

CTCP XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH

Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư 30% từ tăng trưởng ấn tượng năm 2010

Tốc độ tăng trưởng ấn tượng: hệ số tăng trưởng CAGR của lợi nhuận sau thuế là 40% cho giai đoạn 2009-2012. Tương ứng với đó là ROE tăng từ 8,6% trong năm 2009 lên 19,9% cho năm 2012. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận (CAGR 40%) nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu (năm 2010 ;2011 và 2012 tăng lần lượt là 1,2%; 20% và 16%) do tỉ trọng giá vốn/ doanh thu giảm từ 93% xuống 86%-87% và từ năm 2011, HBC bắt đầu ghi nhận thêm lợi nhuận từ kinh doanh bất động sản.

Hoạt động xây lắp vẫn đóng góp hơn 95% doanh thu trong giai đoạn 2010-2012 : mặc dù HBC đang tiến hành mở rộng ngành nghề kinh doanh sang lĩnh vực bất động sản, công ty với bất lợi là người đi sau gặp nhiều khó khăn và thiếu kinh nghiệm trong lĩnh vực này. HBC hiện đang tham gia góp vốn vào một số dự án bất động sản để học hỏi kinh nghiệm và hạn chế lỗ trong việc tự mình triển khai dự án.

Dự án khu công nghiệp Nhị Thành- nguồn thu ổn định trong tương lai : chúng tôi cho rằng việc khai thác cho thuê khu công nghiệp Nhị Thành trong 50 năm dự kiến đem lại khoản lợi nhuận ổn định cho công ty. Trong năm 2011 và 2012 doanh thu từ dự án này dự kiến là 20 tỷ vào 50 tỷ trên cơ sở cho thuê 4ha và 10ha đất trên tổng diện tích 125ha.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá bán mục tiêu là 52.000 đồng trên cơ sở vốn điều lệ là 167 tỷ đồng, tương đương P/E là 8,4x và P/B là 1,2x

DỰ BÁO TÀI CHÍNH	FY2009A	FY2010F	FY 2011F	FY 2012F	
Lợi nhuận ròng, triệu VNĐ	48.300	104.600	146.572	202.928	
EPS, VNĐ	3.195	6.252	6.980	7.805	
Thay đổi EPS (YoY)		510,5%	95,7%	11,6%	11,8%

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ	FY2009A	FY2010F	FY 2011F	FY 2012F
P/E	12,5	6,4	5,7	5,1
EV/EBITDA	9,3	4,9	2,6	1,8
P/B	1,2	1,0	0,8	0,6

Đánh giá: **MUA**

Phân tích cổ phiếu | Xây dựng
29 tháng 9 năm 2010



Vũ Hương Giang
Chuyên viên
giangvh@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Phạm Thị Thu Hiền
Chuyên viên
hienptta@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	HBC
Giá cổ phiếu (29/9/2010):	40.000 đồng
Giá mục tiêu:	52.000 đồng
Số cp đang lưu hành:	16.031.003
Giá trị vốn hóa:	669,2 tỷ đồng
KLGDQ 30 ngày:	72.663
ROE (2010E):	16%

Biến động cổ phiếu HBC trên HOSE



DỰ BÁO TÀI CHÍNH, triệu đồng	2009A	2010E	2011E	2012E
Doanh thu thuần	1.763.456	1.784.516	2.148.896	2.489.671
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>153%</i>	<i>1%</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>
Lợi nhuận gộp	112.836	240.910	264.955	318.314
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>	<i>70%</i>	<i>114%</i>	<i>10%</i>	<i>20%</i>
Lợi nhuận hoạt động	67.488	164.248	217.490	286.109
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>	<i>73%</i>	<i>143%</i>	<i>32,4%</i>	<i>32%</i>
Lợi nhuận ròng	48.300	104.600	146.572	202.928
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	<i>511%</i>	<i>117%</i>	<i>40%</i>	<i>38%</i>

Mô tả công ty

CTCP Xây dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình là một tập đoàn có thương hiệu uy tín hoạt động trong lĩnh vực xây dựng với 13 công ty con và 1 công ty liên kết (tính đến hết năm 2009). Trong giai đoạn từ 2005 đến 2009, HBC đã có mức tăng trưởng ấn tượng, hệ số tăng trưởng CAGR của doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 186% và 79%. HBC đang có kế hoạch mở rộng ngành nghề kinh doanh sang lĩnh vực bất động sản, ngành có tỉ suất sinh lời cao hơn ngành xây dựng, xây lắp. Hiện HBC đang góp vốn vào một số dự án bất động sản, dự kiến năm 2011 bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ một số dự án này.

Luận điểm đầu tư

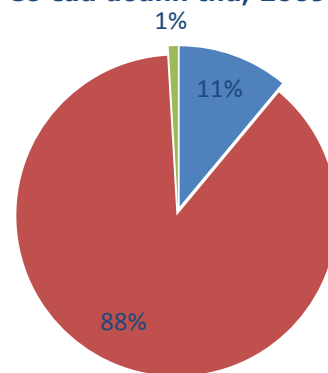
Chúng tôi tin tưởng rằng đầu tư vào HBC một công ty uy tín và có tiềm năng tăng trưởng bền vững là cơ hội hấp dẫn cho các nhà đầu tư. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HBC với mức giá bán mục tiêu là 52.000 đồng.

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)	2009A	2010E	2011E	2012E
Tài sản ngắn hạn khác				
<i>Tiền và các khoản tương đương tiền</i>	183.774	77.393	50.902	94.246
<i>Các khoản phải thu</i>	478.113	589.412	709.861	822.415
<i>Hàng tồn kho</i>	193.612	331.923	405.105	466.908
<i>Tài sản ngắn hạn khác</i>	8.351	21.724	26.159	30.308
Tài sản dài hạn				
<i>Phải thu dài hạn</i>	-	-	-	-
<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	219.752	258.934	320.293	384.351
<i>Tài sản cố định vô hình</i>	5.758	6.492	7.466	8.586
<i>Tài sản khác</i>	123.867	151.050	153.767	164.295
Tổng cộng tài sản	1.355.935	1.634.376	1.915.454	2.221.712
Nợ ngắn hạn				
<i>Vay ngắn hạn</i>	313.520	325.983	300.000	250.000
Nợ dài hạn				
<i>Vay dài hạn</i>	18.082	16.185	15.824	15.824
<i>Vay dài hạn</i>	17.402	15.361	15.000	15.000
Vốn chủ sở hữu	581.397	702.111	891.373	1.144.301
Lợi ích của cổ đông thiểu số				
Tổng cộng nguồn vốn	1.355.935	1.634.376	1.915.454	2.221.712

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010E	2011E	2012E
D/E, %	56,9%	48,6%	35,3%	23,2%
Khả năng chi trả lãi vay	12,2	4,7	6,2	9,2
ROE, %	8,6%	16,3%	18,4%	19,9%
ROA, %	4,3%	9,6%	10,4%	11,4%
Khả năng thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,9	0,9	1,0

Nguồn: Báo cáo công ty, Vietinbanksc ước tính

Cơ cấu doanh thu, 2009



- Doanh thu KD BĐS
- Doanh thu xây lắp
- Kinh doanh và cung cấp dịch vụ

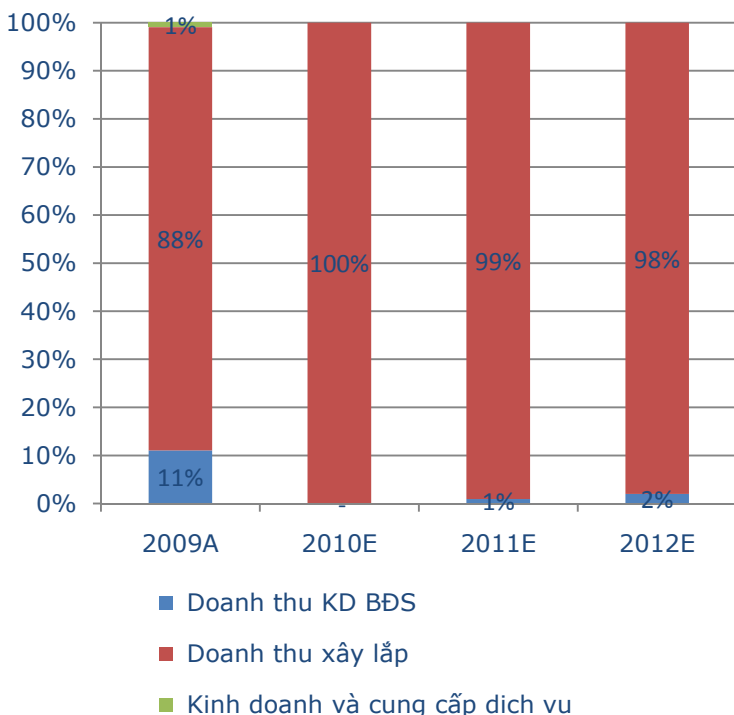
BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY 2011F	FY 2012F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH					
Lợi nhuận ròng	7.911	48.300	104.600	146.572	202.928
Khấu hao	13.113	20.822	14.489	2.910	13.059
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	(62.052)	(42.370)	(132.503)	(68.735)	(64.191)
Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán	0	0	(0)	(0)	(0)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(59.958)	(134.786)	21.203	(51.714)	(48.364)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	(371.540)	202.384	(138.311)	(73.182)	(61.803)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	5.937	(1.908)	(13.373)	(4.436)	(4.148)
Tăng (giảm) phải trả người bán	10.429	(10.265)	135.385	59.030	49.851
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	79.029	(43.010)	28.525	23.239	21.733
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	14.261	26.378	(9.643)	7.336	6.195
Tăng (giảm) phải trả người lao động	4.942	23.250	(11.136)	5.102	4.309
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	(1.811)	50.840	2.133	20.796	17.563
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	(344.811)	143.456	(33.670)	57.615	128.431
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ					
Bán (mua) tài sản cố định	35.095	(125.568)	(74.106)	(100.392)	(78.237)
Bán (mua) tài sản dài hạn	82.148	5.390	(21.800)	5.917	(3.237)
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	3.928	2.474	(5.383)	(8.634)	(7.291)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	121.171	(117.704)	(101.289)	(103.109)	(88.765)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	16.195	-	16.115	42.690	50.000
Chi trả cổ tức	(26.226)	(43.034)	-	-	-
Tăng (giảm) chênh lệch tỷ giá hối đoái và thay đổi vốn chủ sở hữu					
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	1.475	11.315	-	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	54.009	1.222	1.896	2.657	3.679
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	11.249	190.571	12.463	(25.983)	(50.000)
Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn	46.542	(92.065)	(2.041)	(361)	-
Tăng (giảm) các khoản vay và nợ dài hạn khác	(0)	0	0	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	103.185	78.427	28.577	19.003	3.679
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(120.455)	104.178	(106.381)	(26.491)	43.344
Tiền đầu kỳ	200.050	79.595	183.774	77.393	50.902
Tiền cuối kỳ	79.595	183.774	77.393	50.902	94.246

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10%	6%	14%	14%	16%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	6%	4%	9%	10%	11%
Tỷ suất EBIT	3%	4%	10%	11%	12%
Tỷ suất EBITDA	5%	5%	11%	11%	13%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1%	3%	6%	7%	8%

Nguồn: Báo cáo công ty, Vietinbanksc ước tính

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Hoạt động xây lắp vẫn là chủ yếu trong cơ cấu doanh thu



Trong năm 2010, 100% doanh thu của HBC là từ hoạt động xây lắp, dự kiến giá trị hợp đồng hoàn thành trong nửa cuối năm 2010 là 1.038 tỷ đồng. Nguồn thu chủ yếu của hoạt động xây lắp đến từ các dự án:

- Dự án Keangnam – hạch toán doanh thu 110 tỷ trong năm 2010
- Dự án Habico giá trị hợp đồng 83 tỷ dự kiến hoàn thành cuối năm 2010
- MC Tower trị giá hợp đồng là 111 tỷ, sẽ hạch toán doanh thu theo tiến độ thực hiện, dự kiến hết Q1/2011 hoàn thành và hạch toán toàn bộ lợi nhuận.
- Dự án Horizon có thể hạch toán 211 tỷ trong năm nay.
- Sunrise city giá trị hợp đồng 106 tỷ, là hợp đồng mới được kí vào Q1/2010, dự tính hoàn thành sau 20 tháng.
- Time square là hợp đồng được ký mới trong năm 2010, giá trị hợp đồng là 152 tỷ và thời gian thực hiện là 20 tháng.

Theo chúng tôi ước tính, doanh thu từ hoạt động xây lắp năm 2011 và năm 2012 dự kiến sẽ tăng trưởng 19,3% và 14,6% so với năm trước đó.

Dự án khu công nghiệp Nhị Thành dự kiến đem lại doanh thu và lợi nhuận từ năm 2011

Vị trí	Xã Nhị Thành, huyện Thủ Thừa, tỉnh Long An	
Diện tích sàn (ha)	125,14	
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	410	
Vốn góp của HBC	80%	

Hiện nay HBC đã hoàn thành thi công hạ tầng kỹ thuật 4ha, dự kiến hết năm 2010 sẽ hoàn thành 10ha. Dự án được triển khai trên cơ sở hoàn thành đến đâu triển khai cho thuê và ghi nhận doanh thu đến đó. Giá thuê đất ở một số khu công nghiệp thuộc huyện Thủ Đức, tỉnh Long An hiện tại khoảng 32-35 USD/ m². Dựa trên mức giá ước tính này thì dự kiến trong năm 2011 và 2012 doanh thu tương ứng từ dự án này là 20 tỷ và 50 tỷ.

Dự án khu công nghiệp Bình An dự kiến đem lại lợi nhuận từ năm 2011

Tỷ đồng	2010E	2011E	2012E	2013E
Vốn góp	23,657	21,356	35,593	14,237
Lợi nhuận		44,850	74,750	29,900

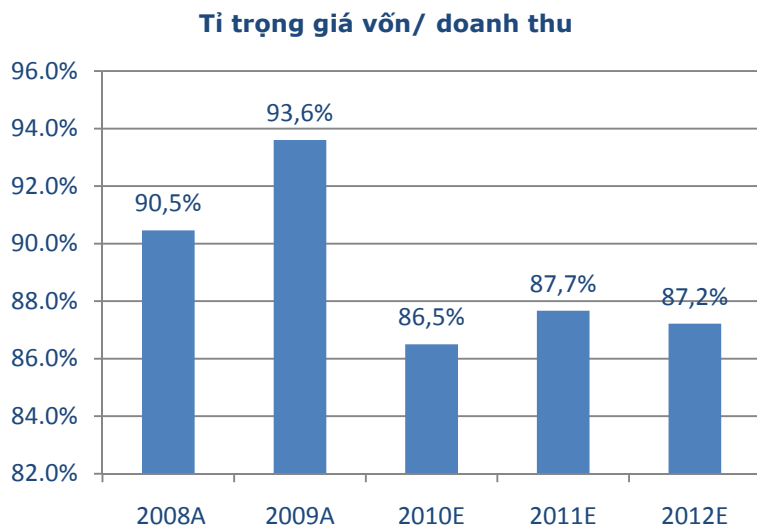
Căn hộ Bình An là một dự án mà HBC tham gia góp vốn với tỉ lệ 16,66%. Dự án này gồm 3 block cao 18 tầng tại Q8, Tp.HCM. Tháng 10/2010 bắt đầu triển khai dự án, dự kiến doanh thu và lợi nhuận sẽ được hạch toán từ năm 2010. Tuy nhiên, HBC chỉ hạch toán lợi nhuận mà không hạch toán doanh thu do tỉ lệ vốn góp dưới 50%. Lợi nhuận dự kiến ghi nhận trong năm 2011 là 30%, trong năm 2012 là 50% và trong năm 2013 là 20%.

Dự án khu căn hộ Hòa Bình-Phước Lộc Thọ

Diện tích sàn (ha)	25
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	50,485
Vốn góp của HBC	47,94%

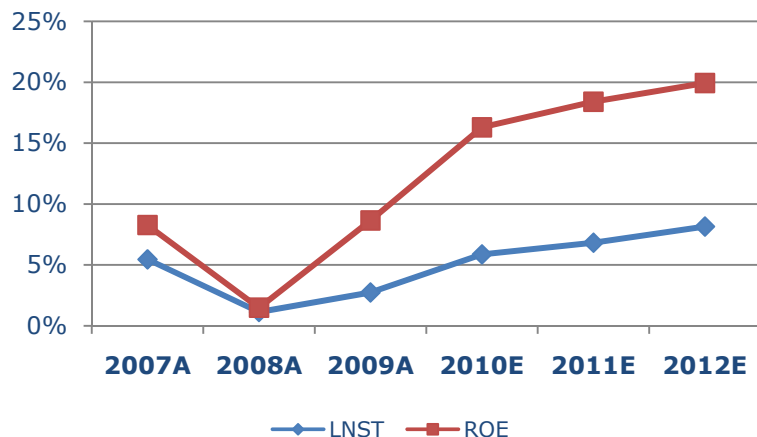
Đây là dự án nằm ở huyện Nhà Bè, Tp.HCM; dự án đã được UBND huyện Nhà Bè chấp thuận chủ trương đầu tư khu dân cư. Tuy nhiên, HBC đang tìm đối tác để chuyển nhượng dự án này. Giá đất hiện tại ở khu vực này là 4 triệu đồng/ m² trong khi giá vốn của khu đất này là 2 triệu đồng/ m². Do hiện tại giá đất đã tăng lên gấp đôi nên dự kiến nếu chuyển nhượng thành công thì đây sẽ là một khoản lợi nhuận bất thường cho HBC.

Tỉ trọng giá vốn/doanh thu giảm tạo ra tỉ suất lợi nhuận cao hơn cho HBC



Năm 2008 và 2009 tỉ trọng giá vốn/ doanh thu chiếm hơn 90% do đó tỉ suất lợi nhuận thấp. Năm 2008 và 2009 là hai năm đầy khó khăn với HBC, đặc biệt trong năm 2009, nhiều hợp đồng HBC kí kết bị lỗ do giá cả biến động. Tuy nhiên, để giữ vững uy tín thương hiệu, HBC không hủy hợp đồng mà vẫn tiếp tục thực hiện các hợp đồng này. Hơn nữa, trong năm 2009, HBC ghi nhận khoản lỗ do chuyển nhượng dự án bất động sản (24 tỷ đồng) do đó tỉ trọng giá vốn/doanh thu cao. Trong năm 2010, HBC đã không còn các hợp đồng lỗ và kí kết thêm được nhiều hợp đồng mới. Đặc biệt, để chủ động phòng ngừa biến động giá cả nguyên vật liệu, các hợp đồng kí mới đều có quy định nếu như giá nguyên vật liệu tăng quá 5% so với thời điểm kí kết hợp đồng thì chủ đồng tư sẽ bù vào. Do đó, chúng tôi ước tính tỉ trọng giá vốn/doanh thu cho năm 2010, 2011 và 2012 lần lượt là 86,5%; 87,7% và 87,2%.

Lợi nhuận sau thuế và ROE có mức tăng trưởng ấn tượng



Mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2010 so với năm 2009 là 117%, tăng trưởng CAGR cho giai đoạn 2009-2012 là 40%. Lợi nhuận sau thuế tăng chủ yếu nhờ 2 nguyên nhân:

- Tỉ trọng giá vốn/ doanh thu giảm từ hơn 90% xuống 86%-87% cho các năm dự báo.
- Từ năm 2011 trở đi, HBC bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án bất động sản đang thực hiện và các dự án bất động sản góp vốn dưới 50%.

Cùng với mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng, ROE cũng tăng từ 8,6% trong năm 2009 lên 19,9% trong năm 2012.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng P/E và P/B để định giá cổ phiếu HBC. Trên cơ sở so sánh P/E và P/B 2010E của các công ty tương tự đang niêm yết, chúng tôi đưa ra mức P/E và P/B hợp lý cho HBC.

STT	Mã CP	Giá ('000 VND)	Số lượng CP đang lưu hành	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 2010P	P/B 2010P
1	CTD	70,5	30.750.000	2.168	10,3	1,7
2	DCC	24,6	10.300.000	253	8,4	1,1
3	HBC	40,0	16.081.494	643	6,8	1,0
4	SIC	35,0	5.000.000	175	9,7	1,4
5	SJC	35,7	2.641.900	94	3,8	1,1
6	V11	22,2	5.000.000	111	9,9	1,1
7	V12	20,9	3.000.000	63	4,9	1,0
8	VC1	45,2	7.400.000	334	8,1	1,6
9	VC2	47,5	7.700.417	366	8,8	1,5
10	VC9	28,0	8.000.000	224	9,2	1,3
11	VCC	22,3	4.000.000	89	6,6	1,3
12	VMC	52,2	6.500.000	339	9,2	1,5
Trung bình					8,0	1,3
Trung vị					8,4	1,3

Nguồn: Nghị quyết đại hội cổ đông của công ty, Vietinbankjsc ước tính, giá cổ phiếu ngày 27/9/2010

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá bán kỳ vọng 52.000 đồng/ cổ phiếu

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F
EPS	3.195	6.252	6.980	7.805
P/E		8,0	8,0	8,0
Định giá theo P/E		50.015	55.837	62.439
Giá trị sổ sách/1 cổ phiếu	34.750	41.965	53.277	68.394
P/B		1,3	1,3	1,3
Định giá theo giá trị sổ sách		54.554	69.260	88.912
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU		52.284	62.548	75.676

Dựa trên so sánh ước tính với các công ty cùng ngành, P/E 2010E trung bình là 8x và P/B 2010E là 1,3x, giá của HBC theo phương pháp P/E là 50.000 đồng và theo P/B là 54.500 đồng. Kết quả trung bình của 2 phương pháp trên cho giá trị hợp lý của HBC là 52.000 đồng/ cổ phiếu.

Xác nhận của người viết

Chúng tôi, Vũ Hương Giang, Phạm Thị Thu Hiền, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn