

16/08/2018

Nhu cầu với các sản phẩm trung cấp vẫn còn rất lớn.

Nhu cầu đối với các sản phẩm Bất động sản phân khúc trung cấp vẫn còn rất lớn, khi nhu cầu người mua để ở còn nhiều nhờ vào tỷ trọng dân số thuộc độ tuổi lao động cao, tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng và sự gia tăng của tầng lớp trung lưu. Đây cũng là phân khúc nhà ở mà công ty đang tập trung phát triển theo chiến lược trung và dài hạn của công ty.

Quỹ đất sạch lớn tại khu vực phía Tây Hà Nội đem đến lợi thế cạnh tranh cho công ty.

Hải Phát Invest đang sở hữu quỹ đất sạch hơn 158ha, trong đó tập trung chủ yếu ở khu vực phía Tây Hà Nội và ven biển Khánh Hòa; đây được coi là lợi thế cạnh tranh lớn của HPX. Quỹ đất này có vị trí phù hợp với chiến lược kinh doanh và phát triển nhà ở thuộc phân khúc trung cấp tại khu vực phía Tây Hà Nội. Đây là khu vực đang được đầu tư với hạ tầng giao thông ngày càng đồng bộ và tiện ích đầy đủ, nhu cầu nhà ở là rất lớn.

Lợi nhuận năm 2018 không đạt được như kế hoạch của doanh nghiệp trong năm 2018, tuy nhiên có thể đột biến trong năm 2019.

Doanh thu ước tính năm 2018 đạt LNST đạt 3456 tỷ đồng, tăng 220% yoy; tuy nhiên LNST chỉ đạt 257 tỷ đồng, giảm 21% yoy, thấp hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp là 450 tỷ đồng LNST. Việc LNST ước tính năm 2018 giảm sút là do năm 2017, lợi nhuận của công ty chủ yếu đến từ hoạt động tài chính. Tuy nhiên, năm 2019, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp được dự báo sẽ cải thiện rõ rệt, doanh thu ước đạt 5261 tỷ đồng, tăng 52% yoy và LNST ước đạt 721 tỷ, tăng 180% yoy nhờ việc hoàn thiện và bàn giao dự án Roman Plaza, dự án chủ lực của công ty.

Rủi ro luôn hiện hữu.

Tuy số liệu cho thấy thị trường vẫn tiếp tục khả quan trong thời gian tới nhưng HPX vẫn gặp phải một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty, bao gồm những rủi ro đặc thù của doanh nghiệp bất động sản và diễn biến mang tính chu kỳ của thị trường Bất động sản Việt Nam.

Năm giữ

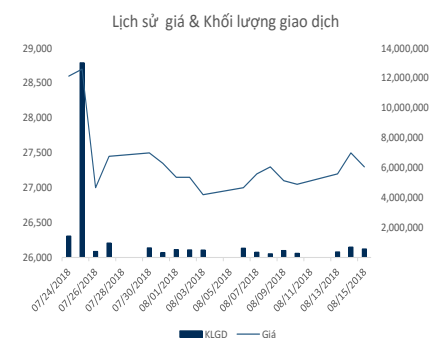
Giá mục tiêu	25,492VNĐ
Tăng/Giảm	-7%
Giá hiện tại (15/08/2018)	27,300VNĐ
Giá mục tiêu	25,492VNĐ
Vốn hóa thị trường	4095 tỷ VNĐ (175.4 triệu USD)

Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	150,000,000
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	462,477
% sở hữu nước ngoài	15%

Dự phóng doanh thu và định giá

	2017A	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	1080	3456	5261
Tốc độ tăng trưởng (%)	-40%	220%	52%
Lợi nhuận gộp (VNDbn)	361	404	1350
Biên lợi nhuận gộp (%)	33%	12%	25.6
Lợi nhuận ròng (VNDbn)	325	257	721
Tốc độ tăng trưởng (%)	93%	-21%	180%
EPS(ngàn đồng)	2214	1713	4800
Tăng trưởng EPS	0%	-29%	180%
P/E		15.9	5.68



Nguồn: KBSV tổng hợp

Tỷ giá 16/08/2018: 1USD = 23,350VNĐ

MỤC LỤC

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG	3
Nền kinh tế Việt Nam.....	3
Thị trường Bất động sản Việt Nam	4
Thị trường Bất động sản Hà Nội	6
Tin tức liên quan	7
CTCP ĐẦU TƯ HẢI PHÁT	9
Thông tin tổng quan.....	9
Lịch sử doanh nghiệp.....	9
Cơ cấu doanh nghiệp và chủ sở hữu	9
Các dự án tiêu biểu công ty đã hoàn thành.....	10
Hoạt động kinh doanh	10
Dự án đang triển khai và quỹ đất	10
Phân tích tình hình tài chính Doanh nghiệp	11
Rủi ro khác	13
ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ	14
Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018 và 2019	14
Các phương pháp định giá và khuyến nghị.....	15
PHỤ LỤC	18
Chỉ số tài chính và danh mục dự án.....	18

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

Nền kinh tế tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm 2018, trong đó Bất động sản trong quý 2 tăng trưởng cao nhất trong vòng 6 năm.

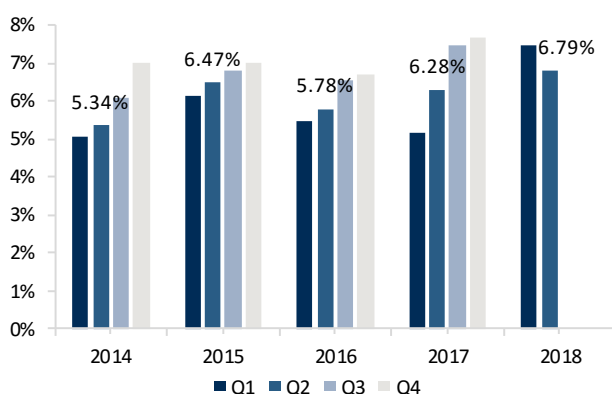
Ngành Bất động sản là lĩnh vực thu hút được lượng FDI nhiều thứ hai trong tỷ trọng đầu tư FDI vào Việt Nam trong 6 tháng đầu năm.

1. Nền kinh tế Việt Nam

Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy nền kinh tế tăng trưởng với tốc độ 7.08% trong 6 tháng đầu năm 2018, đạt mức tăng cùng kì cao nhất kể từ năm 2011. GDP Q1 tháng hoa đạt mức 7.45% với sự đóng góp chủ yếu đến từ ngành công nghiệp chế biến chế tạo. Kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng tốt trong quý II, đạt 6.79% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy không cao bằng ba quý trước đó nhưng đây là mức tăng trưởng quý II cao nhất trong 10 năm qua (Biểu đồ 1). Khu vực dịch vụ tăng trưởng tích cực ở mức 6.9% (yoy) trong hai quý đầu năm, mức tăng cao nhất kể từ năm 2012. Kinh doanh bất động sản, ngành đứng thứ 2 trong lĩnh vực dịch vụ sau bán buôn bán lẻ đạt tăng trưởng 4.21% trong quý 2, cao nhất trong 6 năm.

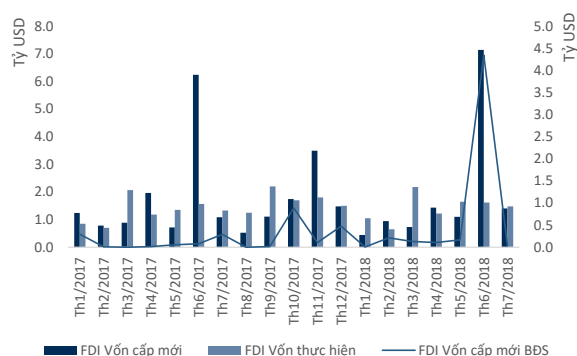
Tính đến hết năm 2017, tổng vốn đăng ký đầu tư trực tiếp vào Việt Nam vào khoảng 318.72 tỷ USD, trong đó lĩnh vực Bất động sản đạt 53.2 tỷ USD, chiếm 16.7%, dẫn đầu là các nhà đầu tư châu Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore,... Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, với nhu cầu mở rộng đầu tư vào Việt Nam, các doanh nghiệp châu Âu và Mỹ cũng đã đầu tư trực tiếp vào BĐS Việt Nam bằng việc sở hữu các tòa nhà văn phòng, hoặc đầu tư vào khách sạn và BĐS công nghiệp. Trong 6 tháng đầu năm 2018, tổng vốn FDI vào Việt Nam (bao gồm cả vốn đăng ký mới, tăng thêm, góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài) đạt 20.33 tỷ USD, tăng 5.7% y-o-y; trong đó lĩnh vực bất động sản đứng thứ 2 với tổng vốn đầu tư đạt 5.54 tỷ USD, chiếm 27.3% tổng vốn đầu tư FDI (Biểu đồ 2). Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, lĩnh vực BĐS Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển, mức sinh lời cao so với các thị trường khác trong khu vực.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP theo quý



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 2: FDI



Nguồn: GSO, Bloomberg, KBSV

2. Thị trường Bất động sản Việt Nam

Thị trường Bất động sản Việt Nam tiếp tục tăng trưởng cao khi đang được hưởng lợi bởi sự gia tăng dân số, tốc độ đô thị hóa cao, dân số trẻ và sự vươn lên nhanh chóng của tầng lớp trung lưu.

Dân số Việt Nam tăng rất nhanh trong vòng 17 năm qua.

Theo như số liệu của Tổng cục Thống kê, dân số Việt Nam tăng rất nhanh trong những năm qua với tốc độ trung bình 1 triệu người 1 năm. Theo đó, dân số Việt Nam năm 2018 được dự báo sẽ chạm mốc 95 triệu người. Hà Nội và TP Hồ Chí Minh là 2 thành phố có tốc độ tăng dân số cao nhất. Dân số của 2 thành phố này tính đến năm 2017 là 15.6 triệu người, chiếm khoảng 16.5% dân số Việt Nam. Yếu tố dân số tỷ lệ thuận với lượng cầu BĐS, tỷ lệ tăng dân số cơ học dẫn tới nhu cầu về nhà ở tăng lên (Biểu đồ 3).

Tỷ lệ dân thành thị tính đến năm 2039 được dự báo đạt 50.7%.

Số liệu của TCTK cho thấy tỷ lệ đô thị hóa năm 2017 là 33%, con số này còn khá thấp, nhưng được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng theo từng năm và có thể đạt mức 50.7% vào năm 2039 (Biểu đồ 4). Với việc chuyển dịch cơ cấu lao động, người dân di chuyển từ nông thôn ra thành thị làm việc kéo theo nhu cầu về nhà ở gia tăng, đặc biệt là phân khúc căn hộ vừa túi tiền và trung cấp.

Hơn một nửa dân số Việt Nam sẽ được xếp vào tầng lớp trung lưu toàn cầu vào năm 2035.

GDP tăng trưởng bền vững dẫn đến GDP bình quân đầu người tăng cũng như sự gia tăng của tầng lớp trung lưu. Theo như báo cáo của World Bank, tính từ năm 2014, trung bình cứ mỗi năm Việt Nam có thêm 1,5 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu, dự kiến sẽ đạt mức 33 triệu người vào năm 2020. Nếu tốc độ tăng trưởng GDP bình quân theo đầu người là 5%/năm thì đến năm 2035, 50% dân số Việt Nam sẽ được xếp vào tầng lớp trung lưu với GDP bình quân đầu người đạt 15,000 USD (Biểu đồ 5). Tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh chóng tạo thêm động lực cho thị trường BĐS khi nhu cầu tăng, sức mua tăng và khả năng chi trả tốt hơn cho các sản phẩm BĐS.

Việt Nam đang trong giai đoạn “cơ cấu dân số vàng”.

Theo như số liệu của GSO, Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn “cơ cấu dân số vàng”, cứ 2 người hoặc hơn trong độ tuổi làm lao động thì chỉ có 1 người phụ thuộc. Trong năm 2017, số lượng người trong độ tuổi 15-64 lên tới 63 triệu người, chiếm gần 70% tổng dân số, trong khi đó số người trong độ tuổi trên 65 chỉ chiếm dưới 15%, tỷ lệ này được dự báo sẽ duy trì cho đến năm 2044 (Biểu đồ 6). Sự gia tăng dân số trẻ và dân số trong độ tuổi lao tăng nhanh giúp cho thị trường tiêu thụ được mở rộng, đặc biệt là tạo sức cầu lớn cho nhà ở.

Những yếu tố ngành và vĩ mô đều cho thấy thị trường BĐS vẫn đang phát triển rất tích cực.

Tồn kho Bất động sản tiếp tục giảm.

Theo thống kê của Bộ xây dựng, tính đến ngày 20/06/2018, tổng giá trị hàng tồn kho còn khoảng 24,072 tỷ VNĐ, giảm 81% so với đỉnh điểm vào năm 2013 (128,548 tỷ VNĐ) và giảm 4.29% so với thời điểm cuối năm 2017 (25,382 tỷ VNĐ) (Biểu đồ 7). Đây là những dấu hiệu tích cực đối với thị trường cho thấy sự hồi phục từ phía cầu trong khi các chủ đầu tư ngày càng có kinh nghiệm hơn trong việc phát triển dự án và có kế hoạch cân đối tốt hơn với nhu cầu của thị trường.

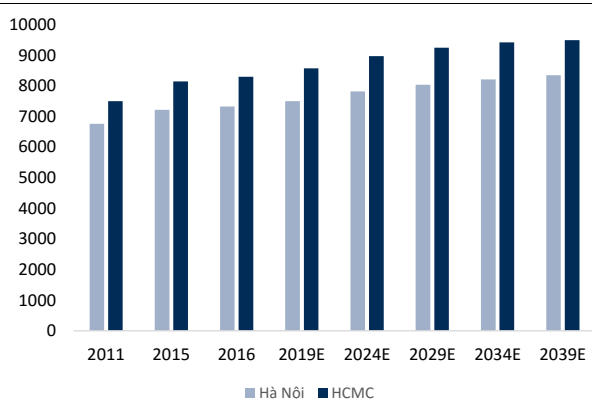
Chu kỳ khủng hoảng 10 năm sẽ không xảy ra vào năm 2019.

Đây là thời điểm để các doanh nghiệp chuyển mình bắt kịp thị trường và là cơ hội cho các doanh nghiệp Bất động sản uy tín.

Chu kỳ của thị trường BĐS thường trải qua các giai đoạn: tăng trưởng, nóng sốt, đóng băng và phục hồi; theo như thực tế các mốc thời gian xảy ra các giai đoạn trên, thị trường BĐS Việt Nam cứ 10 năm lại trải qua một cuộc khủng hoảng. Nếu theo chu kỳ này BĐS thì năm 2018 là năm cuối của chu kỳ tăng trưởng và vào năm 2019 khủng hoảng sẽ lặp lại. Lo lắng về bong bóng BĐS vẫn lan tỏa khắp thị trường. Tuy nhiên, theo nhận định của chúng tôi, với các dấu hiệu tích cực ở thời điểm hiện tại, thị trường BĐS đang tiến triển rất ổn định và chưa tiềm ẩn nguy cơ bong bóng bất động sản trong nửa cuối năm 2018 và 2019. Thực tế cho thấy, một trong những nguyên nhân chính dẫn tới bong bóng BĐS năm 2007 và 2010 là chính sách nới lỏng tín dụng quá mức dẫn tới thị trường mất kiểm soát và đóng băng. Tuy nhiên, đầu năm 2018, NHNN đã có văn bản yêu cầu các ngân hàng và tổ chức tín dụng siết chặt vốn vay vào thị trường BĐS, do vậy giúp hạn chế hiện tượng đầu cơ và thị trường sẽ khó có bong bóng. Việc siết chặt vốn vay Ngân hàng còn góp phần loại bỏ những chủ đầu tư không có tiềm lực, cơ cấu vốn chủ yếu là vốn vay ngân hàng.

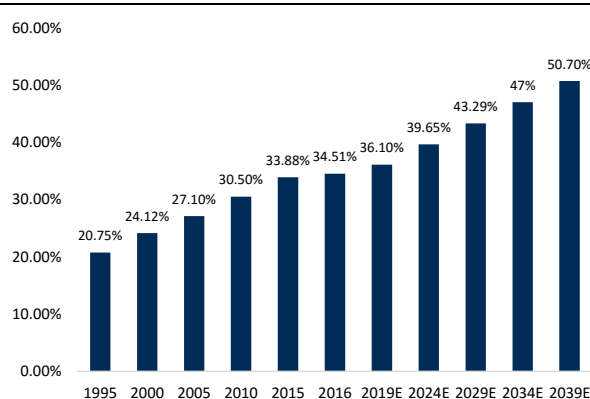
Trong năm 2018-2020, thị trường BĐS được dự báo sẽ có sự tái cấu trúc mạnh mẽ đặc biệt là tái cấu trúc sản phẩm để giải quyết hiện tượng lệch pha cung- cầu. Thị trường sẽ có sự chuyển hướng mạnh hơn vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền để đáp ứng nhu cầu ở thực của người tiêu dùng. Theo quan điểm của chúng tôi, thị phần của các doanh nghiệp trong ngành trong giai đoạn này cũng sẽ tập trung hơn, những dự án có nguồn vốn thấp và chủ đầu tư yếu kém về nguồn lực sẽ khó tồn tại và bị thanh lọc dần. Đây là thời điểm cho những nhà phát triển BĐS có tiềm lực tài chính tốt và chiến lược kinh doanh rõ ràng, có kinh nghiệm và uy tín với những sản phẩm chất lượng. Chính vì vậy, các doanh nghiệp BĐS cần vận động và thay đổi từ trong nội tại để nắm bắt cơ hội và theo kịp với sự phát triển của thị trường.

