

Mua

HDC – Kỳ vọng thoái vốn thành công từ SCIC

Định giá

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	18,300
Giá đóng cửa	16,000
Upside	14.4%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HDC với giá mục tiêu 12 tháng là **18,300 đồng/cp**, upside 14.4% (so với mức giá 16,000 đồng/cp ngày 01/08/2017), dựa trên phương pháp P/E.

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	45.07
Vốn hóa (tỷ đ)	680.5
Giá cao nhất 52 tuần	16,250
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	595,783

Điểm nhấn đầu tư

- HDC sở hữu quỹ đất sạch, có vị trí đắc địa lớn thứ 2 sau DIG trong số các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Vũng Tàu.
- Kết quả kinh doanh giai đoạn 2015 – 2016 có sự cải thiện tích cực.

Catalyst

Cổ đông lớn (%)

SCIC	12.09
DOAN HUU THUAN	6.43
LUCERNE ENTERPRISE LTD	9.3
ASEAN DEEP VALUE FUND	5.11
LE VIET LIEN	2.18

- Kỳ vọng kết quả hoạt động kinh doanh tiếp tục được cải thiện khi SCIC thoái vốn thành công
- Điểm rơi lợi nhuận các dự án tiềm năng sẽ bắt đầu từ cuối năm 2017, khả năng chuyển nhượng các một số dự án không hiệu quả sẽ giúp HDC ghi nhận doanh thu đột biến.

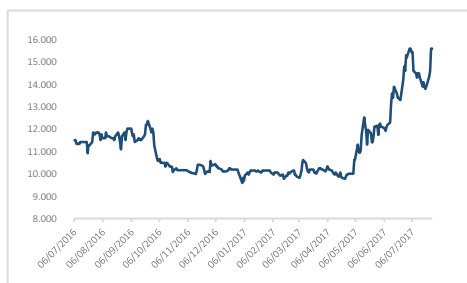
Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
HDC	6.08%	46.7%	44.0%
VN-Index	0.78%	7.9%	16.4%

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro thoái vốn không thành công của SCIC
- Chịu rủi ro mang tính chu kỳ của ngành BĐS nói chung

Diễn biến giá



Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn
+84 915081230

Tổng quan về công ty: HDC là một trong các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường nhà ở bất động sản của Bà Rịa Vũng Tàu, tiên phong xây dựng chung cư cao tầng tại đây. Hiện tại, SCIC đang nắm giữ 12.09% vốn điều lệ của HDC. Theo kế hoạch năm 2017, SCIC sẽ tiến hành thoái vốn khỏi HDC.

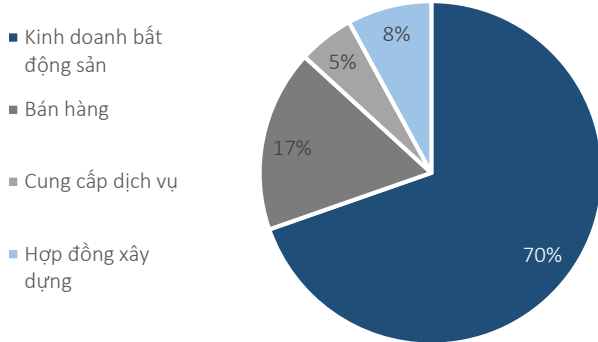
Các chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016
DTT(tỷ đ)	273,2	396,2	428,2	479,2
% tăng trưởng	-5%	44%	8%	13%
Tổng tài sản	1.272	1.299	1.197	1.424
Vốn chủ sở hữu	562	593	657	651
Vốn điều lệ	274	411	451	451
LN sau thuế	26,1	22,7	47,8	58,0
% tăng trưởng	-37%	-13%	111%	21%
EPS (VND/cp)	952	552	1.060	1.286
ROE (%)	4,6%	3,8%	7,3%	9%
ROA (%)	2,1%	1,7%	4,0%	4%

CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RỊA – VÙNG TÀU (HDC)

