

Thứ ba, 19-10 -2010

MUA

Giá mục tiêu 56.000

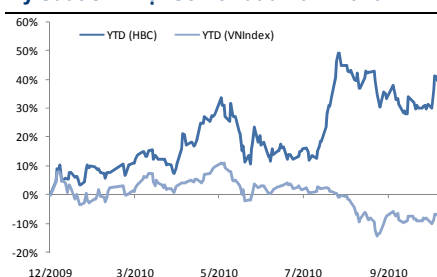
Ngành xây dựng

Các chỉ số chính

Giá @ 19/10/2010	45.300
Giá mục tiêu	56.000
Khả năng tăng so với giá mục tiêu	23%
Giá thấp nhất 52 tuần	23.700
Giá cao nhất 52 tuần	47.100
KLGD bình quân 10 ngày	73.686
SLCP đang lưu hành	16.231.003
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	735
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	39

Định giá	2009	2010F	2011F
EPS (đồng)	3.033	6.736	7.410
Tăng trưởng EPS	521%	122%	10%
P/E	14,9x	6,7x	6,1x
P/B	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	11,3x	5,1x	4,7x
ROE	8%	17%	17%
ROIC	7%	13%	13%
Nợ/vốn	57%	76%	75%
Suất sinh lợi cổ tức	4%	6%	6%

Tỷ suất sinh lợi so với đầu năm 2010



Cơ cấu cổ đông

HĐQT và Ban Giám Đốc	27%
PVFC	6%
Chip Eng Seng	5%
NDT nước ngoài	8%
Nhà đầu tư cá nhân	56%
Cổ phiếu ngân quỹ	3%

Trương Vĩnh An, Chuyên viên cao cấp

an.truong@vcsc.com.vn

T: +84 8 3914 3588, ext143

Bước chuyển mình và những giá trị mới

Công ty cổ phần xây dựng Hòa Bình

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho Công ty xây dựng Hòa Bình (HBC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 56.000 đồng/cổ phiếu. Hòa Bình là một công ty có tốc độ tăng trưởng khá nhanh trong vòng ba năm qua. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trung bình hàng năm trong giai đoạn 2006-2009 tương ứng đạt 97% và 40% đã giúp HBC trở thành một trong những công ty dẫn đầu ngành xây dựng, đặc biệt là trong lĩnh vực xây dựng dân dụng là phân khúc mà công ty tập trung khai thác. Đến cuối năm 2010, chúng tôi ước tính HBC có thể đạt 1.594 tỷ đồng doanh thu và 109 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, và với kết quả này thì HBC có thể được xem là công ty hàng đầu trong số các công ty xây dựng có nguồn gốc từ tư nhân và xếp thứ 2 trong số các công ty đang niêm yết tại HSX.

- Sau năm 2009 đầy khó khăn, HBC đã phục hồi ngoạn mục với tỷ suất sinh lời được cải thiện đáng kể trong năm 2010 nhờ những thay đổi trong công tác kiểm soát nội bộ và quản lý chi phí.
- HBC đang cố gắng nâng cao hiệu quả hoạt động bằng cách làm sạch bảng cân đối kế toán. Theo đó công ty đang củng cố lại danh mục đầu tư bao gồm Bất động sản (BDS) và các khoản đầu tư tài chính theo hướng thanh lý dần các khoản đầu tư không hiệu quả. HBC đã đầu tư khoảng 317 tỷ đồng vào các tài sản tài chính này, bằng một nửa vốn chủ sở hữu và gần bằng với tổng nợ hiện tại của công ty. Chúng tôi kỳ vọng các chỉ số hoạt động của công ty sẽ được cải thiện đáng kể khi HBC thanh lý dần các danh mục này trong thời gian tới.
- Tỷ suất sinh lợi tăng mạnh trong năm 2010 đã giúp HBC đạt được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc, từ đó làm cho các chỉ số định giá hiện tại của HBC thấp hơn so nhiều với mức trung bình trong quá khứ cũng như so với các công ty cùng ngành và VNIndex. Chúng tôi cho rằng HBC là cổ phiếu hấp dẫn trong ngắn hạn vì khi các hệ số định giá của HBC được cải thiện so với mặt bằng chung của thị trường và của ngành xây dựng thì khả năng sinh lợi của cổ phiếu là khá cao.
- Tuy nhiên, bên cạnh những điểm sáng thì chúng tôi vẫn lo ngại về tốc độ tăng trưởng doanh thu có phần chậm lại của công ty trong 6 tháng đầu năm 2010. Một số khách hàng là các công ty bất động sản đã yêu cầu HBC giảm tiến độ xây dựng vì tình hình khó khăn của thị trường BDS đã tác động đến tiến độ bán hàng và khả năng tài chính của họ. Chúng tôi dự đoán tình hình này sẽ chưa cải thiện trong ngắn hạn, và vì vậy, chúng tôi ngờ rằng HBC khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong 1 năm tới. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về triển vọng tăng trưởng đối với công ty này.

