



# BÁO CÁO PHÂN TÍCH

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN  
HUDLAND (HLD - HNX)**



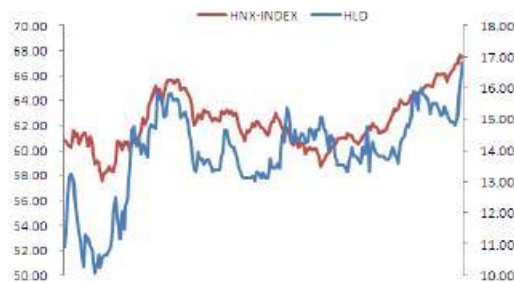


Hoàng Công Tuấn

Email: [Tuan.hoangcong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.hoangcong@mbs.com.vn)Mã: **HLD** – Sàn niêm yết: **HNX**Khuyến nghị: **Giữ**Giá mục tiêu: **26.000 VND**

THÔNG TIN CHUNG	
<b>Giá 22/12/2013</b>	<b>VND 16,800</b>
Ngành: Bất Động Sản	
Mô hình kinh doanh: XD và BĐS	
Số cổ phiếu lưu hành	20.000.000
Số cổ phiếu niêm yết hiện tại	20.000.000
Vốn hóa (tỷ VND)	304
Giá điều chỉnh cao nhất 52 tuần(VND)	17.7
Giá điều chỉnh thấp nhất 52 tuần(VND)	9.6
KL trung bình 10 ngày	104.130
SỞ HỮU CỦA CỔ ĐÔNG LỚN	
Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị	51%
Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Thành Nam	14.06%
Công ty TNHH Dệt Hà Nam	9.5%
Nguyễn Thanh Hương	7.5%
TIÊU CHÍ KỸ THUẬT CƠ BẢN	
Beta theo giá	2.56
Beta theo thanh khoản	2.34
Xu hướng (trend)	Tăng
Hỗ trợ ngắn hạn	16,000
Hỗ trợ dài hạn	13,500
Dạng mô hình kỹ thuật John Murphy	Tích lũy trung gian giữa xu thế tăng
Ngưỡng Breakout	16,300

Biểu đồ biến động giá HLD



Bảng tổng hợp định giá	VND/cp
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức	25,008
Định giá theo phương pháp so sánh	26,683
Giá hợp lý	25,846
Giá hiện tại	16,100
Tỷ lệ chiết khấu	38%

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN HUDLAND (HLD - HNX)

Chúng tôi đánh giá cao HLD ở khả năng triển khai các dự án hiệu quả và tình hình tài chính vững mạnh. Các dự án có giá bán ổn định nhờ chất lượng sản phẩm cao và khả năng quản lý chi phí tốt của Công ty đem lại cho HLD năng lực cạnh tranh cao để vượt qua các giai đoạn trầm lắng của thị trường bất động sản và có khả năng thu kết quả khả quan khi thị trường bất động sản phục hồi. Kết quả kinh doanh của Công ty trong năm 2013 vẫn rất khả quan nhờ các dự án chủ lực đang khai thác. Chúng tôi cho rằng HLD thích hợp với các nhà đầu tư giá trị có tầm nhìn dài hạn tin tưởng vào chiến lược phát triển của Công ty.

### TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản HUDLAND là một đơn vị thành viên của Tổng công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị (HUD). HUDLAND được chính thức thành lập vào tháng 08 năm 2007 với tổng số vốn điều lệ là 100 tỷ đồng. Sau giai đoạn chuẩn bị năm 2008, tới giai đoạn 2009 - 2010, HUDLAND đã nhanh chóng nhập cuộc vào thị trường bất động sản và gần như cùng lúc đưa ra thị trường các hạng mục đầu tư với tổng số vốn hàng ngàn tỷ đồng. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty là (i) Đầu tư phát triển khu dân cư, khu đô thị mới, (ii) Xây dựng, cải tạo nhà; (iii) Xây dựng các khu trung tâm thương mại, siêu thị, dịch vụ văn phòng, trung tâm thể thao, kho bãi, nhà xưởng, chợ...(iv) Xây dựng các khu kinh tế, khu công nghiệp. Thương hiệu HUDLAND đã có chỗ đứng nhất định trên thị trường, gắn liền với nhiều dự án như dự án Khu đô thị mới đường Lê Thái Tổ - Thành phố Bắc Ninh - Bắc Ninh, dự án Khu đô thị mới Việt Hùng - Long Biên - Hà Nội, dự án BT08 và LK27 tại Khu đô thị mới Vân Canh - Hoài Đức - Hà Nội.v.v...

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❖ Là một trong số rất ít doanh nghiệp kinh doanh bất động sản hoạt động vẫn hiệu quả trong giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng.
- ❖ Biên lợi nhuận duy trì ở mức cao và ổn định nhờ các lợi thế đặc thù của công ty.
- ❖ Tài chính rất lành mạnh, không có nợ xấu tiềm tàng, vay nợ ngắn hạn rất ít.
- ❖ Dự án tiềm năng tương đối nhiều ở phân khúc trung cấp, sản phẩm chủ yếu là các căn hộ cỡ vừa và nhỏ ở những khu vực có cơ sở hạ tầng và mật độ dân cư đang phát triển mạnh nên khả năng bán hàng dễ dàng hơn.
- ❖ Lợi nhuận sau thuế năm 2013 và dự phóng 2014 khá cao, EPS cao. Dự kiến doanh thu năm 2013 khoảng 460 tỷ, lợi nhuận sau thuế ~ 104 tỷ.
- ❖ Tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân hàng năm từ 20 – 25%, P/Divident ở mức thấp hơn 1 lần, trong khi chỉ tiêu P/Divident toàn thị trường ở ~1,4 lần (theo bloomberg). Năm 2013 trong cơ cấu cổ tức của HLD dự kiến 15%.
- ❖ Thị giá cổ phiếu ở mức thấp hơn giá trị doanh nghiệp rất nhiều.

### ĐỊNH GIÁ

Dựa vào chiến lược kinh doanh của HLD, dễ thấy rằng HLD đảm bảo được hiệu quả kinh doanh cao và mức lợi nhuận cao ngay cả trong giai đoạn khó khăn. Việc phân bổ đầu tư trọng điểm vào một số dự án có khả năng bán được ở phân khúc lai giữa trung cấp và nhà giá rẻ sẽ giúp đảm bảo thu nhập cao cho HLD trong giai đoạn 2013 – 2015. Mức cổ tức chi trả hàng năm của HLD khá cao và ổn định từ 2010 đến nay. Chúng tôi định giá cổ phiếu HLD dựa trên bình quân của 3 phương pháp là chiết khấu dòng cổ tức, P/E và P/B giá hợp lý của Công ty là 25,846 đồng/cp.



## I. PHÂN TÍCH TỔNG THỂ VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (HLD)

Vốn dĩ là đơn vị thành viên của Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị (HUD), cho đến nay HUD vẫn giữ 51% cổ phần tại HLD. Yếu tố đầu vào và nguồn cung cấp của HLD có lợi thế rất lớn từ sự hỗ trợ của Tổng công ty HUD.

HLD đã và đang có được những dự án đầu tư kinh doanh bất động sản cỡ vừa và nhỏ với tổng giá trị đầu tư "vừa sức" so với qui mô tài sản của doanh nghiệp. Các dự án mà HLD thực hiện hầu hết đều có vị trí đắc địa trong qui hoạch tổng thể của toàn khu đô thị nên dễ bán và giá không bị giảm nhiều ngay cả khi thị trường bất động sản trầm lắng.

STT	Dự án	Chủ đầu tư	Địa điểm	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
1	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở thấp tầng LK27, BT08	<b>HUDLAND</b>	KĐT mới Vân Canh, Hoài Đức, Hà Nội	195.9	Đã hoàn thành, đang bàn giao cho khách hàng
2	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở thấp tầng Nơ-05B	<b>HUDLAND</b>	KĐT mới Vân Canh, Hoài Đức, Hà Nội	552,9	Đã hoàn thành, đang bàn giao cho khách hàng
3	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở chung cư cao tầng CT-17	<b>HUDLAND</b>	KĐT mới Việt Hưng, Long Biên, Hà Nội	900.6	Đã hoàn thành 2 khối nhà 5 tầng và bàn giao cho khách hàng. Trong đó, hai khối nhà 14 tầng đang tiến hành bàn giao cho khách hàng. Khối nhà 17 tầng đang trong quá trình xây thô đến tầng 16 và dự kiến sẽ hoàn thành trong cuối quý II.2013
4	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở Biệt thự	<b>HUDLAND</b>	KĐT mới đường Lê Thái Tổ, TP.Bắc Ninh, Tỉnh Bắc Ninh	219.6	Hoàn thành đến 95%, dự kiến sẽ hoàn thành trong Q1.2013
5	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở Liên kề	<b>HUDLAND</b>	KĐT mới đường Lê Thái Tổ, TP.Bắc Ninh, Tỉnh Bắc Ninh	612.2	Hiện đã triển khai hoàn thành đến 80%, dự kiến sẽ hoàn thành toàn bộ trong QII.2013
6	Dự án đầu tư xây dựng nhà ở Chung cư cao tầng C(khối 2)	<b>HUDLAND</b>	Lô đất CT3, KĐT mới Tây nam hồ Linh Đàm, Hoàng Mai, Hà Nội.	250	Hiện đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục đầu tư, dự kiến sẽ triển khai trong năm 2013

