

# CTCP XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH (HBC)

Ngày 5 tháng 5 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (4/5/2015):	Đồng	18.900
Giá mục tiêu:	Đồng	21.500
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		BÁN
Mức kháng cự	Đồng	21.400
Mức hỗ trợ	Đồng	17.700
Mã Bloomberg: <b>HBC VN</b>	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:	Xây dựng	
Bêta		1,10
Giá thấp/cao nhất 52 tuần (đồng)		21.400/12.600
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		53,40
Vốn hóa (tỷ đồng)		1.009
Tỷ lệ free-float (triệu cổ phiếu)		27,97
KLGD BQ 6 tháng (cổ phiếu)		405.400
Sở hữu nước ngoài (%) (*)		36,8%

(\*) Giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 44,1%

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (Đồng)
2015 (VPBS dự báo)	7,9%	3.052
2014	2,5%	1.354
2013	5,0%	541
2012	2,5%	3.646

	2009-14A	2014A	2014-19E
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu	14,8%	3.518	17,8%
EBITDA	17,3%	200	25,3%
Lợi nhuận ròng	8,0%	71	33,3%

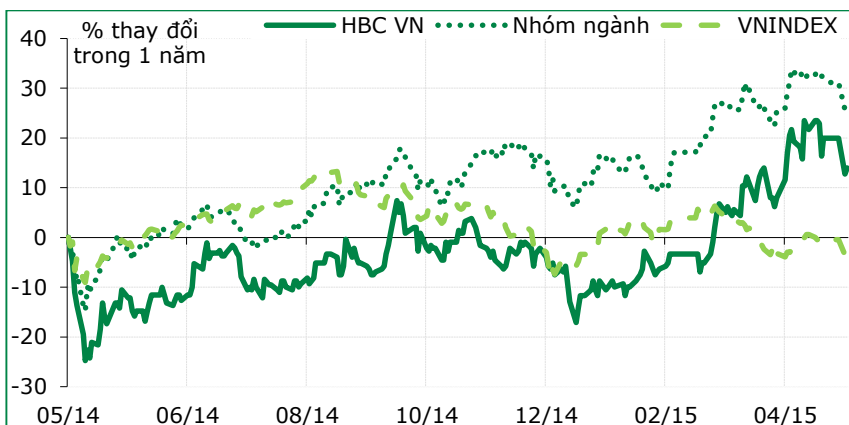
Chỉ số trượt	HBC	Cùng ngành	VNI
P/E	14,1	7,2	12,1
P/B	1,0	1,1	1,7
EV/EBITDA	8,2	5,9	8,8
Nợ vay/ VCSH	1,9	1,1	1,1
Biên lãi ròng	2,0%	6,1%	9,9%
ROA	1,3%	4,7%	2,8%
ROE	7,3%	12,4%	14,7%

### Giới thiệu công ty:

CTCP Xây Dựng và Kinh Doanh Địa ốc Hòa Bình (HBC) được thành lập vào năm 1987 và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào tháng 12 năm 2006.

Lĩnh vực kinh doanh chính gồm thi công công trình dân dụng và công nghiệp (chiếm 96,1% tổng doanh thu 2014), bất động sản (1,9%), và các dịch vụ khác như cung cấp vật liệu xây dựng, môi giới bất động sản, tư vấn quản lý dự án (2,0%).

VPBS dự báo cho năm 2015: Doanh thu thuần: 5.223 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 175 tỷ đồng



Trong báo cáo lần đầu CTCP Xây Dựng và Kinh Doanh Địa ốc Hòa Bình (HBC), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dài hạn:

**Doanh thu năm 2015 dự báo tăng mạnh trên cơ sở giá trị dự án tồn đọng lớn và nhiều hợp đồng mới.** Tổng giá trị dự án tồn đọng vào cuối năm 2014 và giá trị hợp đồng ký mới trong 3 tháng đầu năm 2015 là trên 8.000 tỷ đồng, hoàn thành 50% giá trị hợp đồng ký mới theo kế hoạch năm 2015. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của công ty sẽ đạt 5.223 tỷ đồng, tăng 48% trong năm 2015.

**Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao trong năm 2015.** Biên lợi nhuận gộp của công ty được kỳ vọng sẽ ở mức cao nhờ vào các dự án mới có biên lợi nhuận tốt hơn. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận năm 2015 của HBC là 11,0% (năm 2014: 11,7%, năm 2013: 9,1%).

**Rủi ro nợ xấu còn cao nhưng gần đây có cải thiện.** Ban lãnh đạo công ty cho biết HBC đã có giải pháp cho hai khoản thu khó đòi lớn nhất, bao gồm dự án nhà ở cho chuyên gia tại Formosa Hà Tĩnh (nhà thầu chính Phú Khang) và dự án Era Town của CTCP Đức Khải. HBC dự kiến sẽ nhận được 150 tỷ đồng từ hai dự án này trong năm 2015, do đó có khoản hoàn nhập để bù đắp với những khoản trích lập mới.

**Giá cổ phiếu đang giao dịch ở mức thấp so với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của HBC sẽ được cải thiện từ năm 2015 trở đi, nhờ nợ xấu sụt giảm và biên lợi nhuận gộp ổn định. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2015 của công ty tăng mạnh 147,7% so với năm trước. Tại mức giá mục tiêu của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2015 của HBC là 7,0 lần, thấp hơn chỉ số P/E trượt của nhóm công ty cùng ngành (7,2 lần).

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG .....	3
TỔNG QUAN CÔNG TY.....	5
Vị thế trên thị trường .....	6
Cơ cấu công ty .....	6
Cơ cấu sở hữu.....	8
Ban điều hành.....	9
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	10
GIẢ ĐỊNH .....	19
ĐỊNH GIÁ .....	21
Mô hình DCF .....	21
Phương pháp so sánh.....	21
Phân tích độ nhạy.....	22
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....	23
KẾT LUẬN .....	24
PHỤ LỤC: VPBS DỰ BÁO.....	25

## CẬP NHẬT NGÀNH XÂY DỰNG

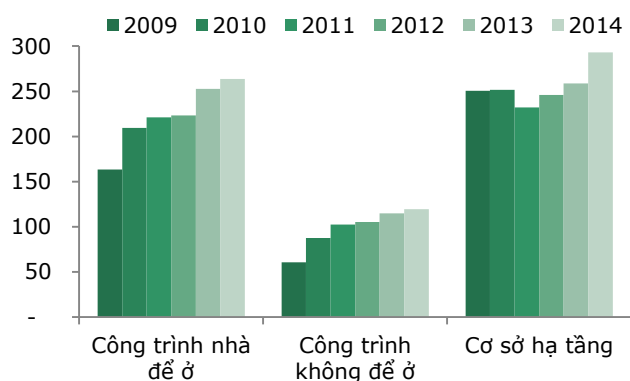
### Tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng cao hơn GDP trong năm 2014

Số liệu của Tổng cục Thống kê (GSO) ghi nhận giá trị sản lượng toàn ngành xây dựng theo giá so sánh năm 2010 đạt 161,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2014, tăng 7,1% so với năm trước (năm 2013: tăng 5,9%), chiếm 6,0% tổng GDP của Việt Nam (năm 2013: chiếm 5,9%). Tốc độ tăng trưởng ngành cao hơn mức tăng trưởng 5,98% của GDP.

*Phân khúc xây dựng dân dụng đóng góp chủ yếu vào sự tăng trưởng giá trị sản xuất toàn ngành xây dựng trong Q1/2015.*

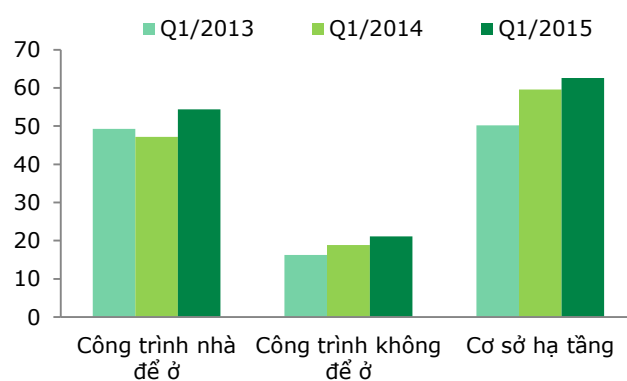
Giá trị sản lượng phân khúc xây dựng công trình nhà để ở và nhà không để ở đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) lần lượt là 10,0% và 14,6% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, cao hơn tốc độ CAGR của GDP (5,9%). Trong quý 1/2015, chúng tôi tiếp tục nhận thấy sự phục hồi mạnh trong phân khúc xây dựng công trình nhà ở, nhờ triển vọng tích cực từ thị trường bất động sản Việt Nam. Mảng này đã tăng 15,3% so với cùng kỳ năm trước, đóng góp chính vào sự tăng trưởng của toàn ngành xây dựng (9,9% trong quý 1/2015, so với mức 8,6% trong quý 1/2014). Ngoài ra, phân khúc xây dựng công trình nhà không để ở tăng 11,2% và cơ sở hạ tầng tăng 5,0% so với cùng kỳ trong quý 1/2015.

Giá trị sản xuất xây dựng theo năm  
(nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

Giá trị sản xuất xây dựng theo quý  
(nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO

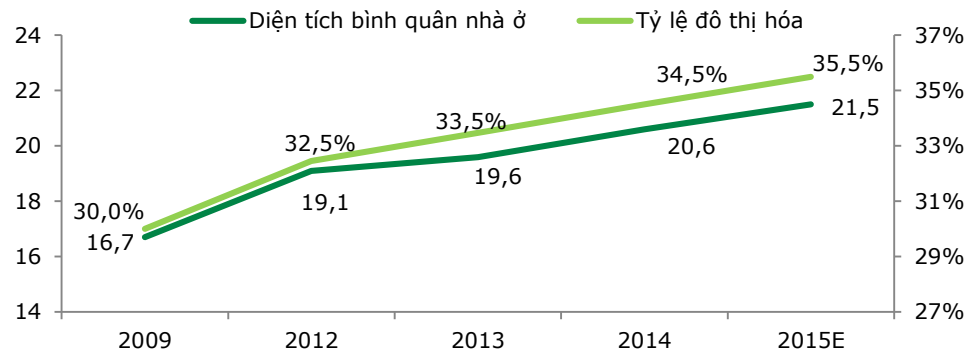
### Nhu cầu xây dựng dân dụng tăng trưởng ổn định trong những năm tới

*Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đô thị hóa và diện tích nhà ở bình quân tăng trưởng ổn định sẽ giúp nhu cầu xây dựng dân dụng ổn định trong 5 năm tới.*

Trong năm 2014, tỷ lệ đô thị hóa đạt 34,5% (tăng 1,03% so với năm 2013) và tổng diện tích sàn nhà ở tăng thêm 92 triệu m<sup>2</sup> so với năm 2013. Diện tích nhà ở bình quân đạt 20,6 m<sup>2</sup>/người, tăng 1 m<sup>2</sup>/người so với năm 2013. Đây là mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2009.

Trong năm 2015, Bộ Xây Dựng đặt mục tiêu tỷ lệ đô thị hóa đạt 35,5% và diện tích nhà ở bình quân đạt 21,5 m<sup>2</sup>/người. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đô thị hóa sẽ tăng ổn định 0,9%-1% mỗi năm và diện tích nhà ở bình quân tăng 1 m<sup>2</sup>/người đến năm 2020, giúp nhu cầu xây dựng dân dụng tăng trưởng ổn định trong 5 năm tới.

### Tỷ lệ đô thị hóa (%) và diện tích nhà ở bình quân (m<sup>2</sup>/người)



Nguồn: Bộ Xây Dựng, VPBS tổng hợp

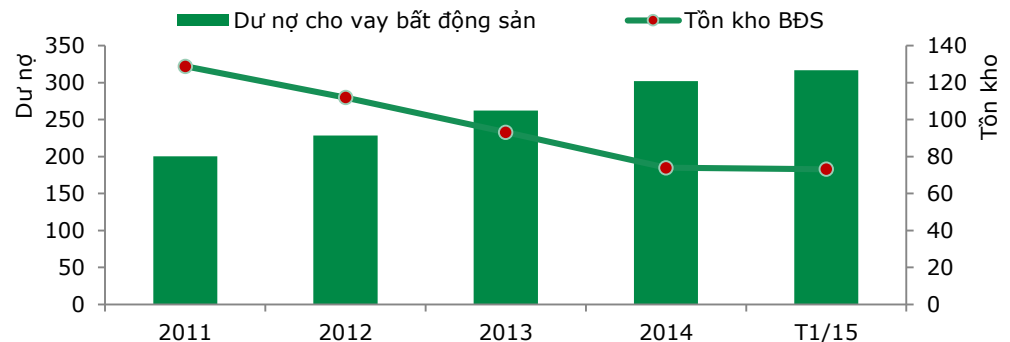
### Nhu cầu xây dựng dân dụng hưởng lợi từ triển vọng tích cực của thị trường bất động sản và nhận được nhiều hỗ trợ từ Chính phủ

*Chúng tôi kỳ vọng Thông tư 36 và Luật Nhà ở mới sẽ thúc đẩy thị trường bất động sản, qua đó hỗ trợ nhu cầu xây dựng dân dụng.*

Theo thống kê của Savills, số lượng giao dịch bất động sản thành công tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) trong quý đầu tiên của năm 2015 lần lượt đạt 5.600 và 4.200 giao dịch, lần lượt tăng 340% và 167% so với cùng kỳ năm trước. Các ngân hàng cho đến nay đã giải ngân được khoảng 20,6% trong gói hỗ trợ tín dụng bất động sản 30 nghìn tỷ đồng, tương đương 6,3 nghìn tỷ đồng đã được giải ngân, tăng 33,3% so với cuối năm 2014. Nhờ thanh khoản của thị trường cải thiện, hàng tồn kho bất động sản cả nước tiếp tục giảm, ước tính còn khoảng 70,7 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 3, giảm 24% so với cùng kỳ năm 2014. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng bất động sản Việt Nam sẽ là một kênh đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài trong những năm tới, và việc Việt Nam gia nhập Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương và ký kết các hiệp định thương mại tự do khác mở ra cơ hội mới cho lĩnh vực bất động sản.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong lĩnh vực bất động sản năm 2014 là trên 15% trong khi hàng tồn kho bất động sản sụt giảm mạnh. Theo số liệu ước tính sơ bộ của Bộ Xây Dựng và Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam, dư nợ tín dụng trong lĩnh vực bất động sản là khoảng 302 nghìn tỷ đồng, tăng 15,2% so với cùng kỳ. Hàng tồn kho bất động sản là khoảng 73 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2014, giảm 20,6% so với năm trước. Chúng tôi kỳ vọng Thông tư 36 và Luật Nhà ở mới sẽ giúp duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong lĩnh vực bất động sản và giảm hàng tồn kho, qua đó hỗ trợ nhu cầu xây dựng dân dụng.

### Dư nợ bất động sản và hàng tồn kho bất động sản (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Bộ xây dựng, SBV, VPBS tổng hợp

## TỔNG QUAN CÔNG TY

CTCP Xây Dựng và Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình (HBC) được thành lập vào năm 1987, hoạt động trong lĩnh vực thiết kế và xây dựng các công trình nhà ở tư nhân. Năm 2006, HBC là nhà thầu tổng hợp đầu tiên niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX). HBC đã trở thành công ty xây dựng hàng đầu trong nước và có uy tín cao đối với các nhà thầu quốc tế.

### Quá trình hình thành và phát triển của công ty

1987-2000	• Bắt đầu hoạt động thiết kế và xây dựng công trình dân dụng tư nhân
2000-2005	• Đạt tiêu chuẩn quản lý chất lượng thi công xây dựng ISO 9001:2000 do tổ chức quốc tế QMS cấp giấy chứng nhận
Năm 2006	• Niêm yết trên sàn HSX với vốn điều lệ 56,4 tỷ đồng
Năm 2008	• Nhận giải thưởng "Thương hiệu quốc gia" do Hội đồng Thương hiệu Quốc gia Việt Nam trao tặng
Năm 2009	• Triển khai hệ thống quản lý nguồn lực ERP
Năm 2010	• Chứng nhận "Cúp Vàng chất lượng Xây dựng Việt Nam 2010" do Bộ Xây dựng trao tặng
Năm 2011	• Mở rộng sang thị trường nước ngoài (Kuala Lumpur - Ma-lay-xi-a)
Năm 2012	• Danh hiệu "Top 50 công ty kinh doanh hiệu quả nhất Việt Nam" bởi báo Nhịp cầu Đầu Tư
Năm 2013	• Phát hành thành công 10 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược PT. Nikko Securities Indonesia và mở rộng sang thị trường Myanmar
Năm 2014	• Nhà thầu xây dựng duy nhất đạt "Thương hiệu quốc gia năm 2014"
Năm 2015	• HBC tiến hành cất nóc dự án căn hộ GEM tại Yangon Myanmar

Nguồn: Báo cáo thường niên của HBC

HBC là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực thi công xây dựng dân dụng tại Việt Nam.

HBC tập trung vào các hoạt động kinh doanh sau:

- **Xây dựng dân dụng và công nghiệp (đóng góp 96,1% doanh thu năm 2014):** Đây là hoạt động kinh doanh cốt lõi, bao gồm: xây dựng nhà ở, chung cư, cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại, khu phức hợp, khách sạn, khu nghỉ dưỡng, bệnh viện, trường học, nhà văn hóa, và nhà máy. Công ty đã thành công với vai trò là nhà thầu chính trong nhiều dự án lớn và nổi tiếng tại TP.HCM như Celadon City, Time Square, RMIT, các chung cư tại khu đô thị Phú Mỹ Hưng; và tại Hà Nội như Kengnam Hanoi Landmark và Times City. Công ty còn là nhà thầu phụ uy tín cho nhiều dự án đầu tư nước ngoài có quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao.
- **Bất động sản (1,9% doanh thu năm 2014):** Công ty con của HBC là CTCP Nhà Hòa Bình (HBH) phụ trách hoạt động kinh doanh của phân khúc này. HBH hiện có hai sàn giao dịch bất động sản để phân phối các dự án đầu tư, quản lý tòa nhà văn phòng, và phát triển ba dự án bất động sản.
- **Các dịch vụ khác (2,0% doanh thu năm 2014):** HBC cũng cung cấp nhiều dịch vụ liên quan đến lĩnh vực xây dựng và được thực hiện bởi các công ty con; như tư vấn xây dựng, thiết kế kiến trúc, cho thuê máy móc xây dựng và công nghiệp, trang trí nội thất, và cung cấp vật liệu xây dựng.

## Vị thế trên thị trường

### Nhà thầu hàng đầu trong phân khúc xây dựng dân dụng với thương hiệu mạnh và chất lượng dự án

*HBC là một trong số ít các nhà thầu nội địa có thể đảm nhận những dự án quy mô lớn trên 40 tầng.*

HBC thuộc top các nhà thầu nội địa chuyên về lĩnh vực xây dựng nhà ở dân dụng. Công ty đã tham gia xây dựng cao ốc trong hơn 27 năm qua, và thực hiện nhiều dự án có quy mô lớn. HBC là một trong số ít nhà thầu xây dựng tổng hợp có năng lực thiết kế, xây dựng, cung cấp dịch vụ cơ điện công trình (M&E), hệ thống nước và chữa cháy.

Đối với các dự án siêu cao tầng (>50 tầng), HBC hiện là nhà thầu trong nước duy nhất có thể đảm nhận công trình dự án này, bên cạnh một số ít nhà thầu nước ngoài như Hyundai E&C và Lotte E&C. Mức giá thầu thấp hơn nhưng chất lượng xây dựng vẫn có thể cạnh tranh được với các nhà thầu nước ngoài. Chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế cạnh tranh tốt của HBC.

Đối với các dự án quy mô lớn với hơn 40 tầng, HBC là một trong số rất ít các nhà thầu tại Việt Nam đáp ứng đủ điều kiện để đảm nhận. Các đối thủ cạnh tranh chính là những tên tuổi lớn như CotecCons, và các nhà thầu nước ngoài như Kumho E&C, Keangnam E&C, Daewon, Hyundai E&C và Lotte E&C.

Đối với các dự án vừa và nhỏ, HBC đang phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ nhiều nhà thầu trong và ngoài nước.

### Sự cạnh tranh trong lĩnh vực xây dựng dân dụng và công nghiệp

Dự án	Mức độ và đối thủ cạnh tranh
Tòa nhà, văn phòng, khu phức hợp quy mô lớn (>40 tầng)	Mức độ cạnh tranh: trung bình Đối thủ chính là Cotecons và các nhà thầu nước ngoài như Kumho E&C, Keangnam E&C, Daewon, Hyundai E&C, Lotte E&C
Tòa nhà, văn phòng quy mô trung bình, khu phức hợp (>20 tầng) và tòa nhà quy mô nhỏ (< 20 tầng)	Mức độ cạnh tranh: cao Đối thủ chính: - Cofico, Unicon, Phú Hưng Gia, An Phong, Tân Kỳ, Descon, Investco
Khách sạn, nhà hàng, resort	- Nhà thầu nước ngoài - Công ty nhà nước như: Tổng Công ty Sông Đà, Cienco, Vinaconex, Sông Hồng, Licogi, HUD, IDICO
Bệnh viện	- Các nhà thầu tư nhân khác
Công nghiệp, cơ sở hạ tầng	

*Nguồn: VPBS tổng hợp*

## Cơ cấu công ty

*HBC có 11 công ty con và 5 công ty liên kết. Chúng tôi cho rằng các công ty con của HBC sẽ hoạt động ổn định hơn kể từ năm 2017.*

Tính đến ngày 31/12/2014, HBC có 11 công ty con, trong đó công ty chủ chốt là CTCP Nhà Hòa Bình (HBH).

HBH được thành lập vào năm 2007 với vốn điều lệ hiện tại là 135 tỷ đồng, trong đó HBC sở hữu 99,85%. Hiện nay, HBH có hai sản phẩm bất động sản và công ty cũng quản lý và cho thuê tòa nhà Pax Sky tại Quận 3 (tỷ lệ lấp đầy là 100%, giá cho thuê 20 USD/m<sup>2</sup>/tháng).

Từ năm 2014, HBH bắt đầu mở rộng hoạt động kinh doanh của mình, phát triển các dự án bất động sản như Green Park, Soho Riverview, và The Ascent. HBC sẽ sử dụng nguồn vốn của mình để xây dựng các dự án và HBH sẽ thực hiện việc mở bán. Chúng tôi nghĩ phương án này khá rủi ro cho HBC nếu tiến độ bán của các dự án này không được như kỳ vọng. Tuy nhiên, theo buổi thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo, chúng tôi thấy rằng tiến độ bán của hai dự án hiện

tại đang tiến triển tốt, Green Park đã bán được 60% và dự án Ascent (block 2) đã được bán theo hình thức thuê dài hạn cho một đối tác thứ ba và bán được gần 65% block 1 (90 căn đã được đăng ký mua trên tổng số 138 căn).

Kết quả kinh doanh năm 2014 của HBH không mấy khả quan do công ty chưa được ghi nhận doanh thu từ dự án Green Park nhưng vẫn phải chịu chi phí quản lý và tài chính. Chúng tôi kỳ vọng HBH sẽ ghi nhận khoản doanh thu và lợi nhuận này trong quý 2/2015 do dự án này đã được hoàn thành vào tháng 4/2015.

#### Dự án bất động sản đang triển khai

Dự án	Vị trí	Số lượng căn hộ	Tiến độ
Green Park	Bình Tân, HCM	330 căn	Đã bán 60%, bàn giao từ T4/2015
Soho River View	Bình Thạnh, HCM	105 căn	Đang mở bán, dự kiến hoàn thành Q2/2016
The Ascent	Quận 2, HCM	290 căn	block 1: bán 65%, block 2: 100% đã ký hợp đồng cho thuê dài hạn; hoàn thành Q4/2016

*Nguồn: HBC, VPBS tổng hợp*

Nhìn chung, hầu hết các công ty con của HBC đều hoạt động kinh doanh kém hiệu quả trong những năm gần đây, đặc biệt là CTCP Mộc Hòa Bình (MHB) - công ty cung cấp đồ nội thất cho dự án Đức Khải, và CTCP Vị Tâm (không còn hoạt động).

Theo kế hoạch năm 2014 của ban lãnh đạo, HBC dự kiến giảm số lượng công ty con bằng việc sáp nhập CTCP Mộc Hòa Bình (MHB) và CT TNHH Xây dựng Anh Huy (AHA), giải thể CTCP Vị Tâm, và tái cấu trúc CT TNHH MTV Xây dựng & Địa ốc Hòa Bình Hà Nội (HHN). Tuy nhiên, HBC chưa thực hiện được do vấn đề nợ xấu của các công ty này chưa được giải quyết như kỳ vọng, do đó việc sáp nhập này có thể tiếp tục bị trì hoãn trong năm 2015.

Đối với CTCP Đầu tư Phát triển Hòa Bình - Phú Yên (HBY), HBC kỳ vọng sẽ thu hồi được 23 tỷ đồng từ Ủy ban Nhân dân tỉnh Phú Yên khi rút vốn tại dự án Hải An (BOT) và sẽ ghi nhận một khoản lỗ khoảng 16 tỷ đồng trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng sự hoạt động kém hiệu quả của các công ty con của HBC sẽ giảm dần trong năm 2015 và năm 2016, và hoạt động ổn định hơn kể từ năm 2017.

HBC cũng có năm công ty liên kết hoạt động trong mảng khu công nghiệp, vật liệu xây dựng, bất động sản, và khách sạn. Đáng chú ý là vào ngày 9/1/2015, HBC đã tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Chứng khoán Sen Vàng (GLSC) từ 31,85% lên 36,85% với kỳ vọng sẽ chuyển nhượng lại cho CTCP Chứng khoán APEC tại mức giá 5.000-6.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2016. HBC cho biết đã trích đủ một khoản dự phòng cho GLSC trong những năm vừa qua, và thương vụ này dự kiến giúp HBC thu hồi vốn đã đầu tư vào GLSC.

Về Công ty Liên doanh Hòa Bình GS, liên doanh này đã hoàn thành dự án Laguna Hue Angsana nhưng vẫn phải duy trì hoạt động để thực hiện công tác bảo trì, bảo dưỡng dự án.



## Lợi nhuận sau thuế từ các công ty con và liên kết của HBC trong năm 2014

STT	Công ty con	HBC sở hữu	Lĩnh vực hoạt động	Vốn điều lệ	Doanh thu		LN sau thuế	
					2013	2014	2013	2014
1	CTCP Nhà Hòa Bình (HBH)	99,9%	Môi giới, cho thuê văn phòng, kinh doanh và phát triển các dự án bất động sản	135,0	64,6	67,7	-0,6	-17,6
2	CTCP Đầu tư phát triển Hòa Bình - Phú Yên (HBY)	99,5%	Xây dựng các dự án BOT (cầu An Hải)	39,0	-	-	-	-
3	CTCP Sản Xuất và Trang Trí Mộc hòa Bình (MHB)	96,3%	Sản xuất, mua bán, gia công, lắp đặt, trang trí	20,0	48,4	24,6	-5,8	-23,0
4	CT TNHH MTV Xây dựng & Địa ốc Hòa Bình Hà Nội	100,0%	Thi công nhà, đường bộ, trang trí nội thất	65,0	-71,1	-	-42,6	-0,5
5	CT TNHH Xây dựng Anh Huy (AHA)	95,5%	Sản xuất cửa nhôm, vật liệu xây dựng	11,0	37,9	23,2	1,5	1,3
6	CT TNHH Sơn Hòa Bình (HBP)	100,0%	Sản xuất, mua bán VLXD, trang trí nội thất	6,8	18,2	21,8	0,9	1,4
7	CT TNHH MTV Máy xây dựng Matec (MATEC)	100,0%	Cung cấp máy móc thiết bị xây dựng	10,0	205	227,4	-2,6	2,6
8	CTCP Đầu tư phát triển Hòa Bình - Huế (HHD)	95,8%	Đầu tư biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp Le Royal An Nam	5,9	-	-	-	0,1
9	CTCP Xuất nhập khẩu Việt Ta (VITA)	58,2%	Mua bán VLXD, trang trí nội thất	14,7	58,9	39,8	-1,3	-3,6
10	CTCP Vị Tâm	71,1%	Bán buôn, bán lẻ thực phẩm và đồ uống	3,0	5,1	-0,0	-4,8	-0,7
11	CT TNHH Tư vấn Thiết kế Hòa Bình (HBA)	74,7%	Tư vấn xây dựng, khảo sát công trình	1,0	30,5	6,2	0,3	0,9
<b>Các công ty liên kết</b>								
1	CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Hòa Bình (HBI)	49,0%	Cho thuê khu công nghiệp	161,0	46,9	-	2,8	10,5
2	CT Liên doanh Hòa Bình GS	40,0%	Khu nghỉ dưỡng Laguna Hue Angsana	135,8	130,1	-	-9,3	-15,5
3	CTCP Chứng khoán Sen Vàng	36,9%	Môi giới chứng khoán	135,0	5,2	-	-4	1,5
4	CT Jesco Hòa Bình	46,9%	Thiết bị xây dựng, thiết bị chiếu sáng	10,0	-	-	-	0,4
5	CTCP Hòa Bình Oseven	47,9%	Đầu tư bất động sản	105,3	-	-	-	-
<b>Tổng lợi nhuận sau thuế cho HBC</b>							<b>-57,7</b>	<b>-36,9</b>

Đơn vị: tỷ đồng. Nguồn: Báo cáo thường niên, Báo cáo tài chính công ty

## Cơ cấu sở hữu

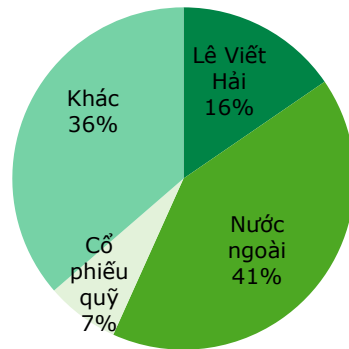
Lucerne Enterprise Ltd là cổ đông chiến lược sở hữu 19,17%.

Vào ngày 12/8/2013, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam đã chấp thuận việc thay đổi tỷ lệ sở hữu nước ngoài từ 49,0% xuống 44,1% để phát hành cho nhà đầu tư chiến lược. Tuy nhiên, kế hoạch phát hành này chưa được thực hiện trong năm 2013 và năm 2014 do giá thực hiện không đạt được kỳ vọng của công ty trong khi chi phí vay rẻ hơn.

Vào ngày 26/3/2013, Lucerne Enterprise Ltd (PT Nikko Securities Indonesia Ltd) đã mua 10 triệu cổ phần tại mức giá 20.681 đồng/cổ phiếu và trở thành cổ đông chiến lược của HBC. Hiện nay, đây là cổ đông nước ngoài lớn nhất của HBC sở hữu (19,2%), đứng thứ 2 là Chip Eng Seng Corporation Ltd sở hữu 4,8%.



## Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Báo cáo thường niên 2014

## Cổ đông nước ngoài chính

Nhà đầu tư nước ngoài	Sở hữu
Lucerne Enterprise Ltd (PT Nikko Securities Indonesia Ltd)	19,17%
Chip Eng Seng Corporation Ltd.	4,8%

Nguồn: Báo cáo thường niên 2014

## Ban điều hành

**Ông Lê Việt Hải - Chủ tịch HĐQT/Tổng Giám đốc** là một kiến trúc sư với hơn 30 năm kinh nghiệm liên quan đến lĩnh vực xây dựng. Từ năm 1987, ông là Giám đốc của Văn phòng Xây dựng Hòa Bình; và trở thành Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của HBC từ năm 2000 đến nay. Hiện tại, ông cũng đảm nhận vị trí Phó Chủ tịch Hiệp hội các Nhà thầu.

## Cơ cấu tổ chức

Tên	Chức vụ	Năm sinh	Tỷ lệ sở hữu
<b>Hội đồng Quản trị</b>			
Ông Lê Việt Hải	CT HĐQT	1958	16,59%
Ông Trương Quang Nhật	Phó CT HĐQT	1973	0,45%
Ông Phan Ngọc Thanh	Thành viên	1969	0,28%
Ông Lê Quốc Duy	Thành viên	1981	0,62%
Ông Trần Sĩ Chương	Thành viên	1955	0,00%
Ông Phan Văn Trường	Thành viên	1946	0,00%
Ông Ignatius Joe Budiman	Thành viên	1961	0,00%
Ông Hà Vũ Hoàng	Thành viên	1979	0,00%
<b>Ban Giám đốc</b>			
Ông Lê Việt Hải	TGĐ	1958	16,59%
Ông Nguyễn Tấn Thọ	Phó TGĐ	1965	0,02%
Ông Nguyễn Văn An	Phó TGĐ	1972	0,08%
Ông Nguyễn Văn Tịnh	Phó TGĐ	1955	0,17%
Ông Trương Quang Nhật	Phó TGĐ	1973	0,45%
Ông Lê Quốc Duy	Phó TGĐ	1981	0,62%
Ông Lê Văn Nam	Phó TGĐ	1976	0,00%

Nguồn: Báo cáo quản trị năm 2014

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Phân khúc thi công công trình dân dụng là mảng kinh doanh chính.

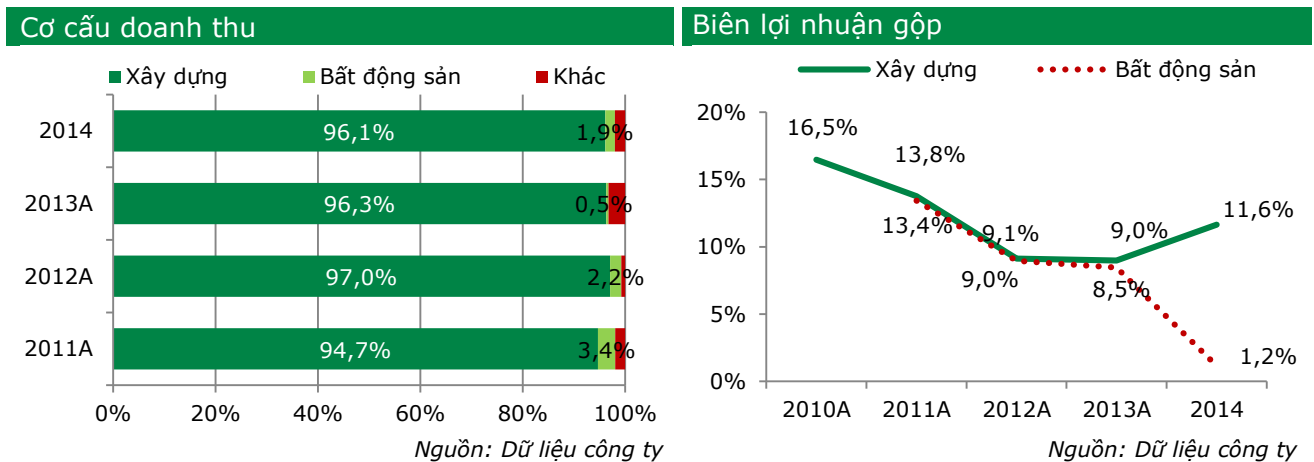
*Mảng xây dựng công trình dân dụng đóng góp 95% vào tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của HBC.*

Từ năm 2011 đến năm 2014, mảng xây dựng công trình dân dụng luôn đóng góp lớn nhất vào doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của HBC (thường trên 95%).

HBC triển khai hầu hết các dự án của mình với tư cách là nhà thầu chính (chiếm khoảng 98% doanh thu thuần). Tỷ lệ dự án mà HBC làm tổng thầu đã tăng lên từ năm 2014; với tổng giá trị hợp đồng trên 3.600 tỷ đồng, tương đương gần 40% tổng số hợp đồng đã ký kết trong năm 2014.

Tỷ trọng doanh thu từ các dự án căn hộ chung cư là 47,3% vào năm 2011, và giảm xuống còn 30-35% trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2014, nhưng tỷ lệ này vẫn là mức cao nhất. Trong năm 2014, các dự án trung tâm thương mại, văn phòng, khách sạn chiếm khoảng 30% tổng doanh thu, so với mức 20,3% vào năm 2013, chủ yếu nhờ dự án Vietinbank Tower (giai đoạn 1) và Saigon Bank Centre (giai đoạn 2 và 3). Các dự án khu phức hợp với tỷ trọng doanh thu là 21%, tương đối ổn định so với mức 19,3% năm 2013. Trong khi đó, tỷ trọng doanh thu từ các dự án công nghiệp đã giảm mạnh từ 23,9% năm 2013 xuống còn 4%.

Biên lợi nhuận gộp của phân khúc xây dựng đã giảm mạnh từ mức 16,5% trong năm 2010 xuống còn 9,1% năm 2012 và 9,0% năm 2013. Nguyên nhân chính là do nhiều nhà thầu trong nước đã chấp nhận mức giá hòa vốn hay thậm chí thấp hơn để trúng thầu khi thị trường bất động sản Việt Nam rơi vào tình trạng trì trệ trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2013. Do đó, HBC đã phải giảm giá dự thầu để cạnh tranh với các công ty này. Đáng chú ý, HBC cũng đã chấp nhận lỗ trong các dự án căn hộ chung cư vào năm 2012 và năm 2013.



Trong năm 2014, biên lợi nhuận gộp của HBC đã tăng mạnh và đạt mức 11,7%. Theo buổi thảo luận của chúng tôi với ban quản trị, sự cải thiện này chủ yếu đến từ việc quản lý chi phí và hoạt động hiệu quả cùng với sự phân bổ vốn, trang thiết bị, nguồn nhân lực hợp lý hơn nhờ vào hệ thống ERP. Ban lãnh đạo rất lạc quan trong việc duy trì biên lợi nhuận của công ty khi có các đơn đặt hàng mới với biên lợi nhuận khả quan hơn. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp là 11% trong năm 2015 và duy trì ở mức 10% cho các năm tiếp theo do yếu tố cạnh tranh cao.

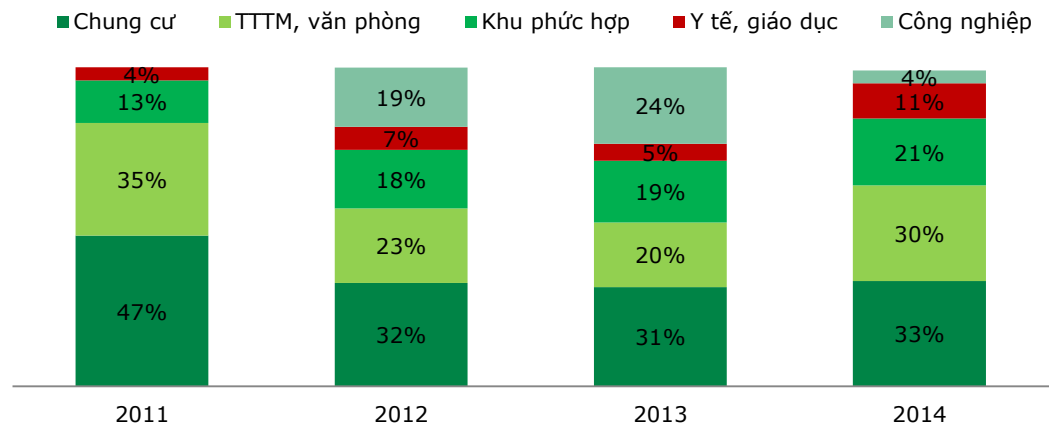
Hiện nay, mảng bất động sản và các dịch vụ khác đóng góp dưới 5% vào tổng doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của HBC. Chúng tôi cho rằng các mảng này sẽ tiếp tục giữ tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu thuần thậm chí khi HBC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án bất động sản của mình trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2017.

### HBC không thành công trong việc gia tăng doanh thu từ các dự án công nghiệp.

HBC bắt đầu mở rộng sang mảng công nghiệp kể từ năm 2011 do thị trường bất động sản đóng băng, và công ty đã ký kết 8 dự án công nghiệp với tổng giá trị hợp đồng là 1.700 tỷ đồng vào năm 2012. Tuy nhiên, sau đó HBC đã gặp khó khăn trong việc ký thêm nhiều hợp đồng mới do sự cạnh tranh cao từ các nhà thầu trong và ngoài nước. Tỷ trọng doanh thu từ các dự án công nghiệp giảm từ mức 18,5% năm 2012 và 23,9% năm 2013 xuống còn 4,0% trong năm 2014.

Chúng tôi cho rằng HBC sẽ tập trung triển khai các dự án dân dụng do triển vọng khả quan hơn của thị trường bất động sản trong những năm tới, và mảng công nghiệp tiếp tục chỉ đóng góp một tỷ trọng nhỏ trong doanh thu xây dựng.

#### Cơ cấu doanh thu theo dự án



Nguồn: Dữ liệu công ty

### Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2012 nhưng chậm lại trong hai năm qua.

HBC ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong năm 2011 và 2012. Trong năm 2011, doanh thu thuần chủ yếu đến từ một số dự án quy mô lớn như Keangnam Hà Nội tháp Landmark Tower (72 tầng), Times City, và Times Square. Trong năm 2012, HBC có các dự án như Celadon City, Sunrise City, Tràng Tiền Plaza, RMIT, chung cư Horizon, và Era Town. Tuy nhiên, sự tăng trưởng mạnh của việc ghi nhận doanh thu đã dẫn đến các khoản phải thu tăng; khi khách hàng gặp khó khăn do thị trường bất động sản bị đóng băng buộc công ty phải trích lập dự phòng phải thu khó đòi.

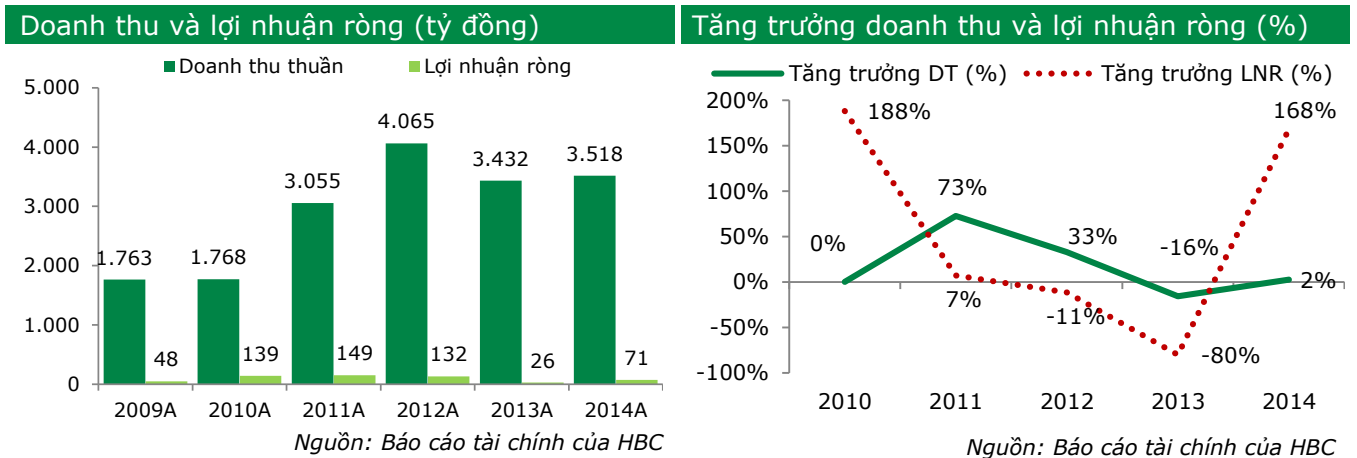
Trong năm 2013, doanh thu phân khúc xây dựng giảm 16% so với năm trước, do 1) HBC đã không đấu thầu thành công theo như kế hoạch do sự cạnh tranh gay gắt về giá, 2) một số dự án mới bị trì hoãn ký kết hợp đồng, 3) một số

Xây dựng công nghiệp chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu doanh thu mảng xây dựng của HBC.

Thị trường bất động sản Việt Nam trầm lắng tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của HBC.

khách hàng cắt giảm số lượng công trình xây dựng và trì hoãn hay kéo dài tiến độ thi công.

Trong năm 2014, doanh thu mảng xây dựng đã tăng nhẹ 2,3% so với năm 2013 nhưng chỉ đạt 70% kế hoạch, do tiến độ thi công một số dự án quy mô lớn bị kéo dài như Vietinbank Tower, bệnh viện An Giang, Discovery Complex, và nhà ở cho chuyên gia tại Formosa Hà Tĩnh. Chúng tôi cho rằng mức ghi nhận doanh thu thấp trong năm là hợp lý khi các khoản phải thu vẫn còn ở mức khá cao.



### Những dấu hiệu cải thiện sau giai đoạn khả năng sinh lời sụt giảm liên tiếp từ năm 2010 đến năm 2013 và các khoản dự phòng nợ xấu.

*Công ty sẽ giảm dần khoản trích lập dự phòng và duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định trong những năm tới.*

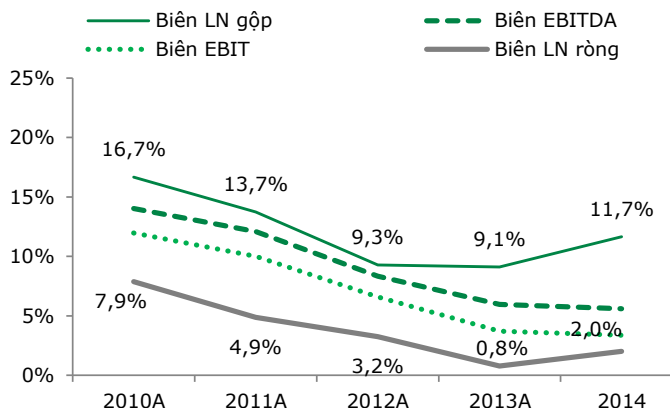
Biên lợi nhuận ròng của HBC liên tục giảm từ mức 7,9% năm 2010 xuống còn 0,8% năm 2013 do thị trường bất động sản Việt Nam trì trệ và cạnh tranh cao trong giai đoạn này. Lợi nhuận ròng giảm mạnh 80% trong năm 2013 do 1) giá thầu thấp như chúng tôi đã đề cập ở trên, 2) lỗ từ các công ty liên kết và thanh lý tài sản cố định, và 3) dự phòng các khoản nợ xấu.

Trong năm 2014, lợi nhuận ròng của HBC đã tăng mạnh 168,8% và biên lợi nhuận ròng đạt 2,0%, cải thiện đáng kể so với năm 2013. Biên lợi nhuận EBIT và EBITDA vẫn trong xu hướng giảm do công ty tiếp tục ghi nhận khoản lớn cho dự phòng nợ xấu.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các khoản dự phòng của HBC sẽ giảm dần và công ty sẽ duy trì ổn định khả năng sinh lời trong giai đoạn tới nhờ thị trường bất động sản khá quan hơn, lợi thế của công ty về thương hiệu mạnh, và việc quản lý chi phí hiệu quả hơn qua hệ thống ERP.

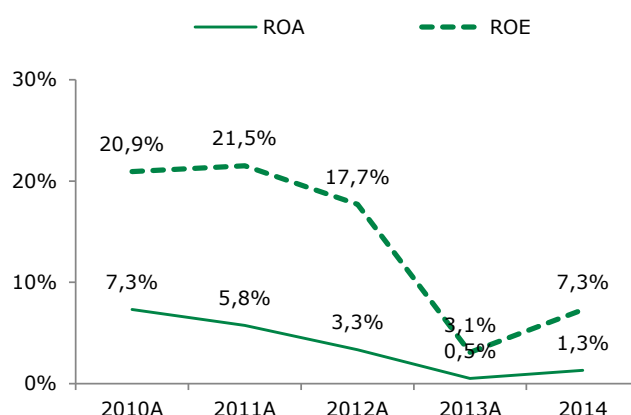
Chỉ số ROA và ROE của công ty trong xu hướng giảm từ năm 2009 đến năm 2013, đặc biệt trong năm 2013 khi HBC tăng 23,2% vốn chủ sở hữu nhưng lợi nhuận ròng giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng các chỉ số này có thể được cải thiện trong những năm tới khi HBC ưu tiên sử dụng đòn bẩy tài chính thay vì phát hành cổ phiếu.

## Biên lợi nhuận



Nguồn: Báo cáo tài chính của HBC

## Chỉ số ROA và ROE



Nguồn: Báo cáo tài chính của HBC

Chúng tôi đánh giá khả năng sinh lời của HBC thấp hơn so với nhóm tương đương cùng ngành bao gồm bảy công ty xây dựng đang niêm yết và có hoạt động kinh doanh khá tương đồng với HBC. Nhóm ngành gồm CTCP Xây dựng Cotec (CTD), CTCP Tasco (HUT), CTCP Kỹ thuật nền móng và Công trình ngầm Fecon (FCN), Tổng CTCP Xây dựng điện Việt Nam (VNE), CTCP Sông Đà 5 (SD5), CTCP Sông Đà 10 (SDT) và CTCP Xây dựng 5 (SC5). Biên lợi nhuận gộp của HBC trong năm 2014 là 11,6%, đứng thứ năm, và biên lợi nhuận ròng là 2,0%, thấp nhất so với nhóm tương đương cùng ngành, do trích lập dự phòng cao. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập ở trên, biên lợi nhuận ròng sẽ dần được cải thiện trong những năm tới.

## Chỉ số lợi nhuận

	HBC	CTD	HUT	FCN	VNE	SD5	SDT	SC5
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>								
2010	16,7%	8,5%	12,4%	27,6%	21,2%	14,7%	21,9%	7,5%
2011	13,7%	7,7%	11,2%	24,1%	25,6%	15,2%	20,8%	3,3%
2012	9,3%	7,2%	4,7%	26,0%	26,4%	20,7%	23,0%	4,9%
2013	9,1%	7,5%	4,7%	16,9%	21,2%	13,9%	22,2%	2,5%
2014	11,7%	7,3%	15,3%	18,9%	30,1%	12,4%	21,9%	6,3%
<b>Trung bình</b>	<b>12,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>22,7%</b>	<b>24,9%</b>	<b>15,4%</b>	<b>21,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>								
2010	7,9%	7,3%	8,0%	14,0%	6,1%	5,6%	9,1%	3,4%
2011	4,9%	4,7%	5,9%	9,5%	4,2%	3,3%	6,1%	1,7%
2012	3,2%	5,2%	1,8%	9,4%	2,4%	2,9%	6,4%	0,6%
2013	0,8%	4,2%	0,7%	8,5%	2,0%	1,3%	5,5%	4,3%
2014	2,0%	4,3%	9,3%	9,6%	8,9%	2,7%	6,1%	2,4%
<b>Trung bình</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>2,5%</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

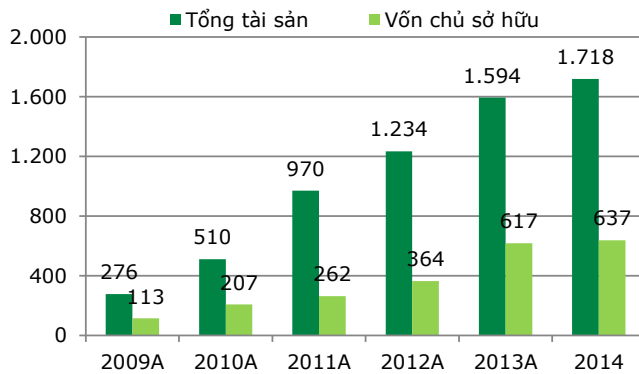
## Tình hình tài chính ổn định so với các công ty cùng ngành.

Tính đến cuối năm 2014, tổng nợ vay của HBC là 1.921,5 tỷ đồng, chủ yếu vay từ Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (Vietinbank) và Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV). Nợ vay của công ty chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động.

HBC có tỷ lệ nợ vay phù hợp với mục tiêu tăng trưởng doanh thu cao trong năm 2015.

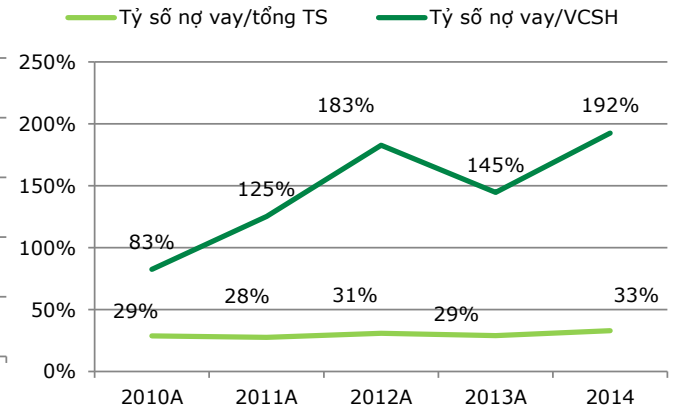
Công ty có uy tín trong việc thanh toán nợ vay đúng hạn ngay cả khi thị trường bất động sản trong giai đoạn suy thoái. Điều này giúp HBC có thể vay với lãi suất ưu đãi hơn so với mức trung bình của thị trường. Theo tính toán của chúng tôi, lãi suất bình quân của HBC là 7,0% so với mức 8%-10% của thị trường vào cuối năm 2014.

#### Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

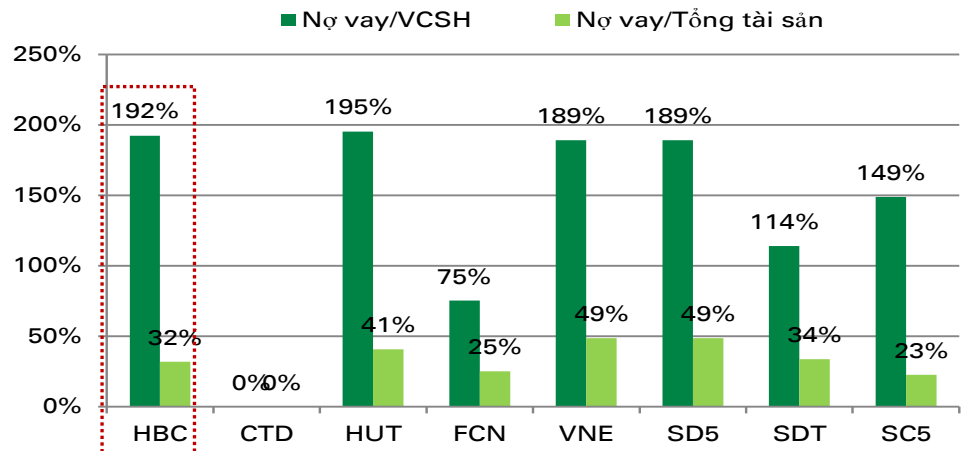
#### Tỷ lệ nợ vay



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

HBC có tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản và nợ vay trên vốn chủ sở hữu khá tương đương với mức trung bình của nhóm ngành là 29% và 121%. Chúng tôi cho rằng mức nợ vay là phù hợp với mục tiêu tăng trưởng doanh thu cao trong năm 2015 và tình hình lãi suất hiện ở mức thấp.

#### Chỉ số nợ vay vào thời điểm cuối năm 2014



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

#### Vòng quay khoản phải thu chậm nhất so với các công ty cùng ngành.

Vòng quay khoản phải thu sụt giảm liên tục trong những năm gần đây do các khoản phải thu khó đòi từ những dự án căn hộ.

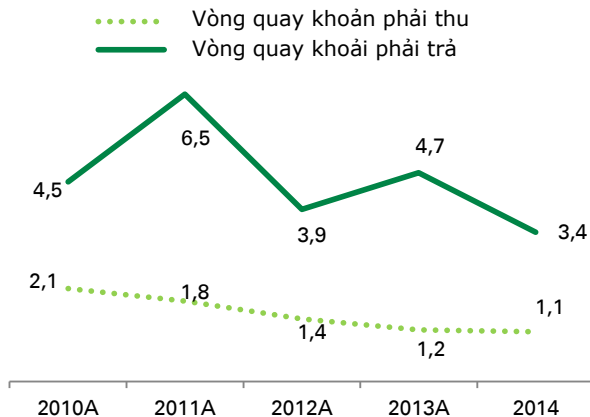
Vòng quay khoản phải thu liên tục giảm trong các năm gần đây do các khoản phải thu từ các dự án chung cư tăng mạnh. Số liệu năm 2014 của HBC là thấp nhất so với trung bình các công ty cùng ngành (2,0 lần).

Vòng quay khoản phải trả cũng giảm trong cùng giai đoạn. Chúng tôi nhận thấy công ty đang sử dụng vốn của các nhà cung cấp vật liệu xây dựng. Tuy nhiên,

vòng quay khoản phải thu hiện đang ở mức thấp so với nhóm ngành, dẫn đến gia tăng rủi ro thanh khoản và trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi.

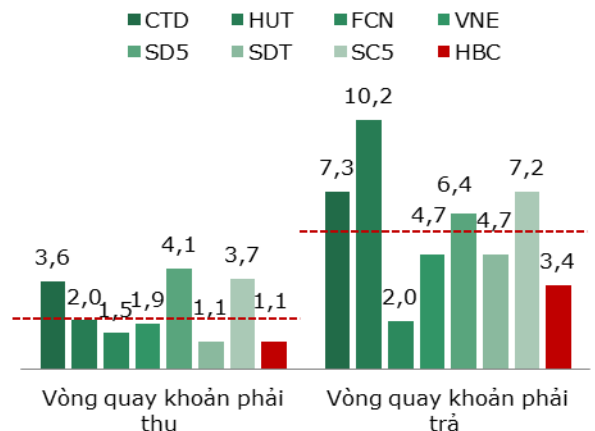
Trong năm 2014, HBC đã trích lập 157,1 tỷ đồng cho các khoản nợ xấu, tăng 192% so với năm 2013. Đây là mức dự phòng cao so với các công ty cùng ngành trong năm 2014, như CTD (43 tỷ đồng), VNE (23 tỷ đồng), và SDT (18 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng đây là một trong những nguyên nhân đã dẫn đến giá cổ phiếu HBC tăng trưởng thấp hơn so với chỉ số VN-Index và nhóm các công ty cùng ngành trong những năm qua.

#### Chỉ số thanh khoản



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

#### So sánh cùng ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VPBS tính toán

*HBC sẽ hoàn nhập dự phòng đối với dự án của Phú Khang và Đức Khải trong năm 2015 và 2016 nếu họ thực hiện theo đúng cam kết.*

#### HBC dự kiến các khoản phải thu khó đòi sẽ giảm dần từ năm 2015

Theo buổi thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo công ty, HBC đã có hướng giải quyết cho hai khoản phải thu khó đòi lớn nhất, bao gồm dự án nhà ở cho các chuyên gia tại Formosa Hà Tĩnh (nhà thầu chính là CTCP Phú Khang) với tổng giá trị nợ tồn đọng hơn 160 tỷ đồng tại ngày 31/12/2014, đã trích lập dự phòng 80 tỷ đồng trong năm 2014; và dự án Era Town của CTCP Đức Khải với hơn 80 tỷ đồng, trong đó năm 2014 đã trích lập dự phòng 38 tỷ đồng.

Đối với dự án tại Formosa, HBC đã ký hợp đồng trực tiếp với CT TNHH Gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh và trở thành nhà thầu chính khi triển khai các dự án tại Formosa. Bên cạnh đó, HBC cũng đã nhận được một khoản thanh toán là 30 tỷ đồng từ CTCP Phú Khang cùng với cam kết sẽ thanh toán cho HBC 10 tỷ đồng mỗi tháng từ tháng 1/2015 đến tháng 3/2016 (15 tháng).

Đối với dự án Era Town, HBC đã quyết toán trị giá 80 tỷ đồng (không bao gồm chi phí lãi vay và tiền phạt chậm thanh toán) với CTCP Đức Khải, trong đó 30 tỷ đồng sẽ được thanh toán bằng tiền mặt vào cuối tháng 6/2015, và phần còn lại sẽ được thanh toán bằng các căn hộ Era Town hoặc bằng tiền mặt nhưng chưa có thời gian cụ thể. Do đó, HBC sẽ được hoàn nhập dự phòng cho các dự án này trong năm 2015 và 2016 nếu CTCP Phú Khang và CTCP Đức Khải thực hiện theo đúng các cam kết của họ.



HBC dự kiến sẽ giải quyết vấn đề nợ khó đòi trong năm 2015 và 2016. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn còn rủi ro trích lập dự phòng thêm do HBC có một số dự án chưa được trích lập dự phòng, như dự án chung cư cao cấp Léman Luxury của CT Group (25 tỷ đồng), cao ốc Sài Gòn M&C (trên 6 tỷ đồng), Thảo Loan Plaza (40 tỷ đồng).

Để giảm thiểu và ngăn chặn rủi ro nợ xấu trong tương lai, ban lãnh đạo công ty đã đưa ra một hướng mới trong công tác đấu thầu dự án. Công ty sẽ không cạnh tranh về giá với các nhà thầu nhỏ, chỉ tập trung tham gia dự án với tư cách là nhà thầu chính, và các dự án có giá trị hợp đồng trên 100 tỷ đồng để chọn lọc các khách hàng lớn và uy tín.

Bên cạnh đó, HBC đang phát triển phương thức mới để hợp tác toàn diện với các khách hàng, bao gồm tham gia vào dự án ngay từ khâu thiết kế đến xây dựng cho toàn bộ dự án. Công ty kỳ vọng phương thức này có thể tiết kiệm thời gian, giảm chi phí trung gian cho khách hàng, nâng cao hiệu quả quản lý dự án và cũng góp phần cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho công ty. Vào cuối Q1/2015, HBC đã ký được bốn dự án theo phương thức hợp tác này với tổng giá trị hợp đồng đạt 2.700 tỷ đồng.

### **Danh mục dự án tồn đọng từ năm 2014 lớn và giá trị hợp đồng mới trong năm 2015 tăng mạnh.**

Trong năm 2014, HBC đã ký được nhiều dự án có quy mô lớn (giá trị > 500 tỷ đồng) như Vietinbank Tower (giai đoạn 2) của Vietinbank, Saigon Centre của Keppel Land, và FLC Samson của Tập đoàn FLC. Chúng tôi cho rằng khả năng tài chính và uy tín của các khách hàng này là tốt và rủi ro thanh toán thấp. Cụ thể, Tập Đoàn FLC đã ứng trước 200 tỷ đồng cho HBC để triển khai dự án FLC Samson.

Theo buổi thảo luận vào tháng 3/2015 của chúng tôi với ban lãnh đạo công ty, HBC đã ký được hơn tám dự án mới với tổng giá trị hợp đồng trên 3.000 tỷ đồng trong Q1/2015 (hoàn thành 50% kế hoạch ký mới năm 2015 là 6.000 tỷ đồng). Bên cạnh đó, tính đến ngày 31/12/2014, giá trị các dự án tồn đọng là hơn 5.000 tỷ đồng, trong đó HBC dự kiến thi công 60% khối lượng công việc tương đương 3.000 tỷ đồng trong năm 2015. Như vậy, tính đến ngày 31/3/2015, tổng giá trị hợp đồng thực hiện trong giai đoạn 2015-2016 ước trên 8.000 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng công ty có thể hoàn thành kế hoạch hợp đồng ký mới của năm 2015 do sự tăng nhanh hơn kỳ vọng của các hợp đồng ký mới trong ba tháng đầu năm 2015.

*Mô hình thiết kế và xây dựng có thể giúp tiết kiệm thời gian, giảm chi phí trung gian cho khách hàng, nâng cao hiệu quả quản lý dự án và góp phần cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho công ty.*

*Tính đến ngày 31/3/2015, tổng giá trị hợp đồng thực hiện trong giai đoạn 2015-2016 ước trên 8.000 tỷ đồng.*

## Danh mục dự án tồn đọng chuyển sang năm 2015 và các dự án ký mới

Dự án dân dụng	Địa điểm	Bắt đầu	Kết thúc	Thi công	Giá trị (gồm VAT)
Chung cư Icon 56	Quận 4, HCM	T4-14	T9-15	Phần thân và M&E	170
Chung cư Galaxy 9	Quận 4, HCM	T4-14	T11-15	Phần thân và M&E	350
Sunrise City (Central)	Quận 7, HCM	T1-13	T8-15	Phần thân và M&E	300
Chung cư Tân Chánh Hiệp	Quận 12, HCM	T10-14	T5-15	Phần thân	116
Chung cư Discovery Complex	Cầu Giấy, Hà Nội	T6-10	T3-16	Phần thân	515
Chung cư Nguyễn Kim – block B	Quận 10, HCM	T6-14	T4-15	Phần thân	150
Chung cư Capital Garden	Hà Nội	T8-14	T4-15	Phần thân	170
Tòa nhà Vietinbank (GĐ1)	Tây Hồ, Hà Nội	T12-13	T12-14	Phần ngầm	770
Tòa nhà Vietinbank (GĐ2)	Tây Hồ, Hà Nội	T5-14	2017	Phần thân	1.100
Sài Gòn Centre	Quận 1, HCM	T3-14	T3-16	Phần thân và M&E	1.600
Depot Tham Lương	HCM	T1-15	T4-16	Phần thân và M&E	173
SHP Plaza	Hải Phòng	T3-15	T11-16	phần thân và M&E	400
Chung cư The Ascent	Quận 2, HCM	T1-15	T11-16	Thiết kế và xây dựng	430
Chung cư Cửu Long	Quận 1, HCM	T4-15	2017	Thiết kế và xây dựng	1.000
Chung cư Estella Heights (GĐ2)	Quận 2, HCM	T4-15	T10-15	Phần ngầm	150
<b>Dự án khách sạn</b>					
FLC Samson Beach & Golf Resort	Thanh Hóa	T10-14	T12-16	Thiết kế và xây dựng	700
Khu du lịch Star Bay	Phú Quốc	T12-14	T12-15	Thiết kế và xây dựng	528
Khách sạn JW Marriott	Phú Quốc	T12-14	T12-15	Phần thân	72
Intercontinental Resort Phú Quốc	Phú Quốc	T1-15	T12-15	Phần thân	200
<b>Tổng giá trị (tỷ đồng)</b>					<b>8.944</b>

Nguồn: HBC, VPBS tổng hợp

**Kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu thưởng.** HBC sẽ chi trả cổ tức năm 2014 bằng tiền mặt với tỷ lệ là 15% trên mệnh giá (tương đương tỷ suất lợi tức là 7,9% tại mức giá hiện tại) và phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ là 30% trên mệnh giá. Đây là lần đầu tiên HBC trả toàn bộ cổ tức bằng tiền mặt và thực hiện pha loãng cổ phiếu khá lớn; những năm trước HBC thường trả cổ tức bằng tiền 5% và bằng cổ phiếu 10% trên mệnh giá. Theo ông Hải (CEO), HBC đang có một lượng tiền mặt dồi dào là 1.375 tỷ đồng tại ngày 31/12/2014 để trả cổ tức bằng tiền mặt và kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2015 để giảm tác động của việc pha loãng.

## Kế hoạch năm 2015 của ban lãnh đạo

Ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là đạt 5.300 tỷ đồng và 180 tỷ đồng, tăng tương ứng 48% và 154% so với năm trước. Trong trường hợp xấu nhất, HBC dự kiến trích lập dự phòng nợ xấu là 75 tỷ đồng và ghi nhận 150 tỷ đồng lợi nhuận ròng năm 2015, tăng 111%. Trong trường hợp CTCP Phú Khang và CTCP Đức Khải thực hiện theo đúng các cam kết, HBC sẽ được hoàn nhập dự phòng và bù đắp được các khoản trích lập dự phòng mới cho dự án Thảo Loan plaza, Kenton, Léman Luxury, v.v. và lợi nhuận ròng năm 2015 dự kiến đạt 200 tỷ đồng, tăng 181% so với năm trước.

(Tỷ đồng)	Trường hợp xấu nhất	Trường hợp tốt nhất	Kế hoạch của HBC
Doanh thu thuần	5.300	5.300	5.300
Trích lập dự phòng	75	0	<75
Lợi nhuận sau thuế	150	200	180

Nguồn: HBC

Chúng tôi tin rằng HBC có thể hoàn thành kế hoạch doanh thu do giá trị hợp đồng mới tăng trưởng tốt hơn kỳ vọng và triển vọng tích cực của thị trường bất động sản Việt Nam. Đối với kế hoạch lợi nhuận, chúng tôi dự kiến HBC sẽ trích

lập dự phòng khoảng 60 tỷ đồng trong năm 2015 và hoàn thành 97% kế hoạch lợi nhuận.

Dựa trên kế hoạch của ban quản trị công ty, chúng tôi liệt kê danh mục các dự án lớn của HBC sẽ ghi nhận doanh thu trên 100 tỷ đồng trong năm 2015 như bảng bên dưới:

(Tỷ đồng)	Doanh thu 2015	Ghi chú
<b>Chung cư</b>	<b>2.146</b>	
Galaxy 9	173	Đã ký 2014, sắp hoàn thành
The Ascent	170	Đã ký 2014, đang thi công
Nhà ở Vietinbank	134	Đã ký 2014, hoàn thành
Biệt thự Đại Quang Minh	121	Đã ký 2014, đang thi công
Capital Garden	108	Đã ký 2014, đang thi công
Mipec Long Biên	107	Đã ký 2014, hoàn thành
Chung cư Cửu Long	300	Đã ký 2015, chuẩn bị khởi công
Dự án Hải Nam	175	Đã ký 2015, chuẩn bị khởi công
Dự án Keppal Land	160	Chưa ký
Novaland (Sun Avenue, RiverGate, Tresor)	533	Đã ký 2015, chuẩn bị khởi công
Dự án của Đức	165	Chưa ký
<b>Khu phức hợp, TTTM, văn phòng</b>	<b>2.128</b>	
Discovery Complex	366	Đã ký 2014, sắp hoàn thành
Saigon Centre	850	Đã ký 2014, sắp hoàn thành
Tòa nhà Vietinbank (GĐ1)	410	Đã ký 2014, đang thi công
Tòa nhà Vietinbank (GĐ2)	322	Đã ký 2014, đang thi công
SHP Plaza	180	Đã ký 2015, đang thi công
<b>Khách sạn, resort</b>	<b>1.045</b>	
FLC Samson Beach & Golf Resort	400	Đã ký 2014, đang thi công
Khách sạn Le Meridien	174	Đã ký 2014, hoàn thành
Star Bay	265	Đã ký 2015, đang thi công
Crowne Plaza	140	Đã ký 2014, đang thi công
Khách sạn JW Marriott	66	Đã ký 2015, đang thi công
<b>Bệnh viện</b>	<b>131</b>	
Bệnh viện đa khoa An Giang	131	Đã ký 2014, hoàn thành
<b>Tổng</b>	<b>5.450</b>	

Nguồn: HBC, VPBS tổng hợp. Ghi chú: Giá trị ghi nhận bao gồm VAT

## Danh mục các dự án tiềm năng trong những năm tới

*Những dự án tiềm năng từ Formosa Hà Tĩnh, Novaland, Vingroup, và Myanmar.*

Ban lãnh đạo công ty cho biết tổng giá trị hợp đồng tiềm năng ước tính có thể được thực hiện tại Khu công nghiệp Formosa Hà Tĩnh là 3.500 tỷ đồng cho giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2017. Chúng tôi cho rằng HBC sẽ được chọn làm nhà thầu chính cho dự án dân dụng tại khu công nghiệp này, nhưng thời điểm ký hợp đồng chính thức và triển khai thi công có thể chậm hơn so với kỳ vọng của công ty.

HBC và Novaland đang đàm phán ký kết hợp đồng cho các chung cư mới của Novaland trong những năm tới như dự án RiverGate, Tresor, và The Avenue, sau khi HBC đã rất thành công trong việc thi công các dự án trước đó của Novaland như Sunrise City, Galaxy 9, và Icon 56. Tổng giá trị hợp đồng hiện tại đã ký kết với Novaland là 820 tỷ đồng.

HBC cũng đang chuẩn bị để đàm phán với Vingroup về việc xây dựng của dự án Vincom Central Park (giai đoạn II) bao gồm 5-6 tòa nhà (35-40 tầng) và tòa tháp Landmark (81 tầng). Trước đây, công ty đã triển khai thành công tại các

dự án Times City (khối T1 và T2 với tổng giá trị hợp đồng là 480 tỷ đồng) cho Vingroup.

Ủy ban Nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh dự kiến khởi công xây dựng bệnh viện Ung Bướu vào ngày 18/4/2015 nhưng đã bị hoãn lại. HBC là một trong hai nhà thầu được lựa chọn triển khai dự án này với tổng giá trị gói xây dựng là 2.000 tỷ và gói mua sắm thiết bị là 3.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, hiện chưa có quyết định chính thức ai sẽ là nhà thầu chính cho dự án này.

Bên cạnh đó, ban lãnh đạo công ty cũng cho biết công ty đang chuẩn bị hợp tác với một nhà thầu xây dựng địa phương tại Myanmar để triển khai thi công một dự án với giá trị hợp đồng khoảng 20 triệu USD trong giai đoạn 2016-2017. Doanh thu và lợi nhuận được chia đều (50/50) cho HBC và đối tác tại Myanmar. Ban lãnh đạo công ty rất lạc quan về thị trường Myanmar do nhu cầu xây dựng đang tăng trưởng nhanh và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Do đó, HBC sẽ tiếp tục mở rộng hoạt động kinh doanh của mình tại Myanmar bằng việc hợp tác với các nhà thầu địa phương khác trong tương lai.

## GIẢ ĐỊNH

### Tốc độ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp:

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu (% tăng)</b>	<b>48%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Xây dựng	50%	15%	10%	10%	10%
Môi giới bất động sản	10%	10%	10%	10%	10%
Dịch vụ khác	10%	10%	10%	10%	10%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Xây dựng	11%	10%	10%	10%	10%
Môi giới bất động sản	5%	5%	5%	5%	5%
Dịch vụ khác	19%	19%	19%	19%	19%

*Nguồn: VPBS ước tính*

Phân khúc thi công dân dụng: là hoạt động kinh doanh cốt lõi và đang đối mặt với sự cạnh tranh cao từ các nhà thầu trong và ngoài nước.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của phân khúc này dựa trên những giả định sau:

- Năm 2015: Tốc độ tăng trưởng doanh thu là 50% dựa trên danh mục dự án tồn đọng năm 2014 và các dự án mới đã ký. Biên lợi nhuận gộp là 11% do triển vọng tích cực của thị trường bất động sản.
- Năm 2016: Tốc độ tăng trưởng doanh thu là 15% dựa trên danh mục dự án tồn đọng lớn của năm 2015 và các dự án tiềm năng như chúng tôi đã đề cập ở trên. Biên lợi nhuận gộp là 10% do sự cạnh tranh cao từ các nhà thầu trong và ngoài nước.
- Từ năm 2017 trở đi: Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng hàng năm là 10% dựa trên tốc độ tăng trưởng bình quân 10% của lĩnh vực xây dựng dân dụng trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 10%.

**Phân khúc kinh doanh và môi giới bất động sản:** Chúng tôi giả định doanh thu sẽ tăng trưởng 10%. Biên lợi nhuận gộp cho hoạt động này là 5% (mức trung bình của năm 2013 và 2014). Đối với hoạt động kinh doanh bất động sản, chúng tôi tính toán phần giá trị còn lại của dự án Green Park và The Ascent; sau đó cộng khoản giá trị này vào mô hình DCF của chúng tôi.

**Các dịch vụ khác:** Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu các dịch vụ khác là 10% mỗi năm. Biên lợi nhuận gộp là 19%, bằng với trung bình của năm 2013 và 2014.

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:** Chúng tôi giả định tỷ lệ của các chi phí này trên doanh thu (chưa bao gồm dự phòng) là 4,3% trong giai đoạn dự báo, bằng mức trung bình của năm 2013 và 2014.

**Trích lập dự phòng cho nợ xấu:**

- Năm 2015: Chúng tôi cho rằng công ty sẽ trích lập dự phòng ít hơn 75 tỷ đồng. Tuy nhiên, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định HBC sẽ trích lập dự phòng 60 tỷ đồng do chúng tôi cho rằng HBC có thể phải trích lập thêm dự phòng từ dự án của Citigroup, Phú Khang, Đức Khải và các dự án khác.

- Năm 2016 trở đi: Chúng tôi tin rằng HBC có thể hoàn nhập dự phòng cho những dự án cũ nhưng chúng tôi không xác định được các dự án mới có trích lập dự phòng thêm hay không. Do đó, chúng tôi giả định rằng các khoản này sẽ bù trừ lẫn nhau.

**Doanh thu tài chính:** chủ yếu bao gồm thu nhập từ lãi tiền gửi. Chúng tôi giả định thu nhập từ lãi trong giai đoạn dự báo bằng mức trung bình của năm 2013 và 2014.

**Chi phí tài chính:** Chúng tôi giả định tỷ lệ của chi phí lãi vay trên tổng dư nợ là 5,5%, tương đương mức của năm 2014. Các chi phí tài chính khác giữ ổn định ở mức 2,5 tỷ đồng, bằng với mức trung bình của năm 2013 và năm 2014.

**Đầu tư.** Chúng tôi giả định HBC sẽ đầu tư 150 tỷ đồng mỗi năm cho máy móc thiết bị mới để duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới.

**Chi phí thuế:** Mức thuế suất hiệu dụng là 22% cho năm 2015 và 20% cho các năm sau đó, theo Nghị định số 218/2013/NĐ-CP.

**Cổ phiếu quỹ:** Theo nghị quyết Hội đồng Quản trị ngày 27/3/2015, HBC sẽ bán 3.972.490 cổ phiếu quỹ (giá mua trung bình 27.700 đồng/cổ phiếu) theo giá thị trường để tài trợ cho vốn lưu động trong 30 ngày sau khi được chấp thuận của Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX). Chúng tôi giả định HBC sẽ bán toàn bộ cổ phiếu quỹ với giá 21.000 đồng/cổ phiếu (theo kỳ vọng của HBC). Theo đó, giá trị thặng dư cổ phiếu trên bảng cân đối kế toán sẽ giảm 38,6 tỷ đồng và lượng tiền mặt tăng 83,4 tỷ đồng. Giao dịch này sẽ không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty.

## ĐỊNH GIÁ

Dựa vào phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh theo giá thị trường (chỉ số P/E), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho HBC là **21.500** đồng/cổ phiếu. Tổng lợi nhuận dự kiến là 21,7%, bao gồm mức tăng giá 13,8% và lợi suất cổ tức tiền mặt 7,9%; do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
DCF	21.204	50%	10.602
P/E	21.870	50%	10.935
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>21.500</b>

Nguồn: VPBS

### Mô hình DCF

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) của chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 21.204 đồng cho mỗi cổ phiếu HBC.

Chúng tôi áp dụng các chỉ số sau cho mô hình DCF:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương 6,0%.
- Mức bù rủi ro thị trường ở mức 8,86%. Và beta của HBC là 1,10.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính ở mức 15,7% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- Chi phí lãi vay ở mức 7,0% là lãi suất vay bình quân của HBC, và thuế suất hiệu dụng cho HBC là 20%.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 9,3%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của HBC là 5%.

Tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Dòng tiền tự do	(106)	(23)	60	60	100
Hệ số chiết khấu	0,9	0,9	0,8	0,7	17,1
Giá trị hiện tại dòng tiền	(100)	(20)	48	44	1.712
Giá trị công ty	1.683				
Cộng: Tiền mặt	1.375				
Trừ: Nợ vay	(1.921)				
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)				
Cộng: Giá trị còn lại dự án BĐS	78				
Giá trị VCSH	1.216				
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>21.204</b>	đồng/cp			

### Phương pháp so sánh

Nhóm tương đương cùng ngành với HBC gồm bảy công ty niêm yết có hoạt động kinh doanh tương tự và kết quả kinh doanh ổn định trong 4 năm qua.

Chúng tôi dựa trên mức trung vị P/E của nhóm tương đương cùng ngành (7,2 lần) để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu HBC. Chỉ số P/E trượt của HBC cao hơn nhóm công ty cùng ngành do công ty trích lập dự phòng phải thu lớn trong

năm 2014 dẫn đến EPS sụt giảm. Trong năm 2015, khoản trích lập dự phòng sẽ giảm, góp phần giúp EPS tăng trưởng mạnh và đưa chỉ số P/E của HBC về mức phù hợp với nhóm ngành.

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng EPS 2014	P/E	P/B	Nợ vay/ VCSH	ROE	ROA
CTD	Xây dựng Cotec	3.223	27%	10,4	1,3	0%	13,6%	7,0%
HUT	Xây dựng TАСO	1.344	1230%	4,7	1,0	195%	25,4%	4,7%
FCN	Fecon	965	-29%	7,2	1,3	75%	19,3%	6,9%
VNE	Xây dựng điện Việt Nam	845	405%	9,2	1,1	59%	12,3%	4,9%
SD5	Sông Đà 5	390	76%	6,8	0,8	189%	12,4%	2,7%
SDT	PT Hạ tầng IDICO	611	-26%	6,4	0,7	114%	10,5%	2,9%
SC5	Xây dựng Số 5	378	-38%	10,4	1,1	149%	10,0%	1,6%
<b>Trung vị</b>			27%	7,2	1,1	114%	12,4%	4,7%
<b>Trung bình</b>			235%	7,9	1,0	112%	14,8%	4,4%
HBC	Địa ốc Hòa Bình	1.009	147%	14,1	1,0	192%	7,3%	1,3%

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tại ngày 4/5/2015

Chúng tôi giả định rằng HBC sẽ không phát hành thêm cổ phiếu mới cho đối tác chiến lược trong năm 2015 và sẽ bán hết số cổ phiếu quỹ trong Q2/2015. Với EPS pha loãng của năm 2015 là 3.052 đồng, chúng tôi xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu HBC theo phương pháp P/E là **21.870** đồng/cổ phiếu.

### Phân tích độ nhạy

**Độ nhạy của giá cổ phiếu HBC do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn						
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
WACC	8,4%	20.100	21.700	23.600	26.100	29.500	34.300	41.700
	8,7%	19.200	20.500	22.200	24.300	27.100	31.000	36.600
	9,0%	18.400	19.600	21.000	22.800	25.200	28.300	32.700
	9,3%	17.700	18.700	20.000	<b>21.500</b>	23.500	26.100	29.600
	9,6%	17.000	17.900	19.100	20.400	22.100	24.300	27.200
	9,9%	16.400	17.200	18.200	19.400	20.900	22.700	25.100
	10,2%	15.900	16.600	17.500	18.600	19.800	21.400	23.500

**Độ nhạy của giá cổ phiếu HBC do sự thay đổi trích lập dự phòng nợ xấu và biên lợi nhuận gộp của mảng thi công công trình dân dụng**

		Biên lợi nhuận gộp năm 2015 của mảng thi công dân dụng						
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Trích lập dự phòng (tỷ đồng)	0	20.600	22.000	23.400	24.800	26.200	27.600	28.900
	20	19.500	20.900	22.300	23.700	25.100	26.500	27.900
	40	18.400	19.800	21.200	22.600	24.000	25.400	26.800
	60	17.400	18.800	20.100	<b>21.500</b>	22.900	24.300	25.700
	65	17.100	18.500	19.900	21.300	22.700	24.100	25.400
	70	16.800	18.200	19.600	21.000	22.400	23.800	25.200
	75	16.600	17.900	19.300	20.700	22.100	23.500	24.900



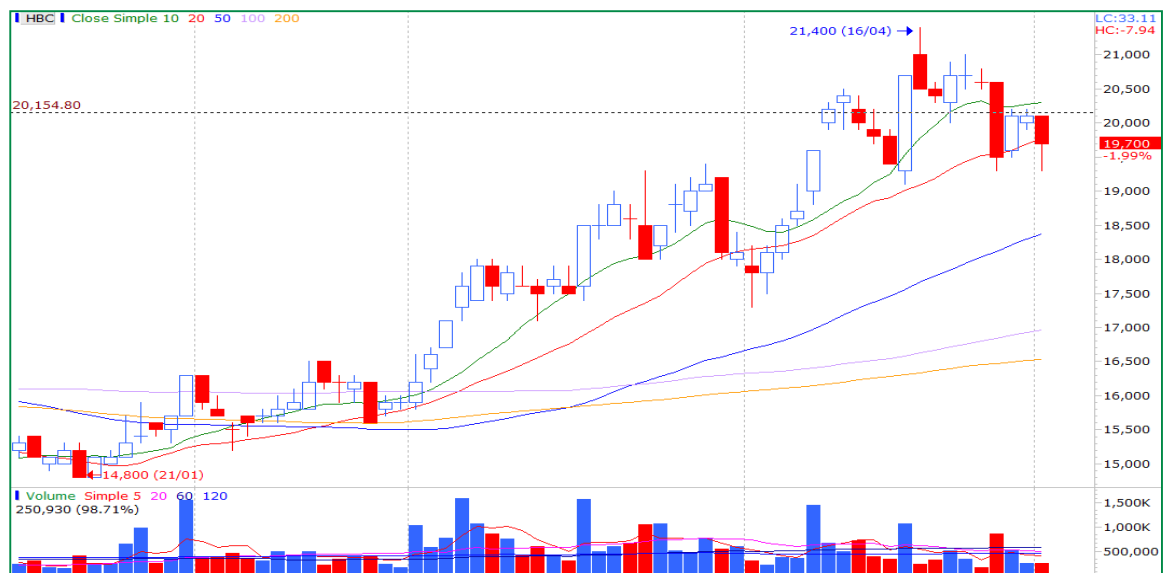
## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật HBC cho thấy cổ phiếu đang nằm trong xu hướng tăng trưởng trung hạn từ đầu năm 2015. Tuy nhiên, sau khi tiệm cận vùng đỉnh của năm 2014 tại 21.500 đồng/cổ phiếu, giá HBC đã xuất hiện nhịp điều chỉnh giảm.

Hiện tại, đường giá HBC đã phá vỡ hỗ trợ của đường MA10 ngày tại 20.200 đồng/cổ phiếu để phát ra tín hiệu giảm giá ngắn hạn. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng HBC có thể tiếp tục giảm để kiểm tra hỗ trợ 18.700 đồng/cổ phiếu của đường MA50 ngày, thậm chí là vùng 17.700 đồng/cổ phiếu của đường MA100 ngày.

Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với HBC ở thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 4/5/2015	HBC (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	21.400
Giá thấp nhất trong 3 tháng	15.200
Đường MA 50 ngày	18.700
Đường MA 100 ngày	17.700
Kháng cự trung hạn	21.400
Hỗ trợ trung hạn	17.700
<b>Khuyến nghị</b>	<b>BÁN</b>



---

## KẾT LUẬN

HBC thuộc топ ba công ty xây dựng dân dụng hàng đầu tại Việt Nam. Công ty có uy tín và thương hiệu mạnh trên thị trường xây dựng với kinh nghiệm trên 27 năm qua. Đặc biệt, HBC là nhà thầu nội địa duy nhất có năng lực thi công các công trình siêu cao tầng có quy mô trên 50 tầng.

Với năng lực thi công và chất lượng công trình có thể cạnh tranh với các nhà thầu nước ngoài, chúng tôi tin rằng HBC sẽ tiếp tục giành được nhiều hợp đồng trong lĩnh vực xây dựng dân dụng cho công trình nhà ở, khu phức hợp, TTTM, văn phòng, bệnh viện, khách sạn, và nhất là trong bối cảnh thị trường bất động sản trong nước tích cực hơn. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng HBC sẽ cải thiện vấn đề thu hồi công nợ và quản trị tốt nguồn lực (vốn lưu động, nhân lực, đầu ra-đầu vào, v.v) trong những năm tới để lợi nhuận duy trì ổn định hơn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu HBC với giá mục tiêu 12 tháng là **21.500** đồng/cổ phiếu.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, những rủi ro cơ bản cho HBC bao gồm:

- 1) Phú Khang và Đức Khải không thực hiện theo đúng cam kết của họ trong khi những khoản nợ khó đòi khác không có cách xử lý.
- 2) Tiến độ thu hồi công nợ tại những dự án mới chậm hơn so với dự kiến.
- 3) Tiến độ triển khai của các dự án tiềm năng trong tương lai chậm hơn dự kiến của công ty, như dự án tại Formosa Hà Tĩnh, bệnh viện Ung Bướu, dự án tại Myanmar, v.v.
- 4) Cạnh tranh cao từ các nhà thầu trong và ngoài nước trong lĩnh vực xây dựng dân dụng.

## PHỤ LỤC: VPBS DỰ BÁO

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Xây dựng	1.715	2.893	3.945	3.306	3.381	5.072	5.833	6.416	7.058	7.764
Môi giới bất động sản	0	102	89	16	67	74	81	90	99	108
Dịch vụ khác	53	60	31	111	69	76	84	92	102	112
<b>Doanh thu</b>	<b>1.768</b>	<b>3.055</b>	<b>4.065</b>	<b>3.432</b>	<b>3.518</b>	<b>5.223</b>	<b>5.998</b>	<b>6.598</b>	<b>7.258</b>	<b>7.984</b>
<i>% tăng trưởng</i>	<i>0,3%</i>	<i>72,8%</i>	<i>33,0%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>2,5%</i>	<i>48,4%</i>	<i>14,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Giá vốn hàng bán	1.473	2.636	3.687	3.120	3.108	4.646	5.395	5.935	6.528	7.181
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>295</b>	<b>420</b>	<b>378</b>	<b>313</b>	<b>410</b>	<b>576</b>	<b>603</b>	<b>664</b>	<b>730</b>	<b>803</b>
Chi phí bán hàng	83	129	146	182	289	290	264	290	319	351
<b>EBIT</b>	<b>212</b>	<b>291</b>	<b>231</b>	<b>131</b>	<b>121</b>	<b>286</b>	<b>339</b>	<b>373</b>	<b>411</b>	<b>452</b>
Khấu hao	37	64	71	78	78	94	111	129	146	164
<b>EBITDA</b>	<b>248</b>	<b>355</b>	<b>302</b>	<b>209</b>	<b>200</b>	<b>380</b>	<b>451</b>	<b>502</b>	<b>557</b>	<b>616</b>
Doanh thu tài chính	21	33	36	41	70	55	62	59	61	60
Chi phí tài chính	49	150	164	112	99	116	122	125	125	136
Lợi nhuận khác	2	(3)	17	(13)	(0)	0	(16)	0	0	0
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	(0)	14	37	(4)	(2)	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>157</b>	<b>44</b>	<b>89</b>	<b>225</b>	<b>264</b>	<b>307</b>	<b>347</b>	<b>375</b>
Thuế	46	36	26	20	20	50	53	61	69	75
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>24,6%</i>	<i>19,2%</i>	<i>16,7%</i>	<i>45,8%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>131</b>	<b>24</b>	<b>69</b>	<b>176</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>277</b>	<b>300</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	1	(1)	(3)	(2)	1	1	1	1	1
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>139</b>	<b>149</b>	<b>132</b>	<b>26</b>	<b>71</b>	<b>175</b>	<b>211</b>	<b>245</b>	<b>276</b>	<b>299</b>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>7,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>0,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,7%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	7.386	7.439	3.646	541	1.345	3.052	3.670	4.264	4.816	5.214
Số lượng cổ phiếu (triệu)	18,85	20,04	36,21	44,16	53,40	57,37	57,37	57,37	57,37	57,37

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b> (tỷ đồng)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>										
Tiền và các khoản tương đương tiền	258	300	606	755	679	622	574	573	498	673
Các khoản đầu tư ngắn hạn	1	325	15	44	696	696	696	696	696	696
Các khoản phải thu	844	1.680	2.873	2.941	3.063	3.219	3.698	4.067	4.474	4.900
Hàng tồn kho	150	199	221	212	561	935	796	875	962	1.057
Tài sản ngắn hạn khác	20	46	46	33	46	45	45	45	45	45
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.273</b>	<b>2.550</b>	<b>3.760</b>	<b>3.986</b>	<b>5.045</b>	<b>5.518</b>	<b>5.809</b>	<b>6.257</b>	<b>6.675</b>	<b>7.371</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>										
Tài sản cố định	326	423	454	377	357	413	451	472	476	462
Các khoản đầu tư dài hạn	38	48	50	50	52	52	52	52	52	52
Tài sản dài hạn khác	277	265	316	314	350	327	330	336	331	332
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>640</b>	<b>736</b>	<b>820</b>	<b>741</b>	<b>758</b>	<b>791</b>	<b>833</b>	<b>860</b>	<b>858</b>	<b>846</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.913</b>	<b>3.285</b>	<b>4.580</b>	<b>4.727</b>	<b>5.803</b>	<b>6.309</b>	<b>6.642</b>	<b>7.116</b>	<b>7.533</b>	<b>8.217</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>										
Các khoản phải trả	327	406	948	661	905	1.060	1.158	1.272	1.399	1.538
Vay nợ ngắn hạn	532	894	1.389	1.364	1.813	1.985	2.099	2.177	2.177	2.395
Nợ ngắn hạn khác	320	1.172	1.222	1.653	1.792	1.857	1.830	1.886	1.947	2.012
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.179</b>	<b>2.472</b>	<b>3.560</b>	<b>3.679</b>	<b>4.509</b>	<b>4.902</b>	<b>5.087</b>	<b>5.336</b>	<b>5.523</b>	<b>5.945</b>
<b>Nợ dài hạn</b>										
Vay nợ dài hạn	18	10	19	10	104	83	67	53	43	34
Nợ dài hạn khác	23	76	222	81	193	165	146	168	160	158
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>41</b>	<b>85</b>	<b>241</b>	<b>91</b>	<b>297</b>	<b>249</b>	<b>213</b>	<b>221</b>	<b>203</b>	<b>192</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.220</b>	<b>2.558</b>	<b>3.801</b>	<b>3.770</b>	<b>4.806</b>	<b>5.150</b>	<b>5.300</b>	<b>5.557</b>	<b>5.725</b>	<b>6.137</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>										
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	518	520	502	710	765	836	836	836	836	836
Lợi nhuận chưa phân phối	148	201	270	241	231	320	502	718	966	1.236
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>665</b>	<b>722</b>	<b>771</b>	<b>951</b>	<b>996</b>	<b>1.157</b>	<b>1.338</b>	<b>1.554</b>	<b>1.802</b>	<b>2.072</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	28	6	9	7	1	3	3	5	6	7
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.913</b>	<b>3.285</b>	<b>4.580</b>	<b>4.727</b>	<b>5.803</b>	<b>6.309</b>	<b>6.642</b>	<b>7.116</b>	<b>7.533</b>	<b>8.217</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
LCTT từ hoạt động kinh doanh	47	(113)	(372)	67	110	(44)	31	112	113	143
LCTT từ hoạt động đầu tư	(157)	(161)	244	(44)	(712)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
LCTT từ hoạt động tài chính	185	316	434	127	525	138	71	37	(38)	182
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>74</b>	<b>42</b>	<b>306</b>	<b>150</b>	<b>(77)</b>	<b>(57)</b>	<b>(48)</b>	<b>(1)</b>	<b>(75)</b>	<b>175</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	184	258	300	606	755	679	622	574	573	498
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>606</b>	<b>755</b>	<b>679</b>	<b>622</b>	<b>574</b>	<b>573</b>	<b>498</b>	<b>673</b>
Dòng tiền tự do cho công ty	(74,6)	(188,0)	(356,8)	107,2	114,0	(105,7)	(23,4)	60,4	60,3	100,4

<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>										
Chỉ số PE					14,1	6,2	5,1	4,4	3,9	3,6
Chỉ số PEG					5,7	2,7	4,3	3,8	3,5	3,3
EV / EBIT					13,7	5,7	4,8	4,4	4,0	3,6
EV / EBITDA					8,2	4,3	3,6	3,2	2,9	2,6
Chỉ số P/S					0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Chỉ số P/B					1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
Lợi suất cổ tức tiền mặt			2,6%	5,3%	2,6%	7,9%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
<b>Chỉ số sinh lời</b>										
Biên LN gộp	16,7%	13,7%	9,3%	9,1%	11,7%	11,0%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Biên EBITDA	14,0%	11,6%	7,4%	6,1%	5,7%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
Biên LN hoạt động	12,0%	10,0%	6,6%	3,7%	3,4%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Biên LN ròng	7,9%	4,9%	3,2%	0,8%	2,0%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%	3,7%
Tỷ số LN/tổng tài sản	0,1	0,1	3,3%	0,5%	1,3%	2,9%	3,3%	3,6%	3,8%	3,8%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	0,2	0,2	17,7%	3,1%	7,3%	16,3%	16,9%	16,9%	16,5%	15,4%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>										
Tỷ số thanh toán lãi vay	4,4	2,1	1,7	1,2	1,2	2,5	2,8	3,0	3,4	3,4
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	1,2	1,0	1,1	1,6	1,2	1,4	1,7	1,8	2,0	2,2
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	45%	56%	65%	59%	66%	64%	62%	59%	55%	54%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	0,8	1,3	1,8	1,4	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2	1,2
<b>Chỉ số thanh toán</b>										
Hệ số vòng quay tài sản	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	2,1	1,8	1,42	1,17	1,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	4,5	6,5	3,9	4,7	3,4	4,4	4,7	4,7	4,7	4,7
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	9,6	13,0	16,3	14,3	5,4	4,9	6,6	6,6	6,6	6,6
Hệ số thanh toán hiện hành	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc - Phân tích cơ bản

honglb@vpbs.com.vn

**Nguyễn Quang Minh**

Chuyên viên phân tích

minhng@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

**Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

**Lý Đắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418