

# CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình(HBC-HOSE)

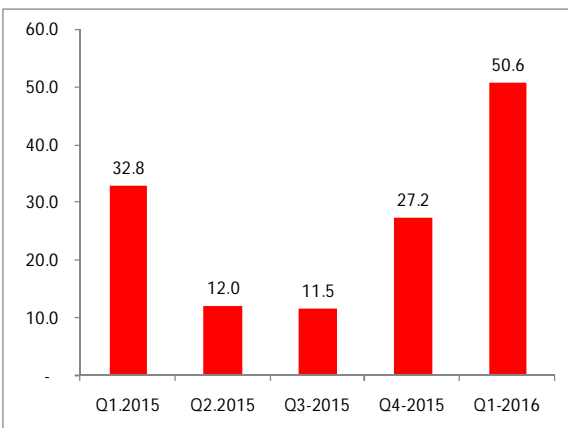
**Khuyến nghị: GIỮ**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	20,200.0
Giá mục tiêu (VND)	19,000.0
Tiềm năng tăng/giảm (%)	(5.9)
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	6.3
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	45.3
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	36.4
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1,526.3
SL CP lưu hành (triệu cp)	75.6
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	-
P/E Trailing (x)	15.1
P/B (x)	1.4
P/E VN-Index (x)	13.6

Nguồn: HBC, MSI

## Lợi nhuận ròng theo quý 2015-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: HBC, MSI

## CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU HBC

Theo phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF), chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu HBC với giá mục tiêu là 21,200 đồng/cp vào ngày 20/11/2015. Tuy nhiên, chúng tôi có sự thay đổi trong khuyến nghị từ MUA sang GIỮ cổ phiếu HBC vì những lý do sau:

- HBC công bố KQKD 2015 khả quan với doanh thu tăng 44,3% và lợi nhuận ròng tăng 17,6%, tuy nhiên kết quả đạt được thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi cũng như chưa đạt kế hoạch của công ty đề ra.
- HBC đang bị lỗ tại 2 dự án lớn là Vietinbank Tower và Sài Gòn South Office tại quận 7. Công ty cho biết có thể trong năm 2016, 2 dự án này vẫn tiếp tục lỗ do thời gian thi công kéo dài làm tăng chi phí.
- Các công ty con, công ty liên kết hiện đang trong giai đoạn tái cấu trúc do hoạt động không đạt hiệu quả, dẫn đến lỗ trong kết quả kinh doanh.
- Triển vọng ngành xây dựng dựa trên nhu cầu của thị trường BĐS, tuy nhiên dự thảo Thông tư 36 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nguồn vốn cho lĩnh vực bất động sản trong những năm tới.
- HBC vẫn chưa thể giải quyết được vấn đề liên quan các khoản phải thu khó đòi, và có thể trong năm 2016, Công ty sẽ tiếp tục trích lập thêm 85 tỷ đồng cho các khoản này.

## CẬP NHẬT KQKD Q1.2016 VÀ DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2016

Doanh thu Q1.2016 của HBC đạt 1.617,8 tỷ đồng, tăng 54,1% so với cùng kỳ, tương đương 22,5% kế hoạch cả năm.

Trong Q1.2016, doanh thu hoạt động tài chính giảm 22% so với cùng kỳ, xuống còn 18,7 tỷ đồng, trong khi chi phí tài chính tăng 10% lên mức 31,2 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng tăng mạnh lên mức 7 tỷ đồng (+979% yoy), chi phí quản lý cũng tăng 73,1% lên mức 51,2 tỷ đồng. Kết thúc Q1.2016, HBC ghi nhận 50,6 tỷ đồng lợi nhuận, tăng 54,3% so với cùng kỳ năm trước và đạt 20,1% kế hoạch đề ra.

Cho cả năm 2016, chúng tôi dự phóng HBC sẽ ghi nhận 6.000 tỷ đồng doanh thu (+18,2% yoy), do trong 3 tháng đầu năm, HBC đã hoàn tất đàm phán và ký mới hợp đồng thi công, giá trị khoảng 4.100 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng sẽ đạt 150 tỷ đồng (+79,7% yoy).

