

**Khuyến nghị**

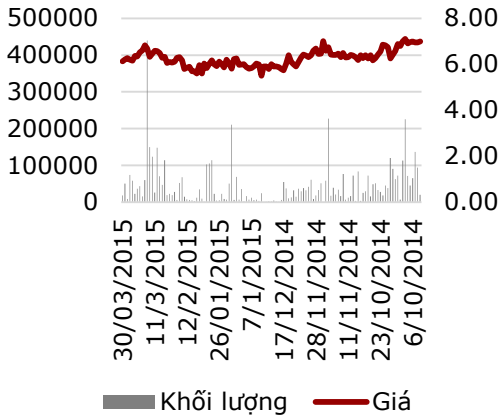
Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	16,470
Giá hiện tại (VND)	6,300
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	160%

**MUA**

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của PHH ở mức **16,470** đồng. Giá hiện tại của PHH là 6,300 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 160%.

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Hoạt động chính của PHH tại thời điểm hiện tại là xây lắp, chiếm 95% doanh thu và lợi nhuận gộp.** Ngoài ra PHH còn có hoạt động bất động sản và một số hoạt động khác như tư vấn thi công hay kinh doanh vật liệu xây dựng.
- ❖ **Nhờ khẳng định được chất lượng và uy tín trong thi công xây lắp các công trình, PHH đã ký được nhiều hợp đồng, duy trì doanh thu ở mức cao so với vốn điều lệ.** Biên lợi nhuận gộp của PHH nhìn chung đang ngày càng được cải thiện, đạt gần 10% năm 2014, so với mức 8.32% năm 2013.
- ❖ **PHH đang triển khai dự án bất động sản có khả năng đem lại lợi nhuận lớn trong 3 - 5 năm tới là Hồng Hà Ecocity.** Dự án nằm tại xã Tứ Hiệp, Thanh Trì, Hà Nội, với tổng diện tích hơn 16.7 ha, trong đó 7 ha dành cho nhà ở, 2 ha cho trường học các cấp và 2 ha cây xanh. Dự án được chia làm 2 giai đoạn để phát triển: giai đoạn 1 gồm nhà ở xã hội; giai đoạn 2 gồm nhà ở thương mại. Về vị trí địa lý, dự án nằm cách Hồ Hoàn Kiếm 10.6km, tương đương với khoảng cách của KĐT Ciputra, KĐT The Manor và KĐT Vinhomes Riverside, gần hơn 4km so với KĐT Ecopark.
- ❖ **Sự phục hồi và phát triển của nền kinh tế cùng với các khung pháp lý được cải thiện sẽ giúp cho thị trường bất động sản Việt Nam bước vào thời kỳ phát triển chất lượng và bền vững hơn trước đây.** Tốc độ đô thị hóa sẽ diễn ra nhanh chóng, các chung cư và các khu đô thị sẽ liên tục được xây dựng. Nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường bất động sản nói riêng sẽ bước vào giai đoạn phát triển mà chưa ai trong chúng ta từng trải qua.

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	6,300
EPS (VND):	576
P/E:	10.94
Giá trị sổ sách (VND):	14,350
Hệ số Beta:	0.39
KLGD trung bình:	109,210
KLCP đang niêm yết:	20,000,000
KLCP đang lưu hành:	18,100,000
Vốn hóa (Tỷ VND):	114.03

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Trần Tùng Anh	7.75%
Asean Small Cap Fund	6.69%
PVX	6.63%
Lê Hoàng Anh	1.42%
Hoàng Quốc Huy	1.04%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

Số 161A, phố Tô Hiệu, quận Cầu Giấy, Hà Nội

Tel: +84 4 3554 0845  
Fax: +84 4 3554 0847

**Điểm hạn chế:**

- ❖ **Các khoản phải thu và đầu tư liên quan đến khai thác quặng đồng tại Lào có khả năng thu hồi thấp.** Theo ước tính của chúng tôi, có khả năng PHH sẽ phải trích lập 120 tỷ đồng trong vòng 3 năm tới.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014*</b>	<b>2015F</b>
DTT (tỷ đồng)	696.89	800.94	851.10	576.33	855.69
+/- yoy	-20.07%	14.93%	6.26%	-32.28%	48.47%
LNST (tỷ đồng)	(5.54)	0.86	0.86	10.42	55.62
+/- yoy	-643.14%	-	0.00%	1211.63%	433.78%
TTS (tỷ đồng)	978.11	823.74	798.00	855.85	938.42
+/- yoy	1.20%	-15.78%	-3.13%	7.25%	9.65%
VCSH (tỷ đồng)	247.12	252.05	249.58	259.75	310.34
+/- yoy	-14.56%	1.99%	-0.98%	4.07%	19.47%
Nợ/TTS	0.70	0.62	0.60	0.62	0.63
TS LN gộp	7.61%	7.23%	7.79%	9.88%	10.12%
TS LN ròng	-0.79%	0.11%	0.10%	1.81%	6.50%
EPS (đồng)	(306)	48	48	576	3,072
ROA	-0.57%	0.10%	0.11%	1.22%	5.93%
ROE	-2.24%	0.34%	0.34%	4.01%	17.92%

