

## NGÀNH CÔNG NGHIỆP

### Lĩnh vực: Xây dựng Công trình

Mã ngành ICB: 2357

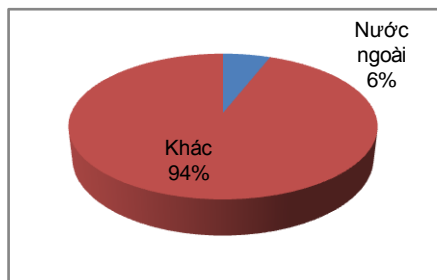
Bloomberg Ticker: HBC VN

Ngày cập nhật: 16/06/2011

### Chỉ tiêu thị trường

Giá ngày 16/06/2011 (nghìn VNĐ)	28,8
Khoảng giá 52 tuần (nghìn VNĐ)	26,8-38,0
+/- 1 tuần qua	-1,71%
+/- 1 tháng qua	-3,63%
+/- 3 tháng qua	-12,73%
KLGBQ 10 ngày	26.999
KLCPDLH	20.288.116
Vốn hoá (tỷ đồng)	584,29
Beta	1,10
Room còn lại của NĐTNN (triệu cp)	8,63
Cơ cấu cổ đông	
Nhà nước	0,00%
Nước ngoài:	5,94%
Khác	94,06%

### Cơ cấu cổ đông:



Nguồn: VCBS

### Biểu đồ giá cổ phiếu



## CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH (HBC)

### Đánh giá chung

HBC là công ty xây lắp tư nhân đầu ngành có kết quả hoạt động kinh doanh tốt nhất từ đầu năm 2010 cho đến hiện tại. Sau khi tiến hành tìm hiểu, xem xét, đánh giá và phân tích, chúng tôi cho rằng kết quả tăng trưởng của HBC là bền vững và hoàn toàn có khả năng duy trì trong thời gian tới dựa vào các thế mạnh sau: khả năng quản lý vượt trội về chi phí và chất lượng (với mô hình quản lý nguồn lực ERP được áp dụng thành công), ban lãnh đạo có tham vọng nhưng biết định hướng hợp lý, ưu thế về thương hiệu của công ty xây lắp đầu ngành cũng như tiềm năng tăng trưởng của ngành xây dựng của một nước đang phát triển như Việt Nam.

Kết quả định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF cho thấy giá trị thực của HBC cao hơn rất nhiều so với giá cổ phiếu hiện tại. Trong thời gian một năm qua, cổ phiếu HBC chủ yếu giảm giá theo thị trường tuy nhiên khi thị trường hồi phục thì cổ phiếu của công ty vẫn đi ngang và không có xu hướng tăng. Chúng tôi nhận thấy phản ứng trên của thị trường có phần không hợp lý và tương phản với kết quả hoạt động xuất sắc cũng như tiềm năng phát triển của HBC. Nguyên nhân chủ yếu có lẽ là do tâm lý của nhà đầu tư nhận định hai ngành BĐS và xây lắp gặp nhiều khó khăn nên không tin tưởng vào sự tăng trưởng của các công ty trong ngành. Qua bài viết này, chúng tôi hy vọng có đưa đến nhà đầu tư một cái nhìn và đánh giá rõ nét và đúng đắn hơn về giá trị cơ bản cũng như tiềm lực phát triển của HBC.

Bảng 1: Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	2008	2009	2010	1Q2010	1Q2011
DTT (tỷ đ)	696.0	1,763.5	1,768.2	352.3	570.8
LN gộp (tỷ đ)	66.4	112.8	294.8	42.7	71.3
LNSXKD (tỷ đ)	39.0	67.5	211.6	28.2	46.5
LN TC (tỷ đ)	(21.7)	(6.3)	(27.9)	(6.0)	(12.3)
LN khác (tỷ đ)	1.0	0.0	2.0	0.1	2.1
Lãi/lỗ liên doanh	(7.6)	1.0	(0.2)	(0.6)	5.4
LNTT (tỷ đ)	10.7	62.2	185.4	21.7	41.6
LN thuần (tỷ đ)	7.9	48.3	139.2	16.5	32.2
TTS (tỷ đ)	1,163.3	1,335.1	1,913.0	1,433.7	2,515.9
VCSH (tỷ đ)	535.5	581.4	665.4	579.0	694.7
Nợ/TTS (%)	54.0%	56.5%	65.2%	55.6%	72.4%
LN gộp/DTT (%)	9.5%	6.4%	16.7%	12.1%	12.5%
LNSXKD/DTT	5.6%	3.8%	12.0%	8.0%	8.1%
LN thuần/DTT (%)	1.1%	2.7%	7.9%	4.7%	5.6%
ROA (%)	0.8%	3.9%	8.6%	1.2%	1.5%
ROE (%)	1.5%	8.6%	22.3%	2.8%	4.7%
BV (VNĐ)	35,417	38,453	39,770	34,244	33,420
EPS cơ bản (VNĐ)	561	3,195	8,453	1,102	1,589

Nguồn: VCBS tổng hợp

Bảng danh sách các cổ đông lớn tại ngày 16/06/2011:

Tên cổ đông	Số cổ phần	Tỷ lệ SH (%)
Lê Viết Hải	3,659,725	17.6
Lê Viết Hưng	1,370,026	6.59
Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PVFC)	1,305,073	6.28
CTCP Quản lý Quỹ đầu tư Tài chính Dầu khí	1,250,000	6.01
Chip Eng Seng Corporation Ltd.	1,039,500	5.0

Nguồn: HBC

### Chỉ tiêu tài chính

	2009	2010	1Q11
DTT (tỷ đ)	1.763	1.768	571
YoY%	153%	0%	62%
LN gộp (tỷ đ)	113	295	71
YoY%	70%	161%	67%
LNSXKD (tỷ đ)	67	212	46
Y Y%	73%	213%	65%
LN TC (tỷ đ)	(6)	(28)	(1 )
YoY%	-71%	-343%	-105%
LN thuần (tỷ đ)	48	139	32
YoY%	511%	188%	95%
TTS (tỷ đ)	1.335	1.913	2.516
YoY%	15%	43%	75%
VCSH (tỷ đ)	581	665	695
YoY%	9%	14%	20%
Nợ/TTS (%)	56,5%	65,2%	72,4%
LNST/DTT (%)	2,7%	7,9%	5,6%
ROA (%)	3,9%	8,6%	1,5%
OE (%)	8,6%	22,3%	4,7%
BV (VNĐ)	38.453	39.770	33.420
EPS (VNĐ)	3.195	8.453	1.589

