

# TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ

## Báo cáo cập nhật

**Dự báo lợi nhuận 2010 và năm 2011:** Chúng tôi giảm mức dự báo doanh thu 2010 của Hà Đô từ 1.406 tỷ trong báo cáo HDG công bố vào ngày 30/07/2010 (báo cáo trước) xuống còn 1.171 tỷ và lợi nhuận sau thuế từ 296 tỷ xuống còn 256 tỷ do doanh thu từ việc bán căn hộ chung cư ở 2 tòa nhà trong Dự án Khu nhà ở Hoàng Văn Thái chưa được ghi nhận vào kết quả kinh doanh trong năm 2010.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng trong năm 2011, Hà Đô sẽ chỉ đạt được 1,888 tỷ đồng doanh thu, tăng 61% so với cùng kỳ năm trước và 334 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 30% so với cùng kỳ năm trước (thấp hơn so với mức dự báo 2.236 tỷ đồng doanh thu và 405 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong báo cáo trước) bởi cho rằng giá bán có thể thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trước đây do thị trường bất động sản trong năm 2011 có thể trầm lắng. Dòng tiền sẽ bị hạn chế bơm mạnh vào thị trường khi chính phủ ưu tiên theo đuổi chính sách bình ổn kinh tế vĩ mô hơn đẩy mạnh tăng trưởng và ngân hàng thương mại sẽ hạn chế cho vay bất động sản dưới tác động của thông tư 13/2010/TT-NHNN.

**Dự án khu đô thị mới Noong tha tại Lào:** Khu Đô thị Noong tha nằm ở thủ đô Viên chăn – Lào; quy mô diện tích 114.85 ha, dự án được triển khai trong 2 giai đoạn với tổng số tiền đầu tư 250 triệu đô la. Mặc dù, thị trường bất động sản của Lào chưa phát triển nhưng với chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng thấp, chúng tôi kỳ vọng rằng Dự án có thể mang lại cho Hà Đô mức lợi nhuận 30 triệu đô la.

**Chúng tôi khuyến nghị mua với giá bán mục tiêu 78.800 đồng/cổ phiếu** tương đương P/E 2010E 6.2x, P/B 2010E 2.2x và EV/EBITDA 2010E 4.5x. Kết quả định giá trên có thấp hơn so với mức giá khuyến nghị 122.000/cp trong báo cáo HDG trước đây bởi các lý do sau:

- Lợi nhuận của HDG sẽ bị ảnh hưởng do thị trường bất động sản năm 2011 có thể kém sôi động với sự hạn chế của các dòng tiền chảy vào thị trường
- Giá thị trường của các cổ phiếu bất động sản điều chỉnh về mặt bằng giá mới thấp hơn thời điểm so sánh trước đây
- Cổ phiếu HDG có tính thanh khoản thấp

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, T12/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	204.5	256.0	333.8	452.2
EPS, VNĐ	10,099	12,644	16,486	22,330
Thay đổi EPS (YoY)	690%	25%	30%	35%
Free Cashflow/cổ phiếu, '000 VNĐ	0.02	3.50	(4.09)	(11.15)

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T12/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
P/E	7,4	5,9	4,5	3,3
EV/EBITDA	5,6	3,9	2,9	2,3
P/B	3,8	2,1	1,3	0,9

Đánh giá: **MUA**

Phân tích cổ phiếu | Bất Động Sản  
10 tháng 12 năm 2010



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

### Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	HDG
Giá cổ phiếu (10/12/2010):	74.400 đồng
Giá mục tiêu:	78.800 đồng
Số cp đang lưu hành:	20.250.000
Giá trị vốn hóa:	1506,6 tỷ đồng
KLGDĐQ 10 ngày:	13.403
ROE (2010E):	46%

### Biến động cổ phiếu HDG trên HOSE



## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất hiện có và khả năng phát triển dự án của Hà Đô trong tương lai. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế cạnh tranh lớn giúp HDG tăng trưởng bền vững cho các năm tiếp theo.

