

TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ

Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư 20% từ tăng trưởng ấn tượng năm 2010

Quý đất lớn với chi phí vốn thấp

Hiện nay, Hà Đô có khoảng 2 triệu m2 đất để phát triển các khu đô thị mới trên phạm vi cả nước, phần lớn đất đã được giải tỏa xong và nằm tập trung tại các vị trí đặc địa tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Chúng tôi cho rằng, quỹ đất này đủ lớn để giúp công ty khai thác trong vòng 5 năm nữa. Quỹ đất này được hưởng lợi từ các dự án sử dụng quỹ đất của Bộ Quốc Phòng với chi phí đền bù, giải tỏa rất thấp. Với các dự án không sử dụng quỹ đất có nguồn gốc từ Bộ Quốc Phòng Hà Đô đã thực hiện đền bù, giải tỏa tòa trước năm 2008 nên chi phí đền bù giải tỏa chỉ bằng khoảng 20% so với giá đền bù ở thời điểm hiện nay.

Thị trường bất động sản đang ấm dần lên, đặc biệt ở khu vực phía tây thành phố Hà Nội

Với các dự án lớn đều thuộc khu vực này, Hà Đô hưởng lợi lớn từ việc giá đất gia tăng khoảng 40% so với cuối năm 2009, đây sẽ là động lực lớn giúp Hà Đô tăng trưởng tỉ suất sinh lời, doanh thu và lợi nhuận của các dự án trong năm nay cũng như các năm sau.

Dự báo lợi nhuận 2010 tăng trưởng ấn tượng

Chúng tôi ước tính rằng doanh thu của Hà Đô trong năm 2010 là 1.406 tỷ đồng, tăng 85% so với năm 2009 và 40,6% so với kế hoạch kinh doanh năm 2010. Lợi nhuận sau thuế đạt 296 tỷ đồng, tăng 45% so với năm 2009.

Chúng tôi khuyến nghị mua với giá bán mục tiêu 121.000 đồng/cổ phiếu trên cơ sở vốn điều lệ 202,5 tỷ đồng, tương đương P/E 2010E 8,3x, P/B 2010E 3,2x và EV/EBITDA 2010E 6x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, T7/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	204.5	296.0	405.3	559.4
EPS, VNĐ	10,099	14,618	20,016	27,625
Thay đổi EPS (YoY)	690%	45%	37%	38%
Free Cashflow/cổ phiếu, '000 VNĐ	0.02	6.32	(5.57)	(6.84)

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T7/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
P/E	9.6	6.6	4.8	3.5
EV/EBITDA	7.4	4.4	3.2	2.3
P/B	5.0	2.6	1.6	1.0

Đánh giá: **MUA**

Phân tích cổ phiếu | Bất Động Sản
30 tháng 7 năm 2010



Lê Mạnh Dũng
Trưởng phòng Nghiên cứu và Phân tích
dunglm@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747169

Nguyễn Thu Huyền
Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Đặng Thu Trang
Chuyên viên
trangdt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Vũ Hương Giang
Chuyên viên
giangvh@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	HDG
Giá cổ phiếu (30/7/2010):	97.000 đồng
Giá mục tiêu:	121.000 đồng
Số cp đang lưu hành:	20.250.000
Giá trị vốn hóa:	1.994 tỷ đồng
KLGD BQ 10 ngày:	30.270
ROE (2010E):	51%

Biến động cổ phiếu HDG trên HOSE



VietinBankSc mong muốn tìm kiếm các cơ hội hợp tác với các công ty được phân tích trong các báo cáo này. Do đó, các nhà đầu tư nên chú ý rằng VietinBankSc có thể có những xung đột về lợi ích mà có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo này. Các nhà đầu tư nên coi báo cáo này chỉ như là một trong những yếu tố xem xét trong việc ra quyết định đầu tư của mình.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi tin tưởng rằng đầu tư vào Hà Đô, một trong những công ty bất động sản có quỹ đất sạch lớn với chi phí giải phóng mặt bằng rẻ, năng lực triển khai dự án tốt, kỳ vọng sẽ tạo lợi nhuận đầu tư tốt trong tương lai. Chúng tôi tin những yếu tố trên chưa phản ánh hết vào giá cổ phiếu hiện tại.

