

Ngành Xây Dựng
Mã ngành ICB 2357
Ngày 02 Tháng 10 năm 2012

Bán Mạnh

Bán

Trung lập

Mua

Mua Mạnh

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ



Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin chung	
CPLH hiện tại (triệu cp)	35.0
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	262.0
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	538.1
Sở hữu nước ngoài (%)	0.1%
EPS điều chỉnh_TTM (đ)	1,443
Giá giao dịch hiện tại (đ/cp)	7.500
KLTB 10 ngày (cp)	150.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	5.600
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	14.600
+/- 7 ngày qua	-5.3%
+/- 1 tháng qua	-16.0%

Doanh thu, lợi nhuận tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây, nhưng có dấu hiệu giảm trong năm 2012. Từ 2008-2011, doanh thu tăng bình quân 76% hàng năm, đạt 1,486 tỷ năm 2011. Và lợi nhuận bình quân tăng 115%, trong đó năm 2010 là năm nhảy vọt về lợi nhuận đạt 67 tỷ đồng (chủ yếu do tăng mạnh lợi nhuận từ hoạt động bất động sản). 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu thuần của HUT chỉ đạt 481 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ 2011, và lợi nhuận sau thuế cũng chỉ đạt 27 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức 51 tỷ đồng cùng kỳ năm 2011.

Hoạt động xây dựng và Bất động sản. Năm 2012 là một năm khó khăn với HUT do ảnh hưởng của việc tăng các chi phí đầu vào, và tiến độ các dự án xây dựng và Bất động sản chậm. Mặt bằng giá thứ cấp các dự án khu vực Vân Canh, Xuân Phương giảm mạnh và thanh khoản rất thấp. Các dự án khác đều đang trong quá trình triển khai, hoàn thiện thủ tục, và giải phóng mặt bằng. Do vậy HUT khó có thể đạt doanh thu, lợi nhuận từ hoạt động bất động sản và Xây dựng như mục tiêu 2012.

Khuyến nghị: HUT là cổ phiếu có thanh khoản tốt, và các chỉ tiêu cơ bản ở mức chấp nhận được, mức giá hiện tại đã khá hấp dẫn nhưng vẫn cao hơn giá đáy của cổ phiếu này đầu năm 2012. Nhiều khả năng kết quả kinh doanh năm 2012 sẽ thấp hơn kế hoạch kinh doanh Công ty đã đề ra. Do vậy chúng tôi cho rằng đây không phải là cổ phiếu thích hợp cho đầu tư dài hạn. Đối với đầu tư ngắn hạn, trong trường hợp thị trường bật tăng trở lại, có thể xem xét trading cổ phiếu HUT do cổ phiếu này tương đối nhạy với thị trường, và có thanh khoản khá tốt.

Chỉ tiêu cơ bản	2009	2010	2011	6T 2012
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,148	3,179	4,422	4,907
Vốn điều lệ (tỷ đ)	135	350	350	350
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	15	67	87	27
ROE (%)	10%	14%	15%	5%
ROA (%)	1%	2%	2%	0.5%
EPS** (đ)	1,228	1,937	2,882	1,803*

*Lũy kế 4 quý

(Nguồn: CTCP TASCO)

Mọi chi tiết xin liên hệ:

Trụ sở: Công ty CP Chứng Khoán BIDV, Tầng 11, Tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
T: (04) 39352722 F: (04) 2220 0669
E: info@bsc.com.vn

Chi nhánh: Lầu 9, 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh
T: (08) 3821 8508
F: (08) 3821 8510

Phòng Đầu tư

Trần Thăng Long
T: +84 39352722
M: 0906959034
longtt@bsc.com.vn

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Thông tin cơ bản

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	Công ty Cổ phần Tasco
Tên giao dịch:	Công ty Cổ phần Tasco
Tên viết tắt:	HUT
Địa chỉ:	Tầng 04, tòa nhà M5, số 91 Nguyễn Chí Thanh, Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Tel:	+84-(04) 3284 2539
Fax:	+84-(04) 3284 2538
Website:	http://www.tasco.com.vn/
Vốn điều lệ:	34,997,600,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Xây dựng dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi, hạ tầng kỹ thuật, san lấp mặt bằng
Ngành nghề kinh doanh chính	Xây dựng và BĐS

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
1971	Thành lập Đội cầu Nam Hà;
1980	Công ty cầu Hà Nam Ninh;
1992	Công ty Công trình Giao thông Nam Hà;
2000	Công ty cổ phần xây dựng giao thông và cơ sở hạ tầng Nam Định;
2002	Công ty đổi tên thành Công ty cổ phần xây dựng hạ tầng Thành Công;
2003	Công ty sát nhập và trở thành Công ty liên kết của Tổng công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị (HUD)
2003	Công ty đổi tên thành Công ty cổ phần Thành Công
2007	Công ty đổi tên thành Công ty cổ phần Tasco

Quá trình tăng vốn điều lệ

Thời gian	Sự kiện
2003	Chia thưởng tăng vốn lên 10 tỷ đồng
2003	Chia thưởng, phát hành thêm tăng vốn lên 16 tỷ đồng
2007	Chia thưởng, phát hành quyền mua, phát hành cho cán bộ tăng vốn lên 55 tỷ đồng
2009	Chia thưởng, phát hành quyền mua, phát hành cho cán bộ tăng vốn lên 135 tỷ đồng
2010	Chia thưởng, phát hành quyền mua, phát hành cho cán bộ tăng vốn lên 350 tỷ đồng

Danh sách cổ đông lớn (trên 5% vốn điều lệ)

TT	Tên	Số CP	% Vốn
1.	Tập Đoàn HUD	4,524,480	12.9%
2.	Phạm Quang Dũng	1,471,808	4.2%

Danh sách các công ty con

TT	Các công ty con	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty TNHH Một thành viên Tasco 6	5,000	100%
2	Công ty Cổ phần Tasco Nam Thái	306,000	51%
3	Công ty Cổ phần Xây dựng Tasco	5,332,582	51%
4	Công ty Cổ phần Tasco Thành Nam	10,689,100	51%

Danh sách các công ty liên kết

TT	Các công ty liên kết	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	Công ty CP BĐS Thái An	1,385,000	30%
2	Công ty CP Tasco Thăng Long	180,000	30%
3	Công ty CP ĐT&XD Trường Giang	289,793	30%
4	CTCP D TECH	187,083	30%
5	Công ty CP ĐT&XD Tiến Phát	105,000	21%
6	Công ty CP Tasco Trường Phát	224,000	28,7%

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Triển vọng của công ty trong thời gian tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào triển vọng chung của ngành Bất động sản, thay vì ngành xây dựng.

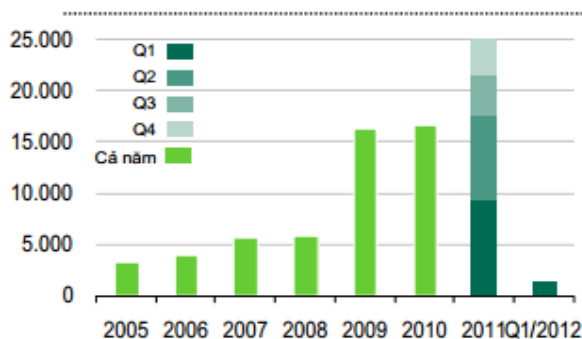
Năm 2012 tiếp tục là một năm khó khăn nữa của Bất động sản. Bất động sản vẫn luôn là ngành chịu ảnh hưởng mạnh mẽ và lâu dài nhất trong khủng hoảng và suy thoái kinh tế. Sự phục hồi về tình hình tài chính, kinh doanh của các công ty bất động sản nói riêng và thị trường nói chung đã không diễn ra trong năm 2012 như kỳ vọng của các nhà đầu tư. Hơn nữa có thể nói thị trường lại rơi vào tình trạng đình trệ hơn năm 2011. Năm 2012, đặc trưng của thị trường bất động sản trong nước có thể tổng kết như sau:

- (i) Thanh khoản sụt giảm nghiêm trọng đối với mọi phân khúc ở cả sơ cấp và thứ cấp, cầu đầu cơ biến mất, trong khi cầu thực có khả năng chi trả lại giảm mạnh;
- (ii) Mặt bằng giá sụt giảm, đặc biệt là với các dự án chậm tiến độ triển khai, nhiều nhà đầu cơ cắt lỗ, khiến mặt bằng giá thứ cấp xuống thấp tại nhiều khu vực;
- (iii) Các chủ đầu tư Bất động sản rơi vào tình trạng khó khăn về tài chính, áp lực trả lãi vay, gốc vay lớn, trong khi đó khả năng bán hàng vẫn chậm, nhiều dự án không thể tiếp tục triển khai.

Nguyên nhân từ phía Cung. Cũng giống như các quốc gia đang phát triển khác, tại Việt Nam dân số tập trung về các đô thị lớn khiến bong bóng bất đầu cơ động sản ngày một phình to. Năm 2009-2010, bùng nổ các dự án BĐS, số lượng công ty BĐS và các công ty đầu tư trái ngành, nhiều nguồn tiền nóng được đổ vào lĩnh vực này. Nguồn cung tăng vọt trên cả thị trường sơ cấp (bán đầu tiên) và thị trường thứ cấp (người bán tiếp theo).

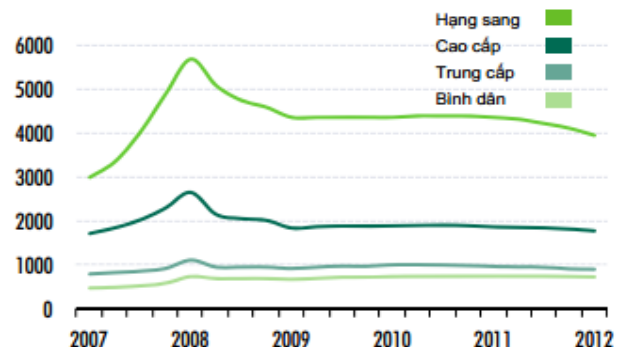
Nguyên nhân từ phía Cầu. Nhu cầu tiêu thụ BĐS lại giảm ở mọi phân khúc. Thị trường đóng băng và sụt giảm khiến nhiều nhà đầu cơ phải bán tháo và sẽ khó có thể quay lại đầu cơ trong ngắn hạn. Mặt bằng lãi suất cao, giá BĐS vẫn cao khiến nhiều người mua có nhu cầu thật không đủ điều kiện tài chính để mua BĐS và tiếp tục chờ đợi mặt bằng giá và lãi suất giảm hơn nữa.

NGUỒN CUNG CĂN HỘ HÀ NỘI



Nguồn: Báo cáo CBRE

GIÁ CHÀO BÁN THỨ CẤP TP HCM (USD/M2)



Nguồn: Báo cáo CBRE

Dự báo thị trường Bất động sản 2013. Hoạt động M&A trong bất động sản sẽ mạnh mẽ hơn trong mọi phân khúc. Mặt bằng giá bất động sản có thể sẽ tiếp tục hạ thêm, những dự án có giá vốn thấp hơn thị trường sẽ dẫn đầu xu hướng giảm giá bán. Nhiều dự án mới và/hoặc đang triển khai sẽ bị chậm tiến độ, thay đổi kế hoạch đầu tư do thiếu vốn. Nhu cầu BĐS chỉ phục hồi bắt đầu từ phân khúc bình dân khi mặt bằng giá và chi phí vốn giảm tiếp (20% và lãi suất vay về mức 10%). Tuy nhiên, dù thị trường có bắt đầu phục hồi, thì doanh thu và lợi nhuận các công ty bất động sản tiếp tục giảm mạnh, do các công ty sẽ tập trung xử lý các dự án để thu hồi vốn, đảm bảo thanh khoản, không đặt mục tiêu lợi nhuận lên hàng đầu. Nhà đầu tư cũng cần thêm thời gian để hấp thụ lượng hàng hóa bất động sản đã giao dịch trên thị trường.

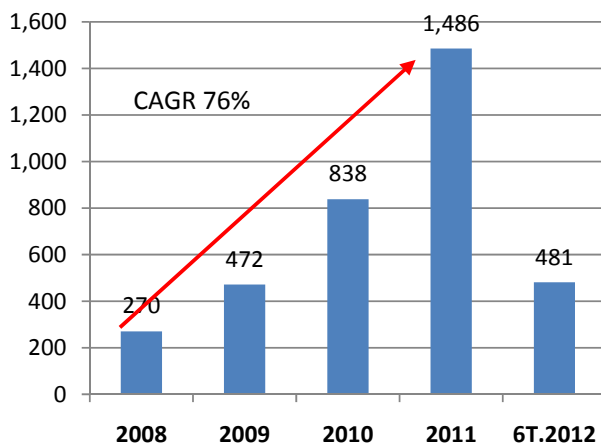
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH CỦA HUT

Công ty Cổ phần Tasco nguyên là một doanh nghiệp Nhà nước được thành lập từ năm 1971 với tên gọi là Đội cầu Nam Hà và hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng giao thông. Công ty đã có nhiều lần thay đổi tên, và 5 lần tăng vốn lên 350 tỷ đồng. Tính đến thời điểm hiện tại, cổ đông Nhà nước Tập đoàn HUD chỉ còn nắm 12.9% số cổ phần của HUT.

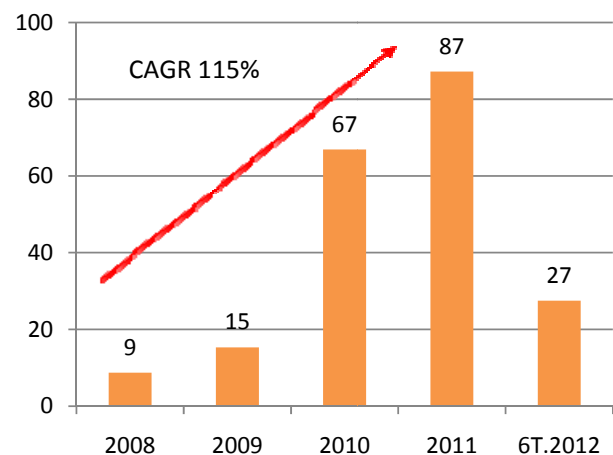
Từ năm 2008 – 2011, HUT hoạt động kinh doanh của công ty đã đạt tốc độ tăng trưởng rất nhanh. Trong đó doanh thu tăng bình quân 76% đều hàng năm, và lợi nhuận bình quân tăng 115%.

Tuy vậy, 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu thuần của HUT chỉ đạt 481 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ 2011, và Lợi nhuận sau thuế cũng chỉ đạt 27 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức 51 tỷ đồng cùng kỳ năm 2011.

Tăng trưởng doanh thu của HUT



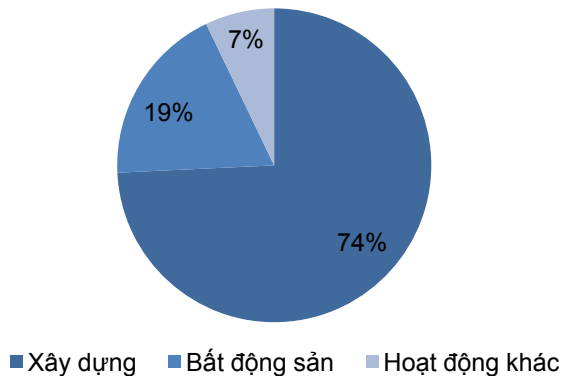
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của HUT



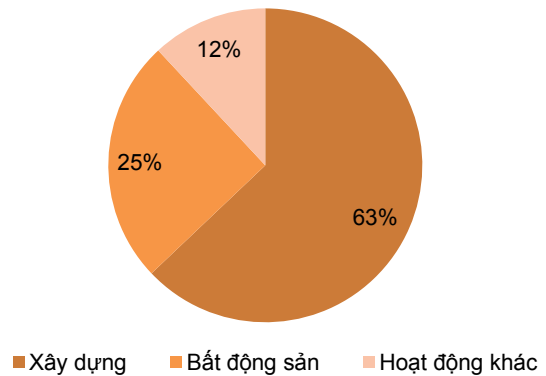
Cũng giống như các thành viên của tập đoàn HUD, hoạt động kinh doanh chính của HUT bao gồm các hoạt động chính là xây dựng,

đầu tư bất động sản và kinh doanh vật liệu. Trong đó, mảng hoạt động xây dựng (cầu, đường, nhà ở,...) và đầu tư (đường cao tốc, khu dân cư,...) chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu, và lợi nhuận của công ty. Mảng hoạt động kinh doanh khác – kinh doanh vật liệu, chỉ chiếm tỷ trọng 7% trong tổng doanh thu. Năm 2011, hàng hóa bị trả lại khá nhiều và lợi nhuận gộp từ mảng này là âm 15 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu của HUT 2011



Cơ cấu Doanh thu của HUT 6T2012

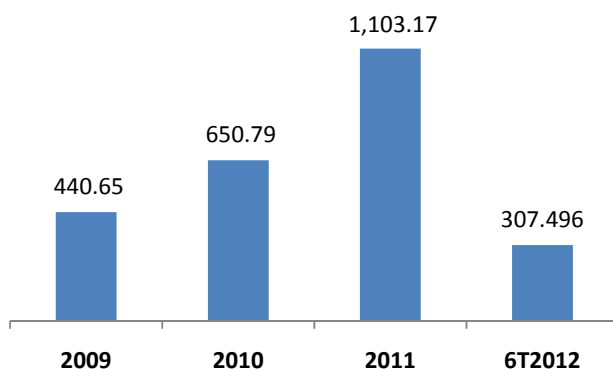


Hiện tại, Hai mảng kinh doanh chính của HUT là xây dựng và đầu tư bất động sản có mức đóng góp vào lợi nhuận gộp của công ty là tương đương nhau. Nhưng chúng tôi cho rằng, triển vọng kinh doanh chung của HUT sẽ phục thuộc chặt chẽ hơn vào hoạt động kinh doanh bất động sản. Định hướng của công ty trong thời gian tới là đẩy mạnh mảng bất động sản, trong khi đó mảng xây dựng của công ty chủ yếu là thi công các dự án cầu đường, hạ tầng khó có khả năng tiếp tục tăng trưởng mạnh trong trung hạn.

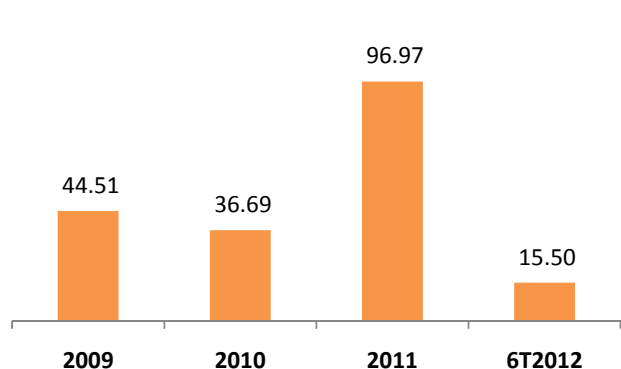
1. Hoạt động xây dựng và hạ tầng

HUT là công ty khởi đầu từ đội thi công cầu, và công trình giao thông, công ty đã có hơn 40 năm trong ngành xây dựng, cầu đường và hạ tầng giao thông. Công ty đã thi công rất nhiều công trình lớn, đặc biệt là các công trình thuộc lĩnh vực giao thông cầu đường, các công trình thủy lợi...

Doanh thu từ hoạt động xây dựng



Lợi nhuận gộp từ hoạt động xây dựng



Mảng xây dựng của công ty có thể sẽ chịu nhiều ảnh hưởng từ việc thắt chặt chính sách của Chính phủ, đối với mảng thu phí cầu, đường, triển vọng doanh thu vẫn ổn định (khoảng 40 tỷ trong năm 2012).

Mặc dù HUT đã thay đổi nhận diện thương hiệu và tích cực đẩy mạnh đầu tư và kinh doanh bất động sản, nhưng hoạt động xây dựng vẫn đóng góp phần lớn vào doanh thu và lợi nhuận gộp.

Hoạt động xây dựng của công ty được chia làm hai mảng kinh doanh gồm

- (i) Xây dựng cầu đường, cơ sở hạ tầng,...
- (ii) Xây dựng, vận hành, chuyển giao các tuyến đường.

Đa số các công trình của công ty đều tập trung tại các tỉnh phía bắc như Hà Nội, Nam Định, Thái Bình,... Đối với mảng xây dựng hạ tầng (i), các công trình đều được thực hiện bằng vốn Nhà nước, do vậy mặc dù rủi ro không lớn, nhưng biên lợi nhuận thấp, tiến độ giải ngân chậm, và chịu nhiều ảnh hưởng do chính sách thắt chặt đầu tư công theo nghị quyết 11 của Chính Phủ. Mảng xây dựng/đầu tư (ii) của HUT theo hình thức BOT, nguồn vốn thực hiện của công ty bao gồm cả vốn tự có, hợp tác, vốn vay thương mại, vốn vay VDB, trái phiếu.

Doanh thu từ hoạt động xây dựng tăng rất nhanh trong giai đoạn 2009 – 2011, nhưng giảm khá mạnh trong 6 tháng đầu năm 2012, chỉ đạt hơn 30% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận gộp từ mảng này cũng chỉ đạt 15,5 tỷ đồng, biên lợi nhuận giảm từ 8.8% năm 2011 xuống 5.0% 6 tháng đầu năm 2012.

Triển vọng hoạt động xây dựng và hạ tầng năm 2012. Nếu như năm 2011, được xem là năm đột phá của HUT về mảng xây dựng, khi doanh thu tăng tới 70% từ 650 tỷ lên 1.103 tỷ đồng, thì năm 2012 chúng tôi cho rằng sẽ là một năm khó khăn với HUT do ảnh hưởng của việc tăng các chi phí đầu vào, và tiến độ có thể không đảm bảo do nguồn vốn giải ngân cho các dự án hạ tầng chậm hơn. Hơn nữa, biên lợi nhuận sụt giảm, cũng tác động làm kết quả lợi nhuận sau thuế 2012 của mảng xây dựng.

Dự báo mảng hoạt động xây dựng có thể đem lại doanh thu 900 tỷ đồng trong năm 2012, và lợi nhuận gộp đạt 45 tỷ đồng, thấp hơn so với năm 2011.

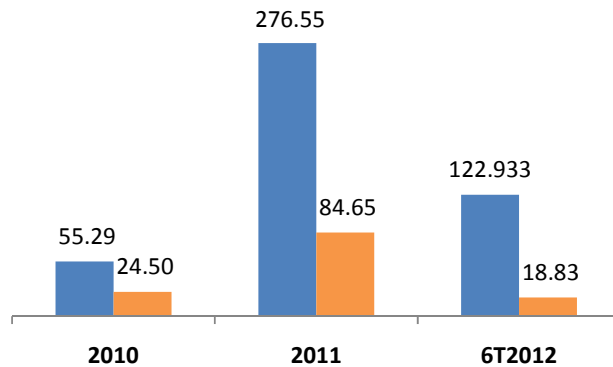
2. Hoạt động Bất động sản

Hoạt động kinh doanh Bất động sản mới được HUT triển khai từ năm 2009, và bắt đầu có doanh thu, lợi nhuận từ 2010. Mặc dù thời điểm HUT đầu tư vào hoạt động Bất động sản không mấy thuận lợi, tuy nhiên mảng hoạt động này cũng có những đóng góp nhất lớn vào hiệu quả kinh doanh của công ty trong năm 2010, 2011. Chỉ chiếm 19% doanh thu, nhưng kinh doanh Bất động sản đã chiếm tới gần 50% cơ cấu lợi nhuận gộp của những năm này.

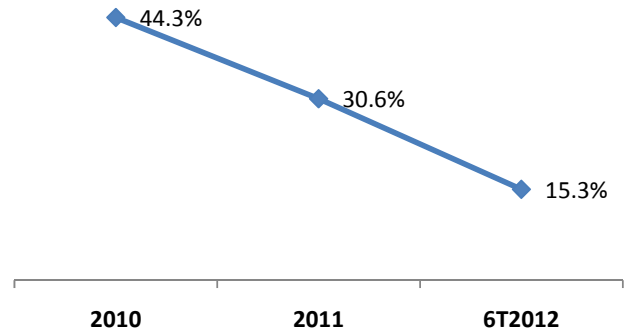
6 tháng đầu năm 2012, doanh thu từ bất động sản của HUT tăng nhẹ so với cùng kỳ 2011, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp từ mảng này

giảm mạnh 44% về 30.6% năm 2011, và tiếp tục giảm về 15.3% trong 6 tháng đầu năm 2012.

Doanh thu và lợi nhuận gộp từ bất động sản



Biên lợi nhuận của hoạt động bất động sản



HUT đang đầu tư vào 5 dự án Bất động sản chính tại Hà Nội. Trong số 5 dự án chính, chỉ có dự án Vân Canh là sẽ sớm có thêm doanh thu, 4 dự án còn lại đang chậm hơn tiến độ ban đầu. Đáng lưu ý là năm 2011 mặc dù doanh thu từ BĐS tăng mạnh, nhưng phải thu từ BĐS cũng cao tương ứng, cho thấy khả năng tiêu thụ các dự án của HUT cũng không quá khả quan.

Dự án Vân Canh



DD: Xã Xuân Phương, H Từ Liêm,

DT: 4ha ha (Biệt thự và LK)

Tổng đầu tư: Tỷ

Tiến độ kế hoạch: 2009 -2012

Mặt bằng giá nhà LK tại khu vực:
31-32 triệu đồng/m²

a) Dự án Liên kề Vân Canh

HUT cũng giống như các thành viên khác của Tập đoàn HUD, tham gia đầu tư và xây dựng Dự án Vân Canh. Đây là dự án đang có mức độ hoàn thiện nhất, và khả năng tiêu thụ tốt nhất của HUT. Công ty đã đầu tư hơn 482 tỷ đồng, và đã hoàn thiện được 38 căn LK 26, và xong tầng 1 của 98 căn LK 22, còn lại 96 căn liên kề của LK24 và LK25.

Đối với dự án này và tòa nhà south Building, công ty nhận góp vốn hợp tác đầu tư 150 tỷ đồng của công ty Bắc phương (tạm tính là 30% dự án). Chúng tôi cho rằng, trong năm 2012-2013, kết quả kinh doanh bất động sản của công ty sẽ đến phụ thuộc chặt chẽ vào tiến độ xây dựng và bán hàng của dự án Vân Canh.

Đánh giá dự án: Từ cuối năm 2011 đến nay, giao dịch tại khu vực này trầm lắng, mức giá thứ cấp giảm mạnh hơn cả mặt bằng thị trường bất động sản Hà Nội (giá rao bán từ mức 40-44 triệu về 31-32 triệu đồng/m²). Do vậy dù giá vốn của HUT thấp, nhưng chúng tôi cũng không cho rằng có thể kỳ vọng nhiều vào khả năng tạo doanh thu và lợi nhuận lớn của dự án này.

Dự Án Xuân Phương

b) Dự án Xuân Phương

Dự án khu đô thị Xuân Phương (Xuân Ngọc), Xã Xuân Phương, huyện Từ Liêm, thành phố Hà Nội cũng là dự án trọng điểm của HUT, được giao để để thu hồi vốn đầu tư cho dự án tuyến đường



DD: Xã Xuân Phương, H Từ Liêm,
DT: 29,8 ha (6,3 ha là nhà thấp tầng, 8,6 ha là nhà cao tầng)
Tổng đầu tư: 769 Tỷ
Tiến độ kế hoạch: 2009 -2013
Mật bằng giá nhà LK tại khu vực: 29-31 triệu đồng/m2

từ đường Lê Đức Thọ đến khu đô thị mới Xuân Phương. công ty đã đầu tư vào dự án này 425 tỷ đồng, tuy nhiên do dự án bị vướng quy hoạch vành đai sông Nhuệ, nên đang chờ phê duyệt điều chỉnh đồ án quy hoạch chi tiết 1/500. Trước đây, công ty đã đặt mục tiêu bắt đầu bán 30,000 – 40,000 m2 diện tích hàng năm từ 2012-2013; tuy nhiên với những thông tin hiện tại không được khả quan, chúng tôi cho rằng khả năng HUT sẽ khó có thể đạt tiến độ bán hàng dự kiến.

Đánh giá dự án: Mật bằng giá đất khu đô thị, kể cả các khu đô thị đã xong hạ tầng như Vân Canh tại khu vực này cũng giảm mạnh so với cuối năm ngoái. Giao thông và cơ sở hạ tầng tại khu vực này cũng chưa phát triển. Thêm vào đó tiến độ dự án đang chậm, và có thể HUT sẽ phải tập trung nhiều hơn cho dự án Vân Canh, đang có khả năng tiêu thụ tốt hơn.

c) Các dự án khác

Các dự án còn lại của HUT đều nằm trong tình trạng làm thủ tục hoặc chờ quy hoạch, công ty cũng chưa đầu tư nhiều vào các dự án này. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng HUT sẽ tập trung hơn vào việc thực hiện 2 dự án Xuân Phương và Vân Canh, là hai dự án có quy mô vốn đầu tư lớn, đang triển khai.

Danh sách các dự án Bất động sản đang triển khai

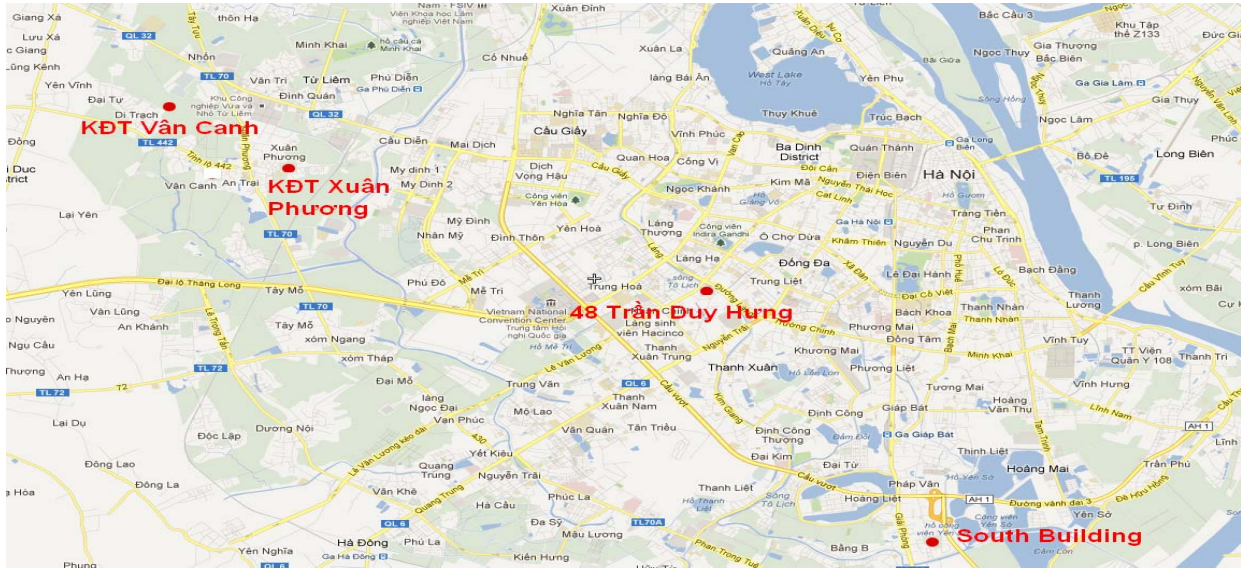
TT	Dự Án	Diện tích	Đầu tư đến hết 2011	Tình trạng
1	Xuân Phương (Xuân Ngọc)	38 ha	425 tỷ	Giải phóng mặt bằng, san nền, làm tường rào, chờ phê duyệt đồ án
2	Vân Canh	4 ha	482 tỷ	38 Căn LK 26 và 98 căn LK 22
3	Khu nhà ở báo Nhân dân và văn phòng TW đang	5 ha	8.7 tỷ	Giải phóng mặt bằng, chờ quy hoạch 1/500
4	South building Pháp Vân	2000 m2	32 tỷ	Xong cọc, tường bao
5	Building 48 Trần Duy Hưng	2,500 m2		Đang làm thủ tục đầu tư

Nguồn: HUT

Triển vọng hoạt động bất động sản năm 2012. HUT dự kiến đạt 1.500 tỷ đồng doanh thu, trong đó doanh thu từ Bất động sản là 600 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong điều kiện thị trường Bất động sản ven Hà Nội gần như đóng băng, rất khó để công ty có thể đạt kế hoạch doanh thu 2012. Mật bằng giá bán sơ cấp tại Hà Nội, đặc biệt là tại khu vực Vân Canh, Xuân phương cũng đã giảm mạnh trong những tháng giữa năm 2012, do vậy biên lợi nhuận của các dự án HUT đang triển khai và tiêu thụ nhiều khả năng tiếp tục giảm, dẫn đến lợi nhuận từ mảng này sẽ giảm trong năm 2012.

Với tình hình thị trường bất động sản hiện tại, và đánh giá các dự án của HUT, chúng tôi dự báo mảng Bất động sản sẽ đem lại doanh thu khoảng 200 tỷ đồng, và lợi nhuận gộp khoảng 30 tỷ đồng.

Các dự án Bất động sản chính của TASCO tại Hà Nội



PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA CÔNG TY

TỔNG QUAN TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

HUT có tình hình tài chính khá ổn định, tăng trưởng nhanh. Để xét đến tình hình tài chính doanh nghiệp của HUT một cách chi tiết, chúng tôi phân tích trên 3 khía cạnh chính bao gồm:

- (i) Tăng trưởng quy mô và hoạt động kinh doanh
- (ii) Phương trình Dupont 3 nhân tố
- (iii) Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Bảng tính các chỉ tiêu tài chính của HUT

Chỉ tiêu tăng trưởng	2008	2009	2010	2011	6T 2012
Doanh thu thuần (tỷ đ)	270	472	838	1,486	481
% tăng trưởng y-o-y		74%	78%	77%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	331	1,148	3,179	4,422	4,907
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	64	150	461	529	505
Vốn điều lệ (tỷ đ)	55	135	350	350	350
LN sau thuế (tỷ đ)	9	15	67	87	27
% tăng trưởng y-o-y		75%	337%	30%	
EPS cuối kỳ (đ/cp)	1,813	1,228	1,937	2,882	786
Giá trị sổ sách (đ/cp)	11,630	11,111	13,171	15,102	14,430

Nguồn: BCTC HUT

Tuy xét trên tốc độ tăng trưởng quy mô cả tài sản, vốn, doanh thu và lợi nhuận của HUT đều nhanh và khá ổn định, nhưng chúng tôi lo ngại về tính bền vững và khả năng duy trì hiệu quả của công ty. Nhất là trong điều

- (i) Tăng trưởng quy mô và hoạt động kinh doanh
 - Doanh thu và lợi nhuận có xu hướng giảm năm 2012.

Từ 2008 – 2011, với tốc độ bình quân 76% tăng đều trong 3 năm, HUT là một trong những công ty niêm yết có tốc độ tăng doanh thu nhanh và ổn định nhất. Tuy vậy so với tương quan tổng tài sản, khả

kiến thị trường xây dựng và Bất động sản chịu ảnh hưởng mạnh của suy thoái, và đòn bẩy tài chính của HUT cao, biên lợi nhuận có xu hướng giảm.

năng tạo doanh thu trên tổng tài sản của công ty vẫn đang thấp dần. Lợi nhuận của công ty cũng tăng mạnh, nhất là từ khi có sự đóng góp của hoạt động bất động sản sau năm 2009.

Tuy nhiên 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu chỉ đạt 481 tỷ đồng tương đương với 32% doanh thu cả năm 2011, giảm 10% so với cùng kỳ và lợi nhuận của công ty cũng chỉ đạt 27 tỷ đồng, chỉ bằng 57% cùng kỳ 2011. EPS lũy kế 6 tháng 2012 chỉ đạt 786 đồng/cổ phiếu. Nguyên nhân chính do doanh thu mảng xây dựng giảm mạnh tới 25% so với cùng kỳ 2011, và biên lợi nhuận của tất cả các mảng kinh doanh đều giảm.

- Tổng tài sản, vốn chủ tăng trưởng rất nhanh,

Tổng tài sản từ 331 tỷ năm 2008 lên 4,422 tỷ năm 2011, và tiếp tục tăng nhanh lên 4,907 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2012 (mặc dù doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh so với cùng kỳ). Vốn chủ cũng tăng nhanh nhờ lợi nhuận giữ lại và cổ phiếu phát hành thêm trong giai đoạn từ 2008-2011.

Công ty đang có khoản trái phiếu chuyển đổi 159 tỷ đồng, và dự kiến phát hành cả năm 2012 tối đa là 350 tỷ đồng, để thực hiện các dự án bất động sản. Nhưng trong điều kiện thị trường hiện tại, khả năng tiếp tục phát hành trái phiếu của HUT là không cao. Đáng lưu ý, do các trái phiếu này có giá chuyển đổi cao hơn giá giao dịch, nên trái chủ sẽ không chuyển đổi (giống như đợt phát hành năm 2011), do vậy về thực chất trái phiếu chuyển đổi này giống như trái phiếu thông thường, và là một hình thức để công ty huy động vốn nợ. Nhiều thành viên trong HĐQT và ban TGD cũng sở hữu trái phiếu của HUT.

(ii) Phương trình Dupont 3 nhân tố

PT Dupont	2008	2009	2010	2011	6T 2012
ROE	14.4%	10.5%	13.7%	17.4%	4.8%
ROS	3.7%	3.5%	8.1%	6.8%	5.6%
Vòng quay TTS	0.8	0.4	0.3	0.3	0.1
Đòn bẩy TC	4.8	7.2	6.4	7.6	8.8

- ROS suy giảm

Mặc dù tăng trưởng doanh thu nhanh, nhưng biên lợi nhuận của cả 2 hoạt động chính là xây dựng và bất động sản đều giảm, đặc biệt là trong 6 tháng đầu năm 2012. Thêm vào đó chi phí tài chính, bán hàng, quản lý đều tăng khiến ROS suy giảm từ năm 2010, và tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2012.

- Vòng quay tổng tài sản

Chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản của công ty năm 2011 vẫn ở mức thấp là 0.3, không cải thiện so với 2009-2010. Cho thấy hiệu quả sử

dụng tài sản của công ty vẫn thấp, các khoản hàng tồn kho, phải thu, xây dựng dở dang,... vẫn nhiều và chưa tạo được doanh thu tương xứng với quy mô tài sản. 6 tháng đầu năm 2012, quy mô tổng tài sản tăng, trong khi doanh thu lại thấp hơn so với cùng kỳ (chủ yếu do doanh thu mảng xây dựng giảm khoảng 102 tỷ tương đương với 17% tổng doanh thu 2011). Vòng quay tổng tài sản 6 tháng đầu năm 2012 chỉ đạt 0.1. Như vậy vòng quay tổng tài sản của công ty cả năm 2012 có thể sẽ giảm mạnh so với 2011.

- Đòn bẩy tài chính

HUT tăng sử dụng đòn bẩy tài chính 8.8 là mức cao ngay cả với công ty ngành xây dựng và bất động sản. Sử dụng đòn bẩy tài chính cao giúp doanh nghiệp giải quyết các vấn đề ngắn hạn, nhưng cũng làm tăng rủi ro trong dài hạn cho doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính	2008	2009	2010	2011	6T 2012
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	2.2	3.6	3.2	4.0	4.7
Tổng tài sản/VCSH	5.1	7.6	6.9	8.2	9.7
Cơ cấu tài sản					
TS ngắn hạn/ TTS	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
TS dài hạn/Tổng TS	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0.7	0.7	1.0	1.6	1.3
Hệ số TT ngắn hạn	1.2	1.1	1.3	2.0	1.7
Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	141	191	428	338	232
Số ngày tồn kho	135	119	84	59	58
Số ngày phải trả	102	203	118	110	125
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	11.3%	10.6%	12.4%	11.2%	9.1%
ROS	3.7%	3.5%	8.1%	6.8%	5.7%
ROE	14.4%	10.5%	13.7%	17.4%	4.9%
ROA	3.0%	1.4%	2.1%	2.3%	0.6%

(iii) Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

- Cơ cấu vốn

Vốn vay/vốn chủ tăng lên mức 4.7 , đây cũng là mức khá cao, ngay cả so với bình quân của ngành xây dựng và BĐS trong năm 2012, và vẫn có xu hướng tiếp tục tăng trong thời gian tới. Trong đó có một phần vốn nợ là trái phiếu chuyển đổi do HUT phát hành năm 2011 (175 tỷ đồng). Tuy vậy, giá giao dịch HUT đang thấp hơn giá chuyển đổi, do vậy trái chủ sẽ không thực hiện quyền chuyển đổi của mình, và về thực chất khoản trái phiếu nói trên cũng giống như một khoản nợ dài hạn. Đa số các khoản vay dài hạn của công ty đều có kỳ hạn dài, do vậy sức ép trả gốc không lớn, tuy nhiên cần

lưu ý rằng ngoài khoản vay NH Phát triển, các khoản vay tại các NHTM khác đều là vay thương mại, nên lãi suất thả nổi theo thị trường. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính lớn, vay nợ nhiều sẽ dẫn đến chi phí tài chính lớn, bào mòn kết quả lợi nhuận của HUT.

- Cơ cấu tài sản cân bằng ngắn hạn và dài hạn.

Quy mô tổng tài sản tăng rất nhanh từ 331 tỷ năm 2008 lên 4,422 tỷ năm 2011, vượt xa mức tăng của quy mô vốn chủ sở hữu (từ 64 tỷ lên 529 tỷ đồng). Trong đó, cơ cấu tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn của HUT ít thay đổi từ 2008-2010 và ở mức khá cân giữa TSDH và TSNH. Từ năm 2011, tỷ trọng TSDH tăng mạnh và chiếm 60% tổng tài sản (công ty đầu tư mạnh vào các dự án BĐS, đặc biệt là Vân Canh, Xuân Phương và một số dự án đường quốc lộ), đến hết 6 tháng 2012 số dư xây dựng cơ bản dở dang tăng từ 2,380 lên 2,877 tỷ đồng.

- Hệ số khả năng thanh toán cao

Khác với các công ty cùng ngành, mặc dù công ty sử dụng đòn bẩy cao, nhưng khả năng thanh toán của HUT ở mức khá tốt, thể hiện ở chỉ tiêu thanh toán nhanh 1.3 và ngắn hạn 1.7. Đây là điểm đáng lưu ý và khác với thông lệ các công ty trong ngành xây dựng và Bất động sản. Chúng tôi cho rằng, điều này cho thấy khả năng thanh toán của công ty trong ngắn hạn là khá tốt, tuy vậy cần lưu ý là số dư các khoản phải thu, phải trả của công ty vẫn tương đối lớn, và quy mô tổng nợ ngắn hạn của HUT đang tăng lên.

- Các chỉ tiêu về năng lực hoạt động

Chỉ tiêu số ngày vòng quay HTK của HUT đã giảm về mức dưới 2 tháng trong năm 2011. Trong khi đó chỉ tiêu về phải thu và phải trả cũng đều giảm nhẹ. Đáng lưu ý là dù số ngày phải thu giảm, nhưng vẫn ở mức cao 338 ngày (gần 1 năm tài chính). Nguyên nhân, do đặc thù ngành xây dựng cầu đường, tiến độ xây dựng, thanh toán chậm thêm vào đó và các dự án bất động sản cũng tiêu thụ chậm. Số ngày phải trả của công ty khá dài, đạt 110 ngày trong năm 2011, nguyên nhân do các khoản phải trả của công ty phần nhiều là vốn góp hợp tác đầu tư BĐS cho các chủ đầu tư thứ cấp và góp vốn thực hiện dự án giao thông, nên kỳ hạn kéo dài.

- Số dư các khoản phải thu khách hàng và trả trước người bán giảm so với cùng kỳ, nhưng số dư vẫn khá lớn 599 tỷ đồng và 559 tỷ đồng. Trích lập dự phòng phải thu không đáng kể
- Số dư các khoản phải trả dài hạn tăng, lên 1,022 tỷ đồng (trong đó gồm tiền hợp tác đầu tư các dự án BĐS, xây dựng đường nối Lê Đức Thọ - Xuân Phương theo hình thức xây dựng chuyển giao)

- Khả năng sinh lời

Lợi nhuận gộp biên tiếp tục giảm về 9,1%, sau khi đạt mức 11.2% năm 2011 và 12.4% năm 2010. Trong ba mảng kinh doanh chính, chỉ có mảng dịch vụ có lợi nhuận gộp biên tăng so với năm 2011 (41%), còn hai mảng còn lại đều có lợi nhuận gộp biên giảm mạnh, gồm Bất động sản (55% giảm về 17%) và Xây dựng (10% về 5%). Tương tự, ROS, ROE và ROA cũng giảm nhẹ. Đây cũng là tình trạng chung của các công ty xây dựng và Bất động sản, phản ánh đúng triển vọng thị trường.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

HUT hoạt động kinh doanh chính gồm đầu tư dự án, và xây dựng, do vậy hoạt động của công ty tiềm tàng những rủi ro đáng lưu ý như sau:

Rủi ro thanh khoản. Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn, vay nợ ngân hàng, phát hành trái phiếu và vay nợ khác quy mô lớn. Do vậy công ty phải đối mặt với rủi ro về thanh khoản. Tuy nhiên do đa số khoản nợ của công ty là nợ dài hạn, chỉ tiêu thanh toán ngắn hạn của công ty khá tốt do vậy rủi ro thanh khoản của HUT không lớn như nhiều doanh nghiệp cùng ngành.

Rủi ro lãi suất. Hiện tại HUT đang có số dư vay nợ ngắn hạn và dài hạn khá lớn, trong đó phần lớn là vay thương mại với lãi suất thả nổi. Do vậy công ty chịu ảnh hưởng lớn từ biến động lãi suất dẫn đến biến động chi phí tài chính.

Rủi ro thị trường Bất động sản. Hiện tại thị trường bất động sản Hà Nội gần như đóng băng. Khu vực Vân Canh, Xuân Phương có giao dịch nhỏ giọt và giá thứ cấp giảm khá mạnh trong năm 2011 và đầu năm 2012. Các khoản đầu tư vào bất động sản của công ty chủ yếu tập trung vào 2 dự án này, do vậy kết quả kinh doanh của công ty cũng phụ thuộc lớn vào khả năng bán hàng của hai dự án trên.

Rủi ro xây dựng. Công ty đang tập trung thi công một số công trình đường bộ, quốc lộ, cầu lớn. Do vậy, kết quả kinh doanh mảng xây dựng của công ty phụ thuộc chặt chẽ vào tiến độ thi công, và tiến độ thanh toán của các công trình trên.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Nhằm đánh giá mức độ hợp lý của giá cổ phiếu HUT trong tương quan với điều kiện thị trường chứng khoán hiện tại, Phương pháp được lựa chọn là so sánh P/E và P/B.

Một số giả định chính:

- PE và PB tham chiếu của HUT được tính theo mức trung vị chỉ tiêu này của các công ty bất động sản và xây dựng đang niêm yết tại Việt Nam tại ngày 02/10/2012.

- EPS và Bookvalue chọn để định giá là chỉ tiêu lũy kế 4 quý tại thời điểm 30 tháng 06 năm 2012 của HUT.

Kết quả định giá

	EPS và Book value	PE và PB tham chiếu	Định giá	Trọng số	Kết quả
Phương pháp PE	1,805	7.75	13,989	0.5	6,994
Phương pháp PB	14,430	0.475	6,854	0.5	3,427
Giá trị cổ phiếu					10,420

Kết quả định giá giá trị cổ phiếu so HUT là 10,420 đồng/cp, tuy nhiên do mức độ biến động thị trường chứng khoán Việt Nam hiện tại rất lớn. Chúng tôi quyết định áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% đối với cổ phiếu này, giá hợp lý của cổ phiếu HUT là 8,336 đồng /cp.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị phân tích kỹ thuật HUT 1 năm



Cổ phiếu HUT có mức độ giao trung bình. Trong khoảng 60 phiên giao dịch gần đây, khối lượng giao dịch bình quân đạt khoảng trên 312.000 đơn vị/phiên. Diễn biến giá cổ phiếu HUT có thể chia làm 2 giai đoạn chính trong năm 2012.

Sau khi tạo mức đáy thấp nhất trong lịch sử niêm yết của HUT là 5.600 đồng/cổ phiếu vào đầu năm, giá cổ phiếu này cũng đã có giai đoạn tăng mạnh cùng với xu thế chung của thị trường và tạo mức đỉnh của năm 2012 là 15.000 đồng/ cổ phiếu vào đầu tháng 5/2012 (tăng tới gần 168% trong 5 tháng).

Tuy nhiên sau đó, giá cổ phiếu HUT liên tục sụt giảm và đến cuối tháng 09/2012 đang dao động quanh mức 7.000 – 7.800 đồng/cổ phiếu, vẫn cao hơn mức đáy khoảng 25% nhưng đã giảm khoảng 53% so với mức đỉnh của tháng 05/2012. Hiện tại, vùng đáy quanh mức giá 5.600 đồng cổ phiếu vẫn là vùng giá hỗ trợ của cổ phiếu

HUT trong khi vùng kháng cự gần nhất là quanh mức 9.000 và cao hơn là mức 10.500 đồng/cổ phiếu.

KẾT LUẬN ĐẦU TƯ

Không đầu tư trung, dài hạn. Ngành kinh doanh chính của công ty là xây dựng và Bất động sản đang gặp rất nhiều khó khăn trong năm 2012, và dự kiến sẽ tiếp tục có ảm đạm trong năm 2013. Khả năng kết quả kinh doanh của HUT năm 2012 không đạt mục tiêu là không nhỏ, và sẽ thể hiện ở kết quả kinh doanh hợp nhất của 9 tháng năm 2012. Do vậy chúng tôi cho rằng đây không phải là cổ phiếu thích hợp cho đầu tư Trung hạn và dài hạn.

Có thể xem xét đầu tư ngắn hạn. HUT là cổ phiếu có thanh khoản trung bình, và khá nhạy với biến động thị trường và là một trong các cổ phiếu thuộc HNX30. Về tình hình tài chính, các chỉ tiêu cơ bản của HUT ở mức chấp nhận được. Trong ngắn hạn, có thể xem xét trading cổ phiếu này trong điều kiện thị trường chứng khoán chung có sự phục hồi.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

BSC Phòng Dịch vụ chứng khoán

Tầng 1, Tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội
Tel: 84 4 3 9261276/278
Fax: 84 4 39261279

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Khuyến cáo sử dụng

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.