Biểu đồ 3: Dân số Hà Nội and TP HCM (Đơn vị: nghìn)



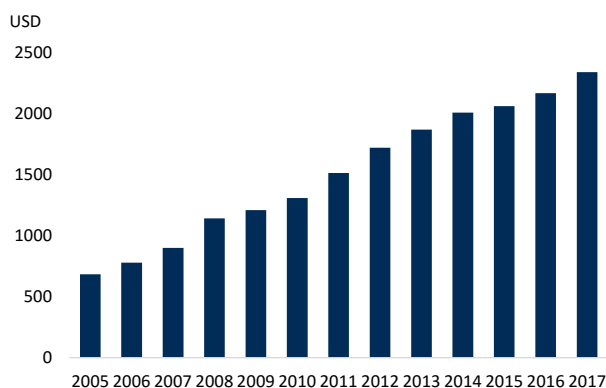
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 4: Tỷ lệ đô thị hóa



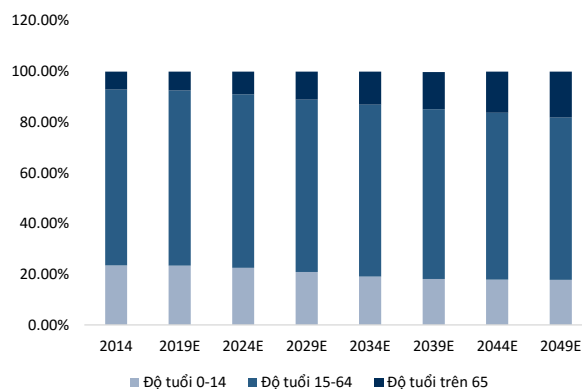
Nguồn: GSO

Biểu đồ 5: GDP bình quân đầu người



Nguồn: GSO

Biểu đồ 6: Cơ cấu dân số Việt Nam theo độ tuổi



Nguồn: GSO

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội tăng nhanh chóng trong giai đoạn 2015 – 2017, tỷ lệ hấp thụ của thị trường vẫn đạt mức khá cao.

Nguồn cung căn hộ trong năm 2018 bắt đầu có tín hiệu và được dự báo sẽ giảm nhẹ.

Nhìn chung lượng giao dịch vẫn ở mức khá tốt nhưng có tín hiệu chững lại trong quý 2. Nhu cầu của người mua nhà bắt đầu mang tính sàng lọc kỹ càng hơn.

Thị trường Bất động sản Hà Nội

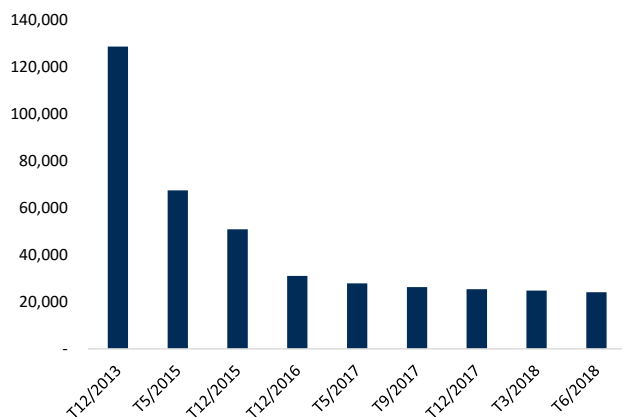
Trong năm 2015, tổng nguồn cung căn hộ đạt 34.000 căn, tăng gấp đôi so với năm 2014 và tiếp tục duy trì ở mức cao cho đến năm 2017, đạt 35000 căn, tăng 12% y-o-y. Trong đó phân khúc trung cấp luôn chiếm tỷ trọng lớn, đạt hơn 65% nguồn cung căn hộ năm 2017 và hơn 50% vào năm 2015 và 2016. Tỷ lệ hấp thụ đạt hơn 70% trong suốt 3 năm qua nhờ sự phát triển đồng bộ của cơ sở hạ tầng khu vực lân cận quanh Hà Nội (Biểu đồ 8).

Theo dự đoán của CBRE, trong năm 2018 sẽ có khoảng 32,000 căn hộ được chào bán tại Hà Nội, giảm 10% so với năm 2017, tuy nhiên, doanh số bán được dự kiến sẽ đạt ngưỡng 28.000 căn, tăng khoảng 9% so với năm 2017 và tập trung ở phân khúc trung cấp. Theo số liệu của CBRE, trong nửa đầu năm 2018, có 15,334 căn hộ chào bán từ 23 dự án tại Hà Nội, trong đó quý I có 6,534 căn được chào bán, giảm 20% so với cùng kỳ năm trước và quý 2 có 8,800 căn hộ được chào bán, tăng gần 9% so với cùng kỳ năm trước. Hầu hết các dự án được mở bán trong giai đoạn này nằm tại khu vực phía Tây Hà Nội, chiếm hơn 50%. Đây là khu vực phát triển năng động nhất với thị trường BĐS bùng nổ nhờ hạ tầng được đầu tư đồng bộ, với nhiều dự án hạ tầng trọng điểm đang được triển khai và từng bước hoàn thiện, đặc biệt là hệ thống giao thông. Các tuyến đường như đường trên cao vành đai 3, đường Tố Hữu, Lê Trọng Tấn, tuyến đường Đai lộ Thăng Long- Khuất Duy Tiến, Vạn Phúc Lê Văn Lương tạo sự thông suốt cho khu vực này. Số lượng căn hộ thuộc phân khúc bình dân và trung cấp chiếm tỷ lệ áp đảo. Giá bán căn hộ trong nửa đầu năm 2018 đạt US\$1,332/m², giảm 0.4% theo quý trước nhưng tăng 0.4% theo năm.

Theo báo cáo của CBRE, có 5091 căn hộ giao dịch thành công trong quý 1/2018, tăng 40.5% y-o-y, trong khi đó có 5900 căn hộ được giao dịch thành công trong Quý 2 năm 2018, giảm 22% y-o-y. Thị trường đang chững lại do có nhiều yếu tố tác động đến tâm lý người mua nhà như cháy nổ chung cư, pháp lý dự án, đất công,...; tuy nhiên những tác động này lại đem đến cơ hội cho những chủ đầu tư uy tín với các sản phẩm chất lượng tốt. Ngoài ra, các chủ đầu tư thường tập trung rà soát các sản phẩm hiện tại vào quý 2 và chuẩn bị mở bán các sản phẩm mới vào hai quý cuối cùng trong năm, vì vậy, thị trường có thời gian để điều tiết và hấp thụ các sản phẩm chưa bán hết ở

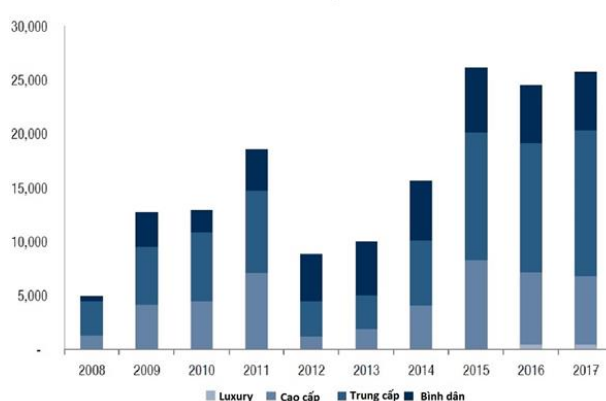
quý trước, trước khi đón một lượng lớn căn hộ mới vào quý III và IV, do vậy khả năng hấp thụ của thị trường vẫn được duy trì ở mức tích cực.

Biểu đồ 7: Giá trị tồn kho Bất động sản (đơn vị: tỷ VNĐ)



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 8: Lượng căn hộ giao dịch thành công ở Hà Nội



Nguồn: CBRE

Hiệp định CPTPP được kì vọng sẽ góp phần kích thích đầu tư và thúc đẩy xuất khẩu.

BIM Group hợp tác với Aeon xây dựng Trung tâm thương mại Aeon Mall thứ hai tại Hà Đông.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam siết chặt tín dụng chảy vào Bất động sản để ngăn chặn thị trường tăng trưởng quá nóng.

An toàn phòng cháy chữa cháy trở thành vấn đề quan trọng hàng đầu trong các dự án chung cư.

Tin tức liên quan

Hiệp định CPTPP đem lại những cơ hội lớn cho nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường Bất động sản nói riêng. Quá trình tự do hóa thương mại và hội nhập kinh tế, thông qua CPTPP, giúp cho Việt Nam trở thành một trong những thị trường hấp dẫn, thu hút được dòng vốn FDI với giá trị lớn hơn. Hoạt động rót vốn đầu tư cũng đang diễn ra ở tất cả các lĩnh vực BĐS từ công nghiệp, văn phòng, nhà ở thương mại đến bán lẻ.

Trong tháng 3/2017, BIM Group and Aeon Mall Việt Nam đã ký kết hợp đồng hợp tác về việc đầu tư dự án TTTM Aeon Mall tại Hà Đông Hà Nội. Đây sẽ là TTTM Aeon Mall thứ 2 tại Hà Nội và là TTTM lớn nhất tại Việt Nam với tổng diện tích sàn lên tới 200,000m². Dự án đã được khởi công trong năm 2017 và dự kiến khai trương vào quý 4/2019. TTTM Aeon Mall khi đi vào hoạt động sẽ góp phần thay đổi diện mạo cũng như hạ tầng khu vực phía Tây Hà Nội, đồng thời đẩy giá BĐS khu vực này lên cao.

Đầu năm 2018, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) có văn bản 563/NHNN-TTGSNH yêu cầu các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài hạn chế tập trung vốn cho vay vào lĩnh vực bất động sản, xây dựng. Không chỉ kiểm soát chặt hạn mức tín dụng, các ngân hàng thương mại còn tiến hành tăng lãi suất cho vay mua nhà và sửa chữa nhà cửa 1-2%/năm, lên mức trên 12%/năm còn lãi suất cho vay chủ đầu tư tăng khoảng 0.5%. Tính đến cuối tháng 5/2018, tín dụng Bất động sản tăng trưởng thấp ở mức 2.19% so với cùng kỳ năm 2017. Có thể thấy Nhà Nước đã có động thái quyết liệt trong việc giám sát, quản lý và kiểm soát dòng vốn chảy vào thị trường Bất động sản, do vậy các doanh nghiệp BĐS sẽ phải tìm kiếm các nguồn vốn mới bên cạnh nguồn vốn vay ngân hàng bên cạnh đó, nhu cầu mua nhà cũng có nguy cơ bị ảnh hưởng.

