

Ngành Xây Dựng

Báo cáo cập nhật

Tháng 5 2019

Mã giao dịch: HBC

Reuters: HBC.HM

Bloomberg: HBC VN Equity

Giá cổ phiếu điều chỉnh về mức hấp dẫn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **21.600**

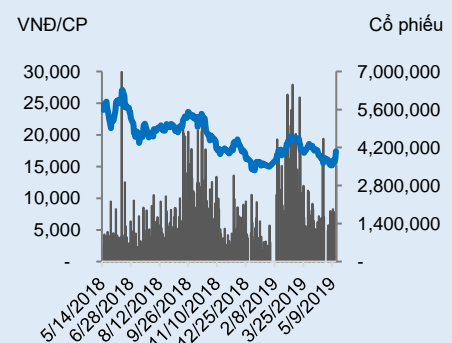
Giá thị trường (15/5/2019) **17.400**

Lợi nhuận kỳ vọng **24,1%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 15.000-19.780 |
| Vốn hóa | 3.582 Tỷ VNĐ |
| SL cổ phiếu lưu hành | 205.878.725 |
| KLGD bình quân 10 ngày | 1.713.968 |
| % sở hữu nước ngoài | 18% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 300 |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 1,7% |
| Beta | 0,7 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| HBC | 10,5% | -2,1% | -0,2% | -0,2% |
| VN-Index | 9,4% | -0,7% | 2,6% | 8,3% |

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1 2019:

- Doanh thu thuần và LNST sau CĐTS Q1 2019 lần lượt là 3.708 tỷ (+11% y/y) và 120 tỷ (-12% y/y). Theo đó, Công ty hoàn thành 20%/ 16% kế hoạch doanh thu/ lợi nhuận năm 2019. Mảng xây dựng dân dụng và thương mại duy trì là nguồn đóng góp chính, chúng tôi nhận thấy sự nổi lên của mảng nghỉ dưỡng.
- Giá trị hợp đồng ký mới Q1 2019 đạt 5.518 tỷ (+13% y/y), theo đó giá trị backlog chuyển tiếp sang giai đoạn tới là 25.447 tỷ (+27% y/y; ~140% doanh thu 2018), là động lực tăng trưởng của Công ty trong giai đoạn tới. Cơ cấu hợp đồng ký mới theo mảng dân dụng/ thương mại/ công nghiệp/ nghỉ dưỡng là 26:51:20:3.
- Biên gộp Q1 2019 là 9,2%, thấp hơn nhiều mức 11,0% cùng kỳ năm ngoái, tuy nhiên vẫn tương đồng với mức dự báo cả năm của chúng tôi là 9,0%. Nguyên nhân chính: (1) Giá thầu duy trì ở mức thấp do năng lực thương thảo với chủ đầu tư yếu đi trong bối cảnh cạnh tranh ngành gia tăng, trong khi giá nguyên vật liệu và nhân công ổn định so với cùng kỳ năm ngoái và (2) Cơ cấu doanh thu kém khả quan hơn: gia tăng tỷ trọng mảng dân dụng với đóng góp nhiều hơn từ dự án VinCity có BLN gộp tương đối thấp.
- Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) chiếm 3,7% doanh thu Q1 2019, giảm 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm ngoái, do Công ty nỗ lực tinh giảm nhân sự và marketing cho mảng bất động sản. Chi phí tài chính Q1 2019 là 57 tỷ (-21% y/y) và thu nhập khác thuần đạt 3,8 tỷ (+23% y/y) hỗ trợ kết quả chung. Theo đó, LNST sau CĐTS Q1 2019 đạt 120 tỷ (-12% y/y), ứng với BLN ròng ở mức 3,2% so với mức 4,0% cùng kỳ năm ngoái.
- Vị thế tài chính duy trì ở mức hợp lý. Tiền và tiền gửi ngân hàng là 337 tỷ (2,2% tổng tài sản). Tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn là 4.531 tỷ, theo đó tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức hợp lý với D/E là 1,5 lần và D/A là 0,3 lần. Chất lượng khoản phải thu duy trì ở mức khả quan, mặc dù vẫn chiếm phần lớn tổng tài sản.

Triển vọng 2019:

- Ở kịch bản cơ sở, BVSC dự báo doanh thu thuần và LNST năm 2019 đạt 20.197 tỷ (+11% y/y) và 701 tỷ (+10% y/y). Chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ lệ hấp thụ của nguồn backlog cuối 2018 xuống mức 55% so với mức 60% ở báo cáo trước, trong khi giữ nguyên dự phóng giá trị hợp đồng ký mới năm 2019 rơi vào mức 21.391 tỷ (-6,9% y/y).
- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng BLN gộp năm 2019 ở mức 9,0%, thấp hơn mức 9,3% năm 2018 trong bối cảnh cạnh tranh ngành gay gắt hơn và gia tăng đóng góp từ các dự án VinCity ở phân khúc hạng trung có BLN gộp khá thấp. Chúng tôi không kỳ vọng tình trạng này sẽ cải thiện nhanh trong ngắn hạn.

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

- Chúng tôi duy trì kỳ vọng tiềm lực tài chính của Công ty sẽ cải thiện dựa vào việc quản lý chất lượng khoản phải thu tốt hơn cùng với đợt tăng vốn qua phát hành riêng lẻ cho Hyundai Elevator gần đây. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng chi phí tài chính của Công ty sẽ phần nào cải thiện trong thời gian tới.
- Ở kịch bản khả quan hơn, BVSC dự phóng LNST của Công ty năm 2019 đạt 791 tỷ (+24% y/y), nhờ vào ghi nhận một phần kết quả kinh doanh từ hai dự án Long Thới và Ascent Lakeside.

Khuyến nghị: Vào ngày 15/05/2019, HBC đóng cửa tại mức 17.400 đồng/ cổ phần, giao dịch tại mức P/E pha loãng 2019 là 5,8 lần, khá hấp dẫn so với mức P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành là 7,3 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HBC với giá mục tiêu một năm ở kịch bản cơ sở là 21.600 đồng/ cổ phần, duy trì mức P/E mục tiêu năm 2019 của cổ phiếu này là 7,1 lần với dự phóng EPS pha loãng là 3.020 đồng/ cổ phần theo đó tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu này là 24%.

Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào cùng với lượng ký mới ở mức hợp lý đảm bảo tăng trưởng trong thời gian tới. Tăng trưởng doanh thu sẽ phần nào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty; (2) Kỳ vọng Công ty tiếp tục cải thiện quản lý các khoản phải thu, cùng với đợt tăng vốn với Hyundai Elevator thành công sẽ giúp Công ty cân đối vốn lưu động tốt hơn, tăng cường tiềm lực tài chính để thi công nhiều dự án hơn, và đẩy mạnh tính minh bạch của Công ty; (3) Kết quả kinh doanh của dự án Ascent Lakeside và Long Thới ghi nhận một phần trong năm 2019 hỗ trợ kết quả chung năm nay; và (4) Thoái vốn từ các dự án bất động sản 1C Tôn Thất Thuyết và Phước Lộc Thọ vẫn là yếu tố hỗ trợ giá và tạo lợi nhuận bất thường cho cổ phiếu này về trung hạn.

Rủi ro giảm giá tiềm tàng: (1) Chi phí nguyên vật liệu, nhân công tiếp tục tăng và (2) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến.

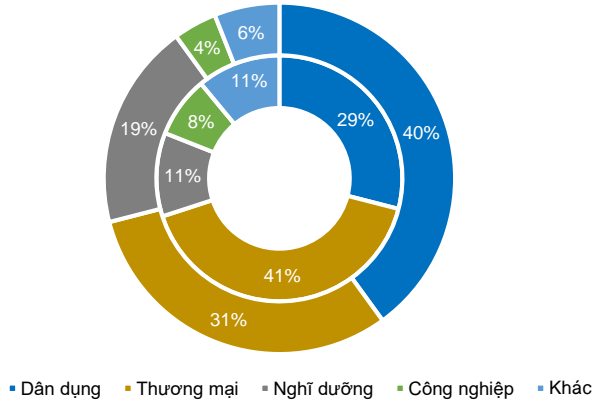
Hình 1: Các chỉ số tài chính trọng yếu của HBC

| Tỷ đồng | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 5.078 | 10.766 | 16.037 | 18.201 | 20.197 |
| EBIT | 150 | 750 | 1.155 | 1.053 | 1.102 |
| EBITDA | 246 | 907 | 1.366 | 1.297 | 1.837 |
| EBT | 120 | 715 | 1.074 | 801 | 876 |
| LNST-CĐTTS | 83 | 567 | 859 | 637 | 701 |
| EPS (VND) | 1.105 | 5.941 | 6.617 | 3.247 | 3.020 |
| BVPS (VND) | 14.202 | 16.937 | 17.316 | 13.862 | 18.043 |
| P/E | 15,7x | 2,9x | 2,6x | 5,4x | 5,8x |
| P/B | 1,2x | 1,0x | 0,9x | 1,3x | 1,0x |
| Nợ/ VCSH | 1,77 | 1,69 | 1,92 | 1,60 | 1,31 |
| Nợ/ Tổng tài sản | 0,26 | 0,24 | 0,31 | 0,27 | 0,29 |
| ROE | 7,8% | 35,1% | 38,2% | 23,4% | 19,5% |
| ROA | 1,1% | 5,0% | 6,1% | 4,0% | 4,2% |

Nguồn: HBC, BVSC dự phóng

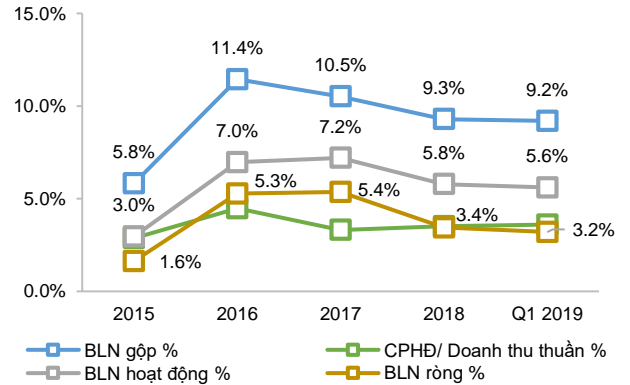
Biểu đồ chính

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của HBC theo mảng Q1 2019: Gia tăng đóng góp của mảng xây dựng nghỉ dưỡng



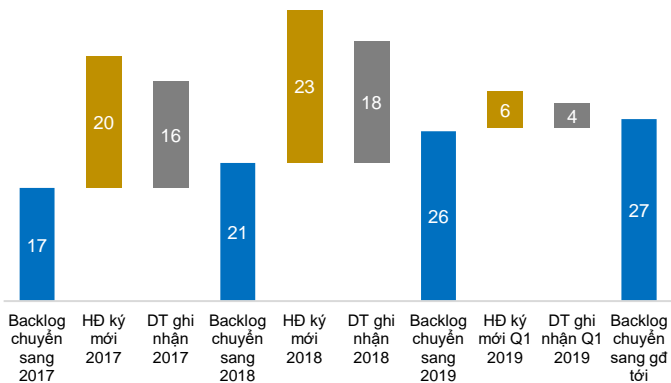
Nguồn: HBC; Vòng tròn ngoài: Q1 2019; Vòng tròn trong: Q1 2018

Hình 3: BLN gộp và chi phí hoạt động biến động nhẹ tuy nhiên vẫn tương đồng với dự báo cả năm của chúng tôi



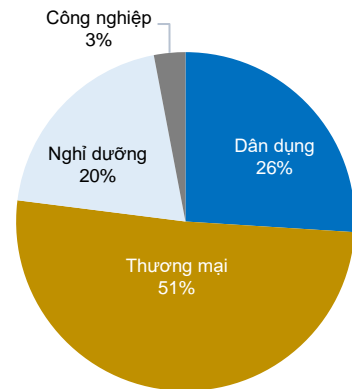
Nguồn: HBC, BVSC

Hình 4: Nguồn backlog đòi đào cuối 2018 và lượng ký mới hợp lý hỗ trợ tăng trưởng của Công ty trong 2019



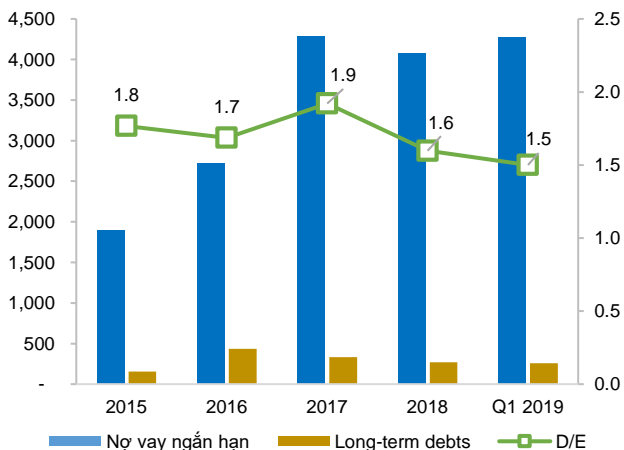
Nguồn: HBC, BVSC

Hình 5: Mảng xây dựng thương mại chiếm tỷ trọng lớn (51% lượng hợp đồng ký mới Q1 2019)



Nguồn: HBC, BVSC

Hình 6: Tỷ lệ đòn bẩy của HBC cải thiện; Kỳ vọng giảm nợ vay và giảm chi phí lãi vay trong 2019



Nguồn: HBC, BVSC

Hình 7: Mười dự án Công ty đang thi công có giá trị lớn nhất

| STT | Dự án | Giá trị hợp đồng (không bao gồm VAT) | Doanh thu ghi nhận tính đến cuối Q1 2019 |
|-----|------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------|
| 1 | Empire City | 2,771 | 116 |
| 2 | Imperia Sky Garden | 2,367 | 1,904 |
| 3 | Khu liên hợp Gang thép Dung Quất | 1,645 | 1,414 |
| 4 | Khu dân cư Lô M8 | 1,449 | 134 |
| 5 | Flora Mizuki | 1,342 | 482 |
| 6 | Alma Resort | 1,230 | 500 |
| 7 | VinCity Sportia Phần khu F2 và F5 | 1,218 | - |
| 8 | Tòa nhà cao ốc văn phòng LIM III | 959 | 324 |
| 9 | Riviera Point - Giai đoạn 1B - Phần thân | 951 | 693 |
| 10 | Celadon City - Plot A1 - Giai đoạn 1 | 842 | 392 |

Nguồn: HBC, BVSC

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1 2019

HBC ghi nhận kết quả kinh doanh Q1 2019 với doanh thu thuần đạt 3.708 tỷ (+10,8% y/y) và LNST của Công ty mẹ đạt 119,5 tỷ (-11,8% y/y) trong bối cảnh thị trường bất động sản ở TP HCM dường như vẫn thách thức.

Chuyển dịch cơ cấu doanh thu. Mặc dù duy trì mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số, Ban lãnh đạo cho biết thị trường bất động sản dân dụng trì trệ đã ảnh hưởng tiêu cực lên kết quả kinh doanh của Công ty. Cơ cấu doanh thu của Công ty trong Q1 2019 cũng bắt đầu có một số chuyển dịch. Cơ cấu doanh thu Q1 2019 theo mảng dân dụng/ thương mại/ công nghiệp/ nghỉ dưỡng/ khác là 40:31:4:19:6 so với mức 29:41:8:11:11 tại Q1 2018.

- **Mảng dân dụng duy trì là mảng đóng góp doanh thu chủ lực trong Q1 2019.** Các dự án nổi bật của mảng này bao gồm VinCity Gia Lâm (Doanh thu ghi nhận trong kỳ là 260 tỷ đồng); Celadon City – Plot A1 (239 tỷ), Imperia Sky Garden (209 tỷ), và Khu đô thị mới Sài Đồng (141 tỷ).
- **Mảng thương mại không còn là mảng đóng góp nhiều nhất** như Q1 2018, tuy nhiên vẫn chiếm hơn 30% tỷ trọng doanh thu Q1 2019.
- **Gia tăng tỷ trọng đóng góp của mảng xây dựng nghỉ dưỡng** chủ yếu đóng góp bởi các dự án Alma Resort với doanh thu ghi nhận trong kỳ là 190 tỷ, khu du lịch sinh thái Prime – Prime Resorts và khách sạn (178 tỷ), và FLC Sầm Sơn (168 tỷ).
- **Mảng công nghiệp chậm lại** chỉ đóng góp khoảng 4% tổng doanh thu Q1 2019 so với mức 8% Q1 2018, chủ yếu đóng góp bởi dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất ghi nhận khoảng 103 tỷ trong Q1 2019 trong khi Công ty phải gấp rút hoàn thành theo đúng tiến độ trong Q1 2018.

Giá trị hợp đồng ký mới trong Q1 2019 ở mức khả quan. Giá trị hợp đồng ký mới trong Q1 2019 là 5.518 tỷ (+13% y/y), tương ứng với tỷ lệ book-to-bill là 1,48 lần, tăng nhẹ so với mức Q1 2018 là 1,46 lần chủ yếu dựa vào các hợp đồng ký mới trong kỳ có giá trị lớn như VinCity Sportia (phân khu F2 và F5 với giá trị hợp đồng là 1.218 tỷ), khu biệt thự liền kề Wonder Villas (721 tỷ), Sunshine City Sài Gòn Tháp B, C, D (518 tỷ). Cơ cấu hợp đồng ký mới trong Q1 2019 theo loại hình dân dụng/ thương mại/ công nghiệp/ và nghỉ dưỡng là 26%: 51%: 3%: 20%. Với lượng backlog cuối 2018 là khoảng 26 nghìn tỷ, khối lượng backlog chuyển sang giai đoạn tiếp theo trong năm 2019 và thời gian tới là 25.447 tỷ (+27% y/y), duy trì nguồn công việc dồi dào hỗ trợ công ty tăng trưởng kết quả kinh doanh năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp chung Q1 2019 vẫn trên đà giảm đạt 9,2%, mặc dù thấp hơn so với mức 11,0% ở Q1 2018, tuy nhiên vẫn ở mức khá tương đồng so với mức BLN dự báo cả năm của chúng tôi là 9,0%. Ban lãnh đạo cho biết nguyên nhân chủ yếu của tỷ suất biên lợi nhuận gộp giảm vẫn đến từ cạnh tranh ngành gia tăng theo đó năng lực thương thảo của các nhà thầu với chủ đầu tư là yếu đi và vì thế giá trúng thầu tiếp tục giảm, trong khi chi phí nguyên vật liệu và nhân công trong kỳ ở mức ổn định so với năm ngoái. Ngoài ra, chúng tôi