*Nguồn: Theo BCTC của HUDLAND*

Tất cả các dự án của HLD đều không phải giải phóng mặt bằng. Điều này rút ngắn thời gian hoàn thành mỗi dự án và khiến biên lợi nhuận của công ty tăng trội hơn so với mặt bằng của các doanh nghiệp cùng ngành.

Các nhà thầu thi công được lựa chọn trên cơ sở các nhà thầu thi công truyền thống, đều có năng lực tài chính ổn định và năng lực thi công đã được kiểm chứng qua nhiều dự án. Nói một cách khác thì HLD có lợi thế về tính ổn định ở yếu tố nhà cung cấp, và tăng được khả năng chiếm dụng vốn của HLD trong quan hệ thanh toán với các nhà thầu.

STT	Tên các nhà thầu chính	Địa chỉ	Lĩnh vực hoạt động
1	CTCP Đầu tư và Xây dựng Thành Nam	Lô CC5A, Bán đảo Linh Đàm, Hoàng Mai, Hà Nội	Xây dựng dân dụng Công nghiệp
2	CTCP Đầu tư và Xây dựng HUD1	168 Giải Phóng, Thanh Xuân, Hà Nội	Thi công xây lắp công trình dân dụng, CN, Hạ tầng KĐT...
3	CTCP Xây dựng số 1	Số 108 - Cao Thắng - Quận 3 - TP. Hồ Chí Minh	Xây dựng
4	CTCP Đầu tư và xây dựng HUD3	Số 40 Lê Hồng Phong, Hoàng Cầu, Quận Hà Đông, Hà Nội	Thi công xây lắp công trình dân dụng, CN, Hạ tầng KĐT...
5	CTCP Xây dựng số 2 - TCT Đầu tư xây dựng Hà Nội	31 Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội	Xây dựng cơ bản, đầu tư phát triển hạ tầng KĐT và Công nghiệp

*Nguồn: Theo BCTC của HUDLAND*

Về phân khúc thị trường, HLD tập trung chủ yếu vào phân khúc trung cấp nhưng thực tế các dự án mà HLD thực hiện tập trung hiện nay thuộc nhóm lai giữa nhà giá rẻ và phân khúc nhà trung cấp, có mức giá dao động từ 17 tr/m2 đến 22 triệu/m2, thuộc nhóm hàng bất động dễ bán nhất hiện nay do đánh đúng vào nhu cầu nhà ở thực tế trên thị trường. Các dự án tiêu biểu thuộc phân khúc này có thể nói đến là các dự án nhà ở chung cư thấp tầng (đa phần có mức giá dưới 2 tỷ/ căn hộ, giá dao động từ 17 – 21 triệu/m2), dự án CT 17 Khu ĐTM Việt Hưng (có giá bán từ 20 – 22 triệu/m2) và chung cư cao tầng khu C (CT 3 KĐT Linh Đàm).

HLD không có rủi ro nợ xấu ngay cả trong bối cảnh thị trường bất động sản ảm đạm. Đối với các hợp đồng khách hàng đã nộp một phần tiền trong thời gian trước đây, HLD có điều khoản ràng buộc rằng trong trường hợp khách hàng không muốn tiếp tục nộp tiền các đợt sau thì HLD chỉ chi trả lại phần tiền cho khách hàng khi công ty nhận được tiền nộp mua căn nhà đó của khách hàng khác. Nhờ vậy, HLD không có nợ xấu tiềm tàng ở các khoản phải trả.

Trong năm 2013, HLD giảm tối đa chi phí hoạt động (chi phí dự kiến giảm hơn một nửa so với năm ngoái), chi phí lãi vay của HLD không đáng kể, công ty thu hẹp các đầu tư dàn trải, tập trung vào số ít dự án trọng điểm (tiêu biểu là dự án chung cư CT17 – KĐT Việt Hưng) có khả năng bán được khi nhắm tới các đối tượng khách hàng là người mua với nhu cầu ở thực sự.

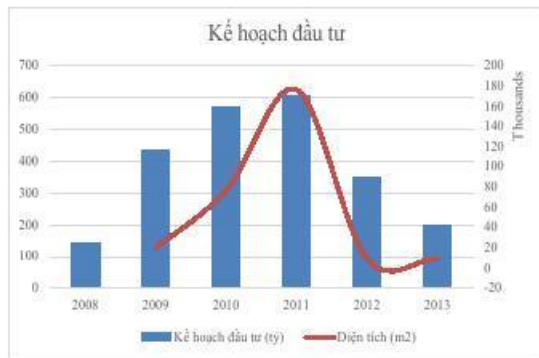
Khu CT17 có diện tích 32,156 m2, tổng giá trị đầu tư hơn 900 tỷ đồng, quy hoạch bao gồm 6 tòa nhà (khu Green House), trong đó có 4 tòa chung cư cao 14 tầng và 2 tòa nhà thấp tầng (5 tầng không có thang máy) giá rẻ (GH 1 và GH2). Đến nay, GH 1, 2, 3, 4 đã hoàn thiện và đang bàn giao nhà cho khách hàng. Giá bán hầu hết các căn hộ thuộc GH1 và GH2 đều dưới 2 tỷ, đồng thời có hỗ trợ khách mua nhà vay vốn dài hạn tại các ngân hàng như BIDV, Vietcombank, SHB, MB... lãi suất từ 8%/năm. Theo như chúng tôi tìm hiểu thì GH1 và GH2 đã bán được gần hết, GH3, 4 có tỷ lệ lấp đầy ước trên 70% và đang có tiến triển giao dịch rất tốt. Chúng tôi đánh giá hạch toán doanh thu từ CT17 sẽ chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu năm 2013 của HLD, và giúp HLD hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm.

#### Chi tiết các dự án trong hàng tồn kho (VND)

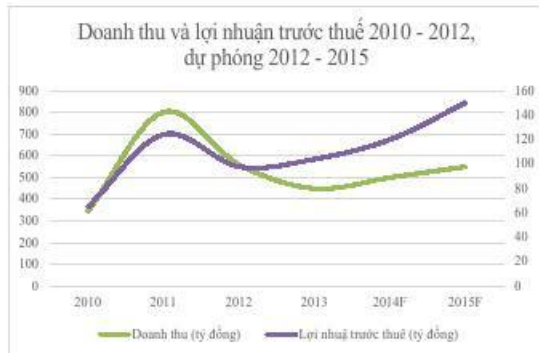
STT		Q3/2013	1/1/2013	Thay đổi
1	Dự án nhà CT17 KĐT Việt Hưng	184,046,263,138	298,737,581,087	(114,691,317,949)
2	Dự án HH05 KĐT Việt Hưng	14,958,694,622	19,263,257,783	(4,304,563,161)
3	Dự án nhà LK Lê Thái Tổ, Bắc Ninh	68,342,745,714	70,736,152,413	(2,393,406,699)
4	Dự án Lê Thái Tổ Bắc Ninh	746,194,732	5,918,746,919	(5,172,552,187)
5	Dự án LK27 và BT08 KĐT Vân Canh	678,544,818		678,544,818
6	Dự án tây nam Linh Đàm	20,213,908,133	20,213,908,133	-
7	Dự án thực hiện ủy quyền hạ tầng Bắc Ninh	16,485,462,729	-	16,485,462,729
8	Dự án thực hiện ủy quyền CV - 02	11,868,183,046	-	11,868,183,046
9	Khác	54,381,091	196,085,047	(141,703,956)
<b>Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang</b>		<b>317,394,378,023</b>	<b>415,065,731,382</b>	<b>(97,671,353,359)</b>

*Nguồn: Theo BCTC của HUDLAND*





Kế hoạch đầu tư của HLD cho thấy chiến lược giảm đầu tư dần dần, tăng cường trọng điểm. (nguồn: HLD)



Doanh thu và lợi nhuận cho thấy hiệu quả kinh doanh cao vẫn được duy trì và nâng cao (nguồn: HLD; tác giả dự báo)

## II. PHÂN TÍCH CHIẾN LƯỢC KINH DOANH (HLD)

Chiến lược kinh doanh giai đoạn 2013 – 2015 của HLD đi theo một hướng đi thận trọng hơn nhiều so với các doanh nghiệp bất động sản khác. **Dựa trên các lợi thế đang có, HLD có xu hướng giảm dần các đầu tư dàn trải kém hiệu quả, cắt giảm tối đa chi phí hoạt động và lãi vay, đầu tư có tập trung trọng điểm vào một số dự án tốt và có khả năng bán được trong điều kiện thị trường bất động sản ảm đạm.**

Đối với các dự án mới, ban lãnh đạo công ty cũng thống nhất quan điểm khá thận trọng và ưu tiên nghiên cứu kỹ lưỡng, đánh giá khả năng thu hồi vốn chắc chắn trước khi quyết định đầu tư vào.

Chúng tôi cho rằng đối với một doanh nghiệp có qui mô như HLD, việc lựa chọn chiến lược thận trọng và duy trì hiệu quả kinh doanh cao là một hướng đi hết sức khôn ngoan. Mặc dù thị trường bất động sản được đánh giá cao về triển vọng phục hồi trong dài hạn, tuy nhiên không thể phủ nhận rằng vẫn có những rủi ro trong ngắn hạn, có thể kéo dài 1 – 3 năm nếu như nền kinh tế phục hồi theo mô hình chữ U với đáy thoải kéo dài.

Các số liệu thống kê cũng cho thấy rằng mặc dù chỉ tiêu lạm phát năm 2013 đã được kiềm chế đạt mức tích cực hơn mục tiêu đề ra đầu năm (dưới 7%) tuy nhiên tốc độ tăng trưởng GDP thực tế vẫn chưa cải thiện đáng kể so với giai đoạn 2011 – 2012, trong đó chúng tôi nhấn mạnh vào yếu tố tổng cầu nền kinh tế vẫn còn rất yếu. Ở một khía cạnh khác, nợ xấu vẫn còn là một vấn đề quan ngại có khả năng sẽ tiếp tục cản trở quan hệ tín dụng giữa hệ thống các ngân hàng với doanh nghiệp và cá nhân và làm chậm lại tốc độ tăng trưởng tín dụng và kéo theo sức mua của nền kinh tế chậm cải thiện. Theo cơ chế hoạt động của VAMC hiện tại và việc chuẩn bị áp dụng TT 02 – NHNN vào tháng 6 năm 2014 thì chúng tôi thấy rằng có lẽ phải mất từ 2 – 4 năm để giải quyết được tận gốc vấn đề nợ xấu trong nền kinh tế. Năm 2013 tốc độ tăng trưởng tín dụng có khả năng không đạt mục tiêu đề ra đầu năm, và việc các cơ quan quản lý dự kiến mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2014 ở mức khiêm tốn cũng cho thấy phần nào những rào cản trong ngắn hạn.

Về thị trường bất động sản trong năm 2013 và triển vọng trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng tốc độ giảm tồn kho bất động sản vẫn chậm và tồn kho dù đã giảm nhưng vẫn còn khá lớn. Tính riêng thị trường Hà Nội, tính đến tháng 5/2013, số căn hộ chung cư tồn kho (bao gồm chưa bán hoặc chưa huy động vốn) là 5.789 căn, tương ứng hơn 566.000 m2 sàn. Trong đó, số đã xong phần thô có diện tích dưới 60 m2 là 137 căn; từ 60 - 90 m2 là 120 căn; hơn 90 m2 là 185 căn. Đối với loại đang xây dựng diện tích từ 60 - 90 m2 là 247 căn, trên 90 m2 có tới hơn 5.405 căn. Số lượng nhà thấp tầng như biệt thự, liền kề tồn kho là 3.483 căn, tương ứng với 878.000 m2 sàn. Trong đó có 763 căn có diện tích từ 60 - 90 m2 và 2.720 căn có diện tích trên 90 m2. Tồn kho đến hết tháng 11 giảm tiếp khoảng hơn 16%, tuy nhiên xét về thanh khoản và khả năng hấp thụ thì rõ ràng trong ngắn hạn thị trường bất động sản vẫn còn nhiều khó khăn.

Về mặt chính sách, gói hỗ trợ tín dụng 30.000 tỷ đồng cho nhà ở cho người thu nhập thấp năm 2013 cho thấy xu hướng hỗ trợ về mặt chính sách đang tập trung vào phân khúc nhà ở xã hội và nhà giành cho người có thu nhập thấp. Trong khi đó phần lớn lượng hàng tồn kho nằm ở phân khúc trung và cao cấp. Trong năm 2013, cũng có nhiều doanh nghiệp buộc phải chuyển đổi một vài dự án thành dự án nhà ở xã hội, tuy nhiên với phân khúc này chúng tôi đánh giá rằng biên lợi nhuận cho nhà ở xã hội là rất thấp và đóng góp với lợi nhuận của doanh nghiệp không đáng kể. Động thái chuyển đổi này của các doanh nghiệp bất động sản chủ yếu giải quyết về vấn đề



thanh khoản khi họ đang khan tiền mặt và phải chịu áp lực lãi vay cao. Từ đó chúng tôi cũng đánh giá rằng đối với riêng lĩnh vực bất động sản, việc đầu tư dàn trải các dự án tiềm năng từ 3 – 5 năm, nếu như doanh nghiệp không đủ tiềm lực tài chính để duy trì hoạt động ổn định trong thời gian dài thì sẽ là một hướng đi tương đối rủi ro.

Đối với trường hợp của HLD, chúng tôi thấy rằng ban lãnh đạo doanh nghiệp đã nhìn nhận rõ và lường trước các rủi ro này, nhờ đó lựa chọn chiến lược thu hẹp đầu tư dàn trải, giảm chi phí, tăng cường hiệu quả kinh doanh, đầu tư tập trung trọng điểm và chú trọng quay vòng vốn nhanh sẽ giúp HLD duy trì được hiệu quả kinh doanh cao qua giai đoạn khó khăn trước mắt. Trong dài hạn, khi thị trường bất động sản phục hồi trở lại, với những lợi thế mà chúng tôi đã phân tích ở trên, đặc biệt ở sự hỗ trợ của Tổng công ty (HUD), HLD khả năng sẽ có những đột phá mạnh mẽ.

### III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

	2011	2012	2013F
<b>Chỉ tiêu đòn bẩy tài chính</b>			
Chỉ số nợ/TTS	0.72	0.57	0.47
Chỉ số bao phủ lãi vay (EBIT/Lãi vay)	527	91	91
<b>Chỉ tiêu thanh khoản</b>			
Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn	0.47	0.80	1.06
Chỉ số thanh toán bằng tiền mặt	0.02	0.01	0.35
<b>Dòng tiền</b>			
Dòng tiền kinh doanh/doanh thu	(0.01)	0.30	0.47
Dòng tiền kinh doanh/lãi vay	(34.11)	117.64	140.00
<b>Chỉ tiêu khả năng sinh lợi</b>			
Biên lợi nhuận gộp	21.01%	24.79%	24.44%
Biên lợi nhuận hoạt động	20.69%	23.54%	24.67%
Biên lợi nhuận ròng	15.49%	17.46%	18.25%
ROE	47.38%	29.39%	25.80%
ROA	13.31%	12.55%	14.73%
<b>Các chỉ tiêu đánh giá hoạt động</b>			
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	1.01	0.81	0.61
Hệ số vòng quay các khoản phải trả		0.19	0.98
Hệ số vòng quay các khoản phải thu		2.27	1.57

**Nguồn: MBS tính toán và dự phóng**

Hệ số nợ ở mức thấp đáng bất ngờ so với đặc thù lĩnh vực xây dựng – bất động sản. Hệ số nợ cũng giảm dần qua các năm từ 2011 đến nay. Trong cơ cấu nợ phải trả của HLD thì vay nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất nhỏ, chủ yếu nằm ở các khoản mục quan hệ thanh toán với khách hàng và các đối tác nhà thầu thi công.

Chỉ số bao phủ lãi vay cho thấy thu nhập của HLD không phụ thuộc vào tiền vay. Chi phí lãi vay không đáng kể (dưới 2 tỷ) là nguyên nhân khiến chỉ số bao phủ lãi vay cao đột biến. Đây là một điểm rất đặc biệt so với các doanh nghiệp khác trong ngành Bất động sản. Không chỉ đảm bảo an toàn tài chính hoặc khả năng thanh toán mà việc chi phí lãi vay không đáng kể là một trong những yếu tố căn bản khiến biên lợi nhuận của HLD cao.

Các chỉ tiêu thanh toán đều được cải thiện theo thời gian từ 2011 đến nay. Khác với tình trạng chung của nhiều doanh nghiệp bất động sản trong giai đoạn khó khăn, HLD có độ an toàn về mặt thanh khoản rất cao. Chiếm một tỷ trọng đáng kể trong nợ phải trả của HLD nằm ở hai nội dung: một là phần tiền cọc bảo hành mà HLD giữ của các đơn vị thi công, coi như phần tiền đặt cọc trong thời gian đầu đưa các tòa nhà vào sử dụng; hai là phần tiền mà HLD phải chi trả cho những khách hàng bỏ cọc sau khi đã đóng tiền đợt 1 trong những năm 2011- 2012; tuy nhiên phần này HLD không phải chi trả ngay mà khi nào nhận được tiền từ khách hàng khác đã mua căn nhà đó mới phải hoàn trả lại cho khách hàng cũ bỏ cọc.

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lợi của HLD ở mức rất cao với biên lợi nhuận gộp có xu hướng tăng trong khi doanh thu, tài sản đều giảm trong năm 2012 – 2013. Nghịch lý này đã được chúng tôi phân tích ở phần chiến lược kinh doanh của HLD, và điều này là bằng chứng khẳng định năng lực quản lý, tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo HLD

#### IV. SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

Bảng so sánh một số chỉ tiêu định giá theo thị giá và các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh của một số doanh nghiệp niêm yết trên HSX và HNX. Chúng tôi chọn lọc chỉ các doanh nghiệp có vốn hóa trong vùng từ 300 đến dưới 1000 tỷ đồng tính theo giá gần nhất. Các thông số cơ bản chỉ tính đến báo cáo 6 tháng của doanh nghiệp.

STT	Mã	P/E pha loãng (Lần)	P/B (Lần)	ROE (%)	ROA(%)
1	ITC	-32.91	0.3	-0.9	-0.6
2	NVT	-7.21	0.58	-6.96	-3.91
3	KDH	-4.98	0.54	-9.39	-4.72
4	NBB	1.69	0.23	13.82	5.57
5	<b>HLD</b>	<b>3.51</b>	<b>0.44</b>	<b>25.8</b>	<b>12.91</b>
6	SZL	5.15	0.65	11.42	5.27
7	TIX	7.09	0.88	11.91	6.42
8	HDG	7.54	1.11	14.24	5.22
9	FLC	7.87	0.33	4.26	2.4
10	DXG	8.2	1.07	13.23	7.62
11	HDC	12.76	0.69	5.34	2.34
12	FDC	14.31	1.11	8.88	5.32
13	HQC	15.7	0.67	4.25	1.25
14	TDH	23.57	0.36	1.91	1.16
15	QCG	47.31	0.36	0.78	0.28

**Nguồn: MBS tổng hợp**

#### V. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU HLD:

Dựa vào chiến lược kinh doanh của HLD đã phân tích ở trên, để thấy rằng HLD đảm bảo được hiệu quả kinh doanh cao và mức lợi nhuận cao ngay cả trong giai đoạn khó khăn. Việc phân bổ đầu tư trọng điểm vào một số dự án có khả năng bán được ở phân khúc lai giữa trung cấp và nhà giá rẻ sẽ giúp đảm bảo thu nhập cao cho HLD trong giai đoạn 2013 – 2015. Mức cổ tức chi trả hàng năm của HLD khá cao và ổn định từ 2010 đến nay. Chúng tôi định giá cổ phiếu HLD dựa trên bình quân của 3 phương pháp là chiết khấu dòng cổ tức, P/E và P/B.

- ❖ Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức cho thấy mức giá hợp lý của HLD vào khoảng 25,000 đồng/cp
- ❖ Phương pháp so sánh P/E P/B Bình quân các doanh nghiệp BĐS có mức vốn hóa, tài sản và hiệu quả kinh doanh trong biên độ tương đồng nhất định, cho thấy mức giá hợp lý của HLD ở 26,683 đồng/cp.



Bình quân số học của hai phương pháp trên (do kết quả khá sát nhau), chúng tôi cho rằng mức định giá hợp lý của HLD ở mức 25,845 đồng/cp.

### Chiết khấu dòng cổ tức

Năm	Dự án trọng điểm dự kiến	Qui mô dự án (m2)	Tổng số căn hộ	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tổng DT dự kiến (tỷ đồng)	Phân khúc
2013	CT17 - tòa GH1 Gh2 Gh3 Gh4	32,156	654	900.6	1,321.4	Lai giữa thấp - trung cấp, giá rẻ
2014	Liên kề Lê Thái Tổ Bắc Ninh	49,631	552	621.2	799.5	Trung cấp
2014	Dự án chung cư Tây Nam Linh Đàm (CT13)	3,174.5	126	250	309	Trung cấp
2014	Dự án LK27 BT08 Vân Canh - Hoài Đức - Hà Tây	11,633	72	195.9	289.5	Nhà thấp tầng giá rẻ

Bảng thể hiện các dự án tập trung trọng điểm, là cơ sở mang lại doanh thu và lợi nhuận trong tương lai của HLD.

### Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng cổ tức

Năm	Số cổ phiếu lưu hành	Cổ tức	Thu nhập	Chiết khấu về hiện tại
2010	10,000,000	25% tiền mặt		
2011	10,000,000	25% tiền mặt		
2012	10,000,000	Chia thưởng 1:1		
<b>2013</b>	<b>20,000,000</b>	<b>15%</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500.0</b>
2014	30,000,000	20%	2,000	1,801.8
2015	30,000,000	Chia thưởng 2:1	0	-
2016	30,000,000	25%	3,750	2,742.0
2017	30,000,000	30%	4,500	2,964.3
<b>Tổng thu nhập cổ tức chiết khấu về hiện tại</b>				<b>9,008.1</b>

Tỷ lệ chiết khấu kỳ vọng 11%

Ngưỡng hỗ trợ dài hạn của giá 16,000

**Giá hợp lý (VNĐ/cp) 25,008**

*Phương pháp định giá so sánh: Bảng lấy chỉ tiêu định giá so sánh của các doanh nghiệp bất động sản có vốn hóa từ 300 – dưới 900 tỷ đồng, ROA ROE tương đồng và lợi nhuận 2010 – 2013 không âm.*

Mã	P/E pha loãng (Lần)	P/B (Lần)	ROE (%)	ROA(%)
NBB	1.69	0.23	13.82	5.57
HLD	3.51	0.44*	25.8	12.91
SZL	5.15	0.65	11.42	5.27
TIX	7.09	0.88	11.91	6.42
HDG	7.54	1.11	14.24	5.22
FLC	7.87	0.33	4.26	2.4
DXG	8.2	1.07	13.23	7.62
HDC	12.76	0.69	5.34	2.34
FDC	14.31	1.11	8.88	5.32
HQC	15.7	0.67	4.25	1.25
TDH	23.57	0.36	1.91	1.16
<b>Bình quân</b>	<b>9.76</b>	<b>0.69</b>		

EPS dự phóng	BV dự phóng	PE bình quân	PB bình quân	Định giá theo PE	Định giá theo PB
4,106	19,375	9.76	0.69	40,086	13,281
<b>Mức định giá hợp lý theo phương pháp so sánh</b>				<b>26,683 VNĐ</b>	

**Chúng tôi định giá cổ phiếu HLD dựa trên bình quân của 3 phương pháp là chiết khấu dòng cổ tức, P/E và P/B giá hợp lý của Công ty là 25,846 đồng/CP đồng/CP.**

(\*) Số liệu P/B được tính theo vốn chưa điều chỉnh – BCTCQ3.2013



## SẢN PHẨM

Sản phẩm này cập nhật những diễn biến mới nhất của nền kinh tế Việt Nam. Báo cáo tập trung vào các vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng như lạm phát, tăng trưởng kinh tế, cán cân thương mại, tỷ giá và các chính sách vĩ mô. Báo cáo này cũng dự báo những biến số ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán.

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Bộ phận nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Bộ phận nghiên cứu cổ phiếu chịu trách nhiệm các báo cáo về công ty niêm yết, báo cáo công ty tiềm năng và báo cáo ngành. Trung Tâm Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập vào năm 2000. MBS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. MBS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. MBS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, MBS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội.

ĐT: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

## CHI NHÁNH HỒ CHÍ MINH

Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

ĐT: +84 8 3910 6411

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của MBS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.