Tâm lý của người mua nhà thay đổi mạnh mẽ sau một số sự cố cháy chung cư. Người mua căn hộ trở nên thận trọng và dành nhiều thời gian để tìm hiểu, khảo sát dự án và đặc biệt quan tâm đến vấn đề Phòng cháy chữa cháy.

Sự thay đổi trong hành vi của người mua nhà buộc chủ đầu tư phải thay đổi, chú trọng hơn đến việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống PCCC để thu hút người mua nhà.

Bộ Tài chính đề nghị tạm dừng dùng quỹ đất thanh toán cho các dự án BT.

Bộ Tài chính đã có Công văn số 3515/BTC-QLCs ngày 28/03/2018 về việc tạm dừng việc xem xét, quyết định sử dụng tài sản công để thanh toán cho nhà đầu tư kể từ ngày 1/1/2018. Bộ Tài chính đã đề nghị UBND TP Hà Nội rà soát việc chấp thuận chủ trương sử dụng quỹ đất để thanh toán cho nhà đầu tư thực hiện dự án BT. Chỉ đạo này được đưa ra sau khi UBND TP Hà Nội quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư và cấp Giấy chứng nhận đầu tư cho 5 dự án về hạ tầng giao thông theo hình thức BT, thanh toán bằng quỹ đất cho nhà đầu tư trong đó có Dự án xây dựng các tuyến đường giao thông đấu nối hạ tầng các khu đô thị dân cư quận Hà Đông do liên danh CTCP Đầu tư Văn Phú Invest và CTCP Đầu tư Hải Phát thực hiện.

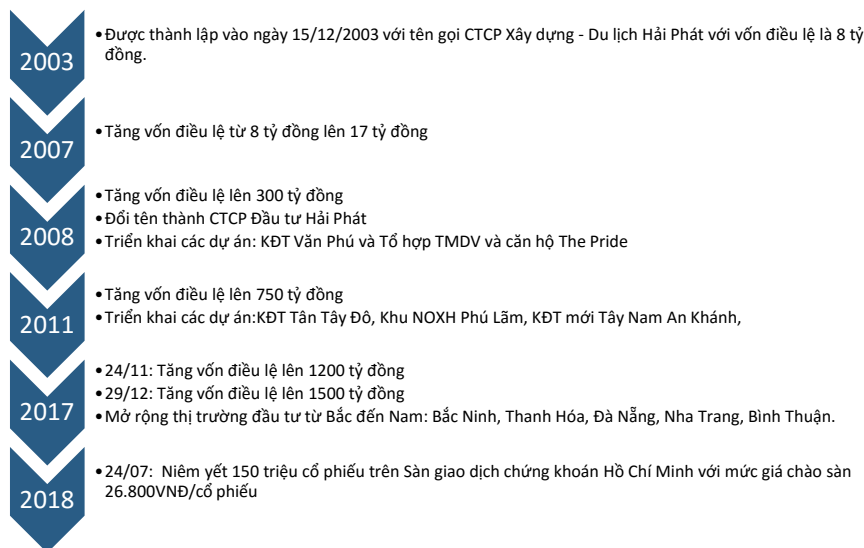
CTCP ĐẦU TƯ HẢI PHÁT

Công ty Cổ phần Đầu tư Hải Phát hoạt động chính trong lĩnh vực bất động sản, tư vấn thiết kế, giám sát thi công và thi công xây lắp.

Trải qua 15 năm hoạt động trong lĩnh vực đầu tư bất động sản, CTCP Đầu tư Hải Phát được biết đến là doanh nghiệp sở hữu các dự án BĐS nằm khu vực ven đô Hà Nội và các tỉnh lân cận.

1. Thông tin tổng quan

Lịch sử doanh nghiệp

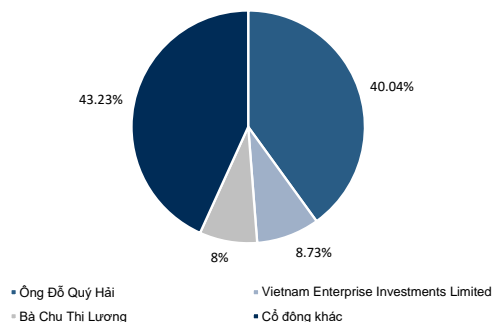


Cơ cấu doanh nghiệp và chủ sở hữu

CTCP Đầu tư Hải Phát hiện đang có 3 cổ đông lớn nắm giữ tổng cộng 56.77% vốn cổ phần, trong đó có 2 cá nhân trong nước và quỹ đầu tư VEIL thuộc Dragon Capital. Ngoài VEIL còn có 3 tổ chức nước ngoài nắm giữ tổng cộng 6.26% vốn cổ phần của Hải Phát Invest.

Hiện tại CTCP Đầu tư Hải Phát có 03 công ty con, 03 công ty liên kết và 03 công ty có vốn góp khác.

Biểu đồ 9: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: HPX

Biểu đồ 10: Công ty con và công ty liên kết

Công ty con

CTCP Thương mại Địa ốc Bình Minh	77.2%
CT TNHH HP Hospitality Nha Trang	75%
CT TNHH MTV Địa ốc Châu Sơn	100%

Công ty liên kết

CTCP Địa ốc S.E.A Thuận Phước	21%
TCT Xây dựng công trình giao thông 5 - CTCP	38.68%
CTCP Đầu tư Đại Đồng Á	35%
CT TNHH Phát triển Địa ốc Hải Phong	10%
CTCP Đầu tư Hải Phát Thủ Đức	13.76%
CTCP Đầu tư phát triển hạ tầng và đô thị đường sắt	10%

Nguồn: HPX

Danh sách Nhà đầu tư nước ngoài

Amersham Industries Limited

Aquila SPC LTD

Idris LTD

Dragon Capital

Nguồn: HPX

Dự án Khu đô thị Văn Phú (Hoàn thành năm 2010)**Các dự án tiêu biểu công ty đã hoàn thành**

HPX là chủ đầu tư cấp 2, nhận chuyển nhượng đất có hạ tầng để đầu tư dự án. Dự án có quy mô 5ha, bao gồm 516 căn nhà biệt thự và liền kề. Vốn đầu tư của Hải Phát là 650 tỷ đồng, lợi nhuận của công ty là 100 tỷ đồng.

Dự án Khu đô thị Tân Tây Đô (Hoàn thành năm 2014)

HPX là chủ đầu tư cấp 2, nhận chuyển nhượng đất có hạ tầng để đầu tư dự án. Dự án có tổng diện tích 5,24ha bao gồm nhà liền kề, biệt thự và hỗn hợp cao tầng với 3 tòa tháp cao 25 tầng 944 căn hộ. Tổng mức đầu tư dự án là 1590 tỷ VNĐ, lợi nhuận của dự án là 250 tỷ đồng. Tuy nhiên dự án Tân Tây Đô là dự án gây nhiều tranh cãi nhất của HPX liên quan đến vấn đề xây dựng và vận hành tòa nhà, đặc biệt là vấn đề nước sạch cho cư dân.

Dự án Tổ hợp TMDV và Căn hộ The Pride (Hoàn thành năm 2015)

The Pride là Tổ hợp Thương mại Dịch vụ và Căn hộ bao gồm 4 tòa tháp cao 35 và 45 tầng nằm tại Khu đô thị mới An Hưng, phường La Khê, quận Hà Đông, Hà Nội. Đây là dự án do CTCP Đầu tư Hải Phát làm chủ đầu tư, với tổng mức đầu tư là 3260 tỷ VNĐ mang lại cho công ty 500 tỷ VNĐ lợi nhuận. Dự án đã được hoàn thiện và bàn giao cho khách hàng. Trong quá trình xây dựng, dự án gặp vấn đề liên quan đến việc chậm tiến độ; sau khi hoàn thành và bàn giao cho khách hàng, tòa nhà tiếp tục có nhiều vấn đề liên quan đến chất lượng dịch vụ cũng như hoạt động vận hành quản lý tòa nhà.

Dự án nhà phố thương mại 24h Vạn Phúc (Hoàn thành năm 2017)

Đây là dự án nhà phố thương mại lớn nhất khu vực Phía Tây Hà Nội, nằm trên mặt đường Tố Hữu với 124 căn shophouse có diện tích từ 50-60m2 mỗi căn, vốn đầu tư của Hải Phát Invest trong dự án này là 710 tỷ. Đến tháng 10 năm 2017, dự án đã bàn giao 98%, đem lại cho công ty 120 tỷ đồng lợi nhuận.

Xây dựng các tuyến đường giao thông đấu nối hạ tầng các khu dân cư quận Hà Đông, đổi lại HPX nhận được 6 khu đất đối ứng.**2. Hoạt động kinh doanh****Dự án đang triển khai và quỹ đất**

Vừa qua, UBND thành phố Hà Nội đã chỉ định liên danh Công ty CPĐT Văn Phú Invest và Công ty CPĐT Hải Phát Invest là nhà đầu tư của dự án xây dựng các tuyến đường giao thông đấu nối hạ tầng các khu dân cư quận Hà Đông theo hình thức BT. Quỹ đất đối ứng của dự án này lên tới 68ha bao gồm 6 khu đất: KĐT Bắc Lãm, Khu chức năng đô thị Kiến Hưng, khu nhà ở Phú Lãm, Khu nhà ở Hà Cầu, Khu nhà ở Dương Nội và khu nhà ở Cao tầng Kiến Hưng. Hải Phát Invest và Văn Phú Invest đã cùng lập ra Công ty TNHH BT Hà Đông để triển khai xây dựng dự án với vốn điều lệ là 350 tỷ đồng (15 triệu USD), mỗi bên đóng góp 50% tương ứng với 175 tỷ đồng (7.5 triệu USD).

Phân khúc nhà ở bình dân và trung cấp vẫn là phân khúc mà HPX tập trung xây dựng và phát triển.

Hầu hết các dự án của Hải Phát Invest chủ yếu tập trung vào phân khúc bình dân và trung cấp, chủ yếu nằm ở khu vực ven đô về phía Tây và phía Đông Hà Nội. Công ty cho rằng đây là những phân khúc phù hợp với thị trường Bất động sản Hà Nội vì nhu cầu ở thực cao, tính thanh khoản cao. Ngoài ra, vị trí của các dự án nằm tại những khu vực đang được đầu tư mạnh mẽ về cơ sở hạ tầng. Theo như quy hoạch thành phố Hà Nội đến năm 2030 tầm nhìn 2050, khu vực phía Tây và phía Tây Nam Hà Nội sẽ trở thành trung tâm hành chính và kinh tế trọng điểm của thành phố. Sự hoàn thiện của cơ sở hạ tầng cũng như mạng lưới giao thông sẽ góp phần nâng cao giá trị các dự án của HPX. Đặc biệt là các dự án Kiến Hưng, Bắc Lãm và Phú Lãm sẽ được hưởng lợi từ việc tuyến đường Chu Văn An, nối liền từ đường Nguyễn Xiển tới Khu đô thị Xa La đi vào hoạt động.

Trong năm 2018, Công ty sẽ tập trung giải phóng mặt bằng để khởi công những dự án BT đã ký thỏa thuận và cấp giấy chứng nhận đầu tư. Công ty đặt ra mốc kế hoạch đến năm 2020 sẽ gom được 10.000ha đất bằng cách thực hiện các dự án BT, hợp tác đầu tư và tiến hành M&A các dự án hiện hữu. Tuy nhiên theo nhận định của chúng tôi, công ty sẽ khó đạt được mốc kế hoạch này khi Bộ Tài chính vừa có công văn đề nghị tạm dừng dùng quỹ đất thanh toán cho các dự án BT.

Trong tương lai, HPX định hướng tập trung vào đất nền, nhà thấp tầng tại khu vực ngoại thành Hà Nội, các tỉnh, thành phố phát triển và tập trung vào Bất động sản nghỉ dưỡng tại các thành phố ven biển.

Bảng 11: Dự án đang triển khai

Tên dự án	Vị trí	Quy mô	Sản phẩm	Thời gian triển khai
Nhà ở xã hội The Vesta	Phú Lãm, Hà Đông	4.41ha	08 tòa tháp cao 18 tầng với 1902 căn hộ	Quý 1/2016 - Quý 4/2018
Tổ hợp TMDV và căn hộ Roman Plaza	Đại Mỗ, Nam Từ Liêm	3.59ha	39 căn liền kề, 20 căn biệt thự, 02 tòa tháp 25 tầng với 804 căn hộ	Quý 3/2016 - Quý 2/2019
Tòa nhà Đại Đông Á - Bea Sky	Đại Kim, Hai Bà Trưng	5000m ²	tòa tháp 26 tầng với 441 căn hộ	Quý 3/2017 - Quý 4/2019
KĐT Phú Lương	Phú Lương, Hà Đông	4.19ha	278 căn liền kề và biệt thự	Quý 2/2017 - Quý 3/2019
Hanoi Homeland	Thượng Thanh, Long Biên	1.7ha	4 tòa tháp 18 tầng với 1224 căn hộ	Quý 4/2017 - Quý 4/2019

Nguồn: HPX

(Thông tin cụ thể về tiến độ, tình hình bán hàng sẽ được phân tích ở phần sau của báo cáo – Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018 & 2019)

Phân tích tình hình tài chính Doanh nghiệp

Doanh thu tăng trưởng mạnh trong năm 2016 trước khi sụt giảm trong năm 2017.

Các hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm: Kinh doanh bất động sản, quản lý và khai thác bất động sản sau đầu tư và các hoạt động khác, trong đó đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu của công ty là hoạt động kinh doanh BĐS, với tỷ trọng luôn duy trì trên 90%, còn lại là các khoản thu từ hoạt động quản lý và khai thác BĐS. Sau năm 2016 doanh thu tăng trưởng mạnh 74.6% nhờ hạch toán từ dự án The Pride, thì đến năm 2017, kết quả doanh thu của HPX giảm đến 40.23% do hoạt động chính kém khả quan, nguồn thu gần như duy nhất là từ dự án Nhà Phố 24h.

Lợi nhuận sau thuế năm 2017 và nửa đầu năm 2018 tăng cao do khoản doanh thu tài chính bất thường.

Mặc dù doanh thu suy giảm và các chi phí kinh doanh tăng mạnh, nhưng trong cả năm 2017, lợi nhuận sau thuế vẫn tăng trưởng đến 93.6%, đạt 325.2 tỷ VND. Điều này nhờ vào đóng góp chính của khoản doanh thu tài chính bất thường lên đến 307 tỷ VND, đến từ việc chuyển nhượng 49% cổ phần tại công ty TNHH Phát triển địa ốc Hải Phòng (VĐL là 300 tỷ VND). Nếu loại trừ

khoản mục này, lợi nhuận trước thuế 2017 của HPX đạt khoảng 134 tỷ VND, giảm mạnh 50.4% so với năm 2016 (Biểu đồ 12).

6T đầu năm 2018, việc chuyển nhượng nốt 21% cổ phần công ty TNHH Phát triển địa ốc Hải Phòng tiếp tục mang đến cho công ty khoản doanh thu tài chính lớn gần 240 tỷ VND. Điều đáng lưu ý là công ty này đã từng thuộc sở hữu của HPX, và ban điều hành hiện tại của công ty cũng là người có liên quan đến HPX. Các năm tiếp theo, doanh thu và lợi nhuận của công ty có thể bị ảnh hưởng đáng kể khi không còn ghi nhận các khoản mục bất thường này.

Cơ cấu tài sản vẫn còn nhiều khoản mục bất thường cần được theo dõi sát.

Tổng tài sản tăng mạnh 34.2% trong năm 2017, trong đó đóng góp chính đến từ các khoản chi phí trả trước hơn 350 tỷ VND (cho Công ty CP Đầu tư và xây dựng Trung Việt và Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Samcons); tài sản dở dang dài hạn (tăng gấp gần 2 lần lên 2,221 tỷ VND) là 2 dự án NOXH Phú Lãm và Hải Phát Plaza và nhiều khoản phải thu các cá nhân từ việc chuyển nhượng cổ phần công ty con (Biểu đồ 13).

Bên cạnh đó, năm 2017 cũng phát sinh tăng một khoản mục bất thường từ Lợi thế thương mại hơn 430 tỷ, trong đó 393 tỷ VND là từ việc mua lại 75% Công ty TNHH Hospitality Nha Trang thành lập vào tháng 2/2017 (VĐL thực góp chỉ có 79.2 tỷ VND) từ Sông Đà Thăng Long. Đây là khoản mục sẽ phải theo dõi kỹ lưỡng do có khả năng ảnh hưởng làm tăng chi phí các năm tiếp theo nếu giá trị thực suy giảm.

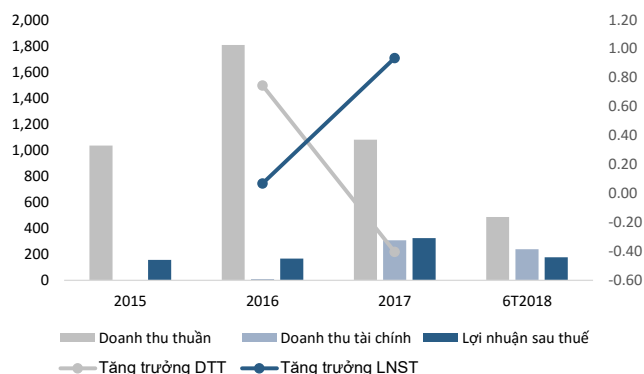
Vốn chủ sở hữu của Công ty còn ở mức trung bình, vì vậy công ty cũng phải đối mặt với vấn đề thu xếp nguồn vốn để thực hiện dự án.

Trong cơ cấu vốn cuối năm 2017, nợ phải trả chiếm đến 68.2%, giảm nhẹ từ mức 74% năm 2016, trong đó, vay dài hạn chiếm 25.4% (chủ yếu là khoản tài trợ các dự án BĐS hiện tại) và các khoản phải trả chiếm 17.3% (Nhiều giao dịch với các bên liên quan, trong đó có khoản phải trả Sông Đà Thăng Long từ chuyển nhượng HP Hospitality Nha Trang) (Biểu đồ 14). Cũng trong năm 2017, HPX đã có hai đợt phát hành tăng vốn điều lệ, trong đó đợt 1 là phát hành tăng từ 750 tỷ lên 1,200 tỷ qua việc trả cổ tức bằng cổ phiếu và đợt 2 là phát hành 300 tỷ cho NĐT chiến lược, trong đó có quỹ VEIL của Dragon Capital. Hiện công ty đang có kế hoạch tiếp tục tăng vốn lên 2500 tỷ trong năm 2018.

Công ty gặp phải rủi ro thanh khoản khi các dự án triển khai bị chậm tiến độ.

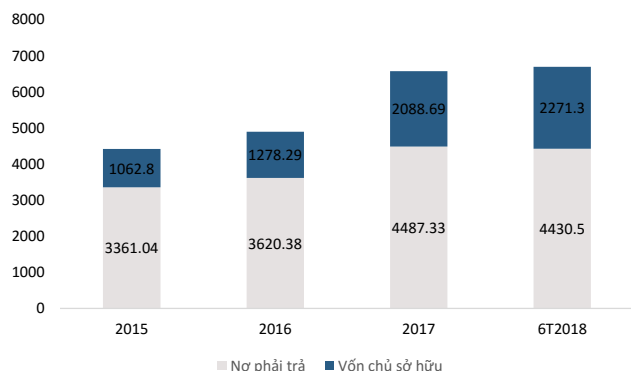
Dòng tiền hoạt động kinh doanh năm 2017 giảm rất mạnh xuống -277 tỷ so với mức 265 tỷ trong năm 2016, trong đó khoản tiền thu được từ khách hàng rất khiêm tốn so với mức doanh thu (khoảng 30%). Nguyên nhân đến từ việc các khoản phải thu tăng cao bất thường hơn 1,000 tỷ VND dù số lượng dự án chuyển nhượng được rất ít (chủ yếu là trả trước cho các nhà thầu xây dựng nhưng bị đọng vốn do hoạt động yếu kém và phải thu các cá nhân liên quan với mục đích không rõ ràng), trong khi khoản phải trả cho các nhà thầu thực hiện dự án cũng tăng đến gần 500 tỷ VND trong năm qua. Cộng thêm việc nhu cầu vốn lớn đầu tư vào hàng loạt dự án nhưng chậm tiến độ đã khiến công ty liên tục phải đi vay nợ với giá trị cao hàng năm (Trên 1,600 tỷ năm 2017). Điều này vừa khiến áp lực chi phí lãi vay đè nặng lên công ty trong tương lai, vừa tạo ra rủi ro thanh khoản trong trường hợp các dự án triển khai không được cải thiện.

Biểu đồ 12 : Kết quả hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: HPX, KBSV

Biểu đồ 14 : Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng)



Nguồn: HPX, KBSV

Rủi ro của thị trường Bất động sản liên quan đến các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Rủi ro về luật pháp: Vẫn còn nhiều vướng mắc về mặt pháp lý liên quan đến Condotel và vấn đề sổ đỏ cho người nước ngoài.

Rủi ro khác

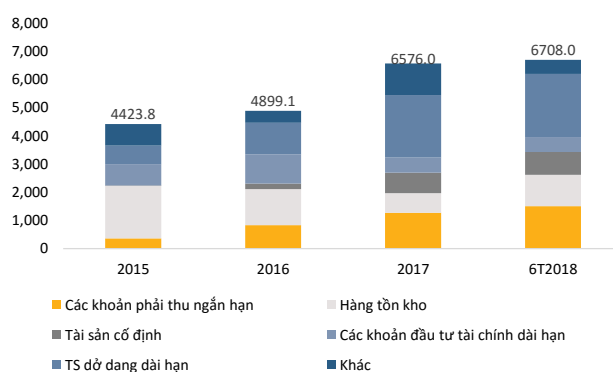
Doanh thu của HPX phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh Bất động sản thương mại và nhà ở, do vậy, sự tăng trưởng, lên xuống của thị trường Bất động sản sẽ có ảnh hưởng rất lớn tới hoạt động của công ty.

Sự thay đổi của các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lạm phát, lãi suất, tỷ giá hay những biện pháp kiểm soát vĩ mô hoặc những thay đổi về pháp luật của nhà nước sẽ có tác động đến thị trường Bất động sản, qua đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của Doanh nghiệp.

Bên cạnh những loại hình căn hộ truyền thống, HPX hiện đang có kế hoạch triển khai phát triển những loại hình BĐS mới, cụ thể là Condotel tại các dự án BĐS nghỉ dưỡng. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, các dự án Condotel vẫn chưa được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Chính vì khung pháp lý về Condotel còn chưa hoàn thiện, nhiều vướng mắc chưa được tháo gỡ, loại hình Bất động sản này đang dần hạ nhiệt trong thời gian gần đây.

Với xu hướng hội nhập, số lượng người nước ngoài đến Việt Nam sống và làm việc đang tăng nhanh chóng. Mặc dù Nhà nước đã có nhiều văn bản hướng dẫn và cho phép người nước ngoài sở hữu nhà ở tại Việt Nam, nhưng vẫn còn tồn tại nhiều bất cập trong việc hoàn thiện thủ tục pháp lý cho người nước ngoài sở hữu sổ đỏ.

Biểu đồ 13: Cơ cấu tài sản (tỷ đồng)



Nguồn: HPX, KBSV

Rủi ro cạnh tranh trong ngành

Các sản phẩm Bất động sản của Hải Phát chủ yếu thuộc phân khúc bình dân và trung cấp; đây là phân khúc có rất nhiều doanh nghiệp khác hướng tới, chính vì vậy, HPX gặp phải rủi ro trong việc cạnh tranh với các doanh nghiệp có cùng phân khúc sản phẩm.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Doanh thu mảng kinh doanh bất động sản năm 2018 tăng cao so với năm 2017, nhưng LNST giảm.

1. Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018 và 2019

Quan điểm dự phóng

+ Doanh thu mảng kinh doanh BĐS: Doanh thu năm 2018 của HPX ước đạt 3456 tỷ đồng, tăng 126% y-o-y; LNST ước đạt 257 tỷ, giảm 20% y-o-y. Sự tăng trưởng này là do trong năm 2018, công ty dự kiến sẽ tiến hành bàn giao và ghi nhận doanh thu từ 3 dự án: The Vesta, Dự án Phú Lương và dự án Hanoi Homeland

- (1) Dự án The Vesta đã bán gần hết (900/1100 căn), hiện nay đã bàn giao được 488 căn hộ, dự kiến sẽ tiến hành bàn giao nốt trong năm 2018. Giá bán của dự án này dao động trong khoảng 13-15 triệu/m².
- (2) Phần thấp tầng của dự án Roman Plaza với 59 căn hộ thấp tầng đã được bán toàn bộ. Doanh thu của phần thấp tầng sẽ được ghi nhận trong năm 2018, với giá bán trung bình là 70 triệu/m².
- (3) Dự án Hanoi Homeland bao gồm 4 tòa tháp. Theo thông tin chúng tôi có được, chủ đầu tư CTCP Hải Phát Thủ Đô – Công ty có vốn góp của HPX đã bán thứ cấp 1 tòa tháp bao gồm 2 đơn nguyên cho Đất Xanh Miền Bắc. Như vậy trong năm 2018, công ty sẽ có một khoản doanh thu đột biến đến từ việc chuyển nhượng này.

+ Doanh thu quản lý vận hành: Ngoài doanh thu từ việc bán căn hộ, chủ đầu tư còn có các khoản doanh thu khác từ việc cho thuê sàn TTTM và dịch vụ như phí gửi xe. Tuy nhiên, theo giả định của chúng tôi, toàn bộ diện tích sàn TTTM cũng sẽ được bán theo như giá thị trường tại khu vực, còn doanh thu của việc vận hành sẽ được trừ vào chi phí bán hàng.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 26% xuống còn 12%, do biên lợi nhuận gộp của các dự án có thể bàn giao trong năm 2018 thấp.

Doanh thu năm 2019 tăng cao nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án chủ lực Roman Plaza

+ Doanh thu hoạt động kinh doanh BĐS: Doanh thu năm 2019 ước đạt 5261 tỷ, tăng 52.2% y-o-y; LNST ước đạt 721 tỷ, tăng 180% y-o-y. Doanh thu này đến từ các dự án:

- (1) Dự án Phú Lương đang tiến hành xây dựng và hoàn thiện phần hạ tầng và xây dựng phần thô để tiến hành bàn giao cho khách hàng. Dự án đã bán hết hàng, toàn bộ doanh thu của dự án có thể ghi nhận vào năm 2019. Giá bán cho các căn hộ liền kề là 34 triệu/m², cho căn biệt thự là 24 triệu/m².
- (2) Phần cao tầng của dự án Roman Plaza tính đến thời điểm này đã bán được hơn 400 căn hộ trên tổng số 804 căn. Chúng tôi dự kiến dự án sẽ bán hết vào năm 2019, đồng thời đủ điều kiện bàn giao căn hộ cho khách hàng và ghi nhận doanh thu bán căn hộ vào năm

2019. Giá bán của dự án vào khoảng 28 triệu/m².

- (3) Dự án Hà Nội Homeland với 2 tòa tháp còn lại đã được đẩy bán gần hết, hoàn toàn có thể ghi nhận doanh thu trong năm 2019. Giá bán của dự án dao động trong khoảng 19-21 triệu/m².
- (4) Dự án Beasky đã bắt đầu thi công, dự kiến sẽ bàn giao cho khách hàng và ghi nhận doanh thu vào năm 2019. Giá bán dự kiến cho khu vực này là 24 triệu/m².

