

Khuyến nghị:

Phan Quốc Bửu (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	50,200
Giá đóng cửa	38,250
Upside	31.2%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp	95
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,631
Giá cao nhất 52 tuần	43,699
KLGD TBình 10 ngày (cp)	222,354
Sở hữu NGTTNN	

Cổ đông lớn

TRONG THONG NGUYEN	33.86
NORGES BANK	25.14
VAN TO NGUYEN	11.51
VENNER GROUP LTD	4.39
WAREHAM GROUP LTD	2.35

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Là doanh nghiệp bất động sản - xây dựng nổi tiếng với các dự án Hà Đô Centrosa, Sư Vạn Hạnh. Công ty hiện đang có chiến lược tập chung đầu tư mũi nhọn vào mảng năng lượng mặt trời với dưới sự ưu tiên vị trí đất hợp lý

Các báo cáo khác

Hà Đô Vững Bước

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 50,200 đồng/CP dựa trên phương pháp RNAV cho mảng bất động sản, P/E cho mảng xây lắp và EV/EBITDA cho mảng thủy điện,

Dự báo KQKD

BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của HDG dự kiến sẽ đạt mức 4,237 tỷ đồng (+87%yoy), LNST đạt mức 758.4 tỷ đồng (+167% yoy) và LNCD công ty mẹ ước tính sẽ đạt 412.4 tỷ (+109% yoy), EPS FW = 4,347 đồng/ cổ phiếu. .

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro thị trường bất động sản: HDG có thể giảm tiến độ triển khai các dự án sắp tới do đã có nguồn doanh thu đảm bảo từ Centrosa nếu thị trường không thuận lợi.
- (2) Rủi ro thiên tai thời tiết đối với mảng năng lượng tái tạo

Cập nhật doanh nghiệp

Mảng kinh doanh bất động sản: Chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh bất động sản sẽ là mảng cốt lõi đóng góp chính trong kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2019-2020 của HDG, trong đó nguồn lợi nhuận chính sẽ đến từ (1) Hà Đô Centrosa Garden, (2) Hà Đô Dragon City, (3) Hà Đô Green Lane.

Mảng thủy điện dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2019 nhờ đóng góp từ nhà máy thủy điện Nhận Hạc. Theo đó, nhà máy thủy điện Nhận Hạc (Công suất 59 MW) đã được đưa vào vận hành từ Q3/2018, qua đó giúp tổng công suất mảng thủy điện của HDG tăng gần gấp đôi từ mức 60 MWh lên mức 119 MW.

Mảng năng lượng tái tạo. Dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4 dự kiến sẽ đưa vào vận hành trước 30/6/2019 để hưởng giá bán điện ưu đãi 9.35 cent. Dự án nhà máy điện gió Tiến Thành 1 dự kiến đưa vào vận hành trong Q4/2019.

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2018. Doanh thu và lợi nhuận 9T/2018 dự kiến ghi nhận lần lượt 1,138 tỷ đồng (+6.8% yoy) và 221.3 tỷ đồng, tăng gấp 13.1 lần so với cùng kỳ nhờ vào (1) Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần giảm mạnh do HDG đã trả một phần gốc vay và đa phần các căn hộ đã được bán từ trước Q2/2018, (2) Hạch toán một phần dự án Centrosa Garden. Lũy kế 9T/2018, HDG đã lần lượt hoàn thành được 26.5% và 30.2% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2018.

Cập nhật các mảng kinh doanh của HDG:

Mảng kinh doanh bất động sản: Chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh bất động sản sẽ là mảng cốt lõi đóng góp chính trong kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2019-2020 của HDG, trong đó nguồn lợi nhuận chính sẽ đến từ (1) Hà Đô Centrosa, (2) Hà Đô Dragon City, (3) Hà Đô Green Lane và . Ngoài ra dự án Nongtha Central Park dự kiến cũng sẽ được mở bán trong Q4/2018. (Chúng tôi lưu ý nhà đầu tư nên theo dõi kỹ dự án này vì yếu tố địa lý và thủ tục pháp lý nằm ngoài lãnh thổ Việt Nam).

Việc gia tăng quỹ đất trong thời gian gần đây giúp HDG đảm bảo việc phát triển trong dài hạn. Sau khi hoàn tất thoái vốn từ Bộ Quốc Phòng, HDG tích cực đẩy mạnh việc M&A và mua thêm các quỹ đất mới như Tòa nhà hỗn hợp Dịch Vọng – Cầu Giấy (1ha), HaDo Green Land(2,3 ha), 62 Phan Đình Giót (2,23 ha), dự án Alila Bảo Đại (8,92ha). Theo đó, HDG sẽ tiến hành triển khai các dự án này từ năm 2019. Điều khiến chúng tôi quan ngại nhất là yếu tố rủi ro đến từ việc thị trường bất động sản không thuận lợi, HDG có thể giãn tiến độ triển khai các dự án sắp tới do đã có nguồn doanh thu đảm bảo từ Centrosa.

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị Trí	Quy mô	DT dự kiến (tỷ đồng)	Tiến độ dự án	Tiến độ bán hàng/Thời gian thực hiện
<u>Dự án đang triển khai</u>						
Centrosa Garden	89%	Q10, HCM	8 tháp với 2,300 căn hộ	8,700*	2018: Bàn giao 2 tháp, 2019 là 4 tháp, 2020 là 2 tháp	Đã bán 100%
Hà Đô Dragon City	100%	An Khánh , An Thượng	30ha với 528 căn biệt thự đơn lập, song lập, liền kề	2,000	Đã hoàn thiện hạ tầng cảnh quan, đang triển khai xây thô toàn bộ	Dự kiến mở bán từ tháng 11
Hà Đô Green Lane	100%	Q8, HCM	104,900 m2 sàn xây dựng, 1,000 căn hộ	2,000	N/A	Mở bán trong tháng 10.
Nongtha Central Park	N/A	Lào	74ha với 616 căn biệt thự	6,000	Đã có sổ đỏ	Mở bán trong T10
<u>Dự án trong kế hoạch phát triển</u>						
Tòa nhà hỗn hợp Dịch Vọng	100%	Cầu Giấy	48 tầng, 250,000 m2 sàn xây dựng	5,000	N/A	2019-2022
Tổ hợp nhà 62 Phan Đình Giót	100%	Hà Nội	198,000 m2 sàn xây dựng	2,800	N/A	2019-2021
Tòa Nhà CC3 Dịch Vọng	100%	Cầu Giấy	N/A	N/A	N/A	N/A
Alila Bảo Đại	100%	Nha Trang	36 biệt thự nghỉ dưỡng và 108 phòng khách sạn 5 sao	N/A	Đang hoàn thiện phê duyệt các thủ tục pháp lý	2020-2022

*Nguồn: BSC Research, HDG, *Ước tính của BSC*

Mảng thủy điện dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2019 nhờ đóng góp từ nhà máy thủy điện Nhạn Hạc. Theo đó, nhà máy thủy điện Nhạn Hạc (Công suất 59 MW) đã được đưa vào vận hành từ Q3/2018, qua đó giúp tổng công suất mảng thủy điện của HDG tăng gần gấp đôi từ mức 60 MWh lên mức 119 MW. Tổng vốn đầu tư thủy điện Nhạn Hạc là 1,881 tỷ đồng với sản lượng hàng năm ước đạt 206 triệu KWh/Năm. Chúng tôi lưu ý nhà máy thủy điện Nhạn Hạc được áp dụng biểu giá chi phí tránh được với giá bán giờ cao điểm mùa khô là 2,305 đồng/kWh, giá thấp điểm là 700 đồng/kWh và giá bình quân là 1,200 đồng/kWh. Đây là mức biểu giá cao hơn đang kể so với mức giá bán bình quân thủy điện (Khoảng 800 -900 đồng/kWh).

Dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4 dự kiến sẽ đưa vào vận hành trước 30/6/2019 để hưởng giá bán điện ưu đãi 9.35 cent. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, thời gian lắp đặt và vận hành thử của các dự án năng lượng mặt trời khá nhanh (Trung bình khoảng 4 tháng). Tổng công suất dự kiến 48 MWp- 40MWac, tương đương sản lượng ước đạt 91 triệu kWh/năm. Tổng vốn đầu tư dự kiến 1,100 tỷ đồng và bắt đầu thi công xây dựng từ T10/2018.

Dự án nhà máy điện gió Tiến Thành 1 dự kiến đưa vào vận hành từ Q4/2019. Công suất dự kiến 60MW, tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 2,100 tỷ VNĐ. HDG dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý từ T3/2019 và bắt đầu xây dựng từ tháng 6/2019.

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2018. Doanh thu và lợi nhuận 9T/2018 dự kiến ghi nhận lần lượt 1,138 tỷ đồng (+6.8% yoy) và 221.3 tỷ đồng, tăng gấp 13.1 lần so với cùng kỳ nhờ vào (1) Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần giảm mạnh do HDG đã trả một phần gốc vay và đa phần các căn hộ đã được bán từ trước Q2/2018, (2) Hạch toán một phần dự án Centrosa Garden. Lũy kế 9T/2018, HDG đã lần lượt hoàn thành được 26.5% và 30.2% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2018.

Dự báo kết quả kinh doanh 2018

Chúng tôi cho rằng HDG hoàn toàn đủ khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh nhờ vào việc hạch toán dự án Hà Đô Centrosa. Tổng quy mô dự án khoảng 2,300 căn hộ với tổng doanh thu dự kiến khoảng 10,700 tỷ đồng (phần thấp tầng là 1,500 tỷ đồng - 115 căn đã bàn giao và ghi nhận lợi nhuận), trong đó năm 2018 dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 2,400 tỷ đồng (chiếm gần 30% tổng khối lượng bàn giao). Tuy nhiên, điểm rơi lợi nhuận sẽ tập trung vào Q4/2018 chủ yếu do yếu tố đặc thù của ngành bất động sản.

Theo ước tính của BSC, doanh thu và lợi nhuận của HDG dự kiến sẽ đạt mức 4,237 tỷ đồng (+87%yoy), LNST đạt mức 758.4 tỷ đồng (+167% yoy) và LNCD công ty mẹ ước tính sẽ đạt 412.4 tỷ (+109% yoy), EPS FW = 4,347 đồng/ cổ phiếu .

Dựa trên phương pháp RNAV cho mảng bất động sản, P/E cho mảng xây lắp và EV/EBITDA cho mảng thủy điện, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của HDG đạt 50,200 đồng/cp.

<u>Giá trị mảng bất động sản</u>		7,365,824
<u>Khối lượng CPLH</u>		94,926,858
<u>(+) tiền & tương đương tiền</u>		463,026
<u>(+) bds đầu tư</u>		592,554
<u>(+) XDCB dở dang</u>		1,481,091
<u>(+) Khoản phải thu ngắn hạn</u>		1,417,827
<u>(-) nợ</u>		7,440,318
NAVPS	<u>Định giá RNAV</u>	40.9
Discount		15%
Real NAVPS		34.7
<u>Giá trị mảng xây lắp</u>	<u>Định giá P/E</u>	3.3
<u>Giá trị thủy điện</u>	<u>Định giá EV/EBITDA</u>	12.16
<u>Giá trị cổ phiếu</u>		50.2
<u>Giá thị trường</u>		38.3
Upside		31%

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hà Đô vững bước

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	589	310	1,203	225	383
LN gộp	200	63	397	97	113
DT tài chính	17	9	12	13	9
CP tài chính	(37)	(28)	(8)	(22)	(20)
Lãi vay	(36)	(23)	(7)	(21)	(20)
CP bán hàng	(136)	(5)	(87)	(7)	(44)
CP QLDN	(30)	(35)	(20)	(44)	(42)
Lãi/lỗ HĐKD	14	5	295	36	15
TN nhập khác (ròng)	2	1	12	1	(1)
LN trước thuế	16	6	307	37	14
LN sau thuế	6	6	267	35	10
LN CĐ thiếu số	30	7	48	17	0
LN Cty mẹ	(25)	(1)	219	18	10
EPS					
TS ngắn hạn	5,158	4,506	4,878	4,909	5,619
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,335	429	736	419	452
Phải thu ngắn hạn	1,036	1,069	1,059	1,151	1,345
Tồn kho	2,731	2,955	2,980	3,206	3,684
TS ngắn hạn khác	56	53	104	133	137
TS dài hạn	2,749	3,035	3,548	3,985	3,985
Phải thu dài hạn	128	222	260	249	249
TSCĐ	1,161	1,158	1,170	1,138	1,126
TS dở dang dài hạn	745	882	1,043	1,315	1,475
TS dài hạn khác	86	141	121	147	137
Tổng TS	7,906	7,542	8,427	8,894	9,604
Nợ phải trả	6,076	5,704	6,338	6,836	7,433
Nợ ngắn hạn	2,318	2,371	1,445	1,252	1,327
Vay ngắn hạn	435	210	274	268	324
Nợ dài hạn	3,759	3,333	4,893	5,583	6,107
Vay dài hạn	2,121	1,551	1,596	1,710	1,797
Vốn chủ sở hữu	1,830	1,838	2,089	2,053	2,171
Vốn góp	760	760	760	760	760
LN chưa phân phối	284	279	496	459	455
Tổng nguồn vốn	7,906	7,542	8,427	8,888	9,604
% yoy DT	122%	-28%	2%	35%	-35%
Biên ln gộp	34.0%	20.3%	33.0%	43.1%	29.6%
Lãi vay/DTT	6.1%	7.4%	0.6%	9.5%	5.2%
CP bán hàng/DTT	23.2%	1.5%	7.2%	3.0%	11.5%
CP QLDN/DTT	5.1%	11.3%	1.6%	19.6%	11.1%
Biên ln thuần	1.0%	2.0%	22.2%	15.3%	2.5%

Doanh thu và lợi nhuận 9T/2018 dự kiến ghi nhận lần lượt 1,138 tỷ đồng (+6.8% yoy) và 221.3 tỷ đồng, tăng gấp 13.1 lần so với cùng kỳ nhờ vào (1) Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần giảm mạnh do HDG đã trả một phần gốc vay và đa phần các căn hộ đã được bán từ trước Q2/2018, (2) Hạch toán một phần dự án Centrosa Garden trong Q3/2018

Dự án Hà Đô Centrosa là dự án chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu hàng tồn kho, tương đương 69%.

Tài sản cơ bản dở dang chủ yếu là dự án Thủy điện Nhận Hạc (chiếm 76.1% chi phí xây dựng cơ bản dở dang).

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Hà Đô Vững Bước

1. Khả năng thanh toán Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

Hsố TT ngắn hạn	2.23	1.90	3.38	3.92	4.24
Hsố TT nhanh	1.02	0.63	1.24	1.25	1.35

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.65	0.60	0.58	0.55	0.59
TSDH/ TTS	0.35	0.40	0.42	0.45	0.41
Hsố Nợ/ TTS	0.77	0.76	0.75	0.77	0.77
Hsố Nợ/ VCSH	3.32	3.10	3.03	3.33	3.42
Nợ ngắn hạn / TTS	0.29	0.31	0.17	0.14	0.14
Nợ DH / TTS	0.48	0.44	0.58	0.63	0.64

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
Vquay phải thu	8.9	6.6	4.6	7.3	7.8
Vquay phải trả	9.0	8.7	7.3	7.4	7.9
Số ngày HTK	569.0	653.9	667.8	690.3	835.4
Số ngày phải thu	40.9	55.4	78.6	50.2	47.0
Số ngày phải trả	40.5	42.1	50.2	49.0	46.3
CCC	569.4	667.3	696.2	691.5	836.0

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	1.0%	2.0%	22.2%	15.3%	2.5%
LNST/VCSH (%)	14.3%	10.6%	15.0%	16.0%	15.9%
LNST/TTS	3.5%	2.6%	3.5%	3.7%	3.7%
LN từ HĐKD/DTT	2.3%	1.6%	24.5%	15.9%	4.0%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	3.91	3.95	3.95	4.23	4.38
DT/TTS	0.34	0.32	0.28	0.28	0.25
EBIT/DT	0.18	0.16	0.20	0.19	0.21
EBT/EBIT	0.68	0.64	0.76	0.81	0.84
lãi ròng/LNTT	0.81	0.78	0.85	0.86	0.87

6. Định giá

PE	12.7	24.0	12.2	12.2	9.9
PB	2.2	2.9	1.7	2.1	1.7
EPS	2,464	1,737	2,348	2,781	2,801
BVPS	14,190	14,136	16,760	16,438	16,353

7. Tăng trưởng (%)

TTS	51%	28%	29%	17%	21%
Nợ	19.6%	18.3%	23.0%	10.9%	18.6%
DTT	122.2%	-28.0%	2.0%	35.4%	-35.0%
LN gộp	158.3%	-52.7%	1.2%	17.1%	-43.3%
LNST	396.8%	-90.9%	63.6%	578.8%	70.6%
EPS					

Tỷ lệ nợ/TTS và Tổng nợ/VCSH lần lượt đạt 77% và 3.42 lần, tuy nhiên nếu loại trừ khoản người mua trả tiền trước, tỷ lệ nợ ròng/TTS và nợ ròng/VCSH lần lượt đạt 22.1% và 0.98 lần. Chúng tôi đánh giá đây là mức khá an toàn. Phần lớn nợ vay được tài trợ cho các dự án thủy điện.

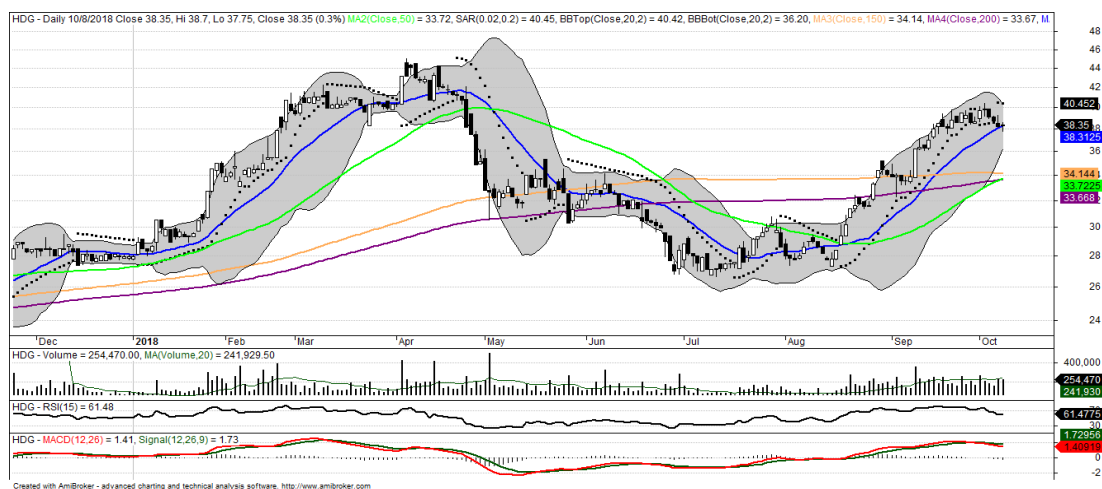
Định giá P/E hiện tại của cổ phiếu HDG là 9.9 lần, mức này thấp hơn so với trung vị ngành là 12.2x. Mức PE FW 2018 = 8.7x

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng ngắn hạn, tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, trên mức 0
- Chỉ báo RSI: giảm từ quá mua

Nhận định: Kể từ giữa tháng 8, HDG đã hồi phục mạnh 46% lên ngưỡng 40.5 với nền ngắn cho thấy sự không chắc chắn của cổ phiếu này. Trạng thái lỏng lẻo của cổ phiếu này xuất hiện trong vùng giá 38-40 được 1 tháng và nhiều khả năng cổ phiếu sẽ có sự điều chỉnh hoặc tích lũy trong giai đoạn tới. MA50 đang có xu hướng vượt lên khỏi MA200 là tín hiệu tốt của HDG trước khi thị trường bước vào nhịp tăng mới.

Khuyến nghị: Theo dõi HDG trong thời gian tới.



Khuyến cáo sử dụng

Hà Đô Vững Bước

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

