

**Khuyến nghị: Mua**

Lê Quốc Trung

[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	65,200
Giá đóng cửa	52,400
Upside	26.0%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

[anhnt@bsc.com.vn](mailto:anhnt@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	58,000
Giá cut loss	49,000

**Dữ liệu thị trường**

Số lượng cp	75,950,902
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,699
Giá cao nhất 52 tuần	49,800
KLGD T bình 10 ngày (cp)	118,994
Sở hữu NĐTNN	

**Cổ đông lớn**

Nguyễn Trọng Thông	35%
Nguyễn Văn Tô	9%
Venner Group Limited	4%
Nguyễn Thị Thu Hà	3%

**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**

**Năng lượng Hà Đô**

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** với cổ phiếu Hà Đô với mức giá đạt 65,200 đồng/cp (upside 26%). Ngày 03/04/2018, cổ phiếu HDG đang giao dịch với mức giá là 52,400 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức P/E fw= 9.9x.

**Dự báo kết quả kinh doanh**

- Năm 2018, doanh thu ước tính sẽ đạt 3,735 (+65%yoy) nhờ ghi nhận dự án Centrosa, và mảng xây lắp tăng theo ước tính thận trọng sẽ đạt tầm 669 tỷ (+15% yoy) . Bên cạnh đó, mảng thủy điện cũng dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ đạt 350 tỷ (+8.1%yoy) nhờ nhà máy thủy điện Nhan Hạc sẽ đi vào hoạt động giữa năm 2018.
- LNCĐ công ty mẹ ước tính sẽ đạt 401.4 tỷ (+103% yoy), mức EPS= 5,285 đồng/ cổ phiếu.

**Catalyst**

- Sự kiến bộ quốc phòng thoái toàn bộ vốn 9.94% sẽ làm cải thiện kế hoạch và mô hình kinh doanh cho doanh nghiệp.
- Doanh nghiệp dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận dự án Hà Đô Centrosa vào cuối năm 2018, với doanh thu dự kiến lên tới 2,400 tỷ với biên lợi nhuận gộp đạt 30-40%.
- Chiến lược đầu tư trong 2 năm tới sẽ chú trọng vào mảng điện năng để có nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định.
- Kết quả kinh doanh cải thiện so với năm trước, doanh thu và lợi nhuận năm 2017 lần lượt tăng trưởng 14.3% và 20.3%.

**Cập nhật doanh nghiệp**

- **Mảng bất động sản:** Triển khai các dự án: dự án ở quận 8, dự án khu đô thị mới Dịch Vọng; khởi động lại dự án An Khánh-An Thượng; Dự án Bảo Khánh ở Nha Trang, 1 dự án ở quận 12 và Dự án Năm Pông - ở Lào
- **Mảng thủy điện:** Nhà máy Nhan Hạc (công suất 58MW) sẽ phát điện tổ máy số 1 vào tháng 6, tổ máy số 2 vào tháng 8.
- **Mảng xây lắp:** doanh nghiệp dự kiến doanh thu 2018 là 1500 tỷ, lợi nhuận khoảng 75 tỷ (biên lợi nhuận khoảng 5.2%).

**Rủi ro Đầu tư**

- Cơ cấu nợ trên vốn chủ chiếm 75%, duy trì ở mức cao. Doanh nghiệp hiện tại vẫn có nhu cầu vay vốn 1000 tỷ đồng.
- Quý đất trong bất động sản sẽ khan hiếm khi hầu hết các dự án bất động sản đã triển khai.