Nguồn: VCBS

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận theo hoạt động:

## Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2011

Trong quý 1/2011, HBC đạt doanh thu thuần 570,8 tỷ đồng, tăng 62%YoY, đạt 22,8%KH. Lợi nhuận thuần đạt 32,2 tỷ đồng, tăng 95,4%YoY, đạt 21,5%KH. Lợi nhuận biên gộp trong quý này là 12,5% cao hơn mức 12,1% của cùng kỳ nhưng đã giảm tương đối đáng kể so với quý 4 năm 2010 khi mức LN biên gộp đạt 16,0%. Nguyên nhân chủ yếu là do tình hình lạm phát của nền kinh tế làm tăng chi phí nguyên vật liệu và nhân công trong giá vốn hàng bán. Công ty cho biết mặc dù HBC có sử dụng các hợp đồng trượt giá nhưng khoản 5% biến động giá công ty vẫn phải chịu. Tuy nhiên đây là tình hình chung mà các doanh nghiệp trong ngành xây lắp phải đối mặt. Giá các loại thép xây dựng trong quý 1/2011 đã tăng khoảng 18,5%, giá xi măng cũng tăng khoảng 5%. Ngoài ra, lợi nhuận biên gộp trong quý 1 đạt thấp một phần là do tính chất đặc thù của ngành xây dựng nói chung và của HBC nói riêng: trong quý 1 có Tết Nguyên Đán nên năng suất lao động của công nhân không cao và công ty cũng không tận dụng được tính kinh tế nhờ quy mô (economies of scale) do khối lượng thi công trong quý không cao như các quý còn lại.

Chi phí quản lý trong quý 1 là 24,2 tỷ đồng, tăng 67,5%YoY nhưng giảm 18,8%QoQ. Chi phí quản lý tăng so với cùng kỳ là do từ sau quý 1 năm 2010 công ty tiến hành cơ cấu lại bộ máy quản lý, áp dụng ERP, thành lập các phòng ban chuyên dụng, tăng số lượng và tiền lương của nhân viên để nâng cao chất lượng và hiệu quả của hoạt động xây lắp; do đó chi phí cố định tăng. Tuy nhiên, việc chi phí cải thiện so với quý trước (quý 4/2010) có thể xem là một tín hiệu tương đối khả quan. Điều này là nhờ vào chính sách tiết kiệm của công ty trước điều kiện khó khăn trong năm 2011. Công ty chủ trương tập trung nâng cao năng suất hoạt động của các nhân viên hiện tại chứ không cố gắng mở rộng tăng thêm số lượng nhân viên.

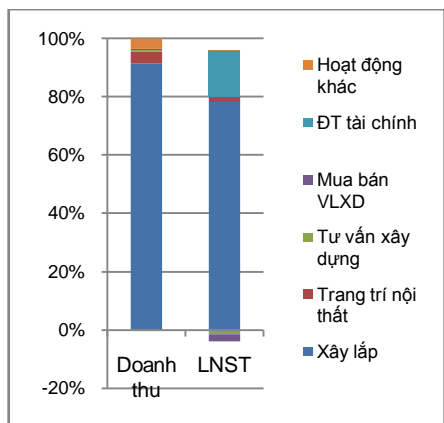
Lợi nhuận (trước thuế) từ hoạt động kinh doanh chính đạt 46,5 tỷ đồng tăng 64,7%YoY. Tuy nhiên, do tác động của tình hình chi phí nguyên vật liệu và nhân công tăng như đã trình bày ở trên, lợi nhuận biên hoạt động chỉ đạt 8,0%, xấp xỉ so với Q1/2010 và giảm 3% so với mức 11,0% trong quý 4/2010.

Chi phí tài chính ròng trong quý 1 là 12,3 tỷ đồng (tăng 105,2%YoY, giảm 13,7%QoQ) trong đó thu nhập tài chính đạt 8,2 tỷ đồng chủ yếu là lãi tiền gửi ngân hàng (tăng 55,2%YoY, tăng 167,9%QoQ), chi phí tài chính là 20,5 tỷ đồng với 98% là chi phí lãi vay (tăng 81,8%YoY, tăng 18,4%QoQ). Trong chi phí tài chính, chi phí lãi vay đã có mức tăng tương đối lớn (26,5%QoQ và 80,2%YoY) do tình hình lãi suất cao của nền kinh tế. Công ty cho biết nếu không thể huy động vốn thành công thông qua phát hành cổ phiếu, công ty sẽ phải vay thêm ở lãi suất cao và chi phí lãi vay năm 2011 có thể tăng lên 100 tỷ đồng (tăng hơn gấp hai lần so với chi phí lãi vay 48,4 tỷ đồng năm 2010).

Tuy gặp khó khăn trong huy động vốn, lợi nhuận trong quý 1 cũng được hỗ trợ một phần nhờ vào các khoản tăng đột biến trong lợi nhuận khác 2,1 tỷ đồng (tăng 2 tỷ đồng YoY) và trong lợi nhuận từ liên doanh 5,4 tỷ đồng (tăng 4,8 tỷ đồng). Công ty cho biết khoản lợi nhuận khác chủ yếu đến từ cho thuê văn phòng và thanh lý tài sản trong khi đó lợi nhuận từ liên doanh có khoảng 3 tỷ đồng là đến từ dự án Laguna Huế.

Trên tổng thể, kết quả doanh thu và lợi nhuận trong quý 1/2011 là tương đối tốt. Trong điều kiện khó khăn chung của ngành xây dựng trong năm 2011, việc chi phí tăng cao và lợi nhuận biên giảm là tình trạng không thể tránh khỏi, do đó, để đạt được tăng trưởng doanh thu 62% và tăng trưởng lợi nhuận 95,4% trong tình hình khó khăn nêu trên có thể xem là một thành quả tương đối vượt trội của HBC so với các công ty trong ngành. Theo thống kê của chúng tôi, trong các doanh nghiệp xây lắp lớn (có doanh thu trên 800 tỷ đồng năm 2010) được niêm yết như VCG, PVX, CTD, HBC, SC5, SD5, SD7, LIG thì chỉ có HBC và PVX có lợi nhuận tăng so với cùng kỳ trong đó mức tăng trưởng lợi nhuận của PVX cũng chỉ đạt 10% thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng 95,4% của HBC.

Đặc biệt, EPS quý 1 cũng tăng trưởng cùng kỳ từ 1.105đ/cp (trong quý 1/2010) lên 1.589đ/cp (quý 1/2011), thể hiện khả năng sử dụng vốn tương đối hiệu quả của HBC.