Mô tả Công ty

Tập đoàn Hà Đô là một trong những nhà phát triển bất động sản hàng đầu tại Hà Nội chuyên vào mảng đầu tư, phát triển hạ tầng và kinh doanh nhà; kinh doanh dịch vụ bất động sản. Tăng trưởng trung bình về doanh thu, lợi nhuận hoạt động và EPS từ 2007-2009 lần lượt là 37%, 42% và 41%. Tăng trưởng giai đoạn 2009-2012 dự báo trên cơ sở các sản phẩm bất động sản kết hợp từ đơn giản đến phức hợp có thể tạo tăng trưởng EPS trung bình tăng 40%/năm.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

DỰ BÁO TÀI CHÍNH (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Doanh thu thuần	407	348	759	1,406	2,236	3,002
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>-14%</i>	<i>118%</i>	<i>85%</i>	<i>59%</i>	<i>34%</i>
Lợi nhuận gộp	133	45	268	441	609	836
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>-66%</i>	<i>493%</i>	<i>65%</i>	<i>38%</i>	<i>37%</i>
Lợi nhuận hoạt động	120	26	242	384	518	714
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>-78%</i>	<i>835%</i>	<i>59%</i>	<i>35%</i>	<i>38%</i>
Lợi nhuận ròng	103	26	204	296	405	559
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>-75%</i>	<i>690%</i>	<i>45%</i>	<i>37%</i>	<i>38%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Tiền và các khoản tương đương tiền	27	86	84	296	307	352
Các khoản phải thu	154	127	175	343	668	978
Hàng tồn kho	151	336	450	858	1,117	1,076
Tài sản cố định hữu hình	13	23	41	53	69	89
Tài sản khác	87	95	151	214	306	392
Tổng cộng tài sản	432	668	900	1,763	2,468	2,888
Nợ ngắn hạn	275	454	759	1,316	1,790	1,756
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>4</i>	<i>51</i>	<i>0</i>	<i>43</i>	<i>78</i>	<i>75</i>
Nợ dài hạn	1	8	11	87	57	55
<i>Vay dài hạn</i>	<i>1</i>	<i>8</i>	<i>10</i>	<i>86</i>	<i>56</i>	<i>54</i>
Vốn chủ sở hữu	154	194	395	759	1,265	1,977
Lợi ích của cổ đông thiểu số	12	24	34	51	74	106
Tổng cộng nguồn vốn	442	680	1,200	2,212	3,186	3,894

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Lợi nhuận ròng	103	26	204	296	405	559
Khấu hao	17	3	7	8	11	14
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	-137	26	-48	-136	-174	-161
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	-17	1		-32	-151	-150
Giảm (tăng) hàng tồn kho	-151	-185	-114	-408	-259	42
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	-57	7	-35	-72	-92	-85
Tăng (giảm) phải trả người bán	79	-8	5	113	130	106
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	144	139	290	358	203	-222
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	24	-13	37	16	44	36
Tăng (giảm) phải trả người lao động	1	6	7	11	17	14
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	23	9	17	17	45	37
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	29	11	370	170	178	189
Bán (mua) tài sản cố định	-31	-13	-34	-11	-27	-35
Bán (mua) tài sản dài hạn	-40	-13	-298	-150	-269	-287
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	0	-3	0	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	-71	-30	-333	-161	-296	-322
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	44	91	33	68	101	152
Chi trả cổ tức	-52	-76	-41	-	-	-
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	33	-2	5	-	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	12	12	11	17	23	32
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	4	47	-51	43	35	-3
Tăng (giảm) các khoản nợ trung- dài hạn	1	7	2	76	-30	-2
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	43	79	-40	203	130	179
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1	60	-3	212	11	45

CÁC TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Tăng trưởng doanh thu	-14%	117%	85%	59%	34%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-66%	493%	65%	38%	37%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	50%	36%	117%	59%	34%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	-78%	835%	59%	35%	38%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-69%	571%	60%	37%	38%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-75%	690%	45%	37%	38%

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33%	13%	35%	31%	27%	28%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	29%	7%	32%	27%	23%	24%
Tỷ suất EBIT	30%	9%	33%	28%	25%	25%
Tỷ suất EBITDA	35%	10%	34%	29%	25%	26%
Tỷ suất Lợi nhuận ròng	25%	7%	27%	21%	18%	19%
ROE	67%	15%	69%	51%	40%	35%
ROA	23%	5%	22%	17%	15%	16%

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T7/2010	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
P/E	19.1	75.9	9.6	6.6	4.8	3.5
EV/EBITDA	13.8	54.9	7.4	4.4	3.2	2.3
P/B	12.7	10.2	5.0	2.6	1.6	1.0

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

NHỮNG NÉT NỔI BẬT CỦA TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ

Tập đoàn Hà Đô sở hữu quỹ đất sạch lớn Hiện nay, Hà Đô có khoảng 2 triệu m² đất để phát triển các khu đô thị mới trên phạm vi cả nước. Trong đó có 1 triệu m² đã và đang triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng, phần lớn tập trung vào các dự án sau:

Tên dự án	Diện tích đất (m ²)
Dự án khu đô thị An Khánh - An Thượng	300,250
Khu đô thị mới Dịch Vọng	225,174
Dự án 183 Hoàng Văn Thái	21,136
Dự án khu nhà ở Đại Mỗ	8,069
Dự án khu đô thị Thạch Mỹ Lợi_Q2	26,398
Dự án khu đô thị quận 12	57,000
Dự án nhà thấp tầng Q.Gò Vấp, TP.HCM	3,290
Dự án khu nhà ở Nguyễn Văn Công	9,227
Dự án khách sạn Mercure HaDo (Cát Linh)	14,000
Dự án khu biệt thự Villa Sư Vạn Hạnh	6,900
Dự án văn phòng South building	1,179

Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc

Như vậy, so với một số công ty bất động sản lớn trên sàn thì diện tích đất của Hà Đô thuộc nhóm đứng đầu, với phần lớn đất đã được giải tỏa xong và nằm tập trung tại các vị trí đặc địa tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Chúng tôi cho rằng, quỹ đất này đủ lớn để giúp công ty khai thác trong vòng 5 năm nữa.

Chi phí đền bù, giải tỏa thấp

Đối với các dự án sử dụng quỹ đất của Bộ Quốc Phòng, các dự án này thường được xây dựng trên các khu đất trống doanh trại quân đội, nhà kho không còn được sử dụng. Chi phí đền bù, giải tỏa chủ yếu là tiền bồi thường cho các hiện vật được xây dựng trên diện tích đất có sẵn nên thường rất thấp. Đối với các dự án không sử dụng quỹ đất có nguồn gốc từ Bộ Quốc Phòng như khu đô thị Dịch Vọng, khu đô thị An Khánh – An Thượng, khu đất ở số 9 Cát Linh, Hà Đô đã thực hiện đền bù, giải tỏa trước năm 2008 nên chi phí đền bù giải tỏa chỉ bằng khoảng 20% so với giá đền bù ở thời điểm hiện nay.

Thị trường bất động sản đang ấm dần lên, đặc biệt ở khu vực phía tây thành phố Hà Nội

Hiện nay, Hà Đô đang có 2 dự án lớn ở phía tây thành phố Hà Nội là khu đô thị An Khánh An Thượng (diện tích 30 ha với tổng mức đầu tư 6.500 tỷ đồng) và dự án khu đô thị mới Dịch Vọng (diện tích 22,5ha) đã triển khai xong hạ tầng và đang trong quá trình khai thác. Theo thống kê của CBRE, giá đất ở phía tây thành phố Hà Nội đã tăng 35% trong quý I/2010. Hiện nay, giá bán đất nền ở dự án An Khánh– An Thượng khoảng 30 triệu đồng/m², tăng 67% so với năm 2009. Chúng tôi cho rằng, giá đất ở khu vực phía tây Hà Nội gia tăng sẽ là động lực lớn giúp Hà Đô tăng trưởng tỉ suất sinh lời, doanh thu và lợi nhuận của các dự án trong năm nay.

Định hướng mở rộng hoạt động kinh doanh sang phân khúc bất động sản du lịch và mở rộng sang lĩnh vực khai khoáng

Hà Đô hiện đang thực hiện kinh doanh theo 4 hướng chính : kinh doanh nhà và khu đô thị, cho thuê nhà biệt thự và kinh doanh khách sạn, cho thuê văn phòng và xây dựng & kinh doanh các dự án thủy điện. Trong thời gian tới, công ty có kế hoạch đầu tư một số dự án bất động sản du lịch điển hình là dự án đảo Hòn Thị - Nha Trang liên doanh với Tổng Công ty Khánh Việt (Khatoco) và dự án suối nước khoáng Thanh Thủy – Phú Thọ. Chúng tôi cho rằng, việc phát triển và kinh doanh các dự án bất động sản gắn với các điểm du lịch hấp dẫn là những dự án đầy tham vọng tạo động lực tăng trưởng cho Hà Đô trong tương lai khi thu nhập, mức sống và dân trí của Việt Nam đang được nâng cao.