**Mảng bất động sản: ghi nhận doanh thu khoảng 2400 tỷ đồng**

- **Dự án Centrosa ở quận 10** (HDG chiếm 63%): phát triển từ năm 2008 và kết thúc vào năm 2019. Hiện nay, dự án đã ghi nhận lợi nhuận khu thấp tầng. Phần căn hộ cao tầng dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận vào cuối năm 2018 và năm 2019. Dự án bao gồm 8 tháp với khoảng 2,300 căn hộ, dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 2,400 tỷ đồng doanh thu, chi phí xây dựng khoảng 16-18 triệu/m2 sàn-giá bán khoảng 50 triệu/m2 biên lợi nhuận khoảng 30-40%.
- **Các dự án sẽ triển khai trong năm nay:** 1 dự án ở quận 8: 2.3ha khoảng 1000 căn hộ, dự án Dịch Vọng kết hợp với Nhà Từ Liêm. Khởi động lại dự án An Khánh-An Thượng sau khi vướng mắc 1 số thủ tục pháp lý trong năm 2017; Dự án Bảo Khánh ở Nha Trang, 1 dự án ở quận 12.
- **Dự án Năm- Pông ở Lào** (có vị trí trung tâm với khoảng 32 ha đất thương phẩm, khoảng 800 căn hộ) sẽ mở bán phân kì 1 (13ha: đã bán ½ cho BIDV) trong năm 2018 sau khi xin được phép cấp sổ đỏ cho người mua. Trong năm 2019, HDG sẽ phát triển phân kì 2 (xung quanh lòng hồ, dự kiến sẽ có biên lợi nhuận tốt hơn)
- Chiến lược dài hạn mảng BĐS là chuyển sang mua lại các dự án chưa triển khai của các doanh nghiệp.

**Mảng năng lượng: doanh thu bán điện năm 2018 khoảng 350 tỷ.**

- **Tiến độ 2 nhà máy thủy điện mới** (hiện tại HDG đang sở hữu 2 nhà máy thủy điện với công suất 60 MW): nhà máy Nhan Hạc (công suất 58MW) sẽ phát điện tổ máy số 1 vào tháng 6, tổ máy số 2 vào tháng 8. Nhà máy sông Tranh 4 (công suất 48 MW) đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng cho nhà máy để tiến hành thi công và đang trong quá trình giải phóng mặt bằng cho lòng hồ, dự kiến sẽ phát điện trong năm 2020. Suất đầu tư dự kiến ban đầu là khoảng 32 tỷ, thực tế triển khai khoảng 25-26 tỷ, cơ cấu vốn là 25% vốn -75% vay nợ.
- **Các dự án điện mặt trời:** hầu hết sử dụng đất bộ quốc phòng bàn giao, đang triển khai xin cấp phép dự án Hồng Phong- Bình Thuận: công suất 48MW. Lợi thế là giá điện mặt trời cao 9.35 cent/kw. Hoàn thành vào tháng 6/2019.

**Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018:**

Theo ước tính của BSC, doanh thu và lợi nhuận của HDG dự kiến sẽ đạt mức 3,735 (+65%yoy), LNST đạt mức (+163% yoy) 747 tỷ đồng và LNCĐ công ty mẹ ước tính sẽ đạt 401.4 tỷ (+103% yoy), mức EPS fw = 5,285 đồng/ cổ phiếu. Dự kiến trong năm tới chi phí bán hàng sẽ tăng mạnh do doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận dự án Hà Đô Centrosa. Theo mô hình định giá RNAV, BSC ước tính HDG sẽ có mức định giá là **65,200 đồng/cổ phiếu**.

Giá trị mảng bất động sản		<b>7,585,590</b>
Khối lượng CPLH		75,950,902
(+) tiền & tương đương tiền		717,422
(+) bds đầu tư		676,870
(+) XD/CB dở dang		274,443
(-) nợ		5,070,471
NAVPS	Định giá RNAV	<b>55.1</b>
Discount		10%
Real NAVPS		<b>49.6</b>
Giá trị mảng xây lắp	Định giá PE	<b>3.3</b>
Giá trị mảng thủy điện	Định giá EV/EBITDA	<b>12.36</b>
Giá trị cổ phiếu		<b>65.2</b>
Giá thị trường		52.4
Upside		<b>24%</b>