Tóm tắt tình hình tài chính và dự báo

KQKD (tỷ đồng)	2009	2010F	2011F	Tốc độ tăng trưởng	2009	2010F	2011F
Doanh thu thuần	1.763	1.594	1.753	Tăng trưởng doanh thu	153%	-10%	10%
Giá vốn hàng bán	1.651	1.357	1.493	Tăng trưởng EBITDA	119%	120%	10%
Chi phí hoạt động	45	65	71	Tăng trưởng EBIT	142%	77%	-14%
EBITDA	105	231	254	Tăng trưởng LNST	521%	122%	10%
Khấu hao	21	41	45	Tăng trưởng EPS	521%	122%	10%
EBIT	84	190	209	Biên lợi nhuận gộp	6%	15%	15%
Chi phí lãi vay	22	41	45	EBITDA/doanh thu	6%	14%	14%
Thu nhập khác	0	2	0	EBIT/ doanh thu	5%	12%	12%
Lợi nhuận trước thuế	63	149	164				
Thuế TNDN	13	39	43	EPS (VNĐ)	3.033	6.736	7.410
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	DPS (VNĐ)	2.200	3.000	3.000
Lợi nhuận ròng	49	109	120				

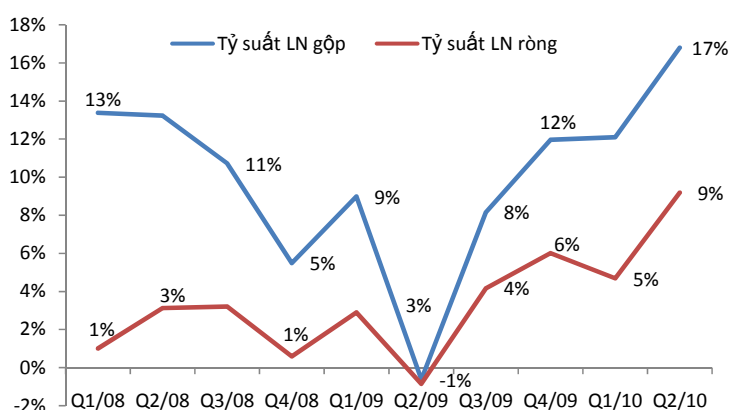
BCĐKT (tỷ đồng)	2009	2010F	2011F	Các chỉ số	2009	2010F	2011
Tiền	184	31	36	Chỉ số khả năng thanh toán			
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	Chỉ số thanh toán hiện hành	1,25	1,20	1,20
Khoản phải thu	489	852	938	Chỉ số thanh toán nhanh	0,97	1,00	1,01
Hàng tồn kho	194	175	193				
Tài sản ngắn hạn khác	8	8	8	Tỷ số khả năng sinh lợi			
Tài sản lưu động	874	1.066	1.174	ROE	8%	17%	17%
				ROA	4%	7%	7%
Phải thu dài hạn	0	0	0	ROIC	7%	13%	13%
Tài sản cố định	358	432	476				
Bất động sản đầu tư	0	0	0	Tỷ số hiệu quả hoạt động			
Đầu tư tài chính	90	110	121	Số ngày phải thu bình quân	101	195	195
Tài sản dài hạn khác	34	27	30	Số ngày lưu kho bình quân	43	47	47
Tài sản dài hạn	482	570	627	Số ngày phải trả bình quân	29	37	37
Tổng tài sản	1.356	1.636	1.801				
				Tỷ số đòn bẩy			
Nợ ngắn hạn	701	887	976	Nợ/vốn CSH	57%	76%	75%
Nợ dài hạn	18	51	56	Nợ/Vốn CSH+Vốn vay	50%	65%	65%
Tổng nợ	719	939	1.033	Khả năng chi trả lãi vay	3,8x	3,6x	3,6x
Vốn điều lệ	151	167	167	Định giá	2009	2010F	2010F
Thặng dư vốn cổ phần	368	368	368	Tại giá thị trường (ngàn đồng)	45,3	45,3	45,3
Lợi nhuận giữ lại	62	105	175	P/E	14,9x	6,7x	6,1x
Lợi ích cổ đông thiểu số	56	57	58	P/B	1,3x	1,2x	1,1x
Tổng vốn chủ sở hữu	581	641	711	EV/EBITDA	11,3x	5,1x	4,7x
Nợ & Vốn	1.356	1.636	1.801	Suất sinh lợi cổ tức	4%	6%	6%