Nguồn: VCBS

### Tin tức – Sự kiện

08/06/2011: HBC đăng ký mua 1 triệu cổ phiếu quỹ

21/05/2011: Chia sẻ kinh nghiệm thi công tại công trình Times Square. Tốc độ thi công kỷ lục 4 ngày/sàn, phá vỡ kỷ lục trước đó của công ty là 5 ngày/sàn.

18/05/2011: Chứng khoán BIDV đăng ký mua và bán 300.000 cổ phiếu HBC

17/05/2011: Khởi công công trình thứ 2 trong tháng năm – công trình CT. Plaza Lê Văn Sỹ, Q.3, TPHCM

05/05/2011: Khởi công công trình Hoàng Quân Plaza tại khu dân cư Bến Lức P.7, Q.8, TPHCM

### Các công trình tiêu biểu

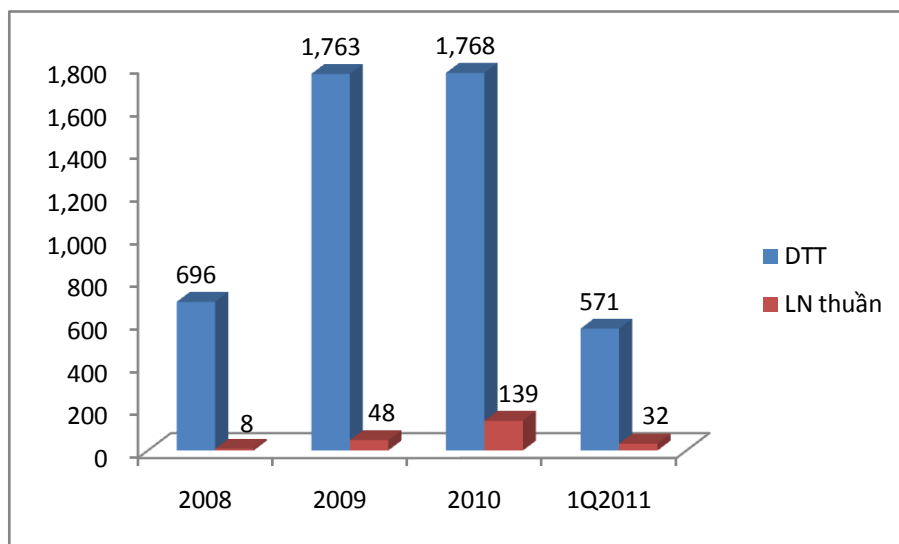
#### C.T Plaza Lê Văn Sỹ



Chủ đầu tư: Cty TNHH TM DV VH Minh Châu (thuộc CT Group)

Hạng mục: Nhà thầu chính

Biểu đồ kết quả hoạt động qua các năm (ĐVT: tỷ đồng):



Nguồn: VCBS

### Triển vọng đến cuối năm 2011

Tại ĐHCĐ, Hòa Bình đã thông qua kế hoạch doanh thu 2.500 tỷ đồng (tăng 41,4%YoY) và lợi nhuận thuần 150 tỷ đồng (tăng 7,7%). Theo báo cáo thường niên 2010, tổng giá trị thầu còn lại từ năm 2010 là 3.104 tỷ đồng, trong đó 2.356 tỷ đồng sẽ được thực hiện trong năm 2011. Ngoài ra, các hợp đồng đang dự thầu mà công ty có khả năng trúng thầu cao là 3.600 tỷ đồng; trong đó công ty dự kiến thực hiện thi công 600 tỷ đồng giá trị thầu này trong năm 2011. Như vậy, doanh thu năm 2011 có thể lên tới 2.956 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo nguyên tắc thận trọng, công ty đã điều chỉnh mức kế hoạch doanh thu xuống còn 2.500 tỷ đồng sau khi tính đến các yếu tố rủi ro.

Trước tình hình lạm phát và lãi suất cao, việc chi phí tăng cao là không thể tránh khỏi và nằm ngoài tầm kiểm soát của công ty. Do đó, trong kế hoạch, Hòa Bình đã điều chỉnh giảm tỷ suất lợi nhuận biên thuần từ 7,9% trong năm 2010 xuống còn 6%. Nếu như năm 2010, công ty tạo được lợi nhuận đột biến nhờ vào khả năng quản lý chi phí xuất sắc tạo nên tỷ suất lợi nhuận biên cao thì năm nay, do tình hình chi phí nằm ngoài tầm kiểm soát, công ty tập trung nâng cao hiệu quả sử dụng vốn để có thể đảm bảo được tăng trưởng cũng như hiệu suất sinh lời ROE. Theo chủ trương của ban lãnh đạo công ty, nhằm hạn chế việc sử dụng vốn vay trong điều kiện lãi suất cao như hiện nay, công ty đã tiến hành tập trung tăng năng suất lao động và rút ngắn chu kỳ hoạt động.

Công ty cho biết quy trình xây lắp của HBC bao gồm các bước sau: đầu tiên công ty nhận tiền ứng trước từ chủ đầu tư khoảng 10-15% giá trị gói thầu, sau khi thi công được 30 ngày sẽ tiến hành nghiệm thu và trình khối lượng công việc cho bên thứ ba và chủ đầu tư xem xét (bình thường sẽ tốn từ 45-60 ngày tùy theo hợp đồng), sau khi chủ đầu tư phê duyệt, công ty sẽ được nhận tiền. Như vậy từ khi tiến hành thi công cho đến khi thu được tiền về, cả chu kỳ hoạt động này là khoảng 90 ngày, trong thời gian này công ty phải có đủ vốn lưu động để thực hiện công trình. Do đó, rút ngắn được chu kỳ này sẽ làm giảm được nhu cầu vay vốn của công ty.

Dựa trên tính toán của chúng tôi, chu kỳ hoạt động (kỳ quay hàng tồn kho + kỳ thu các khoản phải thu) của HBC đã rút ngắn xuống còn 80 ngày, giảm tương đối đáng kể so với cùng kỳ (95 ngày) và so với quý trước (94 ngày). Như vậy công ty cũng đã phần nào thực hiện được chiến lược của mình. Ngoài ra, để giảm nhu cầu vay vốn, công ty cũng cố gắng tiến hành đàm phán với chủ đầu tư để có thể tăng thêm khoản tiền ứng trước trước khi thi công.

**SOVRANO Plaza (Hoàng Quân Plaza)**


Chủ đầu tư: Cty CP TV TM DV Địa ốc Hoàng Quân

Hạng mục: gói thầu đóng cọc

**Tung Thao Office Building**


Chủ đầu tư: Nguyễn Thị Thanh Ngọc

Hạng mục: Nhà thầu chính

**SAI GON RACH GIA HOTEL**


Chủ đầu tư: Cty CP Sài Gòn- Rạch Giá

Hạng mục: Nhà thầu chính

**Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2011 (ĐVT: tỷ đồng) :**

	2011 F	Chú thích
Doanh thu thuần	2.853,9	Theo lịch sử của HBC cũng như đặc thù ngành, doanh thu cả năm thường ít nhất gấp 5 lần doanh thu quý 1.
<b>LN gộp</b>	<b>379,5</b>	Như các năm trước, LN biên trung bình các quý còn lại thường cao hơn quý 1 từ 1-4% nếu tình hình giá vật liệu xây dựng không có nhiều đột biến. Hiện nay, LN biên gộp quý 1 là 12,5%. Theo tính cần trọng, tỷ suất này được dự phóng là 13,5% cho các quý còn lại.
CPB	2,3	Chi phí bán hàng là do hợp nhất từ các công ty con và chiếm tỷ trọng không lớn, do đó nhiều khả năng sẽ không thay đổi nhiều trong thời gian còn lại. Năm 2010, chi phí này cũng rất nhỏ là 1,9 tỷ đồng.
CPQL	96,9	Chủ trương của HBC trong năm 2011 là tăng năng suất và tiết kiệm. Chi phí quản lý sẽ không đổi do HBC tạm thời chưa tăng lương và chưa tăng số lượng nhân viên.
<b>LN HĐKD</b>	<b>280,3</b>	
Doanh thu TC	32,8	Chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng, được giả định không thay đổi trong các quý còn lại.
Chi phí TC	100,0	Công ty dự kiến nếu không thể tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu, chi phí lãi vay sẽ lên tới 100 tỷ đồng
<b>LN (lỗ) tài chính</b>	<b>(67,2)</b>	
<b>LN khác</b>	<b>8,4</b>	Lợi nhuận khác nhiều khả năng sẽ không có thay đổi lớn trong các quý còn lại nên được giả định không đổi
<b>Lãi/lỗ liên kết</b>	<b>5,4</b>	Trong các năm trước, khoản này thường rất thấp tuy nhiên trong quý 1 vừa đã có mức tăng đột biến. Theo nguyên tắc thận trọng, chúng tôi giả định LN từ các công ty liên doanh liên kết trong các quý còn lại sẽ không đáng kể
<b>LNTT</b>	<b>226,9</b>	
<b>LN thuần (xây lắp)</b>	<b>170,2</b>	
<b>LN thuần (BDS)</b>	<b>20,0</b>	Ngoại trừ dự án Đức Khải, các dự án BĐS khác tạm thời vẫn chưa tạo được lợi nhuận. Công ty cho biết dự án Đức Khải nếu bán được 140/240 căn sẽ thu được khoảng 20 tỷ đồng LN thuần. Hiện tại đã bán được 120 căn, do vậy khoản lợi nhuận này là tương đối chắc chắn.
<b>LN thuần</b>	<b>190,2</b>	

*Nguồn: VCBS dự phóng*

Theo kết quả dự phóng trên, LN thuần cả năm 2011 của HBC có thể đạt vào khoảng 190,2 tỷ đồng trong đó 170,2 tỷ đồng sẽ đến từ hoạt động xây lắp và 20 tỷ đồng đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản. Vì vậy, chúng tôi nhận định kế hoạch lợi nhuận 150 tỷ đồng là hoàn toàn khả thi và nhiều khả năng công ty sẽ hoàn thành vượt mức kế hoạch.

**Bảng 3: Tình hình tiến độ các dự án BĐS:**

Dự án	Tiến độ	Sở hữu	Đã ĐT (tỷ đ)
Cụm CN Hòa Bình - Long An (Khu CN Nhị Thành - nằm trên trục đại lộ Saigon-Trung Lộ - cách TPHCM 35 km, diện tích đã đền bù giải tỏa là 107 ha)	Đã chuyển nhượng 3,886 triệu cp cho Cty CP Long Hậu, thu về 46,63 tỷ đồng, lợi nhuận ghi nhận là không đáng kể do giá chuyển nhượng tương đối sát với nguyên giá đầu tư. Hiện đang nắm giữ 53,23 tỷ VDL tương đương 46,69%. Dự kiến nâng VDL dự án lên 150 tỷ đồng.	46,69%	53,23