## 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	1,174	1,888	2479
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>-14%</i>	<i>118%</i>	<i>55%</i>	<i>61%</i>	<i>31%</i>
Lợi nhuận gộp	133	45	268	375	494	664
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>-66%</i>	<i>493%</i>	<i>40%</i>	<i>32%</i>	<i>34%</i>
Lợi nhuận hoạt động	120	26	242	328	418	563
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>-78%</i>	<i>835%</i>	<i>36%</i>	<i>27%</i>	<i>35%</i>
Lợi nhuận ròng	103	26	204	256	334	452
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>-75%</i>	<i>690%</i>	<i>25%</i>	<i>30%</i>	<i>35%</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	236	274	226
Các khoản phải thu	154	127	175	286	564	808
Hàng tồn kho	151	336	450	730	925	1,076
Tài sản cố định hữu hình	13	23	41	53	69	89
Tài sản khác	87	95	151	188	267	334
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>432</b>	<b>668</b>	<b>900</b>	<b>1,493</b>	<b>2,099</b>	<b>2,532</b>
Nợ ngắn hạn	275	454	759	1,101	1,548	1,632
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>4</i>	<i>51</i>	<i>0</i>	<i>36</i>	<i>65</i>	<i>75</i>
Nợ dài hạn	1	8	11	74	47	55
<i>Vay dài hạn</i>	<i>1</i>	<i>8</i>	<i>10</i>	<i>73</i>	<i>46</i>	<i>54</i>
Vốn chủ sở hữu	154	194	395	719	1,154	1,758
Lợi ích của cổ đông thiểu số	12	24	34	49	68	94
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>442</b>	<b>680</b>	<b>1,200</b>	<b>1,942</b>	<b>2,817</b>	<b>3,538</b>

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Chuyên viên phân tích dự báo

<b>BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>FY2008A</b>	<b>FY2009A</b>	<b>FY2010F</b>	<b>FY2011F</b>	<b>FY2012F</b>
Lợi nhuận ròng	26	204	256	334	452
Khấu hao	3	7	8	11	14
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	26	-48	-87	-150	-124
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	1		-24	-128	-120
Giảm (tăng) hàng tồn kho	-185	-114	-280	-195	-151
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	7	-35	-46	-80	-66
Tăng (giảm) phải trả người bán	-8	5	80	117	83
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	139	290	208	208	-76
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	-13	37	5	39	28
Tăng (giảm) phải trả người lao động	6	7	7	15	21
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	9	17	6	40	29
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>11</b>	<b>370</b>	<b>132</b>	<b>212</b>	<b>78</b>
Bán (mua) tài sản cố định	-13	-34	-11	-27	-35
Bán (mua) tài sản dài hạn	-13	-298	-150	-269	-287
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	-3	0	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-30</b>	<b>-333</b>	<b>-161</b>	<b>-296</b>	<b>-322</b>
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	91	33	68	101	152
Chi trả cổ tức	-76	-41	-	-	-
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	-2	5	-	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	12	11	15	19	26
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	47	-51	36	28	11
Tăng (giảm) các khoản nợ trung- dài hạn	7	2	63	-27	8
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính</b>	<b>79</b>	<b>-40</b>	<b>181</b>	<b>122</b>	<b>196</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>60</b>	<b>-3</b>	<b>153</b>	<b>37</b>	<b>-48</b>

<b>CÁC TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG</b>	<b>FY2008A</b>	<b>FY2009A</b>	<b>FY2010F</b>	<b>FY2011F</b>	<b>FY2012F</b>
Tăng trưởng doanh thu	-14%	117%	55%	61%	31%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-66%	493%	40%	32%	34%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	50%	36%	81%	61%	31%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	-78%	835%	36%	27%	35%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-69%	571%	38%	30%	35%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-75%	690%	25%	30%	35%

<b>TỶ SUẤT LỢI NHUẬN</b>	<b>FY2008A</b>	<b>FY2009A</b>	<b>FY2010F</b>	<b>FY2011F</b>	<b>FY2012F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13%	35%	32%	26%	27%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7%	32%	28%	22%	23%
Tỷ suất EBIT	9%	33%	29%	24%	25%
Tỷ suất EBITDA	10%	34%	30%	24%	25%
Tỷ suất Lợi nhuận ròng	7%	27%	22%	18%	18%
ROE	15%	69%	46%	36%	31%
ROA	5%	22%	16%	14%	14%

<b>SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T12/2010</b>	<b>FY2008A</b>	<b>FY2009A</b>	<b>FY2010F</b>	<b>FY2011F</b>	<b>FY2012F</b>
P/E	57,1	7,4	5,9	4,5	3,3
EV/EBITDA	41,1	5,6	3,9	2,9	2,3
P/B	7,6	3,8	2,1	1,3	0,9

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Chuyên viên phân tích dự báo

## Một số điều chỉnh trong mô hình định giá

### Khu Dân cư 183 Hoàng Văn Thái

Do kết quả kinh doanh của Dự án 183 Hoàng Văn Thái chưa được ghi nhận trong năm 2010 nên chúng tôi điều chỉnh lại tỉ lệ phân bổ của dự án này trong năm 2010 từ 30% trong báo cáo trước xuống còn 0%.

### Khu Đô thị mới An Khánh – An Thượng

Do lo ngại về sự hạn chế của dòng tiền vào thị trường bất động sản trong năm 2011 sẽ làm thị trường kém sôi động và khả năng bán hàng của Hà Đô trong Dự án An Khánh – An Thượng sẽ bị ảnh hưởng nên chúng tôi giảm giá trị đóng góp của dự án An Khánh An Thượng vào kết quả kinh doanh năm 2011 của HDG.