Bên cạnh đó, Hà Đô cũng đang lập kế hoạch đầu tư vào một số dự án khai khoáng ở Lào. Công ty đã tiến hành khảo sát và đang lập phương án kinh doanh. Chúng tôi cho rằng, đây có thể là sẽ là một lĩnh vực mới hứa hẹn khả năng tăng trưởng đột biến lợi nhuận của Hà Đô trong tương lai.

Dự báo lợi nhuận năm 2010 tăng trưởng ấn tượng

Các dự án sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 của HDG bao gồm dự án Khu đô thị An Khánh – An Thượng, dự án nhà ở 183 Hoàng Văn Thái, dự án nhà thấp tầng quận Gò Vấp, dự án Thạch Mỹ Lợi và dự án khu đô thị quận 12. Chúng tôi ước tính rằng doanh thu của Hà Đô trong năm 2010 là 1.406 tỷ đồng, tăng 85% so với năm 2009 và 40,6% so với kế hoạch kinh doanh năm 2010. Lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 296 tỷ đồng, tăng 45% so với năm 2009. Ước tính này dựa trên giả định Hà Đô sẽ ghi nhận 9% lợi nhuận từ dự án ở Khu Đô thị An Khánh – An Thượng, 30% lợi nhuận từ dự án nhà ở 183 Hoàng Văn Thái, 100% lợi nhuận từ việc bán phần đất còn lại của dự án Thạch Mỹ Lợi, 25% lợi nhuận từ dự án Khu đô thị Quận 12, 100% lợi nhuận từ khu nhà thấp tầng Quận Gò Vấp.

CÁC CƠ SỞ DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu từ các dự án Khu đô thị An Khánh – An Thượng, Khu đô thị mới Dịch Vọng, Dự án 183 Hoàng Văn Thái và Dự án khu đô thị quận 12

Chi tiết doanh thu (triệu đồng)	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Dự án khu đô thị An Khánh - An Thượng	783,540	957,660	1,392,960
Khu đô thị mới Dịch Vọng		546,981	606,981
Dự án 183 Hoàng Văn Thái	318,975	318,975	212,650
Dự án khu nhà ở Đại Mỗ		242,550	123,970
Dự án khu đô thị Thạch Mỹ Lợi-Q2	82,500		
Dự án khu đô thị quận 12	95,250	95,250	95,250
Dự án nhà thấp tầng Q.Gò Vấp, TP.HCM	50,995		
Dự án khu nhà ở Nguyễn Văn Công			283,065
Dự án khách sạn Mercure HaDo (Cát Linh)			100,000
Dự án khu biệt thự Villa Sư Vạn Hạnh			16,700
Dự án văn phòng South building			20,000
Dự án Thủy điện Za Hưng	75,000	75,000	75,000
Dự án Thủy điện Nậm Pông			75,000

Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo

Dự án Khu đô thị An Khánh – An Thượng

Dự án này nằm ở xã An Thượng, huyện Hoài Đức, Hà Nội, mục đích là kinh doanh khu đô thị, diện tích đất 300.250 m² (diện tích đất dành cho nhà thấp tầng: 67.000 m², diện tích đất dành cho nhà cao tầng: 59.116 m²), hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng, đang xây dựng nhà thấp tầng. Q2/2011 bắt đầu triển khai thi công nhà cao tầng. Chúng tôi dự báo dự án này sẽ đem lại tổng doanh thu khoảng 8.706 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán 1m² đất nền cho biệt thự và nhà liền kề là 18 triệu đồng/1m² và giá bán nhà cao tầng là 15 triệu đồng/1m². Tổng chi phí của dự án khoảng 5.835 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí cho việc đền bù giải tỏa và xây dựng cơ sở hạ tầng của khu đất là 5 triệu đồng/1m². Chi phí để xây dựng 1m² chung cư là 15 triệu đồng/1m². Lợi nhuận gộp của dự án khoảng 2.871 tỷ đồng được phân bổ trong giai đoạn 2010- 2012 lần lượt là 9%, 10% và 12%.