nhận thấy cơ cấu doanh thu Q1 2019 của Công ty là kém khả quan hơn do gia tăng tỷ trọng của mảng xây dựng dân dụng với đóng góp từ các dự án VinCity là phân khúc trung cấp có tỷ suất lợi nhuận gộp tương đối thấp ở mức 5%-6%.

Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) chiếm 3,7% tổng doanh thu Q1 2019, giảm 50 điểm cơ bản so với mức 4,2% vào Q1 2018. Theo Ban lãnh đạo, chi phí hoạt động cải thiện chủ yếu bởi vì Công ty nỗ lực tinh giảm nhân sự và marketing cho mảng kinh doanh bất động sản theo đó chi phí lương và chi phí có tính chất lương trong kỳ là 4,0 tỷ (-4,7% y/y) và chi phí bán hàng khác là 5,1 tỷ (-67,7% y/y). Vì thế, biên lợi nhuận hoạt động Q1 2019 của Công ty là 5,5% so với mức 6,8% tại Q1 2018.

Chi phí tài chính cho tín hiệu cải thiện tích cực. Thu nhập tài chính Q1 2019 là 3,0 tỷ (-76,7% y/y), giảm mạnh so với mức 12,9 tỷ chủ yếu do thu nhập từ lãi vay thấp ảnh hưởng bởi dòng tiền nắm giữ đến ngày đáo hạn thấp hơn nhiều mức cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy tính hiệu tích cực từ chi phí tài chính trong kỳ ở mức 56,5 tỷ (-20,6% y/y). Lợi nhuận khác thuần Q1 2019 là 3,8 tỷ (+22,6% y/y) chủ yếu đến từ mảng bất động sản theo đó Công ty phạt thanh lý, phạt chậm thanh toán của khách hàng ở các dự án Grand Riverside và Soho Premier.

Tựu chung lại, **LNST sau CĐTS Q1 2019 của Công ty đạt 119,5 tỷ (-11,8% y/y), tương ứng với tỷ suất lợi nhuận ròng là 3,2% Q1 2019** so với mức Q1 2018 là 4,0%.

Vị thế tài chính của Công ty tính đến cuối Q1 2019 duy trì ở mức hợp lý. Tổng tài sản của Công ty tính đến cuối Q1 2019 là 15.334 tỷ, theo đó vị thế tiền mặt và gửi ngân hàng là 337 tỷ đồng (chiếm 2,2% tổng tài sản). Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của Công ty lần lượt là 4.273 tỷ (+4,9% YTD) và 258 tỷ (-4,1% YTD), cho thấy tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức khả quan với tỷ lệ D/A và D/E lần lượt là 0,3 lần và 1,5 lần cuối Q1 2019.

Chất lượng khoản phải duy trì ở mức hợp lý. Mặc dù các khoản phải thu ngắn hạn của Công ty vẫn ở mức cao là 9.543,6 tỷ (62,2% tổng tài sản), chúng tôi cho rằng cơ cấu các khoản phải thu cho thấy chất lượng của các khoản phải thu này vẫn trên đà cải thiện. Chủ yếu bởi vì mức vốn hóa nhỏ, Công ty phải sử dụng phương pháp ghi nhận doanh thu theo tiến độ hoàn thành để sử dụng những khoản phải thu này làm thế chấp để vay nợ ngân hàng phục vụ hoạt động xây dựng phát triển nhanh chóng trong các năm vừa qua.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng cơ cấu khoản phải thu theo tiến độ HĐXD trung bình chiếm khoảng 63,1% tổng khoản phải thu trong giai đoạn 2013-2017. Kể từ cuối năm 2018, chúng tôi nhận thấy các khoản phải thu này được quản lý tốt hơn. Cụ thể, khoản phải thu theo tiến độ HĐXD được khống chế ở mức 40% tổng khoản phải thu vào cuối năm 2018. Mức này là 42% tại Q1 2019, khá tương đồng với xu hướng gần đây. Trong thời gian tới, Ban lãnh đạo cho biết sẽ tiếp tục thúc đẩy chủ đầu tư phê duyệt khối lượng thực hiện kịp thời theo đúng quy định hợp đồng, thực hiện quản trị dòng tiền theo từng hợp đồng chặt chẽ hơn vì thế khống chế khoản phải thu theo tiến độ HĐXD và đảm bảo dòng tiền từng hợp đồng theo đúng kế hoạch.

Ngoài ra, khoản phải thu khó đòi tính đến cuối Q1 2019 là 604 tỷ đồng, theo đó chúng tôi nhận thấy Công ty đã trích lập tính đến cuối Q1 2019 là 392,2 tỷ (+0,4% YTD). Cho năm 2019, chúng tôi ước tính Công ty sẽ phải trích lập thêm khoảng 90 tỷ, tương ứng với 0,5% kế hoạch doanh thu 2019 của Công ty. Ban lãnh đạo cho biết thêm sẽ nỗ lực tích cực thu hồi nợ xấu và tránh tối đa nợ xấu mới phát sinh trong kỳ nhằm giảm chi phí trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS của Công ty năm 2019 lần lượt đạt 20.197 tỷ (+11,0% y/y) và 701 tỷ (+10,1% y/y). Dự phóng của chúng tôi dựa vào những giả định trọng yếu như sau:

1. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ hoạt động xây dựng đạt 20.197 tỷ (+11,0% y/y), dựa vào hai yếu tố hỗ trợ như sau (1) Nguồn backlog chuyển sang 2019 là 25.524 tỷ đồng cho doanh thu 14,038 tỷ (điều chỉnh tỉ lệ hấp thụ xuống mức 55% so với mức 60% ở báo cáo trước, chủ yếu do dự án Lancasster Lincoln Quận 4 đã ký hợp đồng thi công phần thân (giá trị hợp đồng là 1.265 tỷ) tạm hoãn thi công) và (2) Hợp đồng ký mới năm 2019 là 21.729 tỷ (-6,9% y/y), giữ nguyên so với báo cáo trước (tương ứng với tỷ lệ book-to-bill dự phóng là 1,1 lần) phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về thị trường bất động sản còn thách thức trong ngắn hạn và gia tăng cạnh tranh của ngành xây dựng gần đây.
2. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng biên lợi nhuận gộp chung cả năm 2019 của Công ty là ở mức 9,0% so với mức 9,3% năm 2018, dựa vào các yếu tố sau (1) Thị trường xây dựng cạnh tranh gay gắt hơn; (2) Mặt bằng giá nguyên vật liệu và nhân công tiếp tục duy trì ở mức cao như năm 2018; (3) Gia tăng đóng góp của dự án VinCity, là dự án ở phân khúc hạng trung, nên BLN gộp khá thấp đóng góp vào KQKD năm 2019.
3. Chúng tôi duy trì dự phóng chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp)/ tổng doanh thu năm 2019 là 3,5% như báo cáo lần trước.
4. Chúng tôi dự báo chi phí tài chính thuần giảm nhẹ 5,1% năm 2019 với kỳ vọng Công ty tiếp tục quản lý các khoản phải thu tốt hơn, cùng với đợt tăng vốn thành công với Hyundai Elevator vừa qua hỗ trợ Công ty cân đối nguồn vốn lưu động tốt hơn vì thế giảm bớt gánh nặng lãi vay.

Tựu chung lại, chúng tôi dự báo LNST của Công ty mẹ năm 2019 đạt 701 tỷ đồng (+10,1% y/y), điều chỉnh giảm 6,3% so với dự báo trước. Theo đó, EPS pha loãng đầy đủ của Công ty năm 2019 được ước tính là 3.020 đồng/ cổ phần. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu HBC đang giao dịch tại mức P/E pha loãng năm 2019 là 5,8 lần.

Kịch bản lạc quan hơn: Dự án Ascent Lakeside (Quận 7 TP HCM) và Dự án Long Thới (Nhà Bè TP HCM) ghi nhận lợi nhuận năm 2019. Chúng tôi ước tính dự án Long Thới sẽ ghi nhận doanh thu khoảng 300 tỷ và LNST là 50 tỷ trong năm 2019. Tính đến cuối 2019, dự án Long Thới đã bán hết phần đất nền. Trong khi, kỳ vọng dự án Ascent Lakeside sẽ ghi

nhận một phần lợi nhuận khoảng 40 tỷ năm 2019. Tiến độ bán hàng của dự án Ascent Lakeside ở mức tích cực tính đến cuối Q1 2019 đã bán 124/144 căn hộ và 27/69 căn văn phòng thông minh. Tiến độ xây dựng dự án Ascent Lakeside tính đến cuối Q1 2019 là đã xong phần thô và đang làm công tác hoàn thiện, định hướng đến bàn giao vào Q4 2019 và đầu 2020. Tóm lại, chúng tôi dự báo LNST của Công ty mẹ năm 2019 là 791 tỷ (+24,2% tỷ) ở kịch bản khả quan hơn, điều chỉnh giảm 3,2% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Theo đó, EPS pha loãng đầy đủ của Công ty năm 2019 được ước tính là 3.405 đồng/ cổ phần. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu HBC đang giao dịch tại mức P/E pha loãng đầy đủ năm 2019 là 5,1 lần.

Định giá

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu HBC theo phương pháp so sánh ngang dựa vào chỉ số P/E. Theo đó, giá mục tiêu một năm của chúng tôi đối với cổ phiếu này theo kịch bản cơ sở là 21.600 đồng/ cổ phần, duy trì mức P/E hợp lý đối với cổ phiếu này là 7,1 lần như ở báo cáo trước, theo đó tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu này là 33,1% so với giá hiện tại. Bên cạnh đó, giá mục tiêu của chúng tôi đối với cổ phiếu HBC ở kịch bản khả quan hơn là 25.700 đồng/ cổ phần, ứng với mức P/E 2019 hợp lý là 7,5 lần, cao hơn mức P/E áp dụng ở kịch bản cơ sở để phản ánh tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng hơn ở trường hợp này.

Hình 8: Tóm tắt định giá HBC

| | EPS 2019 pha loãng | P/E mục tiêu | Giá mục tiêu (VND/cổ phần) | Tiềm năng tăng giá |
|-----------------------|-----------------------|-----------------|-------------------------------|--------------------|
| Kịch bản cơ sở | 3.020 | 7,14 | 21.600 | 24,1% |
| Kịch bản lạc quan hơn | 3.405 | 7,50 | 25.500 | 46,6% |

Nguồn: BVSC

Những phát triển khác

Công ty đang nỗ lực thay đổi cách ghi nhận doanh thu. BLĐ cũng xác nhận rằng Công ty đang nỗ lực thay đổi cách ghi nhận doanh thu. Với cách ghi nhận mới, BLĐ cho biết khối lượng công việc hoàn thành mà HBC ghi nhận sẽ chỉ là các khoản được phê duyệt của chủ đầu tư, thay vì xác nhận như trước đây. Tuy nhiên, quá trình này là phức tạp và đòi hỏi thời gian cũng như hỗ trợ và tư vấn từ phía kiểm toán. Với cách ghi nhận doanh thu mới, Công ty cho biết sẽ có sự chênh lệch giữa doanh thu ghi nhận và chi phí hoạch toán, bởi chi phí thường tính chung và không dễ dàng phân bổ cụ thể. Vì vậy, Công ty dự định sẽ chuyển dần dần theo tiến độ và sẽ thực hiện ghi nhận doanh thu theo cách mới cho các dự án vào Q3 2019. Trong khi tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HBC trong ngắn hạn có thể bị ảnh hưởng bởi cách ghi nhận doanh thu mới, chúng tôi cho rằng động thái này là yếu tố thay đổi trọng yếu với bảng cân đối tài chính của HBC và giảm bớt quan ngại của nhà đầu tư với các khoản phải thu ngắn hạn thường chiếm tỉ trọng lớn trên bảng cân đối tài chính.

Tiếp tục tìm kiếm cơ hội thoái vốn tại các dự án bất động sản. Năm 2018, Công ty dự định thoái vốn tại ba dự án bất động sản để hoàn thành kế hoạch năm. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo gần đây xác nhận rằng Công ty sẽ thoái vốn tại hai dự án 1C Tôn Thất Thuyết và Phúc Lộc Thọ, và đang tự phát triển dự án dân cư Long Thới tại Nhà Bè, TP. HCM. Theo đó, dự án dân cư Long Thới (tổng diện tích 29.998 m²) bao gồm 92 nhà liền kề, và một block nhà cao tầng (12 tầng, 462 căn). Tất cả các sản phẩm thấp tầng của dự án này đã được đặt cọc tính đến cuối năm 2018 và vì vậy Công ty dự kiến sẽ hoạch toán một phần doanh thu và lợi nhuận trong năm 2019. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng thoái vốn tại các dự án bất động sản sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty trong bối cảnh thị trường xây dựng gia tăng cạnh tranh.

- Dự án 1C Tôn Thất Thuyết (Quận 4, TP. HCM) với tổng diện tích 5.286 m². Lợi nhuận ước tính của Công ty tại dự án này là 155 tỷ đồng.
- Dự án Phúc Lộc Thọ (Nhà Bè, TP. HCM) với tổng diện tích là 40.058 m². Cổ phần của Công ty tại dự án này là 48%, theo đó mức lợi nhuận ước tính là 100 tỷ đồng.

Chốt ngày trả cổ tức năm 2018. Ngày giao dịch không hưởng quyền và ngày đăng ký cuối cùng lần lượt là 14/05/2019 và 15/05/2019. Chính sách cổ tức 2018 bao gồm (1) cổ tức bằng tiền mặt 3% (300 đồng/ cổ phần) được thực hiện vào ngày 05/07/2019, ứng với suất cổ tức 1,9% so với thị giá của cổ phiếu ngày 09/05/2019 và (2) cổ tức cổ phiếu 5% (cổ đông nắm giữ 20 cổ phiếu sẽ được nhận 1 cổ phiếu mới), theo đó Công ty sẽ phát hành mới khoảng 9,8 triệu cổ phiếu mới, tương ứng với khoảng 5% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Khuyến nghị

Vào ngày 15/05/2019, HBC đóng cửa tại mức 17.400 đồng/ cổ phần, giao dịch tại mức P/E pha loãng 2019 là 5,8 lần, khá hấp dẫn so với mức P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành là 7,3 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HBC với giá mục tiêu một năm ở kịch bản cơ sở là **21.600 đồng/ cổ phần**, cho thấy (1) mức P/E hợp lý năm 2019 của cổ phiếu này là 7,1 lần với dự phóng EPS pha loãng là 3.020 đồng/ cổ phần; và (2) lợi nhuận dự kiến là 24%.

Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào cùng với lượng ký mới ở mức hợp lý đảm bảo tăng trưởng trong thời gian tới. Tăng trưởng doanh thu sẽ phần nào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty; (2) Kỳ vọng Công ty tiếp tục cải thiện quản lý các khoản phải thu, cùng với đợt tăng vốn với Hyundai Elevator thành công sẽ giúp Công ty cân đối vốn lưu động tốt hơn, tăng cường tiềm lực tài chính để thi công nhiều dự án hơn, và đẩy mạnh tính minh bạch của Công ty; (3) Kết quả kinh doanh của dự án Ascent Lakeside và Long Thới ghi nhận một phần trong năm 2019 hỗ trợ kết quả chung năm nay và (4) Thoái vốn từ các dự án bất động sản 1C Tôn Thất Thuyết và Phước Lộc Thọ vẫn là yếu tố hỗ trợ giá và tạo lợi nhuận đột biến hỗ trợ tăng trưởng cho cổ phiếu này về trung hạn.

Rủi ro giảm giá tiềm tàng: (1) Chi phí nguyên vật liệu, nhân công tiếp tục tăng và (2) Thị trường bất động sản kém khả quan hơn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

| Kết quả kinh doanh | | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F |
| Doanh thu | 10.766 | 16.037 | 18.201 | 20.197 |
| Giá vốn | (9.534) | (14.351) | (16.509) | (18.386) |
| Lợi nhuận gộp | 1.232 | 1.686 | 1.692 | 1.811 |
| Doanh thu tài chính | 103 | 121 | 61 | 93 |
| Chi phí tài chính | (153) | (269) | (324) | (343) |
| Lợi nhuận sau thuế | 567 | 859 | 637 | 701 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F |
| Tiền & khoản tương đương tiền | 572 | 495 | 314 | 1.189 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 6.775 | 9.191 | 11.105 | 10.540 |
| Hàng tồn kho | 1.229 | 1.180 | 1.810 | 2.085 |
| Tài sản cố định hữu hình | 1.042 | 1.378 | 1.387 | 1.459 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 177 | 385 | 363 | 363 |
| Tổng tài sản | 11.448 | 13.998 | 15.896 | 16.586 |
| Nợ ngắn hạn | 2.720 | 4.279 | 4.073 | 4.519 |
| Nợ dài hạn | 434 | 334 | 269 | 215 |
| Vốn chủ sở hữu | 1.073 | 1.617 | 2.249 | 2.718 |
| Tổng nguồn vốn | 11.448 | 13.998 | 15.896 | 16.586 |

| Chỉ số tài chính | | | | |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Chỉ tiêu | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F |
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 112,0% | 49,0% | 13,5% | 11,0% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 579,3% | 51,5% | -25,9% | 10,1% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 11,4% | 10,5% | 9,3% | 9,0% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 5,3% | 5,4% | 3,4% | 3,5% |
| ROA (%) | 5,0% | 6,1% | 4,0% | 4,2% |
| ROE (%) | 35,1% | 38,2% | 23,4% | 19,5% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 84,0% | 82,4% | 81,6% | 77,0% |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 594,9% | 512,8% | 477,1% | 354,8% |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 5.941 | 6.617 | 3.247 | 3.020 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 16.937 | 17.316 | 13.862 | 18.043 |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888