BAOVIET Securities

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật Q1/2017

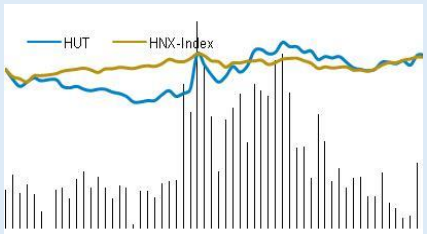
14 tháng 3, 2017

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VND)	N/A
Giá thị trường (14/03/2017)	13.600
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	8.700 - 13.600
Vốn hóa	2.398 tỷ
SL cổ phiếu lưu hành	176.308.664
KLGD bình quân 10 ngày	2.931.670
% sở hữu nước ngoài	18,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,8%
Beta	1,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HUT	44%	7,9%	29,5%	7,9%
HNX-Index	9%	1,1%	11,9%	3,9%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 207

nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Tasco

Mã giao dịch: HUT Reuters: HUT.HN Bloomberg: HUT VN

Ảnh hưởng pha loãng không lớn, lợi nhuận 2017 khả quan

Mảng BOT sẽ đóng góp đều đặn 800-900 tỷ doanh thu hàng năm kể từ 2018

Trong năm 2016, hoạt động này mang về 447 tỷ doanh thu, tăng 116% yoy. Sự đi vào hoạt động của dự án BOT 39B Thái Bình từ cuối quý 2/2016 và dự án BOT QL1 Quảng Bình bắt đầu đóng góp doanh thu trong cả năm 2016 (năm 2015 bắt đầu hoạt động từ cuối quý 2). Tính đến thời điểm hiện tại, HUT đã có tổng cộng 4 trạm thu phí BOT đi vào hoạt động bao gồm BOT 10, BOT 21, BOT QL1 Quảng Bình và BOT 39B Thái Bình.

Doanh thu từ thu phí BOT ước đạt 700 tỷ đồng trong năm 2017 và 800 tỷ đồng trong năm 2018, tăng trưởng lần lượt 57% yoy và 14% yoy. Trong năm 2017, HUT sẽ đưa thêm 2 dự án BOT mới vào thu phí là dự án BOT QL10 Hải Phòng với tổng mức đầu tư 2.815 tỷ đồng và BOT Đông Hưng – Thái Bình với tổng mức đầu tư 436 tỷ đồng. Khi 6 trạm BOT đi vào hoạt động ổn định, HUT sẽ có khoảng 800-900 tỷ doanh thu mỗi năm với biên lợi nhuận ròng bình quân khoảng 11-12%.

Hệ thống thu phí không dừng (ETC), HUT sẽ được bổ sung thêm nguồn tiền nhàn rỗi

VETC (trong đó HUT chiếm 51%) hiện là đơn vị duy nhất trực tiếp xây dựng và cung cấp dịch vụ ETC cho Dự án thu phí tự động không dừng và kiểm soát tải trọng xe trên toàn quốc của chính phủ. Dự án với quy mô khoảng 100 trạm, giai đoạn 1 áp dụng cho Quốc lộ 1 và Quốc lộ 14 – đoạn qua Tây Nguyên với mục tiêu thu phí tự động không dừng 28/100 trạm hiện đang được gấp rút triển khai. Đến nay, VETC đã hoàn thành xây dựng 12 trạm của toàn tuyến, 5 trạm đã bắt đầu thu phí. Về phía chủ xe, VETC đã ký hợp đồng dán thẻ với Cục Đăng kiểm Việt Nam và 77 trung tâm đăng kiểm, tổ chức dán thẻ trực tiếp đến các doanh nghiệp và đã dán được khoảng 60.000 thẻ cho xe. Công nghệ thu phí không dừng (ETC) được kỳ vọng sẽ thay thế hoạt động thu phí hiện nay là một dừng (MTC) trong năm 2020.

Tỷ lệ phí mà VETC nhận được công ty cho biết vào khoảng 6-7% từ doanh thu thu phí, so với suất đầu tư cho một trạm thu phí 5 làn của VETC hiện vào khoảng 30 tỷ đồng thì mức thu nói trên vừa đủ cho phần đầu tư đã bỏ ra. Nhưng với hệ thống thu phí mới, thông qua việc chủ xe chuyển tiền vào thẻ trước, VETC sẽ có thể tận dụng phần tiền ứng trước này, còn tiền thu phí hàng ngày sẽ được trả về cho chủ đầu tư. Theo hiệp hội ô tô Việt Nam, số lượng ô tô lưu hành tới năm 2020 ước tính vào khoảng 3,2 - 3,5 triệu xe, với giả định của chúng tôi khoảng 2 triệu xe lưu thông qua hệ thống ETC của VETC tương ứng với 2 triệu tài khoản, tiền deposit của mỗi tài khoản vào khoảng 500.000 đồng thì lượng phí ứng trước mà VETC có thể huy động vào khoảng 1.000 tỷ đồng. Giả định chi phí lãi vay HUT đang phải trả là 10%/năm thì việc triển khai ETC sẽ giúp HUT tiết kiệm chi phí tài chính khoảng 100 tỷ đồng/năm.

Tiếp tục đổi đất lấy hạ tầng để đẩy mạnh mảng kinh doanh bất động sản

Trong năm 2017, mảng bất động sản sẽ tiếp tục là nguồn đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận. Theo ước tính, HUT có thể ghi nhận 2.600 tỷ đồng doanh thu từ mảng kinh doanh bất động sản trong năm 2017, tăng trưởng 21% yoy, lợi nhuận gộp tương ứng là 366 tỷ đồng.

Các dự án ghi BĐS ghi nhận doanh thu trong năm 2017

Dự án	Vị trí & quy mô	Tình hình tiêu thụ	Doanh thu ghi nhận 2017	Biên LN gộp	Lợi nhuận gộp 2017
Foresa villa Xuân Phương	Nam Từ Liêm – HN, quy mô 38ha với 813 căn nhà ở thấp tầng.	Mở bán từ cuối 2015, đến cuối 2016 còn lại 34 căn chưa bán, còn lại đều đã bàn giao hoặc nhận tiền của người mua nhưng chưa bàn giao, doanh thu ghi nhận trong năm 2016 vào khoảng 2.100 tỷ đồng.	830 tỷ	30%	249 tỷ
South Building Pháp Vân	Thanh Trì – HN, xây trên diện tích đất 2.173 m2, tổng diện tích xây dựng 20.108 m2 quy mô 23 tầng nổi và 2 tầng hầm.	Đến hiện tại đã bán được 90/140 căn và kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu toàn bộ dự án trong năm nay.	270 tỷ	10%	27 tỷ
Xuân Phương Residence	Nam Từ Liêm – HN, tổ hợp gồm 6 tòa chung cư cao 17 tầng và 126 căn liền kề.	HUT đã bán được 120/126 căn liền kề, khu nhà chung cư cũng có tốc độ bán hàng nhanh.	1.500 tỷ	6%	90 tỷ
Tổng cộng			**2.600 tỷ**		**366 tỷ**

Lợi thế của HUT trong triển khai các dự án BĐS là chi phí đất rẻ do đổi BT lấy hạ tầng. Đối ứng với dự án BT Lê Đức Thọ, HUT đã được giao cho 3 khu đất bao gồm 38ha ở Xuân Phương, 2.800 m2 đất tại 48 Trần Duy Hưng, 7ha đất tại Mỹ Đình, do vậy giá vốn đất ở các dự án này của HUT đều rất thấp. Dự án Xuân Phương đã được triển khai thành công và có mức biên lợi nhuận cao (30%) chính nhờ yếu tố giá vốn đất thấp này, 2 dự án còn lại sẽ tiếp tục được triển khai trong thời gian tới, trong đó dự án KĐT Mỹ Đình được đánh giá sẽ mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận lớn cho HUT trong năm 2018. Dự án có quy mô 400 căn nhà liền kề và biệt thự, tháng 4/2017 HUT sẽ tiến hành giải phóng mặt bằng, đến đầu quý 3/2017 bắt đầu triển khai hạ tầng, dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2018. Với tổng số 400 căn, giá trung bình mỗi căn HUT dự kiến chào bán vào khoảng 7-8 tỷ đồng thì tổng giá trị của dự án vào khoảng 3.000 tỷ đồng, dự kiến biên lợi nhuận gộp không dưới 30%.

Định hướng tập trung vào hoạt động BT đổi đất lấy hạ tầng trong thời gian tới. HUT đã vừa giành được thêm dự án BT đường 70 nối QL 32 với Đại lộ Thăng Long, đối ứng với dự án này, HUT sẽ sở hữu 17ha đất ở khu Xuân Phương – Từ Liêm – Hà Nội và 4ha đất ở khu Phú Đô – Mễ Trì – Hà Nội. HUT cũng cho biết sẽ không thực hiện thêm dự án BOT nào trong thời gian tới do thời gian thu hồi vốn dài. Hoạt động xây dựng HUT cũng sẽ chuyển cho công ty liên kết là Tổng Công ty Thăng Long, đơn vị HUT đang sở hữu 36% và có kế hoạch niêm yết vào cuối năm 2017.

Tỷ lệ vay nợ lớn tuy nhiên không đáng lo ngại

Tính đến 31/12/2016, tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản chiếm 72%, tổng nợ cao gấp 2,67 lần vốn chủ sở hữu, tuy nhiên 83% các khoản vay của HUT là để phục vụ cho các dự án BOT. Với mỗi dự án BOT của công ty, tỷ trọng vốn vay/vốn tự có là 80/20 với chi phí lãi vay trung bình 10%, tổng vốn vay dài hạn cho các dự án BOT của HUT hiện vào khoảng 3.600 tỷ đồng. Chi phí lãi vay được vốn hóa trong quá trình thực hiện dự án, đến giai đoạn bắt đầu thu phí BOT thì được tính vào chi phí tài chính trực tiếp, tuy nhiên dòng tiền lớn và ổn định từ thu phí ở mỗi dự án đủ giúp cho HUT có thể trả nợ gốc, lãi vay của từng dự án đồng thời đảm bảo mức biên lợi nhuận trung bình 11%-12%/năm trong cả vòng đời của dự án. Hoạt động phát triển bất động sản công ty ít phải sử dụng đến vốn vay ngân hàng, chủ yếu là vốn từ người mua nhà do đó không có nhiều rủi ro. Nhìn chung tỷ lệ nợ vay của HUT cao nhưng tương đối an toàn.

P/E vẫn ở mức hấp dẫn sau khi tính cả rui ro pha loãng cổ phiếu

Tính đến hết 31/12/2016, HUT còn khoảng 256 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, trong đó một nửa sẽ được chuyển đổi trong quý 3/2017, một nửa còn lại sẽ được chuyển đổi trong quý 3/2018. Chúng tôi ước tính độ pha loãng của cổ phiếu vào đợt quý 3/2017 là 7,5% và đợt quý 3/2018 là 7%. Với kế hoạch LNST 450 tỷ đồng trong năm 2017, EPS trước và sau khi pha loãng của cổ phiếu với tỷ lệ 7,5%trong quý 3/2017 và 15% trong trường hợp tối đa được chúng tôi ước tính như sau:

P/E forward 2017 của HUT trong các trường hợp pha loãng

Chỉ tiêu	Chưa pha loãng	Pha loãng 7,5%	Pha loãng 15%
EPS	2.552	2.373	2.218
Giá sau chuyển đổi	13.600	13.409	13.243
P/E	5,33x	5,65x	5,97x

Kể cả trong trường hợp tối đa với độ pha loãng 15% mà chúng tôi xét, P/E của HUT vẫn ở mức 5,97 lần, là mức hấp dẫn với cổ phiếu nhiều tiềm năng tăng trưởng như HUT.

Tỷ lệ cổ tức hấp dẫn

Bên cạnh đó, tỷ lệ cổ tức bằng tiền công ty chi trả trong năm 2016 là 12% tương đương với mức dividend yield 8,8% là một mức cao. Dòng tiền ổn định từ các dự án BOT cũng như các dự án bất động sản của HUT đều ở những vị trí đẹp tạo điều kiện tiêu thụ thuận lợi là những yếu tố sẽ đảm bảo cho mức cổ tức bằng tiền đều đặn của công ty.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá tích cực với tình hình hoạt động hiện tại cùng triển vọng tương lai của HUT. Doanh thu và lợi nhuận 2017 phần lớn đã được đảm bảo, ngoài ra chiến lược tập trung vào các dự án BT đối ứng lấy đất của HUT là điểm chúng tôi đánh giá cao, giúp công ty từng bước tăng quỹ đất phục vụ cho phát triển bất động sản với giá vốn ban đầu thấp. Thi trường bất động sản trong thời gian tới sẽ khó khăn hơn tuy nhiên HUT với những lợi thế có sẵn hoàn toàn có thể cạnh tranh. HUT cũng là công ty có tỷ lệ cổ tức bằng tiền cao và có nhiều cơ sở để duy trì mức cổ tức này. Với con số ước tính 450 tỷ LNST trong năm 2017, P/E forward hiện tại vào khoảng 5,33 lần và đạt mức 5,97 lần nếu pha loãng tối đa, vẫn là mức hấp dẫn để nhà đầu tư có thể xem xét.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**
Doanh thu	2.762	2.245	2.786	3.500
Giá vốn	2.339	1.921	1.998	
Lợi nhuận gộp	423	323	787	
Doanh thu tài chính	11	12	36	
Chi phí tài chính	39	105	199	
Lợi nhuận sau thuế	257	160	403	450

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**
Tiền & khoản tương đương tiền	360	576	428	
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.383	1220	1.311	
Hàng tồn kho	59	56	41	
Tài sản cố định hữu hình	4.107	2.440	2.263	
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	132	321	325	
Tổng tài sản	**6.213**	**7.086**	**9.319**	
Nợ ngắn hạn	1.567	727	1.517	
Nợ dài hạn	3.317	4.636	5.268	
Vốn chủ sở hữu	1.295	1.722	2.533	
Tổng nguồn vốn	**6.213**	**7.086**	**9.319**	

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	55%	-18%	24%	21%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	2.041%	-42%	151%	11%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15%	14%	28%	
Lợi nhuận thuần biên (%)	9%	7%	14%	
ROA (%)	4%	2%	4%	
ROE (%)	19%	9%	16%	
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	79%	75%	72%	
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	377%	311%	267%	
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.457	908	2.286	2.552
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.027	13.411	14.367	

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Tiến Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi**xem xét cẩn thận.Tuy nhiên,**tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận địnhtrong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân**tôi**mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo.**Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt,tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo
Cảng biển & Logistics
dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh
Dầu khí
leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888