\*Số liệu tài chính năm 2014 được sử dụng theo Báo cáo tài chính chưa kiểm toán Quý IV năm 2014

## TỔNG QUAN

### MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P06
Phân tích tài chính	P07
Triển vọng	P09
Định giá	P10

### Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần Hồng Hà Việt Nam (PHH) tiền thân là Công ty Xây dựng Hồng Hà, thành lập năm 1993. Công ty được cổ phần hóa ngày 28/12/2004 theo quyết định của Bộ trưởng Bộ Xây dựng. Sau hơn 20 năm hoạt động, PHH đã tạo được thương hiệu trên thị trường xây dựng trong nước với hơn 400 kỹ sư và chuyên gia xây dựng.

Ngày 17/03/2010, cổ phiếu của Công ty được niêm yết trên sàn HNX với mã giao dịch PHH. Cũng trong năm 2010, Công ty đã tăng vốn điều lệ 2 lần, lên mức 200 tỷ đồng. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2009	50,000
08/2010	102,500
12/2010	200,000

### Cơ cấu cổ đông

Tính đến 24/04/2014, các cổ đông lớn nhất của PHH bao gồm ông Trần Tùng Anh, Asean Small Cap Fund và Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX). Thông tin cổ đông chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Trần Tùng Anh	7.75%	01/04/2014
Asean Small Cap Fund	6.69%	24/04/2014
PVX	6.63%	31/12/2013
Lê Hoàng Anh	1.42%	30/12/2014
Hoàng Quốc Huy	1.04%	30/12/2014

Hiện tại, 92.4% số cổ phiếu PHH đang lưu hành được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước, 7.4% còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài.

### Ban lãnh đạo

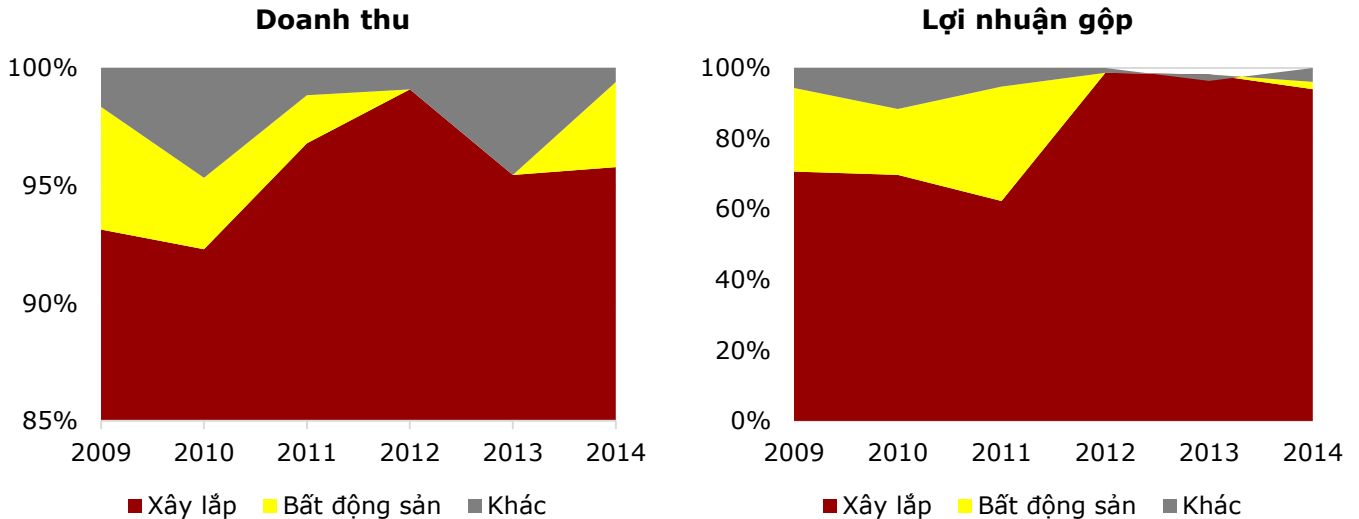
Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc của PHH là ông Lê Hoàng Anh. Thông tin về các thành viên HĐQT được trình bày dưới đây:

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Lê Hoàng Anh	Tổng Giám đốc
Phó Chủ tịch	Hoàng Quốc Huy	Phó Tổng Giám đốc
Thành viên	Đoàn Thị Bích Hà	Phó Tổng Giám đốc
Thành viên	Trần Văn Long	
Thành viên	Trịnh Thanh Giảng	

Hầu hết thành viên của Hội đồng Quản trị là những người đã gắn bó với PHH lâu năm, thậm chí từ những ngày đầu thành lập như ông Lê Hoàng Anh và bà Đoàn Thị Bích Hà. Một điểm đáng lưu ý là 3/5 thành viên của Hội đồng Quản trị nằm trong Ban Giám đốc. Đây là cơ cấu thường gặp ở các công ty có vốn hóa trung bình tại Việt Nam, nhưng nó có thể làm giảm tính minh bạch trong hoạt động điều hành công ty.

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



Các hoạt động của PHH có thể phân loại thành 3 nhóm gồm xây lắp, bất động sản và hoạt động khác như tư vấn thi công hay kinh doanh vật liệu xây dựng.

Đến hết 2014, xây lắp vẫn là hoạt động chính của PHH, chiếm 95% doanh thu và lợi nhuận gộp. 2 hoạt động còn lại, bất động sản và hoạt động khác, hiện đóng góp nhỏ cho doanh thu và lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, kinh doanh bất động sản sẽ tăng trưởng nhanh từ năm 2015 khi các dự án bất động sản của PHH bắt đầu được chào bán ra thị trường.

Hai hoạt động chính là xây lắp và bất động sản sẽ được chúng tôi phân tích chi tiết dưới đây.

#### Xây lắp

Hoạt động xây lắp của PHH bao gồm xây lắp dân dụng, công nghiệp, hạ tầng kỹ thuật, giao thông và thủy lợi. Hoạt động này của Công ty được thực hiện qua 2 công ty con là CTCP Hồng Hà Hà Nội và CTCP Xây lắp Hồng Hà Sài Gòn.

Các khách hàng hiện tại của PHH bao gồm cả khách hàng tư nhân như Văn Phú Invest hay CTCP Hải Vân Nam; và khách hàng công như các bộ, các bệnh viện hay các trường đại học. Một số hợp đồng đã và đang được PHH thực hiện trong thời gian gần đây là chung cư CT9 – Văn Phú, trụ sở Ngân hàng Công thương Việt Nam, Học viện Âm nhạc Quốc gia Việt Nam, bến xe Kim Mã, bệnh viện K – Tân Triều, bệnh viện đa khoa Đồng Nai và bờ kè sông Đồng Nai.

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	804.71	674.58	793.65	812.40	552.04
Giá vốn hàng bán	747.48	641.54	736.57	744.82	498.49
Biên lợi nhuận gộp	7.11%	4.90%	7.19%	8.32%	9.70%

Nhờ khẳng định được chất lượng và uy tín trong thi công xây lắp các công trình, PHH đã ký được nhiều hợp đồng, duy trì doanh thu ở mức cao so với vốn điều lệ. Doanh thu năm 2014 có giảm là do PHH đang tập trung phát triển dự án bất động sản Hồng Hà Ecoctiy.

Biên lợi nhuận gộp của PHH nhìn chung đang ngày càng được cải thiện, đạt gần 10% năm 2014, so với mức 8.32% năm 2013. Tuy nhiên, con số này sẽ khó có thể tăng lên nhiều do lợi nhuận gộp trung bình của cả ngành xây lắp chỉ đạt mức 10%.

Tuy có lợi nhuận thấp nhưng không thể phủ nhận nhờ hoạt động xây lắp mà PHH đã duy trì được hoạt động sản xuất kinh doanh của mình trong những năm qua. Hơn nữa, **việc tự thực hiện xây lắp các dự án bất động sản của mình sẽ giúp Công ty vừa đảm bảo được chất lượng, tiến độ công trình, vừa tạo được biên lợi nhuận kinh doanh bất động sản cao hơn so với đi thuê thi công.**

### **Bất động sản**

Chiến lược của Ban lãnh đạo PHH là đến năm 2014, 50% doanh thu đến từ hoạt động xây lắp và 50% đến từ hoạt động bất động sản. Tuy nhiên nhìn vào kết quả kinh doanh của năm 2014 thì kết quả này chưa đạt được khi 95% doanh thu vẫn đến từ hoạt động xây lắp.

Nói vậy để thấy các kế hoạch phát triển bất động sản của PHH trong những năm qua không có nhiều chuyển biến. Dự án có quy mô và được đầu tư lớn nhất của PHH là Hồng Hà Ecocity. Ngoài ra PHH còn có 2 dự án khác tại Miêu Nha, Tây Mỗ, Từ Liêm, Hà Nội và 407 Nguyễn An Ninh, Vũng Tàu. Thông tin chi tiết về từng dự án sẽ được chúng tôi trình bày dưới đây.

### **Hồng Hà Ecocity**

Dự án nằm tại xã Tứ Hiệp, Thanh Trì, Hà Nội, với tổng diện tích hơn 16.7 ha. Theo quy hoạch 1/500 được phê duyệt trong quyết định số 3434/QĐ-UBND ngày 21/07/2011, dự án có 7 ha dành cho nhà ở, 2 ha cho trường học các cấp và 2 ha cây xanh. Dự án được chia làm 2 giai đoạn để phát triển: giai đoạn 1 gồm nhà ở xã hội; giai đoạn 2 gồm nhà ở thương mại.

Về vị trí địa lý, dự án nằm cách Hồ Hoàn Kiếm 10.6km, tương đương với khoảng cách của KĐT Ciputra, KĐT The Manor và KĐT Vinhomes Riverside, gần hơn 4km so với KĐT Ecopark. Ngoài ra đây là khu vực có cơ sở hạ tầng, đường xá và các tiện ích phát triển, phục vụ tốt cho đời sống của cư dân trong tương lai. 1điểm đặc biệt nữa là dự án này được phát triển theo mô hình xanh, 17% diện tích dự án được sử dụng cho việc trồng cây. Mô hình xanh này hiện ở Hà Nội mới chỉ có Ecopark thực hiện được.

Giai đoạn 1, dự án có 8 khối nhà ở xã hội với tổng diện tích hơn 70,000 m<sup>2</sup>; giá bán trung bình 13.5 triệu đồng/m<sup>2</sup>, thấp hơn nhiều so với mặt bằng giá tại Hà Nội. Thêm vào đó, khách hàng còn được vay tới 80% giá trị ăn hộ trong 15 năm với mức lãi suất tối đa 6%/năm. **Các yếu tố này sẽ làm sản phẩm của PHH trở nên rất hấp dẫn.** Thực tế đã chứng minh điều này khi theo Ban lãnh đạo thì dự án nhận được rất nhiều sự quan tâm của khách hàng và tốc độ bán hàng khá tốt. Đến thời điểm hiện tại, PHH đã thi công 2 khối nhà đến tầng 13 và 4 khối nhà đến tầng 5; dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2016. Ngoài ra, do tự xây dựng dự án của mình nên nhà ở xã hội của PHH sẽ tạo ra biên lợi nhuận lớn hơn mức 10% theo quy định.

Sau giai đoạn 1, giai đoạn 2, nhà ở thương mại, sẽ được bắt đầu vào năm 2016 với 8 khối nhà có tổng diện tích hơn 220,000 m<sup>2</sup>. Sau khi giai đoạn 1 hoàn thành, nhiều cư dân đến ở cùng với sự phát triển các tiện ích như khu trường học và khu thương mại sẽ tăng thêm giá trị cho toàn khu đô thị này. Nhà ở thương mại nhờ đó sẽ có sức hấp dẫn hơn, không có nhiều rủi ro khi phát triển.

### **Miêu Nha, Tây Mỗ, Từ Liêm, Hà Nội**

Dự án này có tổng diện tích gần 3 ha, nằm tại thôn Miếu Nha, Tây Mỗ, Từ Liêm, Hà Nội; cách Trung tâm Hội nghị Quốc gia khoảng 1 km. Dự án được quy hoạch xây dựng 5 nhà chung cư cao 27 tầng và 36 biệt thự liền kề. PHH đã được cấp giấy phép đầu tư số 3053/UBND-KH&ĐT ngày 26/04/2011, đang trong quá trình xin phê duyệt 1/500. Dự án này dự kiến sẽ được tiến hành xây dựng từ cuối năm 2016.

### **407 Nguyễn An Ninh, Vũng Tàu**

Dự án có tổng diện tích 674 m<sup>2</sup>, nằm trên trục đường chính, Nguyễn An Ninh, của thành phố Vũng Tàu; và được quy hoạch xây dựng tòa nhà văn

phòng 15 tầng với diện tích sàn 6162 m<sup>2</sup>. Cho dự án này, PHH đã được cấp giấy phép đầu tư số 49121000285 ngày 09/09/2010 và giấy phép đầu tư xây dựng số 13/GPXD ngày 28/01/2011. Tuy nhiên từ đó đến nay do điều kiện khách quan không thuận lợi, PHH chưa tiếp tục đầu tư vào dự án này. Nhiều khả năng, PHH sẽ tìm đối tác để chuyển giao dự án trong thời gian tới.

## **PHÂN TÍCH NGÀNH**

Sự hồi phục của nền kinh tế và mức lãi suất thấp là hai yếu tố chính giúp cho thị trường bất động sản ấm dần lên. Năm 2014, tăng trưởng GDP đạt mức 5.98%, vượt xa kế hoạch và các dự báo trước đó. Mức tăng trưởng này cũng cao hơn mức 5.42% và 5.25% của năm 2013 và 2012. Sự hồi phục này ngoài tăng cường sức mua còn củng cố niềm tin về nền kinh tế của người tiêu dùng.

Lãi vay ngân hàng được hạ về mức thấp cùng với tín dụng cho bất động sản ngày càng tăng là điều kiện thuận lợi đẩy mạnh nhu cầu mua bất động sản của người dân. Ngoài gói hỗ trợ tín dụng 30,000 tỷ đồng của Chính phủ, các ngân hàng cũng đang tích cực cho vay mua nhà đến 70% giá trị căn nhà với lãi suất hợp lý, khoảng 8% một năm.

Theo số liệu thống kê của Bộ Xây dựng, tồn kho bất động sản năm 2014 đã giảm mạnh so với năm 2013. Cụ thể, đến ngày 20/11/2014, tồn kho cả nước còn 77,800 tỷ đồng, giảm 17% so với cuối năm 2013. Trong đó, tồn kho căn hộ chung cư là 15,775 căn, nhà thấp tầng là 13,000 căn và đất nền nhà ở là 8.6 triệu m<sup>2</sup>.

Ngoài các yếu tố tích cực từ nền kinh tế ví mô kể trên, chúng tôi cho rằng Luật nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản sửa đổi, bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2015, cũng sẽ có tác dụng tốt đến thị trường bất động sản.

Thứ nhất, Luật Nhà ở sửa đổi đã nới lỏng các điều kiện sở hữu nhà ở của cá nhân và tổ chức nước ngoài tại Việt Nam. Cụ thể, các cá nhân nước ngoài chỉ cần được cấp thị thực nhập cảnh Việt Nam là có thể sở hữu nhà ở trong 50 năm; các tổ chức nước ngoài với hầu hết các loại hình đầu tư cũng được phép sở hữu nhà ở. Với hơn 80,000 người nước ngoài đang sinh sống và làm việc tại Việt Nam cùng rất nhiều kiều bào trên thế giới, Luật nhà ở sửa đổi sẽ tạo ra một nguồn cầu mới cho thị trường.

Thứ hai, Luật Kinh doanh bất động sản thực sự tạo ra một sân chơi lành mạnh và năng động hơn cho các chủ đầu tư và người tiêu dùng. Luật quy định các chủ đầu tư phải được ngân hàng thương mại bảo lãnh trước khi bán nhà ở hình thành trong tương lai. Điều kiện này cùng với khung giá đất mới giúp sàng lọc, chỉ giữ lại những nhà đầu tư đủ năng lực và uy tín trên thị trường. Điều kiện này còn là sự bảo hộ cho người tiêu dùng, tránh tình trạng chiếm dụng vốn và không hoàn thành dự án theo cam kết của chủ đầu tư. Ngoài ra, Luật còn cho phép chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ dự án bất động sản. Quy định thông thoáng này sẽ tạo ra một thị trường sôi động hơn nhiều so với trước đây.

***Sự phục hồi và phát triển của nền kinh tế cùng với các khung pháp lý được cải thiện sẽ giúp cho thị trường bất động sản Việt Nam bước vào thời kỳ phát triển chất lượng và bền vững hơn trước đây.*** Tốc độ đô thị hóa sẽ diễn ra nhanh chóng, các chung cư và các khu đô thị sẽ liên tục được xây dựng. Nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường bất động sản nói riêng sẽ bước vào giai đoạn phát triển mà chưa ai trong chúng ta từng trải qua.

***Các dấu hiệu tốt của nền kinh tế và thị trường bất động sản sẽ tác động tốt lên 2 hoạt động chính của PHH là xây lắp và bất động sản.*** Khi đầu tư công tăng lên thì PHH cũng sẽ ký được nhiều hợp đồng xây lắp hơn từ khối khách hàng truyền thống này. Sự hồi phục của nền kinh tế và

thị trường bất động sản cũng sẽ giúp việc mở bán các dự án của PHH được thuận lợi hơn, ít gặp rủi ro trong quá trình phát triển.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	871.88	696.89	800.94	851.10	576.33
+/- yoy	-21.99%	-20.07%	14.93%	6.26%	-32.28%
Lợi nhuận gộp	82.10	53.03	57.88	66.32	56.97
Lợi nhuận từ HĐKD	28.30	(0.74)	3.97	2.53	10.85
Lợi nhuận sau thuế	1.02	(5.54)	0.86	0.86	10.42
+/- yoy	61.90%	-643.14%	-	0.00%	1211.63%
EPS	56	(306)	48	48	576

Kết quả kinh doanh giai đoạn 2010 – 2013 của PHH không tốt, lợi nhuận không đáng kể và còn lỗ vào năm 2011. Nguyên nhân chính là do hoạt động xây lắp có biên lợi nhuận thấp và chi phí tài chính cao. Riêng năm 2011, ngoài chi phí tài chính cao, 2 tầng tòa nhà K3B – Thành Công bán năm 2010 bị trả lại nên Công ty đã phát sinh lỗ.

Năm 2014, hoạt động kinh doanh của PHH đã ổn định hơn nhờ chi phí tài chính giảm bớt, chỉ bằng 1/3 so với năm 2011. Từ năm 2015 trở đi, chúng tôi đánh giá hoạt động của PHH sẽ tốt lên với việc mở bán các dự án bất động sản.

Một điểm cần lưu ý là kết quả kinh doanh năm 2014 của PHH chưa được kiểm toán. Chúng tôi cho rằng có khả năng sau kiểm toán PHH sẽ phải trích lập khoảng 10 tỷ đồng cho khoản phải thu khó đòi.

### Các khoản phải thu ngắn hạn

Đơn vị: Tỷ đồng	2014
<b>Phải thu khách hàng</b>	<b>166.25</b>
<b>Trả trước người bán</b>	<b>11.32</b>
<b>Các khoản phải thu khác</b>	<b>78.95</b>
Công ty Kinh doanh Tổng hợp Việt Lào	61.03
Công ty TNHH Phong Thịnh	11.35
Tổng Công ty CP Xây lắp Dầu khí Việt Nam	3.44
Đối tượng khác	3.13
<b>Trích lập dự phòng</b>	<b>(30.51)</b>
<b>Các khoản phải thu ngắn hạn</b>	<b>226.01</b>

Trong các khoản phải thu ngắn hạn của PHH, chúng tôi sẽ tập trung phân tích và làm rõ khả năng thu hồi của 2 khoản phải thu khác được đánh dấu đỏ ở trên.

Khoản phải thu Công ty Kinh doanh Tổng hợp Việt Lào là khoản cho vay 55 tỷ từ ngày 31/01/2010 đến 31/01/2012 theo hợp đồng số 01/2009/VL-HHDK. Cộng thêm 6.03 tỷ đồng tiền lãi thì khoản phải thu này hiện tại có giá trị 61.03 tỷ đồng. Từ khi hết hạn hợp đồng vay đến nay, PHH chưa hề thu hồi được gốc và lãi; đã phải trích lập dự phòng 30.51 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá khả năng thu hồi được khoản vay này là thấp trong tương lai.

Khoản phải thu Công ty TNHH Phong Thịnh là khoản đặt cọc mua dây chuyền tuyển nổi quặng đồng theo hợp đồng số 09/2010 tuy nhiên chưa được thực hiện theo tiến độ. Hợp đồng này cũng liên quan đến việc đầu tư sang Lào khai thác quặng đồng của PHH nên chúng tôi đánh giá khả năng thu hồi được khoản tiền này là thấp trong tương lai.

**Như vậy nhiều khả năng trong giai đoạn 2014 – 2016, PHH sẽ tiếp tục phải trích lập dự phòng 41.87 tỷ đồng cho 2 khoản phải thu khó đòi ở trên.**

**Đầu tư dài hạn**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2014</b>	<b>Trích lập dự phòng</b>
<b>Công ty con</b>	<b>163.79</b>	-
CTCP Hồng Hà Hà Nội	9.06	-
CTCP Tứ Hiệp Hồng Hà	141.44	-
CTCP Hồng Hà Sài Gòn	10.00	-
CTCP Cửa Hoa Kỳ	3.29	-
<b>Công ty liên kết</b>	<b>26.30</b>	<b>(3.72)</b>
CTCP Sông Đáy Hồng Hà	26.30	(3.72)
<b>Đầu tư dài hạn khác</b>	<b>83.22</b>	-
Công ty Kinh doanh Tổng hợp Việt Lào	4.20	-
ChackKa Phan Mining Group	77.02	-
CTCP XNK Thủy sản Quảng Ninh	2.00	-
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>273.31</b>	<b>(3.72)</b>

Việc đầu tư dài hạn của PHH tập trung nhiều nhất vào các công ty con. Các công ty này bao gồm 2 công ty xây dựng là CTCP Hồng Hà Hà Nội và CTCP Hồng Hà Sài Gòn; 1 công ty sản xuất vật liệu xây dựng là CTCP Cửa Hoa Kỳ và 1 công ty thực hiện dự án bất động sản là CTCP Tứ Hiệp Hồng Hà. CTCP Tứ Hiệp Hồng Hà là chủ đầu tư dự án Hồng Hà Ecocity và hiện PHH nắm giữ 60% cổ phần.

PHH có 1 công ty liên kết là CTCP Sông Đáy Hồng Hà, vốn đầu tư 26.30 tỷ đồng, tương đương 40% cổ phần. CTCP Sông Đáy Hồng Hà sản xuất gạch chưng áp, loại gạch nhẹ hơn so với gạch nung thông thường. Do ảnh hưởng xấu từ thị trường bất động sản, hoạt động của công ty này không thuận lợi như kế hoạch và lỗ 3.72 tỷ đồng năm 2013. Với việc sản phẩm gạch chưng áp được sử dụng cho dự án Hồng Hà Ecocity, kết quả kinh doanh của CTCP Sông Đáy Hồng Hà sẽ tốt hơn trong những năm tới.

Các khoản đầu tư dài hạn khác có 2 khoản đáng chú ý là đầu tư vào Công ty Kinh doanh Tổng hợp Việt Lào và ChackKa Phan Mining Group, tổng giá trị 81.22 tỷ đồng. Đây là khoản đầu tư cho các dự án khai thác mỏ đồng tại Lào. Chúng tôi đánh giá khả năng thu hồi vốn góp này là rất thấp. **Nhiều khả năng PHH sẽ phải trích lập dự phòng cho khoản đầu tư này trong những năm tới.**

**Chỉ số tài chính**

<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.34	1.25	1.14	1.08	1.16
Chỉ số thanh toán nhanh	1.03	0.76	0.69	0.64	0.65
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.08	0.25	0.13	0.19	0.15
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Vay dài hạn/Tài sản	0.12	0.11	0.00	0.00	0.05
Vốn vay/Tài sản	0.21	0.24	0.12	0.13	0.15
Công nợ/Tài sản	0.66	0.70	0.62	0.60	0.62
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Thời gian TB thu tiền khách hàng	111	105	68	71	109
Thời gian TB xử lý hàng tồn kho	62	140	96	82	134
Thời gian TB trả cho nhà cung cấp	101	143	111	128	143
Chu kỳ tiền tệ	72	102	53	24	100
<b>Tỉ suất sinh lời</b>					
Lãi gộp/Doanh thu	9.42%	7.61%	7.23%	7.79%	9.88%
Lãi hoạt động/Doanh thu	3.25%	-0.11%	0.50%	0.30%	1.88%
Lãi trước thuế/Doanh thu	3.31%	-0.03%	0.31%	0.35%	2.38%
Lãi ròng/Doanh thu	0.12%	-0.79%	0.11%	0.10%	1.81%
ROA	0.11%	-0.57%	0.10%	0.11%	1.22%
ROE	0.35%	-2.24%	0.34%	0.34%	4.01%

**Khả năng thanh toán:** PHH nhìn chung không có rủi ro trong khả năng thanh toán. Chỉ số thanh toán hiện hành của Công ty được duy trì ổn định trên mức 1.0 trong nhiều năm qua.



**Cấu trúc tài chính:** Tại thời điểm hiện tại, PHH sử dụng cấu trúc tài chính kết hợp vốn vay hợp lý và ít rủi ro. Năm 2014, PHH bắt đầu sử dụng lại nợ dài hạn, hơn 42 tỷ đồng, phục vụ cho việc phát triển dự án Hồng Hà Ecocity.

**Hiệu quả hoạt động:** PHH có các chỉ số hiệu quả hoạt động được cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2010 - 2013. Tuy nhiên, các chỉ số này lại tăng cao trong năm 2014, chủ yếu do doanh thu giảm hơn 30% so với năm 2013.

**Tỉ suất sinh lời:** Hoạt động chính của PHH trong giai đoạn 2010 - 2011 chủ yếu là xây lắp nên các chỉ số về sinh lời đều thấp. Năm 2015 các chỉ số này sẽ được cải thiện do hoạt động bất động sản của PHH bắt đầu tạo ra sản phẩm.

#### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	PHH	HLD	RCL	HDG	API	VIC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	110.41	334.00	131.02	1,759.15	385.44	68,435.85
EPS cơ bản (VND)	576	6,413	4,540	1,510	1,740	3,389
Book Value (VND)	14,350	19,246	34,717	13,151	10,399	18,856
P/E cơ bản	10.76	2.60	5.73	17.88	8.39	14.04
P/B	0.43	0.87	0.75	2.05	1.40	2.52
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.15	0.23	0.91	0.30	0.20	0.52
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	1.16	2.71	3.31	1.28	0.76	1.70
Vay dài hạn/Tài sản	0.05	0.03	-	-	-	0.34
Vốn vay/Tài sản	0.15	0.15	-	0.01	0.04	0.39
Công nợ/Tài sản	0.62	0.39	0.44	0.61	0.50	0.71
Lãi gộp/Doanh thu	9.88%	28.38%	20.64%	12.92%	0.00%	37.06%
Lãi ròng/Doanh thu	1.81%	18.59%	9.68%	7.21%	0.00%	18.21%
ROA	1.22%	10.23%	6.71%	4.44%	9.89%	6.20%
ROE	4.01%	16.55%	12.15%	13.49%	18.01%	27.55%

So với các doanh nghiệp cùng ngành, PHH có giá trị vốn hóa ở mức thấp. Vốn hóa của Công ty chỉ đạt 110.41 tỷ đồng, thấp nhất trong các công ty được đưa vào so sánh.

Chỉ tiêu tài chính của PHH không khác biệt nhiều so với các công ty cùng ngành với đặc trưng là công nợ lớn so với tổng tài sản. Các chỉ số về lợi nhuận lại thấp hơn các công ty khác khá nhiều. Điều này chứng tỏ PHH hiện đang hoạt động khá thiếu hiệu quả và cần phải được cải thiện trong thời gian tới.

#### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dựa vào phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh và các điều kiện chung của ngành bất động sản, **chúng tôi đánh giá những năm khó khăn nhất của PHH đã qua và hoạt động của Công ty sẽ được cải thiện rất nhiều trong 5 năm tới.**

Với chất lượng và uy tín đã được xây dựng, PHH sẽ tiếp tục ký kết được các hợp đồng xây lắp có giá trị lớn trong tương lai. Ngoài ra, hoạt động xây lắp sẽ giúp cho dự án bất động sản của PHH có chất lượng cao và hoàn thành đúng tiến độ.

Hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ bắt đầu tăng trưởng nhanh từ năm 2015 trở đi khi giai đoạn 1 của dự án Hồng Hà Ecocity được chào bán. Giai đoạn 2 của dự án Hồng Hà Ecocity và dự án Miêu Nhà, Tây Mỗ sẽ giúp doanh thu bất động sản PHH tăng trưởng sau năm 2016.

#### Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Xây dựng	607.24	667.97	734.77	771.50	810.08	850.58
Bất động sản	244.65	352.54	391.06	386.06	405.36	425.63
Khác	3.80	4.17	4.59	5.05	5.56	6.11

Tổng doanh thu

**855.69    1,024.68    1,130.41    1,162.61    1,220.99    1,282.32**

### **ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ**

Đối với cổ phiếu PHH, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương pháp NAV, P/E và P/B.

#### **Phương pháp NAV**

Trong quá trình tính toán, chúng tôi đã loại bỏ hoàn toàn các khoản phải thu và đầu tư khó thu hồi.

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>Đánh giá lại</b>
Hồng Hà Ecocity	146.99	420.00
407 Nguyễn An Ninh, Vũng Tàu	2.40	9.00
Tài sản khác	706.46	583.52
<b>Tổng tài sản</b>	<b>855.85</b>	<b>1012.52</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>526.57</b>	<b>526.57</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>69.53</b>	<b>69.53</b>
<b>Tài sản ròng</b>	<b>259.75</b>	<b>416.42</b>
<b>Số lượng cổ phiếu</b>	<b>18,100,000</b>	<b>18,100,000</b>
<b>NAV</b>	<b>14,350</b>	<b>23,000</b>

#### **Phương pháp P/E và P/B**

	<b>TB ngành</b>	<b>PHH</b>	<b>Giá</b>
P/E	8.5	576	4,900
P/B	1.5	14,350	21,520

#### **Khuyến nghị**

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá với tỉ trọng ngang nhau là **16,470** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu PHH, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 160%.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

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

**VŨ THỊ THU TRANG**

Trưởng phòng Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

**NGUYỄN KHÁNH**

Chuyên viên Phân tích

[khanhnquyen@apec.com.vn](mailto:khanhnquyen@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649