**C41B**


Chủ đầu tư: Cty TNHH Liên doanh Phú Mỹ Hưng

Hạng mục: nhà thầu chính

**Nhà điều hành Tổng Cty Cảng Hàng Không miền Nam**


Chủ đầu tư: Tổng Cty Cảng Hàng Không miền Nam

Hạng mục: nhà thầu chính

**Thảo Loan Plaza**


Chủ đầu tư: Cty TNHH ĐTXD và KD Nhà Thảo Loan

Hạng mục: nhà thầu chính

Khu dân cư Long Thới - Nhà Bè - TPHCM (diện tích đất 29.698m2, diện tích xây dựng 15.000m2, diện tích sàn 75.000m2, 1000 căn hộ thu nhập thấp)	Đang trình duyệt quy hoạch 1/500, đã đầu tư 57,5 tỷ đồng	100%	57,50
Khu đất Thanh Xuân, Q.12, TPHCM (diện tích 10.278m2)	Đã thanh toán xong tiền đất, đang tìm đối tác chuyển nhượng	00%	20,90
Khu nghỉ dưỡng Lã g Cô - Huê (Khu biệt thự nghỉ dưỡng quốc tế Hòa Bình, diện tích 78.988m2)	Đang triển khai đường liên thông vào dự án, công tác cảnh quan. Hiện tại đã ký hợp đồng chuyển nhượng cho Tổng công ty Phong Phú với nguyên giá đầu tư.	5%	5,03
Dự án BOT cầu An Hải - Phú Yên	Sớm hoàn thành để đưa vào khai thác, chuyển sang hình thức BT, cơ sở thủ tục để đầu tư dự án Rừng Dương-Thành Lầu	8%	18,35
Rừng Dương-Thành Lầu	Đang nghiên cứu phương án đầu tư		0,595
Khu đất Nhơn Đức - Nhà Bè - TPHCM (diện tích 8.518m2)	Lập thủ tục xin phép đầu tư hoặc chuyển nhượng	100%	9,43
Khu dân cư Bình An, Q.8, TPHCM (Cty CP Vĩnh Tiến - Dự án chung cư Bình An Plaza, diện tích đất 23.305m2, diện tích sàn 97.000m2, gồm 18 tầng, 736 căn hộ)	Đã có giấy phép xây dựng, hoàn thành ép cọc block 1&2, xong phần khung nh mẫu và đang hoàn thiện nội thất. Dự kiến sẽ đưa vào khai thác trong tháng 8/2011	16,67%	23,67
Khu nhà ở Bình Chiểu, Q.Thủ Đức, TPHCM (diện tích 10.502m2, diện tích sàn 57.000m2, cao 15 tầng, 380 căn hộ, hợp tác với Thủ Đức House)	Hạ tầng đã được cải thiện nhiều. Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và thiết kế cơ sở cùng với ép cọc thử. Hiện tại trong năm 2011 sẽ chưa góp vốn thêm	49%	10,70
Khu dân cư Phước Kiển - Nhà Bè (diện tích 11.799m2, diện tích đất thực hiện dự án 5.722m2, diện tích sàn 28.633m2, hợp tác với Công ty Phước Kiển và Chip Eng S ng)	Chưa triển khai trong năm nhưng vẫn duy trì đầu tư	10%	4,13
Khu chung cư Phước Lộc Thọ - Nhà Bè (diện tích 44.404m2)	Đã thanh toán xong tiền đất, được UBND huyện Nhà Bè chấp thuận chủ trương đầu tư phát triển dân cư. Tiếp tục lập thủ tục xây dựng khu dân cư theo hướng chuyển đổi cơ cấu sản phẩm cho nhà thấp tầng biệt thự nhỏ	47,94%	50,49
Era Đức Khải, Q.7 (Cty Đức Khải - Block 1, 240 căn 77m2, giá 15,5tr/căn)	Là dự án được mua lại từ công ty Đức Khải sau khi HBC thực hiện thầu xây lắp cho công trình này. Đã bán 120/240 căn. Dự kiến sẽ bán 140 căn trong năm 2011 và 100 căn trong năm 2012. Lợi nhuận (sau thuế) trong năm 2011 sẽ vào khoảng 20 tỷ đồng.	100	42,70

Nguồn: HBC & VCBS

Về mảng kinh doanh BĐS nói riêng, chúng tôi nhận định đây không phải là thế mạnh của công ty. Ngoài dự án Đức Khải có tính thanh khoản tốt, lấy được nhờ vào lợi thế xây lắp của HBC, các dự án còn lại vẫn chưa đem lại lợi nhuận đáng kể cho công ty. Thay vì phát triển dự án từ ban đầu, sẽ là một chọn lựa đúng đắn hơn khi HBC có thể tận dụng lợi thế xây lắp để góp vốn vào các dự án có tính thanh khoản cao như Đức Khải.

## Phân tích chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính quý 1 năm 2011 của HBC và các công ty cùng ngành có doanh thu thuần quý 1 trên 200 tỷ đồng và tổng tài sản trên 800 tỷ đồng:

Mã CK	HBC		CTD	PVX	LIG	SC5	SD5	SD7
	1Q2010	1Q2011						
Doanh thu thuần (tỷ đ)	352	<b>571</b>	863	2,476	353	298	220	295
Lợi nhuận thuần (tỷ đ)	16	<b>32</b>	45	133	10	6	9	7
Tổng tài sản (tỷ đ)	1.434	<b>2,516</b>	1,917	17,377	1,029	1,655	874	1,923
Kỳ quay HTK (ngày)	44	<b>30</b>	41	86	96	366	124	158
Kỳ thu tiền KH (ngày)	51	<b>50</b>	50	59	39	51	106	64
Kỳ trả tiền cho NCC (ngày)	31	<b>54</b>	36	44	36	63	35	80
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1,26	<b>1.05</b>	1.99	1.20	1.40	1.52	1.75	0.92
Hệ số thanh toán nhanh	1,01	<b>0.93</b>	1.49	0.84	0.57	0.25	0.95	0.39
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,05	<b>0.31</b>	0.53	0.13	0.06	0.04	0.06	0.03
Vay dài hạn/TTS	1%	<b>1%</b>	0%	12%	20%	8%	13%	16%
Vốn vay/TTS	26%	<b>29%</b>	0%	31%	37%	31%	32%	42%
Nợ phải trả/TTS	56%	<b>72%</b>	31%	62%	76%	81%	56%	74%
Hệ số quay TTS	0,25	<b>0.26</b>	0.44	0.17	0.36	0.17	0.27	0.13
Hệ số quay TS ngắn hạn	0,39	<b>0.36</b>	0.70	0.28	0.51	0.18	0.36	0.28
LN gộp biên	12,1%	<b>12.5%</b>	7.9%	11.6%	13.8%	3.6%	16.0%	14.3%
LN HĐKD/DTT	8,0%	<b>8.1%</b>	4.9%	5.5%	9.9%	2.7%	8.2%	5.0%
LN thuần/DTT	4,7%	<b>5.6%</b>	5.3%	5.4%	2.8%	2.0%	4.2%	2.4%
ROA	1,2%	<b>1.5%</b>	2.3%	0.9%	1.0%	0.3%	1.1%	0.3%
ROE	2,8%	<b>4.7%</b>	3.5%	4.5%	5.7%	2.0%	2.5%	1.8%

Nguồn: VCBS

Như đã trình bày trong triển vọng kinh doanh năm 2011, để giảm nhu cầu vay vốn và để bù trừ cho các tỷ suất lợi nhuận bị suy giảm do tình hình lạm phát, HBC tập trung rút ngắn chu kỳ hoạt động (tăng số vòng quay hoạt động) để tăng hiệu quả sử dụng vốn. Trong quý 1/2011, kỳ quay hàng tồn kho và kỳ thu tiền khách hàng đều đã được cải thiện, trong đó kỳ quay hàng tồn kho đã giảm tương đối đáng kể (giảm 14 ngày) giúp chu kỳ hoạt động của công ty giảm từ 95 ngày xuống còn 80 ngày. Cho đến hiện tại, chu kỳ hoạt động của HBC cũng thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình 183 ngày của các công ty cùng ngành.

Thêm vào đó, kỳ trả tiền cho nhà cung cấp cũng được cải thiện đáng kể từ 31 ngày lên 54 ngày (chỉ thấp hơn SC5 và SD7); tuy không quá cao so với mức trung bình 49 ngày của các công ty được so sánh nhưng sự cải thiện trên lĩnh vực này cũng góp phần làm giảm áp lực tiền mặt cho công ty.

Khi nói về khả năng thanh toán, HBC không có các chỉ số tốt như đối thủ cạnh tranh CTD (do Cotecons không phải vay vốn và giữ nhiều tiền mặt) nhưng so với các công ty còn lại, HBC là công ty có khả năng thanh toán tốt nhất. Hệ số thanh toán nhanh là 0,93 lần cao hơn so với mức trung bình 0,75 lần; trong khi hệ số thanh toán tiền mặt (0,31 lần) cao hơn gấp đôi so với mức trung bình 0,14 lần của các công ty được so sánh. Tiền gửi có kỳ hạn của HBC hiện tại trong tài khoản là trên 490 tỷ đồng, ngoài ra dòng tiền thuần thu về từ hoạt động kinh doanh trong quý 1 cũng đạt dương 176 tỷ đồng, thể hiện tình trạng tiền mặt rất dồi dào và an toàn của công ty. Tuy hệ số thanh toán ngắn hạn (1,05 lần) thấp hơn mức trung bình (1,46 lần) của các công ty khác nhưng nguyên nhân chủ yếu là do công ty hoạt động hiệu quả có tốc độ quay hàng tồn kho cao nên có thể giảm được trữ hàng tồn kho (chủ yếu là chi phí xây dựng dở dang).

Hiện tại tỷ lệ nợ của công ty là 72% tăng 16% so với mức 56% cùng kỳ và cao hơn mức trung bình 64% của các công ty được so sánh. Tuy nhiên, trên 60% của tổng nợ chủ yếu là các tài khoản gắn liền với hoạt động kinh doanh và không phải trả lãi vay như khoản tiền người mua ứng trước hay các khoản phải trả người bán. Phần vốn vay chỉ chiếm dưới 40% còn lại của tổng nợ. Tỷ lệ vốn vay trên tổng tài sản hiện tại là 29% (chủ yếu là vốn vay ngắn hạn), thấp hơn hẳn so với tỷ lệ vốn vay trung bình 34,7% của các công ty khác. Nếu loại trừ CTD có tỷ lệ vốn vay 0% thì HBC là doanh nghiệp xây lắp có tỷ lệ vốn vay thấp nhất trong các doanh nghiệp được so sánh. Theo chúng tôi nhận định, tỷ lệ vốn vay của HBC là tương đối an toàn. Với chiến lược gởi đầu, thi công nhiều công trình cùng một lúc, HBC hiện tại thu tiền hàng tháng theo khối lượng công việc, vốn được xoay vòng tương đối nhanh do đó dòng tiền tương đối dồi dào và đáp ứng được nhu cầu trả lãi vay. Hệ số thanh toán lãi vay (EBIT trên lãi vay) của quý 1/2011 là 3,06 lần cao gấp đôi so với mức an toàn 1.5 lần.

Các tỷ suất lợi nhuận biên so với cùng kỳ đều có cải thiện, đặc biệt tỷ suất lợi nhuận biên thuần tăng tương đối đáng kể, từ 4,7% lên 5,6% (tăng 20,5% YoY). Tuy nhiên, như đã trình bày ở kết quả hoạt động kinh doanh, các tỷ suất này đều giảm so với quý trước do tình hình lạm phát, lãi suất vay cao cũng như tính chất đặc thù của ngành trong quý 1. Mặc dù vậy, khi so sánh với các doanh nghiệp cùng quy mô trong ngành, HBC vẫn là công ty có khả năng quản lý chi phí tốt nhất với các tỷ suất lợi nhuận biên cao hơn hẳn so với mức trung bình (ba tỷ suất LN biên gộp, LN biên hoạt động và LN biên thuần trung bình của các công ty được so sánh lần lượt là 11,2%, 6,0% và 3,7% rất thấp so với các tỷ suất tương ứng của HBC là 12,5%, 8,1% và 5,6%). Đặc biệt, tỷ suất lợi nhuận biên thuần cao (5,6%) cùng với tăng trưởng doanh thu cao cũng phần nào giải thích kết quả hoạt động kinh doanh vượt trội của HBC.

Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lời ROA và ROE của công ty trong quý 1 cũng đạt ở mức tốt (ROA đạt 1,5% tăng 22,1% YoY, ROE đạt 4,7% tăng 66,7% YoY). So với mức trung bình của các công ty còn lại, cả hai tỷ suất đều cao hơn trên 42%.

Trên tổng thể, sau khi phân tích các chỉ số trên, chúng tôi nhận định HBC là doanh nghiệp xây lắp tương đối toàn diện: hoạt động hiệu quả, khả năng thanh toán tốt, tỷ suất sinh lời cao và tương đối ổn định về mặt tài chính.

## Định giá cổ phiếu HBC

### PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN FCFF:

Dòng tiền của HBC được dự phóng trên hai giai đoạn: giai đoạn tăng trưởng nhanh trong 5 năm bắt đầu từ cuối quý 1/2011 và giai đoạn tăng trưởng ổn định nhưng chậm hơn (giả định là 3%) trong thời gian còn lại. Tốc độ tăng trưởng trong cả hai giai đoạn được tính toán dựa trên phương pháp cơ bản là Tăng trưởng (g) = Tỷ suất tái đầu tư (Reinvestment Rate) x Tỷ suất sinh lợi trên vốn (ROC). Trong đó ROC được giữ không đổi bằng với năm gốc (từ 1Q2010 đến 1Q2011) là 25,34% trong giai đoạn tăng trưởng nhanh và được điều chỉnh xuống còn 20% trong giai đoạn tăng trưởng ổn định.

Giả định tỷ suất biên lợi nhuận hoạt động EBIT/Tổng doanh thu không đổi và vòng quay vốn lưu động giữ không đổi. Năm thứ nhất (từ 1Q2011 đến 1Q2012) sẽ có một chút ngoại lệ, do tình hình lạm phát dẫn đến chi phí tăng cao, HBC sẽ phải đẩy mạnh doanh thu, tăng hiệu quả sử dụng vốn để bù lại phần lợi nhuận biên giảm do chi phí tăng lên (đã được trình bày trong phần triển vọng phát triển của HBC). Chúng tôi cho rằng dưới sự bù trừ nhau của các tác động trên, EBIT trong năm này vẫn sẽ đảm bảo được sự tăng trưởng bình thường và không lệch quá nhiều so với tính toán.

Dòng tiền của HBC được tính toán theo công thức:

Dòng tiền (FCF) = EBIT x (1-thuế suất) – (CapEx – Khấu hao + Thay đổi trên vốn lưu động)

Tỷ suất chiết khấu được tính toán dựa trên công thức WACC và CAPM với các tham số bên dưới:

Giai đoạn tăng trưởng	Nhanh	Ổn định
Cost Of Debt (Lãi suất của vốn vay)	19,01%	16%
Tc (Thuế suất)	25%	25%
Beta	1,10	1,2

Equity risk Premium (Phần bù chi phí cho VCSH)	6,32%	6,32%
Riskfree rate (Lãi suất phi rủi ro)	13%	13%
Debt ratio (tỷ suất vốn vay trên tổng vốn vay và VCSH)	55,11%	60%
WACC (tỷ suất chiết khấu)	16,82%	15,43%

Nguồn: VCBS

WACC = [Debt ratio] x (1-Tc) x Cost of debt + [1-Debt ratio] x (Riskfree rate + beta x ERP)

- ✚ Cost of debt: lãi suất đi vay của doanh nghiệp 19,01% (sau khi đã điều chỉnh thêm 1% rủi ro) cho giai đoạn tăng trưởng nhanh, 16% cho giai đoạn ổn định do nhiều khả năng lãi suất sẽ thấp hơn trong dài hạn.
- ✚ Tc: thuế TN doanh nghiệp
- ✚ Beta: 1,10 cho giai đoạn tăng trưởng nhanh và 1,20 cho giai đoạn tăng ổn định
- ✚ Equity Risk Premium (ERP): phần bù rủi ro cho thị trường Việt Nam được tra từ khảo sát và phân tích của giáo sư Damodaran (*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition*).
- ✚ Riskfree rate: lãi suất phi rủi ro được lấy từ lãi suất trái phiếu chính phủ thành công gần đây (13%)
- ✚ D/(D+E): tỷ lệ Vốn vay trên tổng vốn vay và VCSH được giả định giữ nguyên trong 5 năm tăng trưởng nhanh (55,11%) và tăng lên 60% khi tăng trưởng ổn định.

Từ nửa sau của giai đoạn 5 năm, tất cả các tham số ban đầu được điều chỉnh dần dần xuống giá trị tham số của giai đoạn tăng trưởng ổn định sau đó.

**BẢNG ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF (ĐVT: tỷ đồng)**

Năm	0	1	2	3	4	5	6...
Tốc độ tăng trưởng		23,75%	23,75%	19,60%	11,30%	3,00%	3,00%
Tỷ suất tái đầu tư		93,72%	93,72%	77,98%	46,49%	15,00%	15,00%
Tổng doanh thu		2.247	2.841	3.575	4.483	5.608	
EBIT x (1 - thuế suất)		244	302	361	401	414	
FCFF		15	19	79	215	351	2.912
Tỷ suất chiết khấu		16,82%	16,82%	16,54%	15,99%	15,43%	15,43%
<b>Giá trị tài sản dùng trong HĐKD</b>	<b>1.726</b>						
Cộng: Tiền và ĐTNH	568						
<b>Giá trị công ty</b>	<b>2.294</b>						
Trừ: Vốn vay	717						
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>1.577</b>						
<b>Giá trị cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>77.713</b>						

Nguồn: VCBS

### **NHẬN XÉT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Kết quả định giá trên cho thấy giá trị thực của HBC cao hơn rất nhiều giá cổ phiếu của công ty trên thị trường. Giá cổ phiếu HBC từ quý 1 năm 2010 đến nay đều giảm và không tăng trong khi hoạt động kinh doanh của công ty đã thể hiện sự tăng trưởng vượt bậc và bền vững (tất cả lợi nhuận đều đến từ hoạt động kinh doanh chính - hoạt động xây lắp). Khả năng tăng trưởng bền vững này một phần là dựa vào thế mạnh của công ty, phần còn lại là nhờ vào khả năng tăng trưởng của ngành xây dựng. Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển và gia tăng dân số, do đó tăng trưởng ngành xây dựng là điều kiện hàng đầu và không thể tránh khỏi. Chúng tôi kỳ vọng ngành xây dựng tiếp tục tăng trưởng ít nhất là hai con số trong năm 2011.

Ngoài việc lợi nhuận tăng trưởng 2,88 lần trong năm 2010, HBC cũng tạo được lợi nhuận tăng trưởng 95% trong điều kiện kinh tế khó khăn của quý 1/2011. Có thể nói khi nền kinh tế gặp nhiều khó khăn, các điểm yếu cũng như thế mạnh của một doanh nghiệp mới thể hiện rõ nét nhất. Khi tất cả các khoản lợi nhuận bắt nguồn từ đầu tư tài chính, đầu tư BĐS không thể thực hiện được, các doanh nghiệp xây dựng bắt buộc phải dựa vào hoạt động kinh doanh chính. Và Hòa Bình đã thể hiện rõ ưu thế vượt trội của mình trong thời gian này. Như đã đề cập ở trên, Hòa Bình là DN xây lắp quy mô lớn duy nhất có tăng trưởng LN cao nhất trong quý 1/2011 và là một trong hai doanh nghiệp quy mô lớn tạo được tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian này.



Khi định giá, chúng tôi đã chọn không sử dụng phương pháp định giá P/E và P/B do phần lớn các công ty trong quý 1 đều có lợi nhuận giảm, khác hẳn với biểu hiện vượt trội của HBC. Vì vậy không thể sử dụng các đánh giá của thị trường đối với các cổ phiếu khác như đối với HBC. Tuy nhiên, hiện tại P/E của HBC là 3,8 lần cũng tương đối thấp trong khi P/E của ngành xây dựng là trên 6 lần.

Về tổng thể, chúng tôi nhận định rằng HBC là công ty có giá trị cơ bản rất tốt, khả năng quản lý vượt trội về chi phí và chất lượng, có ban lãnh đạo có tham vọng nhưng biết định hướng hợp lý, do vậy HBC hoàn toàn có khả năng tạo được sự bền vững trong tăng trưởng, đặc biệt HBC đang ở trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, tận dụng lợi thế để mở rộng thị phần. Trong khi đó, cổ phiếu của công ty rõ ràng chưa được thị trường và giới đầu tư quan tâm và đánh giá một cách đúng đắn. Qua bài viết này, chúng tôi hy vọng có đưa đến nhà đầu tư một cái nhìn và đánh giá rõ ràng và chi tiết hơn về giá trị cơ bản và tiềm lực phát triển của HBC.

### Bảng kết quả kinh doanh 2009-2010 (đã kiểm toán)

Chỉ tiêu (ĐVT: VND)	2009	2010	1Q2010	T1Q2011
1. Doanh thu thuần	1.763,5	1.768,2	352,3	570,8
2. Giá vốn hàng bán	1.650,6	1.473,4	309,6	499,5
<b>3. Lợi nhuận gộp</b>	<b>112,8</b>	<b>294,8</b>	<b>42,7</b>	<b>71,3</b>
4. Chi phí bán hàng	0,2	1,9	0,0	0,6
5. Chi phí quản lý doanh nghiệp	45,2	81,3	14,5	24,2
<b>6. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>67,5</b>	<b>211,6</b>	<b>28,2</b>	<b>46,5</b>
7. Thu nhập hoạt động tài chính	17,0	21,2	5,3	8,2
8. Chi phí hoạt động tài chính	23,3	49,1	11,3	20,5
<i>* Trong đó chi phí lãi vay</i>	22,0	48,4	11,2	20,1
<b>9. Lợi nhuận hoạt động tài chính</b>	<b>(6,3)</b>	<b>(27,9)</b>	<b>(6,0)</b>	<b>(12,3)</b>
10. Thu nhập khác	4,8	4,2	0,8	4,6
11. Chi phí khác	4,7	2,2	0,7	2,5
<b>12. Lợi nhuận khác</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>2,1</b>
12.1 Lãi/lỗ trong công ty liên doanh	1,0	(0,2)	(0,6)	5,4
<b>13. Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>62,2</b>	<b>185,4</b>	<b>21,7</b>	<b>41,6</b>
14. Thuế TNDN hiện hành	13,0	45,7	5,2	9,3
15. Thuế TNDN hoãn lại	0,0	0,0	0,0	(0,0)
<b>16. Chi phí Thuế TNDN</b>	<b>13,0</b>	<b>45,6</b>	<b>5,1</b>	<b>9,3</b>
<b>16. Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>49,2</b>	<b>139,8</b>	<b>16,6</b>	<b>32,3</b>
Phần hùn thiểu số	0,9	0,5	0,1	0,1
<b>Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>48,3</b>	<b>139,2</b>	<b>16,5</b>	<b>32,2</b>

**Bảng cân đối kế toán 2009-2010 (đã kiểm toán)**

Chi tiêu (ĐVT: VND)	2009	2010	1Q2010	1Q2011
<b>A. TÀI SẢN LƯU ĐỘNG VÀ ĐẦU TƯ NGẮN HẠN</b>	853,5	1.273,1	951,8	1.865,1
I. Tiền	183,8	258,1	35,7	546,0
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	1,4	141,7	22,3
III. Các khoản phải thu	488,6	843,5	590,9	1085,31
* Phải thu khách hàng	204,2	320,5	196,2	319,3
IV. Hàng tồn kho	172,8	150,4	172,5	182,2
V. Tài sản ngắn hạn khác	8,4	19,7	10,9	29,3
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	481,6	639,9	481,9	650,8
I. Phải thu dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Tài sản cố định	357,7	478,9	364,5	425,7
III. Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	90,1	111,5	90,0	171,6
V. Tài sản dài hạn khác	33,8	42,3	27,4	53,4
VI. Lợi thế thương mại	0,0	7,2	0,0	0,0
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	1.335,1	1.913,0	1.433,7	2.515,9

Chi tiêu (ĐVT: VND)	2009	2010	1Q2010	1Q2011
<b>A. NỢ PHẢI TRẢ</b>	697,8	1.219,9	797,1	1.815,5
I. Nợ ngắn hạn	679,7	1.179,2	758,2	1.775,7
* Vay ngắn hạn	313,5	531,8	358,4	699,5
* Phải trả người bán	132,3	327,0	79,3	311,4
II. Nợ dài hạn	18,1	40,7	39,0	39,8
* Vay dài hạn	17,4	17,7	17,4	17,7
<b>B. NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	581,4	665,4	579,0	694,7
I. Vốn chủ sở hữu	575,5	665,4	571,6	694,7
1. Vốn đầu tư	151,2	167,3	151,2	207,9
2. Cổ phiếu quỹ	0,0	(17,9)	(17,9)	(17,9)
3. Thặng dư vốn cổ phần	368,4	368,4	368,4	368,4
4. Vốn khác	0,0	0,0	0,0	0,0
6. Chênh lệch tỷ giá	(0,4)	0,2	0,0	0,0
7. Quỹ đầu tư phát triển	12,6	32,1	14,8	35,9
8. Quỹ dự phòng tài chính	4,9	11,4	5,6	12,6
9. Quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
10. Lợi nhuận chưa phân phối	38,9	104,1	49,6	87,9
II. Nguồn kinh phí, quỹ khác	5,9	0,0	7,3	0,0
<b>C. LỢI ÍCH CÓ ĐỒNG THIỂU SỐ</b>	55,9	27,6	57,6	5,7
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	1.335,1	1.913,0	1.433,7	2.515,9

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo

cáo cũng không phải là sản phẩm và/hoặc ý kiến tư vấn đầu tư của bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của người viết và không được xem là quan điểm của VCBS. Do đó, VCBS và hoặc các bộ phận của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

### Trụ sở chính:

Tầng 12-17 tòa nhà Vietcombank,  
198 Trần Quang Khải, Hà Nội  
Tel: (84- 4) 39 367 516 / Fax: (84-4) 39 360 262  
Email: [Research@vcbs.com.vn](mailto:Research@vcbs.com.vn)  
Website: <http://www.vcbs.com.vn>

### Văn phòng HCM:

Lầu 1, Green Star, 70 Phạm Ngọc Thạch, Quận 3, Tp.HCM  
Tel: (84-8) 38 208 116  
Fax: (84-8) 38 208117

### Trưởng phòng:

Nguyễn Đức Hải  
([ndhai@vcbs.com.vn](mailto:ndhai@vcbs.com.vn))

### Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Ngọc Anh  
([ltanh@vcbs.com.vn](mailto:ltanh@vcbs.com.vn))

Nguyễn Thị Thanh Nga  
([ntnga-hcm@vcbs.com.vn](mailto:ntnga-hcm@vcbs.com.vn))

Trần Gia Bảo  
([tgbao@vcbs.com.vn](mailto:tgbao@vcbs.com.vn))

Lê Thị Lệ Dung  
([ltidung@vcbs.com.vn](mailto:ltidung@vcbs.com.vn))

Quách Thùy Linh  
([qtlinh@vcbs.com.vn](mailto:qtlinh@vcbs.com.vn))

Lê Huyền Minh  
([lhminh@vcbs.com.vn](mailto:lhminh@vcbs.com.vn))

Ngô Mạnh Duy  
([nmduy@vcbs.com.vn](mailto:nmduy@vcbs.com.vn))

Nguyễn Vĩnh Nghiêm  
([nvnghiêm@vcbs.com.vn](mailto:nvnghiêm@vcbs.com.vn))