảm chung của thị trường nhà đất, còn có nguyên nhân từ sự tăng lên đáng kể của phần người mua trả tiền trước mà chưa đủ điều kiện để ghi nhận là doanh thu trong năm (269 tỷ, gấp đôi năm 2007) dẫn tới lượng tiền mặt tăng lên đáng kể (86 tỷ so với mức 26 tỷ của năm 2006-2007, chiếm tới 24.8% doanh thu).

Tuy vậy, tình hình đã được cải thiện đáng kể trong năm 2009, mới chỉ 9 tháng đầu năm nhưng doanh thu đã tăng trưởng tới 40% so với doanh thu cả năm 2008 và 19.5% so với mức đỉnh của năm 2007, hoàn thành 81.7% kế hoạch năm 2009. Lợi nhuận sau thuế cũng đã vượt mức đỉnh năm 2007 với tất cả các tỷ suất lợi nhuận biên đều gần bằng với các chỉ tiêu tương ứng của năm 2007. Trong đó tỷ suất lợi nhuận biên ròng sau thuế 9 tháng năm 2009 đạt mức 23.4%, tăng mạnh so với mức 7.4% của năm 2008, gần đạt kế hoạch 26% trong năm 2009..

Bảng 3: Hoạt động kinh doanh HDG qua các năm

Hoạt động kinh doanh	2006	2007	2008	9T 2009
Tăng trưởng doanh thu	-	56.7%	(14.5%)	39.9%
Lợi nhuận biên hoạt động	5.5%	29.5%	7.4%	28.2%
Lợi nhuận biên trước thuế	6.5%	30.9%	11.1%	27.6%
Tỷ suất thuế	21.0%	15.8%	12.7%	15.4%
Lợi nhuận biên ròng	3.5%	25.2%	7.4%	23.4%

(Nguồn: Báo cáo bạch HDG)

Xét về cơ cấu thu nhập, lợi nhuận năm 2009 của HDG chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản với các dự án khu đô thị An Khánh – An Thượng, dự án khu đô thị Dịch Vọng, dự án chung cư Z751A, dự án 151 Hoàng Quốc Việt... Tính riêng công ty mẹ (CTCP Hà Đô), doanh thu năm 2009 là 572 tỷ, tăng hơn 200% so với 2008 và hoàn thành 116% so với kế hoạch 493 tỷ đề ra. Đặc biệt, lợi nhuận hoạt động kinh doanh của CTCP Hà Đô trong năm 2009 là 228 tỷ, tăng 12.5 lần so với 2008 và hoàn thành vượt mức, đạt 130% kế hoạch 175.5 tỷ đề ra đầu năm.

Hiệu suất đầu tư của HDG cũng có diễn biến tương tự với hoạt động kinh doanh khi giảm mạnh trong năm 2008 và tăng trở lại với những con số ấn tượng chỉ trong 9 tháng đầu năm 2009. ROAA, ROAE, lợi nhuận ròng/tài sản ròng của HDG hiện đang ở mức 14.2%, 49.1% và 36.7% tăng gấp hơn 3 lần so với năm 2008. Tuy nhiên, tổng tài sản cũng như giá trị tài sản ròng của công ty tăng mạnh, nhanh hơn đà tăng của doanh thu, lợi nhuận. Điều này được lý giải vì từ năm 2008, 2009, công ty bắt đầu khởi công hàng loạt các dự án mới và chi phí đầu tư sẽ được ghi nhận là hàng tồn kho hoặc chi phí xây dựng dở dang của công ty mà chưa được hạch toán vào doanh thu. Đây cũng là một đặc thù của các công ty hoạt động cùng ngành kinh doanh bất động sản, dẫn tới sự so sánh về chỉ số giữa các công ty trở nên khập khiễng, không phản ánh được tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của công ty.

Bảng 4: Hoạt động đầu tư HDG qua các năm

Hoạt động đầu tư	2006	2007	2008	9T 2009
Doanh thu/Tổng tài sản ròng	232.3%	214.6%	186.6%	174.8%
Tăng trưởng tài sản ròng	-	-30.4%	39.6%	50.0%
ROAA	4.6%	24.3%	4.6%	14.2%
ROAE	31.9%	102.8%	15.8%	49.1%

(Nguồn: Bản cáo bạch HDG)

Điểm khác biệt nhất của HDG so với các doanh nghiệp khác cùng ngành là việc tỷ lệ Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu của công ty chỉ khoảng 2 lần, trong đó tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu rất thấp, chỉ khoảng 16% trong năm 2009. Tỷ lệ này chỉ được đẩy lên trong năm 2008 khi công ty bổ sung 50 tỷ vốn lưu động từ nguồn vay ngắn hạn của NHNN&PTNT, cũng là một lý do khiến tỷ lệ tiền mặt cuối năm 2008 tăng cao, tuy nhiên công ty đã thanh toán hết khoản vay này trong 9 tháng đầu năm 2009.

Bảng 5: Hoạt động tài chính HDG qua các năm

Hoạt động tài chính	2006	2007	2008	9T 2009
Tỷ lệ thanh toán hiện thời	2.1	1.4	1.3	1.5
Tỷ lệ thanh toán nhanh	1.1	0.7	0.5	0.7
Nợ phải trả/Vốn CSH	6.0	1.94	2.49	2.1
Tổng nợ vay	10,619,545,997	4,586,678,331	58,364,549,166	45 tỷ
Nợ vay/Vốn CSH	18.5%	3.2%	31.5%	16.2%
SLCP lưu hành (cả năm)	1,932,500	3,700,000	6,668,090	13,027,610
EPS cơ bản	4,742	27,757	3,884	(KH)11,975

(Nguồn: Bản cáo bạch HDG, TAS)

Trong 2 năm 2008 và 2009, công ty đã tiến hành tăng vốn điều lệ từ 37 tỷ (từ 2006) lên 135 tỷ với lộ trình như bảng dưới đây, khiến cho EPS của công ty giảm mạnh, nhất là trong năm 2008. Từ năm 2009, công ty đặt kế hoạch duy trì EPS trên 10,000đ/CP và đây là mức hoàn toàn khả thi dựa trên tiềm năng từ các dự án đang triển khai.

Bảng 6: Lộ trình tăng vốn của HDG

Ngày phát hành	Hình thức phát hành	Số CP
21/5/2008 Từ 37 lên 85.4 tỷ	- Chào bán cho CĐHH tỷ lệ 1:1.082 - Chào bán cho CBCNV - Giá phát hành 1.0 (tính theo mệnh giá 10,000)	4.840.518
29/12/2008 Từ 85.1 lên 128.1 tỷ	- Thưởng cổ phiếu cho CĐHH tỷ lệ 2:1	4,270,259
7/10/2009 Từ 128.1 lên 130 tỷ	- Chào bán cho CBCNV giá 1.5	189,223
16/11/2009 Từ 130 lên 135 tỷ	- Chào bán riêng lẻ cho đối tác chiến lược giá 6.0	500,000

3. Hồ sơ doanh nghiệp

Tiền thân của HDG là xí nghiệp xây dựng trực thuộc viện kỹ thuật quân sự thuộc Bộ Quốc Phòng ra đời ngày 09/10/1990 do ông Nguyễn Trọng Thông làm Giám đốc. Thực hiện quá trình cổ phần hoá theo quyết định của Bộ Trưởng Bộ Quốc Phòng, HDG đã chuyển đổi thành CTCP Hà Đô vào năm 2004, mở ra một trang mới trong hoạt động của công ty phù hợp với định hướng mới của nền kinh tế. Công ty chính thức chuyển sang hoạt động dưới mô hình tập đoàn với tên gọi mới Tập đoàn Hà Đô từ tháng 5/2008 và hiện bao gồm 6 CTCP thành viên Hà Đô 1 - Hà Đô 5, Tư vấn Hà Đô và 2 CTCP liên doanh: Za Hưng và Thương mại Hà Đô.

Lĩnh vực kinh doanh chính của Hà Đô là đầu tư và phát triển hạ tầng và kinh doanh nhà; Kinh doanh dịch vụ bất động sản trong đó sản phẩm chính là căn hộ, biệt thự cao cấp nằm trong các khu đô thị được quy hoạch hiện đại và đồng bộ. Ngoài ra, công ty còn thực hiện kinh doanh khu dịch vụ sinh thái, khách sạn, nhà hàng và sản xuất, kinh doanh điện (xây dựng công trình thủy điện)... với đặc thù mỗi công ty con thực hiện các nghiệp vụ khác nhau.

Chiến lược

- Tiếp tục phát triển dưới mô hình tập đoàn năng động, có định hướng đúng đắn, phù hợp với cơ chế thị trường và nền kinh tế đang công nghiệp hóa, hiện đại hóa.
- Phát triển các dự án liên doanh liên kết đầu tư xây dựng khu đô thị cho các đơn vị Quốc Phòng.
- Tập trung triển khai các dự án khu đô thị mới, khu nhà ở hiện có như: Khu đô thị mới Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội; Khu đô thị An Khánh, Hòa Đức, Hà Nội; Dự án Quận 2, Quận 12, TP HCM. Đầu tư các quỹ đất còn lại của các khu đô thị trên theo dạng đô thị hiện đại, cao cấp.
- Khai thác các dự án khu nhà ở, khu đô thị mới tập trung ở Hà Nội, TP HCM và Đà Nẵng thông qua cách thức liên doanh liên kết với các đối tác hoặc mua lại các dự án đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư.
- Tìm kiếm, phát triển các khu đất có bán kính 200 km so với trung tâm thành phố Hà Nội có cảnh quan đẹp, hệ thống giao thông thuận lợi như các tỉnh Hòa Bình, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Bắc Giang,... để quy hoạch thiết kế theo xu hướng du lịch sinh thái, khu dịch vụ nghỉ dưỡng. Phát triển các dự án Resort tại các khu vực Đà Nẵng, Nha Trang, Khánh Hòa, Phan Thiết, các hòn đảo gần đất liền theo mô hình Vinpearl Land.
- Phát triển các chuỗi khách sạn hạng 3 sao trở lên, khu Villa mang thương hiệu Hà Đô.
- Nghiên cứu thị trường, kết hợp với các công ty tư vấn nước ngoài đánh giá để đầu tư dự án văn phòng, mặt bằng bán lẻ tập trung tại các thành phố lớn như Hà Nội, TP HCM.
- Nghiên cứu đầu tư các dự án thủy điện vừa và nhỏ tại các khu vực Lào Cai, Yên Bái, Hà Giang, Tuyên Quang, miền Trung và tại nước bạn Lào.

Quản trị

Tiền thân là Doanh nghiệp thuộc Bộ Quốc phòng, HDG đã xây dựng được bộ máy quản trị rất chặt chẽ và vận duy trì những vị trí cao đã gắn bó từ những ngày đầu thành lập công ty. Cá nhân ông Nguyễn Trọng Thông (trước là Giám đốc xí nghiệp Hà Đô, nay là Chủ tịch HĐQT HDG) là một quân nhân gương mẫu đồng thời cũng là một doanh nhân xuất sắc đã nhận được rất nhiều các danh hiệu cao quý như: Huân chương lao động hạng ba của Chủ tịch nước CHXHCN Việt Nam năm 2009, Bằng khen Thủ tướng Chính phủ năm 2007, danh hiệu “Nhà quản lý giỏi” do Tổng Liên đoàn lao động Việt Nam và Mặt trận tổ quốc Việt Nam trao tặng... Bên cạnh đó, các lãnh đạo của HDG đồng thời cũng là những cổ đông lớn, chung tay cùng gắn bó vì sự phát triển bền vững của công ty.

Bảng 7: Danh sách ban lãnh đạo công ty

Ông Nguyễn Trọng Thông	Chủ tịch Hội đồng quản trị
Ông Nguyễn Văn Tô	Phó chủ tịch thường trực HĐQT
Ông Nguyễn Đức Toàn	Tổng Giám đốc
Ông Lê Thanh Hiền	Thành viên Hội đồng quản trị
Ông Cao Trần Đăng	Thành viên Hội đồng quản trị
Ông Phan Quang Bình	Thành viên Hội đồng quản trị
Ông Đào Hữu Khanh	Thành viên Hội đồng quản trị
Ông Đỗ Văn Bình	Trưởng Ban kiểm soát
Ông Phạm Hùng Sơn	Thành viên BKS
Ông Phan Viết Tài	Thành viên BKS
Ông Bùi Văn Dục	Phó Tổng Giám đốc
Bà Trần Thu Hoài	Phó Tổng Giám đốc

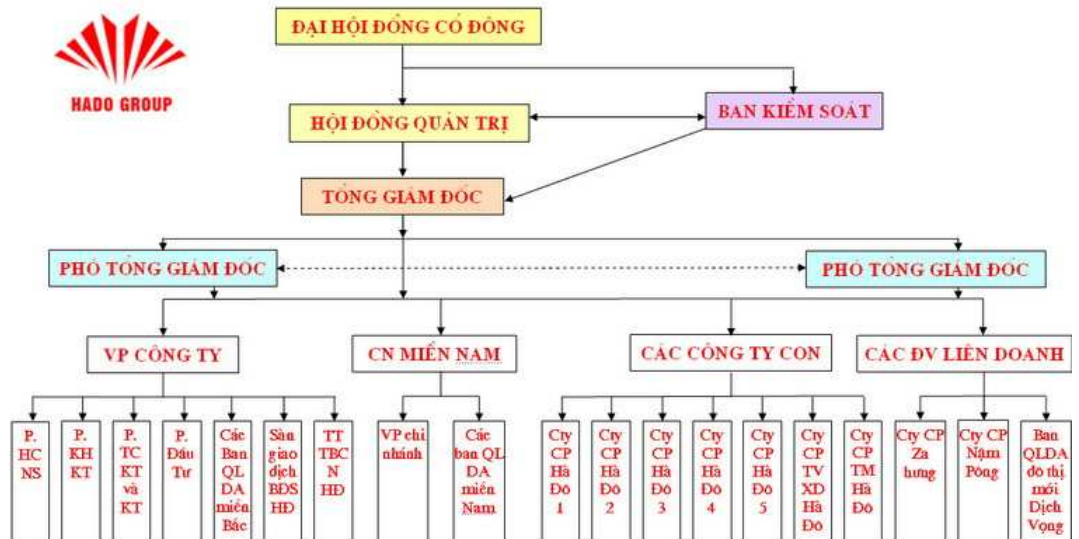
(Nguồn: Bản cáo bạch HDG)

Bảng 8: Danh sách nắm giữ trên 5% vốn cổ phần của HDG tại thời điểm 27/11/2009

Cổ đông	Số ĐKKD/CMTND	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu (%)
Bộ Quốc phòng		1.355.200	10,04
Nguyễn Trọng Thông	012398578	1.061.218	7,86
Nguyễn Văn Tô	012503215	1.080.000	8,00
Nguyễn Thị Thu Hà	012075052	831.075	6,16
Nguyễn Thủy Chi	012002607	1.112.455	8,24
Tổng cộng		5.439.948	40,30

(Nguồn: Bản cáo bạch HDG)

Cơ cấu tổ chức CTCP Hà Đô



Các CTCP thành viên và CTCP liên doanh

CTCP Hà Đô 1 Vốn điều lệ: 10.5 tỷ Vốn góp HDG: 51%
Định hướng: Chuyên về giao thông, cầu cảng, hạ tầng

CTCP Hà Đô 2 Vốn điều lệ: 11.5 tỷ Vốn góp HDG: 50.4%
Định hướng: Chuyên về công trình nhà cao tầng phần nổi, đầu tư sản xuất nguyên vật liệu xây dựng

CTCP Hà Đô 3 Vốn điều lệ: 7 tỷ Vốn góp HDG: 51.4%
Định hướng: Chuyên về thi công phần ngầm của công trình nhà cao tầng

CTCP Hà Đô 4 Vốn điều lệ: 7.3 tỷ Vốn góp HDG: 51.3%
Định hướng: Chuyên về thi công các công trình của công ty tại miền Nam

CTCP Hà Đô 5 Vốn điều lệ: 3 tỷ Vốn góp HDG: 51%
Định hướng: Chuyên về thi công điện nước công trình dân dụng, trạm biến áp...

CTCP Tư vấn Hà Đô Vốn điều lệ: 2 tỷ Vốn góp HDG: 51%
Định hướng: Chuyên về tư vấn thiết kế, tư vấn xây dựng, tư vấn giám sát, liên kết với các nhà thầu nước ngoài uy tín để nâng cao năng lực thiết kế dự án

CTCP Za Hưng Vốn điều lệ: 3.7 tỷ Vốn góp HDG: 36.5%
Ngành nghề: Kinh doanh điện năng

CTCP Thương mại Hà Đô Vốn điều lệ: 6.2 tỷ Vốn góp HDG: 29%
Ngành nghề: Kinh doanh nhà hàng, kinh doanh bia.

Tiềm năng tăng trưởng

Được ưu ái khai thác các quỹ đất thuộc Bộ Quốc Phòng, đặc biệt là tại các vị trí đắc địa ở Hà Nội và Hồ Chí Minh, Hà Đô có tổng quỹ đất trên 2 triệu m2 đất sạch để phát triển các khu đô thị mới trong cả nước, trong đó đã và đang triển khai hạ tầng kỹ thuật trên 1 triệu m2, còn lại gần 1 triệu m2. Tận dụng lợi thế vượt trội này, HDG đang phối hợp với các doanh nghiệp cùng ngành triển khai hàng loạt các dự án (các dự án đã thi công xong, đang khai thác sử dụng hoặc sẽ được ghi nhận doanh thu từ 2010 được in đậm).

Bảng 9: Các dự án của HDG

Tên dự án	Mô tả	Tổng mức đầu tư	Doanh thu
Dự án Khu đô thị An Khánh – An Thượng	Tại: An Thượng, Hoài Đức, Hà Nội Tổng diện tích sàn: 300,250 m2 Gồm khu nhà thấp tầng và cao tầng	6,500 tỷ (5% tự có, 95% vay)	
- Khu nhà thấp tầng	Quý I/2010 triển khai thi công, hiện đã bán 60% số nhà biệt thự		DT 1,800 tỷ từ 2009-2013
- Khu nhà cao tầng	Quý II/2010 triển khai thi công		DT 7,500 tỷ từ 2010-2017
Dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng	Tại: Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội Tổng diện tích: 349,185 m2 Gồm 5 khối nhà cao tầng và khu thấp tầng Liên doanh 50%-50% với NTL		
- Nhà cao tầng N04B2	Chung cư cao 11 tầng, tổng diện tích sàn 9,300 m2, gồm 60 căn hộ. Thi công xong từ 2009		DT 2009: 9 tỷ
- Nhà cao tầng N10	Chung cư cao cấp & văn phòng cho thuê, cao 32 tầng, tổng diện tích sàn 57,120 m2, gồm 250 căn hộ. Khởi công quý IV/2010	650 tỷ (10% tự có, 90% vay)	DT 920 tỷ, lợi nhuận 246 tỷ từ 2011-2013
- Nhà cao tầng CC1	Văn phòng cho thuê, cao 18 tầng, tổng diện tích sàn 16,128 m2. Quý IV/2010 khởi công	170 tỷ	DT 40 tỷ/năm
- Nhà cao tầng CC3	Nhà dịch vụ, cao 3 tầng, tổng diện tích sàn 6,000 m2. Quý I/2011 khởi công.	60 tỷ (30% tự có, 70% vay trung hạn)	DT 20 tỷ/năm
- Nhà cao tầng hỗn hợp	Liên doanh với NTL 47 tầng, tổng diện tích sàn 151,370 m2. Quý II/2011 khởi công	1,500 tỷ (5% tự có, 95% vay trung & dài hạn)	DT 150 tỷ/năm
- Nhà thấp tầng	Gồm 24 biệt thự liền kề (đã triển khai thi công xong) và 17 biệt thự tầng hầm (đang triển khai)		
Dự án 183 Hoàng Văn Thái, Thanh Xuân, Hà Nội	Tại: 183 Hoàng Văn Thái, Thanh Xuân, HN Tổng diện tích: 225,174 m2 Gồm 3 tòa nhà chung cư cao tầng (15-20 tầng) có 600 căn hộ và 66 biệt thự liền kề. Dự án đang thi công và đang bán cho khách	750 tỷ (10% tự có, 90% huy động khách hàng)	LN trước thuế 261 tỷ từ 2010-2012

