

CTCP XD & KD Địa ốc Hòa Bình (HBC) 16.400 đồng - MUA



Vũ Hoàng Việt

Chuyên viên

việt.vu@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 143

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu VND20,000
Tỷ lệ tăng 22%

Xây dựng

Giá trị vốn hóa	26 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	37 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	19.800 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng	10.700 đồng

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	16%
Giới hạn TL sở hữu nước ngoài	49%

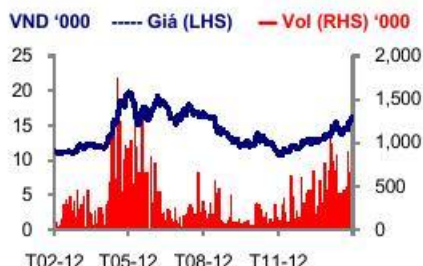
Cơ cấu cổ đông

Ông Lê Viết Hải (Chủ tịch HĐQT)	21,6%
Vietnam Holding Limited	8,6%
CTCP Chip Eng Seng	6,1%

Mô tả công ty

CTCP Xây dựng & Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình là một trong những nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu. Công ty đã tăng thị phần gấp 4 lần kể từ năm 2008 lên mức 4% trong năm 2012. Trong những năm gần đây, chiến lược của công ty là mở rộng sang lĩnh vực xây dựng công nghiệp từ tập trung vào xây dựng khu dân cư trước đây nhằm phù hợp hơn với nhu cầu thực tế.

Diễn biến giá



Ngành xây dựng sẽ phục hồi

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho CTCP Xây dựng & Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình (HBC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 20.000 đồng. Dù ngành xây dựng đang gặp khó khăn nhưng sản lượng ngành được dự báo vẫn sẽ tăng trưởng 13% trong năm 2013. Do đó, HBC sẽ được hưởng lợi nhờ sự phục hồi của ngành. Ngoài ra, tình hình tài chính của HBC sẽ cải thiện nếu đối tác chiến lược tiềm năng mua 10-15 triệu cổ phiếu mới theo kế hoạch. Định giá của công ty hiện đang khá hấp dẫn với mức PER năm 2013 là 6,1 lần và chúng tôi xác định giá mục tiêu theo mức PER là 7,5 lần.

Cổ phiếu mang tính chu kỳ sẽ bắt đầu dịch chuyển

Chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam đang ở gần đáy và đây là thời điểm tốt để xem xét các cổ phiếu giá rẻ có tính chu kỳ. HBC là một trong những nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu Việt Nam với 4% thị phần, và hiện đang giao dịch tại mức PER chỉ là 6,2 lần.

HBC sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành xây dựng

Ngành xây dựng được dự báo sẽ tăng trưởng 13% trong năm 2013 sau mức 8% năm 2012. HBC sẽ hưởng lợi do (1) chính sách đầu thầu linh hoạt của công ty, (2) khả năng tìm kiếm các hợp đồng mới cao, và (3) sự chuyển hướng của công ty sang lĩnh vực xây dựng công nghiệp khi nhu cầu ở mảng này đang có xu hướng tăng nhờ nguồn vốn FDI vào Việt Nam.

Các đối tác chiến lược sẽ cải thiện tình hình tài chính cho HBC

Một số nhà đầu tư tiềm năng đang đàm phán để mua 10-15 triệu cổ phiếu phát hành thêm của HBC tại mức giá cao hơn mức giá hiện tại. Dòng tiền từ đây này sẽ giúp giảm bớt áp lực thanh khoản và chi phí lãi vay. Ngoài ra, có một mối quan hệ chặt chẽ với một đối tác quốc tế sẽ giúp HBC cải thiện tình hình quản trị và tăng cường trình độ chuyên môn trong hoạt động xây dựng.

Định giá thấp

HBC hiện đang giao dịch tại mức PER năm 2013 là 5,1 lần (chưa pha loãng) và 6,2 lần nếu giả định phát hành thêm 15 triệu cổ phiếu mới. Giá mục tiêu của chúng tôi trong trường hợp công ty phát hành thêm là 20.000 đồng, dựa trên mức PER mục tiêu là 7,5 lần và mức EPS dự phóng năm 2013 là 2.664 đồng (giả định phát hành thêm 15 triệu cổ phiếu mới).

Tăng trưởng và định giá

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu (tỷ đồng)	3.055	4.183	4.838	5.646	6.477
LN hoạt động (tỷ đồng)	291	201	276	322	402
Biên LN hoạt động (%)	9,5%	4,8%	5,7%	5,7%	6,2%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	149	130	119	145	193
EPS (đồng)	4.028	3.479	3.199	3.919	5.205
EPS (pha loãng)	4.028	3.479	2.664	2.771	3.680
Cổ tức (đồng)	1.000	500	1.000	1.000	1.000
BPS (đồng)	38.308	23.013	23.939	26.727	30.431
PER (lần)	4,0	4,7	5,1	4,1	3,1
PER (pha loãng)	4,0	4,7	6,1	5,8	4,4
Tỷ suất cổ tức (%)	6,2%	3,1%	6,2%	6,2%	6,2%
ROE (%)	21,1%	16,4%	11,4%	11,0%	12,9%
Nợ/(Nợ+Vốn CSH) (%)	124,2%	173,1%	99,0%	98,5%	87,8%

See important disclosure at the end of this document

Mua HBC tại vùng đáy của một chu kỳ

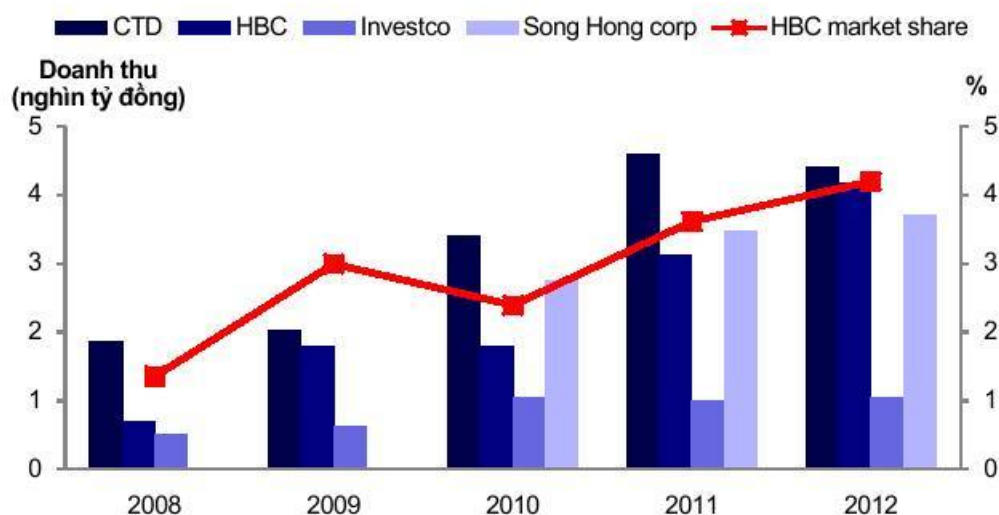
CTCP Xây dựng & Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình là một trong những nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu Việt Nam. Được thành lập vào năm 1987 với 25 nhân viên, HBC là nhà thầu xây dựng đầu tiên được niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP HCM vào năm 2006. Cuối năm 2012, HBC đã có hơn 12.000 công nhân và kỹ sư, với 5.000 lao động trực tiếp và phần còn lại là nhân sự gián tiếp hoặc liên kết với các nhà thầu phụ. HBC chủ yếu ký kết được các hợp đồng xây dựng ở phía Nam, nhưng hiện đang nỗ lực mở rộng ra miền Bắc.