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tính đến cuối tháng 4/2016, cơ cấu cổ đông của HBC có một ít thay đổi so với báo cáo trước. Trong tháng 2 và 3/2016, quỹ đầu tư PYN Elite Fund đã liên tục mua vào cổ phiếu HBC và hiện đang sở hữu 14,3% cổ phần của HBC. Cổ đông chiến lược Lucerne Enterprise Ltd vẫn giữ nguyên tỷ lệ sở hữu là 18,9%. Ông Lê Việt Hải đang sở hữu 13,9% cổ phần. Quỹ đầu tư Mutual Elite Fund giữ 5,1%. Các nhà đầu tư nước ngoài khác hiện giữ 10,4% và sở hữu của các cổ đông còn lại là 46,2%.

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2015 CỦA HBC**

Doanh thu và lợi nhuận năm 2015 không đạt kế hoạch, tuy nhiên vẫn tăng trưởng so với 2014:

- Doanh thu thuần đạt 5.078 tỷ đồng (+44,3% yoy) và hoàn thành 95,8% kế hoạch doanh thu, do (1) HBC chưa ghi doanh thu thi công xây dựng từ công trình The Ascent (132,8 tỷ đồng) và công trình Green Park (107,7 tỷ đồng) do Công ty Tiến Phát và Công ty HBH chưa giao nhà hết cho khách hàng; (2) công trình T2 Nội Bài giảm trừ doanh thu quyết toán 33,6 tỷ đồng; (3) dự án Saigon South Office 1 phải tạm dừng thi công và dẫn tiến độ, do vụ sập giàn giáo vào tháng 7/2015, cũng ảnh hưởng không nhỏ đến kế hoạch ghi nhận doanh thu của HBC.
- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 83,5 tỷ đồng (+17,6% yoy) và hoàn thành 46,4% kế hoạch lợi nhuận đề ra, do một số công trình thi công bị lỗ: (1) công trình Vietinbank Tower lỗ 125,1 tỷ đồng do giá dự thầu không cao và phương án thi công bê tông khối lớn và các vấn đề nhà thầu yêu cầu giải quyết bị kéo dài làm tăng chi phí; (2) công trình SSG Tower lỗ 28,7 tỷ đồng do thời gian thi công kéo dài so với kế hoạch, làm cho chi phí lương và một số chi phí khác tăng cao; (3) một số công ty con và liên kết đang trong giai đoạn tái cơ cấu và hoạt động không hiệu quả như: Công ty MHB lỗ 13,3 tỷ đồng, Công ty VITA lỗ 1,5 tỷ đồng.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức: 15% bằng cổ phiếu.

Trong 2015, HBC đã trúng thầu 32 hợp đồng mới, với tổng giá trị là 9.500 tỷ đồng, Do đó, tổng giá trị hợp đồng Công ty đang thi công là 21.900 tỷ đồng, trong đó đã thi công tính đến 31/12/2015 là 6.700 tỷ đồng. Như vậy, từ 2016 trở đi, giá trị các hợp đồng mà công ty sẽ thi công là 15.200 tỷ đồng. Ngoài ra, HBC ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2016 là 9.500 tỷ đồng.

**KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH CỔ PHIẾU TRONG NĂM 2016**

Tại ĐHCĐ 2016 vừa qua, cổ đông đã thông qua kế hoạch phát hành 20 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược với giá không thấp hơn 1,2 lần giá trị sổ sách tại thời điểm phát hành. Ngoài ra, thực hiện Nghị quyết ĐHCĐ tháng 4/2013, HĐQT cũng tiếp tục phát hành thêm 1 triệu cổ phiếu ESOP với giá bằng mệnh giá.

Năm 2016, HBC tiếp tục phát hành 1,3 triệu quyền mua cổ phiếu cho cán bộ nhân viên đang làm việc tại công ty theo tỷ lệ 1:1 với giá bằng mệnh giá. Quyền mua có hiệu lực sau 3 năm kể từ ngày 01/01/2016.

**KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2016 CỦA HBC**

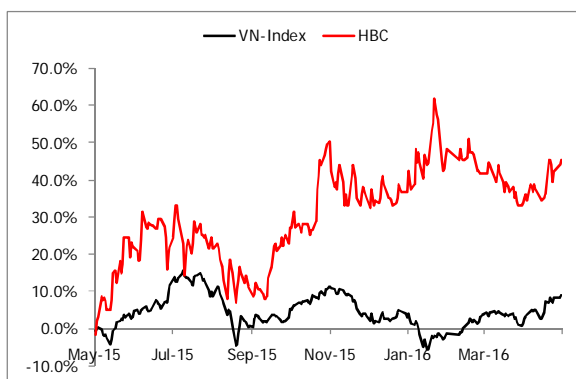
Năm 2016, với kỳ vọng vào sự phục hồi kinh tế và thị trường bất động sản, HBC đặt kế hoạch kinh doanh cao hơn thực hiện năm 2015. Cụ thể, doanh thu thuần dự kiến đạt 7.200 tỷ đồng (+42% yoy). Trong đó, HBC ước tính mảng xây dựng sẽ đóng góp khoảng 6.100 tỷ đồng vào tổng doanh thu năm 2016. Theo đó, các dự án lớn đóng góp vào doanh thu năm 2016: công trình Saigon Center (1.119 tỷ đồng), cảng hàng không T2 Tân Sơn Nhất (436 tỷ đồng), Estella Heights (368 tỷ đồng), The Ascent (294 tỷ đồng), dự án Sài Gòn South Office 1 (279 tỷ đồng).

Lợi nhuận ròng dự kiến đạt 252 tỷ đồng (+200% yoy). Trong đó, HBC ước tính mảng xây dựng ước tính đóng góp khoảng 258 tỷ vào lợi nhuận chung của toàn công ty và công ty con HBI sẽ mang lại 47 tỷ đồng lợi nhuận từ việc khai thác dự án KCN Long Hậu trong năm 2016. Ngoài ra, năm 2016 công ty dự kiến sẽ hạch toán một phần lợi nhuận chuyển qua năm 2015. Chẳng hạn, lợi nhuận của 2 dự án BĐS là The Ascent và Green Park với lợi nhuận ước tính vào khoảng 30 tỷ đồng và sẽ được ghi nhận trong năm 2016. Mức cổ tức bằng tiền mặt dự kiến chi trả cho năm 2016 là 15%.

Năm 2016, HBC sẽ tập trung vào 3 phân khúc thị trường: dân dụng, Nhà công nghiệp & Hạ tầng trung và cao cấp. Ngoài ra, công ty vẫn tiếp tục phát triển và duy trì thế mạnh tại các thị trường hiện hữu, đặc biệt là làm tổng thầu các công trình cao tầng và siêu cao tầng.

HBC cho biết, trong 2016, vẫn có những rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động kinh doanh tại các dự án cũng như các công ty con. Cụ thể, công ty dự báo dự án Vietinbank Tower và Saigon South Office tại quận 7 vẫn tiếp tục lỗ trong năm 2016. Ngoài ra, công ty con là CTCP Địa ốc Tiến Phát dự kiến lỗ gần 35,3 tỷ đồng trong năm 2016, do dự án chưa thể ghi nhận doanh thu nhưng vẫn phải ghi nhận chi phí.

**Tăng trưởng cổ phiếu HBC vs VN-Index**



Nguồn: FiinPro, MSI

**NHẬN ĐỊNH VỀ CỔ PHIẾU HBC**

- HBC là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng và có kinh nghiệm trong việc đảm nhận vai trò làm tổng thầu cho các dự án nhà cao tầng và siêu cao tầng.
- Tổng giá trị hợp đồng ký mới tăng trưởng tốt, trong 3 tháng đầu năm, HBC đã ký được khoảng 4.100 tỷ đồng hợp đồng mới, bao gồm một số dự án lớn như: Landmark Vinhomes (991,5 tỷ đồng), chung cư cao tầng CT2 (730 tỷ đồng), Bệnh viện quốc tế Hoa Lâm (361 tỷ đồng), khu nhà ở cho nhân viên Formosa Hà Tĩnh (311 tỷ đồng).
- Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đáng kể từ 11,7% của năm 2014 còn 5,8% trong 2015, do một số dự án bị tăng chi phí và Công ty ghi nhận lỗ như: Vietinbank Tower, SSG Tower và Estella Heights.

- Triển vọng kinh doanh năm 2016 của HBC là khả quan, giá trị hợp đồng ký mới tăng trưởng tốt nhờ sự phục hồi ở hầu hết các phân khúc thị trường bất động sản. HBC là nhà thầu có uy tín trong lĩnh vực xây dựng với các chủ đầu tư.
- Cổ phiếu HBC đã tăng 9,2% so với mức giá tại thời điểm chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua vào ngày 20/11/2015. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý cổ phiếu HBC có khả năng bị pha loãng, do HBC dự kiến sẽ phát hành tối đa 20 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược với giá không thấp hơn 1,2 lần giá trị sổ sách và thực hiện việc phát hành 1 triệu cổ phiếu ESOP trong thời gian sắp tới.
- Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng các khoản phải thu và tỷ lệ nợ vay của HBC đang ở mức cao. Theo đó, tổng nợ vay tại thời điểm 31/03/2016 là 2.558,1 tỷ đồng, tăng 25% so với thời điểm đầu năm nay. Ngoài ra, HBC vẫn đang gặp khó khăn trong việc thu hồi các khoản phải thu quá hạn và công ty vẫn đang tiếp tục trích lập dự phòng cho các dự án khác như Era Town (Đức Khải), Trung tâm thương mại Văn phòng Hải Quân.
- Chúng tôi sẽ có báo cáo cập nhật về Công ty khi có những yếu tố tích cực mới trong hoạt động kinh doanh của Công ty trong thời gian tới.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	Kế hoạch 2016	2016F	2017F	2018F
Doanh thu (tỷ VND)	4,064.9	3,432.4	3,518.2	5,078.0	7,200.0	6,000.0	6,560.8	7,484.2
Tăng trưởng (% y/y)	33.0	(15.6)	2.5	44.3	104.7	18.2	9.3	14.1
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	132.0	26.4	70.9	83.5	252.0	150.0	209.6	258.2
Tăng trưởng (% y/y)	(11.4)	(80.0)	168.3	17.7	255.2	79.7	39.7	23.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.2	0.8	2.0	1.6	3.5	2.5	3.2	3.5
Tổng tài sản (tỷ VND)	4,580.4	4,726.8	5,803.5	7,291.2	N/A	8,164.1	8,769.3	9,714.1
Tăng trưởng (% y/y)	39.4	3.2	22.8	25.6	N/A	12.0	7.4	10.8
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	771.3	950.5	996.1	1,074.4	N/A	1,251.1	1,335.6	1,466.0
Tăng trưởng (% y/y)	6.9	23.2	4.8	7.9	N/A	16.6	6.8	9.8
ROE (%)	17.1	2.8	7.1	7.8	N/A	12.0	15.7	17.6
ROA (%)	2.9	0.6	1.2	1.1	N/A	1.8	2.4	2.7
EPS (VND)	3,196.1	509.8	1,236.7	1,104.7	3,377.3	1,985.2	2,773.5	3,417.7
BVPS (VND)	18,672.2	18,322.7	17,362.7	14,219.2	N/A	16,557.1	17,676.4	19,401.2
Cổ tức (VND)	1,000.0	1,000.0	500.0	-	1,500.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
P/E (x)	2.4	18.2	8.7	17.2	6.0	10.2	7.3	5.9
P/B (x)	0.4	0.5	0.6	1.3	N/A	1.2	1.1	1.0

Nguồn: HBC, MSI dự phóng

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Tiến sỹ Lê Đức Khánh** - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: [khanhld@msi.com.vn](mailto:khanhld@msi.com.vn)

**Bùi Đức Hoàn** - Trưởng phòng

Email: [hoanbd1@msi.com.vn](mailto:hoanbd1@msi.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Nam** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [namnn1@msi.com.vn](mailto:namnn1@msi.com.vn)

**Trịnh Thị Hồng** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [hongtt@msi.com.vn](mailto:hongtt@msi.com.vn)

**Phan Thị Ngọc Mai** - Chuyên viên

Email: [maiptn1@msi.com.vn](mailto:maiptn1@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Trần Minh Đức** - Chuyên viên Cao cấp

Email: [ductm1@msi.com.vn](mailto:ductm1@msi.com.vn)

**Bùi Ngọc Lan Phương** - Chuyên viên

Email: [phuongbnl@msi.com.vn](mailto:phuongbnl@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

**Phan Nguyễn Hoàn Quân** - Giám đốc ICC

Email: [quanpnh@msi.com.vn](mailto:quanpnh@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.