Dự án khu đô thị mới Dịch Vọng

Nằm ở phường Dịch Vọng, quận Cầu Giấy, Hà Nội, dự án khu đô thị mới Dịch Vọng có diện tích đất 225.174 m². Dự án này là liên danh với Lideco (Nhà Từ Liêm) theo tỷ lệ 50:50, đã giải phóng xong 100% mặt bằng, hiện tại các khu nhà N10 và nhà cao tầng CC1 sẽ khởi công vào Q4/2010, nhà CC3 khởi công Q1/2011, nhà hỗn hợp khởi công Q2/2011. Tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 2.380 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án 2.941 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán 1m² sàn nhà chung cư N10 và nhà hỗn hợp là 34,2 triệu đồng/1 m². Diện tích sàn thương phẩm bằng 70% tổng diện tích sàn. Tòa nhà hỗn hợp có 40 tầng dùng để kinh doanh nhà ở. Tổng chi phí của dự án 2.138 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí cho việc đền bù giải tỏa và xây dựng cơ sở hạ tầng khu đất là 3 triệu đồng/1 m². Chi phí để xây dựng 1m² chung cư N10 và nhà hỗn hợp là 18 triệu đồng/1 m². Chi phí để xây dựng nhà CC1 và CC3 là 12 triệu đồng/1 m². Lợi nhuận gộp của dự án 803 tỷ đồng, được phân bổ theo tỷ lệ 19% và 21% cho các năm 2011 và 2012.

Dự án khu đô thị 183 Hoàng Văn Thái

Dự án khu đô thị 183 Hoàng Văn Thái với diện tích đất 21.136 m² (225.174 m² sàn gồm 3 tòa nhà chung cư 18-20 tầng với quy mô 600 căn hộ và 66 nhà liền kề), hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng. Tổng mức đầu tư dự kiến là 750 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án là 1.063 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán 1m² nhà liền kề là 35 triệu đồng/1 m², giá bán nhà cao tầng dành cho binh chủng là 11 triệu đồng/1 m², giá bán nhà cao tầng ngoài binh chủng là 22,5 triệu đồng/1m². Tổng chi phí của dự án dự báo là 748 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng của dự án là 1 triệu đồng/1 m², chi phí xây dựng nhà cao tầng cho binh chủng là 10,45 triệu đồng/1 m², chi phí xây dựng nhà cao tầng ngoài binh chủng là 12 triệu đồng/1 m². Lợi nhuận gộp của dự án dự báo đạt 315 tỷ đồng, được phân bổ lần lượt là 30%, 30% và 20% cho các năm 2010-2012.

Dự án khu đô thị quận 12

Dự án khu đô thị quận 12 nằm tại phường An Thới, Quận 12, thành phố Hồ Chí Minh. Mục đích của dự án là Kinh doanh nhà với diện tích đất tương ứng 57.000 m², hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng, dự kiến khởi công vào Q3/2010. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án là 381 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán nhà thấp tầng là 20 triệu đồng/1m². Dự án nhà cao tầng được xây dựng sau năm 2013 nên chúng tôi không tính toán và phân bổ

doanh thu, lợi nhuận của dự án nhà cao tầng trong mô hình tính toán này. Tổng chi phí của dự án là 304 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí xây dựng nhà thấp tầng là 16 triệu đồng/1m². Lợi nhuận gộp của dự án tương ứng 77 tỉ đồng, với tỷ lệ phân bổ trong giai đoạn 2010-2012 lần lượt là 25%/năm.

Dự án khu nhà ở Đại Mỗ

Mục đích của dự án khu nhà ở Đại Mỗ (xã Đại Mỗ, huyện Từ Liêm, Hà Nội) là xây nhà cho sỹ quan Bộ Quốc Phòng với diện tích đất là 8.069 m² trong đó, tổng diện tích sàn khoảng 70.000 m² gồm 4 chung cư với chiều cao từ 20-22 tầng, hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng, dự kiến sẽ khởi công vào Q3/2010 với tổng mức đầu tư khoảng 500 tỉ đồng. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án là 539 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán 1m² nhà cao tầng dành cho binh chủng là 11 triệu đồng/1 m². Tổng chi phí của dự án là 490 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí xây dựng nhà cao tầng cho binh chủng là 7 triệu đồng/1 m². Lợi nhuận gộp của dự án dự kiến là 49 tỷ đồng, dự kiến phân bổ theo tỷ lệ 30%, 30% và 20% cho các năm 2010-2012.