Tổng quan doanh nghiệp

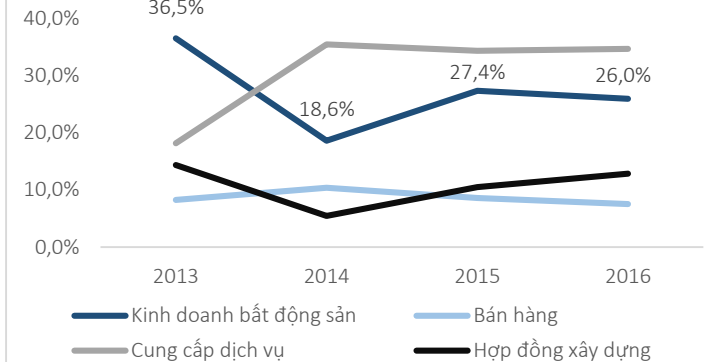
HDC là một trong các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường nhà ở bất động sản của Bà Rịa Vũng Tàu. HDC được cổ phần hóa từ năm 2001 với vốn điều lệ là 20 tỷ VNĐ. Tính đến cuối năm 2016, vốn điều lệ của HDC đã đạt 450,7 tỷ đồng. HDC hiện đang kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản. Các lĩnh vực hoạt động chính của HDC bao gồm kinh doanh bất động sản (chiếm 70% cơ cấu doanh thu), xây lắp vật liệu xây dựng dịch vụ (chiếm 30% cơ cấu doanh thu).

Cơ cấu doanh thu năm 2016



Nguồn: HDC, BSC research

Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng



Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: HDC sở hữu quỹ đất sạch, vị trí đắc địa lớn thứ 2 trong số các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Vũng Tàu. Hiện tại, HDC đang triển khai 16 dự án với tổng diện tích khoảng 413.8 ha với lợi thế là đa số trong đó thuộc sở hữu nhà nước, thuận lợi cho việc đền bù giải tỏa mặt bằng. Trong đó:

- 5 dự án đang thực hiện với tổng diện tích : 42,61 ha
- 7 dự án đang trong giai đoạn triển với tổng diện tích 44,5 ha
- 4 dự án trong giai đoạn đền bù giải tỏa với tổng diện tích 326,7 ha

HDC đang sở hữu một số dự án có vị trí đẹp tiềm năng đã hoàn thành đền bù giải tỏa, sẵn sàng phát triển cơ sở hạ tầng như (1) Dự án khách sạn – văn phòng cao cấp nằm tại số 2 Trương Công Định, (2) Khu nhà ở, khách sạn Hodeco Sea Village, (3) Căn hộ 25 tầng Hodeco Seaside, (4) Khu nhà ở Đồi Ngọc Tước 2. Trong năm 2017, BSC cho rằng doanh thu mảng bất động sản của HDC sẽ đến từ các dự án chung cư Bình Giã, chung cư Bình An đồi 2 và khu dân cư Phú Mỹ. Ngoài ra trong năm 2017, HDC cũng có kế hoạch chuyển nhượng một số dự án có giá trị như (1) khu đất 5,1 ha ven sông tại Gò Sao, TPHCM. Hiện tại, các thủ tục cho việc chuyển nhượng cơ bản đã hoàn thành, dự kiến việc chuyển nhượng này sẽ giúp Hodeco mang về 120 tỷ đồng, tăng nguồn đầu tư năm 2017. Ngoài ra, dự án chung cư Thi sách hiện tại cũng đang trong quá trình tìm đối tác chuyển nhượng.

Tính đến cuối Q1/17, HDC đang có 976.7 tỷ đồng hàng tồn kho, tương đương 66.2% tổng tài sản trong đó bao gồm chi phí sản xuất kinh doanh dở dang (chiếm 96.2%) và thành phẩm bất động sản (chiếm 3.8%). BSC lưu ý tổng giá trị các tài sản này chưa được định giá lại kể từ khi cổ phần hóa năm 2001 đến nay.

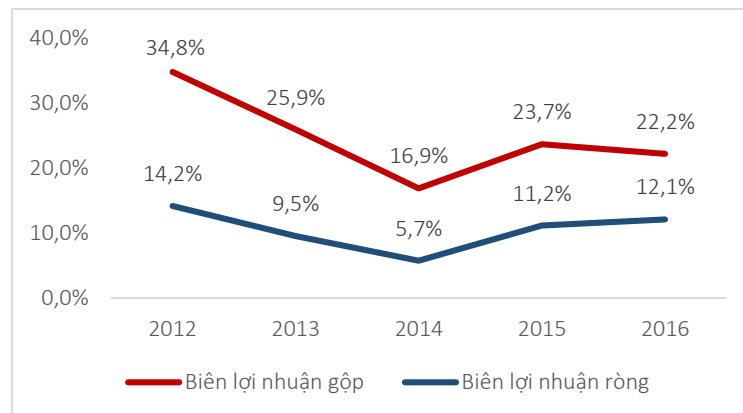
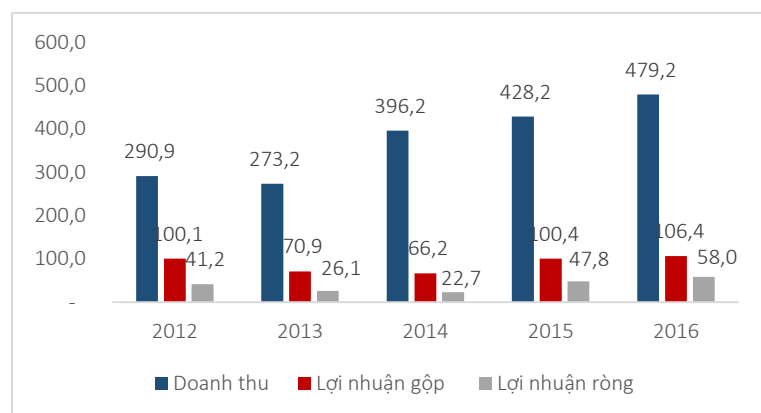
Chi tiết các dự án bất động sản tiềm năng đang triển khai sắp tới:

CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RỊA – VÙNG TÀU (HDC)

Dự án đang thực hiện	% sở hữu	Tổng diện tích	Diện tích có thể bán	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	BLNG dự kiến	Thời gian hoàn thành dự kiến
Chung cư Bình An đời 2	100%	4.218 m2	38.238 m2	234.9	398.9	14%	2017
KDC đô thị Phú Mỹ	100%	21.45 ha	12.37 ha	137.2	N/A	30%	2017
Khu nhà ở Tây đường 3/2	72%	63,4 ha	41,593 m2	317	N/A	N/A	2018F
Khu nhà ở Đồi Ngọc Tước 2	100%	14.3 ha	7.13 ha	411.9	1,070	N/A	2018F
Chung cư Bình Giã	100%	3,560 m2	33,481 m2	252.8	468.7	20%	2017
Dự án đang trong giai đoạn triển khai							
Hodeco SeaVillage	73%	4.74 ha	-	198.3	N/A	N/A	2019F-2020F
Chung cư đường Thi Sách	100%	3.400 m2	65.545m2	596.5	N/A	N/A	2018F
Khu nhà ở Gò Sao, Quận 12	N/A	N/A	N/A		120	N/A	Chuyển nhượng trong năm 2017
Hải Đăng Phường 12 (GD1)	100%	27.2 ha	126,669 m2	976	N/A	N/A	2018F
Số 2 Trương Công Định	100%	2,096 m2	1,145 m2		N/A	N/A	2018F
Quỹ đất đang chờ thủ tục							
Phước Thăng		75.4 ha	383,343 m2	1,500	N/A	N/A	2024F
Vũng Tàu WonderLand		234 ha		2,344	N/A	N/A	N/A

Nguồn: HDC, BSC research

Điểm nhấn 2: Kết quả kinh doanh giai đoạn 2015 – 2016 có sự cải thiện tích cực



CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RỊA – VÙNG TÀU (HDC)

KQKD của HDC bắt đầu cải thiện tích cực từ năm 2015. Mặc dù sở hữu khá nhiều quỹ đất có vị trí đẹp và giá vốn thấp, tuy nhiên kết quả hoạt động kinh doanh của HDC vẫn chưa phản ánh đúng tiềm năng của quỹ đất này. KQKD của HDC bắt đầu cải thiện từ năm 2015 sau khi thị trường BĐS Việt Nam bắt đầu khởi sắc từ năm 2014 (BDS tại Vũng Tàu thường có độ trễ hơn so với TPHCM & Hà Nội). Tốc độ tăng trưởng CAGR của doanh thu và lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2014-2016 lần lượt đạt 13% và 9%. Biên lợi nhuận ròng năm 2016 cũng cải thiện tích cực từ mức 5.7% năm 2014 lên mức 12.1% năm 2016.

Kết quả kinh doanh Q1. Doanh thu HDC Q1/2017 đạt 70.7 tỷ đồng (-43.7% yoy), tuy nhiên lợi nhuận gộp đạt 20.8 tỷ đồng (+55.2% yoy) chủ yếu do phần lớn doanh thu HDC trong Q1 đến từ dự án Phú Mỹ. Đây là dự án đất nền mà HDC đã tích lũy với giá vốn thấp có biên lợi nhuận khá tốt khoảng 35%. Tỷ lệ chi phí thuế suất TNDN của HDC trong Q1/17 giảm mạnh từ mức 22% trong Q1/16 xuống còn mức 6.3% chủ yếu do dự án Phú Mỹ được hưởng ưu đãi thuế suất.

Kế hoạch kinh doanh 2017 khả quan, tỷ lệ cổ tức hấp dẫn. Năm 2017, HDC đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 605 tỷ đồng (+26% yoy) và 80 tỷ đồng (+20% yoy). Ngoài ra tỷ suất cổ tức của HDC cũng khá hấp dẫn, năm 2017 HDC đã quyết định chia cổ tức 10%, tương đương với tỷ suất cổ tức tại thời điểm hiện tại là 6.5%.

Điểm nhấn 3: Kỳ vọng kết quả hoạt động kinh doanh tiếp tục được cải thiện khi SCIC thoái vốn thành công. Hiện tại SCIC đang nắm giữ khoảng 12,09% vốn điều lệ của HDC, tương đương với 5,275 triệu cổ phiếu. Trong những năm trước, SCIC đã 2 lần thoái không thành công lượng cổ phiếu này do chưa tìm được nhà đầu tư phù hợp và giá chào bán khá cao so với thị giá lúc đó. Theo như danh sách bán vốn năm 2017 được công bố bởi SCIC, HDC được nằm trong danh sách thoái vốn. Do đó chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là catalyst giúp cho HDC có thể tạo ra sự chuyển biến tích cực trong hoạt động kinh doanh. Hiện tại, Lucerne Enterprise là cổ đông lớn thứ 2 trong cơ cấu cổ đông của HDC với 4,05 triệu cp tương đương với tỷ lệ sở hữu khoảng 9.3%.

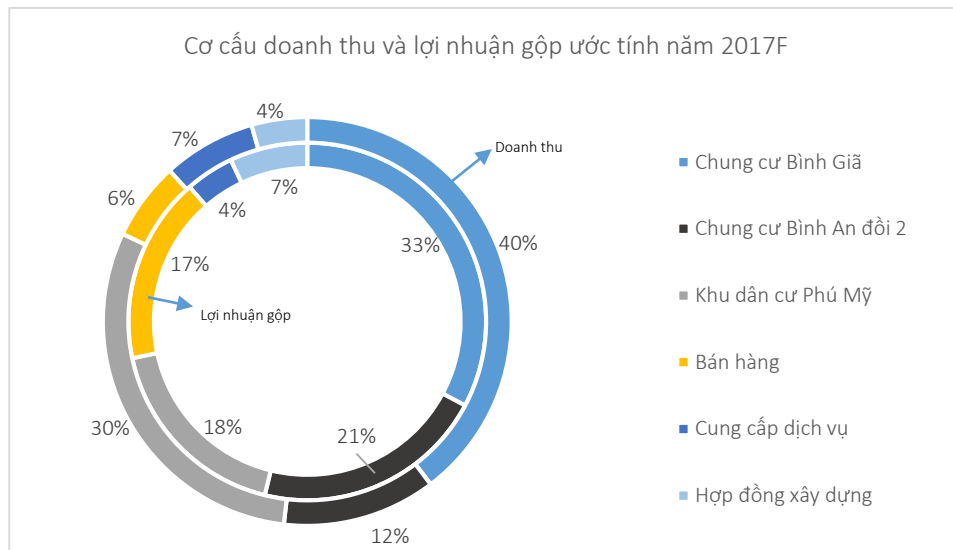
Dự báo và định giá

Chúng tôi đưa ra mức dự báo với mức độ thận trọng đối với kết quả kinh doanh của HDC. Doanh thu thuần năm 2017 đạt 600 tỷ đồng (+25.4% yoy), thấp hơn kế hoạch dự kiến là 605 tỷ đồng. Lợi nhuận trước thuế đạt 77 tỷ đồng (+15% yoy). EPS forward năm 2017 đạt 1,484 đồng/cp. Dựa trên một số giả định sau:

- Chung cư Bình Giã dự kiến sẽ hoàn thiện và bàn giao nhà từ Q4/2017. Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đem về cho HDC khoảng 211 tỷ đồng doanh thu, lãi gộp dự kiến khoảng 42.2 tỷ đồng.
- Chung cư Bình An dự kiến trong năm nay sẽ bàn giao trước khoảng 30% số lượng căn hộ giúp HDC ghi nhận khoảng 120 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận gộp dự kiến khoảng 16.75 tỷ đồng, số lượng căn hộ còn lại khác sẽ được bàn giao trong Q1/2018.

CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RỊA – VÙNG TÀU (HDC)

- Khu dân cư Phú Mỹ dự kiến sẽ giúp HDC ghi nhận khoảng 102 tỷ đồng doanh thu từ bán đất nền, lợi nhuận gộp dự kiến khoảng 38.1 tỷ đồng. Đây là quỹ đất có mà HDC đã tích lũy với giá vốn thấp do đó có biên lợi nhuận gộp khá cao. Dự kiến trong năm 2018, đây sẽ là một trong các dự án đóng góp chính vào doanh thu của HDC.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng giả định các mảng bán hàng, cung cấp dịch vụ và hợp đồng xây dựng sẽ duy trì mức tăng trưởng tương đương năm 2016 với doanh thu lần lượt đạt 96.2 tỷ đồng (+17% yoy), 25.1 tỷ đồng (+5% yoy) và 40.1 tỷ đồng (+8% YoY).



Nguồn: BSC Research

Chúng tôi cho rằng mức giá P/E hợp lý đối với cổ phiếu HDC ở mức 12.3 lần, cao hơn với mức P/E trung bình ngành hiện nay là 11.2x lần dựa vào kỳ vọng việc SCIC thoái vốn thành công và chuyển nhượng được 1 số dự án mang lại nguồn doanh thu đột biến. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu với mức giá mục tiêu là 18,300 đồng

Phụ lục 01: Bảng cân đối kế toán

	2012	2013	2014	2015	2016
Tài sản ngắn hạn	1.130	1.109	1.051	1.090	1.314
Tiền và tương đương tiền	17,6	14,6	30,7	17,4	27,6
Hàng tồn kho	938,7	940,5	871,7	852,9	913,1
Phải thu khách hàng	155,2	139,5	132,1	216,6	368,2
Khác	17,1	12,8	13,4	0,1	1,4
Tài sản dài hạn	168,9	163,1	248,1	107,6	110,5
Đầu tư dài hạn	76,7	76,7	75,7	24,0	24,8
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định ròng	50,0	45,7	42,9	45,5	47,3
Khác	3,1	2,4	92,9	2,4	3,5
Tổng tài sản	1.299	1.272	1.299	1.197	1.424
Nợ phải trả	715	694	598	563	756
Nợ ngắn hạn	543,0	511,5	433,8	393,8	424,7
Phải trả ngắn hạn	57,4	72,4	40,5	37,6	45,3
Vay ngắn hạn	263,0	205,1	181,1	237,1	147,8
Khác	222,6	234,0	212,3	119,1	231,7
Nợ dài hạn	172,3	182,5	164,1	169,0	331,5
D. Vốn chủ sở hữu	567	562	593	657	651
Vốn chủ sở hữu	274	274	411	451	451
Tổng cộng nguồn vốn	1.299	1.272	1.208	1.237	1.424

Nguồn: BSC research

Phụ lục 02: Báo cáo kết quả kinh doanh

	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	290,9	273,2	396,2	428,2	479,2
Giá vốn hàng bán	187,5	202,3	325,8	323,2	372,4
Lợi nhuận gộp	100,1	70,9	66,2	100,4	106,4
Chi phí bán hàng	0,6	0,6	0,2	2,2	5,4
Chi phí QLDN	31,5	24,6	27,3	27,9	27,4
LN từ hoạt động kinh doanh	68,1	45,7	38,7	70,2	73,7
Doanh thu tài chính	4,5	1,4	1,8	3,1	3,2
Chi phí tài chính	19,2	14,5	9,0	12,6	8,2
Chi phí lãi vay	18,5	14,4	9,3	13,4	9,0
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	(1)	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	1,2	0,9	(1,1)	0,0	(1,7)
Lợi nhuận trước thuế	54,4	33,3	30,4	60,7	67,0
Chi phí thuế thu nhập DN	12	6	7	12	7,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST	41,2	26,1	22,7	47,8	58,0
EBITDA	94,8	78,5	71,1	102,5	96,7
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1.502	952	552	1.060	1.286

Khuyến cáo sử dụng

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 Vĩ mô, ngành và 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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

