

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BĐS HUDLAND

Mã chứng khoán: HLD

Sàn giao dịch: HNX



Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HLD dựa trên cơ sở: (1) Tiếp tục triển khai các dự án BĐS tại Bắc Ninh; (2) Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2015 chưa chắc chắn; (3) Cơ cấu tài chính lành mạnh. Tuy nhiên, HLD sẽ phải tìm kiếm dự án gối đầu khi các dự án đầu tư hiện tại sẽ chỉ đảm bảo nguồn thu tới năm 2018. Do đó, mặc dù tiềm năng tăng giá khá tốt dựa trên tài sản hiện tại, chúng tôi đánh giá cổ phiếu HLD ở mức **THEO DÕI** vì yếu tố thanh khoản của cổ phiếu thấp và những quan ngại về tìm kiếm dự án trong tương lai.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá đánh giá tài sản NAV, EV/EBITDA và P/E để định giá cổ phiếu HLD. Theo đó, với mức giá hợp lý là 22.100 VND/CP, tiềm năng tăng giá 12 tháng của HLD đạt 25,6% so với mức giá ngày 08/10/2015.

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	803	560	452	474
LN gộp	169	139	117	95
LN ròng	124	98	79	86
Tổng tài sản	934	779	591	710
Vốn CSH	262	333	384	438
EPS cuối kỳ (VND)	12.427	9.780	6.315	4.291
Giá trị sổ sách	26.277	33.275	19.218	21.923

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014
% Doanh thu	132,1%	-30,2%	-19,3%	4,9%
% LNST	84%	-17,6%	-15,9%	-19,1%
% LN gộp/DT	21%	24,8%	25,8%	19,9%
ROA	12,6%	11,4%	11,5%	13,2%
ROE	58,2%	32,9%	21,9%	20,9%

Nguồn: HLD, CTS tổng hợp

NGÀNH CẤP 4: BẤT ĐỘNG SẢN

BÁO CÁO NGẮN 08/10/2015

Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 12 tháng	THEO DÕI
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	22.100
Giá ngày 07/10/2015 (VND)	17.600
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	25,6%

Thông tin cổ phiếu (08/10/2015)

Số lượng CP niêm yết	20.000.000
Số lượng CP lưu hành	20.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	318
Biến động giá 52 tuần	14.500 – 23.200
KLGDTB 3 tháng	39.374
KLGDTB 1 tháng	23.671
% sở hữu nước ngoài	4,66%
Room nước ngoài còn lại	8.868.800
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	11,39%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	10%

Cổ đông lớn

TCT Đầu tư Phát triển Nhà & Đô thị	51%
CT TNHH Dệt Hà Nam	9,5%
CTCP Đầu tư & Xây dựng Thành Nam	5%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: CTS)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

Tiếp tục đầu tư vào các dự án tại Bắc Ninh

Tên dự án	Quy mô	Diện tích kinh doanh	Tổng số căn hộ	Tổng mức đầu tư	Tổng doanh thu	Tiến độ
Dự án nhà ở thu nhập thấp khu B Bắc Ninh	0,74 ha	2.831 m ² (gồm 1.500 m ² diện tích tầng 1 chung cư và 1.340 m ² nhà thấp tầng)	224 căn chung cư; 14 căn liề	121 tỷ	133 tỷ	Tiến độ thực hiện trong Q3 đang nhanh hơn dự kiến và có thể có phần hoạch toán cuối Q4/2015
Dự án khu nhà vườn khu B Bắc Ninh	9,5 ha		99 căn biệt thự vườn; 139 căn liề kê	590 tỷ		Bắt đầu triển khai từ Q4/2015, dự kiến hoàn thành cuối năm 2016. Mở bán vào Q2/2016
Dự án văn phòng cho thuê Linh Đàm	0,17 ha	8.400 m ² sàn cho thuê (600m ² x14 tầng)		97.1 tỷ		Hoàn thiện trong năm 2015, bắt đầu cho thuê vào đầu năm 2016
Dự án khu dân cư mới Bình Giang, Hải Dương						Dự kiến được bàn giao mặt bằng vào Q1/2016, hoàn thành vào 2019

Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2015 chưa chắc chắn

Lũy kế 6 tháng đầu năm, HLD đạt doanh thu 185 tỷ đồng, LNST đạt 26,39 tỷ đồng, cùng giảm 11% so với kết quả 6 tháng đầu năm 2014 và mới chỉ hoàn thành 37% kế hoạch doanh thu và kế hoạch lợi nhuận.

Do đó, để hoàn thành kế hoạch doanh thu là 496,3 tỷ, trong 6 tháng cuối năm 2015 cần hoàn thành thêm 311 tỷ, CTS đánh giá đây là tương đối khó khăn khi tính đến hết Q2, HLD chỉ còn khoảng 28,7 tỷ đồng hàng tồn kho để bán, rải rác ở các dự án tại khu A đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh và dự án tại Việt Hưng, Văn Canh, Hà Nội.

Tuy nhiên qua trao đổi với doanh nghiệp, kế hoạch doanh thu 2015 là khả quan khi công ty đã bán hết hàng tồn kho tại các dự án nêu trên, đồng thời tích cực thu hồi các khoản phải thu và hoàn nhập một số chi phí trả trước (170 tỷ khoản phải thu từ khách hàng và 103 tỷ đồng từ chi phí trả trước). Bên cạnh đó, năm 2015, doanh nghiệp cũng có thể hoạch toán một phần dự án nhà ở thu nhập thấp khu B, Bắc Ninh khi tiến độ xây dựng đang nhanh hơn dự kiến.

Cơ cấu tài chính lành mạnh

Tài sản có tính thanh khoản cao khi tài sản ngắn hạn chiếm hơn 96% tổng tài sản, chủ yếu là tiền và tương đương tiền, các khoản phải thu và hàng tồn kho chờ bán. Là doanh nghiệp bất động sản nhưng HLD có tỷ lệ vay nợ thấp, tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu chỉ là 49%.

Vốn chủ sở hữu cao hơn 2,15 lần so với vốn góp đạt 429 tỷ, trong đó lợi nhuận chưa phân phối đạt 32 tỷ đồng, và quỹ đầu tư phát triển lên tới 168 tỷ đồng.

Không tiếp tục được hưởng lợi từ các dự án uỷ quyền do Công ty mẹ đem lại

Tổng công ty Đầu tư nhà và phát triển đô thị (HUD), chiếm tới 51% của HLD bị thanh tra chính phủ kết luận có nhiều sai phạm trong việc quản lý đầu tư ra ngoài doanh nghiệp gây mất cân đối dòng tiền. Do đó, Chính phủ yêu cầu, HUD và các công ty thành viên tiến hành thanh lý các hợp đồng uỷ quyền đầu tư kinh doanh đối với các công ty thành viên và áp dụng hình thức hợp đồng kinh tế.

Tuy nhiên, chia sẻ với CTS, ban lãnh đạo của HLD cho biết doanh nghiệp hoàn toàn tự tin đấu thầu các dự án tiềm năng. Dự kiến, trong quý 4/2015, công ty sẽ tham gia thầu một số dự án lớn.

CTS đánh giá việc không còn nhận được các hợp đồng uỷ quyền từ công ty mẹ có tác động xấu đến quỹ dự án của HLD trong thời gian tới.

ĐỊNH GIÁ**Phương pháp luận**

Chúng tôi dựa vào phương pháp đánh giá tài sản NAV, EV/EBITDA và P/E để đưa ra định giá cho cổ phiếu HLD.

Các giả định được đưa ra:

- (1) CTS ước tính HLD còn 8 căn hộ liền kề và 2 căn biệt thự tại dự án khu A, khu ĐTM đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh để tiêu thụ.
- (2) Ước tính diện tích đất cho nhà liền kề và biệt thự vườn tại dự án khu B, khu ĐTM đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh là 82.5m² và 200m² giống với mẫu nhà tại dự án khu A.
- (3) Ước tính lượng hàng tồn kho tại dự án Vân Canh là 1 biệt thự 280m²

Kết quả định giá**Phương pháp NAV**

Chúng tôi ước tính giá trị của HLD theo phương pháp tài sản NAV và EV/EBITDA là 22.100 đồng

STT	Diễn giải	Công thức tính	Đơn vị	Giá trị
I	Giá trị doanh nghiệp theo sổ kế toán (30/6/2015)	(1)	Đồng	721,806,281,834
II	Giá trị lợi thế kinh doanh	(2)	Đồng	0
III	Chênh lệch do đánh giá lại tài sản	(3) = (4) + (5) + (6)	Đồng	138,116,589,498
1	Chênh lệch do đánh giá lại giá trị hàng tồn kho là đất nền khu B, Khu ĐTM đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh	(4)	Đồng	113,909,238,408
2	Chênh lệch do đánh giá lại giá trị nhà liền kề khu A, Khu ĐTM đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh	(5)	Đồng	11,767,724,070
3	Chênh lệch do đánh giá lại giá trị biệt thự khu A, Khu ĐTM đường Lê Thái Tổ, Bắc Ninh	(6)	Đồng	10,719,463,381
4	Chênh lệch do đánh giá lại giá trị khu Vân Canh	(7)	Đồng	1,720,163,639
IV	Giá trị thực tế của doanh nghiệp	(8) = (1) + (2) + (3)	Đồng	859,922,871,332
V	Giá trị các khoản nợ phải trả theo sổ sách kế toán (tại thời điểm 30/6/2015)	(9)	Đồng	292,527,538,499
VI	Giá trị vốn chủ sở hữu tại thời điểm tính giá	(10) = (8) - (9)	Đồng	567,395,332,833
VII	Số lượng cổ phần đang lưu hành	(11)	Cổ phần	20,000,000
VIII	Giá trị cổ phần	(12) = (10) / (11)	Đồng/cổ phần	28,370

Phương pháp EV/EBITDA và P/E

	EV/EBITDA	P/E
BII	9,6	9
CLG	6,1	7,7
D2D	1	7,6
DRH	9,9	12,3
KHA	3	5,3
LGL	3,1	3,7
LHG	3,3	5,4
NDN	3,9	3,5
RCL	2,3	5,8
SZL	2	7,7
TIG	5,2	5,1
TIX	5,7	8,5
Trung bình	4,8	6,5

Việc định giá EV/EBITDA được dựa trên ước tính EBITDA 2015E là 74,5 tỷ và tỷ lệ EV/EBITDA trung bình ngành là 4,84. Việc định giá P/E được dựa trên ước tính EPS năm 2015E là 3.100 và tỷ lệ P/E trung bình ngành đạt 6,5.

Phương pháp EV/EBITDA	Tỷ trọng	EBITDA	EV/EBITDA TB	Định giá	Giá trị CP
	33.3%	3.725	4,8	17.880	5.960
Phương pháp EV/EBITDA	Tỷ trọng	EPS	P/E TB	Định giá	Giá trị CP
	33.3%	3.100	6,5	20.150	6.717
Phương pháp NAV	Tỷ trọng			Định giá	Giá trị CP
	33,3%			28.370	9.457
Giá cổ phiếu kết hợp 3 phương pháp (VND/cổ phiếu)					22.100

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2011	2012	2013	2014	BẢNG CÂN ĐỐI	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	803	560	452	474	Tài sản lưu động	930	773	586	704
Giá vốn hàng bán	(634)	(421)	(335)	(380)	Tiền và tương đương	14	4	95	121
Lãi gộp	169	139	117	95	Đầu tư t.chính ng.hạn	64	86	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	(2)	(1)	Các khoản phải thu	227	267	153	247
Chi phí quản lý	(9)	(14)	(15)	(18)	Tồn kho	625	415	336	336
Lợi nhuận hoạt động	160	125	100	75	Tài sản lưu động khác	-	0	2	0
Chi phí khác (ròng)	0	(0)	(0)	30	Tài sản cố định / dài hạn	4	6	5	3
- Thu nhập khác	0	0	0	30	Phải thu dài hạn	-	-	-	-
- Chi phí khác	(0)	(0)	(0)	(0)	Đầu tư t.chính dài hạn	1	3	3	0
EBIT	160	125	100	105	Máy móc, thiết bị (ròng)	2	3	3	2
Chi phí tài chính (ròng)	5	5	4	3	Máy móc, thiết bị (d.dang)	-	-	-	-
- Thu nhập tài chính	6	7	6	4	Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-	-
- Chi phí tài chính	(0)	(1)	(1)	(1)	Tài sản dài hạn khác	0	0	0	1
+ Chi phí lãi vay	(0)	(1)	(1)	(1)	TỔNG TÀI SẢN	934	779	591	708
LNR trước thuế	166	130	105	108	Công nợ	672	447	207	272
Thuế TNDN	(41)	(33)	(26)	(24)	Nợ ngắn hạn	649	447	207	252
LNR sau thuế	124	98	79	84	Nợ dài hạn	23	-	-	20
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	Vốn chủ sở hữu	262	333	384	436
LNR sau lợi ích thiểu số	124	98	79	84	Vốn góp CSH	100	100	200	200
					Các quỹ	38	135	106	151
					Lợi nhuận chưa p.phối	124	98	78	85
					Khác	-	-	-	-
					Lợi tích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
					TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	934	779	591	708

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2011	2012	2013	2014	CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
LNR sau lợi ích thiểu số	12	10	8	8	Tăng trưởng				
Điều chỉnh					Doanh thu thuần	-30.2%	-19.3%	4.9%	
+ Khấu hao	1	1	1	0	Lợi nhuận gộp	-17.6%	-15.9%	-	
+ Dự phòng	2	2	0	4	Lợi nhuận ròng	-21.3%	-19.6%	7.1%	
+ Lợi ích thiểu số	0	0	0	0	Tổng tài sản	-16.6%	-24.2%	19.7%	
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0	Vốn chủ sở hữu	26.9%	15.5%	13.4%	
+ Chi phí tài chính ròng	(7)	(7)	(6)	(4)	Khả năng thanh toán				
Tiền từ hoạt động k.doanh	(320)	179	90	(5)	Nợ ngắn hạn	1.43	1.73	2.83	2.79
- Tăng đầu tư máy móc	(3)	(1)	0	(0)	Thanh toán nhanh	0.47	0.80	1.21	1.46
- Tăng đầu tư TCSD	0	0	0	0	Tiền mặt	0.12	0.20	0.46	0.48
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	(64)	(22)	86	0	Hoạt động				
- Tăng đầu tư TC d.hạn	(1)	(1)	0	0	Vòng quay tiền mặt	58.34	126.34	4.78	3.93
- Tăng khác	(0)	(0)	0	(0)	Vòng quay khoản p.thu	5.55	2.64	4.51	2.13
Tiền từ hoạt động đầu tư	(69)	(25)	86	(0)	Vòng quay tồn kho	1.01	1.01		
Tiền tự do	(389)	154	176	(6)	Đòn bẩy tài chính				
- Cổ tức đã trả	38	(27)	(127)	(33)	Nợ/Tổng tài sản	71.9%	57.3%	35.0%	38.4%
Tiền sau trả cổ tức	(351)	127	49	(38)	Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.56	1.34	0.54	0.62
+ Tăng góp vốn cổ phần	100	0	100	0	Hệ số trả chi phí lãi vay	527.47	91.25	75.71	165.24
+ Tăng góp vốn khác	0	0	0	0	Khả năng sinh lợi				
+ Tăng khác	0	0	0	0	Tỷ suất lãi gộp	21.0%	24.8%	25.8%	19.9%
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	Tỷ suất lãi hoạt động	19.9%	22.3%	22.2%	15.8%
+ Tăng nợ	265	(136)	(59)	64	Tỷ suất lãi ròng	15.5%	17.5%	17.4%	17.8%
Tiền từ hoạt động t.chính	403	(164)	(86)	32	Lợi nhuận/Tổng tài sản	13.3%	12.5%	13.3%	11.9%
Tiền trước ch.lịch t.giá	14	(9)	90	26	Lợi nhuận/Vốn CSH	47.4%	29.4%	20.5%	19.3%
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0	Tiền HDKD/Tổng TS	-34.3%	23.0%	15.2%	-0.7%
Dòng tiền mặt ròng	14	(9)	90	26	Chỉ số khác				
Tiền mặt đầu kỳ	0	14	4	95	Lợi nhuận/Cổ phiếu	12.43	9.78	3.93	4.21
Tiền mặt cuối kỳ	14	4	95	121	Giá trị sổ sách/CP	26.23	33.27	19.22	21.80

SO SÁNH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

CHỈ SỐ	BII	C21	ICG	KHA	NDN	NTL	TIG	HLD
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.03	6.43	0.33	0.67	0.09	0.17	2.24	0.35
TSLD/Nợ ngắn hạn	1.96	20.73	1.65	2.92	1.9	2.86	3.67	2.4
Vay dài hạn/Tài sản	0.01	0	0	0	0.2	0	0.12	0.01
Vốn vay/Tài sản	0.02	0	0	0	0.24	0	0.12	0.16
Vốn vay/Vốn CSH	0.03	0	0	0	0.8	0	0.23	0.28
Công nợ/Tài sản	0.28	0.13	0.51	0.24	0.7	0.35	0.26	0.43
Công nợ/Vốn CSH	0.4	0.16	1.06	0.32	2.37	0.54	0.5	0.74
Lãi gộp/Doanh thu	54.27%	57.09%	22.39%	60.04%	35.23%	23.13%	3.30%	28.62%
Lãi hoạt động/Doanh thu	43.66%	37.58%	10.41%	32.15%	23.50%	30.39%	15.17%	24.92%
Lãi trước thuế/Danh thu	31.11%	46.85%	10.51%	58.65%	23.40%	28.17%	15.73%	24.90%
Lãi ròng/Doanh thu	22.88%	35.34%	10.08%	46.17%	16.36%	22.53%	12.28%	18.97%
EBITDA/Doanh thu	32.18%	51.89%	11.56%	58.89%	23.53%	28.87%	16.61%	25.31%
EBIT/Doanh thu	32.03%	46.85%	10.51%	58.89%	23.40%	28.17%	16.20%	25.13%
ROE	7.84%	5.88%	3.07%	10.07%	17.16%	11.45%	6.64%	19.52%
ROA	6.59%	4.97%	1.57%	7.41%	4.88%	6.70%	3.76%	11.99%
ROCE	10.75%	8.89%	3.20%	12.62%	12.15%	13.51%	5.50%	25.70%
Doanh thu/Vốn hóa(lần)	0.33	0.33	0.46	0.25	1.16	0.48	0.72	1.16

Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy ở mức trung bình

Trong nhóm các cổ phiếu được đem so sánh, tỉ lệ vốn vay/tài sản của HLD là 0.28, cao hơn so với các doanh nghiệp hoàn toàn không sử dụng nợ vay như C21, IGC, KHA, NTL, chỉ thấp hơn so với NDN. Điều này cho thấy ảnh hưởng của việc thay đổi lãi suất lên doanh nghiệp là lớn hơn phần lớn các doanh nghiệp cùng được so sánh

Khả năng thanh khoản ở mức trung bình

Tỷ lệ thanh toán tiền mặt và thanh toán nhanh ở mức trung bình cho thấy rủi ro thanh khoản của HLD là thấp, khi hơn 96% tài sản của doanh nghiệp là các tài sản ngắn hạn.

Khả năng sinh lời ở mức trung bình ngành

HLD có tỷ suất lãi ròng là 18,96% thấp hơn so với 4 trên 7 doanh nghiệp cùng được so sánh, tuy nhiên, ROE, và ROA của doanh nghiệp là cao nhất trong nhóm. Điều này cho thấy khả năng sinh lời tốt của HLD.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, từ 2012 đến 2014, doanh thu cũng như lợi nhuận ròng của công ty đang tăng trưởng trung bình ở mức âm, lần lượt là -14,9% và -17,5%. CTS đánh giá nhiều khả năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2015 tiếp tục ở mức âm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.