Trong năm 2012, HBC đã bắt đầu chuyển đổi cơ cấu doanh thu từ mảng xây dựng khu dân cư sang xây dựng công nghiệp. Đóng góp của mảng xây dựng khu dân cư giảm từ mức 58% tổng doanh thu trong 2011 xuống còn 34% vào năm 2012. Mảng xây dựng công nghiệp đóng góp khoảng 18% doanh thu năm 2012 so với trước đó không đóng góp trong doanh thu. Doanh thu còn lại của công ty đến từ mảng xây dựng văn phòng, dự án thương mại, và bệnh viện.

Với doanh thu ước tính đạt 4.183 tỷ đồng trong năm 2012, HBC là một trong số các nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu Việt Nam với thị phần 4%, tăng từ mức chỉ 1% hồi năm 2008. Các đối thủ cạnh tranh trong nước có thể kể đến là Tổng Công ty Sông Hồng, tập đoàn Vinaconex, tập đoàn Sông Đà, Coteccon (CTD), Cofico và Investco, trong khi các đối thủ cạnh tranh nước ngoài bao gồm Kumho E&C, Keangnam E&C, Daewon, và Hyundai. Các công ty nước ngoài này vừa là đối thủ cạnh tranh vừa là đối tác của HBC, do các bên sẽ cạnh tranh làm nhà thầu chính trong một dự án, nhưng nếu công ty nước ngoài thắng thầu, HBC sẽ là một trong những lựa chọn nhà thầu phụ trong nước hàng đầu của các công ty này.

Cổ đông lớn nhất của công ty là ông Lê Viết Hải, chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc hiện tại, sở hữu hơn 22% cổ phần công ty. Ông làm việc tại HBC từ năm 1989 và trở thành Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc từ năm 2000.

Hình 1: Thị phần của HBC tăng từ 1% hồi năm 2008 lên 4% trong năm 2012



Nguồn: BMI, VCSC (Không có số liệu doanh thu Tổng CT Sông Hồng năm 2008 và 2009.)

Xây dựng sẽ nằm trong nhóm ngành đầu tiên trong chu kỳ phục hồi

Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng Việt Nam có thể đang tạo đáy theo chu kỳ, và các nhà đầu tư nên cân nhắc mua vào cổ phiếu doanh nghiệp xây dựng nhằm đón đầu triển vọng phục hồi của ngành.

- Năm 2012 là một năm đặc biệt khó khăn đối với các công ty xây dựng do chịu ảnh hưởng từ việc sức tiêu thụ yếu ở thị trường bất động sản và tiến độ thu tiền chậm khi những người mua nhà và các chủ đầu tư đều gặp những vấn đề tài chính.
- Trong năm 2013, việc nới lỏng tín dụng là một trong những biện pháp Chính phủ đưa ra nhằm hỗ trợ ngành bất động sản đang gặp khó khăn. Các công ty xây dựng do đó sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn mới từ các ngân hàng tài trợ cho các chủ đầu tiên sẽ được thanh toán cho các nhà thầu trước tiên để hoàn thành các dự án dở dang hoặc để thanh toán các khoản nợ quá hạn đang bị tính lãi suất phạt trả chậm.
- BMI dự báo mảng xây dựng khu dân cư và xây dựng công nghiệp sẽ tăng 14,5% trong năm 2013 so với 12% của mảng cơ sở hạ tầng. Dự báo tốc độ tăng trưởng toàn ngành xây dựng là 13,4% cho năm 2013.
- Trước đây, các ngành có tính chu kỳ như xây dựng đều đã có những diễn biến tốt sau khi thị trường chứng khoán chạm đáy và nền kinh tế có dấu hiệu hồi phục.

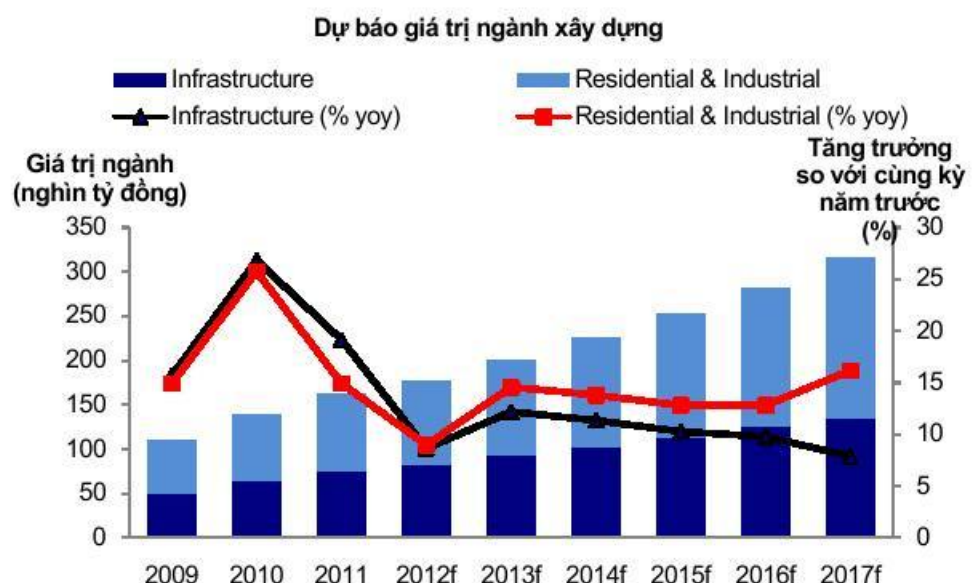
Mảng xây dựng khu dân cư và xây dựng công nghiệp sẽ tăng 14% trong năm 2013

Ngành xây dựng của Việt Nam đã tăng trưởng với tốc độ gộp hàng năm (CAGR) là 19,2% trong giai đoạn 2000-2011. Mảng xây dựng khu dân cư và công nghiệp chiếm 53,7% trong giai đoạn 2008-2011, trong khi mảng xây dựng cơ sở hạ tầng chiếm 46,3%.

Trong năm 2013, chúng tôi dự báo chi tiêu cho mảng xây dựng khu dân cư và xây dựng công nghiệp sẽ đạt tổng cộng 108.000 tỷ đồng, tăng 14,5% so với cùng kỳ năm ngoái, so với mức 93.000 tỷ đồng của mảng xây dựng cơ sở hạ tầng, chỉ tăng 12%. Toàn ngành dự báo sẽ tăng trưởng 13,4% so với cùng kỳ năm ngoái.

Giữa hai mảng xây dựng khu dân cư và xây dựng công nghiệp, chúng tôi nhìn nhận tình trạng dư cung đang diễn ra trong mảng xây dựng khu dân cư và do đó không thể kỳ vọng phân khúc này sẽ tăng trưởng mạnh. Mặt khác, chúng tôi cho rằng mảng xây dựng công nghiệp sẽ có triển vọng sáng sủa hơn qua quan sát xu hướng dòng vốn đầu tư nước ngoài gần đây chủ yếu vào các lĩnh vực sản xuất và chế biến.

Hình 2: Ngành xây dựng Việt Nam sẽ phục hồi trong năm 2013 đạt tăng trưởng 13% so với cùng kỳ năm ngoái



Nguồn: Dự báo của BMI

HBC sẽ có nhiều thuận lợi

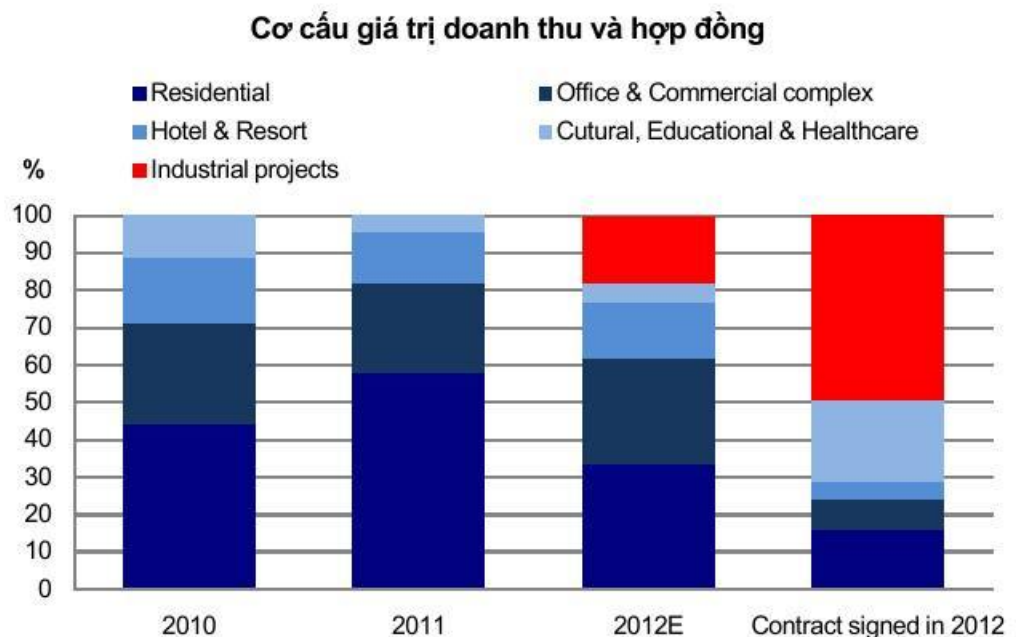
HBC sẽ có thuận lợi từ (1) công ty đã thay đổi chiến lược nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu thị trường, (2) vị trí đầu ngành là lợi thế để HBC tiếp tục duy trì khả năng tìm kiếm và ký kết các hợp đồng mới.

Thay đổi chiến lược nhằm phù hợp hơn với nhu cầu thực tế

Trong năm 2011, HBC bắt đầu đa dạng hóa mạng lưới khách hàng sang các dự án công nghiệp do đã thấy trước được cạnh tranh ngày càng gay gắt và triển vọng hạn chế của phân khúc xây dựng khu dân cư. Lợi nhuận HBC dịch chuyển mạnh từ các dự án khu dân cư sang các dự án công nghiệp trong năm 2012. Xây dựng công nghiệp đóng góp khoảng 18% doanh thu năm 2012. Xây dựng khu dân cư đóng góp giảm từ 58% năm 2011 xuống còn 34% năm 2012.

HBC đang trong đợt làn sóng đầu tư nước ngoài vào các lĩnh vực sản xuất và chế biến, đặc biệt là từ Nhật Bản. Chúng tôi cho rằng thay đổi chiến lược của HBC sang xây dựng công nghiệp là hợp lý do các ngành sản xuất và chế biến tỏ ra hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài nhất với tổng vốn đầu tư 9,1 tỷ USD, chiếm 70% vốn đăng ký cả nước trong năm 2012. Ngành bất động sản đứng thứ hai với 1,9 tỷ USD (chiếm 14%). Chúng tôi cũng tin rằng cơ cấu doanh thu của HBC sẽ tiếp tục chuyển dịch sang mảng xây dựng công nghiệp do 49% giá trị hợp đồng ký trong năm 2012 là các công trình công nghiệp.

Hình 3: Ngành công nghiệp chiếm 49% các hợp đồng mới ký kết trong năm 2012



Nguồn: BMI, VCSC

Hình 4: HBC đang chuyển hướng sang mảng xây dựng công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao hơn



Nguồn: HBC, VCSC

HBC sẽ hưởng lợi từ các xu hướng mới của thị trường bất động sản

Việc người mua do dự trước các dự án bất động sản chưa hoàn thành có thể là một cơ hội. Tại thời điểm hiện tại, người mua là người có vị thế cao hơn trên thị trường bất động sản và hầu hết là người mua nhà để ở, chứ không cho mục đích đầu cơ. Vì thế họ không nhất thiết phải mua các dự án chưa hoàn thành, trong khi có rất nhiều lựa chọn khác do thị trường đang dư cung. Nhận thức được điều này, các chủ đầu tư sẽ phải cố gắng hoàn thành xây dựng các dự án đang triển khai. Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ sẽ phần nào hỗ trợ điều này. Trong chừng mực nào đó, chúng tôi cho rằng các công ty xây dựng như HBC chắc chắn có thể hưởng lợi từ xu hướng mới này.

Các chủ đầu tư tập trung vào tiết kiệm chi phí cũng có thể là một thuận lợi cho các nhà thầu trong nước. Khi thị trường bất động sản của Việt Nam đang bùng nổ, giá trị của một dự án bất động sản phần lớn được xác định bởi thương hiệu của nhà thầu. Nhu cầu và lợi nhuận cao tại thời điểm đó cho phép các chủ đầu tư lựa chọn nhà thầu nước ngoài từ châu Âu, Nhật Bản và Singapore, và chấp nhận giá thầu cao hơn 20% - 30% mặc dù chất lượng công trình xây dựng gần như không khác biệt. Hiện tại, tình hình khó khăn khiến các chủ đầu tư chú ý nhiều hơn đến việc cắt giảm chi phí. Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà thầu trong nước sẽ là những lựa chọn thay thế lý tưởng.

HBC là nhà thầu phụ lý tưởng cho các nhà thầu nước ngoài

Chúng tôi không cho rằng việc cạnh tranh từ các nhà thầu nước ngoài như Kumho E&C, Keangnam E&C, Daewon, và Hyundai là đáng lo ngại. Thông tư số 01/2012 Bộ Xây dựng ban hành hồi tháng 04/2012 yêu cầu các nhà thầu nước ngoài hợp tác với các nhà thầu phụ trong nước mới được cấp giấy phép xây dựng. Chúng tôi cho rằng HBC là một trong những lựa chọn lý tưởng nhờ quá trình hợp tác tốt với các chủ đầu tư nổi tiếng như Novaland (các dự án Sunrise City, Tropic Garden), Phú Mỹ Hưng, Times Square, và Le Meridien, các dự án này có tiến độ xây dựng tốt ngay cả khi thị trường không thuận lợi.

Xây dựng thương hiệu với vai trò là nhà thầu phụ

Trong những năm gần đây, HBC đã phát triển chuyên môn và tăng thị phần bằng cách nhận những hợp đồng thầu phụ cho các nhà thầu nước ngoài. Chúng tôi đánh giá cao điều này do góp phần giúp tăng thị phần gấp bốn lần trong vòng bốn năm qua. Ngoài ra, công ty cũng có thể tích lũy kinh nghiệm và công nghệ có giá trị từ các nhà thầu nước ngoài này.

HBC có đề cập đến việc mở rộng hoạt động sang các nước Đông Nam Á để khai thác cơ hội ở Singapore, Malaysia hay Thái Lan. Những nước này hiện đang đối mặt với tình trạng thiếu lao động trong ngành xây dựng và lĩnh vực bất động sản cũng đã phát triển mạnh trong những năm gần đây. Bằng cách gửi kỹ sư sang nước ngoài làm việc như công ty đã và đang thực hiện, HBC có thể trở thành thương hiệu được biết đến nhiều hơn trong khu vực.

Một đối tác chiến lược sẽ cải thiện tình hình tài chính

HBC hiện gặp một số vấn đề tài chính. Nguyên nhân thứ nhất là do công ty ghi nhận doanh thu nhanh do đó các khoản phải thu đã tăng lên đáng kể (chủ yếu họ hỗ trợ tài chính cho khách hàng và chủ đầu tư). Nguyên nhân thứ hai là công ty hiện có một danh mục đầu tư bất động sản lớn. Vốn chủ sở hữu của HBC khá khiêm tốn và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu ở mức cao 1,7 lần ảnh hưởng đến khả năng trúng thầu và thực hiện các dự án.

Để giải quyết vấn đề này, HBC gần đây đã công bố kế hoạch phát hành thêm 10-15 triệu cổ phiếu mới cho một đối tác chiến lược. Hiện có ba ứng cử viên, trong đó có hai từ Nhật Bản và là một nhà thầu Singapore. HBC dự kiến sẽ phát hành cổ phiếu mới trên mức giá trị sổ sách là 18.263 đồng/cổ phiếu vào cuối Quý 3/2012. Các bên đang tiến hành đàm phán.

Lợi ích về mặt chiến lược và tài chính

Phát hành thêm cổ phiếu mới sẽ giúp HBC cả về mặt chiến lược và tài chính. Nếu phát hành thêm 10 triệu hay 15 triệu cổ phiếu mới thì đối tác chiến lược sẽ sở hữu 21% đến 29% cổ phần trong HBC. Chúng tôi cho rằng cổ phần này là đáng kể, đủ để cho các nhà đầu tư này yêu cầu sự tham gia sâu hơn trong bộ máy lãnh đạo của Công ty. Chúng tôi cho rằng HBC sẽ có cơ hội học hỏi và áp dụng những kinh nghiệm quản lý quốc tế dù có khả năng gây ra nhưng khác biệt về văn hoá.

Hợp tác nhiều hơn với các nhà đầu tư quốc tế dù là Nhật Bản hay Singapore cũng phù hợp với kế hoạch mở rộng ra nước ngoài của HBC. HBC có thể hoàn thành kế hoạch này thông qua các chương trình đào tạo, gửi các kỹ sư và công nhân sang nước ngoài mà không cần phải tiến hành quá nhiều thủ tục pháp lý.

Xét về vốn, vốn điều lệ của HBC sẽ tăng 24% hoặc 36% từ 413 tỷ đồng với phát hành 10 triệu hoặc 15 triệu cổ phiếu mới, qua đó nâng cao khả năng trúng thầu, do năng lực tài chính là một trong những yếu tố cạnh tranh trong việc giành được các hợp đồng.

Nếu HBC có thể phát hành cổ phiếu mới tại giá trị sổ sách (18.263 đồng/cổ phiếu vào Quý 3/2012), chúng tôi ước tính công ty sẽ nhận được tổng cộng 183 tỷ đồng hay 274 tỷ đồng tiền mặt. Việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ giúp HBC giảm bớt áp lực vay nợ. HBC có thể tiết kiệm chi phí lãi vay lên đến 30 tỷ đồng, bằng 20% tổng chi phí lãi vay ước tính cho năm 2012.

Trao đổi với công ty, chúng tôi được biết rằng HBC thực sự cần tiền mặt. Tuy nhiên, HBC sẽ thận trọng trong việc chọn lựa đối tác chiến lược.

Triển vọng lợi nhuận

Phân tích của chúng tôi cho thấy HBC có khả năng tăng doanh thu với mức tăng trung bình 18% mỗi năm trong giai đoạn 2013 đến 2016. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2013 sẽ giảm nhẹ do trong lợi nhuận ngoài hoạt động kinh doanh, theo chúng tôi quan sát, chỉ có tiền lãi ngân hàng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng từ năm 2014 đến 2016 sẽ tăng mạnh 33% nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng và chi phí lãi vay ổn định hơn.

Giá trị hợp đồng đã ký giúp duy trì tăng trưởng trong năm 2013

Năm 2012, HBC đã ký thêm nhiều hợp đồng với tổng giá trị 3.500 tỷ đồng. Như đã đề cập trên đây, 49% trong số này là các dự án công nghiệp, tiếp theo đó là các bệnh viện, chiếm 22%. 29% còn lại thuộc về các dự án khách sạn, văn phòng và nhà ở. Nhờ các dự án này, giá trị hợp đồng đã ký của HBC tăng mạnh lên 4.100 tỷ đồng vào cuối năm 2012.

Chúng tôi ước tính trong năm 2013 HBC có thể ký thêm 3.900 tỷ đồng giá trị các hợp đồng mới, tăng 11% so với năm 2012. Chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng giá trị hợp đồng đã ký của HBC sẽ bắt đầu tăng mạnh từ năm 2015 với tăng trưởng hàng năm trên 20%.

Hình 5: Các hợp đồng đã ký năm 2012

Dự án	Loại hình	Công việc thi công	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian hoàn thành
Bệnh viện Tâm Trí Đồng Tháp	Bệnh viện		110	08/2013
Bệnh viện Tâm Trí Nha Trang	Bệnh viện			08/2013
Nhà máy Vissan Hà Nội mở rộng	Công nghiệp		25	
Nhà Máy Lixil – KCN Long Đức – Đồng Nai	Công nghiệp	Khung	100	07/2013
Star Hill C.14 (Resume)	Nhà ở	Móng/Khung	475	07/1905
Nhà ga T2 – Sân bay Nội Bài	Dân dụng	Móng/Khung	100	07/1905
Khu nhà ở chuyên gia tại khu liên hợp Gang Thép Formosa Hà Tĩnh	Công nghiệp		1.100	07/2013
Khách sạn Hilton Bạch Đằng – Đà Nẵng	Khách sạn	Móng/Hầm	163	03/2013
Nhà máy dệt Esquel – Hòa Bình	Công nghiệp	Móng/Hầm/Khung	180	02/2013
Mipac Riverside – Hà Nội	Nhà ở	Hầm	80	07/1905
Bệnh Viện Đa Khoa Trung Tâm An Giang	Bệnh viện	Móng/Hầm/Khung	644	02/2014
Vietinbank Chi nhánh 93 Hàm Nghi – TP. HCM	Dân dụng	Móng/Hầm/Khung	200	05/2013
MB Sunny Tower – TP. HCM	Dân dụng	Khung	91	03/2013
Nhà máy Casumina	Công nghiệp	Móng/Hầm/Khung	120	03/2013
Nhà máy than – Móng Dương 2	Công nghiệp	Móng/Hầm/Khung	90	11/2012
Tổng giá trị			3.478	

Nguồn: HBC, VCSC

Dự báo doanh thu

Doanh thu năm 2013 có thể đạt 4.838 tỷ đồng với giả định tỷ số giá trị hợp đồng đã ký/doanh thu ghi nhận đạt 0,8 lần, tương đương năm ngoái. Chúng tôi giả định tỷ lệ tỷ lệ giá trị hợp đồng đã ký/doanh thu ghi nhận sẽ tăng dần lên 1,0 lần trong năm 2016.

Hình 6: Dự báo doanh thu năm 2012-2016

	2010	2011	2012E	2013F	2014F	2015F	2016F
Giá trị đầu kỳ	3.168	4.700	4.869	4.164	3.196	2.067	1.290
Hợp đồng mới	3.300	3.225	3.478	3.871	4.517	5.699	7.762
Doanh thu	1.768	3.056	4.183	4.838	5.646	6.477	7.921
Giá trị cuối kỳ	4.700	4.869	4.164	3.196	2.067	1.290	1.132
Giá trị hợp đồng đã ký/doanh thu ghi nhận (lần)	1,9	1,1	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0

Nguồn: HBC, VCSC

Biên lợi nhuận gộp tăng dần

Biên lợi nhuận của HBC giảm từ 14% năm 2011 xuống 8,1% trong 9 tháng đầu năm 2012. HBC giải thích rằng biên lợi nhuận gộp giảm là do: (1) cạnh tranh cao hơn trong lĩnh vực xây dựng; (2) HBC để chủ đầu tư mua vật liệu xây dựng do giá cả diễn biến thất thường ở một số công trình; (3) HBC chỉ đóng vai trò quản lý trong một số hợp đồng với margin thấp. Tuy nhiên, dường như biên lợi nhuận gộp giảm là tình trạng chung của ngành xây dựng năm 2012. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp đạt 9% trong năm 2013 và 9,5% trong năm 2015. Biên lợi nhuận gộp trên thực tế có thể sẽ cao hơn vì giả định của chúng tôi được đặt ra khá thận trọng, thấp hơn so với mức bình quân giai đoạn 2008-2011.

Hình 7: Quá trình diễn biến biên lợi nhuận gộp trong quá khứ và tương lai



Nguồn: HBC, VCSC

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận ròng

Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của HBC sẽ tăng 37% trong năm 2013 nhờ biên lợi nhuận gộp tăng lên 9%. Từ năm 2014 đến 2016, chúng tôi dự báo tăng trưởng sẽ đạt trung bình 22%.

Hình 8: Lãi và lỗ hợp nhất

	2009	2010	2011	2012E	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	1.763	1.768	3.055	4.183	4.838	5.646	6.477
- Giá vốn hàng bán	(1.651)	(1.473)	(2.636)	(3.844)	(4.403)	(5.138)	(5.861)
Lợi nhuận gộp	113	295	420	339	435	508	615
- Chi phí bán hàng	0	(2)	(8)	(13)	(15)	(17)	(19)
- Chi phí quản lý DN	(45)	(81)	(121)	(125)	(145)	(169)	(194)
Lợi nhuận thuần HĐKD	67	212	291	201	276	322	402
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	1	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
- Lợi nhuận khác	17	21	41	113	11	11	11
EBIT	84	234	331	313	284	330	409
- Chi phí lãi vay	(22)	(48)	(146)	(146)	(131)	(144)	(162)
Lợi nhuận trước thuế	62	185	185	167	154	186	248
- Thuế TNDN	(13)	(46)	(36)	(37)	(34)	(41)	(54)
Lợi nhuận bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số	49	140	150	130	120	145	193
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	(1)	0	0	0	(1)
Lợi nhuận sau thuế	48	139	149	130	119	145	193
<i>Biên LN gộp</i>	6,4%	16,7%	13,7%	8,1%	9,0%	9,0%	9,5%
<i>Chi phí bán hàng</i>	0,01%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<i>Chi phí quản lý</i>	2,6%	4,6%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Biên LN từ hoạt động</i>	3,8%	12,0%	9,5%	4,8%	5,7%	5,7%	6,2%
<i>Thuế suất</i>	20,9%	24,6%	19,2%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
<i>Biên LN ròng</i>	2,7%	7,9%	4,9%	3,1%	2,5%	2,6%	3,0%

Nguồn: VCSC ước tính

Chi phí quản lý và bán hàng. Chi phí quản lý giảm trong 9 tháng đầu năm 2012 nhờ các chính sách quản lý chi phí hiệu quả. Chúng tôi ước tính chi phí quản lý sẽ giảm xuống từ 4,3% doanh thu trong năm 2011 xuống 3,3% trong năm 2012. Chúng tôi cho rằng trong tương lai HBC sẽ tiếp tục duy trì việc kiểm soát chi phí chặt chẽ. Chi phí quản lý và bán hàng do đó sẽ duy trì tại mức 3,3% doanh thu bán hàng trong 4 năm tới.

Chi phí lãi vay. HBC tài trợ cho các hoạt động hiện nay chủ yếu bằng các khoản vay ngắn hạn. Chi phí lãi vay trong 2 năm qua khá cao. HBC đã trả gần 50% EBIT cho ngân hàng trong 2 năm qua. Chúng tôi cho rằng lãi suất bình quân sẽ thấp hơn trong giai đoạn dự báo, bình quân đạt 11%. Tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT vì vậy sẽ giảm dần từ mức 46% như dự báo xuống 34% năm 2016.

Thu nhập ngoài hoạt động kinh doanh. HBC cho biết lợi nhuận ròng năm 2012 đạt 130 tỷ đồng do kết quả Quý 4 khả quan. Trong vòng 4 năm tới, chúng tôi giả định doanh thu ngoài hoạt động kinh doanh tăng chủ yếu nhờ tiền lãi ngân hàng, đạt khoảng 11 tỷ đồng/năm.

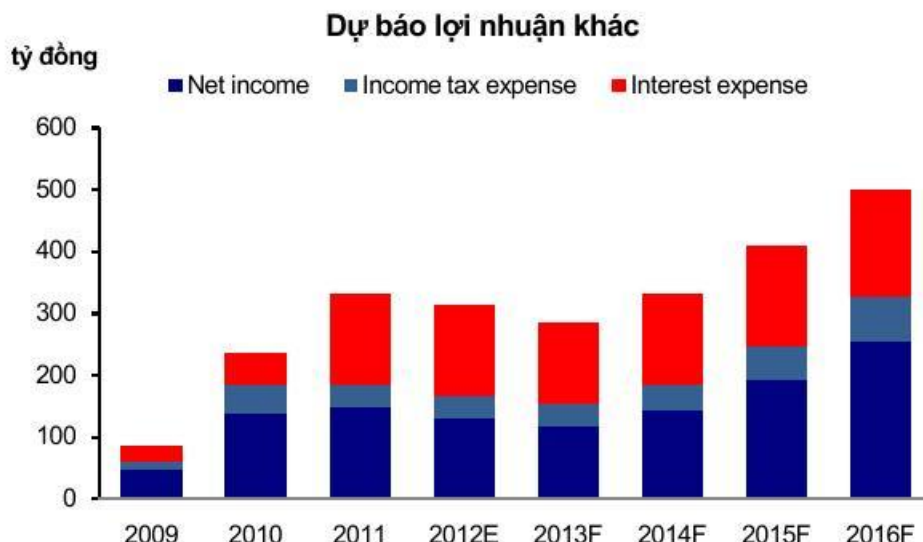
Dù các hoạt động hoàn nhập dự phòng có thể mang lại lãi/lỗ trong tương lai, chúng tôi không tính nguồn thu nhập tài chính này và chỉ đưa tiền lãi ngân hàng vào dự phóng của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng. Chúng tôi giả định thuế thu nhập là 22% trong dự báo. Lợi nhuận ròng năm 2013 có thể đạt 119 tỷ đồng (giảm 8% so với năm 2012). Chúng tôi cũng giả định HBC sẽ phát hành thành công 15 triệu cổ phiếu vào giữa năm 2013 khi tính EPS năm 2013. EPS nếu

dựa trên số cổ phiếu trung bình sẽ đạt mức 2.664 đồng. Nếu không phát hành thêm cổ phiếu mới, EPS năm 2013 sẽ đạt 3.199 đồng.

Cổ tức. ĐHCĐ thường niên năm 2012 đã thông qua tỷ lệ trả cổ tức là 30% nhưng không nói rõ sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt hay cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng khó có thể trả toàn bộ cổ tức bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu do HBC hiện đang ưu tiên cải thiện tình hình thanh khoản. Chúng tôi cho rằng mức trả cổ tức có thể đạt 500 đồng/cổ phiếu.

Hình 9: Dự báo lợi nhuận khác



Nguồn: HBC, VCSC

Phân tích bảng cân đối kế toán

Tình hình tài chính của HBC không được khả quan lắm. Đó là lý do cho nhu cầu phát hành thêm cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược.

Tăng trưởng của HBC được đánh đổi với khả năng thu hồi công nợ

HBC rất tích cực ghi nhận doanh thu bán hàng, do đó khả năng thu hồi nợ trở thành một rủi ro. Trong 9 tháng đầu năm 2012, HBC đã ghi nhận 2.637 tỷ đồng doanh thu, tăng 20% so với cùng kỳ năm 2011, nhưng các khoản phải thu tổng cộng tăng tới 55% so với cùng kỳ năm 2011. Vòng quay khoản phải thu giảm từ mức 4,6 lần năm 2009 xuống 2,4 lần trong năm 2012. Chúng tôi cho rằng vòng quay khoản phải thu sẽ bắt đầu tăng trở lại từ năm 2013 lên 2,6 lần và về mức 4,0 lần trong năm 2016. HBC đã cố gắng kéo dài thời gian trả nợ cho các nhà cung cấp (tăng 90% trong 9 tháng đầu năm 2012 so với cùng kỳ năm 2011), nhưng điều này không thể bù lại tốc độ thanh toán chậm của các khách hàng.

HBC phụ thuộc nhiều vào nợ ngắn hạn

Vì vốn chủ sở hữu chỉ đạt 683 tỷ đồng, trong khi giá trị xây dựng hiện tại lên đến 4.500 tỷ đồng, HBC phải phụ thuộc vào nguồn vốn vay ngắn hạn từ các ngân hàng. Các khoản nợ ngắn hạn tăng 27% trong 9 tháng đầu năm 2012. Đến cuối năm 2012, tỷ lệ Nợ/CSH đạt 1,7 lần. Chúng tôi ước tính tỷ lệ Nợ/CSH năm 2013 sẽ tăng lên 1,0 lần nhờ (1) giá trị vốn CSH tăng nhờ phát hành thêm cổ phiếu với mức giá cao hơn mệnh giá (giá định là 18.262 đồng/cổ phiếu) và (2) thu hồi nợ từ khách hàng dễ dàng hơn.

Tiền mặt bị kẹt trong các khoản đầu tư tài chính

Tính đến ngày 30/09/2012, HBC nắm giữ danh mục đầu tư trị giá 349 tỷ đồng, bao gồm đầu tư vào các công ty liên kết và các dự án bất động sản. Chúng tôi ước tính giá trị sổ sách của các khoản đầu tư vào bất động sản chiếm 78% tổng đầu tư tài chính, khoảng 272 tỷ đồng.

Các dự án này hiện đang tạm hoãn và gần như không hề mang lại lợi nhuận do tình hình khó khăn và thiếu vốn.

Các công ty này chưa được niêm yết, không có giá thị trường tham chiếu để ước tính khả năng lãi hoặc lỗ tại một thời điểm nhất định. Dù vậy, chúng tôi cho rằng khả năng giảm vẫn thấp hơn khả năng tăng vì theo chúng tôi, hiện đã gần đến đáy chu kỳ và khả năng trích lập thêm dự phòng trong một vài năm tới khó có thể xảy ra.

Ngoài ra, một yếu tố đáng ghi nhận khác là HBC sẽ không chi thêm vào các dự án này trong tương lai gần và đang cố gắng thanh lý. Năm 2012, HBC chỉ thoái vốn khỏi dự án căn hộ Bình Chiểu (giá trị sổ sách 10,7 tỷ đồng). HBC càng sớm giải phóng các lượng vốn này thì tỷ lệ lợi nhuận càng được cải thiện nhanh chóng do các khoản đầu tư liên quan đến bất động sản chiếm 23% tổng số nợ. Tiền lãi tiết kiệm được từ số tiền này có thể lên đến 33 tỷ đồng, tương đương 23% chi phí lãi vay ước tính năm 2012.

Cổ phiếu quỹ chiếm 9,6% tổng số cổ phiếu thông thường

HBC hiện đang nắm giữ 4 triệu cổ phiếu quỹ, với chi phí trung bình 27.708 đồng, hiện cao hơn 69% so với giá thị trường. Chúng tôi cho rằng HBC sẽ chấp nhận lỗ và bán lại các cổ phiếu này, và đó là một gánh nặng về tiền mặt.

Hình 10: Đầu tư vào các dự án BĐS

#	Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	TL cổ phần (%)	GTSS@3Q12 (tỷ đồng)
1	Khu căn hộ Hòa Bình	Quận 8	2	17%	26,1
2	Khu căn hộ Long Thới	Huyện Nhà Bè	3	100%	57,9
3	Khu dân cư Nhơn Đức	Huyện Nhà Bè	1	100%	9,4
4	KDC Phước Lộc Thọ	Huyện Nhà Bè	5	48%	50,5
5	Khu dân cư Thanh Xuân	Huyện Nhà Bè	1	100%	21,7
6	KCN Long Hậu – Hòa Bình	Long An	125	49%	78,9
7	Khu nghỉ dưỡng Lăng Cô	Huế	8	100%	5,2
8	Khu nghỉ dưỡng Phú Yên	Phú Yên	100	100%	22,5
				TỔNG CỘNG	272,2

Nguồn: HBC, VCSC

Hình 11: Bảng cân đối kế toán hợp nhất

Bảng cân đối kế toán	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tài sản								
+ Tiền và tương đương	184	258	300	420	653	565	662	805
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	1	325	75	75	75	75	75
+ Các khoản phải thu	475	777	1.421	2.120	1.591	1.856	1.774	2.170
+ Hàng tồn kho	173	151	199	263	302	352	401	491
+ Tài sản ngắn hạn khác	22	85	305	305	305	305	305	305
Tổng tài sản ngắn hạn	854	1.273	2.550	3.183	2.925	3.153	3.218	3.846
+ Tài sản cố định ròng	357	478	460	669	911	1.193	1.517	1.913
+ Đầu tư dài hạn	0	0	4	4	150	150	150	150
+ Tài sản dài hạn khác	125	162	272	272	272	272	272	272
Tổng tài sản dài hạn	482	640	736	945	1.333	1.615	1.939	2.335
Tổng Tài sản	1.335	1.913	3.285	4.128	4.258	4.768	5.157	6.180
Nợ & Vốn CSH								
+ Phải trả ngắn hạn	132	327	406	874	726	792	803	982
+ Vay và nợ ngắn hạn	314	532	894	1.400	1.238	1.277	1.312	1.547
+ Phải trả ngắn hạn khác	216	320	1.172	837	968	1.129	1.295	1.584
Nợ ngắn hạn	662	1.179	2.472	3.110	2.932	3.198	3.410	4.113
+ Vay và nợ dài hạn	17	18	10	85	0	98	83	147
+ Phải trả dài hạn	24	23	76	76	76	76	76	76
Nợ dài hạn	110	41	41	85	160	76	174	159
Tổng nợ	573	704	1.220	2.558	3.271	3.007	3.372	3.569
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	368	368	368	368	198	198	198	198
+ Vốn điều lệ	151	151	167	209	413	687	687	687
+ LN chưa phân phối	16	56	130	144	240	359	504	697
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	55	56	28	6	6	6	6	6
Vốn chủ sở hữu	590	631	693	728	858	1.251	1.396	1.589
Tổng cộng nguồn vốn	1.163	1.335	1.913	3.285	4.128	4.258	4.768	5.157
<i>Nợ/CSH (lần)</i>	<i>0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>	<i>1,7</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>
<i>Vòng quay khoản phải thu (x)</i>	<i>4,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,8</i>	<i>2,4</i>	<i>2,6</i>	<i>3,3</i>	<i>3,6</i>	<i>4,0</i>
<i>Vòng quay khoản phải trả (x)</i>	<i>12,8</i>	<i>7,7</i>	<i>8,3</i>	<i>6,5</i>	<i>6,0</i>	<i>7,4</i>	<i>8,1</i>	<i>8,9</i>
<i>Vòng quay hàng tồn kho (x)</i>	<i>6,2</i>	<i>10,9</i>	<i>17,5</i>	<i>18,1</i>	<i>17,1</i>	<i>17,3</i>	<i>17,2</i>	<i>17,8</i>

Định giá

Cổ phiếu HBC hiện giao dịch tại mức PER 2013 12 tháng qua là 4,7 lần, thấp hơn 50% so với các công ty xây dựng khác trong khu vực. So với các công ty xây dựng trong nước, HBC giao dịch thấp hơn 28%. Chúng tôi cho rằng thị trường đã phần nào phản ánh thông tin phát hành thêm trong đợt tăng gần đây. Xin lưu ý rằng kể từ giữa năm 2012, giá cổ phiếu HBC có xu hướng giảm xuống và tăng trở lại từ mức PER trung bình 3 năm là 6,3 lần.

Do chúng tôi kỳ vọng tình hình ngành xây dựng sẽ cải thiện trong năm 2013, chúng tôi quyết định áp dụng mức PER mục tiêu là 7,5 lần để định giá và EPS 2013 là 2.664 đồng (tính cả 15 triệu cổ phiếu phát hành thêm) và tính ra giá mục tiêu là 20.000 đồng/cổ phiếu.

Figure 12: HBC reverted and bounced back at PER of 6.3x



Nguồn: HBC, VCSC

Hình 13: Một số công ty xây dựng trong nước

Công ty	GT vốn hóa (triệu USD)	P/E (lần)	P/B (lần)	ROE (%)
CTCP đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP. HCM	132,0	7,0	1,9	30
Tổng CTCP XNK và Xây dựng Việt Nam	205,5	13,6	0,9	7
CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	127,6	7,5	0,9	12
CTCP Xây dựng Cotec	58,2	4,7	0,6	13
CTCP Thủy Điện Miền Nam	30,1	8,4	0,6	7
Tập đoàn Hoàng Long	15,3	5,7	0,6	10
TCT Cổ Phần Xây dựng Điện Việt Nam	18,8	4,5	0,6	14
CTCP Kết cấu kim loại và Lắp máy Dầu khí	21,6	2,9	0,6	20
CTCP Sông Đà 10	12,7	2,7	0,5	18
CTCP Tập đoàn Đức Long Gia Lai	16,7	10,9	0,4	3
CTCP Xây dựng & Phát Triển Bình Dương	12,9	5,0	0,8	15
CTCP Xây dựng CN và Dân dụng Dầu khí	12,4	5,8	0,8	7
CTCP Sông Ba	13,1	7,9	0,5	7
Trung bình		6,5	0,7	

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 14: Một số công ty xây dựng trong khu vực

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (lần)	P/B (lần)	ROE (%)
Axis It&T Ltd	Ấn Độ	25,0	13,7	2,1	21,9
Technofab Engineering Ltd	Ấn Độ	23,6	4,6	0,7	21,7
Kelington Group Bhd	Malaysia	27,0	10,5	1,6	13,9
Plb Engineering Berhad	Malaysia	27,5	7,7	0,9	8,2
Focus Development & Construction	Thái Lan	15,6	6,5	3,2	47,4
Trung bình			8,6	1,7	

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Tổng kết kết quả hàng quý

Hình 15 : KQKD từng quý

VND billion

2012	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012	YTD
Doanh thu	655	787	1.212	NA	2.423
LN gộp	85	71	67	NA	214
Biên LN gộp (%)	12,9%	9,1%	5,6%	NA	8,8%
LN từ hoạt động	52	37	34	NA	112
Biên LN hoạt động (%)	7,9%	4,7%	2,8%	NA	4,6%
LN ròng	19	5	17	NA	39
Biên LN ròng (%)	2,9%	0,6%	1,4%	NA	1,6%
2011	Q1/2011	Q2/2011	Q3/2011	Q4/2011	YTD
Doanh thu	571	755	873	878	3.055
LN gộp	71	105	103	127	420
Biên LN gộp (%)	12%	14%	12%	14%	14%
LN từ hoạt động	46	72	72	85	291
Biên LN hoạt động (%)	8%	10%	8%	10%	10%
LN ròng	32	36	28	31	150
Biên LN ròng (%)	5,6%	4,8%	3,2%	3,5%	4,9%
2012 vs. 2011	1Q YoY %	2Q YoY %	3Q YoY %	1Q YoY %	1Q YoY %
Doanh thu	15%	4%	39%	NA	(21%)
LN gộp	19%	(32%)	(35%)	NA	(49%)
LN từ hoạt động	11%	(49%)	(53%)	NA	(62%)
LN ròng	(41%)	(86%)	(40%)	NA	(74%)

Nguồn: Báo cáo tài chính của Công ty



Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2011	2012	2013	2014	2015	CDKT	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	3.055	4.183	4.838	5.646	6.477	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	-2.636	-3.844	-4.403	-5.138	-5.861	+ Tiền và tương đương	300	420	653	565	662
Lợi nhuận gộp	420	339	435	508	615	+ Đầu tư TC ngắn hạn	325	75	75	75	75
- Chi phí bán hàng	-8	-13	-15	-17	-19	+ Các khoản phải thu	1.421	2.120	1.591	1.856	1.774
- Chi phí quản lý DN	-121	-125	-145	-169	-194	+ Hàng tồn kho	199	263	302	352	401
Lợi nhuận thuần HĐKD	291	201	276	322	402	+ Tài sản ngắn hạn khác	305	305	305	305	305
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-2	-2	-2	-3	Tổng tài sản ngắn hạn	2.550	3.183	2.925	3.153	3.218
- Lợi nhuận khác	41	113	11	11	11	+ Tài sản dài hạn	583	876	1.215	1.610	2.063
Lợi nhuận khác	331	313	284	330	409	+ Khấu hao lũy kế	-124	-207	-304	-417	-546
- Chi phí lãi vay	-146	-146	-131	-144	-162	+ Tài sản dài hạn	460	669	911	1.193	1.517
Lợi nhuận trước thuế	185	167	154	186	248	+ Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	150	150	150
- Thuế TNDN	-36	-37	-34	-41	-54	+ Tài sản dài hạn khác	272	272	272	272	272
LNST	150	130	120	145	193	Tổng tài sản dài hạn	736	945	1.333	1.615	1.939
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-1	0	0	0	-1	Tổng Tài sản	3.285	4.128	4.258	4.768	5.157
LNST của cổ đông CT Mẹ	149	130	119	145	193	Nợ					
EPS (đ)	7.912	3.510	2.297	2.788	3.704	+ Phải trả ngắn hạn	406	874	726	792	803
EBITDA	395	397	381	443	539	+ Vay và nợ ngắn hạn	894	1.400	1.238	1.277	1.312
Khấu hao	-64	-84	-97	-113	-130	+ Phải trả ngắn hạn khác	1.172	837	968	1.129	1.295
Tăng trưởng doanh thu	72,8	36,9	15,7	16,7	14,7	Nợ ngắn hạn	2.472	3.110	2.932	3.198	3.410
Tăng trưởng LN HĐKD	37,6	-30,8	36,9	16,7	24,8	+ Vay và nợ dài hạn	10	85	0	98	83
Tăng trưởng EBIT %	41,6	-5,5	-9,1	16,1	24,1	+ Phải trả dài hạn	76	76	76	76	76
Tăng trưởng EPS %	-9,5	-55,6	-34,6	21,4	32,8	Nợ dài hạn	85	160	76	174	159
Chỉ số khả năng sinh lợi						Tổng nợ					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,7	8,1	9,0	9,0	9,5	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	4,9	3,1	2,5	2,6	3,0	+ Thặng dư	368	198	322	322	322
ROE DuPont	21,1	16,4	11,4	11,0	12,9	+ Vốn điều lệ	209	413	563	563	563
ROA DuPont	5,8	3,5	2,9	3,2	3,9	+ LN chưa phân phối	144	240	359	504	697
Tỷ suất EBIT	10,8	7,5	5,9	5,8	6,3	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	6	6	6	6	6
LNST / LNST	80,8	78,0	78,0	78,0	78,0	Vốn chủ sở hữu	728	858	1.251	1.396	1.589
LNST / EBIT	55,9	53,4	54,0	56,5	60,5	Tổng cộng nguồn vốn	3.285	4.128	4.258	4.768	5.157
Vòng quay tổng tài sản	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	Lưu chuyển tiền tệ					
Đòn bẩy tài chính	3,7	4,7	4,0	3,4	3,3	Tiền đầu năm	258	300	420	653	565
ROIC	10,4	6,6	5,0	5,5	6,7	Lợi nhuận sau thuế	149	130	119	145	193
Chỉ số hiệu quả vận hành						+ Khấu hao lũy kế	64	84	97	113	130
Số ngày phải thu	24,2	21,9	23,4	23,2	23,5	+ Điều chỉnh	-52	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	131,3	154,5	140,0	111,4	102,3	+ Thay đổi vốn lưu động	-253	-631	474	-88	210
Số ngày phải trả	50,8	60,8	66,3	53,9	49,7	Tiền từ hoạt động KD	-92	-418	690	170	532
Thời gian luân chuyển tiền	104,7	115,6	97,1	80,7	76,1	+ Thanh lý tài sản cố định	23	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	15,1	16,6	15,6	15,7	15,6	+ Chi mua sắm TSCĐ	-193	-293	-339	-395	-453
Chỉ số TK/đòn bẩy TC						+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,03	1,02	1,00	0,99	0,94	+ Các hoạt động đầu tư khác	-13	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,95	0,94	0,90	0,88	0,83	Tiền từ hoạt động đầu tư	-182	-43	-485	-395	-453
CS thanh toán tiền mặt	0,12	0,13	0,22	0,18	0,19	+ Cổ tức đã trả	-11	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,28	0,36	0,29	0,29	0,27	+ Tăng (giảm) vốn	2	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,55	0,63	0,50	0,50	0,47	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	362	506	-161	39	34
Nợ / Vốn CSH	1,24	1,73	0,99	0,99	0,88	+ Thay đổi nợ dài hạn	-8	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,27	0,34	0,29	0,27	0,25	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,02	0,00	0,02	0,02	Tiền từ hoạt động TC	316	580	28	137	19
Khả năng TT lãi vay	2,27	2,14	2,17	2,30	2,53	Tổng lưu chuyển tiền tệ	42	120	233	-88	98
						Tiền cuối năm	300	420	653	565	662

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Hoàng Việt, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NÀM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105
Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139
CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130
Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116
CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120
CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
KN gần đây nhất	MUA	16.400	20.000