Dự án khách sạn Mercure HaDo	Tại: số 9 Cát Linh, số 3 Đặng Trần Côn, Hà Nội Tổng diện tích sàn: 14,000 m2. Khách sạn 3 sao theo phong cách châu Âu, quản lý bởi Tập đoàn ACCOR, cao 15 tầng Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý III/2010	350 tỷ (30% tự có, 70% vay dài hạn)	DT 100 tỷ, LN 50 tỷ/năm từ 2011 trong 50 năm
Dự án khu nhà ở Đại Mỗ	Tại: xã Đại Mỗ, huyện Từ Liêm, Hà Nội Tổng diện tích: 8,069 m2 Gồm 4 nhà chung cư cao 20-22 tầng. Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý III/2010	500 tỷ (10% vay, 90% huy động khách hàng)	DT 557 tỷ, LN 44 tỷ từ 2011-2012
Dự án khu biệt thự Villa Sư Vạn Hạnh	Tại: đường Sư Vạn Hạnh, Quận 10, TP HCM Tổng diện tích 6,900 m2 Gồm 19 nhà biệt thự Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý II/2010	60 tỷ (20% tự có, 80% vay trung hạn)	DT 16.7 tỷ/ năm
Dự án khu đô thị Thạch Mỹ Lợi	Tại: Thạch Mỹ Lợi, quận 2, TP HCM Tổng diện tích: 26,398 m2 Gồm 112 nhà thấp tầng Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý II/2010		DT 82 tỷ
Dự án khu đô thị Thới An	Tại: phường Thới An, quận 12, TP HCM Tổng diện tích: 57,000 m2 gồm 19,000 m2 nhà thấp tầng và 22,000 m2 sân nhà chung cư Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý III/2010	300 tỷ (10% tự có, 90% huy động khách hàng + vay ngắn hạn)	DT 381 tỷ LN 60 tỷ
Dự án nhà thấp tầng quận Gò Vấp	Tại: phường 7, quận Gò Vấp, TP HCM Diện tích đất: 3,290 m2, gồm 30 nhà thấp tầng Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý II/2010	35 tỷ (100% huy động khách hàng)	LN 2010 14 tỷ
Dự án văn phòng SouthBuilding	Tại: số 60 Trường Sơn, Q.Tân Bình, TP HCM Diện tích đất: 1,179 m2 với khối nhà cao 13 tầng Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý III/2010	120 tỷ (30% tự có, 70% vốn vay dài hạn)	DT 20%/năm
Dự án khu nhà ở Nguyễn Văn Công,	Tại: phường 3, quận Gò Vấp, TP HCM Diện tích đất: 9,227 m2 Gồm 7 tòa nhà chung cư cao 13-15 tầng Đang chuẩn bị đầu tư, khởi công quý III/2010	550 tỷ (10% tự có, 90% huy động khách hàng và vay ngắn hạn)	DT 636 tỷ
Dự án thủy điện Nậm Pông	Tại: xã Châu Hạnh – Châu Phong, huyện Quỳnh Châu, Nghệ An. Công suất: 30 MW, sản lượng 121.07 triệu KWh/năm. Đang triển khai thi công, 2012 phát điện	650 tỷ	DT 75 tỷ/năm
Dự án chung cư cao cấp 151 Hoàng Quốc Việt	Tại: Hoàng Sâm, Cầu Giấy, Hà Nội Diện tích sàn 8,230 m2 gồm 9 tầng, 64 căn hộ. Đã thi công xong quý II/2009 và bán toàn bộ, hiện đang bàn giao nhà cho khách hàng		DT năm 2009
Dự án khu nhà ở X3 Mỹ Đình	Tại: Mỹ Đình, Từ Liêm, Hà Nội Diện tích: 10,000 m2 gồm 80 nhà thấp tầng Đã thi công xong, đang khai thác sử dụng		DT năm 2009
Dự án khu nhà ở tổ 34 Cầu Diễn	Tại: Từ Liêm, Hà Nội Gồm 11 tầng và 153 căn hộ Đã thi công xong, đang khai thác sử dụng		DT năm 2009
Dự án chung cư cao tầng Z751A	Tại: Phan Văn Trị, P. 10, Q. Gò Vấp, TP HCM Diện tích sàn: 22,000 m2, cao 12 tầng Đã thi công xong và bán toàn bộ, hiện đang bàn giao nhà cho khách hàng		DT năm 2009
Dự án thủy điện Za Hưng	Tại: xã Za Hưng, huyện Đông Giang, tỉnh Quảng Nam Công suất 30 MW, sản lượng 122.7 triệu KWh/năm Đã thi công xong, phát điện từ tháng 7/2009		DT 75 tỷ/năm, LN 8 tỷ/năm đầu tiên và tăng dần

Ngoài ra, các đơn vị thành viên trong tập đoàn đã ký được nhiều hợp đồng thi công các công trình lớn trong năm 2009 như công trình Đường đảo Lại Sơn do CTCP Hà Đô 1 thi công với giá trị gói thầu 150 tỷ đồng, công trình Bệnh viện đa khoa Bình Minh với giá trị gói thầu 80 tỷ đồng... góp phần đảm bảo doanh thu và lợi nhuận cho công ty trong các năm tới, cụ thể các hợp đồng đang ký kết và thực hiện như sau:

Bảng 10: Các hợp đồng của HDG

Tên công trình	Giá trị HĐ	Khởi công	Hoàn thành	Tên Cơ quan ký HĐ
Đường đảo Lại Sơn	120 tỷ	2008	2010	UBND xã Kiên Hải
Bệnh viện Bình Minh	80 tỷ	2008	2010	Bệnh viện Bình Minh
Đường đảo Cam Bình	80 tỷ	2009	2011	UBND Tỉnh Kiên Giang
Ngân hàng ĐT&PT Lai Châu	30 tỷ	2009	2010	Ngân hàng ĐT&PT Lai Châu
Ngân hàng ĐT&PT Điện Biên	30 tỷ	2008	2010	Ngân hàng ĐT&PT Điện Biên
Trụ sở ban ngành tỉnh Lai Châu	40 tỷ	2008	2010	Sở Xây dựng Lai Châu
Thủy điện An Khê	250 tỷ	2008	2011	TCT điện lực Việt Nam
Thủy điện Huội Quảng	100 tỷ	2008	2011	TCT điện lực Việt Nam
Trường Trung học xe máy	30 tỷ	2008	2011	Bộ Quốc Phòng

(Nguồn: Bản cáo bạch HDG)

4. Phân tích ngành:

Ngành đầu tư và phát triển bất động sản bao gồm những doanh nghiệp đầu tư trực tiếp và gián tiếp vào lĩnh vực bất động sản thông qua việc đầu tư, quản lý hoặc sở hữu bất động sản, bao gồm cả các công ty môi giới bất động sản. Những tập đoàn đầu tư bất động sản và những doanh nghiệp tương tự không bao gồm trong nhóm này mà được tập hợp trong nhóm Tập đoàn đầu tư bất động sản-Phân ngành số 8737. Chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của HDG trong ngành kinh doanh bất động sản, phân khúc xây dựng nhà ở và khu đô thị hiện chiếm đa số doanh thu của công ty (trên 90%) dựa trên các yếu tố cạnh tranh theo mô hình phân tích cạnh tranh của Michael Porter.

Rào cản thâm nhập:

Có thể nói, mức siêu lợi nhuận của ngành kinh doanh bất động sản trong những năm gần đây cộng với chính sách nới lỏng về quản lý của Nhà nước đã tạo nên sức hấp dẫn rất cao của ngành và làm cho rào cản thâm nhập của ngành là tương đối thấp. Do vậy, đã, đang và sẽ có rất nhiều các doanh nghiệp trong và ngoài nước được lập nên với mục đích thu lợi trên thị trường, cũng như lượng “cầu và cung ảo” đến từ những nhà đầu cơ.

Dễ dàng nhận thấy trong những năm gần đây, các doanh nghiệp bất động sản đã được ồ ạt thành lập. Các Tổng công ty nhà nước cũng hái tham gia với sự thành lập của các Tập đoàn BĐS như Hud Land của Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển nhà (HUD), Lilama Land của Tổng Công ty lắp máy Việt Nam (Lilama), Viglacera Land của Tổng Công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng (Viglacera) ... nhưng danh sách các doanh nghiệp BĐS được thành lập từ các tập đoàn, công ty còn nhiều hơn như: R.E.E Land của CTCP Cơ điện lạnh (REE), Tập đoàn Kinh Đô, CTCP Dệt may Thành Công (TCM), Tập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam (TKV), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) ...

Ngoài ra, Luật Đầu tư mới đã tạo nhiều điều kiện thông thoáng thu hút nguồn vốn ngoại đầu tư vào lĩnh vực này như: không phân biệt giữa nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, cho phép các NĐTNN được sở hữu 100% dự án BĐS, tạo điều kiện cho các NĐTNN được tiếp cận nguồn vốn, đất đai, hay được phép chuyển nhượng vốn đầu tư, dự án... càng kích thích nhu cầu đầu tư vào thị trường này của khối đầu tư nước ngoài.

Các nhà đầu tư nước ngoài đánh giá thị trường bất động sản Việt Nam đang có sức hấp dẫn thuộc hàng bậc nhất so với các thị trường bất động sản khu vực cũng như trên thế giới, do những khoản lợi nhuận khổng lồ đem lại từ thị trường này. Hàng loạt các phái đoàn doanh nghiệp quốc tế đã đến thăm dò, tìm hiểu môi trường đầu tư bất động sản tại Việt Nam. Rất nhiều quỹ đầu tư nước ngoài đã, đang và sắp rót hàng tỷ đô la vào môi trường hấp dẫn này. Đây đều là các tổ chức chuyên nghiệp với ưu thế về vốn và trình độ quản trị cao, sẽ là đối thủ cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường trong những năm tiếp theo.

Ngoài ra còn phải nhắc tới sự đầu cơ nhà đất trong việc đẩy mạnh phát triển nhanh thị trường BĐS như hiện nay. Chính những khoản lợi nhuận lớn đã thu hút không ít các nhà đầu cơ BĐS nhập cuộc, ảnh hưởng không nhỏ tới việc tạo cầu “ảo”, góp phần tạo nên cơn sốt nóng nhà đất như thời gian trước.

Tuy nhiên, khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 đưa thị trường bất động sản nhiều nước đi thụt lùi và gặp nhiều vấn đề nghiêm trọng về các sản phẩm liên quan đến bất động sản cũng như tín dụng bất động sản. Do vậy, việc đầu tư vào các quỹ mạo hiểm tại Việt Nam có phần bị suy giảm, nhưng xu hướng này sẽ không duy trì lâu mà sẽ mạnh mẽ hơn khi thị trường trong nước và quốc tế hồi phục. HDG hiện tìm cách tăng rào cản thâm nhập lên bằng cách tận dụng sự hỗ trợ của Bộ Quốc Phòng để tiếp cận với các dự án tiềm năng và nguồn vốn rẻ và đây nhanh công tác chuẩn bị thủ tục đầu tư, tăng chi phí vận động hành lang... là những hạn chế mà các doanh nghiệp ngoại hoặc các doanh nghiệp trong nước khác không có được.

Sản phẩm, dịch vụ thay thế:

Bên cạnh các khu đô thị, các biệt thự và chung cư được quy hoạch chuẩn hóa là sản phẩm chủ đạo của HDG, đa phần người mua và thuê nhà ở, văn phòng hiện nay theo hướng các căn nhà, căn hộ cũ không nằm trong diện quy hoạch mới. Các căn nhà, căn hộ cũ thường ở các khu trung tâm hơn và có nhiều loại diện tích, vị trí và nhiều mức giá cho người tiêu dùng lựa chọn. Nhược điểm của các khu nhà chung cư, biệt thự nằm trong những khu đô thị mới là ở các vị trí tương đối xa, chưa đầy đủ dịch vụ đi kèm và chưa nhiều chủng loại về chất lượng và giá cả. Để khắc phục, HDG đưa ra các sản phẩm với mức độ cạnh tranh cao như các khu đô thị mới được quy hoạch hiện đại và đồng bộ bao gồm cả các dịch vụ đi kèm như trường học, bệnh viện... nằm trong khu vực chiến lược phát triển của Hà Nội. Trước khi thực hiện các dự án đầu tư, HDG tiến hành tìm hiểu nhu cầu của các khách hàng mục tiêu, trên cơ sở đó hợp tác với các nhà tư vấn thị trường, tư vấn thiết kế, quản lý nhằm đưa ra các sản phẩm đáp ứng tốt nhất thị hiếu khách hàng, nâng cao uy tín và thương hiệu HDG. Trong quá trình thi công, HDG thực hiện giám sát nhà thầu xây dựng, đồng thời kiểm tra từng hạng mục công trình nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm khi cung cấp cho khách hàng.

Bên cạnh đó, HDG cũng tận dụng quỹ đất sạch tại các vị trí đắc địa để xây dựng chung cư kết hợp văn phòng cho thuê và các khu biệt thự liền kề để đa dạng hóa, tạo sức hấp dẫn cho các sản phẩm của mình.

Quyền lực nhà cung cấp:

Nguyên vật liệu cho ngành kinh doanh bất động sản bao gồm: đất đai, các nguyên vật liệu xây dựng, nhân công xây dựng và quản lý.

Do tính đặc thù của lĩnh vực sản xuất kinh doanh nên các yếu tố đầu vào chính của Công ty là các quỹ đất nằm trong dự án được quy hoạch, các cơ sở hạ tầng kỹ thuật và công trình xây dựng trên đất (các căn hộ, biệt thự, nhà vườn...). Chi phí của những nguồn đầu vào này chủ yếu là tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng cho người dân, giá trị các hợp đồng ký kết với nhà thầu, với đối tác về tư vấn và thi công các công trình

xây dựng trong dự án.

Các khoản tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng được xác định dựa trên khung giá đất theo quy định của Ủy ban Nhân dân địa phương nơi có các dự án. Tùy theo từng khu vực của mỗi dự án đầu tư, chi phí đền bù sẽ khác nhau. Theo dự báo, thị trường nhà đất tại các thành phố lớn trong tương lai sẽ trở nên bão hòa nên HDG đang nghiên cứu, tìm kiếm những dự án mới nằm ở các tỉnh lân cận với các thành phố lớn.

Đối với chi phí xây dựng, thị trường vật liệu xây dựng (sắt, thép, xi măng, gạch ngói...) trong thời gian gần đây biến động tương đối mạnh và không có tính quy luật. Điều này gây bất lợi cho tất cả các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp và kinh doanh bất động sản như HDG. Hiện tại, danh sách các nhà cung cấp cho HDG bao gồm:

Bảng 11: Danh sách một số nhà cung cấp chính cho HDG

TT	Nhà cung cấp	Mặt hàng	Nguồn
1	Các công ty con trong tập đoàn Hà Đô	Xây lắp	Trong nước
2	Công ty thiết kế SUBANA – Singapore	Thiết kế	Nước ngoài
3	Tập đoàn tư vấn thiết kế DA – Hàn Quốc	Thiết kế	Nước ngoài
4	CTCP tư vấn Đại học Xây dựng	Tư vấn giám sát	Trong nước
5	CTCP xây dựng nền móng jikon	Xây lắp	Trong nước
6	Công ty xây dựng công trình hàng không ACC – Bộ quốc phòng	Xây lắp	Trong nước
7	Công ty liên doanh kỹ thuật nền móng Cofec	Nền móng	Trong nước
8	Tổng công ty tư vấn xây dựng Việt Nam	Tư vấn XD	Trong nước
9	Công ty tư vấn triển khai công nghệ và xây dựng mỏ địa chất	Khoan khảo sát	Trong nước
10	CTCP đầu tư và thiết kế xây dựng Việt Nam	Tư vấn XD	Trong nước
11	Công ty TNHH Savills Việt Nam	Dịch vụ quản lý BĐS	Trong nước
12	Tập đoàn ACCOR – Pháp	Quản lý KHS	Nước ngoài
13	Công ty TNHH ARCHETYPE Việt Nam	Thiết kế	Nước ngoài
14	Công ty thi công cơ giới – TCT xây dựng Hà Nội	Xây lắp	Trong nước
15	Công ty xây dựng công trình giao thông công chính Hà Nội	Xây lắp	Trong nước

Quyền lực khách hàng:

Đối tượng khách hàng của công ty chủ yếu là những cá nhân, tổ chức có nhu cầu mua, thuê nhà ở và văn phòng. Đồng thời đối tượng khách hàng cũng bị chi phối mạnh bởi nhóm nhà đầu cơ, tạo nên lượng “cầu ảo” trên thị trường. Do số lượng của khách hàng là rất lớn và giá trị một hợp đồng tương đối nhỏ so với giá trị chung của toàn bộ công trình nên quyền lực của khách hàng là nhỏ, không có nhiều tác động đối với doanh nghiệp. Kết quả là hiện nay, rất nhiều các dự án của HDG được triển khai thành công với chỉ 10% vốn tự có và 90% là huy động từ khách hàng mà không cần nhiều vốn vay, giảm chi phí lãi vay cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên trong thời gian tới, khi lượng cung các căn nhà và căn hộ ngày một tăng cao, với chất lượng và giá cả ngày một tăng theo đà lạm phát, lượng cầu ảo do nhóm nhà đầu cơ tạo nên giảm khi hoạt động mua bán qua sàn giao dịch bất động sản, thông tin được minh bạch hơn thì tiếng nói của khách hàng sẽ dần tăng lên. Do vậy việc nghiên cứu thị trường, nghiên cứu khách hàng mục tiêu một cách kỹ lưỡng và đúng hướng sẽ là một trong những yếu tố tiên quyết cho thành công của các dự án.

Cạnh tranh nội bộ ngành:

Hiện nay, thị trường bất động sản Việt Nam vẫn ghi nhận những ông lớn là các Tổng công ty nhà nước như Vinaconex, Licogi, TCT Sông Hồng... tuy nhiên quyền lực của các ông lớn này đang bị giảm sút bởi hàng loạt các doanh nghiệp mới mở trong và ngoài nước. Mức độ cạnh tranh trên thị trường là rất cao trong đấu thầu mua đất và thi công các công trình trọng điểm, có vị trí đắc địa và trong việc tiếp cận với các nguồn vốn cũng như các nguồn nguyên vật liệu giá rẻ. Mức độ cạnh tranh này cao trong những năm trước sẽ có thể khốc liệt hơn trong những năm sau khi giá bất động sản leo thang khiến chi phí chuyển đổi của khách hàng tăng lên, đồng thời tốc độ tăng trưởng ngành đã chậm lại mặc dù còn rất nhiều hấp dẫn.

Dòng vốn ngoại mới đổ vào với phân khúc chính là chung cư, văn phòng cao cấp và khu thương mại, mảng quản lý tài sản cũng là thử thách mới cho các doanh nghiệp trong nước. Theo thống kê trong năm 2009, vốn FDI đăng ký đổ vào bất động sản là 500 triệu USD, trong khi đó, vốn thực hiện lên đến 650 triệu USD. Đây là một con số rất triển vọng bởi trong bối cảnh kinh tế khó khăn chung, vốn FDI giải ngân đã vượt mức đăng ký.

Theo CBRE, thị trường bất động sản của một nước có cơ cấu dân số trẻ như Việt Nam (tỷ lệ 35%) sẽ tiếp tục phát triển nhanh trong nhiều năm tới, cũng dành chỗ thêm cho các doanh nghiệp có thể tự định hướng vào các phân khúc thị trường mục tiêu, giảm bớt áp lực cạnh tranh. Nhu cầu tăng cao bắt nguồn từ khối dân cư đô thị, do hiện tại mật độ diện tích sử dụng bất động sản và dân số là 10m²/người, sẽ tăng lên trên 20m²/người cho tới năm 2020. Bên cạnh đó, nhu cầu về cao ốc văn phòng cho thuê, trung tâm thương mại, khu công nghiệp, khách sạn, khu nghỉ dưỡng, hay nhà ở cho Việt kiều định cư cũng như người nước ngoài vẫn đang tăng nhanh. Dự báo tới năm 2020, tốc độ đô thị hoá sẽ được đẩy mạnh, tăng diện tích đất sử dụng hiện tại từ 105.000ha lên gấp 4 lần đến 460.000ha. Một con số dự báo khác đưa ra là nhu cầu nhà ở sẽ tăng thêm 35 triệu m² mỗi năm. Hiện nay, nguồn cung địa ốc Hà Nội vẫn chưa đáp ứng đủ cầu, giá nhà ở không tăng chóng mặt như TP HCM và một số quốc gia trong khu vực là những cơ hội để bất động sản phát triển vào năm 2010, đặc biệt là phân khúc nhà ở và văn phòng hạng bình dân và hạng trung.

Đối với HDG, công ty có được rất nhiều lợi thế cạnh tranh tuyệt đối so với các doanh nghiệp khác trong ngành khi tiếp cận được với quỹ đất sạch rộng lớn và nguồn vốn vay chi phí thấp nhờ được sự hậu thuẫn của Bộ Quốc Phòng. Lợi thế này còn giúp HDG đẩy nhanh công tác chuẩn bị đầu tư, đảm bảo tiến độ của công trình. Hơn nữa, với sự tài tình trong chỉ đạo của ban lãnh đạo công ty gồm những quân nhân, doanh nhân đã được tôi rèn trong đạn lửa của chiến trường và thương trường, định hướng của công ty đã được xác định rất rõ ràng, chuẩn xác và phù hợp với nguồn lực bên trong, bên ngoài cũng như triển vọng của ngành và thị hiếu người tiêu dùng. Đây chính là động lực giúp HDG xây dựng một thương hiệu hùng mạnh và cạnh tranh tốt với các doanh nghiệp trong và ngoài nước.

5. Định giá

Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu của HDG bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và phương pháp so sánh theo PE và PB với trọng số lần lượt là 50%-30%-20% được xác định dựa trên giả thiết tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu HDG phục thuộc lớn vào kỳ vọng dòng doanh thu, lợi nhuận mang lại từ các dự án trong các năm tới, đồng thời cũng bị ảnh hưởng không nhỏ bởi các yếu tố mang tính thị trường do tỷ trọng các nhà đầu tư tổ chức trên thị trường chưa cao.

Bảng 12: Tổng hợp định giá HDG

Phương pháp	Giá ước lượng	Trọng số
FCFF	183,000	50%
PE	181,000	30%
PB	75,500	20%
Trung bình	161,000	100%
Giá khuyến mua	120,000	
Giá khuyến bán	201,000	
Giá thị trường ngày 9/3/2010	126,000	

Kết quả cho thấy giá trị nội tại của 1 CP HDG là **161,000** đồng/CP, áp dụng biên an toàn là +25% thì giá khuyến mua HDG là không quá 120,000 và giá khuyến bán là từ 201,000. Chi tiết từng phương pháp được trình bày dưới đây:

Theo phương pháp so sánh bằng P/E và P/B

Với tiêu chí lựa chọn mẫu so sánh là các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành với tổng tài sản từ 1000-3000 tỷ, Vốn chủ sở hữu 400-2000 tỷ, loại các cổ phiếu có các con số có thể làm sai lệch kết quả trung bình ngành như ROE quá thấp và PE, PB cao đột biến, chúng tôi chọn mẫu bao gồm các doanh nghiệp sau đây:

Bảng 13: Định giá HDG theo PE, PB

CP	Giá ngày 9/3/2010	P/E	P/B	Tỷ suất Cổ tức	Lãi ròng /DT	ROE	TTS(1000d)	VCSH(1000d)
HDG	126	8.6	4.5	1,7%	23.40%	49.12%	920,920,595	278,000,000
BCI	60	15.5	2.7	2,8%	47.4%	17,6%	2,975,095,331	1,191,826,617
ITC	93.5	17.9	1.6	2,1%	14.2%	9,1%	2,868,200,299	1,325,975,975
NBB	72	12.1	1.7	1,9%	27.2%	14,8%	1,687,817,132	611,909,636
NTL	147	5.9	4.5	1,7%	37.8%	76,6%	1,161,651,688	532,649,740
SJS	80	9.0	4.6	2,5%	66.3%	41,6%	3,002,391,177	1,755,758,583
TDH	64	8.6	2.0	4,7%	59.1%	22,6%	1,819,704,003	1,239,635,250
TIX	60.5	14.2	1.7	-%	9.1%	11,7%	1,034,495,210	438,528,654
TB mẫu		11.9	2.7	0.0	37.3%	0.0		
Định giá HDG theo so sánh PE, PB				PE	PB			
EPS 2009E				15,261				
BVS 2009E					28,218			
Giá ước tính theo PE, PB trung bình				181,390	75,787			

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đối với HDG, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị nội tại của công ty. Mô hình gồm có ba giai đoạn: giai đoạn một là 5 năm, giai đoạn hai từ năm thứ năm đến năm ngay trước giai đoạn bình ổn và giai đoạn thứ ba là giai đoạn bình ổn. Lấy tổng các luồng tiền tự do đã được chiết khấu của ba giai đoạn ta có được giá trị của

cả công ty. Sau khi trừ đi nợ dài hạn (nếu có), trừ đi khoản chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn (không bao hàm tài sản cố định, goodwill, tài sản có giá trị khó xác định) và nợ ngắn hạn, điều chỉnh với các loại tài sản hay nợ ẩn (như giá trị bất động sản đang bị định giá thấp hoặc quyền chọn cho nhân viên) và điều chỉnh cho các khoản mục ngoài bảng ta có được giá trị vốn chủ sở hữu. Dem chia giá trị này cho số lượng cổ phiếu bình quân trong kỳ (có pha loãng) ta có được giá trị nội tại của cổ phiếu. Dưới đây là những thuộc tính chính của mô hình:

- Giai đoạn một: chúng tôi dự báo chi tiết hoạt động của công ty trong năm năm tới bao hàm tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm, lợi nhuận hoạt động biên, thuế suất và chi tiêu tư bản.
- Giai đoạn hai: Giai đoạn hai kéo dài trong 5 năm với tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) điều chỉnh dần tới khi bằng giá vốn bình quân (WACC).
- Giai đoạn bình ổn: Giai đoạn cuối cùng bao gồm từ sau 5 năm đến mãi mãi khi ROIC bằng WACC và các khoản đầu tư mới sẽ không làm tăng thêm giá trị công ty.
- Tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu bằng lãi suất phi rủi ro cộng với phần bù rủi ro đầu tư chứng khoán vốn cộng với phần bù rủi ro bản thân doanh nghiệp.

Giả định

Kế hoạch doanh thu, lợi nhuận của HDG theo tiến độ các dự án đang thi công được đánh giá là khá sát và khả thi với tốc độ tăng trưởng doanh thu rất cao, ở khoảng 50%. Năm 2010, HDG dự kiến hoàn thành 6 dự án lớn, được chính thức khởi công xây dựng từ năm 2008 - 2009 như: Công trình Đường đảo Lại Sơn (trị giá 120 tỷ đồng), Bệnh viện Bình Minh (80 tỷ đồng), Đường đảo Cam Bình (80 tỷ đồng), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Lai Châu (30 tỷ đồng), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Điện Biên (30 tỷ đồng), Trụ sở ban, ngành tỉnh Lai Châu (40 tỷ đồng). Chi phí mua sắm tài sản và chi phí khấu hao được giả định tương đương với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Lợi nhuận biên hoạt động của HDG được dự báo ở mức khoảng 30-40% và sẽ duy trì mức bình quân ngành đến năm 2013. Trong dài hạn, mức lợi nhuận biên hoạt động của HDG sẽ giảm dần về mức trung bình của toàn nền kinh tế.

Cơ cấu vốn mục tiêu được dự báo là chỉ 15% nợ và 85% vốn chủ sở hữu, bằng cách tận dụng nguồn vốn huy động của khách hàng để triển khai dự án. Chi phí vốn vay là 12% trong 5 năm đầu, sau đó giảm dần xuống mức 9% trong giai đoạn bình ổn. Thuế suất doanh nghiệp giả định là 25% và giá vốn chủ sở hữu là 17%.

Kết quả

Bảng 14: Các chỉ tiêu dự phóng 2009 – 2013 (triệu đồng)

CHỈ TIÊU	2009U	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu	608,804	882,766	1,368,287	1,984,016	2,777,623
EBIT	213,081	264,830	286,935	505,630	833,287
Lợi nhuận HD	159,811	198,622	215,201	379,223	624,965
Luồng tiền tự do	45,777	72,933	(2,752)	96,736	255,481
Chi phí vốn	15.17%	15.17%	15.17%	15.17%	15.17%
PV (FCFs)	39,747	54,984	(1,801)	54,980	126,077
Terminal value	5,942,241				
Tổng giá trị HDG	2,471,437				
Số CP lưu hành	13.5	(tr.CP)			
Giá trị 1CP HDG	183,069				

Với những giả định và ước lượng trên chúng tôi có được giá trị nội tại 1 cổ phiếu HDG là 183,000 VND.

6. Xúc tác

Ngày 09/10/1990	Tiền thân của công ty là Xí nghiệp xây dựng trực thuộc viện kỹ thuật quân sự thuộc Bộ Quốc Phòng được thành lập ngày 09/10/1990.
Ngày 12/12/1992	Công ty Xây dựng Hà Đô được thành lập.
Ngày 18/04/1996	Công ty Xây dựng Hà Đô sáp nhập với Công ty Thiết bị cơ điện, lấy tên gọi chung là Công ty Hà Đô - HADOCO.
Ngày 09/12/2004	Công ty Hà Đô chuyển đổi sang mô hình hoạt động công ty cổ phần, vốn điều lệ ban đầu 16,8 tỷ đồng.
2005	Công ty chuyển đổi mô hình hoạt động thành công ty Mẹ - con. Công ty chuyển đổi 3 xí nghiệp thành viên thành các công ty cổ phần trong đó Công ty Cổ phần Hà Đô nắm cổ phần chi phối trên 50%. Trong năm 2005 công ty thành lập Công ty Cổ phần Za Hưng, tiến hành xây dựng Thủy điện Za Hưng tại xã Za Hưng, huyện Đông Giang, Quảng Nam.
Tháng 05/2008	Công ty CP Hà Đô có 6 công ty cổ phần thành viên và 2 công ty cổ phần liên doanh, hoạt động theo mô hình tập đoàn, lấy tên gọi chính thức là Tập đoàn Hà Đô.
2009	Công ty đẩy mạnh đầu tư vào các Khu đô thị mới và đưa nhà máy thủy điện Za Hưng vào phát điện tháng 07/2009.
Ngày 02/02/2010	Cổ phiếu của công ty được giao dịch trên sàn HOSE. Vốn điều lệ của công ty tại thời điểm niêm yết là 135 tỷ đồng.

PHỤ LỤC

BÁO CÁO HĐKD (Đ)	2006	2007	2008	9T 2009
Doanh thu thuần	259,536,653,868	406,758,412,156	347,888,375,297	486,656,761,458
Giá vốn hàng bán	231,891,374,036	273,942,075,212	302,760,677,211	
Lợi nhuận gộp	27,645,279,832	132,816,336,944	45,127,698,086	
Chi phí bán hàng, quản lý	13,293,283,972	12,826,373,279	19,293,376,064	
Lợi nhuận từ HĐKD	14,351,995,860	119,989,963,665	25,834,322,022	137,033,534,950
Doanh thu tài chính	184,248,397	4,581,774,510	6,627,331,396	
Chi phí tài chính	492,604,307	444,791,501	1,242,373,171	
Lợi nhuận khác	1,148,058,115	1,712,955,526	7,270,136,572	285,304,438
Lợi nhuận trước thuế	16,849,933,647	125,839,902,200	38,489,416,819	134,476,672,768
Thuế thu nhập doanh nghiệp	353,133,7964	19,918,851,646	4,895,259,911	206,626,259
Lợi nhuận sau thuế	9,162,931,204	102,688,909,101	25,892,091,344	113,814,046,840
BẢNG CÂN ĐỐI KT (Đ)	2006	2007	2008	
Tiền	25,609,201,353	26,599,691,849	86,358,652,777	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10,000,000,000	10,000,000,000	11,950,994,200	
Các khoản phải thu	152,719,726,519	154,153,408,807	127,168,085,243	66,237,672,913
Hàng tồn kho	42,209,915,707	151,339,720,090	336,192,351,474	
Tài sản ngắn hạn khác	146,395,586,886	56,717,023,464	49,676,940,194	
Tài sản ngắn hạn	376,934,430,465	398,809,844,210	611,347,023,888	
Tài sản cố định	8,051,991,821	13,193,172,748	23,353,673,537	
Đầu tư dài hạn	16,079,787,145	30,404,934,317	45,035,220,408	
Tổng tài sản	401,066,209,431	442,407,951,275	679,735,917,833	920,920,595,138
Vay ngắn hạn	10,619,545,997	3,980,111,841	50,824,199,997	238,200,000
Phải trả người bán	125,390,032,665	222,958,010,865	353,714,438,269	538,775,505,630
Nợ ngắn hạn khác	41,623,177,939	59,884,627,472	57,997,309,520	12,840,098,600
Nợ ngắn hạn	177,632,756,601	286,822,750,178	462,535,947,786	551,615,604,230
Vay dài hạn	166,018,000,000	13,304,493,227	31,808,209,309	44,778,000,000
Tổng nợ phải trả	343,650,756,601	300,127,243,405	494,344,157,095	597,114,822,516
Nguồn vốn chủ sở hữu	57,415,452,830	142,280,707,870	185,391,760,738	278 tỷ

BẢNG TÍNH TOÁN CÁC CHỈ SỐ

Hoạt động kinh doanh	2006	2007	2008	9T 2009
Tăng trưởng doanh thu	-	56.7%	(14.5%)	39.9%
Lợi nhuận biên gộp	10.7%	32.7%	13.0%	
Lợi nhuận biên hoạt động	5.5%	29.5%	7.4%	28.2%
EBIT	17,342,537,954	126,284,693,701	39,731,789,990	
Lợi nhuận biên EBIT	6.7%	31.0%	11.4%	
EBITDA	18,788,395,329	129,103,922,159	45,228,908,331	
Lợi nhuận biên EBITDA	7.2%	31.7%	13.0%	
Lợi nhuận biên trước thuế	6.5%	30.9%	11.1%	27.6%
Tỷ suất thuế	21.0%	15.8%	12.7%	15.4%
LN trước chi phí lãi vay và thuế	13,707,962,059	106,295,437,233	34,678,519,382	
LN biên trước chi phí lãi và thuế	5.3%	26.1%	10.0%	
Lợi nhuận biên ròng	3.5%	25.2%	7.4%	23.4%
Hoạt động đầu tư				
Vốn lưu động				
Tỷ lệ tiền mặt cuối kỳ/Doanh thu	9.9%	6.5%	24.8%	

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Tỷ lệ DT ngắn hạn cuối kỳ/Doanh thu	3.9%	2.5%	3.4%	
Số ngày 1 VQ khoản phải thu - cuối kỳ	212	136	132	
Số ngày 1 VQ khoản phải thu - trong kỳ	106	136	146	
Số VQ hàng tồn kho - cuối kỳ	5.5	1.8	0.9	
Số VQ hàng tồn kho - trong kỳ	11.0	2.8	1.2	
Số ngày 1 VQ hàng tồn kho - trong kỳ	33	127	290	
Số VQ khoản phải trả - cuối kỳ	54.1%	81.4%	116.8%	
Số VQ khoản phải trả - trong kỳ	27.0%	63.6%	95.2%	
Số ngày 1 VQ khoản phải trả - trong kỳ	97	229	343	
Tỷ lệ vốn lưu động/Doanh thu	38.4%	38.3%	37.5%	
Số VQ vốn lưu động	2.6	2.6	2.7	
Chi phí mua sắm tài sản cố định/Chi phí khấu hao	0.0%	238.1%	254.8%	
Chi phí khấu hao/Tổng TSCĐHH	12.8%	10.6%	14.7%	
Số VQ tài sản cố định	11.5	13.3	7.9	
Số VQ tài sản ròng trong kỳ	2.3	2.1	1.9	
Doanh thu/Tổng TSCĐHH	6446.5%	3829.2%	1903.8%	
Doanh thu/Tổng tài sản ròng	232.3%	214.6%	186.6%	
Tăng trưởng tài sản ròng	-	-30.4%	39.6%	
Lợi nhuận trước thuế/Tài sản ròng	12.8%	63.3%	13.9%	
Lợi nhuận ròng/Tài sản ròng	10.2%	53.3%	12.1%	
ROAA	4.6%	24.3%	4.6%	14.2%
ROI	8.2%	54.2%	13.9%	
ROAE	31.9%	102.8%	15.8%	49.12%
Tỷ lệ tăng trưởng bền vững	10.7%	52.5%	(1.2%)	
Hoạt động tài chính				
Tỷ lệ thanh toán hiện thời	2.1	1.4	1.3	1.5
Tỷ lệ thanh toán nhanh	1.1	0.7	0.5	0.7
Nợ phải trả/Tổng tài sản		0.62	0.68	0.65
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu		1.94	2.49	2.1
Lợi nhuận hoạt động/Chi phí lãi vay	29.1	269.8	20.8	
Tổng nợ vay	10,619,545,997	4,586,678,331	58,364,549,166	45 tỷ
Lãi suất vay vốn BQ trong kỳ	0.1	5.9%	3.9%	
Nợ vay/ Tài sản ròng trong kỳ	4.8%	2.9%	26.9%	
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	18.5%	3.2%	31.5%	16.2%
Nợ vay/vốn chủ sở hữu BQ trong kỳ	18.5%	7.6%	19.2%	
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	-	95.7%	(8.2%)	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,932,500	3,700,000	6,668,090	13,027,610
EPS cơ bản	4,742	27,757	3,884	KH11,975

LIÊN HỆ

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ:

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN TRÀNG AN (TAS)

HỘI SỞ CHÍNH

Địa chỉ: Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Tel: (84.4) 3 944 62 18

Fax: (84.4) 3 944 62 13

E-mail: contact@tas.com.vn

PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:

Địa chỉ: Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

Tel: 84-4-22209596

Fax: 84-4-22209610

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Địa chỉ: Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER 57-59 Hồ Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

Tel: (84.8) 3 821 82 86

Fax: (84.8) 3 821 84 86

E-mail: contact_hcm@tas.com.vn