Bảng 15: Dòng thu dự án The Vesta (đơn vị: triệu VNĐ)

Nội dung	Diện tích (m ²)	Đơn giá	2018	2019
Khu căn hộ	171,106			
- Tổng số căn hộ	1,902		50%	50%
- Diện tích bán tương ứng (m ²)			68,442	68,442
- Giá bán năm bàn giao		14		
- Thu tiền bán đợt 1 (50%)			40%	60%
+ Diện tích	68,442			
+ Đơn giá		13		
+ Thu tiền đợt 1			355,900	533,851
- Thu tiền bán đợt 2 (50%)				100%
+ Diện tích	68,442			
+ Đơn giá		14		
+ Thu tiền đợt 2				958,194

Bảng 16: Dòng thu DA Roman Plaza (đơn vị: triệu VNĐ)

Nội dung	Diện tích (m ²)	Đơn giá	2018	2019
Phần thấp tầng			690,930	
- Diện tích xây dựng	7,679			
- Giá bán đất		60		
- Diện tích sàn xây dựng	23,019			
- Giá xây dựng		10		
- TTTT			294,700	294,700
+ Diện tích	29,470		11,788	11,788
+ Hệ Số		80%		
+ Đơn giá		25		
Phần căn hộ	117,880			
- Tổng số căn hộ	804		50%	50%
- Diện tích bán tương ứng			44,205	44,205
- Giá bán năm bàn giao		28		
- Thu tiền bán đợt 1 (50%)			40%	60%
+ Diện tích	44,205			
+ Đơn giá		27		
+ Thu tiền đợt 1			477,414	716,121
- Thu tiền bán đợt 2 (50%)				100%
+ Diện tích	44,205			
+ Đơn giá		28		
+ Thu tiền đợt 2				1,237,740

Bảng 17: Dòng thu DA Hanoi Homeland (đv: triệu VNĐ)

Nội dung	Diện tích (m ²)	Đơn giá	2018	2019
- TTTT			35,168	35,168
+ Diện tích	3,996		1,599	1,599
+ Hệ Số		80%		
+ Đơn giá		22		
Phần căn hộ	67,939			
- Tổng số căn hộ	612		50%	50%
- Diện tích bán tương ứng			25,477	25,477
- Giá bán năm bàn giao		20		
- Thu tiền bán đợt 1 (50%)			40%	60%
+ Diện tích	25,477			
+ Đơn giá		19		
+ Thu tiền đợt 1			193,626	290,440
- Thu tiền bán đợt 2 (50%)				100%
+ Diện tích	25,477			
+ Đơn giá		20		
+ Thu tiền đợt 2				509,543
Phần bán cho ĐXMB				
- Tổng số căn hộ	612			
- Diện tích bán tương ứng	71,936			
- Giá bán		17	917,178	

S: KBSV

2. Các phương pháp định giá và khuyến nghị

Để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu HPX, chúng tôi sử dụng mô hình RNAV (giá trị tài sản ròng) và mô hình định giá so sánh chỉ số P/E với các doanh nghiệp cùng ngành. Với đặc thù là một doanh nghiệp BĐS, giá trị của HPX phụ thuộc rất nhiều vào giá trị của quỹ đất và các dự án trong tương lai, do vậy KBSV cho rằng phương pháp RNAV là phù hợp để định giá chất lượng tài sản của HPX. Phương pháp so sánh P/E được dùng để phản ánh thêm tính thị trường. Theo chúng tôi, tỷ lệ hợp lý của 2 phương pháp định giá RNAV:P/E là 70:30.

Phương pháp RNAV

Chúng tôi đã thực hiện đánh giá lại các dự án có đủ thông tin bao gồm các dự án: The Vesta, Roman Plaza, Đại Đông Á – Bea Sky, Phú Lương, Hanoi Homeland. Với những dự án chưa có Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, chúng tôi không tiến hành định giá; những dự án chưa có đầy đủ thông tin

về kế hoạch phát triển hoặc chưa tiến hành xây dựng dự án, chúng tôi đánh giá lại dự án dựa trên giá trị đất.

Tỷ lệ chiết khấu chúng tôi sử dụng là chi phí vốn cổ phần R_E vào khoảng 12.6%.

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu HPX theo phương pháp này là 26,333VNĐ/cổ phiếu

Phương pháp P/E

Chúng tôi tính mức P/E bình quân của ngành Bất động sản hiện nay ở mức 13.84x. Theo đó, giá hợp lý đối với cổ phiếu HPX theo phương pháp này là 23,528VNĐ/cổ phiếu.

Khuyến nghị

HPX là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, là chủ đầu tư của nhiều dự án tại các khu vực ven đô Hà Nội. Mặc dù hiện tại đang sở hữu quỹ đất lớn tại khu vực phía Tây Hà Nội cũng như các tỉnh Nam Định, Thanh Hóa, Khánh Hòa và Bình Thuận; tuy nhiên năng lực triển khai dự án còn nhiều hạn chế, các dự án đã hoàn thiện còn vướng nhiều bất cập cùng với việc thiếu hụt nguồn vốn phục vụ cho các dự án sắp tới. Dựa trên kết quả định giá và triển vọng kinh doanh trong thời gian tới, KBSV đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu HPX với giá mục tiêu là 25,492VNĐ/cổ phiếu, thấp hơn 7% so với giá thị trường.

Bảng 18: Định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá dự kiến
P/E	23,528	30%	7,058
RNAV	26,333	70%	18,433
Giá mục tiêu			25,492

Nguồn: KBSV

Bảng 19: Giá trị đánh giá lại của các dự án (đơn vị: tỷ đồng)

Dự án	% sở hữu của HPX	Giá trị đánh giá lại
Tổ hợp TMDV và căn hộ Roman Plaza	100%	692
Tòa nhà Đại Đông Á - Bea Sky	21%	20.58
Hanoi Homeland	100%	178
Phú Lương	100%	148
Khu nhà ở Phú Lãm	50%	341
Khu nhà ở cao tầng Kiến Hưng	50%	294
Khu chức năng đô thị Kiến Hưng	50%	284
Khu đô thị Bắc Lãm	50%	1046
Khu nhà ở Dương Nội	50%	319
Khu nhà ở Hà Cầu	50%	173
Nhà ở thấp tầng tại ô đất TT14 đến TT19	100%	105
TM1 Cồn Tân Lập Nha Trang	75%	227.25
Tổ hợp SEA Thuận Phước	21%	170
		3997.83

Nguồn: KBSV

Bảng 20: Dự phóng doanh thu 2018 - 2019

(tỷ đồng VND)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,080	3,456	5,261
The Vesta		1,848	
Roman Plaza		691	3,020
KĐT Phú Lương			974
Bea Sky			203
Hanoi Homeland		917	1,064
Giá vốn hàng bán	797	3,052	4,064
The Vesta		1,758	
Roman Plaza		441	2,249
KĐT Phú Lương			800
Bea Sky			162
Hanoi Homeland		853	853
Biên lợi nhuận gộp	283	404	1,197
Lợi nhuận sau thuế	325	257	721
EPS (nghìn đồng)	4	1.7	4.8

Nguồn: KBSV

Bảng 21: So sánh tương quan P/E

	Mã	P/E pha loãng	Vốn điều lệ	Tỷ lệ	P/E theo tỉ trọng
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	9.44	3,425,714,120,000	16.2%	1.52
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	13.69	1,886,716,900,000	8.9%	1.22
CTCP Tập Đoàn Hà Đô	HDG	9.91	759,680,800,000	3.6%	0.36
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR	12.20	2,663,890,070,000	12.6%	1.53
CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR	6.41	3,170,337,940,000	15.0%	0.96
CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	24.40	2,381,948,190,000	11.2%	2.74
CTCP Đầu tư Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH	18.49	3,878,323,170,000	18.3%	3.38
CTCP Đầu tư LDG	LDG	14.47	1,887,494,540,000	8.9%	1.29
CTCP ĐTPT Đô thị và KCN Sông Đà	SJS	15.47	1,148,555,400,000	5.4%	0.84
P/E Trung bình					13.84

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Chỉ số tài chính

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

	2015	2016	2017
Doanh số	1,035.36	1,807.87	1,080.47
Các khoản giảm trừ	0.00	-0.04	0.00
Doanh số thuần	1,035.36	1,807.84	1,080.47
Giá vốn hàng bán	-776.10	-1,446.72	-797.25
Lãi gộp	259.25	361.12	283.22
Thu nhập tài chính	1.30	10.12	306.95
Chi phí tài chính	-10.09	-73.06	-28.88
Trong đó: Chi phí lãi vay	-10.09	-32.56	-28.87
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-0.22	5.36	0.16
Chi phí bán hàng	-0.62	-35.41	-59.73
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-52.47	-56.09	-89.49
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	197.15	212.04	412.23
Thu nhập khác	6.88	8.31	1.24
Chi phí khác	-1.80	-8.05	-10.58
Thu nhập khác, ròng	5.08	0.26	-9.34
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	202.23	212.30	402.89
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-45.27	-41.24	-80.32
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	0.00	0.00	2.60
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-45.27	-41.24	-77.72
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	156.96	171.06	325.17
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.23	1.95	-0.01
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	155.74	169.11	325.18

