

Ngành: Bất động sản - ICB 1757
Ngày 28 tháng 05 năm 2014

**BÁO CÁO KHẢO SÁT DOANH NGHIỆP
CTCP Tập Đoàn Hà Đô - HDG**

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

HDG hoạt động trong 3 lĩnh vực: bất động sản, xây lắp và thủy điện. Trong đó, doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản và hoạt động xây lắp. Năm 2013, hoạt động xây lắp chiếm 66,6% doanh thu trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản chiếm 31,1% doanh thu.

KQKQ Q1/2014: HDG đạt doanh thu 188,7 tỷ (+30% qoq), LNST 11,7 tỷ (tăng gấp 2,3 lần so với cùng kỳ) do : (1) Ghi nhận doanh thu từ dự án Nguyễn Văn Công; (2) Lợi nhuận từ hoạt động tài chính và từ các công ty liên doanh tăng mạnh so với cùng kỳ.

Kế hoạch kinh doanh 2014: HDG đặt mục tiêu doanh thu thuần 1.500 tỷ đồng (+ 46% yoy), LNST 171 tỷ đồng (+19,6% yoy) với đóng góp chủ yếu đến từ các dự án Nguyễn Văn Công, Hà Đô Parkview và hoạt động xây lắp. BSC dự báo thận trọng doanh thu thuần của HDG có thể đạt 1.500 tỷ, LNST 150 tỷ, EPS đạt 2.483 đồng/Cp thể:

- **Mảng bất động sản:** Bàn giao nhà tại chung cư Hà Đô Parkview, Nguyễn Văn Công cuối năm 2014 và đầu năm 2015. Trong 2-3 tuần tới, doanh nghiệp dự kiến sẽ mở bán 22 căn hộ duplex với giá bán 41-42tr/m² tại dự án Hà Đô Parkview. Ngoài ra HDG sẽ mở bán chung cư CC1, bán biệt thự tại khu nghỉ dưỡng Bảo Đại, Hà Đô Villas, bán đất tại dự án Noongtha. HDG cũng đang chuyển đổi thiết kế từ nhà cao tầng sang thấp tầng tại dự án An Khánh – An Thượng. Doanh nghiệp cho biết sẽ tạm dừng đầu tư tại 1 số dự án như Cát Linh, Thanh Thủy, tìm đối tác chuyển nhượng khách sạn Hà Đô Mercure.
- **Mảng xây lắp:** Tiếp tục triển khai các gói thầu hiện có. Trong giai đoạn 2016 – 2020, hoạt động xây lắp dự kiến sẽ dần chiếm tỷ trọng thấp hơn trong cơ cấu lợi nhuận so với giai đoạn hiện tại.
- **Mảng thủy điện:** Công ty đang có kế hoạch nâng tổng công suất từ 62MW lên 220MW vào năm 2020 thông qua việc mua lại các dự án thủy điện. Dự án thủy điện 47B sẽ được triển khai xây dựng từ T9 với vốn đầu tư dự kiến khoảng 1.100 tỷ.

Quan điểm đầu tư: Trên cơ sở đánh giá những triển vọng và rủi ro của các dự án hiện tại, HDG rất đáng chú ý với quỹ đất lớn, dự án triển vọng. Với mức P/E 2014 kỳ vọng của HDG khoảng 11 lần, giá hợp lý ước tính cho HDG là 27.000 đồng/cp, **Chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu HDG.**

	2011	2012	2013
DT thuần (tỷ đ)	1081.99	930.45	988.68
% y-o-y	18.90%	-14.01%	6.26%
Tổng TS (tỷ đ)	1632.22	1826.83	2327.8
Vốn CSH (tỷ đ)	693.88	654.07	750.18
LNST (tỷ đ)	165.79	39.14	143.2
% y-o-y	-41.95%	-76.39%	265.87%
EPS (đ/cp)	3657	460	2207
Biên LN gộp	22.62%	10.53%	18.55%
ROS	15.32%	4.21%	14.48%
ROE	23.89%	5.98%	19.09%
ROA	10.16%	2.14%	6.15%



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Nắm giữ
Giá kỳ vọng	27.000
Giá hiện tại	24.800
Triển vọng 6 tháng	Đi ngang
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	55687399
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1.381
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	750.03
Sở hữu nước ngoài (%)	7.46%
Giá giao dịch hiện tại (đ/cp)	24.800
KLTB 10 ngày (cp)	447.071
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	8100
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	30000
+/- 7 ngày qua	+9,2%
+/- 1 tháng qua	-3%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Hồng Hà
Email: hanh@bsc.com.vn

Cập nhật triển vọng hoạt động kinh doanh 2014

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh chính của HDG khá lạc quan trong năm 2014. Năm 2014, BSC dự báo doanh thu thuần của HDG có thể đạt 1.500 tỷ, LNST 150 tỷ, EPS ~ 2.483 đồng. Ba mảng kinh doanh chính đều có tăng trưởng.

Mảng bất động sản: Doanh thu dự kiến mang lại doanh thu khoảng 700 tỷ, lợi nhuận khoảng 95 tỷ đồng. Doanh thu BĐS 2014 sẽ phụ thuộc vào tiến độ bàn giao nhà tại các dự án Nguyễn Văn Công tại TP HCM, Hà Đô Parkview tại Hà Nội và ghi nhận doanh thu tại dự án Noongtha, Lào. Một số dự án theo đánh giá của chúng tôi sẽ chậm tiến độ do nhu cầu của thị trường phục hồi chậm. Tiến độ bán hàng tại 1 số dự án như An Khánh, Villas Sư Vạn Hạnh, Bảo Đại dự kiến sẽ gặp nhiều khó khăn do đây đều là các dự án thuộc phân khúc cao cấp. Dù vậy mảng BĐS của Hà Đô chúng tôi vẫn duy trì đánh giá khả quan trong năm 2014 trên cơ sở các thế mạnh của doanh nghiệp như sau:

- **Sở hữu quỹ đất sạch lớn (2 triệu m²),** trong đó công ty mới khai thác 1 triệu m². Phần lớn diện tích đất đều có vị trí thuận lợi, tập trung tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và Hồ Chí Minh.
- **Tại các dự án nhà ở hợp tác với Bộ Quốc phòng.** Phần căn hộ bán cho cán bộ chiến sỹ có biên lợi nhuận không cao, nhưng ổn định và HDG có lợi thế về chi phí đất, giải phóng mặt bằng. Trong khi đó phần căn hộ thương mại (30% các dự án) đem lại biên lợi nhuận trung bình khá tốt khoảng 27%-30%.
- **Xét về phân khúc thị trường,** phần lớn các dự án đang mở bán đều thuộc phân khúc trung bình. Đây là phân khúc có nhiều nhu cầu thật nhất, do vậy hoạt động bán hàng của các dự án HDG triển khai diễn ra thuận lợi.
- Hà Đô có tiến độ xây dựng và bàn giao nhà nhanh do áp dụng công nghệ mới. Thời gian xây dựng 1 sàn khoảng 6 ngày (so với 11-12 ngày của công nghệ cũ).

Mảng xây lắp: Đây là hoạt động có doanh thu ổn định do HDG có nhiều dự án gói thầu xây lắp từ bộ quốc phòng. Doanh thu dự kiến 2014 có thể đạt khoảng 700 – 800 tỷ đồng đến từ các hợp đồng đang được thực hiện của các công ty con Hà Đô 1, 2, 3, 4 chuyên về hoạt động xây lắp. Lợi nhuận từ mảng này dự báo có thể đạt khoảng 30 tỷ

Mảng thủy điện: HDG sẽ tiếp tục đẩy mạnh phát triển mảng thủy điện trong thời gian tới do đây là hoạt động đem lại dòng tiền ổn định. Với kinh nghiệm về thủy điện và năng lực thi công HDG có thể đẩy nhanh được thời gian hoàn thành tại các dự án thủy điện (thời gian hoàn thành với 1 thủy điện khoảng 2 năm) và suất đầu tư thấp (khoảng 18 – 20 tỷ / MW). Dự kiến, hoạt động thủy điện có thể đạt doanh thu khoảng 60 tỷ đồng và ghi nhận khoảng 25 tỷ vào lợi nhuận của tập đoàn trong năm 2014.

Đánh giá nhanh tình hình tài chính

Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong bối cảnh thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn: Doanh thu thuần 2013 đạt 988,6 tỷ đồng (+6,2% yoy), lợi nhuận sau thuế 143,2 tỷ (tăng 3,6 lần so với năm 2012). Mảng kinh doanh bất động sản có tốc độ tăng trưởng khá (+33% yoy) trong khi mảng xây dựng giảm nhẹ (-6% yoy). Đối với mảng bất động sản, đóng góp chủ yếu đến doanh thu là hoạt động bán nhà tại hạng mục CT5 – dự án Nguyễn Văn Công (đóng góp 200 tỷ doanh thu và 50 tỷ lợi nhuận). Hoạt động xây lắp chủ yếu ghi nhận doanh thu từ các gói thầu của bộ quốc phòng do các công ty con Hà Đô 1, 2, 3, 4 thực hiện.

Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 10,5% lên 18,5% do doanh thu từ hoạt động bất động sản tăng mạnh so với cùng kỳ - đây là mảng có biên lợi nhuận cao, trong khi biên lợi nhuận từ hoạt động xây dựng chỉ dao động từ 8-10%.

Cơ cấu nguồn vốn vững chắc, đòn bẩy thấp so với ngành: Hệ số nợ/TTS ở mức 63,33%, trong đó chủ yếu là các khoản người mua trả tiền trước (chiếm hơn 50%), vay nợ ngắn hạn và dài hạn chỉ chiếm hơn 9% tổng nợ. So với các doanh nghiệp BĐS khác, HDG có tình hình tài chính khá lành mạnh, sử dụng đòn bẩy ở mức thấp nên khả năng thanh toán được đảm bảo. (chi phí lãi vay chiếm 2% doanh thu).

Tăng vốn điều lệ lên 651 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu thường với tỷ lệ



100:17. Nguồn vốn huy động được sẽ được HDG đầu tư chủ yếu vào dự án nhà N10 Dịch Vọng, Hà Đô Z756 Sài Gòn và dự án số 2 Hồng Hà, Tp. Hồ Chí Minh.

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013
Cơ cấu vốn			
Vốn vay/VCSH	0.18	0.49	0.19
Tổng tài sản/VCSH	2.35	2.79	3.25
Cơ cấu tài sản			
TS ngắn hạn/ Tổng TS	0.81	0.69	0.80
TS dài hạn/Tổng TS	0.19	0.31	0.20
Khả năng thanh toán			
Hệ số TT nhanh	0.83	0.52	0.58
Hệ số TT ngắn hạn	1.69	1.29	1.23
Khả năng sinh lời (%)			
Lợi nhuận gộp biên	22.62%	10.53%	18.55%
ROS	15.32%	4.21%	14.48%
ROE	23.89%	5.98%	19.09%
ROA	10.16%	2.14%	6.15%

Phụ lục 1: Thời gian phát triển của các dự án

Dự án	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Khu đô thị Dịch Vọng- Các hạng mục:								
• Hà Đô Parkview								
• Nhà chung cư CC1								
• Công trình hỗn hợp								
• Nhà dịch vụ CC3								
• Khu đô thị An Khánh								
Chung cư Nguyễn Văn Công								
Khu biệt thự Hà Đô								
Khu đô thị Thới An								
Chung cư Tăng Nhơn Phú								
Khu nhà ở Hoàng Quốc Việt								
Khu nhà ở Lý Thường Kiệt								
Khu phức hợp Z756								
Khu đô thị Noongtha								
Khách sạn Ibis								
Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại								

Phụ lục 2: Tiến độ các dự án

STT	Dự án	Địa điểm	Quy mô	Tổng mức đầu tư	Tiến độ thực hiện	Thời gian phát triển	Doanh thu/lợi nhuận ghi nhận
1	Khu đô thị Dịch Vọng. Hạng mục chính:	Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội.	22,5 ha				
	Chung cư N04B2				Đã hoàn thành xong năm 2009		
	Chung cư Hado ParkView: Cao 32 tầng gồm 341 căn hộ		5,262 m2	650	Đã xây đến tầng 28 và sẽ giao nhà vào Q4/2014. Dự án đã bán hết với giá trung bình 26,5 triệu/m2	2013-2015	Doanh thu ước tính 920 tỷ đồng. Tiền bán căn hộ thu đến Q1/2014 là 600 tỷ đồng
	Chung cư CC1: 17 tầng với 135 căn hộ		2,206 m2	181 tỷ đồng	Đang xây móng, dự kiến mở bán vào T6/2014 với giá bán 30 triệu đồng/m2	2014 - 2016	
	Nhà dịch vụ CC3		5,500 m2		Hiện tại đang cho thuê làm sân tennis.	2017 - 2019	
	Công trình nhà hỗn hợp: HDG sở hữu 50%		9,865 m2			2016 - 2018	
	Nhà biệt thự liền kề: HDG sở hữu 50%		6,784 m2		Đã bàn giao cho khách hàng sử dụng vào năm 2010		
2	Khu nhà ở 183 Hoàng Văn Thái: Tòa nhà chung cư cao 18 - 20 tầng với 504 căn hộ và 66 nhà thấp tầng	Thanh Xuân, Hà Nội.	21, 136 m2	780 tỷ đồng	Đã bàn giao cho khách hàng sử dụng năm 2011		
3	Khu đô thị An Khánh - An Thượng. Các hạng mục chính:	Hà Nội.	30,02 ha	6,500 tỷ đồng		2013 - 2017	
	Nhà thấp tầng (6,78ha)				Còn 2,08 ha chưa bán, phần đã bán mới thu tiền đất và chưa thu tiền xây thô		
	Nhà cao tầng (6ha)				Dự kiến chuyển sang nhà thấp tầng		

4	Chung cư Hà Đô-Nguyễn Văn Công: 5 tòa chung cư, cao 13 tầng với 431 căn hộ	Nguyễn Văn Công, Q. Gò Vấp, Tp. Hồ Chí Minh.	8,906 m2	500 tỷ đồng	Tòa CT1 -CT4 xây dựng cho cán bộ chiến sỹ đã hoàn thiện, dự kiến bàn giao vào Q1/2014. Giá bán 13 triệu /m2. Tòa CT5 đã bàn giao vào Q4/2013.	2013-2014	Doanh thu và LNTT ước tính 600 tỷ và 80 tỷ đồng (ghi nhận 2013-2014). Trong năm 2013 đã ghi nhận 260 tỷ đồng doanh thu từ việc bàn giao tòa CT5
5	Khách sạn IBIS-Hado Hotel: Cao 13 tầng, 3 tầng hầm. Hạng mục chính:	Tân Bình.Tp. Hồ Chí Minh.	3,496 m2	450 tỷ đồng		2014 - 2016	
	Khách sạn 3 sao: 334 phòng						
	Trung tâm thương mại 2,500 m2						
	Khu văn phòng cho thuê: 5,500 m2						
6	Dự án Hà Đô Z756 Sài Gòn. Các hạng mục chính:	Tp. Hồ Chí Minh.	6,85 ha	391 triệu USD	Sẽ mở bán từ năm 2015.	2013 - 2020	
	Khu thấp tầng: Diện tích 33,660 m2 với 115 căn, cao từ 4-5 tầng						
	Khu cao tầng: Diện tích 10,628 m2, 8 tháp cao 30 tầng						
	Diện tích công cộng, trường học: 16,163 m2						
	Diện tích đất công viên, hạ tầng kỹ thuật: 1,715m2						
7	Khu biệt thự Hà Đô	766 Sư Vạn Hạnh, Quận 10, Tp. Hồ Chí Minh.	7,174 m2	110,5 tỷ đồng	Đã hoàn thành năm 2010. Dự án đang mở bán		19 lô biệt thự đang cho thuê với doanh thu 17 tỷ/năm và lợi nhuận 8 tỷ/năm

8	Tòa nhà Hà Đô South Building	Trường Sơn, Tân Bình, Tp. Hồ Chí Minh.	7,500 m2	115 tỷ đồng	Đã hoàn thành năm 2012		Doanh thu cho thuê 26 tỷ/ năm và lợi nhuận 12 tỷ/năm
9	Khu nghỉ duỡng Bảo Đại. Hạng mục chính:	Nha Trang.	8,92 ha	554 tỷ đồng	Dự kiến mở bán biệt thự trong năm 2014	2013 - 2017	
	Khách sạn 5 sao: 180 phòng						
	Nhà hàng: 150 chỗ						
	Trung tâm hội thảo: 200 chỗ						
	Biệt thự cho thuê: 5 căn						
	Biệt thự bán: 36 căn						
	Bến du thuyền						
10	Dự án Noongtha: Biệt thự, nhà vườn, nhà liền kề	Viêng Chăn, Lào	74,3 ha	4,000 tỷ đồng	Đã bán 7ha. Vấn đề cấp sổ đỏ cho dân cư tại dự án vẫn chưa được giải quyết	2013 - 2017	Ghi nhận 150 tỷ doanh thu trong năm 2014
11	Dự án Thủy điện Za Hưng	Quảng Nam	Công suất 30MW. Giá vốn 18 tỷ - 20 tỷ/MW	600 tỷ đồng	Đã hoàn thành năm 2009. Sản lượng điện khoảng 130 triệu KWH/ năm		Đóng góp 22 tỷ đồng vào lợi nhuận năm 2013
12	Dự án Nậm Pông	Nghệ An	Công suất 32MW.	740 tỷ	Bắt đầu phát điện vào tháng 11/2013		

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Nguyễn Thanh Hoa
Tel: 0439352722 (155)
Email: hoant@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức
Nguyễn Ngọc Anh
Tel: 0439352722 (175)
Email: anhnn@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