Nguồn: BCTC của HBC, VCSC dự báo

Tỷ suất sinh lời được cải thiện đáng kể trong năm 2010

Sau một năm 2009 đầy khó khăn vì lợi nhuận không những bị ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu tăng mà còn bởi khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh bất động sản, HBC đã lấy lại được đà tăng trưởng trong năm 2010 với sự hồi phục mạnh mẽ của biên lợi nhuận gộp, tăng từ 6% trong năm 2009 lên 12% trong Q1 và sau đó là 17% trong Q2-2010.

Biểu đồ 1. Biên lợi nhuận hồi phục mạnh mẽ



Theo đó, biên lợi nhuận ròng cũng tăng từ mức trung bình 5% trong quá khứ lên 9% trong Q2-2010. Sự cải thiện tích cực của biên lợi nhuận đến từ (i) các biện pháp kiểm soát chi phí tốt hơn và (ii) khả năng thương lượng của HBC được nâng cao, giúp công ty thương lượng được mức giá tốt hơn cho các hợp đồng.

- Biện pháp kiểm soát chi phí có ảnh hưởng nhất là thực hiện phương pháp quản lý quá trình mua hàng hiệu quả hơn, từ đó tạo điều kiện cho công ty tìm kiếm nhà cung cấp có mức giá thấp nhất cũng như giảm tình trạng thất thoát chi phí.
- Khả năng thương lượng được nâng cao giúp HBC thu hẹp biên độ dao động giá nguyên vật liệu tối đa trong các hợp đồng chỉ còn 3% so với mức 5% trước kia. Do đó, công ty có thể chuyển phần giá tăng ngoài biên độ cho khách hàng nhiều hơn 40% so với trước đây, từ đó đảm bảo cho khả năng sinh lời của công ty trước những tác động tiêu cực của tình hình biến động giá nguyên vật liệu.
- HBC đã thành công trong việc thương lượng với các công ty bất động sản để nâng tỷ lệ đặt cọc lên mức 20% so với tỷ lệ trước đây là 10% giá trị hợp đồng, nhằm phục vụ cho việc dự trữ thép vì đây là loại vật liệu xây dựng biến động giá nhiều nhất. Trong điều kiện hiện tại không có những biện pháp bảo hiểm khả thi cho giá thép, HBC sử dụng phần lớn khoản tiền cọc để dự trữ thép, thường là 80% nhu cầu thép của dự án. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là bước đi cần thiết để kiểm soát sự biến động giá của loại vật liệu này và bảo vệ tỷ suất lợi nhuận cho công ty.
- Khả năng thương lượng giá: sau nhiều năm theo đuổi chiến lược mở rộng theo chiều ngang bằng cách tăng doanh thu và xây dựng thương hiệu, HBC đã có thể thiết lập cho mình một chỗ đứng nhất định trên thị trường và nâng cao khả năng thương lượng với khách hàng. Từ chỗ đảm nhiệm tất cả các dạng hợp đồng để nâng cao doanh số, HBC hiện nay chỉ tập trung vào các dự án có khả năng sinh lời cao hơn và tăng giá dự thầu trong các hồ sơ dự thầu mới. Đây là một trong những nhân tố có tính quyết định giúp nâng cao biên lợi nhuận công ty trong 6 tháng đầu năm 2010.

Củng cố hiệu quả hoạt động thông qua việc làm sạch bảng cân đối kế toán

HBC hiện đang củng cố lại các khoản đầu tư vào BĐS và tài sản tài chính để tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Trong năm 2009, HBC đã thanh lý phần vốn đầu tư vào dự án Hòa Bình Tower, dự án bất động sản lớn nhất năm cùng một số khoản đầu tư tài chính khác. Trong Q2-2010, HBC tiếp tục thoái vốn khỏi dự án Hải Đăng - dự án BĐS mà HBC chỉ sở hữu một phần nhỏ – bằng cách trao đổi với PVFC để lấy cổ phần lớn hơn tại dự án khu công nghiệp Nhị Thành vì đây là dự án mà HBC có khả năng phát triển tốt hơn.

Bảng 1. Các khoản đầu tư tài chính/bất động sản đã được HBC thanh lý

Các khoản đầu tư dài hạn (Triệu đồng)	2008	2009	2H2010
Trái phiếu	5.000	5.000	0
Vinashin Petro	12.000	0	0
Hải Đăng Investment	25.500	29.285	0
Mạng Việt	300	0	0
Hòa Bình Tower	219.272	0	0
Tổng cộng	262.072	34.285	0

Chúng tôi muốn lưu ý rằng định hướng của HBC là sẽ thoái vốn dần các khoản đầu tư tài chính và BĐS trong tương lai vào những thời điểm thích hợp. Chúng tôi đánh giá đây là một động thái tích cực nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của công ty vì hiện nay một lượng vốn lớn đang bị mắc kẹt trong các khoản đầu tư này. Thực tế, 317 tỷ vốn đầu tư vào BĐS và tài sản tài chính là gần bằng với tổng nợ hiện tại 340 tỷ của HBC vào cuối Q2-2010. Giả sử HBC có thể thanh lý tất cả các khoản đầu tư tài chính này thì ROIC đáng kể so với hiện tại. Đó là chưa kể tỷ suất sinh cũng sẽ tăng nhờ tiết kiệm được nhiều chi phí lãi vay, khoảng 40 tỷ đồng/năm (tương đương 30% lợi nhuận trước thuế).

Bảng 2. Danh mục đầu tư tài chính và bất động sản hiện tại của HBC

Đầu tư bất động sản	Triệu đồng
Dự án	Giá vốn
Thanh Xuân, Q12	20.556
Long Thới, Nhà Bè	57.107
Nhơn Đức, Nhà Bè	9.431
KCN Nhị Thành	120.217
Dự án Phước Kiển	4.131
Bình Chiểu (hợp tác với TDH)	10.686
Bình An Plaza	21.833
Hòa Bình Phước Lộc Thọ	50.485
Tổng cộng	294.446

Đầu tư tài chính	Triệu đồng
Công ty chứng khoán Sen Vàng	21.268
Nhân Hưng JV	498
Khác	1.368
Tổng	23.134

Nguồn: báo cáo tài chính quý 2/2010 của HBC

Hoạt động xây dựng tiến triển tốt với nhiều hợp đồng được kí kết

Cho đến thời điểm hiện tại, công ty có khoảng 5.945 tỷ đồng tổng giá trị các công trình xây dựng đang và chưa thực hiện, trong đó giá trị hợp đồng mới ký kết trong Q3-2010 là 1.542 tỷ. Chúng tôi cho rằng con số này là rất lớn so với quy mô hiện tại của công ty, gần bằng 3.7x giá trị doanh thu xây lắp của HBC năm 2010. Đó là chưa kể công ty có khả năng sẽ tiếp tục trúng thầu được nhiều hợp đồng khác từ đây đến cuối năm, nâng tổng giá trị công trình chưa thực hiện lên gấp nhiều lần so với doanh thu năm nay.

STT	Một số công trình tiêu biểu	Ngày khởi công	Ngày hoàn thành (dự kiến)
1	Cảng hàng không Cần Thơ	22/05/2008	31/12/2010
2	Chung cư Phú Mỹ	06/06/2007	Q3/2010
3	BV Hạnh Phúc	14/08/2007	Q3/2010
4	Keangnam	25/09/2008	31/12/2010
5	CR5 (Phú Mỹ Hưng)	18/10/2008	Q3/2010
6	CR8 (Phú Mỹ Hưng)	20/11/2008	Q3/2010
7	TDH Trường Thọ	29/11/2008	Q3/2010
8	Vincom - Phần Móng & Thân	01/12/2008	Q3/2010
9	The Manor II - Phụ lục	09/12/2008	Q3/2010
10	RMIT Q7 GĐ2	01/01/2009	Q3/2010
11	Sân bay Phú Quốc	20/01/2009	31/12/2010
12	Chung cư Phước Nguyên Hưng	04/02/2009	30/03/2011
13	Cao ốc VP Tân Hoàng Minh	13/02/2009	31/12/2010
14	Mipec - Tầng hầm	02/03/2009	21/08/2009
15	M&C Tower	25/05/2009	23/03/2011
16	Green Hotel (Kiên Giang)	12/06/2009	27/07/2010
17	Habico Tower - Kết cấu	03/07/2009	24/05/2011
18	S25 (Phú Mỹ Hưng)	15/07/2009	27/11/2009
19	Vincom - Hoàn thiện-90	03/09/2009	15/10/2010
20	Sân bay Tân Sơn Nhất mở rộng	01/10/2009	Q3/2010
21	Vincom - Hoàn thiện-109	02/10/2009	15/10/2010
22	Mipec - Phần Thân	04/10/2009	Thay đổi TK
23	Sunrise City	15/10/2009	31/01/2011
24	REE Tower	17/10/2009	15/01/2011
25	Cao ốc VP Tân Hoàng Minh - M&E	23/10/2009	12/2010
26	Bảo tàng Hà Nội	03/12/2009	30/10/2010
27	Keangnam - Hoàn thiện	24/12/2009	31/01/2011
28	11D Thi Sách	09/03/2010	08/05/2011
29	Times Square	26/04/2010	25/06/2011
30	Horizon (Fico)	05/06/2010	26/08/2011
31	Novotel Đà Nẵng	06/06/2010	09/11/2010
32	Mipec - Phần Thân-PL1-VP	06/06/2010	15/12/2010
33	Lan Phuong MHBR Tower	01/07/2010	01/07/2011
34	FLC Tower - Móng	06/08/2010	15/11/2010

Nguồn: HBC

Chúng tôi kì vọng khả năng tăng giá từ việc tăng trưởng hệ số PE trong tương lai

Chúng tôi nghĩ rằng các hệ số định giá hiện tại của HBC đang ở mức hấp dẫn và các nhà đầu tư có thể bắt đầu tích lũy cổ phiếu này căn cứ vào hai lý do quan trọng sau.

Trước tiên, HBC đang được giao dịch ở mức P/E thấp hơn so với hầu hết các công ty khác trong ngành. Nhờ tỷ suất sinh lời tăng lên đáng kể, HBC có thể sẽ đạt 109 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong năm nay, tăng 122% so với năm 2009, và ở mức giá hiện tại thì giá trị vốn hóa thị trường của HBC chỉ gấp 6.7 lần lợi nhuận năm 2010. Mức P/E này là khá thấp so với các công ty xây dựng đang niêm yết trên cả 2 sàn giao dịch.

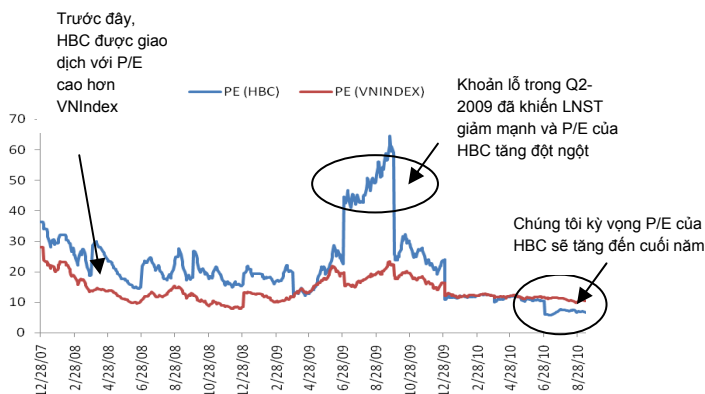
Bảng 3. So sánh giữa các công ty xây dựng

Các tỷ số chính	CTD	DCC	BCE	L10	SDT	SD9	HBC
Tăng trưởng doanh thu	60%	-11%	120%	38%	-36%	5%	-19%
Tăng trưởng LNST	50%	-48%	68%	77%	-18%	0%	1543%
Biên lợi nhuận gộp 2009	14%	6%	19%	11%	18%	26%	6%
Biên lợi nhuận gộp 1H2010	10%	7%	11%	11%	17%	24%	15%
Biên lợi nhuận ròng 2009	12%	5%	15%	5%	11%	18%	3%
Biên lợi nhuận ròng 1H2010	8%	4%	8%	6%	14%	13%	7%
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2,122	275	326	300	583	704	735
ROE 2009	21%	10%	15%	19%	23%	33%	8%
ROE 2010F	18%	10%	18%	24%	21%	19%	17%
P/E 2010	9,0	13,0	6,7	7,6	6,5	10,2	6,7

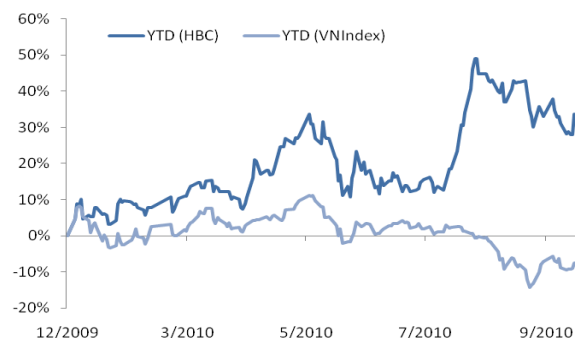
Nguồn: dữ liệu của các công ty, VCSC ước tính, giá ngày 19/10/2010

Thứ hai, HBC đang được giao dịch với mức P/E thấp nhất từ trước tới nay cho nên, giả sử công ty có thể đạt được mức lợi nhuận cao như đã dự báo, chúng tôi nghĩ rằng chỉ số định giá này sẽ tăng lên trong tương lai gần. Trước đây, HBC từng được giao dịch với P/E cao hơn P/E của VNIndex trong một thời gian dài, nhưng kết quả kinh doanh không tốt của năm 2009 có lẽ là lý do khiến P/E của HBC giảm xuống thấp hơn VNIndex trong thời gian gần đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chỉ số định giá này có thể được cải thiện trong các tháng cuối năm khi HBC công bố báo cáo tài chính Quý 3 và Q4. Khi đó, bức tranh về lợi nhuận của HBC sẽ rõ ràng hơn và biên lợi nhuận cao mà HBC đã đạt được trong Q2-2010 sẽ được chứng minh là không phải yếu tố đột biến tức thời.

Biểu đồ 2. HBC đang ở mức giá thấp nhất từ trước tới nay và thấp hơn VNIndex



Biểu đồ 3. Từ đầu năm đến nay, giá của HBC đã vượt trên VNIndex



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Căn cứ vào phương pháp định giá so sánh, chúng tôi ước tính giá trị của HBC khoảng 907 tỷ đồng, tương ứng giá mục tiêu là 56.000 đồng và PE 2010 là 8.8x. Khi lựa chọn các doanh nghiệp tương đồng để làm đối tượng định giá so sánh cho HBC, chúng tôi đã chọn lọc các công ty thuần túy về xây dựng, nghĩa là không có hoặc có ít hoạt động kinh doanh bất động sản, và công ty này cũng có quy mô tương tự như HBC. Sau đó, khi tính toán LNST và PE của từng công ty trong nhóm, chúng tôi đã cân nhắc các yếu tố như kế hoạch lợi nhuận cả năm của doanh nghiệp, kết quả thực tế trong 6 tháng đầu năm 2010, và các yếu tố mùa vụ có thể làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp trong 2 quý cuối năm. Theo đó, chúng tôi cho rằng mức PE 2010 bình quân ngành 8.8x đã thể hiện một cách khá chính xác hệ số định giá chung của ngành xây dựng ở thời điểm hiện tại.

Chúng tôi giả định rằng PE của ngành sẽ được duy trì ở mức này trong vòng một năm tới. Trên thực tế, nếu các điều kiện về vĩ mô thay đổi theo chiều hướng tốt hơn thì chi phí vốn và độ ngại rủi ro của nhà đầu tư có thể sẽ giảm xuống, từ đó làm cho các hệ số định giá như PE tăng lên. Tuy nhiên, do thiếu các thông tin dự báo (consensus forecast), chúng tôi giả định rằng mức PE bình quân chỉ duy trì ở mức hiện tại.

Chúng tôi sử dụng LNST ước tính năm 2011 để xác định giá trị của HBC trong vòng một năm tới. Theo đó, chúng tôi dự kiến HBC sẽ có thể đạt mức tăng trưởng 10% LNST trong năm 2011, mức khá thấp so với tốc độ tăng 122% của năm 2010 và mức bình quân 40% trong giai đoạn 2007-2009. Nguyên nhân là bởi vì chúng tôi quan ngại rằng HBC sẽ khó có thể tăng trưởng cao trong năm 2011 (sẽ được phân tích trong phần sau).

Bảng 4. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

Định giá	
Mức P/E bình quân của ngành (*)	8.8
LNST của HBC năm 2011 – Tỷ đồng	120
Giá trị công ty năm 2011 – Tỷ đồng	1,061
Tỷ suất chiết khấu	17%
Giá trị công ty năm 2010 – Tỷ đồng	907
Số lượng cổ phiếu lưu hành	16,231,003
Giá mục tiêu - VND	55,877
Giá hiện tại - VND	45,300
Mức tăng so với giá mục tiêu	23%

Nguồn: VCSC, Mức PE bình quân của các công ty liệt kê trong bảng bảng 3.

Rủi ro cần xem xét: tốc độ tăng trưởng doanh thu có phần chững lại

Sau khi điều chỉnh phần đóng góp của hoạt động kinh doanh bất động sản vào tổng doanh thu 6 tháng đầu năm 2009, doanh thu từ hoạt động xây dựng của HBC trong 6 tháng đầu năm 2010 chỉ tăng 1,7% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với mức 60% của CTD. Có một số nguyên nhân nhưng điều khiến chúng tôi quan tâm nhất là việc một số khách hàng là các công ty bất động sản đã yêu cầu HBC giảm tiến độ xây dựng vì thị trường bất động sản đang khá trầm lắng, ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng và khả năng tài chính của họ. Điều này khiến chúng tôi lo lắng về chất lượng của các hợp đồng. Mặc dù HBC đã ký kết nhiều hợp đồng với tổng giá trị 5.945 tỷ đồng, tương đương với gần 90% số hợp đồng đang thực hiện của CTD, nhưng chúng tôi khá lo ngại về khả năng HBC có thể hoàn tất các hợp đồng

này trong thời gian dự kiến ban đầu và tiến hành ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới.

Mặc khác, cần lưu ý thêm rằng việc thiếu nguồn nhân lực được đào tạo và có kỹ năng tốt cũng là vấn đề thường xảy ra trong ngành xây dựng. Việc HBC có thể tiếp tục tăng trưởng hay không phụ thuộc rất nhiều vào khả năng chuẩn bị và đào tạo đội ngũ nhân viên ngày càng gia tăng để thực hiện những hợp đồng tăng thêm. Trong 3 năm qua, HBC đã tăng trưởng với mức CAGR 97%, vì vậy chúng tôi nghĩ rằng công ty có thể sẽ cần thêm thời gian củng cố đội ngũ để có thể theo kịp tốc độ tăng trưởng. Tuy nhiên để làm được điều này, công ty có thể sẽ phải chấp nhận tăng trưởng chậm lại trong tương lai gần.

Định nghĩa các khuyến nghị

MUA	Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá
GIỮ	Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.
BÁN	Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.

Lịch sử các khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
19/10/2010	Mua	45.300	56.000 đồng

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TPHCM, Việt Nam

Tel: (84 8) 3914 3588 | Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>