

## **Báo cáo công ty**

### **CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RỊA – VŨNG TÀU**

Thị trường bất động sản chưa khởi sắc, gây nhiều trở ngại đến khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2011 của HDC. Trước tình hình trên, mặc dù giá cổ phiếu HDC đang giao dịch thấp hơn giá trị nội tại, đây vẫn chưa phải là thời điểm thích hợp để đầu tư dài hạn cổ phiếu HDC.

**Chuyên viên phân tích: Vũ Thị Phương Anh**  
**Trung tâm Nghiên cứu và Phân tích ACBS**

## TẬP TRUNG VÀO SẢN PHẨM ĐẤT NỀN

Trong giai đoạn 2007 – 2010, doanh thu bất động sản của HDC tăng trưởng trung bình đạt 9%/năm. Nguồn doanh thu chính của HDC là các sản phẩm đất nền, chung cư cao cấp và chung cư cho người thu nhập thấp, trong đó, đặc biệt là sản phẩm đất nền, do có tỷ suất lợi gộp cao.

Trong năm 2011, HDC tiếp tục tung ra sản phẩm mới là đất nền biệt thự, chung cư và nhà liền kề. Trong đó, dự án mang lại doanh thu lớn nhất là dự án nhà liền kề Khu biệt thự Đồi Ngọc Tước 2 với tỷ suất sinh lợi gộp của dự án này khoảng 80%; tổng doanh thu ước tính là 935 tỷ đồng, doanh thu hạch toán năm 2011 ước tính khoảng 132 tỷ đồng, chiếm 35% tổng doanh thu từ kinh doanh bất động sản năm 2011.

## TỶ SUẤT SINH LỢI GỘP KHẢ

Tỷ suất sinh lợi gộp của HDC trong giai đoạn từ 2005 – 2010 có xu hướng cải thiện dần, đặc biệt là trong vài năm trở lại đây, chỉ tiêu này đã tăng từ mức 19% năm 2008 lên mức 36% năm 2010.

Yếu tố hỗ trợ cho chỉ tiêu sinh lợi gộp của HDC là nhờ có quỹ đất được hình thành từ sớm, do vậy, không chịu tác động của Nghị định 69. Tuy nhiên, trong giai đoạn từ 2014 trở đi, dự kiến tỷ suất sinh lợi gộp của HDC sẽ giảm dần do không còn quỹ đất giá rẻ, các quỹ đất mới sẽ phải chịu tác động Nghị định 69 làm tăng chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng.

## VÒNG QUAY HÀNG TỒN KHO THẤP

So sánh với các doanh nghiệp bất động sản có cùng quy mô tổng tài sản, thì lịch sử vòng quay hàng tồn kho của HDC khá thấp, cho thấy, tiến độ bán của HDC chưa cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài chỉ tiêu này, các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động và sinh lời của HDC thuộc mức Trung bình – Khá khi so với các doanh nghiệp BĐS.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá cổ phiếu HDC đang giao dịch thấp hơn giá trị nội tại. Tuy nhiên, rủi ro HDC không hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2011 là có thể xảy ra, đồng thời tình hình thị trường bất động sản chưa khởi sắc, do vậy, cổ phiếu HDC hiện nay không phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn. Đối với nhà đầu tư ngắn hạn, có thể xem xét bán khi giá cổ phiếu HDC giao dịch bằng giá trị nội tại.

## NỘI DUNG

THỐNG KÊ CƠ BẢN.....	3
TỔNG QUAN CÔNG TY .....	4
LỊCH SỬ HÌNH THÀNH .....	4
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH .....	4
TỶ TRỌNG ĐẦU TƯ NHỎ.....	8
QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP .....	9
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH .....	9
ĐỊNH GIÁ.....	11
ĐÁNH GIÁ RỦI RO .....	11
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ .....	12

**Vũ Thị Phương Anh**, Chuyên viên phân tích  
+84 8 5 4043 054 (694) | [anhvtp@acbs.com.vn](mailto:anhvtp@acbs.com.vn)

**Lê Nguyệt Ánh**, Phó phòng Phân tích  
+84 8 5 4043 054 (606) | [anhln@acbs.com.vn](mailto:anhln@acbs.com.vn)

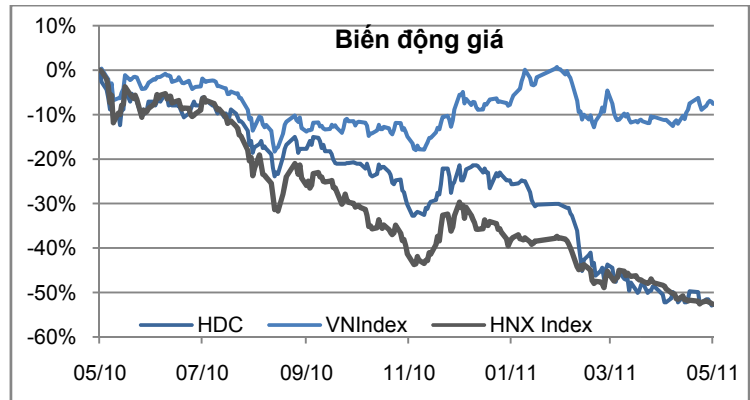
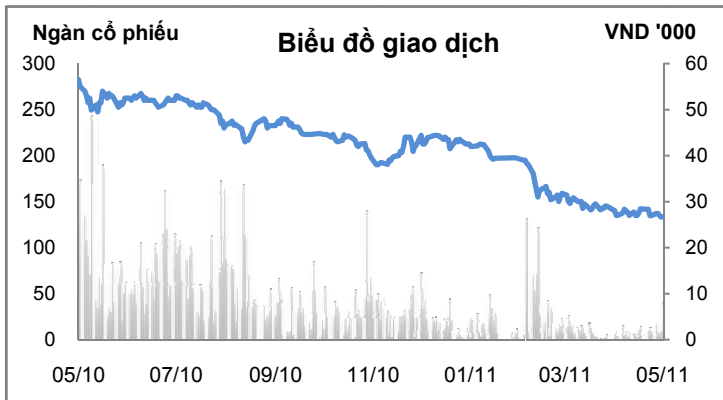
**TT Nghiên cứu và phân tích ACBS**  
+84 8 5 404 3 054 | [research@acbs.com.vn](mailto:research@acbs.com.vn)

