

BÁO CÁO PHÂN TÍCH NHANH

Khuyến nghị	MUA
<i>Giá mục tiêu</i>	28,000 đồng/CP
<i>Giá hiện tại</i>	19,500 đồng/CP
<i>Tầm nhìn đầu tư</i>	1 năm

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào HDG tại mức giá thị trường hiện tại với tầm nhìn đầu tư khoảng 1 năm, mức giá mục tiêu 28,000 đồng/cổ phiếu

Điểm nhấn đầu tư

- ❖ HDG là 1 trong những công ty bất động sản có quỹ đất lớn, tập trung ở Hà Nội, TP Hồ Chí Minh và các thành phố trực thuộc trung ương. Ngoài ra HDG cũng là với lợi thế là doanh nghiệp cổ phần có nguồn gốc quân đội, HDG sẽ tiếp tục phát triển các dự án liên doanh, liên kết đầu tư xây dựng khu đô thị quốc phòng.
- ❖ Hàng tồn kho của HDG hiện tại là 900 tỷ. Điểm khá tích cực là hàng của HDG đều tiêu thụ tốt trong thời gian qua, hầu hết các dự án đều bán chạy, điển hình như Hà Đô Park View đã bán hết hàng.
- ❖ Công ty sử dụng rất ít vốn vay, chủ yếu là nợ thương mại ở khoản mục người mua trả tiền trước. Đây là doanh thu chưa thực hiện, sẽ trở thành doanh thu và lợi nhuận trong tương lai. Tỷ lệ vốn vay thấp cũng giúp công ty tiết kiệm được chi phí tài chính trong thời gian qua.
- ❖ Mặc dù lợi nhuận giảm mạnh trong 2 năm 2011 và 2012, doanh thu của công ty vẫn ổn định cho thấy công tác bán hàng đang được triển khai khá tích cực.
- ❖ Hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty phục hồi mạnh trong năm 2012, lợi nhuận sau thuế năm 2013 ước đạt 110 tỷ đồng, tăng 184% so với kế hoạch đề ra đầu năm và gần 500% so với năm 2012. Dự kiến trong năm 2014, HDG sẽ đạt 1,096 tỷ doanh thu và 130 tỷ LNST.

**KHOÍ PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang
trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 12/02/2014

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14
Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 12/02/2014 (nghìn đồng)	19.5
EPS trailing (nghìn đồng)	2.17
P/E	8.60
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	13.12
Hệ số beta	1.16
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	205,506
KLCP đang lưu hành	55,687,399
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1,041.35

Công ty Cổ phần Hà Đô tiền thân là xí nghiệp xây dựng của Bộ Quốc phòng được thành lập năm 1990. Năm 2004 công ty chuyển đổi sang mô hình cổ phần. Sản phẩm chính của công ty bao gồm nhà biệt thự, nhà liền kề, chung cư cao cấp tại các dự án khu đô thị tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, cao ốc văn phòng cho thuê, khách sạn và xây dựng công trình dân dụng, giao thông.

Công ty hiện có 6 công ty con và 2 công ty liên doanh, liên kết hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây dựng và thương

mại.

Trong cơ cấu cổ đông hiện tại của công ty, ông Nguyễn Trọng Thông, chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc đang là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 24% cổ phần, bộ quốc phòng nắm giữ 10.04%, ông Nguyễn Văn Tô, phó chủ tịch HĐQT và vợ nắm giữ 11% vốn điều lệ.

Trong những năm vừa qua, các cổ đông lớn của HDG có xu hướng nắm giữ, ít giao dịch mua bán cổ phiếu HDG trên thị trường chứng khoán. Do đó, số cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường thực chất chỉ vào khoảng 25 triệu cổ phiếu (chiếm 45% khối lượng cổ phiếu HDG được phép lưu hành).

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Vị thế và năng lực của HDG

Hiện nay, hoạt động trên thị trường BĐS và trong lĩnh vực xây lắp có rất nhiều DN. Riêng số lượng DN ngành BĐS đã niêm yết trên sàn đang là 54 DN, ngành Xây dựng là 117 DN. Trên thị trường BĐS miền Bắc, HDG đã tạo dựng được thương hiệu với các sản phẩm BĐS thuộc phân khúc trung bình.

Trong lĩnh vực xây lắp, đội ngũ thi công, xây dựng của HDG có tay nghề cao, được đánh giá vào hàng đầu nếu so sánh với các DN có xuất thân hoặc trực thuộc Bộ Quốc Phòng. Do vậy, HDG liên tục trúng thầu được nhiều dự án xây nhà ở cho cán bộ công nhân viên, chiến sỹ cho Bộ Quốc Phòng.

Tốc độ tăng trưởng

Từ năm 2006 đến nay sau 6 lần tăng vốn thành công, hiện tại HDG đang có vốn điều lệ đạt 557 tỷ đồng (gấp 3 lần VDL năm 2010 – năm mà HDG lần đầu niêm yết trên thị trường chứng khoán). Năm 2011 có thể coi là năm bản lề của HDG khi tăng VDL lên gấp 2 lần từ 203 tỷ lên 405 tỷ. Đây là năm thị trường BĐS hoạt động sôi nổi, giá nhà đất tăng cao, và là năm các DN BDS phát triển mạnh.

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q3
Doanh thu thuần	758.32	910.00	1,081.99	930.45	1,103.42
Tăng trưởng doanh thu thuần		20.0%	18.9%	-14.0%	18.6%
Lợi nhuận sau thuế	216.09	285.61	165.79	39.14	139.38
Tăng trưởng LNST		32.2%	-42.0%	-76.4%	256.1%
Tổng tài sản	1,199.60	1,472.36	1,632.22	1,826.83	2,089.03
Tăng trưởng tổng tài sản		22.7%	10.9%	11.9%	14.4%
Vốn chủ sở hữu	395.30	612.62	693.88	654.07	730.45
Tăng trưởng VCSH		55.0%	13.3%	-5.7%	11.7%

Doanh thu của HDG tương đối ổn định trong các năm qua. Tuy vậy lợi nhuận sau thuế giảm mạnh trong 2 năm 2011 và 2012, lần lượt âm 42% và 76.4%. Tình hình sản xuất kinh doanh của công ty có sự cải thiện đáng kể trong năm 2013, Mặc dù doanh thu thuần sụt giảm, tỷ trọng giá vốn/doanh thu được cải thiện đáng kể (giảm từ 92% quý 3/2012 xuống còn 80% quý 3 năm nay) giúp lãi gộp quý 3 tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ, đạt 63.7 tỷ đồng.

Với "thành quả" nói trên, HDG báo lãi 31.7 tỷ đồng dành cho cổ đông công ty mẹ, tăng 288% so với quý 3/2012. Lũy kế 9 tháng, HDG lãi ròng 57.4 tỷ đồng, gần gấp 4 lần cùng kỳ năm trước. Sau 9 tháng, HDG hoàn thành vượt mức 14.5% kế hoạch LNST cả năm 2013 đã được ĐHCĐ giao phó.

Cả năm 2013, HDG dự kiến đạt 1,068 tỷ đồng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 110 tỷ đồng, tăng 184% so với kế hoạch đầu năm và cổ tức dự kiến 17%, trong khi theo nghị quyết ĐHCĐ thường niên năm 2013, mức cổ tức dự kiến đạt khoảng 7 - 10%.

Đánh giá về kết quả kinh doanh của HDG, chúng tôi đánh giá cao sự ổn định về doanh thu của công ty trong các năm qua. Mặc dù lợi nhuận sụt giảm theo xu hướng chung của thị trường bất động sản, doanh thu ổn định cho thấy các dự án của công ty vẫn bán được hàng. Đây là điểm sáng tích cực của HDG trong bối cảnh chung của nền kinh tế.

Các dự án đang triển khai

HDG có quỹ đất sạch khá lớn và rẻ. Tổng quỹ đất sạch của HDG đạt gần 2 triệu m². Giá đất sạch của HDG rẻ vì chi phí giải phóng mặt bằng thấp do HDG tiến hành giải phóng mặt bằng từ những năm trước, khi giá đất còn chưa tăng cao. HDG hiện mới đang triển khai, sử dụng khoảng 1 triệu m². Như vậy quỹ đất sạch của HDG vẫn còn gần một nửa là chưa khai thác. Về lâu dài, khi thị trường BĐS ấm trở lại, đây sẽ là lợi thế lớn của HDG so với các DN cùng ngành khác.

Năm 2013 tiếp nối khó khăn từ năm trước, vẫn là một năm đầy sóng gió với các DN ngành BĐS, HDG cũng không nằm ngoài ngoại lệ. Năm nay, HDG tập trung đẩy mạnh hoạt động đầu tư, xây dựng tại các dự án đã triển khai từ những năm trước và thu tiền được ngay là các dự án: Nguyễn Văn Công (Tp.HCM), Hà Đô Parkview ở Hà Nội. Bên cạnh đó, HDG cũng cho triển khai dự án Noong Tha ở Lào, dự án Z756 và Quận 10 ở Tp.HCM.

Do tập trung vào phân khúc bình dân, nên giá bán các dự án của HDG ở vào mức trung bình – phù hợp với khả năng tài chính của phần đông khách hàng. Các dự án chung cư tại khu vực Hà Nội thường có giá bán dao động từ 24 – 30 triệu/m². Các dự án đất liền kề, biệt thự thì tùy từng vị trí, nhưng ở mức tương đối hợp lý so với giá bán của các DN BĐS khác.

Việc triển khai dự án của HDG khá chần chừ và chủ động do HDG không vay nợ nhiều mà sử dụng dòng tiền của chính dự án để tài trợ, xây dựng, triển khai dự án. Các dự án chung cư, tòa nhà cao tầng của HDG thường được thu tiền từ 5-7 lần theo tiến độ triển khai dự án. Sau khi đã bán được tương đối phần lớn dự án và thu được tiền từ khách hàng thì HDG mới tiến hành triển khai dự án.

Thông kê chi tiết một số dự án trọng điểm

Dự án	Diện tích	Vốn đầu tư	LN dự kiến	Tình trạng
Nhà CCCC kiêm văn phòng cho thuê N10 - Hà Đô Park View: 32 tầng (3 tầng hầm), gồm 330 căn hộ. Nằm trong quần thể khu đô thị mới Dịch Vọng, mặt đường Nguyễn Văn Huyền kéo dài	57,120 m ²	650 tỷ đồng	246 tỷ	Hiện tại, HDG đã xây đến tầng 20. Dự kiến cuối năm 2014 sẽ xây thô xong, giao nhà giữa năm 2015. Dự án đã bán gần hết với giá trung bình 25 triệu/m ² (VAT). HDG đã thu được 300 tỷ tiền bán căn hộ tuy nhiên năm 2013 chưa ghi nhận khoản này do đang có vướng mắc về thuế.
Khu nhà ở Nguyễn Văn Công gồm 5 tòa chung cư, giá bán trung bình 13 triệu/m ² . ❖ 4 tòa xây cho cán bộ chiến sĩ, giá bán 13 triệu/m ² ❖ Tòa còn lại CT5 là tòa nhà thương mại, bao gồm 13 tầng với 140 căn				Đối với tòa CT5 khối lượng xây dựng đã đạt 85% dự kiến T1/2014 bàn giao. Tòa CT1 - CT4 đang hoàn thiện, dự kiến bàn giao 4 tòa này vào T4/2014. Hiện tại, đối với dự án này, HDG mới chỉ bắt đầu ghi nhận DT từ việc bán tòa nhà CT5. 9T/2013 đã ghi nhận 150 tỷ. Trong Q4/2014 sẽ hạch toán thêm 200 tỷ. Dự kiến, đầu năm 2014 HDG sẽ bàn giao các căn hộ và quyết toán nốt DT của các tòa còn lại.
Khu phức hợp Hà Đô – Z756, trên địa bàn Quận 10, trải dài theo trục đường chính Ba Tháng Hai và đường Cao Thắng	6.64 ha	391 triệu USD	102 triệu USD	Hiện tại HDG đang làm các thủ tục chuẩn bị đầu tư như: thiết kế, di dời nhà máy, xin phê duyệt 1/500. Dự kiến

				đầu năm 2014 sẽ tiến hành bán sau khi có phê duyệt 1/500.
Khu đô thị Noongtha Paradise Land, Viêng Chăn, Lào	74 ha	4,000 tỷ		Dự án đang bán hàng, dự kiến doanh thu năm 2014: 150 tỷ.

Ngoài ra HDG đang khai thác và xây dựng 2 dự án thủy điện:

- ❖ Thủy điện Za Hung có tổng mức đầu tư 600 tỷ đồng, công suất đạt 30MW, được khởi công xây dựng năm 2007, hoàn thành năm 2009 và đã đi vào phát điện, sản lượng điện đạt khoảng 130 triệu KWh/năm.
- ❖ Thủy điện Nậm Pông có tổng mức đầu tư 740 tỷ, công suất đạt 32 MW, đã được hoàn thành trong Q2.2013 và đã bắt đầu phát điện từ tháng 11/2013 với sản lượng ước đạt 130 triệu KWh/năm.

