

# MUA

## Báo cáo cập nhật (15/5/2018)

Giá mục tiêu **61.400**  
 Tăng/giảm (%) **59%**

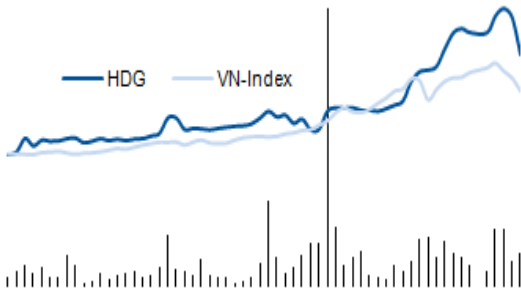
Thị giá (15/5/2018) **38.600**  
 Vốn hóa (tỷ VND) 2.977  
 Biến động 52 tuần (VND) 26.700 – 53.700  
 KLGDĐQ (cổ phiếu) 233.057  
 Sở hữu NĐTNN (%) 15%

Nguồn: Bloomberg

## Dự phóng thu nhập & định giá

| Năm tài chính             | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b> | <b>2.297</b> | <b>4.300</b> | <b>5.327</b> | <b>8.035</b> |
| EBIT (tỷ VND)             | 435          | 1.078        | 1.489        | 2.124        |
| <b>Lợi nhuận (tỷ VND)</b> | <b>178</b>   | <b>642</b>   | <b>916</b>   | <b>1.316</b> |
| EPS (VND)                 | 2.348        | 6.763        | 9.650        | 13.856       |
| Tăng trưởng EPS (%)       | -24%         | 188%         | 43%          | 44%          |
| <b>P/E (x)</b>            | <b>17,1</b>  | <b>5,9</b>   | <b>4,2</b>   | <b>2,9</b>   |
| EV/EBITDA (x)             | 9,1          | 5,1          | 4,1          | 3,1          |
| Tỷ suất cổ tức (%)        | 0            | N/A          | N/A          | N/A          |
| P/B (x)                   | 2,4          | 2,0          | 1,4          | 1,0          |
| <b>ROE (%)</b>            | <b>15%</b>   | <b>40%</b>   | <b>40%</b>   | <b>40%</b>   |
| Nợ ròng/vốn CSH (%)       | 90%          | 69%          | 56%          | 47%          |

## Diễn biến giá cổ phiếu



| Diễn biến giá | 1M   | 3M  | 12M |
|---------------|------|-----|-----|
| HDG           | -23% | -1% | 42% |
| VN Index      | -12% | 5%  | 46% |

Nguồn: Bloomberg

## Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

|                    |     |
|--------------------|-----|
| Nguyễn Trọng Thông | 35% |
| Nguyễn Văn Tô      | 9%  |

## Dương Đức Hiếu

### Real Estate Analyst

Hieu.duongduc@mbs.com.vn

# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

## Bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận cao

### Cập nhật KQKD quý 1/2018

Trong quý 1/2018, HDG đạt doanh thu 225 tỷ, +36%yoy, tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng khách sạn phát sinh mới, đạt 32 tỷ. Lợi nhuận gộp đạt 97 tỷ, +17% yoy.

Hoạt động tài chính trong kỳ có sự tăng trưởng tốt, doanh thu tài chính đạt 13 tỷ, gấp 3 cùng kỳ, trong khi chi phí tài chính giảm gần 1 nửa, đạt 22 tỷ.

Nhờ kết quả từ hoạt động tài chính, HDG ghi nhận LNST công ty mẹ đạt 17,8 tỷ, tăng mạnh so với cùng kỳ chỉ đạt 0,5 tỷ.

### 2018 đánh dấu giai đoạn tăng trưởng cao của HDG

Năm 2018, HDG đặt kế hoạch tăng trưởng mạnh với tổng doanh thu 4.302 tỷ, +83%yoy, LNST 734 tỷ, +169%yoy.

Chúng tôi đánh giá khả quan với kế hoạch 2018 của công ty do vào cuối năm, HDG dự kiến bàn giao 2 tòa Orchid 1,2 của dự án Centrosa, với tổng doanh thu các sản phẩm đã bán lên tới hơn 2.100 tỷ.

Bên cạnh đó, công ty tiếp tục bàn giao các dự án Sư Vạn Hạnh, Hà Đô Riverside...

Hoạt động thủy điện cũng có sự tăng trưởng với việc thủy điện Nhận Hạc công suất 59 MW dự kiến bắt đầu phát điện vào quý 3.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng HDG có thể cán mốc 1.000 tỷ lợi nhuận vào năm 2019, khi dự án Centrosa tiếp tục được bàn giao với khối lượng lớn trong khi các dự án BĐS gối đầu bắt đầu được hạch toán.

### Định giá

Chúng tôi định giá HDG theo phương pháp NAV, với kết quả định giá đạt 61.400 đồng/cổ phần. So với định giá cũ, chúng tôi bổ sung thêm một số dự án mới sắp được kinh doanh như Noong Tha, Phạm Thế Hiển, Dragon City An Khánh...

### Hành động

Chúng tôi tiếp tục Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HDG để đón đầu giai đoạn KQKD tăng trưởng cao. PE fw2018 của HDG hiện chỉ ở mức 5,8 lần, rất hấp dẫn trong bối cảnh PE thị trường hiện đã ở mức 18 lần. Định giá NAV đạt 61.400 đồng/cổ phần, cao hơn 59% so với thị giá. Do thanh khoản cổ phiếu ở mức thấp, HDG phù hợp với chiến lược mua và nắm giữ dài hạn.

### Rủi ro

Rủi ro chính của HDG bao gồm rủi ro hệ thống của thị trường BĐS và khả năng tạo lập các quỹ đất mới. KQKD của HDG các năm tới được đảm bảo khi dự án Hà Đô Centrosa gần như đã bán hết và chỉ chờ bàn giao để hạch toán, trong khi các dự án gối đầu chủ yếu là các sản phẩm thấp tầng và căn hộ phân khúc trung bình tại các thành phố lớn, phù hợp với nhu cầu thị trường và đảm bảo khả năng tiêu thụ. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro đầu tư đối với HDG trong giai đoạn 2018-2020 ở mức thấp.

## Đẩy mạnh kinh doanh các dự án BĐS mới sau Hà Đô Centrosa

Trong năm 2018, HDG sẽ triển khai và mở bán một loạt các dự án BĐS mới như sau:

- Hà Đô Dragon City (Hoài Đức, HN): 493 căn thấp tầng, diện tích thương phẩm khoảng 5ha.
- Noong Tha phân kỳ 1 (Viêng Chăn, Lào): quy mô 7,4 ha/74,85 ha toàn dự án, bao gồm các sản phẩm thấp tầng. Đây là dự án tiềm năng lớn nhất của HDG sau Centrosa, có lợi thế nằm tại trung tâm thủ đô Lào và là dự án BĐS duy nhất được cấp sổ đỏ vĩnh viễn.
- Dự án Hà Đô Green Lane (Q8, Tp.HCM): quy mô 1000 căn hộ, doanh thu ước tính khoản 1.500 tỷ.

Các dự án giai đoạn 2019-2020:

- Dự án chung cư 62 Phan Đình Giót quy mô 2,23ha bao gồm khu thấp tầng và 3 tòa chung cư 36 tầng.
- Dự án dự án khu khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng Bào Đại (Nha Trang) do Alila quản lý, quy mô khoảng 35 biệt thự nghỉ dưỡng, 114 Khách sạn và các khu dịch vụ khác
- Dự án HH Dịch Vụ: quy mô 1ha gồm một tòa tháp đôi cao 47 tầng.
- Dự án văn phòng cho thuê tại Tạ Quang Bửu

## Đầu tư vào các dự án năng lượng sạch

Năng lượng sạch là trụ cột kinh doanh thứ 2 của HDG sau BĐS. HDG hiện đang đầu tư và sở hữu các dự án thủy điện với tổng công suất dự kiến đến 2020 khoảng 265 MW. Bên cạnh đó, công ty đang đầu tư vào 2 dự án điện mặt trời với mục tiêu phát điện trước 30/6/2019 để hưởng ưu đãi giá bán điện 9,35 cent/kwh.

Ước tính thủy điện có thể đóng góp khoảng 379 tỷ doanh thu và 240 tỷ LN gộp cho HDG trong năm 2018. Với việc tổng sản lượng điện sản xuất có thể tăng gấp 5 lần vào năm 2020, dự kiến doanh thu – lợi nhuận từ năng lượng của HDG sẽ tăng trưởng rất mạnh.

**Biểu 1: Các dự án năng lượng của HDG**

| Nhà máy      | Loại hình     | Công suất (MW) | Sản lượng trung bình (triệu kWh) | Năm hoạt động | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) |
|--------------|---------------|----------------|----------------------------------|---------------|---------------------------|
| ZA Hưng      | Thủy điện     | 30             | 123                              | 2009          | 503                       |
| Nậm Pông     | Thủy điện     | 30             | 123                              | 2013          | 796                       |
| Nhạn Hạc     | Thủy điện     | 59             | 220                              | Q3/2018       | 1.881                     |
| Sông Tranh 4 | Thủy điện     | 48             | 180                              | Q2/2020       | 1.700                     |
| Dak Mi 2     | Thủy điện     | 98             | 415                              | Q3/2020       | 3.100                     |
| Tiến Thành   | Điện gió      | N/A            | N/A                              | N/A           | N/A                       |
| Hồng Phong 4 | Điện mặt trời | 48             | 90-95                            | Q2/2019       | 1.200                     |
| Ninh Sim     | Điện mặt trời | 45             | 80-90                            | Q2/2019       | 1.200                     |

*Nguồn: HDG*

## Dự báo KQKD và Khuyến nghị đầu tư

Phần căn hộ của dự án Hà Đô Centrosa được bàn giao bắt đầu từ năm 2018 sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của HDG. Tiến độ bàn giao dự kiến: 2 tòa Orchid trong năm 2018, 2 tòa Jasmine trong năm 2019 và 4 tòa Iris trong năm 2020.

Các dự án gối đầu như Dragon City, Noong Tha, Green Lane sẽ lần lượt được ghi nhận trong năm 2019-2020.

Mảng thủy điện cũng sẽ tăng trưởng khá mạnh trong giai đoạn 2018-2020 khi các nhà máy mới đi vào hoạt động.

Các hoạt động cho thuê văn phòng, kinh doanh khách sạn dự kiến tăng trưởng ổn định khoảng 5%/năm.

**Biểu 2: Dự báo KQKD của HDG**

| Đơn vị: tỷ đồng            | 2017         | 2018F        | 2019F        | 2020F        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu BĐS</b>       | <b>1.158</b> | <b>3.029</b> | <b>3.772</b> | <b>6.027</b> |
| - Centrosa                 |              | 2.315        | 1.984        | 3.307        |
| - Sư Vạn Hạnh              |              | 126          | 126          | -            |
| - Dragon City An Khánh     |              | -            | 540          | 540          |
| - Noong Tha                |              | -            | 772          | 331          |
| - Green Lane Q8            |              | -            | -            | 1.500        |
| - Khác                     |              | 588          | 350          | 350          |
| <b>Doanh thu thủy điện</b> | <b>324</b>   | <b>360</b>   | <b>600</b>   | <b>1.000</b> |
| <b>Doanh thu khác</b>      | <b>738</b>   | <b>912</b>   | <b>955</b>   | <b>1.008</b> |
| <b>LNST (VNĐ)</b>          | <b>178</b>   | <b>630</b>   | <b>904</b>   | <b>1.316</b> |

*Nguồn: MBS ước tính*

Dựa trên các cơ sở trên, chúng tôi ước tính lợi nhuận của HDG giai đoạn 2018-2020 có thể tăng trưởng trung bình trên 80%/năm.

PE fw2018 của HDG hiện chỉ ở mức 5,8 lần. Với định giá NAV đạt 61.400 đồng/cổ phần, cao hơn 59% so với thị giá, chúng tôi Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HDG.

## Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

| Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)                          | 2017        | 2018F        | 2019F        | Chỉ số chính                                     | 2017 | 2018F  | 2019F |
|---|-------------|--------------|--------------|--|------|--------|-------|
| Doanh thu thuần                                       | 2.297       | 4.300        | 5.327        | <b>Khả năng sinh lời</b>                         |      |        |       |
| Giá vốn hàng bán                                      | 1.516       | 3.002        | 3.565        | Biên lợi nhuận gộp                               | 34%  | 30%    | 33%   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                  | 781         | 1.298        | 1.762        | Biên EBITDA                                      | 24%  | 28%    | 30%   |
| Doanh thu hoạt động tài chính                         | 40          | 34           | 42           | Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ) | 8%   | 15%    | 17%   |
| Chi phí tài chính                                     | 123         | 148          | 177          | ROE  |      |        |       |
| Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết   | (0)         | -            | -            | ROA  | 15%  | 40%    | 40%   |
| Chi phí bán hàng                                      | 234         | 86           | 107          |  | 4%   | 9%     | 11%   |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                          | 136         | 172          | 213          | <b>Tăng trưởng</b>                               |      |        |       |
| <b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>        | 329         | 926          | 1.307        | Doanh thu  |      |        |       |
| Lợi nhuận khác  | (5)         | 4            | 5            | Lợi nhuận gộp                                    | 16%  | 87%    | 24%   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                           | 323         | 930          | 1.312        | Lợi nhuận trước thuế                             | 36%  | 66%    | 36%   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                             | 273         | 744          | 1.050        | Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)      | 10%  | 188%   | 41%   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>      | 178         | 642          | 916          | EPS  | -24% | 260%   | 43%   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b> | 95          | 102          | 134          | <b>Thanh khoản</b>                               | -24% | 188%   | 43%   |
|   |             |              |              | Thanh toán hiện hành                             |      |        |       |
|   |             |              |              | Thanh toán nhanh                                 |      |        |       |
|   |             |              |              | Nợ/tài sản                                       | 3,38 | 2,65   | 2,40  |
|   |             |              |              | Nợ/vốn chủ sở hữu                                | 1,30 | 0,73   | 0,67  |
|   |             |              |              | Khả năng thanh toán lãi vay                      | 0,22 | 0,24   | 0,24  |
|   |             |              |              |  | 0,90 | 0,69   | 0,56  |
|   |             |              |              | <b>Định giá</b>                                  | 3,52 | 3,88   | 7,30  |
|   |             |              |              | Cổ tức   |      |        |       |
|   |             |              |              | EPS (VND)  |      |        |       |
|   |             |              |              | BVPS (VND)                                       | 20%  | 35-50% | N/A   |
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>                           | <b>2017</b> | <b>2018F</b> | <b>2019F</b> |  |      |        |       |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                               | 4.911       | 5.243        | 6.159        |  |      |        |       |
| I. Tiền & tương đương tiền                            | 707         | 228          | 456          |  |      |        |       |
| II. Đầu tư tài chính ngắn hạn                         | 29          | 6            | 8            |  |      |        |       |
| III. Các khoản phải thu ngắn hạn                      | 1.087       | 1.109        | 1.131        |  |      |        |       |
| IV. Hàng tồn kho                                      | 3.802       | 4.452        | 6.503        |  |      |        |       |
| V. Tài sản ngắn hạn khác                              | 98          | 112          | 150          |  |      |        |       |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                                | 3.505       | 3.791        | 4.108        |  |      |        |       |
| I. Các khoản Phải thu dài hạn                         | 222         | 226          | 228          |  |      |        |       |
| II. Tài sản cố định                                   | 1.154       | 1.270        | 1.397        |  |      |        |       |
| 1. Tài sản cố định hữu hình                           | 1.153       | 49           | 47           |  |      |        |       |
| 2. Tài sản cố định vô hình                            | 1           | -            | (1)          |  |      |        |       |
| III. Bất động sản đầu tư                              | 591         | 650          | 715          |  |      |        |       |
| IV. Tài sản dở dang dài hạn                           | 1.055       | 1.161        | 1.277        |  |      |        |       |
| V. Đầu tư tài chính dài hạn                           | 377         | 377          | 377          |  |      |        |       |
| VI. Tài sản dài hạn khác                              | 95          | 107          | 114          |  |      |        |       |
| <b>Tổng tài sản</b>                                   | 8.416       | 9.035        | 10.267       |  |      |        |       |
| <b>Nợ phải trả</b>                                    | 6.331       | 5.865        | 5.872        |  |      |        |       |
| <b>I. Nợ ngắn hạn</b>                                 | 1.453       | 1.975        | 2.565        |  |      |        |       |
| 1. Các khoản phải trả ngắn hạn                        | 1.176       | 1.545        | 2.032        |  |      |        |       |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn                   | 278         | 430          | 533          |  |      |        |       |
| <b>II. Nợ dài hạn</b>                                 | 4.878       | 3.890        | 3.307        |  |      |        |       |
| 1. Các khoản phải trả dài hạn                         | 3.286       | 2.139        | 1.380        |  |      |        |       |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn                    | 1.592       | 1.752        | 1.927        |  |      |        |       |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                                 | 2.084       | 3.169        | 4.395        |  |      |        |       |
| 1. Vốn điều lệ  | 760         | 950          | 950          |  |      |        |       |
| 2. Thặng dư vốn cổ phần                               | (0)         | (0)          | (0)          |  |      |        |       |
| 3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối                 | 479         | 957          | 1.706        |  |      |        |       |
| 4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái                         | 4           | -            | -            |  |      |        |       |
| 5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát                    | 811         | 1.233        | 1.710        |  |      |        |       |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                                 | 8.416       | 9.035        | 10.267       |  |      |        |       |

Nguồn: HDG, MBS Research

**Liên hệ: Equity Research****MBS Equity Research**Phạm Thiên Quang – ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)) - Trưởng bộ phậnNguyễn Thị Huyền Dương – ([Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu ([Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn](mailto:Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn))**Ngân hàng**Nguyễn Thị Quế Anh ([Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn](mailto:Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn))Đỗ Ngọc Sơn ([Son.DoNgoc@mbs.com.vn](mailto:Son.DoNgoc@mbs.com.vn))**Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên**Nguyễn Bảo Trung ([Trung.NguyenBao@mbs.com.vn](mailto:Trung.NguyenBao@mbs.com.vn))**Hàng không**Nguyễn Nam Khoa ([Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn](mailto:Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn))**Dược phẩm**Nguyễn Đăng Thiện ([Thien.NguyenDang@mbs.com.vn](mailto:Thien.NguyenDang@mbs.com.vn))**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá**Xếp hạng** **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại**

|                    |                   |
|--------------------|-------------------|
| MUA                | >=20%             |
| KHẢ QUAN           | Từ 10% đến 20%    |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Từ -10% đến +10%  |
| KÉM KHẢ QUAN       | Từ -10% đến - 20% |
| BÁN                | <= -20%           |

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

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam 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.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu 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 HỢI SỞ**

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

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

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

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, 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, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,