**Trung tâm Bizlink**  
+84 8 39 107 107 | [contact.center@acbs.com.vn](mailto:contact.center@acbs.com.vn)

Website: [research.acbs.com.vn](http://research.acbs.com.vn)

Bloomberg: **ACBS <GO>**

## THỐNG KÊ CƠ BẢN



Thông tin giao dịch	
Giá ngày 16/05/2011 (VND)	23.200
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	452
Cp đang lưu hành (ngàn cp)	20.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	38.541
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.402
KLTB 6 tháng (cp)	19.830
Lợi suất 1 tháng	-8,28%
Lợi suất 3 tháng	-32,49%
Lợi suất 6 tháng	-32,49%
Lợi suất 12 tháng	-51,41%

	Hiện tại	2010	2009
PE cao nhất	5,22	10,15	24,14
PE thấp nhất	5,17	5,80	4,19
PE gần nhất	5,22	7,09	6,54

P/B cao nhất	1,36	5,13	6,49
P/B thấp nhất	1,35	1,69	1,13
P/B gần nhất	1,36	1,69	3,31

Cơ cấu cổ đông nắm giữ trên 5%	
TCT Đầu tư và Kinh doanh Nhà nước	14,97%
Red River Holding	10,00%
Đoàn Hữu Thuận – Chủ tịch HĐQT	6,154%

STT	Thực hiện quyền	Ngày GDKHQ	Ngày thực hiện	Tỷ lệ	Loại cổ tức
1	Trả cổ tức năm 2010	26/08/2010	15/09/2010	10%	Tiền mặt
2	Trả cổ tức năm 2010	16/05/2011	-	20%	Cổ phiếu

KQ HĐKD (tr đồng)	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	444.876	503.281	670.582	895.714	879.172	920.933	977.640
GVHB	284.536	307.369	376.584	447.953	448.399	610.774	625.507
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>160.340</b>	<b>195.912</b>	<b>293.997</b>	<b>447.761</b>	<b>430.774</b>	<b>310.160</b>	<b>352.133</b>
Doanh thu tài chính	8.084	8.701	4.057	5.406	7.220	7.087	7.424
Chi phí tài chính	10.408	13.092	14.530	12.132	27.548	30.657	3.610
Chi phí bán hàng	573	1.155	1.538	2.055	2.017	2.113	2.243
Chi phí QLDN	21.726	24.579	32.749	35.337	34.684	36.332	38.569
Lợi nhuận hoạt động	135.718	165.789	249.237	403.642	373.745	248.145	315.134
Lợi nhuận khác	(6.071)	51	51	51	51	51	51
Lợi nhuận trước thuế	129.647	165.839	249.287	403.693	373.796	248.196	315.185
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>100.944</b>	<b>129.355</b>	<b>186.965</b>	<b>302.770</b>	<b>280.347</b>	<b>186.147</b>	<b>236.389</b>

BCĐKT (tr đồng)	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Tài sản ngắn hạn	933.462	959.666	1.330.002	1.758.564	2.007.959	1.818.528	1.722.819
Tiền	72.512	33.808	45.047	60.170	59.059	61.864	65.674
Đầu tư ngắn hạn	3.112	3.112	3.112	3.112	3.112	3.112	3.112
Phải thu ngắn hạn	195.818	221.526	295.166	320.096	314.185	329.109	349.374
<b>Hàng tồn kho</b>	<b>650.533</b>	<b>697.295</b>	<b>982.752</b>	<b>1.371.260</b>	<b>1.627.678</b>	<b>1.420.518</b>	<b>1.300.735</b>
Khác	11.486	3.925	3.925	3.925	3.925	3.925	3.925
Tài sản dài hạn	183.497	190.335	211.108	240.440	223.770	206.904	189.817
TSCĐ hữu hình	41.599	50.862	52.036	53.294	52.741	52.059	51.231
TSCĐ vô hình	7.156	7.156	7.156	7.156	7.156	7.156	7.156
CPXDCBDD	447	469	492	517	543	570	598
<b>BDS đầu tư</b>	<b>64.574</b>	<b>62.643</b>	<b>93.251</b>	<b>132.391</b>	<b>127.401</b>	<b>122.411</b>	<b>117.421</b>
Đầu tư dài hạn	65.419	65.419	54.953	44.488	34.022	23.557	13.092
Khác	4.303	3.787	3.219	2.594	1.907	1.151	319
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.116.959</b>	<b>1.150.002</b>	<b>1.541.110</b>	<b>1.999.004</b>	<b>2.231.729</b>	<b>2.025.432</b>	<b>1.912.637</b>
Nợ ngắn hạn	473.471	436.347	490.061	781.471	822.391	513.435	541.235
Vay ngắn hạn	155.936	173.075	144.505	328.127	365.158	43.002	33.432
Phải trả người bán	50.850	13.492	19.501	31.580	29.241	19.416	24.656
Người mua trả tiền trước	123.216	139.392	185.729	267.929	262.981	275.473	292.435
Nợ dài hạn	156.711	125.519	312.883	281.695	309.829	340.776	68.807
Vay dài hạn	156.111	124.888	312.221	280.999	309.099	340.009	68.002
Vốn chủ sở hữu	486.777	588.136	738.165	935.839	1.099.509	1.171.221	1.302.595
Vốn điều lệ	200.000	240.000	288.000	288.000	288.000	288.000	288.000
Lợi nhuận giữ lại	69.359	106.375	174.599	315.276	439.136	492.347	583.238
Quỹ dự phòng tài chính	12.096	18.564	27.912	43.050	57.068	66.375	78.194
Quỹ phát triển	24.117	37.053	55.749	86.026	114.061	132.676	156.315
Quỹ phúc lợi	7.996	12.935	18.697	30.277	28.035	18.615	23.639
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.116.959</b>	<b>1.150.002</b>	<b>1.541.110</b>	<b>1.999.004</b>	<b>2.231.729</b>	<b>2.025.432</b>	<b>1.912.637</b>

## TỔNG QUAN CÔNG TY

Tên doanh nghiệp:	CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa – Vũng Tàu
Tên viết tắt:	Hodeco
Mã chứng khoán:	<b>HDC</b>
Vốn điều lệ ngày 31/12/2010:	200.000.000.000 tỷ đồng
Địa chỉ:	Tầng 03 tòa nhà HODECO PLAZA, 36 Nguyễn Thái Học, Phường 7, Thành phố Vũng Tàu
Ngành nghề kinh doanh chính:	Kinh doanh, phát triển nhà; xây dựng; sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng.

## LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Công Ty Cổ Phần Phát Triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu tiền thân là doanh nghiệp nhà nước – được thành lập theo Quyết định số 262/QĐ - UB ngày 29/05/1990 của Ủy Ban Nhân Dân Đặc Khu - Vũng Tàu - Côn Đảo.

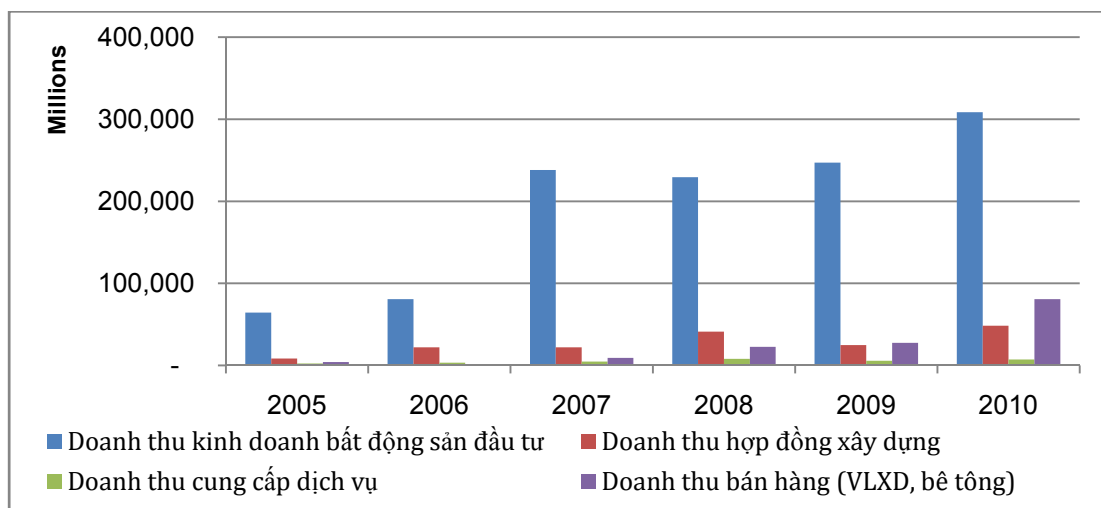
Ngày 26/09/2001 Thủ tướng chính phủ ra quyết định số 1274/QĐ-TTg về việc chuyển doanh nghiệp Công Ty Phát Triển Nhà Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu thành Công Ty Cổ Phần Phát Triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu – Hodeco. Cuối năm 2010, vốn điều lệ của Hodeco đạt 200 tỷ đồng.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

### BẤT ĐỘNG SẢN MANG LẠI DOANH THU CHÍNH

CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa – Vũng Tàu (Hodeco) hoạt động chủ yếu tại Vũng Tàu, là một trong những doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Thành phố này. Hoạt động kinh doanh của Hodeco chủ yếu bao gồm những mảng sau:

- Kinh doanh bất động sản.
- Xây lắp công trình.
- Sản xuất vật liệu xây dựng.
- Kinh doanh Dịch vụ du lịch.



Nguồn: HDC

**Doanh thu kinh doanh BĐS chiếm hơn 79% tổng doanh thu.**

Doanh thu hoạt động kinh doanh bất động sản từ năm 2004 đến 2010 bình quân chiếm khoảng 79% tổng doanh thu. Hoạt động này bao gồm: phát triển khu dân cư, kinh doanh thành phẩm, chuyển nhượng đất dự án và cho thuê bất động sản. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bất động sản của HDC từ năm 2004 đến 2010 trung bình đạt khoảng 31%/năm.

**Từ 2007 – 2009, HDC tập trung vào sản phẩm đất nền, biệt thự và chung cư cao cấp.**

Tỷ trọng doanh thu các lĩnh vực còn lại như sau: doanh thu bán vật liệu xây dựng từ năm 2004 – 2010 bình quân chiếm 7,68% tổng doanh thu; hoạt động xây dựng bình quân chiếm 10,47% tổng doanh thu; còn lại là doanh thu từ cung cấp dịch vụ.

Trong giai đoạn từ năm 2007 – 2009, HDC chủ yếu tập trung vào bán đất nền nhà liên kế, biệt thự nhà vườn, và chung cư cao cấp. Dự án mang lại nguồn doanh thu chính cho HDC trong giai đoạn 2007 – 2009 là: Khu nhà ở đồi 2, phường 10 – dự án 1; tổ hợp siêu thị kết hợp chung cư – Văn phòng 21 tầng TTTM; khu nhà ở và tái định cư Bến Đình... Một số dự án tiêu biểu từ 2007 – 2009 như sau:

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	% sở hữu	Sản phẩm	DT kinh doanh (m <sup>2</sup> )	Tiến độ thi công	Tiến độ bán (%)
Khu nhà ở đồi 02, phường 10, TP. Vũng Tàu dự án 1	256	28	180 nhà vườn và 205 căn nhà liên kế.	70.207	Hoàn thành 2009	100
Khu nhà ở đồi 02, phường 10, TP. Vũng Tàu dự án 2	18	100	N.A	19.900	Hoàn thành 2009	N.A
Tổ hợp chung cư 15 tầng - TTTM - TP. Vũng Tàu.	120	100	288 căn chung cư và 16 căn dịch vụ.	25.774	Hoàn thành 2005	100
Khu khách sạn, dịch vụ du lịch đường Thùy Vân – Vũng Tàu	68	50	13 khách sạn các loại.	15.268	Hoàn thành 2008	100
Siêu thị kết hợp Chung cư - Văn phòng 21 tầng TTTM – Vũng Tàu	272	100	siêu thị, cho thuê văn phòng và 594 căn hộ.	62.519	Hoàn thành 2008	100
Khu nhà ở và tái định cư Bến Đình – Vũng Tàu	23	100	N.A	31.302	Hoàn thành 2009	100

Nguồn: HDC

**Năm 2010, HDC cung cấp thêm sản phẩm mới là chung cư dành cho người thu nhập trung bình.**

Năm 2010, thị trường bất động sản trong nước gặp khó khăn, HDC đã quyết định tiếp tục khai thác thế mạnh là sản phẩm đất nền, đồng thời HDC cũng đa dạng hóa nhóm khách hàng bằng cách mở rộng phân khúc nhà ở cho người thu nhập trung bình. Cụ thể là trong năm 2010, HDC đã đưa ra thị trường dự án chung cư Lô B – 199 Nam Kỳ Khởi Nghĩa dành cho người thu nhập trung bình. Dự án này đã bán được 40,8% ngay khi chào bán và mang về 127,7 tỷ đồng cho HDC, đây cũng là dự án mang lại doanh thu cao nhất trong năm 2010, chiếm 41% tổng doanh thu kinh doanh bất động sản.

Doanh thu bất động sản từ các dự án còn lại trong năm 2010 như sau:

- Dự án Khu nhà ở Sao Mai Bến Đình – phường 9 – quận 10 là 74 tỷ đồng (chiếm 24% doanh thu bất động sản). Tính đến 31/12/2010, dự án đã bán được 100%.
- Dự án khu nhà ở đợt đầu đô thị mới Phú Mỹ là 79,4 tỷ đồng (chiếm 26%); Tính đến 31/12/2010, dự án đã bán được 57,1%.
- Dự án Chung cư khu nhà ở Đợt đầu Phú Mỹ 18 tầng kết hợp siêu thị đóng góp 26,8 tỷ đồng doanh thu (chiếm 9%). Tính đến 31/12/2010, dự án đã hoàn thành phần xây thô và bán được 11,7%, trong năm 2011, dự án sẽ hoàn thiện và bàn giao nhà cho khách hàng.

Việc đa dạng hóa sản phẩm là quyết định hợp lý, do tâm lý người dân Vũng Tàu ưa chuộng sản phẩm đất nền, đồng thời, chung cư dành cho người thu nhập trung bình vẫn còn thiếu tại Vũng Tàu. Chính nhờ mở rộng phân khúc sản phẩm đã khiến doanh thu bất động sản của

HDC năm 2010 tăng 24,8% so với năm 2009, đây cũng là mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2005 đến nay.

Danh sách các dự án đã mang lại nguồn doanh thu chính cho HDC trong năm 2010, cập nhật đến 31/12/2010.

Dự án	Tỷ lệ sở hữu (%)	DT đất (m2)	Sản phẩm	DT kinh doanh (m2)	Tiến độ thi công	Tiến độ bán
Chung cư khu nhà ở Đợt đầu Phú Mỹ (18 tầng kết hợp siêu thị) – Thị trấn Phú Mỹ – Vũng Tàu	100	4.000	352 căn hộ chung cư	33.070	Hoàn thành xây thô	11,7%
Khu nhà ở đợt đầu Đô thị mới Phú Mỹ – Thị trấn Phú Mỹ – Vũng Tàu	100	214.500	Đất nền: 104 biệt thự và 406 nhà liền kề	120.000	Xong hạ tầng kỹ thuật	57,1%
Lô B Khu nhà ở chung cư 199 Nam Kỳ Khởi Nghĩa – Vũng Tàu	100	4.038	510 căn chung cư	42.755	Đổ sàn tầng 10	40,8%
Khu nhà ở Sao Mai Bến Đình Phường 9, Vũng Tàu – Vũng Tàu	100	25.750	Đất nền	18.141	Đang xây thô	100,0%

Nguồn: HDC

## TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG DOANH THU 2011 – 2015

**Năm 2011, dự án Khu biệt thự Đồi Ngọc Tước II dự kiến sẽ mang lại nguồn doanh thu, lợi nhuận chính cho HDC.**

Trong năm 2011, dự án được kỳ vọng mang lại doanh thu cao nhất cho HDC là Khu biệt thự Đồi Ngọc Tước II – phường 8 - thành phố Vũng Tàu, cách bãi tắm Thùy Vân hơn 100m, sản phẩm là đất nền biệt thự, nhà liền kề. Đây cũng là dự án dự kiến mang lại nguồn doanh thu lớn cho HDC trong giai đoạn 2011 – 2015. Theo thông tin từ doanh nghiệp, dự án này có tỷ suất sinh lợi gộp ước tính khoảng 80%, tổng doanh thu dự kiến khoảng 985 tỷ đồng; dự án bắt đầu được chào bán vào quý cuối 3/2011. Theo ước tính của ACBS, nếu dự án bán được 30% trong năm 2011, có thể mang lại khoảng 132 tỷ đồng doanh thu, chiếm 35% tổng doanh thu bất động sản năm 2011.

Ngoài dự án Đồi Ngọc Tước II, trong năm 2011, HDC tiếp tục khai thác các dự án đang triển khai tại Vũng Tàu như sau:

- Dự án Chung cư khu nhà ở Đợt đầu Phú Mỹ 18 tầng: sản phẩm là các căn hộ chung cư. Tỷ suất sinh lợi gộp ước tính khoảng 17%. Đến cuối năm 2010, dự án đã hoàn thiện phần xây thô, năm 2011 sẽ hoàn thành nốt và bàn giao cho khách hàng. Tốc độ tiêu thụ của dự án này chưa cao, tính đến 31/12/2011 dự án mới chỉ bán được 11,7%. Theo HDC, dự án này nằm trong tổng thể dự án khu đô thị mới đợt đầu Phú Mỹ, do vậy, phải chờ thời gian để toàn bộ dự án này phát triển đồng đều sẽ bán được tốt hơn.

- Dự án Khu chung cư Lô A – Nam Kỳ Khởi Nghĩa: sản phẩm là căn hộ chung cư. Tỷ suất sinh lợi gộp của dự án ước tính khoảng 22%. Hiện nay, dự án đang triển khai phần móng, dự kiến bắt đầu chào bán đợt đầu tiên vào 7/2011.

- Dự án Khu chung cư Lô B – Nam Kỳ Khởi Nghĩa: sản phẩm là chung cư dành cho người thu nhập trung bình, tỷ suất sinh lợi gộp ước tính 17%. Tính đến 31/12/2010 dự án đã đổ sàn tầng 10, và đã bán được 40,8%.

- Dự án Khu nhà ở Sao Mai – Bến Đình: đã bán 100%, trong năm 2011, tiếp tục hạch toán nốt 40 tỷ đồng doanh thu còn lại.

- Dự án Khu nhà ở Đợt đầu Đô thị mới Phú Mỹ: sản phẩm là đất nền biệt thự và nhà liền kề. Theo thông tin từ doanh nghiệp, tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án là 73%. Đến cuối năm 2011, dự án đã bán được 57,1%.



**Có thể không hoàn thành kế hoạch kinh doanh đề ra trong năm 2011**

Theo kế hoạch kinh doanh của HDC đề ra trong năm 2011, doanh thu dự kiến đạt 500 tỷ đồng, và lợi nhuận trước thuế đạt 165 tỷ đồng. Tuy nhiên, trước tình hình thị trường bất động sản không nhiều thuận lợi, trong khi 2/6 dự án của HDC được tiến hành bán vào quý 3/2011 (trong đó có dự án Khu biệt thự đồi Ngọc Tước II – là dự án được kỳ vọng mang lại doanh thu chính cho HDC trong năm 2011), vì vậy, có khả năng HDC không hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đề ra trong năm 2011.

Trong giai đoạn từ năm 2012 – 2016, ngoài dự án tiêu biểu là Khu biệt thự Đồi Ngọc Tước II, HDC còn triển khai dự án Khu nhà ở phía Tây đường 3/2. Theo doanh nghiệp, đây là dự án có tỷ suất lợi nhuận gộp cao khoảng 90%, tỷ lệ sở hữu của HDC trong dự án này là 72%. Tổng doanh thu dự kiến của dự án khoảng 429 tỷ đồng. Dự án sẽ bắt đầu được chào bán vào cuối quý IV/2011, do vậy, doanh thu từ dự án này sẽ được hạch toán từ năm 2012.

Để hỗ trợ cho việc bán các chung cư, HDC sẽ cho Siêu thị Coopmart thuê 11.000 m<sup>2</sup> diện tích tại Khu Chung cư nhà ở Đợt đầu Phú Mỹ (5.000 m<sup>2</sup>) và Lô A – 199 Nam Kỳ Khởi Nghĩa (6.000 m<sup>2</sup>) khi 2 dự án này lần lượt được hoàn thành trong năm 2012 và 2013. Doanh thu từ hoạt động cho thuê này không đáng kể, tuy nhiên, việc cho thuê siêu thị sẽ làm tăng tính tiện ích tại các khu chung cư, và đẩy mạnh tốc độ bán các căn hộ chung cư tại các dự án này.

**Từ năm 2011 – 2015, HDC chủ trương tích lũy thêm quỹ đất mới**

Trong giai đoạn 2011 – 2015, HDC chủ trương sẽ tích lũy dần quỹ đất mới sau: Cụm công nghiệp và Khu đô thị Phước Thắng 123 ha; Khu Sinh thái Vũng Tàu Wonderland 234 ha; Khu đô thị mới phường 12 Vũng Tàu 49 ha. Các quỹ đất hình thành sau này sẽ chịu tác động bởi Nghị định 69, chi phí đền bù, giải tỏa tăng mạnh sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất sinh lợi gộp của HDC trong dài hạn.

Danh sách những dự án dự kiến sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận cho HDC trong giai đoạn 2011 – 2015 (tất cả các dự án này đều thuộc địa bàn tỉnh Vũng Tàu, và được cập nhật đến 31/12/2010).

Dự án	% sở hữu	DT đất (m <sup>2</sup> )	Sản phẩm	DT kinh doanh (m <sup>2</sup> )	Tiến độ thi công	Tiến độ bán
Chung cư khu nhà ở Đợt đầu Phú Mỹ (18 tầng kết hợp siêu thị)	100	4.000	352 căn chung cư	33.070	Xong xây thô.	11,7%
Khu nhà ở đợt đầu Đô thị mới Phú Mỹ	100	214.500	104 nền biệt thự; 406 nền nhà liền kề.	120.000	Xong hạ tầng kỹ thuật.	57,1%
Lô A Khu nhà ở chung cư 199 Nam Kỳ Khởi Nghĩa	100	2.762	260 căn chung cư	28.688	Đang làm móng	Tháng 7/2011
Lô B Khu nhà ở chung cư 199 Nam Kỳ Khởi Nghĩa	100	4.038	510 căn chung cư	42.755	Đổ sàn tầng 10	40,8%
<b>Khu biệt thự đồi Ngọc Tước II</b>	<b>100</b>	<b>143.436</b>	<b>Đất nền: 159 biệt thự; 40 nhà liền kề</b>	<b>71.375</b>	<b>Đang làm hạ tầng kỹ thuật</b>	<b>Quý 3/2011</b>
Khu nhà ở Sao Mai Bến Đình Phường 9, Vũng Tàu	100	25.750	Đất nền	18,141	Đang xây thô	100,0%
Bình Giã resident (đất sạch, không bị ảnh hưởng bởi nghị định 71 và 16)	100	3.560	362 căn hộ	43.583	Đang làm thủ tục, khởi công Quý 4 /2011	Cuối năm 2012
<b>Khu nhà ở phía Tây đường 3/2 (đất sạch, không bị ảnh hưởng 71 và 16) – Vũng Tàu</b>	<b>72</b>	<b>63.000</b>	<b>Đất nền: 69 nhà liền kề và 114 biệt thự</b>	<b>39.742</b>	<b>Làm hạ tầng quý 3/2011</b>	<b>Quý 4/2011</b>

Nguồn: HDC, ACBS tổng hợp

## TỶ SUẤT LỢI NHUẬN GỘP SẼ CÓ XU HƯỚNG GIẢM

**Từ năm 2008 – 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện**

Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh BĐS (KD BĐS) năm 2010 chiếm trên 85% tổng lợi nhuận gộp của HDC. Tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động KD BĐS có xu hướng tăng trong vài năm gần đây, đã góp phần làm cải thiện tỷ suất sinh lời hoạt động kinh doanh của HDC trong 3 năm trở lại đây, từ mức 19% năm 2008 tăng lên 36% năm 2010.