Hoạt động thủy điện hiện tại chưa phải là mảng hoạt động chính của HDG, doanh thu và lợi nhuận đem lại từ mảng hoạt động này còn chiếm tỉ trọng nhỏ trong tổng DT, LN. Ước tính hàng năm, 2 thủy điện mang lại cho HDG 17 tỷ LN.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q3
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.44	1.68	1.69	1.29	1.75
Hệ số thanh toán nhanh	0.85	1.04	0.83	0.52	0.66
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.11	0.08	0.13	0.09	0.22
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.01	0.00	0.02	0.04	0.02
Vốn vay/Tài sản	0.01	0.02	0.08	0.18	0.10
Công nợ/Tài sản	0.64	0.55	0.53	0.61	0.61
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	73	106	132	145	99
Thời gian TB xử lý HTK	293	305	254	315	369
Thời gian TB trả cho NCC	45	35	32	79	43
Chu kỳ tiền tệ	321	377	354	381	425
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	35.3%	38.6%	22.6%	10.5%	13.6%
Lãi hoạt động/Doanh thu	34.1%	40.0%	20.0%	3.6%	13.4%
Lãi trước thuế/Doanh thu	34.4%	40.7%	20.3%	5.4%	15.4%
Lãi ròng/Doanh thu	28.5%	31.4%	15.3%	4.2%	12.6%
ROA	23.0%	21.4%	10.7%	2.3%	6.7%
ROE	73.4%	56.7%	25.4%	5.8%	19.1%

Điểm nổi bật trong cấu trúc tài chính của HLD là công ty sử dụng rất ít vốn vay. Tỷ lệ vốn vay/tài sản của công ty tính đến hết quý III/2013 là 10%. Tỷ lệ công nợ/tài sản là 61%, chủ yếu là nợ thương mại, nằm trong khoản mục người mua trả tiền trước. Đây là số tiền khách hàng trả trước cho các dự án của công ty nhưng chưa đủ điều kiện hạch toán doanh thu. Điều này cho thấy công ty vẫn đã và đang triển khai hiệu quả công tác bán hàng. Đây cũng là nguồn tài chính mà công ty không phải gánh chịu chi phí lãi vay.

Thời gian trung bình thu tiền của khách hàng cũng như thời gian trả cho nhà cung cấp tăng mạnh trong năm 2013 cho thấy công ty đang đẩy nhanh tiến độ bán hàng. Tuy vậy thời gian xử lý hàng tồn kho tiếp tục tăng nhẹ cho thấy tiến độ xây dựng dự án vẫn chưa thực sự được cải thiện.

Tương tự, các chỉ tiêu về hiệu quả lợi nhuận của công ty được cải thiện trong 4 quý trở lại đây sau khi chạm đáy vào năm 2012 cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty có sự cải thiện đáng kể trong năm 2013.

So sánh với một số doanh nghiệp trong ngành có quy mô tương đương

Cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ)	EPS	P/E	P/B	ROE(%)
HDG	1,103	2,173	9.11	1.51	17.39
NTL	1,006	1,115	14.79	1.28	8.27
DIG	2,059	28	513.96	0.88	0.17

DXG	836	1,448	9.12	1.15	13.23
HDC	484	1,129	15.95	0.86	5.34
TDH	600	663	23.84	0.45	1.91
HLD	418	3,931	5.32	1.09	21.93

Có thể thấy so với các công ty cùng ngành, HDG đạt hiệu quả hoạt động thể hiện qua chỉ số ROE tương đối cao (chỉ sau mỗi HLD) và P/E tương đối thấp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá

Năm 2013, HDG ước đạt 110 lợi nhuận sau thuế tương đương mức EPS vào khoảng 2,000 đồng/1 cổ phiếu. Mức P/E trung bình của các công ty BĐS đang niêm yết hiện tại vào khoảng 14 lần. Như vậy mức giá hợp lý của HDG vào khoảng 28,000 đồng/cổ phiếu, trong bối cảnh thị trường hiện tại.

Khuyến nghị

Với các thông tin phân tích ở trên, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào HDG tại mức giá thị trường hiện tại với tầm nhìn đầu tư khoảng 1 năm, mức giá mục tiêu 28,000 đồng/cổ phiếu

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apec.com.vn; Website: <http://www.apec.com.vn>