### Các chỉ số so sánh

Chúng tôi cũng hạ kỳ vọng vào các mức P/E bán, P/B bán và EV/EBITDA bán của HDG tại thời điểm hiện nay so với thời điểm làm báo cáo trước đây từ mức 11x, 3x và 6x xuống còn 8x, 2x và 4.5x do thị trường đang thiết lập một mặt bằng giá mới thấp hơn thời điểm chúng tôi ra báo cáo trước đây. Theo thống kê của chúng tôi thì tại thời điểm hiện nay (10/12/2010) VNindex đã giảm 6.8% so với chỉ số VNindex tại thời điểm ra báo cáo trước (30/07/2010) và giá cả của nhóm cổ phiếu bất động sản đã giảm khoảng 30% so với thời điểm ra báo cáo trước. Bên cạnh đó, một lý do khác khiến chúng tôi giảm kỳ vọng vào P/E bán, P/B bán và EV/EBITDA bán của HDG là do cổ phiếu này rất kém thanh khoản trên thị trường nên không thu hút được sự chú ý của các tổ chức đầu tư trong và nước ngoài. Khối lượng giao dịch bình quân Hose trong 10 phiên gần đây là 13.403 cổ phiếu.

## Định giá

STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu ngày ('000) 10/12/2010	Số cổ phiếu lưu hành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Lợi nhuận kế hoạch 2010	Vốn chủ sở hữu kế hoạch 2010	P/E 2010P	P/B 2010P
1	BCI	30.2	72,267,000	2,182	280	1,469	7.8	1.5
2	HAG	78	292,520,697	22,817	2,214	6,925	10.3	3.3
3	ITC	24.4	69,086,688	1,686	190	1,515	8.9	1.1
4	NTL	71	32,800,000	2,329	523	1,080	4.5	2.2
5	QCG	30	121,518,139	3,646	360	1,105	10.1	3.3
6	TDH	37	37,875,000	1,401	193	1,440	7.3	1.0
7	VIC	94.5	368,213,113	34,796	253	2,319	137.5	15.0
8	VCG	26.8	298,276,207	7,994	423	3,403	18.9	2.3
9	SJS	60.5	99,881,000	6,043	846	2,615	7.1	2.3
10	DIG	39.9	97,828,450	3,903	500	2,790	7.8	1.4
<b>Trung bình</b>							<b>22.0</b>	<b>3.3</b>
<b>Trung vị</b>							<b>8.3</b>	<b>2.2</b>

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Chuyên viên phân tích dự báo

Chúng tôi định giá HDG trên cơ sở so sánh với 10 công ty bất động sản hàng đầu của Việt Nam đang niêm yết trên HSX và HNX. Kết quả định giá cho thấy các công ty trên đang giao dịch ở mức P/E có trung bình và trung vị lần lượt là 22x và 8.3x, P/B có trung bình và trung vị lần lượt là 3.3x và 2.2x. Hiện giờ, HDG đang giao dịch ở mức P/E2010 (E) ~5.9x và P/B2010 (E) ~2.1x đều thấp hơn mức trung vị của ngành

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU HDG

**Chúng tôi khuyến nghị mua với giá bán mục tiêu 78.800 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 Tập đoàn Hà Đô Group 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 78.800 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 6,2x, P/B 2010E 2,2x và EV/EBITDA 2010E 4,5x. 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	12,644	16,486	22,330
P/E				8,0	8,0	8,0
<b>Định giá theo P/E</b>				<b>101,152</b>	<b>131,887</b>	<b>178,637</b>
EBITDA/cp	6,936	1,741	12,669	17,511	22,830	30,893
EV/cp	95,913	95,618	93,372	66,728	64,958	68,237
EV/EBITDA				4,5	4,5	4,5
<b>Định giá theo EV/EBITDA</b>				<b>78,798</b>	<b>102,734</b>	<b>139,018</b>
Giá trị sổ sách/cp	7,608	9,556	19,521	35,498	56,984	86,814
P/B				2,0	2,0	2,0
<b>Định giá theo giá trị sổ sách</b>				<b>70,997</b>	<b>113,969</b>	<b>173,628</b>
<b>GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU</b>				<b>78,798</b>	<b>113,969</b>	<b>173,628</b>

*Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, Chuyên viên phân tích 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

Tôi, Nguyễn Thu Huyền, 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 tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của 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](http://www.vietinbanksc.com.vn)  
Email: [phantich@vietinbanksc.com.vn](mailto:phantich@vietinbanksc.com.vn)