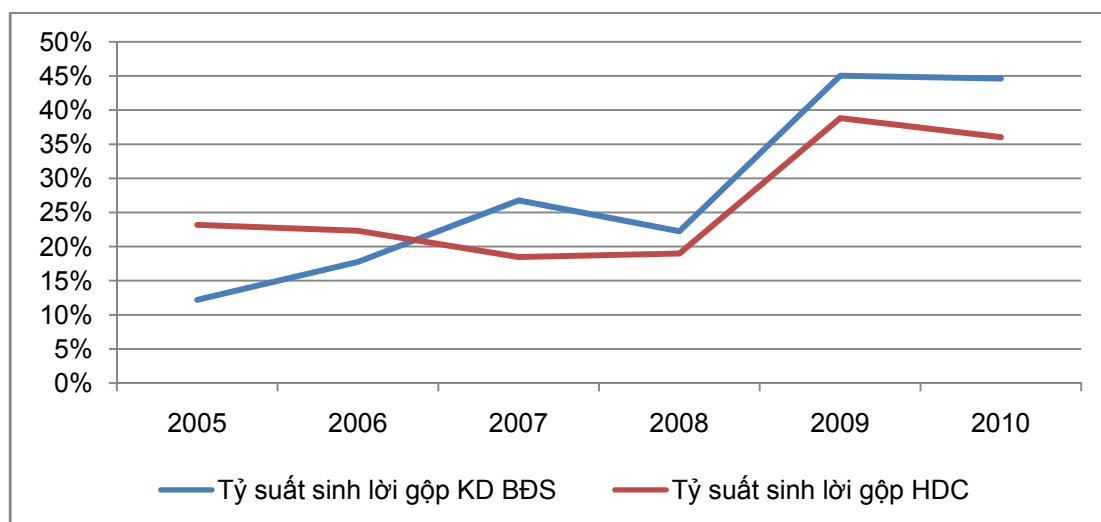
Yếu tố hỗ trợ tỷ suất sinh lợi gộp KD BĐS của HDC trong những năm qua là nhờ vào quỹ đất sạch, được hình thành sớm, vì vậy, chi phí bồi thường, đền bù giải phóng mặt bằng không quá cao.

Trong năm 2011 – 2014 dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp từ KD BĐS của HDC tiếp tục duy trì ở mức cao trên 45%, do các dự án mang lại nguồn doanh thu chính trong giai đoạn 2011 – 2014 đều có quỹ đất sạch, và không chịu tác động bởi Nghị định 69 quy định về mức bồi thường, đền bù giải phóng mặt bằng.

Tuy nhiên, từ năm 2015 trở đi, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ có xu hướng giảm dần, do các quỹ đất hình thành sau này của HDC phải tăng chi phí đền bù giải phóng mặt bằng theo quy định của Nghị định 69.

**Quỹ đất hình thành từ sớm, nên tỷ suất sinh lời gộp không bị ảnh hưởng bởi ND 69 từ năm 2011 - 2014**

**Từ năm 2015 trở đi, tỷ suất sinh lợi gộp sẽ giảm dần**



Nguồn: HDC, ACBS tổng hợp

## TỶ TRỌNG ĐẦU TƯ NHỎ

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010
(ĐT ngắn hạn + dài hạn)/TTS (%)	1,12	1,04	1,15	6,14
Doanh thu tài chính/(ĐT ngắn hạn + dài hạn) (%)	83	77	46	12

Nguồn: HDC, ACBS tổng hợp

Tỷ trọng các khoản đầu tư trên tổng tài sản của HDC là không đáng kể, chủ yếu là đầu tư tiền gửi và đầu tư mua cổ phiếu. Doanh thu tài chính chủ yếu là từ cổ tức hoặc đầu tư tiền gửi.

Trong năm 2010, tỷ trọng đầu tư ngắn hạn và dài hạn trên tổng tài sản cao hơn so với năm trước, do HDC tham gia góp vốn với Tổng cục Cảnh sát xây dựng Dự án Gò Sao, quận 12, TP.HCM. Tỷ lệ góp vốn của HDC trong dự án này là 65%, Hodeco làm chủ đầu tư. Dự án Gò Sao có diện tích đất khoảng 5,1 ha, đã có sổ đỏ, dự kiến sẽ xây dựng khoảng 2.000 căn hộ. Tuy nhiên, đến nay vẫn chưa có nhiều thông tin về việc triển khai dự án này.



# QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

## BAN QUẢN TRỊ VÀ BAN ĐIỀU HÀNH

HĐQT của HDC bao gồm 7 thành viên, trong đó có 3/7 thành viên tham gia vào Ban Điều hành và nắm giữ vị trí quan trọng. Điều này giúp Ban Quản trị theo dõi sát sao tình hình hoạt động của Công ty. Ngoài ra, việc có thêm một thành viên độc lập, không trực thuộc công ty là ông Lâm Hoàng Lộc sẽ hợp tác cùng hỗ trợ và giám sát hoạt động của HDC.

STT	Tên	Chức vụ	Số lượng (CP)	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Đoàn Hữu Thuận	Chủ tịch HĐQT/Tổng giám đốc	1.230.926	6,154
2	Phan Văn Minh	P.Chủ tịch HĐQT/ GĐ kinh doanh	248.978	1,24
3	Trần Quốc Tạo	TV HĐQT/Giám đốc dự án	288.203	1,44
4	Lê Viết Liên	TV HĐQT/TP Đầu tư tài chính	417.816	2,08
5	Lâm Hoàng Lộc	TV HĐQT	350.000	1,75
6	Bùi Thị Thịnh	TV HĐQT/Kế toán trưởng	143.255	0,7
7	Dương Ngọc Thanh	TV HĐQT/GĐ Công ty con HDC	171.402	0,8

Nguồn: HDC

## MINH BẠCH TÀI CHÍNH

Từ năm 2005 – 2010, công ty kiểm toán AASCN (Công ty TNHH dịch vụ tư vấn tài chính kế toán và kiểm toán Nam Việt) đã tiến hành kiểm toán cho HDC và luôn nêu ý kiến chấp nhận toàn phần đối với các báo cáo tài chính. Chính sách kế toán của HDC áp dụng khá nhất quán, đồng nhất từ năm 2005 – 2010, do vậy, HDC là công ty khá minh bạch về tài chính.

# PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

## CÁC KHOẢN MỤC ĐÁNG CHÚ Ý

**Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh có xu hướng tiếp tục âm**

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đang có xu hướng âm trong 2 năm trở lại đây. Thống kê số liệu lịch sử hoạt động của HDC từ năm 2005 – 2009, các khoản nợ phải thu không ảnh hưởng quá tiêu cực đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, mà là hàng tồn kho. Tuy nhiên, đến năm 2010, các khoản nợ phải thu và hàng tồn kho tăng mạnh, đặc biệt là khoản nợ phải thu, đã khiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh năm 2010 giảm mạnh.

Trong giai đoạn 2011 – 2015, HDC đang chủ trương tích lũy quỹ đất lớn, do vậy, sẽ làm hàng tồn kho mạnh, và dòng tiền hoạt động kinh doanh có thể tiếp tục trạng thái âm. Điều này có thể làm tăng áp lực vay nợ của HDC trong thời gian tới.

## CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010
<b>Khả năng thanh khoản (lần)</b>				
Thanh khoản hiện hành	1,65	1,61	1,49	1,97
Thanh khoản nhanh	0,51	0,32	0,33	0,60
<b>Cơ cấu nợ (lần)</b>				
Hệ số nợ	0,80	0,78	0,74	0,56
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay tài sản	0,49	0,52	0,45	0,47
Vòng quay hàng tồn kho	0,60	0,60	0,39	0,48
Vòng quay khoản phải thu	2,40	2,56	3,19	3,06
<b>Hiệu quả sinh lợi</b>				
Tỷ lệ lãi gộp (%)	18,48	18,98	38,83	36,04

Lợi nhuận sau thuế/DTT (%)	10,48	11,32	25,38	22,69
ROA (%)	5,18	5,93	11,47	10,63
ROE (%)	27,11	28,27	48,25	29,85
EPS (VND/cp)	3.220	4.170	8.353	5.047

Nguồn: HDC, ACBS tổng hợp

**Khả năng thanh khoản:** Khả năng thanh khoản nhanh thấp hơn 1, tuy nhiên, đây là đặc thù của các doanh nghiệp ngành bất động sản.

**Hiệu quả hoạt động:** chỉ tiêu phản ánh vòng quay tổng tài sản và hàng tồn kho được cải thiện nhẹ trong năm 2010. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2011 – 2015, chỉ tiêu này có thể tiếp tục xu hướng giảm do HDC tăng cường tích lũy quỹ đất mới.

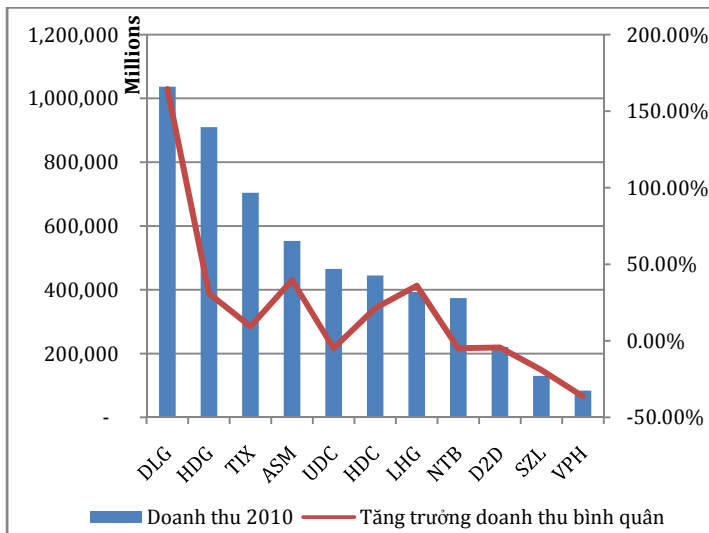
## VỊ THẾ CỦA HDC SO VỚI CÁC DOANH NGHIỆP BĐS CÙNG QUY MÔ TÀI SẢN

Tập hợp dữ liệu một số doanh nghiệp bất động sản niêm yết có cùng quy mô tổng tài sản như: ASM, TIX, HDG, VPH, SZL, DLG, LHG, D2D, UDC, NTB, HDC, so sánh: tốc độ tăng trưởng và các chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp trên.

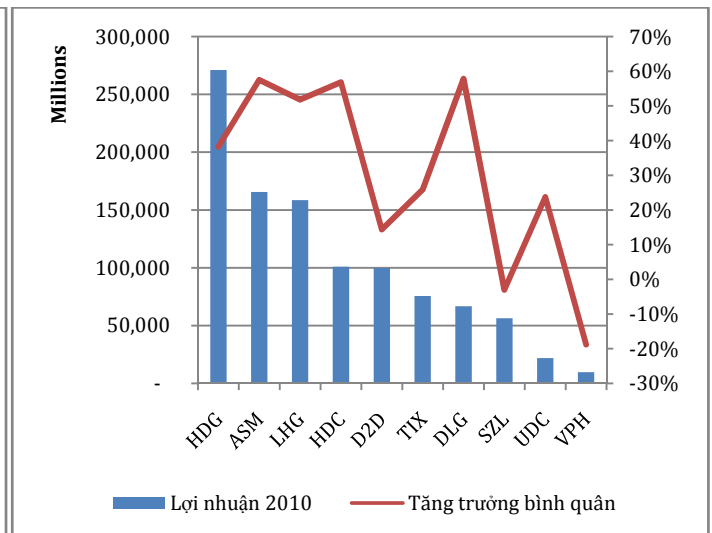
### TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG KHẢ

Xét về quy mô doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu, HDC chỉ thuộc mức trung bình so với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết cùng quy mô tổng tài sản, cụ thể: doanh thu năm 2010 của HDC xếp vị trí thứ 6/11; tốc độ tăng trưởng doanh thu của HDC trong giai đoạn từ 2007 – 2010 trung bình đạt 21,24%/năm, xếp vị trí thứ 5/11.

Tuy nhiên, do thế mạnh của HDC là sản phẩm đất nền có tỷ suất lợi nhuận gộp cao, vì vậy, lợi nhuận của HDC thuộc mức khá so với các doanh nghiệp BĐS niêm yết có cùng quy mô tổng tài sản, cụ thể: quy mô lợi nhuận xếp vị trí thứ 4/11; tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của HDC trong giai đoạn 2007 – 2010 trung bình đạt 56,83%/năm - xếp vị trí thứ 3/11.



Nguồn: ACBS tổng hợp



### MỨC SINH LỜI THUỘC LOẠI KHÁ

Thống kê giai đoạn 2008 – 2010, chỉ tiêu phản ánh vòng quay hàng tồn kho của HDC là khá thấp so với các doanh nghiệp bất động sản có cùng quy mô tổng tài sản. Điều này cho thấy tốc độ bán các sản phẩm bất động sản của HDC là chưa cao.

Ngoại trừ yếu tố trên, các chỉ tiêu tài chính của HDC khá tốt, thuộc mức Trung bình – Khá so với các doanh nghiệp khác. Đặc biệt là khi so với Công ty xây dựng và Phát triển đô thị Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu – doanh nghiệp kinh doanh bất động sản hoạt động trên địa bàn Vũng Tàu, thì các chỉ tiêu tài chính của HDC là vượt trội hơn hẳn.

Chỉ tiêu tài chính năm 2010	ASM	D2D	LHG	HDG	SZL	HDC	TIX	NTB	DLG	UDC	VPH
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>											
Khả năng thanh toán hiện hành	1,26	1,37	1,89	1,68	2,35	<b>1,97</b>	3,73	1,93	1,17	1,11	1,57
Khả năng thanh toán nhanh	0,71	1,23	1,09	1,04	2,03	<b>0,60</b>	2,15	0,89	0,71	0,62	0,28
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>											
Vòng quay tổng tài sản	0,55	0,28	0,30	0,68	0,16	<b>0,47</b>	0,64	0,21	0,89	0,37	0,07
Vòng quay khoản phải thu	2,80	2,31	1,45	3,44	6,66	<b>3,06</b>	4,02	0,89	2,59	1,08	0,50
Vòng quay hàng tồn kho	1,29	3,42	0,37	1,20	1,39	<b>0,48</b>	0,74	0,40	2,88	1,35	0,06
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>											
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	31,6	31,7	68,7	38,6	38,3	<b>36,0</b>	76,3	15,3	13,2	13,2	21,4
ROA (%)	16,5	12,6	12,0	20,3	7,1	<b>10,6</b>	6,8	3,2	5,7	1,7	0,8
ROE (%)	46,9	35,1	32,5	54,1	11,8	<b>29,8</b>	16,9	14,3	18,4	5,7	2,9
EPS (vnd/cp)	16.700	9.330	7.923	13.389	2.818	<b>5.047</b>	6.295	1.597	2.292	623	348
P/E (lần)	1,98	3,05	5,01	5,27	5,50	<b>5,79</b>	6,20	7,52	11,08	19,89	47,40

Nguồn: ACBS tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ

### CÁC GIẢ ĐỊNH

- ACBS giả định HDC sẽ không tăng vốn điều lệ sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu là 20% trong năm 2011 và 20% trong năm 2012.
- Doanh thu kinh doanh bất động sản được dự phóng chi tiết cho từng dự án. Do thị trường bất động sản hiện nay khá trầm lắng, vì vậy, trong quá trình dự phóng, chúng tôi đã căn trọng ước tính thời gian bán các dự án BĐS của doanh nghiệp trong vòng 4 năm, thấp hơn so với ước tính tiến độ bán của doanh nghiệp.
- Giá vốn kinh doanh bất động sản được dự phóng chi tiết cho từng dự án, trên cơ sở dựa trên tỷ suất lợi nhuận gộp cho từng dự án mà HDC ước tính.
- Định giá bằng phương pháp DDM, với mức chi trả cổ tức hàng năm dự kiến của HDC là 30%/năm. Tốc độ tăng trưởng cổ tức
- Hệ số nợ của HDC đang có xu hướng giảm trong 03 năm trở lại đây. Tuy nhiên, do trong giai đoạn 2011 – 2015, HDC đang có kế hoạch tích lũy thêm quỹ đất, vì vậy, trong quá trình dự phóng, chúng tôi ước tính hệ số nợ của HDC có xu hướng tăng cao hơn trong giai đoạn 2011 – 2015.

### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Với các giả định trên và thông tin hiện có, chúng tôi định giá cổ phiếu HDC ở mức **26.476 đồng/cp**.

## ĐÁNH GIÁ RỦI RO

**Rủi ro biến động kết quả kinh doanh năm 2011:** Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2011 được thực hiện dựa trên tiến độ bán 06 dự án bất động sản của HDC tại Vũng Tàu. Trong đó:

- Khu nhà ở Sao Mai – Bến Đình chắc chắn thu về 40 tỷ đồng doanh thu chưa hạch toán trong năm 2010;

- 2/5 dự án còn lại bắt đầu được chào bán vào quý 3/2011 (trong đó có dự án Khu biệt thự Đồi Ngọc Tước II – dự án dự kiến mang lại 35% tổng doanh thu kinh doanh bất động sản cho HDC trong năm 2011);

- 1/5 dự án có tiến độ bán khá chậm là Dự án Chung cư khu nhà ở Đợt Đầu Phú Mỹ 18 tầng.

Trước những yếu tố nêu trên, cùng với tình hình bất động sản tiếp tục trầm lắng, rủi ro về khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của HDC đề ra trong năm 2011 là có thể có.

**Rủi ro về quyền lợi cổ đông thiểu số:** Tổng số cổ phiếu sở hữu của Hội đồng quản trị HDC là 14,16%, trong đó chỉ có 1,75% số lượng cổ phiếu là do thành viên độc lập với công ty nắm giữ. Việc này có thể gây lo ngại đến việc bảo vệ quyền lợi cổ đông thiểu số, khi mà cổ đông thiểu số nắm giữ đến 85% số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện nay của HDC.

**Rủi ro thanh khoản:** Khối lượng giao dịch bình quân của HDC khá thấp, trung bình đạt khoảng 40.000 cp/phiên, do vậy, rủi ro thanh khoản của HDC là khá cao.

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*HDC là cổ phiếu có chỉ tiêu tài chính thuộc mức khá so với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết có cùng quy mô tổng tài sản. Tỷ suất sinh lợi gộp của HDC cao hơn so với các doanh nghiệp bất động sản khác do Công ty tập trung vào sản phẩm đất nền – có lợi thế là quỹ đất hình thành không bị tác động bởi Nghị định 69.*

*Hiện nay, giá cổ phiếu HDC đang giao dịch thấp hơn mức giá trị nội tại. Tuy nhiên, trước rủi ro về khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh đề ra của HDC trong năm 2011, đồng thời tình hình thị trường bất động sản chưa có tín hiệu khởi sắc, cổ phiếu HDC hiện tại không thích hợp với chiến lược đầu tư dài hạn.*

*Đối với nhà đầu tư ngắn hạn, có thể xem xét bán HDC khi giá cổ phiếu này giao dịch bằng với giá trị nội tại.*

## CHỨNG THỰC CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

## PHÂN PHỐI BÁO CÁO

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

## CÔNG BỐ LỢI ÍCH VẬT CHẤT

Vào ngày phát hành bản báo cáo, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào như sở hữu cổ phiếu, khoản cho vay, khoản nợ có liên quan đến HDC.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH CỦA ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.