

CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ BÀ RIÀ- VŨNG TÀU

Vượt lên những khó khăn của ngành, HDC dự kiến sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận cho năm 2010

Vượt kế hoạch lợi nhuận trong tầm tay

Trong năm 2010, các doanh nghiệp bất động sản phải đối mặt với nhiều khó khăn như lãi suất vay ngân hàng tăng cao, thông tư 13 đã ảnh hưởng đến việc cho vay kinh doanh bất động sản, nghị định 71 quản lý chặt chẽ hơn việc mua bán nhà đất, nhiều doanh nghiệp bất động sản đã phải tạm dừng dự án. Tuy nhiên, HDC đã vượt lên trên những khó khăn này và theo ước tính của chúng tôi, HDC sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận khoảng 4% (kế hoạch lợi nhuận của HĐQT đề ra là 123 tỷ).

7 dự án đang triển khai dự kiến mang lại nguồn thu ổn định cho giai đoạn 2009-2012

Hiện HDC đang tiến hành xây dựng và kinh doanh 7 dự án quy mô trên địa bàn tỉnh Bà Rịa- Vũng Tàu. Các dự án đang triển khai có tỷ suất lãi gộp từ 19% đến 79,7%. Dự án Sao Mai Bến Đình với tỉ suất lãi gộp là 74% dự kiến sẽ được hạch toán hết phần bán nền nhà trong năm nay. Dự kiến ROE trong các năm tiếp theo vẫn duy trì ở mức 27%-32%.

Quỹ đất tiềm năng vẫn đang chờ khai thác

Tổng quỹ đất của 5 dự án đang lập quy hoạch đầu tư là 16,6 ha và quỹ đất 407 ha đã mua nhưng chưa lên kế hoạch đầu tư. Trong số 5 dự án đang chuẩn bị đầu tư có dự án Chung cư đường Thi Sách dự kiến có thể sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận từ năm 2011.

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ với giá bán mục tiêu là 51.900 VND/cổ phiếu trên cơ sở vốn điều lệ là 200 tỷ đồng, tương đương với P/E 2010E là 6,7x và P/B là 1,5x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH (tháng 10/2010)	2008A	2009A	2010E	2011E
Lợi nhuận ròng, triệu VNĐ	33.894	77.325	128.939	186.466
EPS, VNĐ	4.170	4.997	7.764	9.323
Thay đổi EPS (YoY)	29,5%	19,8%	55,4%	20,1%

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ (tháng 10/2010)	2008A	2009A	2010E	2011E
P/E	10,5	8,8	5,7	4,7
EV/EBITDA	17,6	8,8	5,2	2,5
P/B	-	3,6	1,2	0,9

Đánh giá: **NĂM GIỮ**

Phân tích cổ phiếu | Bất động sản
22 tháng 10 năm 2010



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

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	HDC
Giá cổ phiếu (22/10/2010):	43.000 đồng
Giá mục tiêu:	51.900 đồng
Số cp đang lưu hành:	20.000.000
Giá trị vốn hóa:	714 tỷ đồng
KLGDBQ 10 ngày:	24.584
ROE (2010E):	32,5%

Biến động cổ phiếu HDC trên HOSE



DỰ BÁO TÀI CHÍNH

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng, tháng 10/2010)	2009A	2010E	2011E
Doanh thu thuần	304.686	507.656	935.398
Giá vốn hàng bán	186.391	300.623	633.246
Lợi nhuận gộp	118.295	207.033	302.152
Lợi nhuận hoạt động	102.149	180.431	253.219
Lợi nhuận trước thuế	87.928	171.918	248.621
Lợi nhuận sau thuế	77.325	128.939	186.466

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng, tháng 10/2010)	2009A	2010E	2011E
Tài sản ngắn hạn khác			
<i>Tiền và các khoản tương đương tiền</i>	50.120	41.395	52.082
<i>Các khoản phải thu</i>	74.086	107.915	196.027
<i>Hàng tồn kho</i>	531.084	925.699	1.823.546
<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	2.064	11.074	20.406
Tài sản dài hạn			
<i>Phải thu dài hạn</i>	-	-	-
<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	23.914	26.305	28.935
<i>Tài sản cố định vô hình</i>	7.169	7.062	6.990
<i>Tài sản khác</i>	6.284	58.324	58.976
Tổng cộng tài sản	782.922	1.279.351	2.319.018
Nợ ngắn hạn	457.755	628.351	1.428.438
<i>Vay ngắn hạn</i>	148.315	60.000	235.000
Nợ dài hạn	122.925	60.409	120.409
<i>Vay dài hạn</i>	122.401	60.000	120.000
Vốn chủ sở hữu	202.242	590.590	770.171
Lợi ích của cổ đông thiểu số			
Tổng cộng nguồn vốn	782.922	1.279.351	2.319.018

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	2009A	2010F	2011E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38,8%	40,8%	32,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	33,5%	35,5%	27,1%
Tỷ suất EBIT	32,9%	36,9%	28,5%
Tỷ suất EBITDA	35,2%	37,7%	28,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	25,4%	25,4%	19,9%

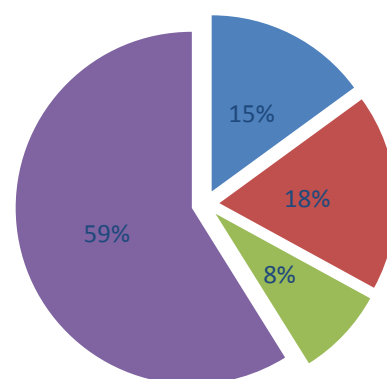
Mô tả công ty

CTCP Phát triển nhà Bà Rịa-Vũng Tàu là một trong những công ty bất động sản hàng đầu tại Bà Rịa- Vũng Tàu chuyên phát triển và kinh doanh nhà ở; sản xuất vật liệu xây dựng; cung cấp dịch vụ du lịch và dịch vụ bất động sản. Với 20 năm hình thành và phát triển, HDC đã có những bước tăng trưởng ngoạn mục, trong giai đoạn 2006-2009 tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 42% và 128%. Chúng tôi đưa ra ước tính cho năm 2010 doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng 67%, EPS tăng 55% so với năm 2009.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào một công ty kinh doanh bất động sản tăng trưởng cao như HDC với giá bán mục tiêu là 51.900 đồng/cổ phiếu.

Cơ cấu cổ đông



- Nhà nước
- HDQT, BKS
- Những người liên quan
- Cá nhân, tổ chức khác

DỰ BÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng, tháng 10/2010)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
Lợi nhuận ròng	26.171	33.894	77.325	128.939	186.466
Khấu hao	24.230	6.955	6.943	3.916	4.262
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	(75.765)	19.573	11.193	(30.496)	(63.536)
Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán	(52.441)	33.250	(5.648)	(12.125)	(31.146)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(10.316)	(9.855)	(5.281)	(3.715)	(24.576)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	(381.989)	(47.560)	(101.536)	(394.615)	(897.846)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	(2.178)	456	(343)	(9.010)	(9.331)
Tăng (giảm) phải trả người bán	9.994	25.648	(10.790)	15.766	44.942
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	235.836	(78.875)	(6.563)	229.100	416.132
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	7.580	1.622	8.261	(679)	18.570
Tăng (giảm) phải trả người lao động	-	141	390	464	1.101
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	32.297	(4.872)	60.857	9.537	133.232
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	(186.580)	(19.624)	34.809	(62.918)	(221.730)
Bán (mua) tài sản cố định	(47.756)	(9.298)	(35.510)	17.151	(6.821)
Bán (mua) tài sản dài hạn	(6.457)	600	(3.169)	(51.960)	-
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	(141)	5.301	17.950	302	(652)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(54.354)	(3.397)	(20.729)	(34.506)	(7.473)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	110.724	(3.791)	27.223	259.530	4.890
Chi trả cổ tức	(8.612)	(30.042)	(108.781)	(35.221)	(10.247)
Tăng (giảm) chênh lệch tỷ giá hối đoái và thay đổi vốn chủ sở hữu	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	6.268	4.322	12.407	15.221	10.247
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	23.319	51.645	73.351	(88.315)	175.000
Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn	125.218	(18.005)	15.187	(62.401)	60.000
Tăng (giảm) các khoản vay và nợ dài hạn khác	312	79	10.418	(114)	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	257.230	4.209	29.806	88.699	239.890
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	16.296	(18.812)	43.886	(8.725)	10.687
Tiền đầu kỳ	8.750	25.046	6.234	50.120	41.395
Tiền cuối kỳ	25.046	6.234	50.120	41.395	52.082

TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG, triệu đồng	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
Doanh thu thuần	249.626	299.374	304.686	507.656	935.398
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>20%</i>	<i>2%</i>	<i>67%</i>	<i>84%</i>
Lợi nhuận gộp	46.119	56.829	118.295	207.033	302.152
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>23%</i>	<i>108%</i>	<i>75%</i>	<i>46%</i>
Lợi nhuận hoạt động	38.265	46.227	102.149	180.431	253.219
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>21%</i>	<i>121%</i>	<i>77%</i>	<i>40,3%</i>
Lợi nhuận ròng	26.171	33.894	77.325	128.939	186.466
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>30%</i>	<i>128%</i>	<i>67%</i>	<i>45%</i>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
D/E, %	125,7%	146,2%	133,9%	20,3%	46,1%
Khả năng chi trả lãi vay	-	-	8,1	12,0	15,0
ROE, %	26,8%	27,9%	47,3%	32,5%	27,4%
ROA, %	5,2%	5,9%	11,5%	12,5%	10,4%
Khả năng thanh toán hiện hành	1,6	1,6	1,5	1,8	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2

(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán công ty, Vietinbanksc ước tính)

PHÂN TÍCH CÔNG TY

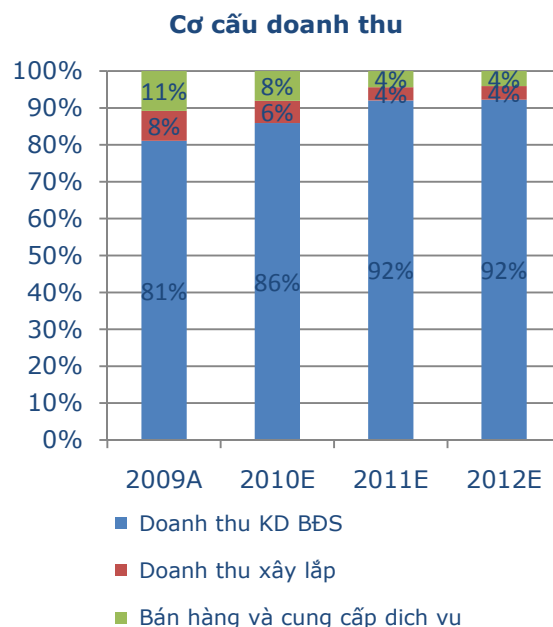
Kinh doanh bất động sản là hoạt động chủ đạo chiếm hơn 80% cơ cấu doanh thu

Trong năm 2009, doanh thu từ kinh doanh bất động sản chiếm 81% trên tổng doanh thu. Trong các năm dự báo 2010, 2011 và 2012 chúng tôi cho rằng công ty sẽ tập trung chủ yếu vào mảng kinh doanh bất động sản, tiếp tục thực hiện các hợp đồng xây lắp đã ký. Doanh thu từ hoạt động xây lắp ở đây là dự tính theo giá trị hợp đồng xây lắp đã ký, chưa tính đến các hợp đồng sẽ ký mới trong các năm tiếp theo.

Doanh thu trong năm 2010 đến chủ yếu từ dự án khu nhà ở và tái định cư Sao Mai Bến Đình, Chung cư Nam Kỳ Khởi Nghĩa Lô B và Khu đô thị đợt đầu Phú Mỹ.

Doanh thu của năm 2011 dự kiến chủ yếu từ dự án Chung cư Nam Kỳ Khởi Nghĩa Lô A, Lô B; chung cư 18 tầng Phú Mỹ và chung cư đối 2 Phường 10.

Trong năm 2012, dự kiến HDC sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án Chung cư đường Thi Sách; Khu nhà ở Đồi Ngọc Tước 2; Khu đô thị đợt đầu Phú Mỹ, Chung cư đối 2 phường 10...



Nguồn thu ổn định cho giai đoạn 2009-2012 từ các dự án mà công ty đang thực hiện:

STT	Tên dự án	Tổng vốn đầu tư	Diện tích đất (m ²)	DT có thể bán (m ²)	Thời gian thực hiện	Tổng doanh thu dự kiến
1	Chung cư 18 tầng Phú Mỹ	220	4.000	28.074	2010-2014	250.875
2	Chung cư đối 2, phường 10	239	4.218	31.427	2010-2011	271.416
3	Chung cư NKKN Lô A	211	2.690	24.104	2010-2012	361.560
4	Chung cư NKKN Lô B	314	4.038	42.585	2008-2010	408.197
5	KĐT đợt đầu đô thị Phú Mỹ	104,6	214.500	123.703	2008-2011	265.200
6	Khu nhà ở đối Ngọc Tước 2	340	143.436	74.456	2009-2012	290.139
7	Khu nhà ở Sao Mai Bến Đình	29,7	25.750	18.141	2007-2010	145.136

Khu nhà ở và tái định cư Sao Mai Bến Đình

Khu nhà ở và tái định cư Sao Mai Bến Đình nằm ở Phường 9, Tp. Vũng Tàu, đây là khu nhà ở nhằm phục vụ cho sự phát triển của cụm cảng nước sâu Sao Mai-Bến Đình. Khu nhà gồm có 56 biệt thự và 70 nhà liền kề. Diện tích có thể bán ước tính khoảng 18.141 m² với giá bán trung bình 13,7 triệu đồng/m².

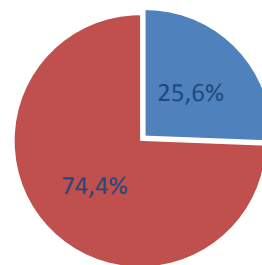
Trong năm 2009, HDC đã hạch toán 51,989 tỷ đồng từ dự án này, dự tính trong năm nay sẽ hạch toán nốt số còn lại. Hiện tại HDC đã bán được toàn bộ nền nhà của khu đất này. Ước tính doanh thu từ dự án này trong năm 2010 là 93,147 tỷ đồng.

Mẫu biệt thự



Trong năm 2010E, doanh thu và lợi nhuận từ dự án này là:

Diện tích có thể bán (m2)	18.141
Doanh thu (triệu đồng)	93.147
Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	69.301
Tỉ suất LN gộp (%)	74,4%



■ Giá vốn ■ Lợi nhuận gộp

Khu chung cư Nam Kỳ Khởi Nghĩa

Khu chung cư NKKN nằm ở Phường 3, Tp. Vũng Tàu, đây là dự án nằm ở trung tâm của thành phố, phía trước chung cư là chợ Vũng Tàu và Bến xe Vũng Tàu, có các chi nhánh của các ngân hàng bên cạnh như NH Việt Nga, NH Phát triển nông thôn,... rất thuận tiện cho công việc và sinh hoạt hàng ngày của người dân sống ở chung cư.

- Lô A

Lô A là tòa nhà kết hợp chung cư và trung tâm thương mại. Tòa nhà gồm có 256 căn với diện tích từ 61,64 m2 đến 107,8 m2. Hiện tại đã bán được 126 căn, đã kí hợp đồng cho thuê 6.000 m2 làm siêu thị sau khi hoàn thành. Giá bán chung cư từ 14,9 đến 16,9 triệu đồng/m2 tùy từng vị trí. Tổng doanh thu và lợi nhuận của dự án dự kiến là:

Diện tích có thể bán (m2)	24.104
Doanh thu (triệu đồng)	361.560
Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	110.999
Tỉ suất LN gộp (%)	30,70%

Dự kiến trong năm 2010, HDC sẽ chỉ hạch toán khoảng 35-40 tỷ doanh thu từ dự án Khu chung cư NKKN Lô A. Theo ước tính của chúng tôi HDC sẽ hạch toán khoảng 70% doanh thu vào năm 2011 và phần còn lại sẽ hạch toán vào năm 2012.

- Lô B

Lô B không nhìn ra mặt đường, có tổng số 493 căn hộ với diện tích từ 70 m2 đến 101 m2. Hiện tại HDC đã bán hết toàn bộ 310 căn ra ngoài, số còn lại bán cho UBND tỉnh. Giá bán cho UBND tỉnh sẽ thấp hơn giá bán ra ngoài, do đó lô B có tỉ suất lợi nhuận thấp hơn Lô A. Tổng doanh thu và lợi nhuận của dự án dự kiến là:

Diện tích có thể bán (m2)	42.585
Doanh thu (triệu đồng)	408.197
Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	77.558
Tỉ suất LN gộp (%)	19%

Dự kiến HDC sẽ hạch toán 50% doanh thu và lợi nhuận từ dự án này trong năm 2010 và 50% còn lại sẽ hạch toán vào năm 2011.



Khu nhà ở đợt đầu đô thị Phú Mỹ

Đây là khu đô thị đầu tiên ở huyện Tân Thành, tỉnh Bà Rịa- Vũng Tàu. Đây là khu trung tâm đô thị hiện đại đầu tiên tại huyện Tân Thành, phục vụ cho vùng công nghiệp giàu tiềm năng và một loạt hệ thống cảng dọc dòng sông Thị Vải.

Khu nhà ở này gồm có 104 căn biệt thự và 416 căn nhà liền kề. Hiện Hodeco đang triển khai bán khoảng 28 nền biệt thự với diện tích 8.000 m² và 65 căn nhà liền kề với diện tích khoảng 7.000 m². Dự án ở vị trí thuận lợi nên dự kiến sẽ được hết trong năm nay và thu về khoảng 66,3 tỷ đồng. Tổng doanh thu và lợi nhuận dự kiến của dự án là:

Diện tích có thể bán (m ²)	123.703
Tổng doanh thu (triệu đồng)	265.200
Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	211.364
Tỉ suất LN gộp (%)	79,70%

Quỹ đất tiềm năng vẫn đang chờ khai thác

Hiện tại HDC đang chuẩn bị đầu tư vào chung cư đường Thi Sách, dự kiến sẽ khởi công vào năm 2011. Khu sinh thái Việt Thắng Wonderland với tổng diện tích 234ha, hiện tại HDC đã thu mua 60ha với giá vốn là 100.000 VND/ m².

Tổng quỹ đất của HDC hiện còn 423,6 ha, trong đó 16,6 ha đã được lập quy hoạch để chuẩn bị đầu tư, số còn lại sẽ tích lũy để tiếp tục phát triển cho các năm sau.



STT	Tên dự án	Diện tích đất (m ²)
1	HODECO Sea Village	47.400
2	Chung cư đường Thi Sách	3.400
3	Khu nhà ở Gò Sao, quận 12	51.000
4	Chung cư đường Bình Giã	3.560
5	Khu nhà ở Tây Đường 3/2	61.131
6	Khu nhà ở Hải Đăng	49.000
7	Khu đô thị Phước Thắng	124.000
8	Khu sinh thái VT Wonderland	234.000

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HDC bằng hai phương pháp P/E và P/B trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp khác cùng ngành đang niêm yết.

STT	CK	Giá (VND'000)	Số lượng CP đang lưu hành	Vốn hóa	P/E 2010P	P/B 2010P
1	BCI	35,8	72.267.000	2.587	9,2	1,8
2	DXG	28,7	15.600.000	448	3,5	1,8
3	ITC	19,8	69.086.688	1.368	7,2	0,9
4	LCG	29,1	37.499.997	1.091	5,2	0,9
5	NTL	59,5	32.800.000	1.952	4,0	1,8
6	TDH	29,2	37.875.000	1.106	5,7	0,8
7	DIG	39,8	98.000.000	3.900	7,8	1,4
8	QCG	27,6	120.314.900	3.321	9,2	1,3
9	STL	33,3	15.000.000	500	6,9	2,0
10	HDG	82,0	20.250.000	1.661	6,7	2,6
				Trung bình	6,5	1,5
				Trung vị	6,8	1,6

(Nguồn: Kế hoạch lợi nhuận, Vietinbanksc ước tính, giá tại ngày 20/10/2010)

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi lựa chọn P/E ngành là 6,5 và P/B ngành là 1,5 để định giá cho HDC. Theo đó, giá của HDC theo phương pháp P/E là 50.400 đồng và theo phương pháp P/B là 53.300 đồng. Chúng tôi kết hợp cả 2 phương pháp trên để đưa ra giá của HDC là 51.900 VNĐ cho một cổ phiếu.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2009A	2010E	2011E
EPS	4.997	7.764	9.323
P/E		5,7	4,7
Định giá theo P/E		50.467	60.601
Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu	12.178	35.563	46.377
P/B		1,2	0,9
Định giá theo giá trị sổ sách		53.345	69.565
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU		51.906	65.083

Xác nhận của người viết

Tôi, Vũ Hương Giang, 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. 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

49 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209987
Fax: (84.8) 38 200921

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