# HDG - CTCP Tập đoàn Hà Đô

## Phân tích tài chính

# BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,554</b>	<b>1,480</b>	<b>1,988</b>	<b>2,268</b>	<b>3,736</b>
<b>LN gộp</b>	<b>254</b>	<b>230</b>	<b>573</b>	<b>743</b>	<b>1,343</b>
DT tài chính	20	12	19	41	27
CP tài chính	(4)	(13)	(118)	(114)	(116)
Lãi vay	(5)	(12)	(116)	(107)	(112)
CP bán hàng	(4)	(2)	(146)	(234)	(374)
CP QLDN	(71)	(71)	(95)	(118)	(118)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>216</b>	<b>184</b>	<b>241</b>	<b>319</b>	<b>762</b>
TNhap khác (ròng)	(3)	2	52	16	24
<b>LN trước thuế</b>	<b>212</b>	<b>185</b>	<b>293</b>	<b>335</b>	<b>778</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>163</b>	<b>139</b>	<b>252</b>	<b>284</b>	<b>747</b>
LN CĐ thiểu số	15	16	17	86	346
LN Cty mẹ	148	123	236	198	401
EPS	2,276	1,761	3,090	2,605	5,285
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>1,716</b>	<b>2,240</b>	<b>4,147</b>	<b>4,878</b>	<b>5,697</b>
Tiền và TĐ Tiền	348	695	627	717	1,387
Phải thu ngắn hạn	375	462	1,009	1,059	1,034
Tồn kho	889	985	2,391	2,980	3,172
TS ngắn hạn khác	10	37	64	104	104
<b>TS dài hạn</b>	<b>578</b>	<b>815</b>	<b>2,554</b>	<b>3,548</b>	<b>3,987</b>
Phải thu dài hạn	-	117	122	260	275
TSCĐ	126	117	1,169	1,170	1,169
TSCĐ hữu hình	51	41	1,168	1,169	1,169
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	75	76	1	1	1
TS dở dang dài hạn	50	167	1,025	1,043	1,252
TS dài hạn khác	9	6	66	121	121
<b>Tổng TS</b>	<b>2,294</b>	<b>3,055</b>	<b>6,700</b>	<b>8,427</b>	<b>9,684</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,242</b>	<b>1,748</b>	<b>4,866</b>	<b>6,338</b>	<b>7,345</b>
Nợ ngắn hạn	1,237	1,066	2,036	1,445	1,452
Vay ngắn hạn	50	126	349	274	312
Nợ dài hạn	6	682	2,830	4,893	5,893
Vay dài hạn	1	675	2,250	1,596	1,923
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,051</b>	<b>1,307</b>	<b>1,834</b>	<b>2,089</b>	<b>2,339</b>
Vốn góp	652	684	760	760	760
LN chưa phân phối	173	262	385	496	709
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,294</b>	<b>3,055</b>	<b>6,700</b>	<b>8,427</b>	<b>9,684</b>
% yoy DTT	57%	-5%	34%	14%	65%
Biên ln gộp	16.3%	15.5%	28.8%	32.8%	36%
Lãi vay/ DTT	0.3%	0.8%	5.8%	4.7%	3.0%
CP bán hàng / DTT	0.3%	0.2%	7.3%	10.3%	10.0%
CP QLDN/DTT	4.5%	4.8%	4.8%	5.2%	3.2%
Biên ln thuần	10.5%	9.4%	12.7%	12.5%	20.0%

Năm 2017, doanh thu đạt 2,268 tỷ (+14.1% yoy), LNST đạt 284 tỷ (+20.3%yoy).

Trong đó, mảng bất động sản có doanh thu 1,103 tỷ (+7% yoy), mảng thủy điện tăng trưởng mạnh đạt mức 323.7 tỷ (+66% yoy), mảng xây lắp giảm nhẹ đạt 669 tỷ (- 7% yoy),

Lợi nhuận cho cổ đông thiểu số tăng mạnh chiếm hơn 30% LNST, trong khi năm 2016 chỉ chiếm có 7%, do doanh nghiệp đã ghi nhận toàn bộ phần còn lại của dự án thấp tầng Centrosa.

BSC dự kiến tỷ lệ này năm 2018 có thể tiếp tục tăng hơn 35% khi doanh nghiệp ghi nhận phần cao tầng của dự án Centrosa.

Các khoản nợ vay dài hạn tiếp tục tăng khiến tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu chiếm 75%. Lãi suất cho vay trung bình của doanh nghiệp nằm trong khoảng từ 9.5%-11%.

Doanh nghiệp tiếp tục có nhu cầu vay thêm 1000 tỷ đồng nhằm đầu tư vào dự án điện năng lượng mặt trời.

Tuy doanh thu chỉ tăng nhẹ, nhưng biên LNG của HDG đạt 32.8%, mức cao nhất trong giai đoạn 2013-2017 nhờ khoản giá vốn thấp của dự án thấp tầng Centrosa.

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 dự kiến sẽ đạt 36% nhờ dự án cao tầng Centrosa.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

2014 2015 2016 2017 2018

**1. Khả năng thanh toán**

Hsố TT ngắn hạn	1.39	2.10	2.04	3.38	3.92
Hsố TT nhanh	0.66	1.14	0.83	1.24	1.23

**2. Cơ cấu vốn**

TSNH/ TTS	0.75	0.73	0.62	0.58	0.60
TSDH/ TTS	0.25	0.27	0.38	0.42	0.42
Hsố Nợ/ TTS	0.54	0.57	0.73	0.75	0.76
Hsố Nợ/ VCSH	1.18	1.34	2.65	3.03	3.14
Nợ ngắn hạn / TTS	0.54	0.35	0.30	0.17	0.15
Nợ DH / TTS	0.00	0.22	0.42	0.58	0.59

**3. Năng lực hoạt động**

Vquay hàng tồn kho	1.3	1.3	0.8	0.6	0.8
Vquay phải thu	7.1	5.3	5.3	5.4	5.8
Vquay phải trả	3.7	4.6	9.0	6.0	6.2
Số ngày HTK	282	274	435	643	469
Số ngày phải thu	51	68	69	67	59
Số ngày phải trả	98	79	41	60	63
CCC	235	263	464	649	484

**4. Khả năng sinh lời**

LNST/DTT (%)	10.5%	9.4%	12.7%	12.5%	20.0%
LNST/VCSH (%)	15.5%	10.7%	13.7%	13.6%	31.9%
LNST/TTS	7.1%	4.6%	3.8%	3.4%	7.5%
LN từ HĐKD/DTT	13.9%	12.4%	12.1%	14.1%	20.4%

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

TTS/VCSH	2.18	2.34	3.65	4.03	4.14
DT/TTS	0.68	0.48	0.30	0.27	0.39
EBIT/DT	0.14	0.13	0.21	0.20	0.20
EBT/EBIT	0.98	0.94	0.72	0.76	0.89
lãi ròng/LNTT	0.77	0.75	0.86	0.85	0.96

**6. Định giá**

PE	18.9	24.4	13.9	18.7	9.7
PB	3.3	3.0	2.8	2.9	2.6
EPS	2,276	1,761	3,090	2,605	5,285
BVPS	13,163	14,316	15,523	16,981	19,019

**7. Tăng trưởng ( %yoy )**

TTS	-1%	33%	119%	26%	18%
Nợ	-16%	41%	178%	30%	16%
DTT	57%	-5%	34%	14%	14%
LN gộp	39%	-10%	149%	30%	81%
LNST	14%	-14%	81%	13%	163%
EPS	3%	-23%	75%	-16%	103%

Hệ số nợ của doanh nghiệp duy trì ở mức cao, với số nợ gấp 3 lần vốn chủ, tuy nhiên đây là hiện tượng chung của ngành bất động sản.

Các khoản vay dài hạn vẫn chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu vay nợ. Hệ số thanh toán cao giúp doanh nghiệp đảm bảo cơ cấu tài chính ổn định.

Các chỉ số HTK và CCC năm 2016 và 2017 duy trì mức cao khi doanh nghiệp xây dựng các dự án lớn như Hà Đô Centrosa và khu đô thị mới Dịch Vọng.

Định giá P/E hiện tại của cổ phiếu HDG là 18.7x lần, mức này cao hơn nhiều so với trung vị ngành là 13.38x. Tuy nhiên, dựa trên kết quả kinh doanh năm 2018, mức P/E Fw= 9.9x.

**Điểm nhấn kỹ thuật:**

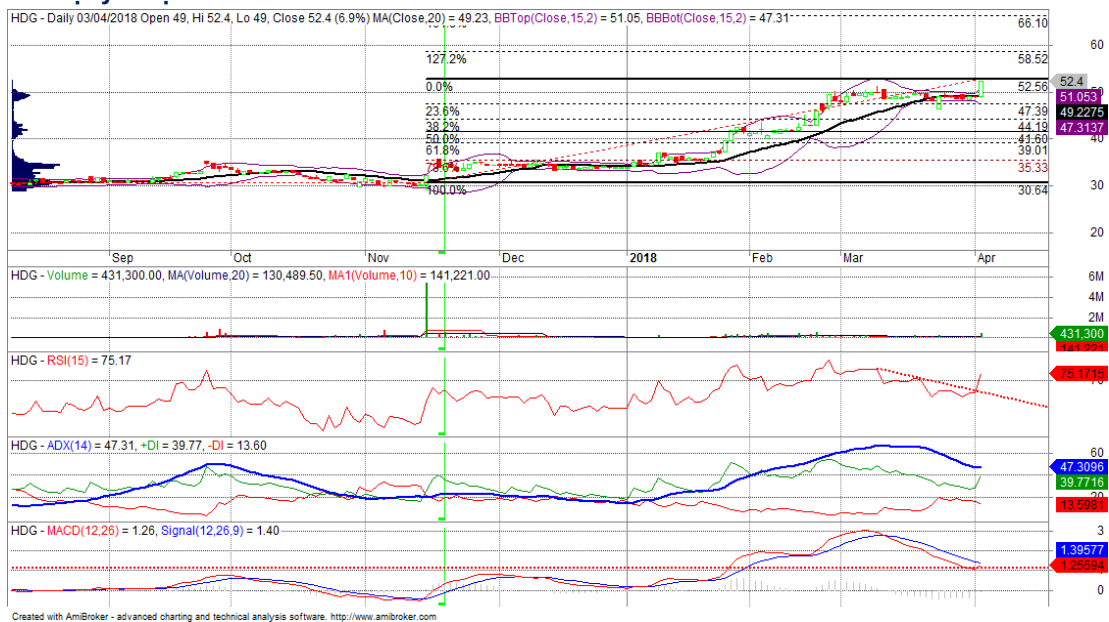
- Xu hướng hiện tại: Tăng giá dài hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD và ADX tuần tăng, kết hợp với vận động tăng mạnh của chỉ báo RSI tuần, củng cố xu hướng tăng giá dài hạn của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản trung bình 10 phiên đạt khoảng 7.7 tỷ đồng/phiên,

**Nhận định:**

Sau một nhịp tích lũy ngắn hạn, giá cổ phiếu HDG tăng mạnh trong phiên giao dịch hôm nay, vượt ngưỡng kháng cự 51.4 với giá trị thanh khoản cao. Các chỉ báo kỹ thuật cho thấy khả năng tiếp tục xu hướng tăng giá dài hạn của cổ phiếu.

**Khuyến nghị:** Giá mua: 51.4 – 52.4. Giá mục tiêu 58. Các lỗ: mất ngưỡng hỗ trợ 49.

**Đồ thị kỹ thuật**



## 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 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 T  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