Dự án khu đô thị Thạch Mỹ Lợi

Dự án khu đô thị Thạch Mỹ Lợi nằm tại Phường Thạch Mỹ Lợi, Quận 2, thành phố Hồ Chí Minh. Mục đích của dự án là kinh doanh nhà. Diện tích đất của dự án là 26.398 m² (Diện tích đất thương phẩm còn kinh doanh được khoảng 3.000 m²), hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng, dự kiến sẽ khởi công vào Q3/2010. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án đạt 83 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán 1m² nhà cao tầng dành cho binh chủng là 11 triệu đồng/1 m². Tổng chi phí của dự án khoảng 40 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí xây dựng nhà cao tầng cho binh chủng là 7 triệu đồng/1 m². Lợi nhuận gộp của dự án là 43 tỷ đồng, dự kiến phân bổ 100% cho năm 2010.

Dự án nhà thấp tầng Quận Gò Vấp

Dự án nhà thấp tầng Quận Gò Vấp nằm tại phường 7, quận Gò Vấp, thành phố Hồ Chí Minh. Mục đích của dự án là kinh doanh nhà, diện tích đất: 3.290 m², hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án là 51 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán nhà thấp tầng là 19,4 triệu đồng/1m². Tổng chi phí của dự án là 33 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí xây dựng nhà thấp tầng là 15,5 triệu đồng/1m², lợi nhuận gộp của dự án là 18 tỷ đồng, dự kiến phân bổ 100% cho năm 2010.

Dự án nhà ở Nguyễn Văn Công

Dự án nhà ở Nguyễn Văn Công nằm tại phường 3, Quận Gò Vấp, thành phố Hồ Chí Minh. Mục đích của dự án là kinh doanh nhà với diện tích đất là 9.227 m², gồm 7 tòa nhà chung cư cao từ 13 đến 15 tầng với tổng diện tích sàn 52.862 m², hiện đã giải phóng xong 100% mặt bằng, dự kiến Q3/2010 khởi công. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của dự án là 629 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán nhà cao tầng 17 triệu đồng/1m² sàn. Tổng chi phí của dự án là 555 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí xây dựng nhà cao tầng là 10,5 triệu đồng/1m², Lợi nhuận gộp của dự án là 74 tỷ đồng, dự kiến tỉ lệ phân bổ là 50% cho năm 2012, 50% cho năm 2013.

Ngoài ra là các dự án khác với quy mô nhỏ hơn cũng đóng góp doanh thu hàng năm cho Tập đoàn, như Dự án Văn phòng South building, Dự án khu biệt thự Villa Sư Vạn Hạnh, Dự án khách sạn Mercure HaDo, Dự án Thủy điện Za Hưng, Dự án Thủy điện Nậm Pông.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU HDG

Chúng tôi khuyến nghị mua với giá bán mục tiêu 121.000 đồng/cổ phiếu trên cơ sở vốn điều lệ 202,5 tỷ đồng

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của Hà Đô và định giá HDG theo 3 phương pháp EV/EBITDA, P/E, P/B. Trung vị kết quả 3 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của HDG là 121.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 8,3x, P/B 2010E 3,2x và EV/EBITDA 2010E 6x. Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn là phù hợp so với các cổ phiếu khác trong cùng ngành kinh doanh của Tập đoàn Hà Đô.

Định giá cổ phiếu	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
EPS	5,071	1,279	10,099	14,618	20,016	27,625
P/E				11	12	13
Định giá theo P/E				160,802	240,193	359,124
EBITDA/cp	6,936	1,741	12,669	20,181	27,603	38,053
EV/cp	95,913	95,618	93,372	88,741	88,445	85,972
EV/EBITDA				6	6	6
Định giá theo EV/EBITDA				121,083	165,621	228,321
Giá trị sổ sách/cp	7,608	9,556	19,521	37,473	62,489	97,614
P/B				3	3	3
Định giá theo giá trị sổ sách				112,418	187,467	292,841
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU				121,083	187,467	292,841

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

Lưu ý: Để phản ánh sự tăng trưởng của EPS và loại bỏ các ảnh hưởng của việc pha loãng từ việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu, chúng tôi lấy cơ sở vốn năm 2010 làm cơ sở để tính EPS cho các năm khác trong báo cáo này.

Xác nhận của người viết

Chúng tôi, Lê Mạnh Dũng, Nguyễn Thu Huyền, Vũ Hương Giang, Đặng Thu Trang, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn