

CTCP XD & KD Địa ốc Hòa Bình (HBC) THÊM VÀO



Tôn Minh Phương

Chuyên viên phụ trách
phuong.ton@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 146

Cập nhật

Hạ KN từ MUA xuống THÊM VÀO

Giá hiện tại 16.500VND
Giá mục tiêu 20.500VND
TL tăng 24%
Tỷ suất cổ tức 6%

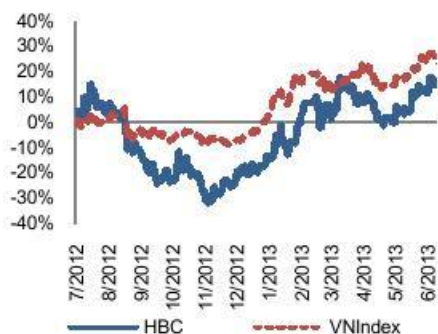
Xây dựng/BDS

Giá trị vốn hóa 37 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 48 triệu
Mức cao nhất 52 tuần 17.478VND
Mức thấp nhất 52 tuần 10.109VND

GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua 146.300USD
Sở hữu của nước ngoài 4,0 triệu USD
TL sở hữu của NN/room tối đa cho NN 38,4% / 49,0%

Cơ cấu cổ đông

Nikko Securities 21,1%
CTHĐĐQT, CEO Lê Viết Hải 17,0%
Vietnam Holding 6,8%
Chip Eng Seng 4,8%



Còn khó khăn, nhưng giá hấp dẫn

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu tại ngưỡng 20.500 đồng (TL tăng 24%), và PE mục tiêu tại ngưỡng 7,5 lần (PE 12 tháng qua là 5,5 lần). Luận điểm đầu tư là ngành xây dựng sẽ đạt tăng trưởng khá từ các khoản đầu tư mới trực tiếp của Chính phủ hay các khoản đầu tư liên quan đến hỗ trợ của Chính phủ. Chúng tôi cũng cho rằng HBC, cũng như Cotecons, xứng đáng được định giá cao hơn nhờ vị trí vững chắc trên thị trường. Tuy nhiên, rủi ro lớn nhất trong năm 2013 là thu hồi các khoản phải thu và do đó công ty phụ thuộc nhiều hơn vào nợ vay để bổ sung vốn lưu động, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị THÊM VÀO.

Giá trị xây dựng sẽ tăng do mùa cao điểm sắp đến và đầu tư ngày càng mạnh.

Giá trị xây dựng dự báo sẽ tăng mạnh vào các quý cuối năm do đây là tính chu kỳ của ngành xây dựng, một xu hướng mà theo quan sát của chúng tôi xảy ra trong các năm qua. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng tỏ rõ cam kết hỗ trợ ngành BĐS thông qua việc tái đầu tư trở lại vào cơ sở hạ tầng và cung cấp gói tín dụng hỗ trợ nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp.

KQLN Quý 1 giảm do cạnh tranh và lỗ của công ty con; KQLN Quý 2 có thể tăng gấp đôi, nhưng mục tiêu năm dường như quá cao.

Doanh thu Quý 1 đạt 1.001 tỷ đồng (tăng 52,8% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận sau thuế đạt 18,2 tỷ đồng (giảm 4,0%), lần lượt đạt 20% và 10% mục tiêu. Biên lợi nhuận ròng giảm từ 2,9% trong Quý 4/2012 xuống 1,7% trong Quý 1/2013, mà theo HBC là để giành được các hợp đồng khởi đầu trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt; các hợp đồng tiếp sau sẽ có biên lợi nhuận cao hơn. Kết quả Quý 1 cũng bị tác động do lỗ từ công ty con. Ban lãnh đạo cho rằng kết quả Quý 2 tối thiểu tăng gấp đôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HBC đưa ra mục tiêu quá cao do việc chuyển đổi từ dự án từ nhà ở sang các dự án công nghiệp có tỷ lệ sinh lời cao hơn chưa tiến triển được như kỳ vọng còn lĩnh vực BĐS vẫn đang được ngưng lại.

HBC giao dịch tại mức giá thấp hơn đáng kể so với các công ty khác cùng ngành.

HBC hiện đang giao dịch tại mức PE 12 tháng qua là 5,5 lần trong khi chỉ số này của các công ty cùng ngành khác trong nước đạt 8,9 lần và trong khu vực đạt 7,0 lần. Chúng tôi cho rằng HBC đang bị định giá thấp do vị thế đòn bẩy quá cao. Tuy nhiên, uy tín trên thị trường nhờ chất lượng đảm bảo và hoàn tất công trình đúng thời hạn xứng đáng bù đắp lại điều này. Trong khi đó, khoản đầu tư chiến lược của Nikko Securities trong Quý 1 là bằng chứng rõ nét cho thấy thương vụ M&A của CTD với Kusto Group đã giúp HBC trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư.

	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	3.055	4.065	4.748	5.303	6.030
LN từ hoạt động (tỷ đồng)	291	231	271	302	344
Biên LN từ hoạt động (%)	9,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Biên LN ròng	4,9%	3,2%	2,6%	2,4%	2,6%
Lợi nhuận ròng chia cho cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	149	132	123	129	157
EPS pha loãng (VND)	3.324	2.945	2.738	2.705	3.311
Tăng trưởng EPS	7%	-11%	-7%	-1%	22%
Cổ tức/CP (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	4,4%	7,7%	6,1%	6,1%	6,1%
Giá trị sổ sách/CP (VND)	38.308	24.780	23.540	23.492	26.241
PER (lần)	6,9	4,4	6,0	6,0	4,9
PBR (lần)	0,6	0,5	0,7	0,7	0,6
ROA (%)	5,8%	3,3%	2,7%	2,7%	3,1%
ROE (%)	21,1%	17,4%	13,0%	11,0%	12,1%
Nợ/CSH (%)	124,2%	180,6%	149,2%	128,3%	141,1%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Xây dựng
Doanh thu	194,4 triệu USD (2012)
Lợi nhuận ròng	6,3 triệu USD (2012)
Yếu tố doanh thu chính	Giá trị xây dựng
Yếu tố chi phí chính	Vật liệu xây dựng và nhân công
Yếu tố rủi ro chính	Tiến độ thu tiền
Các đối thủ chính	Coteccons (CTD)
Các khách hàng chính	N/A
Lãnh đạo	Ông Lê Viết Hải (Chủ tịch HĐQT kiêm TGD)
Địa chỉ	123 Nguyễn Đình Chiểu TP. HCM
Website	http://hoabinhcorporation.com.vn
Email	info@hoabinhcorporation.com
Điện thoại	+84. 8 62 907 626

Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp	Cơ cấu lợi nhuận gộp																										
<table><tr><td>Thương mại</td><td>1%</td></tr><tr><td>BĐS</td><td>2%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>0%</td></tr><tr><td>Xây dựng</td><td>97%</td></tr></table>	Thương mại	1%	BĐS	2%	Khác	0%	Xây dựng	97%	<table><tr><th>Lĩnh vực</th><th>TL đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr><tr><td>Xây dựng</td><td>95%</td><td>9%</td></tr><tr><td>BĐS</td><td>3%</td><td>12%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>0%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>2%</td><td>66%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td></td></tr></table>	Lĩnh vực	TL đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Xây dựng	95%	9%	BĐS	3%	12%	Thương mại	0%	9%	Khác	2%	66%	Tổng cộng	100%	
Thương mại	1%																										
BĐS	2%																										
Khác	0%																										
Xây dựng	97%																										
Lĩnh vực	TL đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																									
Xây dựng	95%	9%																									
BĐS	3%	12%																									
Thương mại	0%	9%																									
Khác	2%	66%																									
Tổng cộng	100%																										
Cơ cấu chi phí	Cơ cấu vốn																										
<table><tr><td>Thuế, Lãi ròng</td><td>3%</td></tr><tr><td>Lãi vay</td><td>4%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>2%</td></tr><tr><td>Quản lý và bán hàng</td><td>4%</td></tr><tr><td>Giá vốn hàng bán</td><td>91%</td></tr></table>	Thuế, Lãi ròng	3%	Lãi vay	4%	Khác	2%	Quản lý và bán hàng	4%	Giá vốn hàng bán	91%	<table><tr><td>Nợ dài hạn</td><td>1%</td></tr><tr><td>CSH</td><td>35%</td></tr><tr><td>Lợi ích CĐTS</td><td>0%</td></tr><tr><td>Nợ ngắn hạn</td><td>63%</td></tr></table>	Nợ dài hạn	1%	CSH	35%	Lợi ích CĐTS	0%	Nợ ngắn hạn	63%								
Thuế, Lãi ròng	3%																										
Lãi vay	4%																										
Khác	2%																										
Quản lý và bán hàng	4%																										
Giá vốn hàng bán	91%																										
Nợ dài hạn	1%																										
CSH	35%																										
Lợi ích CĐTS	0%																										
Nợ ngắn hạn	63%																										

Nguồn: HBC và ước tính của VCSC

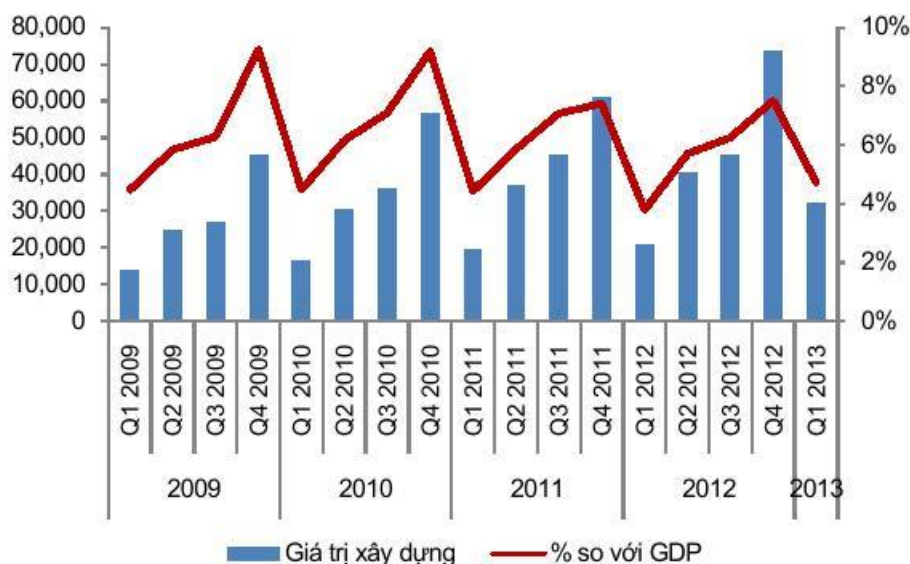
Nội dung cập nhật

- Tóm tắt tình hình ngành xây dựng Quý 1
- KQLN Quý 1 của HBC cho thấy cạnh tranh trong ngành xây dựng ngày càng tăng.
- Bước chuyển dịch mang tính chiến lược sang xây dựng công nghiệp chậm hơn dự kiến, lĩnh vực BĐS tiếp tục ngưng triển khai.
- Hợp tác chiến lược với Nikko Securities Indonesia.
- Vấn đề nan giải: Quản lý vốn lưu động năm 2013.
- Mục tiêu 2013 và dự báo lợi nhuận.
- Điều chỉnh định giá

Tình hình ngành xây dựng khi BĐS chuẩn bị tan băng

Chúng tôi nhận thấy ngành xây dựng tuy có tính mùa vụ cao nhưng vẫn tiếp tục tăng trưởng trong Quý 1/2013 cả về giá trị tuyệt đối (tăng 56%) cũng như tỷ lệ % so với GDP (từ 3,8% trong Quý 1/2012 lên 4,7% trong Quý 1/2013).

Hình 1: Giá trị xây dựng hàng quý (tỷ đồng) và so sánh với GDP theo tỷ lệ %



Nguồn: TCTK, VCSC

Trước hết, hiệu ứng mùa vụ sẽ giúp giá trị xây dựng tăng mạnh về cuối năm. Thứ hai, Chính phủ đã và đang tỏ rõ cam kết hỗ trợ BĐS bằng việc tăng đầu tư trở lại vào cơ sở hạ tầng công cộng (vốn có thời gian tạm ngưng theo Nghị định 11 năm 2011) và cung cấp gói tín dụng cho nhà ở xã hội và nhà ở cho người thu nhập thấp. Vì vậy, chúng tôi tin rằng đà phục hồi của ngành xây dựng sẽ được duy trì cho đến hết năm 2013 và sang năm 2014.

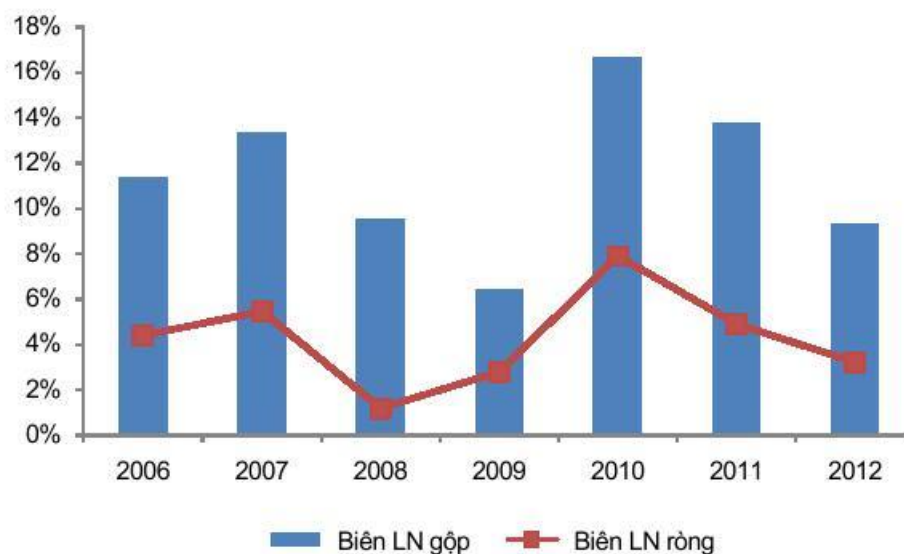
Doanh thu Quý 1 của HBC đạt mục tiêu nhưng lợi nhuận có xu hướng giảm do cạnh tranh ngày càng tăng.

Trong Quý 1, HBC đạt 1.001 tỷ đồng doanh thu (tăng 52,8%) và 16,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trước khi trả lợi ích cổ đông thiểu số (giảm 11,7%). Giải thích về việc biên lợi nhuận giảm từ 2,9% Quý 4/2012 xuống 1,7%, HBC cho biết trong Quý 1 công ty phải nhận nhiều hợp đồng ban đầu có tỷ lệ sinh lời thấp hơn nhiều để trúng thầu. Sau khi ký được một số hợp đồng và giành được niềm tin của chủ đầu tư, ban lãnh đạo kỳ vọng các hợp đồng tiếp theo sẽ mang lại biên lợi nhuận cao hơn cho HBC. Ngoài ra, KQLN Quý 1 cũng bị ảnh hưởng do lỗ từ một công ty con (Công ty Xây dựng và Địa ốc Hòa Bình Hà Nội). HĐQT đã quyết định

giải thể công ty này. Ban lãnh đạo dự kiến KQLN Quý 2 sẽ cao hơn nhiều so với Quý 1, tăng khoảng gấp đôi khi không còn khoản lỗ này.

Chúng tôi xin lưu ý giá trị của các hợp đồng mà HBC mới trúng thầu trong Quý 1 cũng gần bằng doanh thu ghi nhận, do đó danh mục hợp đồng tương lai không thay đổi. Thực tế, một trong những rủi ro mà chúng tôi nhận thấy đối với các công ty xây dựng đã có chỗ đứng như HBC là khi thị trường đi xuống thì cạnh tranh về mặt giá cả từ phía các đối thủ nhỏ hơn trở nên gay gắt. Các công ty xây dựng đang gặp khó khăn sẵn sàng phá giá chỉ để trúng thầu và tồn tại. Việc đảm bảo chất lượng và hoàn tất công trình đúng thời hạn hoàn toàn không được quan tâm, khiến các công ty có uy tín nhưng đưa ra mức giá cao hơn như HBC chịu thiệt hại. Ngoài ra, Việt Nam hiện không có cơ chế “bảo hộ” nào từ Hiệp hội các nhà thầu và vì vậy các công ty có thể tùy tiện đưa ra giá khi đấu thầu.

Hình 2: Cạnh tranh ngày càng tăng khiến biên lợi nhuận gộp và ròng của HBC giảm



Nguồn: HBC, VCSC

Bước chuyển dịch mang tính chiến lược sang lĩnh vực xây dựng công nghiệp mới chỉ là mục tiêu, chưa thành hiện thực.

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo lần đầu, chiến lược của HBC là ngày càng tập trung vào các dự án công nghiệp do phân khúc này có biên lợi nhuận ròng cao hơn khoảng 5% so với phân khúc nhà ở. Song song với chiến lược này, về mặt địa lý, HBC sẽ dần đưa 60% nguồn lực sang thị trường miền Bắc do ban lãnh đạo tin rằng tại khu vực này 1) số dự án có vốn FDI sẽ tiếp tục tăng; và 2) uy tín chất lượng của HBC sẽ được đánh giá cao hơn. Tuy nhiên, việc đấu thầu các dự án công nghiệp cũng có những đặc thù riêng và HBC thừa nhận vẫn chưa thành công như kỳ vọng. Trong số 600 tỷ đồng giá trị hợp đồng công ty vừa trúng thầu cho danh mục đơn hàng tương lai, nhà ở vẫn chiếm tới 63%. Hiện tại, xây dựng nhà ở vẫn chiếm hơn 70% tổng danh mục hợp đồng của HBC.

Theo trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo, HBC đang gặp phải cạnh tranh ngày càng tăng, đặc biệt từ hai đối thủ mới – Cofico và ECI Saigon. Thế mạnh của Cofico là mạng lưới quan hệ tốt do xuất phát là doanh nghiệp nhà nước. Trong khi đó, ECI Saigon, lại đang tỏ ra rất năng động khi thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với các chủ đầu tư như DXG hay các công ty xây dựng nước ngoài như SMC Japan để tiếp cận các dự án của các chủ đầu tư Nhật Bản. Ngoài ra, đối thủ truyền thống của HBC – Coteccons – tiếp tục tỏ rõ khả năng cạnh tranh trong việc đấu thầu các dự án có vốn đầu tư nước ngoài nhờ hậu thuẫn vốn từ Kusto Group.

Các dự án BĐS sẽ tạm thời ngủ đông.

Do thị trường trầm lắng, trong Quý 1 HBC chủ động không triển khai các dự án BĐS. Chỉ riêng dự án Long Thới có một số tiến triển do HBC dự kiến sẽ điều chỉnh dự án này thành nhà ở thu nhập thấp. Ngoài ra, kể từ khi đưa ra báo cáo cập nhật gần đây nhất hồi tháng chín, chúng tôi nhận thấy HBC đã thoái vốn khỏi dự án Lăng Cô tại Huế. Tuy nhiên, việc thoái vốn này không mang lại lợi nhuận đáng kể.

Hình 3: Danh sách các dự án BĐS của HBC và tình trạng hiện nay cho thấy tiến độ còn chậm

#	Dự án	Địa điểm	Tổng DT (ha)	TL cổ phần (%)	Giá trị sổ sách (30/09/2012)	Giá trị sổ sách (31/03/2013)
1	CC Bình An	Quận 8	2	17%	26,1	26,1
2	Khu căn hộ Long Thới	Nhà Bè	3	100%	57,9	57,9
3	Khu dân cư Nhơn Đức	Nhà Bè	1	100%	9,4	9,4
4	Phước Lộc Thọ	Nhà Bè	5	48%	50,5	50,5
5	Thanh Xuân	Nhà Bè	1	100%	21,7	21,7
6	KCN Long Hậu – Hòa Bình	Long An	125	49%	78,9	78,9
7	Khu nghỉ dưỡng Lăng Cô	Huế	8	100%	5,2	Sold
8	Khu nghỉ dưỡng Phú Yên	Phú Yên	100	100%	22,5	22,5
TỔNG CỘNG					272,2	267,0

Nguồn: HBC, VCSC

HBC là một trong số ít những công ty xây dựng có thể xem xét đầu tư.

HBC là một trong số ít các mã xây dựng niêm yết mà chúng tôi khuyến nghị. Đối thủ chính của công ty trong khu vực doanh nghiệp tư nhân, CTD giờ đây được thị trường cho là đã thuộc về Kusto Group. Đi theo chiến lược riêng của mình, CTD không có xu hướng muốn làm thầu phụ cho các công ty nước ngoài như HBC. Chúng tôi cho rằng hướng đi này có thể khá hạn chế chiến lược mở rộng thị phần của CTD do cạnh tranh ngày càng tăng trên thị trường và điều này sẽ phần nào giúp HBC trở nên nổi bật hơn.

Thực tế, việc cạnh tranh đấu thầu giữa Chip Eng Seng (CES) và Nikko Securities Indonesia, với Nikko cuối cùng trúng thầu và giành được 21,1% sở hữu cho thấy HBC là điểm đầu tư hấp dẫn trong con mắt các nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực xây dựng.

So với Chip Eng Seng, chúng tôi cho rằng khoản đầu tư của Nikko Securities Indonesia có một số thuận lợi và bất lợi riêng.

Nếu là bên mua, CES sẽ đòi hỏi được tham gia nhiều hơn vào hoạt động của công ty do hai doanh nghiệp này khá gần gũi nhau về lĩnh vực hoạt động. Sau khi thất bại trong việc tăng cổ phần, CES tiếp tục duy trì quan hệ đối tác chiến lược với HBC thông qua hợp tác trong việc thực hiện dự án và các chương trình huấn luyện nhân viên giữa hai công ty.

Trong khi đó, Nikko đóng vai trò như một đối tác chiến lược về tài chính hơn. Nikko chỉ nắm một vị trí trong số 8 vị trí trong HĐQT, do đó ban lãnh đạo hiện tại của HBC vẫn giữ quyền chủ động. Thêm nữa, chúng tôi vẫn cho rằng HBC có thể hưởng lợi nhờ có đối tác chiến lược từ Nhật Bản trong việc trúng thầu các dự án công nghiệp với dòng vốn liên tục chảy vào từ nước này.

Dự định của Nikko đối với HBC là biến công ty này thành một công ty xây dựng đạt tầm khu vực để cuối cùng niêm yết tại nước ngoài. Trước tiên, theo HBC, Nikko sẽ giúp HBC trúng các hợp đồng phụ cung cấp xi măng cho nhiều dự án khách sạn tại Indonesia để tận dụng lợi

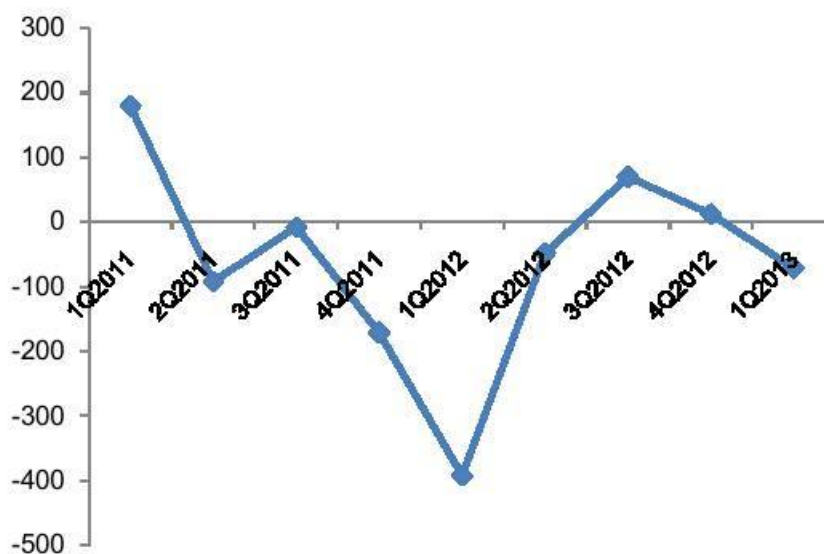
thể về chênh lệch giá cả. Chúng tôi cho rằng chiến lược này có thể gặp khó khăn trong khâu vận chuyển; vì vậy chúng tôi chờ đợi một số kết quả thực tế trước khi đưa tác động của dự định này vào mô hình lợi nhuận.

Theo quyết định của ĐHCĐ, Nikko Securities sẽ tiếp tục được quyền mua 5 triệu cổ phiếu còn lại (đã được các cổ đông và nhà đầu tư chiến lược thông qua) đến ngày 26/03/2014, tại mức giá thực hiện quyền như trước là 20.830 đồng/cổ phiếu.

Quản lý vốn lưu động: dòng vốn từ Nikko Securities hỗ trợ trong ngắn hạn, nợ vay vẫn là một gánh nặng dù lãi suất thấp, việc thu hồi các khoản phải thu gặp khó khăn trong khi xây dựng cần rất nhiều tiền mặt ứng trước.

Dòng vốn vào từ Nikko là khoản bổ sung tốt cho vốn lưu động của HBC, nhưng chỉ đủ đáp ứng dòng tiền ra cho hoạt động trong 1-2 quý, tính trung bình năm 2012 và Quý 1/2013 (dòng tiền ra trung bình là 77 tỷ đồng/quý). Tuy nhiên, nhờ vốn tăng, ban lãnh đạo cho rằng HBC sẽ có thể tăng tổng mức nợ vay từ 1.400 tỷ đồng như hiện nay lên khoảng 1.700-1.800 tỷ đồng để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động mà không gặp phải khó khăn từ phía ngân hàng do các chỉ số tài chính xấu hơn. HBC hiện đang được hưởng lãi suất khá thấp, trung bình chỉ khoảng 10% từ hai ngân hàng trong nước (BIDV và VCB) và 2 ngân hàng nước ngoài (HSBC và Standard Chartered), vì vậy, lãi suất năm 2013 giảm tuy có lợi nhưng không nhiều đối với HBC như các công ty có tỷ số đòn bẩy cao khác.

Hình 4: Dòng tiền thuần từ HĐKD hàng quý của HBC đòi hỏi hỗ trợ vốn từ các nguồn khác



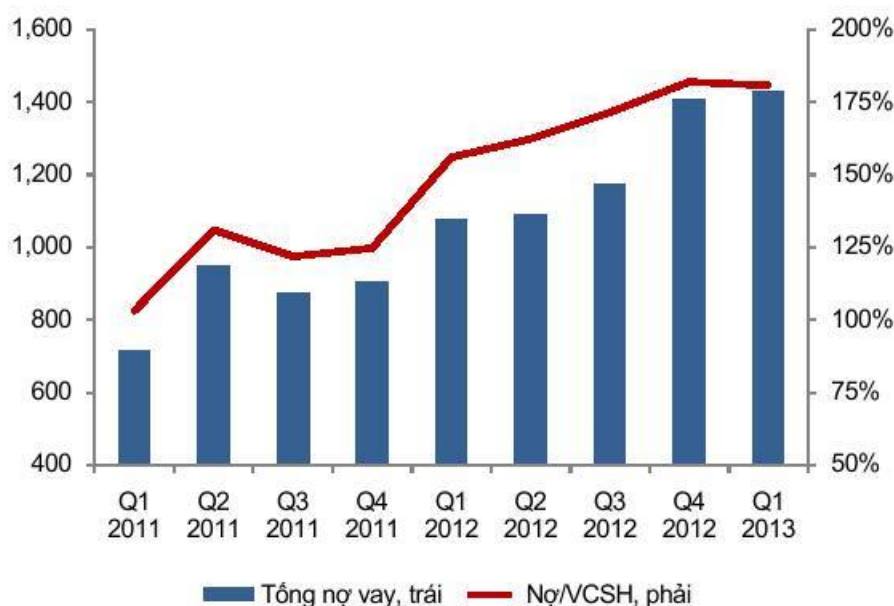
Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty

Điều khiến chúng tôi đặc biệt lo ngại là việc các khoản phải thu ngày càng cao và vì vậy, vòng quay khoản phải thu giảm mạnh. Kỳ hạn thanh toán chuẩn là 45-60 ngày nhưng trong nhiều trường hợp phải đến 6 tháng HBC mới thu hồi được tiền. Ban lãnh đạo HBC dự kiến vòng quay khoản phải thu theo quý tối thiểu phải đạt 2 lần nhưng mục tiêu này dường như hơi thách thức ở thời điểm này.

Để giải quyết một phần khó khăn trong việc thu hồi tiền, HBC đã dùng chính sản giao dịch của mình để bán ra các sản phẩm thu hồi từ các công ty khách hàng, một cách để giải quyết các khoản phải thu quá hạn. Theo trao đổi với ban lãnh đạo, chúng tôi được biết CTCP Nhà Hòa Bình đã bán thành công trên 260 căn hộ theo hướng này. Đây có thể là lý do vì sao đến nay công ty đã thành lập 3 sản giao dịch và chuẩn bị mở một công ty con chuyên về BĐS tại

Hà Nội trong thời gian tới. Ngoài ra, việc mở rộng các sản phẩm giao dịch cũng phù hợp với chiến lược xây dựng thương hiệu của công ty và chuyển dịch sang phát triển BĐS.

Hình 4: Các chỉ báo đòn bẩy của HBC tăng do khó khăn trong việc thu hồi thanh toán



Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty

Đường như mục tiêu 2013 của HBC quá cao

HBC đề ra mục tiêu doanh thu 5.000 tỷ đồng trong năm 2013 (tăng 23% so với năm 2012) và 185 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 40%). EPS tương ứng là 3.908 đồng trong khi năm 2012 đạt 2.789 đồng (pha loãng sau khi phát hành 10 triệu cổ phiếu mới cho Nikko Securities). Trong Quý 1, công ty chỉ đạt 20% mục tiêu doanh thu và 9,9% mục tiêu lợi nhuận ròng cho cả năm.

Tuy nhiên, mô hình KQLN của chúng tôi cho ra lợi nhuận sau thuế thấp hơn nhiều, chỉ đạt 123 tỷ đồng sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số. Kết quả này thấp hơn một chút so với tính toán của chúng tôi hồi tháng hai, được điều chỉnh sau kết quả thực tế năm 2012 cũng như cập nhật dự báo 2013 của chúng tôi cho HBC. Tỷ lệ hợp đồng đã ký/doanh thu ghi nhận được điều chỉnh lại là 0,9 lần cho năm 2013 thay vì 0,8 lần dự phóng trước đây dựa trên số liệu thực tế năm 2012. Các giả định biên lợi nhuận nhìn chung không đổi.

Chúng tôi cho rằng dự báo thận trọng hơn của chúng tôi cũng phản ánh giai đoạn tái cấu trúc hiện nay của HBC sau khi nhận được khoản đầu tư của Nikko Securities để cơ cấu lại các công ty con, giải quyết vấn đề thu hồi thanh toán, và chuyển trọng tâm hoạt động nhiều hơn sang miền Bắc.

Hình 5: Dự báo doanh thu 2010-2016

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Số dư đầu kỳ	3.168	4.700	4.869	4.533	4.058	3.528
Giá trị hợp đồng mới	3.300	3.225	3.746	4.273	4.773	5.306
Doanh thu	1.768	3.056	4.082	4.748	5.303	6.030
Giá trị cuối kỳ	4.700	4.869	4.533	4.058	3.528	2.804
Tỷ lệ HĐ đã ký/doanh thu ghi nhận (lần)	1,9	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9

Nguồn: ước tính của VCSC

Hình 6: KQLN hợp nhất

	2010	2011	2012	2013F	2014E	2015E
Doanh thu	1.768	3.055	4.065	4.748	5.303	6.030
- Giá vốn hàng bán	-1.473	-2.636	-3.687	-4.320	-4.826	-5.487
Lợi nhuận gộp	295	420	378	427	477	543
- Chi phí bán hàng	-2	-8	-11	-14	-16	-18
- Chi phí quản lý	-81	-121	-136	-142	-159	-181
Lợi nhuận từ hoạt động	212	291	231	271	302	344
- Lỗ/lãi tỷ giá	1	-1	-1	-1	-1	-1
- LN ngoài hoạt động	21	41	85	44	23	23
EBIT	234	331	315	314	324	366
- Chi phí lãi vay	-48	-146	-158	-157	-161	-166
EBT	185	185	157	156	163	200
- Thuế TNDN	-46	-36	-26	-34	-36	-44
LN trước lợi ích CĐTS	140	150	131	122	127	156
- Lợi ích CĐTS	-1	-1	1	1	1	1
LN sau lợi ích CĐTS	139	149	132	123	128	157
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,0%</i>
<i>Chi phí bán hàng</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>
<i>Chi phí quản lý</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
<i>Biên LN từ hoạt động</i>	<i>12,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>
<i>Thuế suất</i>	<i>24,6%</i>	<i>19,2%</i>	<i>16,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>7,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,8%</i>

Nguồn: Ước tính của VCSC

Định giá

Định giá theo PE của HBC dường như bị đánh giá quá thấp so với các công ty xây dựng khác.

Kể từ khi chúng tôi đưa ra báo cáo gần đây nhất cho HBC ngày 06/02/2013, chúng tôi nhận thấy HBC tiếp tục giao dịch tại định giá thấp hơn so với các công ty xây dựng khác, trong nước cũng như trong khu vực.

Hình 7: Một số công ty xây dựng trong nước

STT	Mã	Công ty	Giá trị vốn hóa (USD)	PBR	PER
1	CTD	CTCP Xây dựng Cotec	72.123.832	0,73	6,98
2	PXS	CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí	31.112.618	1,20	10,28
3	VNE	Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam	14.769.536	0,48	7,02
4	HUT	CTCP Tasco	14.378.113	0,55	12,39
5	SDT	CTCP Sông Đà 10	13.518.937	0,48	2,95
6	SC5	CTCP Xây dựng số 5	11.756.110	0,72	23,92
7	SD9	CTCP Sông Đà 9	11.683.032	0,47	3,65
8	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	11.554.647	0,65	6,19
9	SD5	CTCP Sông Đà 5	10.228.002	0,55	6,90
Trung bình				0,65	8,92
	HBC	CTCP XD & KD Địa ốc Hoà Bình	29.291.036	0,94	5,51

Nguồn: Bloomberg, 28/06/2013, Các tỷ số của HBC được điều chỉnh do phát hành cổ phiếu mới cho Nikko Securities

Hình 8: Một số công ty xây dựng trong khu vực

STT	Mã	Công ty	GT vốn hóa	PBR	PER
1	AXIT IN Equity	Axis IT&T Ltd.	311.947	1,19	7,52
2	TECE IN Equity	Technofab Engineering Ltd	342.635	0,49	3,08
3	KGRB MK Equity	Kelington Group BHD	505.918	1,50	12,44
4	PLB MK Equity	PLB Engineering Berhad	641.603	0,84	7,04
5	FOCUS TB Equity	Focus Dev & Constr	172.714	1,66	4,67
Trung bình				1,14	6,95

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi tiếp tục áp dụng PE mục tiêu 7,5 lần đối với HBC, dựa trên PE so sánh của chúng tôi đối với các công ty xây dựng trong nước và trong khu vực. Điều này cũng phản ánh kỳ vọng của chúng tôi là lĩnh vực xây dựng sẽ phục hồi vào cuối năm. So với mức PE của thị trường Việt Nam là 12 lần, chúng tôi cho rằng mức mục tiêu này tương đối an toàn. Hơn nữa, dù dường như phải trả giá cao do bảng cân đối kế toán có tỷ số đòn bẩy cao, chúng tôi cho rằng HBC với vị thế vững chắc trên thị trường xây dựng xứng đáng được bù đắp lại mức chiết khấu này. Tại mức PE mục tiêu này, giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên EPS năm 2013 (2.738 đồng) đạt 20.500 đồng, tỷ lệ tăng 24,2%.

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
KQLN					
Doanh thu thuần	4.065	4.748	5.303	6.030	
- Giá vốn hàng bán	-3.687	-4.320	-4.826	-5.487	
Lợi nhuận gộp	378	427	477	543	
- Chi phí bán hàng	-11	-14	-16	-18	
- Chi phí quản lý DN	-136	-142	-159	-181	
LN thuần HĐKD	231	271	302	344	
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-1	-1	-1	
- Lợi nhuận khác	85	44	23	23	
EBIT	315	314	324	366	
- Chi phí lãi vay	-158	-157	-161	-166	
Lợi nhuận trước thuế	157	156	163	200	
- Thuế TNDN	-26	-34	-36	-44	
LNST	131	122	127	156	
- Lợi ích CĐT	1	1	1	1	
LNST cổ đông CT Mẹ	132	123	128	157	
EBITDA	386	409	430	486	
Số CP lưu hành (triệu)	31	45	47	47	
EPS	2.945	2.738	2.705	3.311	

Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	33,0%	16,8%	11,7%	13,7%	
Tăng trưởng LN HĐKD	-20,6%	17,1%	11,7%	13,7%	
Tăng trưởng EBIT	-4,7%	-0,6%	3,4%	12,7%	
Tăng trưởng EPS	-11%	-7%	-1%	22%	

Chỉ số khả năng sinh lợi					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	
Tỷ suất LNST	3,2%	2,6%	2,4%	2,6%	
ROE %	17,4%	13,0%	11,0%	12,1%	
ROA %	3,3%	2,7%	2,7%	3,1%	

Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	155,7	146,7	122,7	121,7	
Số ngày phải thu	51,3	51,4	44,3	44,0	
Số ngày phải trả	67,0	65,7	48,6	48,2	
TG luân chuyển tiền	139,9	132,4	118,5	117,5	

Chỉ số TK/đơn bầy TC					
CS thanh toán hiện hành	1,06	1,08	1,10	1,13	
CS thanh toán nhanh	0,51	0,60	0,55	0,56	
CS thanh toán tiền mặt	0,17	0,26	0,17	0,19	
Nợ / Tài sản	0,31	0,36	0,33	0,35	
Nợ / Vốn sử dụng	0,64	0,60	0,56	0,59	
Nợ / Vốn CSH	1,81	1,49	1,28	1,41	
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,99	1,99	2,01	2,20	

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2012	2013	2014	2015	
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền và tương đương	606	830	530	633	
+ Đầu tư TC ngắn hạn	15	15	15	15	
+ Các khoản phải thu	728	609	680	773	
+ Hàng tồn kho	1.939	1.533	1.712	1.947	
+ Tài sản ngắn hạn khác	473	473	473	473	
Tổng tài sản ngắn hạn	3.761	3.459	3.410	3.841	
+ Tài sản dài hạn	680	1.012	1.384	1.806	
+ Khấu hao lũy kế	-186	-281	-387	-507	
+ Tài sản dài hạn	494	732	997	1.298	
+ Đầu tư tài chính dài hạn	53	53	53	53	
+ Tài sản dài hạn khác	273	273	273	273	
Tổng tài sản dài hạn	820	1.057	1.322	1.624	
Tổng Tài sản	4.580	4.516	4.732	5.465	
+ Phải trả ngắn hạn	948	607	678	771	
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.389	1.639	1.355	1.420	
+ Phải trả ngắn hạn khác	1.222	950	1.061	1.206	
Nợ ngắn hạn	3.560	3.196	3.093	3.397	
+ Vay và nợ dài hạn	19	0	203	492	
+ Phải trả dài hạn	222	222	222	222	
Nợ dài hạn	241	222	425	713	
Tổng nợ	3.801	3.418	3.518	4.110	
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
+ Thặng dư	199	307	307	307	
+ Vốn điều lệ	413	513	513	513	
+ LN chưa phân phối	160	270	385	526	
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	9	9	9	9	
Vốn chủ sở hữu	780	1.099	1.214	1.355	
Tổng cộng nguồn vốn	4.580	4.516	4.732	5.465	

Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	300	606	842	530	
Lợi nhuận sau thuế	132	123	129	159	
+ Khấu hao lũy kế	71	95	106	121	
+ Điều chỉnh	-508	-88	-68	-90	
+ Thay đổi vốn lưu động	-33	0	0	0	
Tiền từ hoạt động KD	-338	130	167	190	
+ Chi mua sắm TSCĐ	(105)	-332	-371	-422	
+ Đầu tư khác	315	0	0	0	
Tiền từ đầu tư	210	-332	-371	-422	
+ Cổ tức đã trả	-17	-12	-13	-16	
+ Tăng (giảm) vốn	-49	208	0	0	
+ Tăng (giảm) nợ ngắn / dài hạn	504	231	-81	353	
Tiền từ hoạt động TC	434	427	-94	338	
Tổng lưu chuyển tiền tệ	306	224	-300	103	
Tiền cuối năm	606	830	530	633	

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tôn Minh Phương, 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%
NĂM 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. Vì thế, 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

Bیتexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, 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

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

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
05/07/2013	THÊM VÀO	16.500	20.500
06/02/2012	MUA	9.600	20.700(*)

(*) được điều chỉnh do công ty phát hành cổ phiếu cho Nikko Securities Indonesia thay vì Chip Eng Seng