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VND	2015	2016	2017
Lãi trước thuế	202.23	212.30	402.89
Khấu hao TSCĐ	2.96	4.96	11.31
Chi phí dự phòng	-1.00	-11.39	-10.00
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	20.54	14.98	-37.45
Chi phí lãi vay	10.09	31.82	28.87
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động (Tăng)/giảm các khoản phải thu (Tăng)/giảm hàng tồn kho	234.82	252.67	395.61
Tăng/(giảm) các khoản phải trả (Tăng)/giảm chi phí trả trước	428.70	-389.23	-1,319.76
Chi phí lãi vay đã trả	-275.61	550.94	205.65
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-205.08	-127.27	544.63
Chi phí lãi vay đã trả	-21.62	23.38	-9.80
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-29.84	-31.62	-27.85
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	-10.09	-7.01	-65.47
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	121.34	272.14	-277.00
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-144.12	-442.36	-1,705.04
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	60.25	5.75	0.00
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-172.44	-285.65	-186.51
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	82.00	14.74	712.36
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1.14	10.12	315.34
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-172.27	-700.77	-863.85
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	2.00	141.45	635.95
Tiền thu được các khoản đi vay	259.16	783.11	1,884.15
Tiền trả các khoản đi vay	-60.00	-481.32	-1,084.28
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	201.16	443.25	1,435.82
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	150.23	14.62	294.97
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	98.34	248.57	263.18
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	0.00	0.00	0.00
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	248.57	263.18	558.15

Các chỉ số tài chính

	2015	2016	2017
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.03	1.04	1.49
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.76	0.74	0.68
EBIT	206.17	269.62	134.00
EBITDA	209.12	274.58	145.30
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.04%	19.98%	26.21%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.16%	9.46%	30.10%
Hệ số quay vòng tài sản	0.23	0.39	0.19
Hệ số quay vòng vốn CSH	0.97	1.54	0.64
ROE%	14.65%	14.43%	19.30%
ROA%	3.52%	3.63%	5.67%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	35.65	34.32	9.56
Hệ số quay vòng HTK	0.42	0.96	0.87
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.19	6.26	3.65
P/E	13.15	12.11	12.59
P/B	2.02	1.73	1.97

Nguồn: KBSV

Bảng cân đối kế toán

	2015	2016	2017
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,519.45	2,272.26	2,598.89
Tiền và tương đương tiền	248.57	263.18	558.15
Tiền	248.57	261.78	221.15
Các khoản tương đương tiền	0.00	1.40	337.00
Các khoản phải thu	361.66	830.43	1,269.91
Phải thu khách hàng	29.04	76.32	149.69
Trả trước người bán	144.36	465.09	703.18
Phải thu khác	248.65	338.03	456.03
Dự phòng nợ khó đòi	-60.39	-49.00	-39.00
Hàng tồn kho, ròng	1,863.43	1,137.28	697.23
Hàng tồn kho	1,863.43	1,137.28	697.23
Tài sản lưu động khác	44.39	41.36	73.60
Thuế VAT phải thu	2.86	32.58	52.68
Phải thu thuế khác	41.50	8.78	20.85
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,904.40	2,629.05	3,977.13
Phải thu dài hạn	399.16	82.36	52.06
Phải thu dài hạn khác	399.16	82.36	52.06
Tài sản cố định	20.74	194.51	727.97
GTCL TSCĐ hữu hình	9.88	125.30	665.53
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	23.89	134.88	682.86
Khấu hao lũy kế TSCĐ hữu hình	-14.01	-9.58	-17.32
GTCL tài sản cố định vô hình	10.86	69.21	62.44
Tài sản dở dang dài hạn	660.76	1,262.99	2,220.60
Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang dài hạn	205.25	381.20	0.00
Xây dựng cơ bản dở dang	455.51	881.79	2,220.60
Đầu tư dài hạn	754.25	1,045.23	540.00
Đầu tư vào các công ty liên kết	559.02	833.91	387.92
Đầu tư dài hạn khác	195.23	211.33	152.08
Tài sản dài hạn khác	69.49	43.96	436.50
Trả trước dài hạn	55.54	31.56	40.00
Lợi thế thương mại	13.95	12.40	393.90
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4,423.84	4,901.31	6,576.02
NỢ PHẢI TRẢ	3,361.04	3,620.82	4,487.33
Nợ ngắn hạn	2,435.10	2,177.77	1,744.15
Phải trả người bán	243.05	219.21	217.29
Người mua trả tiền trước	1,535.05	100.74	4.43
Thuế và các khoản phải trả Nhà nước	55.63	51.57	66.87
Chi phí phải trả	61.58	83.45	112.60
Phải trả khác	116.72	1,298.42	1,140.08
Vay ngắn hạn	419.20	420.17	194.63
Nợ dài hạn	925.94	1,443.05	2,743.18
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	531.48
Phải trả dài hạn khác	500.22	690.30	543.91
Vay dài hạn	425.72	752.75	1,667.79
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,062.80	1,280.48	2,088.69
Vốn và các quỹ	1,062.80	1,280.48	2,088.69
Vốn góp	750.00	750.00	1,500.00
Cổ phiếu phổ thông	750.00	750.00	1,500.00
Thặng dư vốn cổ phần	0.00	0.00	335.95
Lãi chưa phân phối	265.04	433.99	238.53
LNST chưa phân phối lũy kế đến cuối kỳ trước	109.68	264.33	3.21
LNST chưa phân phối kỳ này	155.37	169.66	235.32
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	47.76	96.49	14.22
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4,423.84	4,901.31	6,576.02

Danh mục các dự án chuẩn bị triển khai tại Hà Nội

Tên dự án	Quy mô	Sản phẩm	Tình trạng pháp lý	Thời gian hoàn thành dự kiến	Tỷ lệ sở hữu của HPX	Vốn đầu tư của Hải Phát (tỷ VNĐ)
Các tuyến đường giao thông đấu nối hạ tầng các khu đô thị, dân cư Quận Hà Đông		05 tuyến đường với tổng chiều dài 6.2km tại quận Hà Đông	Đã ký hợp đồng BT và thành lập doanh nghiệp dự án	2020	50%	980
Khu nhà ở Phú Lãm	13,64 ha	567 căn nhà thấp tầng và khối chung cư 21 tầng	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2020	50%	1281
Khu nhà ở cao tầng Kiến Hưng	2.55ha	1271 căn hộ chung cư	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2020	50%	907.5
Khu chức năng đô thị Kiến Hưng	7.57ha	387 căn liền kề	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2019	50%	524
Khu đô thị Bắc Lãm	41ha	2351 căn hộ chung cư và 604 căn liền kề	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2022	50%	4583
Khu nhà ở Dương Nội	2.55ha	128 căn nhà phố thương mại	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2019	50%	219.5
Khu nhà ở Hà Cầu	2.44ha	801 căn hộ chung cư và 81 căn liền kề	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500	2021	50%	866.5
Khu đô thị Mỹ Hưng	182ha		Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500, đã được phê duyệt giải phóng mặt bằng	2022		17075
Đường trục phía Nam tỉnh Hà Tây (cũ) giai đoạn 2	25.6km					6283
Nhà ở thấp tầng tại ô đất TT14 đến TT19	1.75ha	140 căn liền kề 03 tầng	Đã xây dựng xong hạ tầng	2018	100%	345
Khu đô thị Tây Nam An Khánh	101ha	Hạ tầng kĐT, nhà liền kề và cao tầng	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500, đang tiến hành điều chỉnh quy hoạch	2023	100%	3500
Nhà vườn sinh thái nông nghiệp công nghệ cao GD 1	30ha	140 căn biệt thự		2020	100%	1000

Nguồn: HPX

Danh mục các dự án chuẩn bị triển khai tại thành phố khác

Tên dự án	Thành phố	Quy mô	Tình trạng pháp lý	Thời gian hoàn thành dự kiến	Vốn đầu tư của Hải Phát (tỷ VNĐ)
Cải tạo lại chung cư cũ trên địa bàn thành phố Nam Định	Nam Định	29 điểm chung cư cũ	Đã có chủ trương nghiên cứu lập dự án		
KĐT Du lịch và Công nghiệp Hải Phát	Nam Định	4228ha	Đã có chủ trương nghiên cứu lập dự án	2021	
TM1 Cồn Tân Lập Nha Trang	Khánh Hòa	8111m2, gồm 2 khối tháp cao 40 tầng, 36 tầng căn hộ condotel và khách sạn	Đã có Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất	2022	3945
Golden Beach Villa	Khánh Hòa	54.18ha, gồm 600 căn biệt thự	Đã tiến hành giải phóng mặt bằng	2024	750
Tổ hợp SEA Thuận Phước	Đà Nẵng	1.16ha, gồm 2 tháp Condotel, 2 tháp Thương mại	Đã có Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất	2021	3000
KĐT mới Nam Bim Sơn	Thanh Hóa	129.25ha	Đang trình phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500	2021	1800
TT Dịch vụ Du lịch Hàm Tiến - Mũi Né	Bình Thuận	198ha	Đã giải phóng mặt bằng được 55ha	2024	9831

Nguồn: HPX

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn