

HDG – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 14/09/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	23.100
KLGD TB 10 ngày (CP)	34.468
Vốn hoá (tỷ đồng)	1.747
Số lượng CPLH	75.950.902
% sở hữu nước ngoài	21,7

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Mạc Đình Tuấn
mdtuan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 121

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

HDG: triển vọng tăng trưởng hấp dẫn

- **KQKD 6T.2016:** DT tăng trưởng mạnh nhưng LN kém khả quan, với DTT đạt 373 tỷ đồng (+52,7% yoy, 16,1% KH) và LNST đạt 6 tỷ đồng (-71,1% yoy, 2,6% KH), trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ có mức lỗ 4,3 tỷ đồng do (1) HDG hợp nhất kinh doanh với CTCP Thủy điện Za Hưng góp phần tăng doanh thu mảng thủy điện và (2) chi phí lãi vay tăng đột biến dẫn đến kết quả lợi nhuận thấp mặc dù biên LNG tăng so với cùng kỳ.
- **Triển vọng:** HDG là một trong số ít các doanh nghiệp bất động sản có khả năng triển khai liên tục các dự án bất động sản lớn và hiệu quả. Năm 2016, HDG có triển vọng đạt kết quả kinh doanh 2.250 tỷ đồng DT (+52% yoy) và 238 tỷ đồng LNST (+71,2% yoy). Giai đoạn 2017 - 2019, HDG vẫn có triển vọng đạt mức tăng trưởng đối với cả doanh thu và lợi nhuận với CAGR trên 20%/năm căn cứ vào động lực tăng trưởng từ khai thác dự án bất động sản Centrosa Garden, Q10, Tp HCM.
- **Đánh giá:** EPS forward 2016 là 2.500 đồng/cp, tương đương P/E forward 2016 đạt 9,24 lần, cùng giá trị định giá hợp lý là 26.217 đồng/cp, HDG hiện đang được giao dịch ở mức giá phù hợp với thị trường và các yếu tố cơ bản hiện tại. Tuy nhiên, giá trị cổ phiếu HDG lại đang hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng CAGR trên 20% giai đoạn 2017-2019, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA cho mục tiêu đầu tư dài hạn.**

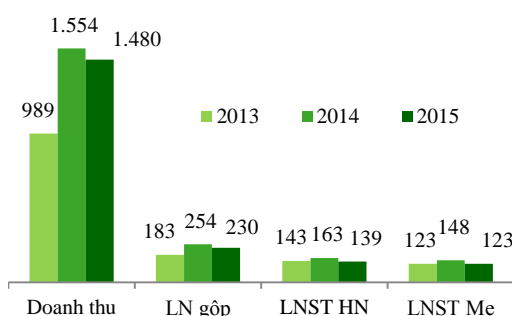
Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	2016F
DTT (tỷ đồng)	930	989	1.554	1.480	2.250
+/- yoy (%)	-16,7%	6,3%	57,2%	-4,8%	52,0%
LNST HN (tỷ đồng)	39	143	163	139	238
+/- yoy (%)	-77,0%	266,7%	14,0%	-14,7%	71%
TTS (tỷ đồng)	1.827	2.328	2.294	3.055	
+/- yoy (%)	12,5%	27,4%	-1,5%	33,2%	
VCSH (tỷ đồng)	654	750	1.051	1.307	
+/- yoy (%)	-2,7%	14,7%	40,1%	24,4%	
Nợ/TTS (%)	61,2%	63,5%	54,2%	57,2%	
TS LNG (%)	10,5%	18,6%	16,4%	0,0%	
TS LN ròng(%)	2,5%	12,4%	9,5%	0,0%	
ROA (%)	1,4%	5,9%	6,4%	4,6%	
ROE (%)	3,5%	17,5%	18,4%	13,4%	
EPS - TTM (đồng)	418	2.207	2.168	1.805	2.500
KLCP (cổ phiếu)	50.624.777	55.687.096	65.153.584	69.063.424	75.950.902

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH 2015 VÀ 6T.2016

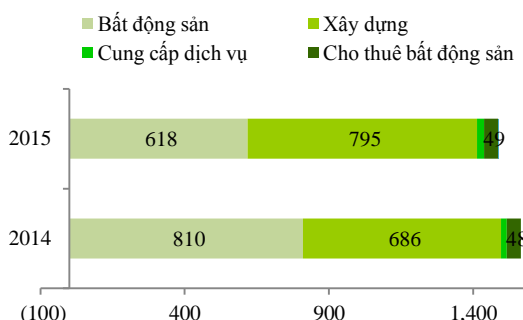
KQKD 2015: Thấp so với kế hoạch do chậm tiến độ tại dự án Centrosa Garden.

Năm 2015, HDG đã ghi nhận kết quả kinh doanh với DTT đạt 1.480 tỷ đồng (-4,8% yoy) và LNST hợp nhất đạt 139 tỷ đồng (-14,7% yoy). Nguyên nhân giảm là do (1) DT mảng bất động sản giảm khi đạt 618 tỷ đồng (-24% yoy), doanh thu đến từ hạch toán phần còn lại của dự án Hà Đô Parkview và dự án Nông Tha (Lào). (2) Mảng xây dựng có tăng trưởng khá, đạt 795 tỷ đồng (+15,9% yoy) và chiếm tỷ trọng lớn nhất với 53,4% tổng DT với các dự án xây dựng cho Bộ Quốc phòng và các dự án bất động sản của HDG. Ngoài ra, (3) mảng cho thuê bất động sản giữ mức ổn định với 49 tỷ đồng DT và mức lãi gộp khá cao với 39 tỷ đồng, (4) mảng thủy điện tiếp tục cho kết quả khả quan với lãi từ hoạt động liên kết thủy điện tại Za Hưng đạt gần 28 tỷ đồng (+31% yoy).

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận



Biểu đồ: Tỷ trọng theo mảng doanh thu



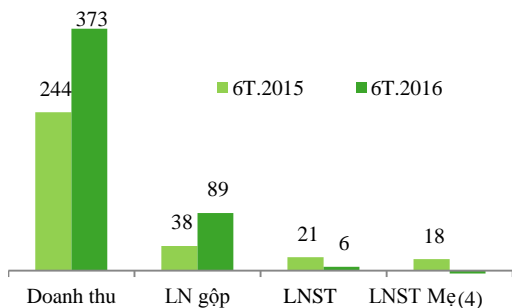
(Nguồn: BCTC của HDG; VCBS tổng hợp và cập nhật)

KQKD 6T.2016: Biến động lớn do hợp nhất với công ty con.

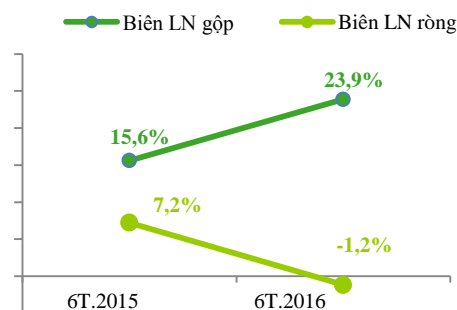
Lũy kế 6T.2016, doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận kém khả quan, với DTT đạt 373 tỷ đồng (+52,7% yoy, hoàn thành 16,1% KH) và LNST hợp nhất đạt 6 tỷ đồng (-71,1% yoy, hoàn thành 2,6% KH), trong khi LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt kết quả kém với mức lỗ 4,3 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu do (1) doanh thu tăng từ mảng bất động sản cùng với hợp nhất kết quả kinh doanh mảng thủy điện với CTCP Thủy điện Za Hưng (tăng tỷ lệ sở hữu từ 37,5% lên mức 51,5%) và (2) LNG tuy có tăng so với cùng kỳ nhưng chi phí lãi vay tăng đột biến dẫn đến kết quả lợi nhuận thấp.

Biên LNG 6 tháng đầu năm tăng mạnh lên 23,9% (6T.2015 đạt mức 15,6%), tương đương LNG cũng tăng mạnh khi đạt 89 tỷ đồng (+134% yoy) do có sự đóng góp của (1) mảng bất động sản có doanh thu và biên LNG cao hơn năm trước là 27,6% (6T.2015 đạt mức 17,5%) và (2) HDG có thêm mảng doanh thu thủy điện mới được hợp nhất có biên LNG cao (70,5% trong 6T.2016).

Biểu đồ: Doanh thu, lợi nhuận



Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận



(Nguồn: BCTC của HDG; VCBS tổng hợp và cập nhật)

Xét theo các mảng kinh doanh, bất động sản vẫn là mảng kinh doanh chính trong khi thủy điện bước đầu góp phần quan trọng trong cơ cấu doanh thu của HDG. Trong đó, (1) mảng bất động sản tăng trưởng mạnh nhất với 50 tỷ đồng DT (so với 1 tỷ đồng 6T.2015) chủ yếu từ hạch toán một số căn biệt thự, liền kề tại dự án Thới An, An Khánh và Thạch Mỹ Lợi, biên LNG có mức tăng khá khi đạt 27,6% (so với 17,5% trong 6T.2015). (2) Mảng cho thuê bất động sản duy trì mức ổn định, đạt 31,8 tỷ đồng DT (+13% yoy) và 21,6 tỷ đồng LNG. (3) Mảng xây dựng cũng ghi nhận mức doanh thu ổn định khi đạt 203,6 tỷ đồng (-1,4% yoy) nhưng lại có biên LNG giảm khá mạnh xuống 1,2% (so với 10% trong 6T.2015). (4) Mảng thủy điện lần đầu được hợp nhất kinh doanh với kết quả 71,6 tỷ đồng DT và biên LNG cao 70,5%, tương đương mức LNG 50 tỷ đồng.

Chi phí lãi vay tăng mạnh được xem là nhân tố chính dẫn đến kết quả lợi nhuận kém tích cực của HDG trong 6T.2016 mặc dù cả DTT và biên LNG đều tăng trong khi chi phí QLDN biến động không đáng kể. Cụ thể, chi phí lãi vay tăng lên gần 53,9 tỷ đồng (so với 2,3 tỷ trong 6T.2015) do chi phí lãi vay thuộc công ty mẹ tăng lên 33,9 tỷ đồng (so với 2,2 tỷ trong 6T.2015) và lãi vay hợp nhất thuộc Za Hưng là gần 20 tỷ đồng.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cuối 6T.2016, tổng tài sản của HDG đã tăng rất mạnh so với đầu năm 2016, đạt mức 5.230 tỷ đồng (+71,2% ytd), chủ yếu do tăng tỷ lệ sở hữu và hợp nhất với công ty con là CTCP Za Hưng (HDG sở hữu 51,5%) và CTCP Hà Đô 756 Sài Gòn (HDG sở hữu 74%). Cơ cấu tài sản tăng lên chủ yếu là: (1) Hàng tồn kho tăng đột biến lên 2.087 tỷ đồng (+112% ytd) do giá trị bất động sản tại dự án Centrosa Garden (1.402 tỷ đồng) và (2) Giá trị dở dang dài hạn tăng lên 521 tỷ đồng (+213% ytd) bao gồm các chi phí dở dang tại các dự án số 2 Hồng Hà (234 tỷ đồng), thủy điện Nhạn Hạc (245 tỷ đồng). (3) Tài sản cố định tăng lên 1.081 tỷ đồng (+824% ytd) với tài sản hợp nhất chủ yếu là Thủy điện Za Hưng (30MW) và Thủy điện Nậm Pông (30MW).

Hệ số Nợ phải trả/TTS tăng mạnh lên 70,7% (so với 57,2% năm 2015) và nợ vay/TTS đạt mức 48% do cơ cấu nguồn vốn hợp nhất cho thấy tỷ lệ vay nợ cao tại công ty con. Cụ thể tổng nợ vay chịu lãi tăng lên 2.511 tỷ đồng (+213% ytd), trong đó nợ vay tại công ty mẹ tăng lên 1.111 tỷ đồng (+42% ytd) chủ yếu do khoản phát hành trái phiếu 595 tỷ đồng (9,7%/năm), ngoài ra ước tính nợ vay tăng thêm 700 tỷ đồng tại công ty con Z756 Sài Gòn do phát hành trái phiếu và 700 tỷ đồng từ hợp nhất với Za Hưng.

Chúng tôi đánh giá nợ vay của HDG mặc dù đã tăng rất mạnh nhưng vẫn phù hợp với giai đoạn tăng cường đầu tư và triển khai các dự án rất lớn và có triển vọng hiệu quả cao trong giai đoạn hiện nay, bao gồm (1) dự án bất động sản Centrosa Garden (trên 7.000 tỷ đồng) và (2) Thủy điện Nhạn Hạc (gần 2.000 tỷ đồng). Trong đó dự bán bất động sản Centrosa Garden dự kiến sẽ đem về dòng tiền lớn từ năm 2016 khi đã có kết quả bán hàng rất khả quan trong 6T.2016, điều này đã được thể hiện một phần qua khoản người mua trả tiền trước đã tăng mạnh lên so với đầu năm khi đạt 681 tỷ đồng (+85,3% ytd). Dự kiến dòng tiền này sẽ tiếp tục tăng đều khi người mua nhà sẽ phải đóng tiền theo tiến độ dự án cho đến khi nhận bàn giao nhà. Do vậy, dòng tiền thu được sẽ là nhân tố quan trọng đẩy lùi những quan ngại về rủi ro lãi vay đối với HDG trong những năm tới.

Trong 6T.2016, lưu chuyển dòng tiền của HDG cũng biến động mạnh do điều chỉnh hợp nhất báo cáo tài chính, trong đó dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm 936 tỷ đồng, do mở rộng kinh doanh với khoản hàng tồn kho tăng đột biến lên 2.087 tỷ đồng (+112% ytd) chủ yếu tại dự án Centrosa Garden (1.402 tỷ đồng). Tuy vậy tiền và tương đương tiền cuối kỳ vẫn đạt 435 tỷ đồng do được bù đắp từ tăng nợ vay như đã được đề cập ở trên.

DỰ ÁN ĐẦU TƯ

HDG có chiến lược phát triển trong 3 lĩnh vực chính là kinh doanh bất động sản, xây lắp và thủy điện. Đối với kinh doanh BĐS, HDG hiện có trên 10 dự án, chủ yếu tập trung vào phân khúc trung bình khá tại Hà Nội và Tp.HCM. Các sản phẩm BĐS chính của HDG bao gồm: Nhà biệt thự, nhà liền kề, chung cư, văn phòng cho thuê và khách sạn. Lĩnh vực xây lắp chủ yếu bao gồm các công trình bất động sản của HDG và các công trình thuộc Bộ Quốc phòng. Lĩnh vực thủy điện được HDG đầu tư thông qua công ty con CPCP Za Hưng (51,5%) khi công ty này đang sở hữu các nhà máy thủy điện: Za Hưng (30MW), Nậm Pông (30MW) và Nhận Hạc (59 MW - đang xây dựng). Chúng tôi cập nhật danh mục các dự án và tiến độ triển khai như sau:

Bảng: Danh mục các dự án đầu tư thuộc HDG (tháng 08.2016 - VCBS tổng hợp)

TT	Tên dự án	Tổng đầu tư	Quy mô dự án	Sở hữu	Tiến độ triển khai	Vị trí
I Bất động sản để bán						
1	Centrosa Garden (Z756)	> 7.000 tỷ đồng	6,85 ha: 115 căn nhà phố liền kề và 8 tòa chung cư 30 tầng	74%	Nhà phố liền kề: đã bán hết trong 6T.2016, giá bán 140 triệu/m ² , DT 1.500 tỷ đồng, hạch toán 1 phần năm 2016 Tòa cao tầng: hoàn thiện móng và bán hàng 2 tòa từ Q3.2016, triển khai các tòa còn lại từ 2017, giá bán trên 40 triệu/m ² , DT 9.000 tỷ đồng	Quận 10, Tp. HCM
2	Hado ParkSide (Chung cư CC1)	200 tỷ đồng	2.206 m ² : chung cư 17 tầng với 105 căn hộ	100%	Đã thi công xong phần móng, dự án đã bán hết, dự kiến hoàn thiện và ghi nhận doanh thu 2017 với 250 tỷ đồng	Dịch Vọng, Hà Nội
3	Hado Garden Villa (Sư Vạn Hạnh)	92 tỷ đồng	7.174 m ² : 19 căn biệt thự	100%	Giá bán trung bình 20 tỷ/căn. Đã bán 2 Villa, hiện đang sửa lại nội thất các Villa còn lại, tiền sử dụng đất phải nộp 170 tỷ đồng	Q10, HCM
4	Hado Complex	2.000 tỷ đồng	9.865 m ² , gồm 2 tòa nhà 2.000m ² /tòa	100%	HDG đã mua 50% phần dự án của NTL với giá trị 120 tỷ đồng, tiền sử dụng đất phải nộp ước tính 200 tỷ đồng	Dịch Vọng, Hà Nội
5	KĐT An Khánh - An Thượng		30 ha, gồm 500 biệt thự liền kề (6,8ha) và 10 tòa nhà cao tầng (5,6 ha)	100%	Đã hoàn tất cơ sở hạ tầng. Đã bán và bàn giao giai đoạn 1 khu thấp tầng, chưa triển khai giai đoạn 2 Các tòa cao tầng: dự kiến chuyển đổi sang nhà thấp tầng	Hoài Đức, Hà Nội
6	KĐT Thới An	300 tỷ	5,5 ha, gồm 124 biệt thự liền kề và tòa chung cư 15 tầng	100%	Đang hoàn thiện hạ tầng Dự án đã bán hết khu thấp tầng, chuẩn bị triển khai tòa cao tầng. HDG không thu được nhiều lợi nhuận	Q12, HCM
7	Chung cư CC3		4.506 m ² : dự kiến xây chung cư 250 căn hộ	100%	Chưa xây dựng. HDG đang cho thuê 7 sân tennis, dự kiến sẽ chuyển đổi thiết kế dự án sang xây chung cư	Dịch Vọng, Hà Nội
8	Khu đô thị Noong Tha (Lào)		74,5 ha, biệt thự và nhà vườn	100%	Hoàn thiện 1 phần cơ sở hạ tầng, năm 2015 bán một lô đất 4ha cho Ngân hàng Lào Việt	Viêng Chăn, Lào
II Bất động sản cho thuê						
1	Hà Đô South Building	128 tỷ đồng	Tòa văn phòng 13 tầng nổi diện tích 17.000 m ²	100%	17.000m ² mặt sàn, doanh thu ổn định 30 tỷ/năm từ 2012	Tân Bình, HCM
2	IBIS Saigon Airport (Số 2 - Hồng Hà)	450 tỷ đồng	3.490 m ² : tòa cao 15 tầng, gồm Khách sạn 3 sao Ibis 216 phòng, 65 căn hộ dịch vụ và 9.805m ² thuê văn phòng	100%	Đang trong đoạn hoàn thiện, do Accor quản lý vận hành, dự kiến đi vào khai thác từ Q4.2016	Tân Bình, HCM
3	Bảo Đại Resort	554 tỷ đồng	8,92 ha bao gồm 36 căn biệt thự và khách sạn 5 sao 180 phòng	65%	Đang trong giai đoạn chuẩn bị triển khai, đã ký thỏa thuận quản lý vận hành với đối tác Alila	Nha Trang, Khánh Hòa

III Nhà máy Thủy điện

1	Za Hung	503 tỷ đồng	02 tổ máy 30 MW	51,5%	Sản lượng phát điện: 122.7 triệu sản KWh/năm từ 2009, đạt trên 90% công suất phát điện	Quảng Nam
2	Nậm Pông	796 tỷ đồng	02 tổ máy 30 MW	51,5%	Sản lượng phát điện: 123.3 triệu KWh/năm từ 2013, mới đạt trên 50% công suất phát điện	Nghệ An
3	Nhạn Hạc	1.881 tỷ đồng	59 MW	51,5%	Khởi công tháng 11/2015 Dự kiến hoàn thành Quý 3.2018 và Dự kiến sản lượng phát điện: 220 triệu KWh/năm	Nghệ An

TRIỂN VỌNG

Triển vọng ngành BĐS: Ổn định

Triển vọng HDG 2016-2019: Tăng trưởng tích cực

A. Lĩnh vực kinh doanh bất động sản

Triển vọng chung ngành bất động sản sẽ bước vào giai đoạn phát triển ổn định và bền vững hơn. Cơ sở để thị trường bất động sản tiếp tục phát triển bền vững là nền kinh tế trong nước tăng trưởng ổn định, về dài hạn nhu cầu bất động sản vẫn cao và tiếp tục tăng lên. Xét theo từng phân khúc, phân khúc cao cấp sẽ diễn ra cạnh tranh quyết liệt hơn khi nhiều dự án được chào bán lần đầu trong khi nhu cầu tại phân khúc này giảm sút do nhu cầu mua để cho thuê đã tạm thời có thể đạt mức bão hòa. Phân khúc trung cấp sẽ dần có tổng lượng tiêu thụ chiếm tỷ trọng cao hơn do các sản phẩm này phù hợp với nhu cầu luôn cao của đa số người dân tại các thành phố lớn như Hà Nội và Tp. HCM. Phân khúc bình dân có thể tiếp tục chịu ảnh hưởng của việc ngừng nguồn tín dụng ưu đãi giá rẻ, nhưng về lâu dài phân khúc này có nhiều cơ hội hồi phục. Về mặt chính sách, Thông tư 06 về siết chặt các tỷ lệ quản lý rủi ro tín dụng bất động sản từng bước có tác động rõ nét đến thị trường bất động sản. Tuy nhiên, về mặt tổng thể, chính sách kiểm soát tín dụng an toàn là cần thiết để đưa thị trường bất động sản hoạt động ổn định và bền vững hơn, tránh được nguy cơ xảy ra bong bóng bất động sản.

Triển vọng mảng bất động sản của HDG tích cực khi đóng vai trò là mảng lớn nhất trong nhiều năm tới với các sản phẩm chủ yếu tập trung vào phân khúc trung cấp hoặc nằm giữa phân khúc trung cấp và cao cấp, là sản phẩm phù hợp với nhu cầu của đa số người dân tại Hà Nội và Tp.HCM. Năm 2016, HDG bắt đầu triển khai và khai thác dự án bất động sản lớn là Centrosa Garden, cụ thể HDG có kế hoạch đầu tư 1.435 tỷ đồng (+3,62 lần yoy), nộp tiền sử dụng đất 2.354 tỷ đồng và thu hồi dòng tiền lên tới 2.887 tỷ đồng (+5,9 lần yoy) tại các dự án: Centrosa Garden, Hado Garden Villa Sur Vạn Hạnh, Thới An và Chung cư CC1 (Hà Đô ParkSide).... Các dự án văn phòng cho thuê, khách sạn như Tòa nhà miền Nam, Ibis Hồng Hà và Bảo Đại Resort sẽ đem lại nguồn doanh thu ổn định trong dài hạn. Dự án Centrosa Garden (>10.000 tỷ đồng DT) sẽ là động lực tăng trưởng chính và mang lại doanh thu lớn cho HDG trong 5 năm tới, cụ thể như sau:

Đối với các dự án nhà ở để bán

Centrosa Garden (Quận 10, Tp. HCM - HDG sở hữu 74%) có diện tích 6,85 ha, là dự án lớn nhất và đang được tập trung nguồn lực đầu tư và khai thác trong 5 năm tới. Dự án bao gồm khu 115 căn thấp tầng (từ 80 m² đến 150 m²) và 8 tòa nhà chung cư cao 30 tầng (323.470 m² diện tích sàn và 2.187 căn hộ). Đến thời điểm hiện nay, khu thấp tầng đã được bán hết với doanh số đạt gần 1.500 tỷ đồng, khu này đang được xây dựng phần thô, dự kiến sẽ hoàn thiện, đủ điều kiện bàn giao và hạch toán doanh thu trong năm 2016, do vậy dự án này sẽ đóng vai trò chính đối với doanh thu mảng bất động sản của HDG trong 6 tháng cuối năm 2016 và nửa đầu năm 2017.

Đối với khu nhà cao tầng, HDG đã khởi công trước 2 tòa nhà và đã triển khai bán hàng trong Q3.2016, với 6 tòa cao tầng còn lại sẽ được khởi công xây dựng trong năm 2017. Kết quả bán hàng ban đầu của khu căn hộ cho thấy dự án khá hấp dẫn đối với người mua nhà do nằm tại vị trí khá đẹp tại Quận 10, Tp. HCM nhưng có giá bán khá hợp lý ở mức 40 triệu/m². Chúng tôi ước tính tổng doanh số của khu cao

tầng sẽ đạt khoảng 9.000 tỷ đồng (tương đương với 1.125 tỷ đồng/tòa nhà), trong đó 2 tòa đầu tiên có thể được hạch toán doanh thu từ năm 2018. Ngoài ra, HDG sẽ có thêm dòng tiền lớn từ người mua nhà trả tiền trước sớm hơn doanh thu sẽ giúp doanh nghiệp giảm áp lực vay nợ và có chiến lược đầu tư các dự án theo phân kỳ một cách hợp lý.

Phối cảnh dự án Centrosa Garden Q10, Tp.HCM



Hado Parkside (CC1 - Dịch Vọng, Hà Nội) là chung cư 17 tầng có 19.416m² diện tích sàn và 105 căn hộ. Toàn bộ các căn hộ đã được bán hết từ cuối năm 2015. Về tiến độ, dự án đã hoàn thiện phần tầng hầm, đang xây dựng phần thô và dự kiến hoàn thiện trong năm 2017. Do vậy, dự án này sẽ có thể đủ điều kiện hạch toán vào năm 2017 với doanh thu dự kiến khoảng 350 tỷ đồng.

Hado Garden Villas (Sư Vạn Hạnh, Q10, Tp.HCM) bao gồm 19 căn biệt thự trên khu đất 7.171m². Các căn biệt thự này được xây dựng từ năm 2010 với mục đích ban đầu là cho thuê. HDG có kế hoạch đẩy mạnh việc sửa chữa và bán các căn biệt thự này từ năm 2015 để có tiền tài trợ cho dự án lớn hơn. Đến 2016, số biệt thự còn lại là 18 căn, tổng doanh thu dự kiến đạt khoảng 350 tỷ đồng và khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tốc độ bán hàng diễn ra khá chậm do giá chào bán khá sát với giá thị trường trong khi giá trị 1 căn biệt thự tương đối lớn với đa số người có nhu cầu mua nhà. Chúng tôi kỳ vọng HDG có thể bán được 3 căn biệt thự, tương đương doanh thu 60 tỷ đồng tại dự án này trong năm 2016.

Khu đô thị An Khánh – An Thượng (Hoài Đức, Hà Nội) có tổng quy mô 30 ha đã được HDG hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật đối với khu thấp tầng, diện tích kinh doanh của dự án bao gồm khu cao tầng 5,6 ha chưa triển khai và khu thấp tầng 6,8 ha đã bán được gần 80% số lô đất nhưng hiện vẫn chưa tiến hành xây dựng nhà ở. Với vị trí dự án nằm sát Khu đô thị Nam Anh Khánh (SJS) và Khu đô thị Vinhomes Thăng Long (VIC) đang được triển khai xây dựng rất nhanh, dự án Khu đô thị An Khánh – An Thượng được đánh giá có triển vọng hấp dẫn hơn trước đây.

Hado Complex (Dịch Vọng, Hà Nội) bao gồm 2 tòa nhà 2.000m², cao 48 tầng, trên diện tích đất 9,865 m² với tổng quy mô đầu tư trên 2.000 tỷ đồng. Trong năm 2016, HDG đã tăng sở hữu lên 100% sau khi mua 50% phần sở hữu của CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm (NTL) với giá trị 120 tỷ đồng, tiền sử dụng

đất phải nộp ước tính của dự án là khoảng 200 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng kinh doanh của dự án này do dự án này có vị trí khá đẹp và tổng chi phí sở hữu khu đất khá thấp (35 triệu đồng/m²). HDG chưa công bố thời điểm triển khai cụ thể, nhưng chúng tôi dự đoán dự án này nhiều khả năng sẽ được triển khai muộn nhất vào năm 2018 và doanh thu dự kiến 3.000 tỷ đồng.

Phối cảnh dự án Hado Complex, Dịch Vọng, Hà Nội



Ngoài ra, HDG hiện vẫn còn sở hữu nhiều dự án có triển vọng kinh doanh trong 5 năm tới do có chi phí đất ban đầu khá rẻ như chung cư CC3 Dịch Vọng (4.506m²), KĐT Thới An (Tp.HCM, diện tích 5,5 ha) và KĐT Noongtha Central Park (Lào).

Đối với các dự án văn phòng, khách sạn và nghỉ dưỡng

Hà Đô South Building (Q.Tân Bình, Tp.HCM) có quy mô 13 tầng cao và 2 tầng hầm, diện tích sàn 17.000 m². Tòa nhà được đưa vào vận hành từ năm 2012 và đạt tỷ lệ lấp đầy gần 100%, tương đương với doanh thu ổn định hàng năm trên 30 tỷ/năm.

IBIS Saigon Airport Building (Q.Tân Bình, Tp.HCM) với tòa nhà cao 15 tầng, bao gồm 10.843 m² diện tích văn phòng cho thuê và Khách sạn Ibis 3 sao (Accor quản lý) quy mô 216 phòng khách sạn và 65 căn hộ dịch vụ. Dự án đang trong đoạn hoàn thiện, dự kiến đi vào khai thác từ Q4.2016. Về triển vọng, khi dự án được lấp đầy, doanh thu dự kiến theo năm có thể đạt 40 tỷ đồng đối với cho thuê văn phòng và 100 tỷ đồng đối với phần khách sạn và căn hộ dịch vụ.

Bảo Đại Resort (Nha Trang, HDG sở hữu 65%) quy mô 8,92 ha, bao gồm 36 căn biệt thự nghỉ dưỡng và khách sạn 180 phòng, tại một trong các vị trí đẹp nhất của Thành phố Nha Trang (Khánh Hòa). Dự án này đã được HDG ký thỏa thuận quản lý vận hành với đối tác Alila, triển vọng dài hạn của dự án là khá khả quan. Chúng tôi kỳ vọng dự án này có thể đi vào vận hành trong vòng 3 năm tới.

B. Lĩnh vực xây dựng duy trì triển vọng ổn định

Với quy mô doanh thu đạt khoảng 800 tỷ đồng/năm cùng biên LNG đạt khoảng 10%, mảng xây dựng đóng góp lớn trong tỷ trọng doanh thu của HDG trong những năm gần đây. Tuy nhiên, HDG có chiến lược chỉ duy trì quy mô mảng kinh doanh này như hiện nay, không mở rộng trong chiến lược dài hạn do biên lợi nhuận được đánh giá là không hấp dẫn so với nhiều dự án bất động sản chưa được triển khai của HDG. Trong những năm sắp tới, nguồn doanh thu của lĩnh vực xây dựng vẫn chủ yếu đến từ 2 nhóm chính là (1) các dự án bất động sản do HDG triển khai và (2) các dự án xây dựng thuộc Bộ quốc phòng.

C. Đầu tư dự án thủy điện sẽ giúp HDG có nguồn doanh thu mới ổn định trong dài hạn

Trong 6T.2016, HDG đã hợp nhất báo cáo tài chính với công ty con CPCP Thủy điện Za Hưng sau khi tăng tỷ lệ sở hữu từ 37,5% lên mức 51,5%. CTCP Thủy điện Za Hưng đang sở hữu 02 nhà máy thủy điện đang phát điện là Za Hưng (30MW, gần 130 triệu KWh/năm - 100% công suất), Nậm Pông (30MW, gần 130 triệu KWh/năm – khoảng 50% công suất) và 01 nhà máy thủy điện đang xây dựng là Nhạn Hạc (59 MW). HDG dự kiến sẽ đưa vào vận hành Nhạn Hạc từ năm 2018 và sẽ giúp Za Hưng tăng công suất gấp 2 lần so với hiện nay.

Về hiệu quả kinh doanh, CTCP Za Hưng có kết quả kinh doanh rất tốt, trong 2015 đã đạt được 212 tỷ đồng DT và gần 70 tỷ đồng LNST. Trong 6T.2016, Za Hưng có kết quả khả quan hơn với 115 tỷ đồng DT và khoảng 50 tỷ đồng LNST (thời điểm hợp nhất từ Q2.2016). Triển vọng cả năm 2016, Za Hưng có kết quả khả quan với ước tính 220 tỷ đồng DT và khoảng 90 tỷ đồng LNST. Về triển vọng dài hạn, Za Hưng có thể đạt công suất và kết quả kinh doanh gấp 2,5 lần so với hiện nay từ năm 2019 khi nhà máy Nhạn Hạc đi vào hoạt động và nhà máy Nậm Pông có thể cải thiện hiệu quả phát điện cao hơn so với công suất hiện nay (50%). Bên cạnh đó, sau khi hoàn thành đầu tư Nhạn Hạc sẽ dẫn đến quy mô tài sản của Za Hưng tăng mạnh, có thể đạt 3.000 tỷ đồng (so với khoảng 1.400 tỷ đồng hiện nay).

Năm 2016: kết quả kinh doanh hợp nhất tăng trưởng mạnh

Năm 2016, HDG đặt kế hoạch với doanh thu 2.318 tỷ đồng (+56,6% yoy) và LNST hợp nhất 231 tỷ đồng (+65,9% yoy). Chúng tôi đánh giá triển vọng kết quả kinh doanh 2016 khả quan so với kế hoạch và có mức tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ năm trước. **HDG có thể đạt được doanh thu 2.250 tỷ (+52% yoy) đồng, LNST hợp nhất 238 tỷ đồng (+71,2% yoy)** và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ 190 tỷ đồng (+54% yoy), tương đương với EPS 2016 là 2.500 đồng/CP. Trong đó, chúng tôi giả định các yếu tố tác động đến kết quả năm 2016 bao gồm:

- (1) 6T đầu năm có kết quả kém khả quan nhưng triển vọng 6T cuối năm vẫn tích cực do khu thấp tầng thuộc dự án Centrosa Garden có thể được hạch toán khoảng 800 tỷ đồng, cả năm 2016 mảng kinh doanh bất động sản có thể ghi nhận doanh thu lớn (950 tỷ đồng).
- (2) Mảng thủy điện có kết quả hợp nhất với CTCP Za Hưng (220 tỷ đồng DT và 90 tỷ đồng LNST).
- (3) Mảng cho thuê bất động sản duy trì mức ổn định với 60 tỷ đồng DT cùng với biên LNG ở mức cao trên 70%.
- (4) Mảng xây dựng có khả năng đạt doanh thu ổn định với 900 tỷ đồng nhưng biên LNG giảm nhẹ xuống mức 8,5%.
- (5) Chúng tôi dự phóng biên LNG chung của HDG tăng lên mức 23,6% (so với 15,6% năm 2016) chủ yếu do LNG cao hơn tại dự án thấp tầng Centrosa Garden và mảng thủy điện.
- (6) Chi phí lãi vay tăng đột biến lên mức 136 tỷ đồng (+10,3 lần yoy) do HDG hiện có tổng nợ vay chịu lãi tăng lên 2.511 tỷ đồng (+213% ytd), trong đó nợ vay tại công ty mẹ tăng lên 1.111 tỷ đồng (+42% ytd), ước tính nợ vay thuộc các công ty con bao gồm 700 tỷ đồng tại Z756 Sài Gòn đang được vốn hóa lãi vay vào hàng tồn kho và 700 tỷ đồng tại Za Hưng. Căn cứ triển vọng kinh doanh đang tăng lên từ năm 2016, chúng tôi đánh giá cơ cấu vốn hiện nay của HDG vẫn trong vùng an toàn, khi EBITDA 2016 /lãi vay 2016 dự kiến vẫn đạt mức 3,6 lần cho thấy dòng tiền chi trả lãi vay

của công ty vẫn rất khả quan do phần lớn nguồn vay nợ đang được dùng đầu tư dự án Centrosa Garden và dự án thủy điện.

- (7) Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 100 tỷ đồng (+37% yoy) do hợp nhất với CTCP Za Hưng và phát sinh tại CTCP Z756 Sài Gòn, đây là mức tăng không nhiều.

Trong giai đoạn 2017 - 2019, HDG vẫn có triển vọng đạt mức tăng trưởng CAGR đối với cả doanh thu và lợi nhuận ở mức trên 20%/năm căn cứ vào động lực tăng trưởng của mảng kinh doanh bất động sản với tỷ trọng lớn thuộc về dự án Centrosa Garden và mảng thủy điện khi nhà máy Nhận Hạc đưa vào vận hành từ cuối năm 2018. Đối với chi phí lãi vay, chúng tôi dự báo trong năm 2017 có thể tăng lên mức 150 tỷ đồng (+10% yoy), sau đó sẽ không tăng và giảm dần khi HDG đã có thêm dòng tiền từ người mua nhà trả tiền trước theo tiến độ dự án.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối: Mức giá hợp lý 26.217 đồng/CP

Chúng tôi lựa chọn 10 doanh nghiệp đang niêm yết hoạt động trong lĩnh vực bất động sản để áp dụng phương pháp so sánh tương đối, trong đó chúng tôi đã loại trừ VIC trong phương pháp định giá do sự khác biệt về quy mô và có độ lệch lớn khi so sánh các chỉ số với các công ty cùng ngành. Chúng tôi lấy tỷ trọng 80% cho phương pháp P/E và 20% cho phương pháp P/B.

STT	Mã	Giá tại ngày 13.09.2016	EPS Trailing (ttm)	BV (đồng)	P/E trailing	P/B lần
1	CEO	9.900	1.331	11.575	7,44	0,86
2	BCI	22.400	3.356	23.370	6,67	0,96
3	HUT	12.600	2.000	12.942	6,30	0,97
4	KBC	17.800	1.636	16.088	10,88	1,11
5	KDH	26.500	2.016	19.104	13,14	1,39
6	NLG	21.850	1.928	16.320	11,33	1,34
7	NTL	9.280	1.328	14.483	6,99	0,64
8	PDR	12.800	776	11.496	16,49	1,11
9	SCR	10.000	322	14.075	31,06	0,71
10	SJS	25.500	3.532	20.974	7,22	1,22
Giá trị trung bình Average					11,75	1,03

Mức giá hợp lý của cổ phiếu HDG là:

HDG	Giá trị trung bình	EPS Forward 2016 (đồng)	BV (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	11,75	2.500		29.382	80%
Phương pháp so sánh P/B	1,03		13.160	13.555	20%

Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu HDG theo phương pháp so sánh (đồng) 26.217

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**MUA:** đầu tư dài hạn

HDG là một trong số ít các doanh nghiệp bất động sản có khả năng triển khai liên tục các dự án và có thể sẽ tiếp tục duy trì vị thế và triển vọng kinh doanh tích cực trong dài hạn. Đối với mảng kinh doanh bất động sản, HDG có chiến lược tập trung phát triển và khai thác các dự án có vị trí đẹp tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh dựa trên mối quan hệ chặt chẽ với Bộ Quốc phòng (Centrosa Garden). Hơn nữa, chiến lược đầu tư mở rộng sang lĩnh vực thủy điện góp phần tăng triển vọng phát triển ổn định dài hạn (Za Hung).

Năm 2016, HDG có triển vọng đạt kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh với doanh thu 2.250 tỷ (+52% yoy) đồng, LNST hợp nhất 238 tỷ đồng (+71,2% yoy). Chuyển sang giai đoạn 2017 - 2019, HDG vẫn có triển vọng đạt mức tăng trưởng CAGR đối với cả doanh thu và lợi nhuận ở mức trên 20%/năm căn cứ vào động lực tăng trưởng của mảng kinh doanh bất động sản với tỷ trọng lớn thuộc về dự án Centrosa Garden và mảng thủy điện khi nhà máy Nhạn Hạc đưa vào vận hành từ cuối năm 2018.

EPS forward 2016 là 2.500 đồng/cp, tương đương P/E forward 2016 đạt 9,24 lần, cùng giá trị định giá hợp lý là 26.217 đồng/cp, HDG hiện đang được giao dịch ở mức giá phù hợp với thị trường và hợp lý với yếu tố cơ bản của doanh nghiệp. Tuy nhiên, HDG có triển vọng tăng trưởng với mức CAGR trên 20% trong các năm sắp tới thì giá trị cổ phiếu HDG lại đang hấp dẫn đối với mục tiêu đầu tư và nắm giữ trong dài hạn. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA cho mục tiêu đầu tư dài hạn** đối với cổ phiếu HDG. Ngoài ra, nhà đầu tư cần lưu ý đối với độ thanh khoản thấp của cổ phiếu khi thực hiện giao dịch.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Chuyên viên Phân tích cao cấp

mdtuan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771