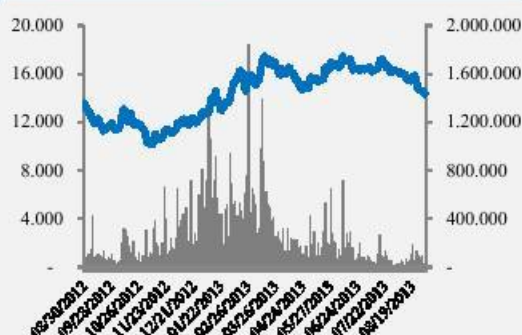


HBC[HSX]
Giá mục tiêu
NEUTRAL
15.400 VND/CP
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (03/09/2013)	VND	14.100
Chênh lệch **	%	9,2%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	667,4
Số cp lưu hành	Triệu cp	47,6
Free-float	Triệu cp	20,8
Giá trị công ty	Tỷ đồng	681
Diễn biến (30 ngày)	%	-12,96%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	59.616
Ngành nghề		Xây dựng

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Thay đổi	-12,96%	-17,08%	16,60%
vs. VN-Index	-8,05%	-7,55%	-0,93%

Chuyên viên

Trần Hà Xuân Vũ

(+084 8) 3914 6888

tranhaxuanvu@baoviet.com.vn

Chúng tôi đánh giá **Neutral** về cổ phiếu HBC với mức giá mục tiêu 15.400 đ/cp. HBC tiếp tục thể hiện vị trí là một trong những công ty đầu ngành với doanh thu và lợi nhuận tăng qua các năm, cùng với danh mục dự án gối đầu lớn và không ngừng mở rộng cả về quy mô và khu vực thi công. Tuy nhiên, khả năng quản lý chi phí và khoản phải thu, danh mục đầu tư dài hạn ngoài ngành thiếu hiệu quả và tình hình cạnh tranh gay gắt trong ngành khiến biên lợi nhuận suy giảm là những điểm khiến chúng tôi còn lo ngại về công ty.

Ngành xây dựng hiện tại vẫn còn rất khó khăn nhưng kỳ vọng sẽ chuyển biến khá quan trọng trong trung và dài hạn nhờ những chính sách kích thích kinh tế vĩ mô cũng như chính sách hỗ trợ phục hồi thị trường bất động sản đã và đang được Chính phủ xem xét đưa ra.

Trong hoàn cảnh hiện thời khi thị trường bất động sản còn bế tắc, HBC đã kịp thời có sự chuyển hướng tập trung từ phân khúc cao ốc văn phòng - chung cư sang phân khúc nhà xưởng, khu công nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn và khả năng thanh toán của chủ đầu tư tốt hơn.

Tuy nhiên, mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh qua các năm, biên lợi nhuận của HBC có xu hướng giảm dần. Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân (CAGR) trong giai đoạn 2007-2012 của HBC đạt 55%/năm nhưng biên lợi nhuận gộp lại giảm dần từ 16,67% trong năm 2010, xuống còn 9,29% trong năm 2012. Biên lợi nhuận thuần cũng giảm từ 7,9% xuống 3,2% trong cùng giai đoạn.

Nguyên nhân khiến HBC suy giảm tỷ suất lợi nhuận đến từ cạnh tranh cao dẫn đến giảm giá đầu thầu tăng chi phí lãi vay, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Do danh mục dự án lớn trong khi quy mô vốn nhỏ, HBC sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Tỷ lệ nợ vay/VCSH tăng mạnh qua các năm, từ 0,44x năm 2008 tăng lên 1,52x cuối Q2/2013, dẫn đến áp lực trả nợ và những rủi ro về dòng tiền. Bên cạnh đó, HBC có các khoản đầu tư dài hạn ngoài ngành xây dựng chiếm 26% VCSH và hầu như không đem lại hiệu quả.

Trong những năm tới, theo mô hình dự báo của chúng tôi, HBC tiếp tục tăng trưởng về cả doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này sẽ chậm lại do công ty hầu như đã đạt năng lực thi công tối đa và khả năng tự tài trợ từ nguồn vốn hiện có.

Chúng tôi dự báo năm 2013, HBC đạt 4.833 tỷ đồng DTT và 161 tỷ đồng LNST, tương ứng EPS 3.124 đồng/cp.

Định giá. Dựa theo mô hình FCFE và P/E, chúng tôi tính toán mức giá hợp lý của HBC vào khoảng 15.400 đồng/cp.

Chỉ tiêu	ĐVT	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F
Doanh thu	tỷ đồng	1.768	3.055	4.065	4.834	5.897
EBIT	tỷ đồng	234	331	315	341	424
EBITDA	tỷ đồng	270	395	386	404	497
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	139	149	132	161	207
EPS	đồng	8.322	7.117	2.156	3.124	4.010
Tăng trưởng EPS	%	161%	-14%	-55%	-2%	28%
P/E	x	1,7	2,0	6,5	4,5	3,5
Cổ tức/thị giá	%	7,4%	3,9%	2,9%	7,1%	7,1%
P/B	x	0,4	0,4	0,8	0,7	0,6

(Nguồn: HBC, BVSC)

NGÀNH XÂY DỰNG DÂN DỤNG – CÔNG NGHIỆP

Ngành xây dựng hiện tại vẫn còn rất khó khăn nhưng kỳ vọng sẽ chuyển biến khả quan hơn trong trung và dài hạn

Kể từ cuối năm 2010, thị trường bất động sản bắt đầu lao dốc kéo theo sự suy giảm nhu cầu xây dựng. Đến năm 2013, mặc dù tình hình kinh tế đã ổn định hơn, tuy nhiên, ngành xây dựng vẫn được đánh giá là khó khăn do sự ảm đạm của thị trường bất động sản cộng với dự báo thấp về tăng trưởng của nền kinh tế. Theo thống kê từ BMI, giá trị sản lượng ngành xây dựng Việt Nam vẫn tăng nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ giảm lại còn khoảng từ 7% - 8%, thấp hơn nhiều so với mức 20% của những năm trước đây.

Tỷ đồng	2012	2013E	2014F	2015F	2016F
Giá trị ngành xây dựng	720.200	770.521	820.655	872.527	928.700
% tăng trưởng	23,1%	7%	6,5%	6,3%	6,4%
Mảng xây dựng hạ tầng	338.500	357.522	376.681	395.255	414.200
% tăng trưởng	6,5%	5,6%	5,4%	4,9%	4,8%
Giá trị xây dựng dân dụng và công nghiệp	381.700	412.999	443.974	477.272	514.500
% tăng trưởng	6,5%	8,2%	7,5%	7,5%	7,8%

Nguồn: BMI và Tổng cục thống kê

Trong ngắn hạn, thị trường bất động sản vẫn còn những khó khăn nhất định. Tuy nhiên, khi các chính sách vĩ mô phát huy tác dụng cộng với chính sách hỗ trợ từ phía Chính phủ, thị trường bất động sản sẽ dần phục hồi.

Trong hoàn cảnh khó khăn hiện tại của ngành xây dựng, **động lực dẫn dắt chủ yếu đến từ mảng xây dựng công nghiệp và các công trình hạ tầng**, đặc biệt là các dự án của chủ đầu tư nước ngoài hoặc từ nguồn vốn ODA và FDI, nhờ khả năng tài chính tốt của chủ đầu tư. Nhu cầu mở rộng sản xuất trong các ngành hầu như không bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế như ngành hàng tiêu dùng nhanh, ngành năng lượng... khiến gia tăng nhu cầu xây dựng thêm nhà xưởng và cơ sở sản xuất.

Tính đến tháng 8/2013, nguồn vốn FDI đăng ký đạt 12,6 tỷ USD, tăng 19,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó nguồn vốn đăng ký cho lĩnh vực xây dựng đạt 127 triệu USD, chiếm 1%. Nếu tính tổng vốn đầu tư đăng ký còn hiệu lực tính đến tháng 8/2013, nguồn vốn dành cho ngành xây dựng là 9,7 tỷ USD, chiếm đến 4,4% tổng vốn và xếp thứ 4 trong các ngành được đầu tư. Điều này cho ta thấy sự hấp dẫn của ngành ngay cả trong giai đoạn khó khăn.

Bên cạnh đó, các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia về cầu, đường, sân bay, bệnh viện... đặc biệt là các dự án nhận được hỗ trợ vay vốn ODA vẫn được tiến hành theo tiến độ. Từ đó, mảng xây dựng dân dụng cũng có phần được hưởng lợi nhờ hệ thống hạ tầng kết nối được cải thiện. Tuy nhiên, nhu cầu xây dựng công nghiệp – hạ tầng đang gia tăng đã và đang kéo theo sự tập trung cạnh tranh của các nhà thầu trong phân khúc này.

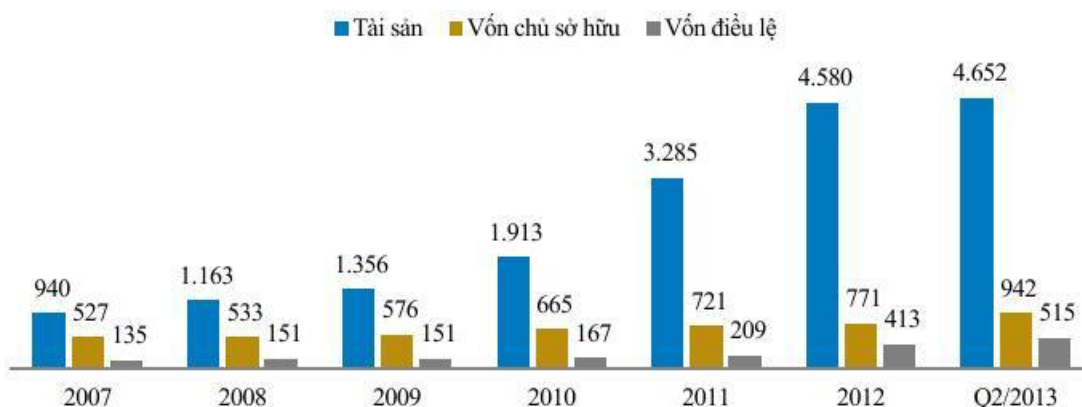
CTCP XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH

Sơ lược về công ty

Được thành lập từ tháng 9/1987, qua hơn 25 năm phát triển, HBC đã và đang trở thành một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu ở Việt Nam. Ngoài lĩnh vực kinh doanh chính là mảng thi công xây dựng, HBC còn tham gia thêm những lĩnh vực liên quan khác như mua bán vật liệu xây dựng, tư vấn thiết kế, bất động sản ... nhằm tạo thành một chuỗi cung ứng khép kín. Tính đến cuối năm 2012, HBC đang sở hữu đội ngũ nhân công rất lớn với 12.000 công nhân và kỹ sư, 5.000 lao động trực tiếp và các nhân sự gián tiếp hoặc liên kết với các thầu phụ.

Tính đến thời điểm Q2/2013, vốn điều lệ của HBC đạt 415,8 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu 942,4 tỷ đồng và tổng tài sản là 4.652 tỷ đồng.

Tài sản, vốn chủ sở hữu qua các năm



Nguồn: BVSC tổng hợp

Kể từ khi niêm yết vào năm 2006 với mức vốn điều lệ chỉ 56,3 tỷ đồng, HBC đã tăng vốn điều lệ qua các năm, trong đó có các đợt tăng vốn mạnh vào các năm 2007, 2012 và 2013 thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và cổ đông chiến lược. Gần đây nhất, vào Q1/2013, Hòa Bình đã phát hành thành công 10 triệu cổ phiếu cho đối tác Nikko với giá 20.681 đồng/cp, tăng vốn điều lệ lên 515,8 tỷ. Nhờ đó, tiềm lực tài chính của công ty được gia tăng.

Năm	Đối tượng	Số lượng phát hành	Vốn điều lệ tăng thêm
2007	Chip Eng Seng Corporation Ltd.	500.000	5.000.000.000
2007	PVFC	1.200.000	12.000.000.000
2007	UBS	500.000	5.000.000.000
2007	BSC	19.999	199.990.000
2007	Phát hành tỷ lệ 5:1	1.116.261	11.162.610.000
2007	Chip Eng Seng Corporation Ltd.	125.000	1.250.000.000
2007	PVFC	750.000	7.500.000.000
2007	Đấu giá	1.337.800	13.378.000.000
2007	BSC	88.208	2.882.080.000
2007	Phát hành tỷ lệ 10:1	998.992	9.989.920.000
2013	Lucerne Enterprise Ltd (Nikko)	10.000.000	100.000.000.000

Nguồn: Báo cáo thường niên 2012

Chip Eng Seng là một trong những tập đoàn xây dựng và kinh doanh địa ốc hàng đầu của Singapore, cùng với Nikko Securities Indonesia là thành viên của Tập đoàn Sumitomo Mitsui Banking và là ngân hàng đầu tư hàng đầu tại Indonesia, ngoài đầu tư tài chính vào HBC, còn cam kết hỗ trợ HBC trong chuyển giao công nghệ xây dựng mới, hoàn thiện khả năng quản lý thi công, quản lý dự án, hỗ trợ đào tạo, xây dựng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp và đặc biệt trong tiếp thị và kinh doanh bất động sản, và phát triển thị trường xây dựng, kết nối Hòa Bình với các doanh nghiệp trong khu vực. Các dự án xây dựng tại nước ngoài gần đây của HBC như dự án Khu dân cư Sri Petaling, Khu phức hợp nhà ở - trung tâm thương mại - khách sạn cao cấp GEMS ở Myanmar... cũng có phần hỗ trợ từ các đối tác chiến lược này.

Hoạt động kinh doanh

Thương hiệu mạnh giúp công ty tăng trưởng nhanh về thị phần

Hòa Bình đã từng thi công thành công nhiều dự án quy mô lớn, đòi hỏi cao về mặt kỹ thuật với vai trò tổng thầu hoặc thầu phụ cho các tổng thầu nước ngoài, như các công trình Keangnam Hanoi Landmark Tower, Trang Tien Plaza Hanoi, tòa nhà TTTM Vincom B – HCM, Kumho Asiana Plaza – HCM, Nhà ga sân bay quốc tế Cần Thơ,... Chính điều này đã giúp công ty tạo dựng thương hiệu uy tín trong ngành xây dựng. Với uy tín đó, công ty có lợi thế trong việc đấu thầu các dự án và tăng cường mở rộng thị phần của mình.

Xây dựng thương hiệu và củng cố năng lực từ định hướng làm thầu phụ cho các tổng thầu lớn nước ngoài

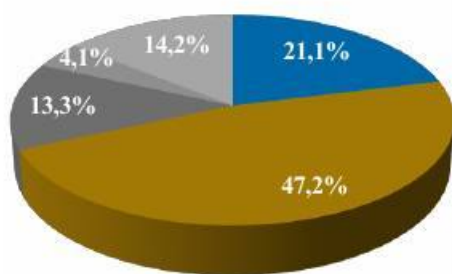
Nhận biết được mặt hạn chế trong năng lực thi công, trong những năm trước, HBC chủ động làm thầu phụ cho các nhà thầu lớn nước ngoài để cập nhật, học hỏi thêm kinh nghiệm chuyên môn. Từ đó, HBC đã đủ năng lực thi công trong vai trò là nhà thầu chính các công trình lớn và số lượng các dự án do HBC làm thầu chính tăng nhanh qua các năm. Ngoài ra, việc đầu tư vào công nghệ giúp Hòa Bình rút ngắn thời gian thi công nhưng vẫn đảm bảo chất lượng công trình.

Vào tháng 4/2012, Bộ xây dựng đã ban hành Thông tư 01/2012 quy định rằng để được cấp phép xây dựng, các nhà thầu nước ngoài phải chọn thầu phụ là một công ty xây dựng trong nước. Với uy tín sẵn có cùng vị thế của mình, HBC được xem là sự lựa chọn hàng đầu của các tổng thầu nước ngoài khi thi công các công trình lớn tại Việt Nam.

HBC là nhà thầu thi công đa dạng hầu như mọi phân khúc xây dựng dân dụng và công nghiệp

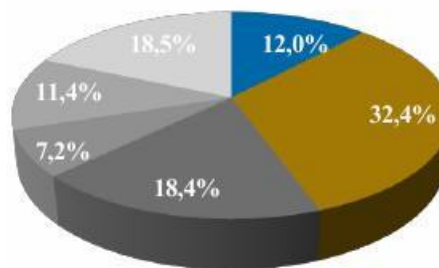
Thi công xây dựng vẫn là hoạt động cốt lõi của HBC với doanh thu luôn chiếm từ 88% đến 97% tổng doanh thu. Hoạt động thi công của HBC rất đa dạng, bao gồm từ chung cư, cao ốc văn phòng - trung tâm thương mại cho đến khách sạn, resort, nhà xưởng công nghiệp. Trong những năm trước, chung cư là phân khúc thi công chính của HBC nhờ giai đoạn tăng trưởng của thị trường nhà ở - căn hộ. Từ cuối năm 2010, do sự tuột dốc của ngành bất động sản, HBC đã dần chuyển hướng sang phân khúc công trình công nghiệp với tỷ trọng 18,5% doanh thu từ mức 14,2% của năm 2011. Phân khúc này được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh nhờ sự gia tăng đầu tư mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành hàng sản xuất và tiêu dùng, đẩy mạnh nhu cầu xây dựng nhà xưởng, các cơ sở sản xuất và khu công nghiệp. Bên cạnh đó phân khúc này còn có biên lợi nhuận cao nhất so với những phân khúc khác trong năm 2012 và dòng tiền từ đây cũng rất ổn định. Các công trình tiêu biểu mà Hòa Bình thi công gần đây là nhà máy sẫm lốp Radial của Casumina (Việt Nam), nhà máy Esquel của Công ty TNHH sản xuất may mặc Esquel, dự án gang thép Formosa Hà Tĩnh của tập đoàn Formosa (Đài Loan),...

Cơ cấu doanh thu 2011



- Cao ốc, Trung tâm thương mại
- Nhà ở, chung cư, căn hộ
- Thương mại phức hợp
- Y tế, giáo dục
- Khách sạn, resort
- Hạ tầng công nghiệp

Cơ cấu doanh thu 2012



- Cao ốc, Trung tâm thương mại
- Nhà ở, chung cư, căn hộ
- Thương mại phức hợp
- Y tế, giáo dục
- Khách sạn, resort
- Hạ tầng công nghiệp

Nguồn: Báo cáo thường niên 2012

Khu vực thi công dần được mở rộng

Với thị trường trong nước, từ phạm vi hoạt động chính ở khu vực miền Nam, HBC đã dần mở rộng hoạt động của mình ra khu vực miền Bắc với những công trình như tòa nhà Keangnam, Savico Plaza, Trang Tien Plaza hoặc những tỉnh thành khác như sân bay Cần Thơ, siêu thị Vissan Đà Nẵng,... Tỷ trọng doanh thu từ khu vực miền Bắc tăng từ 19,4% trong năm 2011 lên 33,5% trong năm 2012. Với thị trường nước ngoài, HBC đã lần đầu tiên nhận một dự án lớn ở Malaysia vào năm 2011 sau nhiều năm thăm dò và tìm hiểu. Dự án khu dân cư Sri Petaling đánh dấu bước phát triển lớn của HBC, khi lần đầu tiên có một nhà thầu tổng hợp nhận triển khai dự án lớn ở nước ngoài. Gần đây nhất, Hòa Bình đảm nhận công tác quản lý xây dựng dự án Khu phức hợp nhà ở - Trung tâm thương mại - Khách sạn cao cấp GEMS ở Myanmar, nâng tổng số dự án thực hiện tại nước ngoài lên 3 dự án. Trong tương lai, HBC có thể sẽ nhắm đến Indonesia như là một thị trường mới nhờ sự hỗ trợ từ đối tác chiến lược Nikko Security. Hiện tại, Hòa Bình đang cùng với Nikko góp vốn quản lý một dự án bên Indonesia, trong tương lai, Nikko còn dự định hỗ trợ Hòa Bình phát triển mảng thương mại vật liệu xây dựng, mà cụ thể là ngành xi măng, than.

Tình hình tài chính

Doanh thu tăng trưởng đều đặn ngay cả trong giai đoạn khó khăn chung của ngành

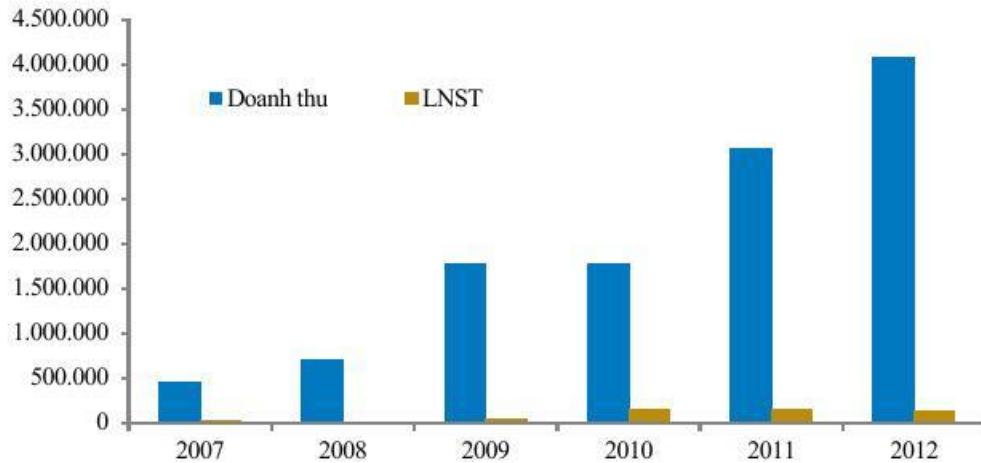
Kể từ khi niêm yết, doanh thu của HBC tăng trưởng mạnh hằng năm. Nếu như vào thời điểm 2007, doanh thu của HBC chỉ đạt 455 tỷ đồng thì trong năm 2012, doanh thu của HBC đã đạt 4.082 tỷ, tăng 8,9 lần. Tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR trong giai đoạn 2007-2012 đạt 55%/năm.

Mảng xây dựng vẫn đóng vai trò trụ cột trong cơ cấu doanh thu của HBC. Tỷ lệ doanh thu từ hoạt động này luôn chiếm trên 88% tổng doanh thu. Mặc dù HBC có tham gia vào lĩnh vực bất động sản thông qua việc góp vốn, liên doanh nhưng mảng này hầu như chưa đem lại hiệu quả.

Tăng trưởng lợi nhuận chưa tương xứng với tăng trưởng doanh thu

Nếu như doanh thu đạt tỷ lệ tăng trưởng CAGR 55%/năm trong giai đoạn 2007-2012 thì tăng trưởng của lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 39%/năm. Chính sự suy giảm trong biên lợi nhuận hoạt động là nguyên nhân dẫn đến tình trạng trên.

Doanh thu và LNST giai đoạn 2007 - 2012



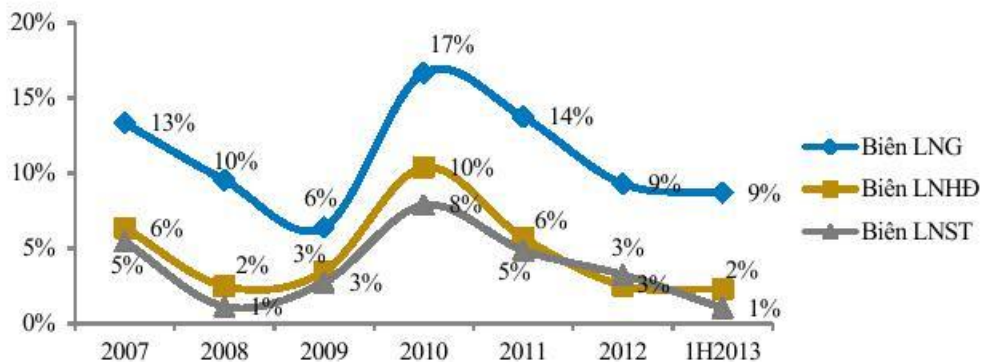
Nguồn: BVSC tổng hợp

Suất lợi nhuận của Hòa Bình đang giảm dần

Khi thị trường bất động sản lâm vào khó khăn, lực cầu tiêu thụ thấp dẫn đến nhiều công trình thuộc nhóm nhà ở, chung cư căn hộ phải ngưng thi công hoặc bị kéo giãn tiến độ gây phát sinh chi phí. Thêm vào đó, sự cạnh tranh gay gắt trong ngành khiến giá đầu thầu giảm. Trong năm 2012, biên lợi nhuận gộp của nhóm này chỉ là -0,9% dẫn đến lợi nhuận âm. Tuy nhiên, nhờ vào phân khúc xây dựng công nghiệp mà biên lợi nhuận gộp của HBC không bị giảm sâu so với năm 2011. Trong năm 2012, biên lợi nhuận gộp của HBC đạt 9,3%, giảm 32,3% so với năm 2011. Không chỉ biên lợi nhuận gộp mà ngay cả biên lợi nhuận hoạt động của Hòa Bình cũng ngày càng giảm với tốc độ lớn hơn. Doanh thu hoạt động tài chính vẫn tăng nhưng không đủ bù đắp chi phí tài chính do chi phí lãi vay tăng đã tăng mạnh trong những năm gần đây.

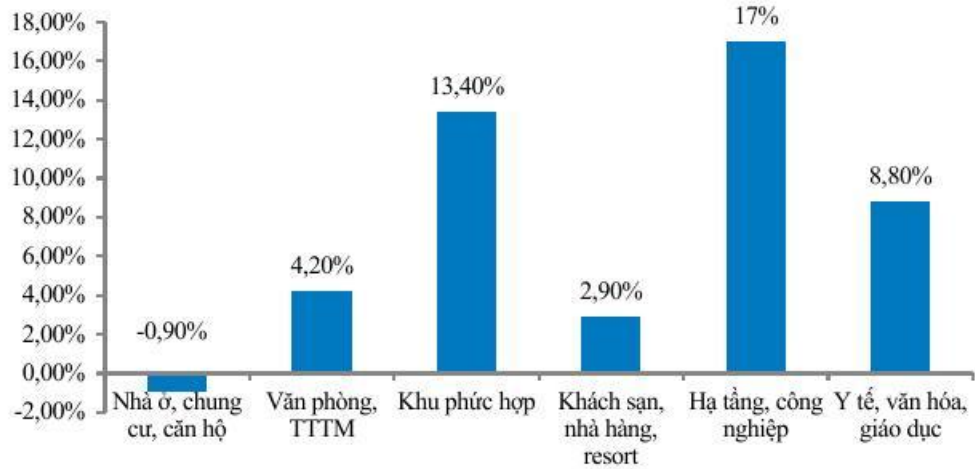
Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế của Hòa Bình đang ngày càng suy giảm, nhưng việc HBC chuyển trọng tâm hoạt động từ phân khúc có tỷ suất sinh lợi thấp sang phân khúc sinh lợi cao sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của Hòa Bình được cải thiện trong thời gian tới.

Tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp các phân khúc 2012

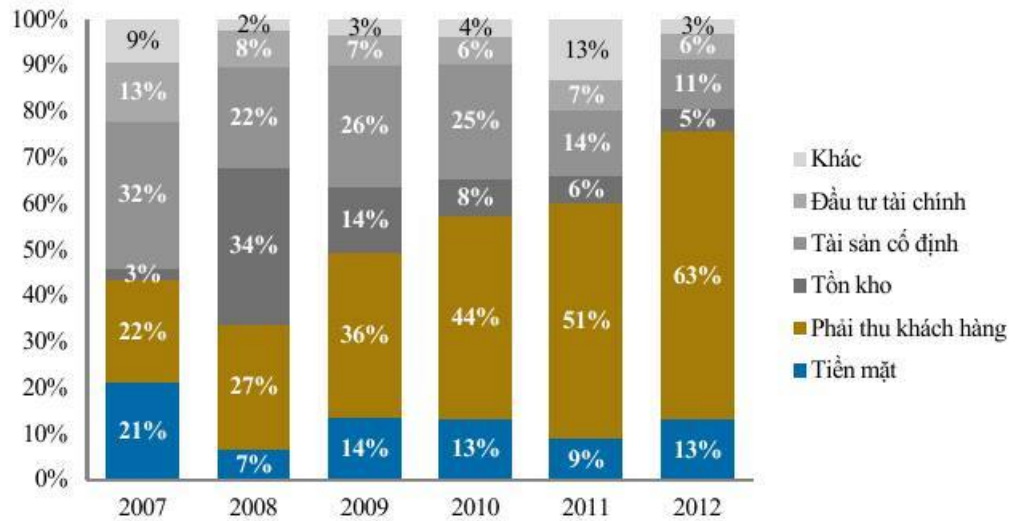


Nguồn: Báo cáo thường niên 2012

Tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản lớn dần qua các năm

Khoản phải thu ngắn hạn của HBC tăng nhanh, đặc biệt trong giai đoạn 2010-2012 với tỷ lệ 84,5%, và đến cuối Q2/2013, các khoản phải thu ngắn hạn của HBC đã lên đến 3.003 tỷ đồng, chiếm 64,8% tổng tài sản. Các khoản phải thu nằm ở chủ yếu 2 khoản mục phải thu của khách hàng và phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng. Đây cũng là điều tất yếu vì phần lớn các công trình HBC thi công nằm ở phân khúc nhà ở, chung cư, căn hộ, khi thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn, phân khúc này bị ảnh hưởng nhiều nhất khiến cho các chủ đầu tư không bán được hàng, thiếu hụt nguồn tiền để trả cho HBC.

Cơ cấu tài sản HBC

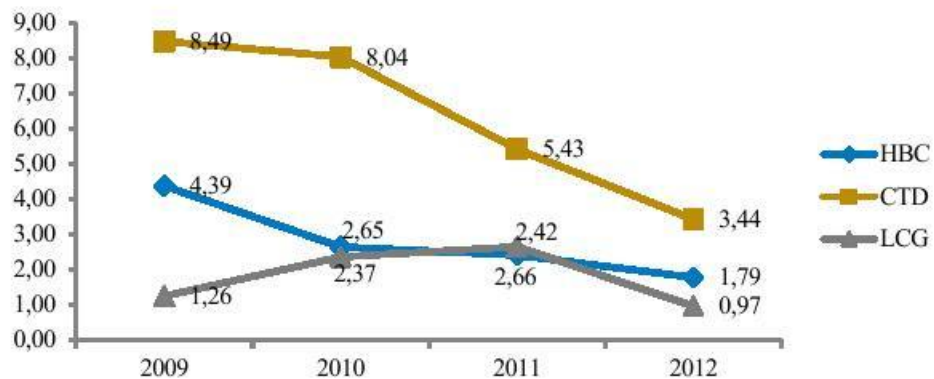


Nguồn: Báo cáo tài chính

Tỷ trọng khoản phải thu/tổng tài sản lớn là điều khó tránh khỏi đối với các công ty xây dựng trong thời điểm hiện nay, do phần nào chia sẻ khó khăn với chủ đầu tư dự án. Tuy nhiên, thực trạng này dẫn đến hệ quả là HBC bị chiếm dụng vốn và phải đi vay ngắn hạn từ ngân hàng để cân đối dòng tiền. Việc thu nợ gặp khó khăn khiến vòng quay khoản phải thu của Hòa Bình ngày càng giảm, từ 4,39 lần năm 2009 còn 1,79 vào cuối năm 2012. Do đó, để giảm thiểu rủi ro trên, HBC đã chuyển hướng sang những công trình thuộc lĩnh vực công nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn, chủ đầu tư thanh toán tốt hơn kèm theo áp dụng một số biện pháp để đảm bảo an toàn cho HBC trong việc thu hồi công nợ:

- ◆ Tìm hiểu tình hình tài chính của chủ đầu tư trước khi ký hợp đồng nhận thầu.
- ◆ Những khoản nợ cũ sẽ phải dừng thi công hoặc chi thi công khi khách hàng có tiến độ thanh toán tiền cụ thể.
- ◆ Chấp nhận giảm giá trúng thầu để nâng tỷ lệ tạm ứng lên mức 15% - 20%, đồng thời giảm thời gian các khoản thanh toán từ 60 – 75 ngày về 30 – 45 ngày.

Vòng quay khoản phải thu so với các công ty khác



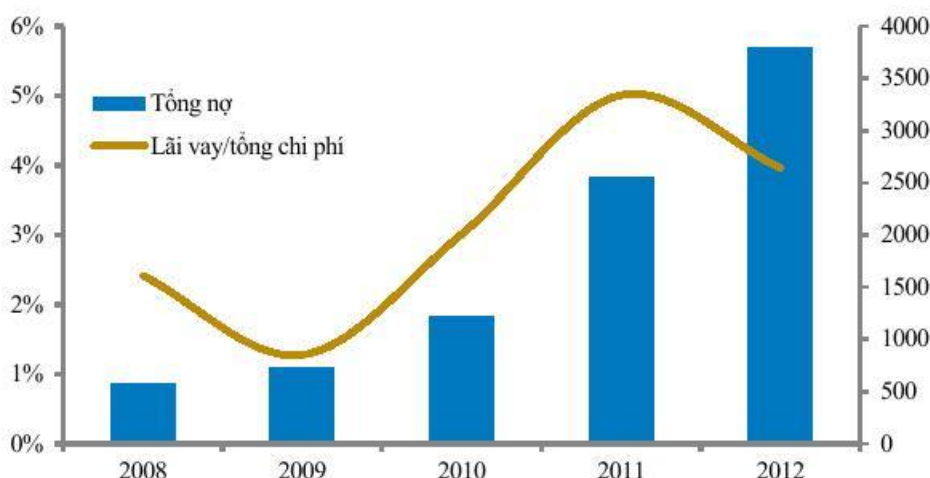
Nguồn: BVSC tổng hợp

Hòa Bình tăng vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động xây dựng

Các khoản phải thu đã được HBC thế chấp ngân hàng để vay vốn lưu động, phục vụ cho việc thi công danh mục dự án. Tính đến cuối Q2/2013, nợ vay ngắn hạn của HBC lên đến 1.419 tỷ đồng, gấp 1,5 lần vốn chủ sở hữu. Vào Q1/2013, việc phát hành thành công 10 triệu cổ phiếu với mức giá 20.681 đ/cp cho đối tác Nikko đã mang về cho HBC hơn 200 tỷ đồng, tương đương 10 triệu USD, bổ sung một lượng tiền cần thiết cho hoạt động kinh doanh của HBC. Nếu dùng cho việc trả nợ thì HBC sẽ tiết kiệm khoảng 20 tỷ đồng chi phí lãi vay hằng năm.

Việc phụ thuộc vào nguồn vốn vay ngân hàng để tài trợ cho hoạt động xây dựng đã làm cho giá trị tuyệt đối của chi phí lãi vay cũng như tỷ trọng chi phí lãi vay trong tổng chi phí không ngừng tăng trong các năm qua. Năm 2012, chi phí lãi vay của Công ty là 158 tỷ đồng, tăng 8,5% so với năm 2011.

Vay nợ và tỷ lệ chi phí lãi vay/tổng chi phí



Nguồn: BVSC tổng hợp

Khoản đầu tư vào công ty liên doanh liên kết không hiệu quả

Tính đến cuối Q2/2013, HBC dành 245,7 tỷ đồng đầu tư vào các công ty liên doanh, liên kết trong các lĩnh vực bất động sản, du lịch, chứng khoán, ... Tỷ suất lợi nhuận từ các công ty này đạt 18,1% trong năm 2012. Khoản đầu tư vào công ty chứng khoán Sen Vàng làm cho Hòa Bình trích lập 48% số tiền đầu tư tương đương 14,4 tỷ đồng. Bên cạnh đó, HBC còn dành 93 tỷ đồng cho các dự án bất động sản. Đây là các dự án mà Hòa Bình đã đầu tư từ năm 2008, tuy nhiên sau khoảng thời gian dài triển khai không hiệu quả, các dự án này hiện nằm trong danh sách chờ thoái vốn nhằm tập trung dòng tiền cho mảng thị công xây dựng nhưng đến nay vẫn chưa thực hiện được. Như vậy, 26% vốn chủ sở hữu của HBC bị tổn động trong những dự án BDS đang ngưng trệ và các công ty liên kết đang thua lỗ.

Dự án	Địa điểm	Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	Ghi chú
Dự án Bình An	Quận 8	26,1	
Dự án Long Thới	Nhà Bè	57,8	Nghiên cứu, không thêm vốn
Dự án Nhơn Đức	Nhà Bè	9,4	
Dự án Phước Lộc Thọ	Nhà Bè	50,4	Nghiên cứu, không thêm vốn
Dự án Rừng Dương Thành Lầu	Huế		Không đầu tư thêm
Tổng		143,7	

Nguồn: BVSC tổng hợp

Triển vọng kinh doanh năm 2013

Cập nhật KQKD 6 tháng đầu năm 2013

Kết thúc Q2/2013, doanh thu của HBC đạt 1,988 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 20,5 tỷ, hoàn thành lần lượt 39,7% và 11% kế hoạch năm. So với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu có mức tăng trưởng 38,7% nhưng lợi nhuận sau thuế giảm 10,3% do công ty phải chịu khoản lỗ từ một công ty con vừa mới giải thể. Với xuất phát khá thấp cho nửa đầu năm, HBC sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch năm nay.

Dự phóng 6 tháng cuối năm 2013 và cả năm 2013

Giá trị hợp đồng đã ký cao mang lại triển vọng tăng trưởng tốt.

Giá trị hợp đồng còn lại (backlog) của HBC tính từ cuối Q2/2013 còn khoảng 3.094 tỷ đồng. Với lợi thế của mình, dự kiến HBC có thể trúng thầu thêm những hợp đồng mới, đảm bảo nguồn thu cho những năm sắp tới. Các dự án chính mang lại nguồn thu cho 2013-2014 bao gồm:

Dự án chính mang lại doanh thu trong năm 2013-2014	
Dự án	Giá trị hợp đồng còn lại (tỷ đồng)
Formosa	720
Celadon	200
Bệnh viện An Giang	440
Star Hill Phú Mỹ Hưng	300
Le Meridien	200
	1.860
Dự án mới trong năm 2013	
Khu phức hợp nhà ở GEMS	50,4
Tokyu Sora Gardens	409
Discovey Complex	53
	512,4

Nguồn: BVSC tổng hợp

Theo mô hình dự phóng của chúng tôi, dựa trên backlog dự án và năng lực hiện tại, HBC đạt doanh thu 4.834 tỷ đồng, LNST là 161,1 tỷ đồng trong năm 2013 và duy trì mức tăng trưởng hằng năm khoảng 7,5-8% kể từ 2014 trở đi.

Biên lợi nhuận gộp sẽ dần được cải thiện

Trong năm 2012, doanh thu của HBC đạt 104,2% kế hoạch nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 77,7% do biên lợi nhuận lợi nhuận gộp suy giảm. Tuy nhiên, với chủ trương chuyển đổi sang thi công các công trình thuộc lĩnh vực công nghiệp, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ được cải thiện ở mức 9,5% - 10% trong giai đoạn 2014 - 2015 trước khi giảm xuống mức 8% - 8,5% do Hòa Bình sẽ đi theo hướng làm thầu chính nhiều hơn.

Trong năm nay, biên lợi nhuận gộp của HBC sẽ được cải thiện ở mức 9,5% do doanh thu chủ yếu đến từ những công trình thuộc lĩnh vực công nghiệp (bảng dự án ở trên). Ngoài ra, doanh thu của Hòa Bình được đảm bảo từ những hợp đồng lớn vừa được ký kết.

Chi phí lãi vay vẫn tăng nhưng tỷ trọng trong tổng chi phí giảm nhẹ

Vòng quay khoản phải thu trong năm 2013 dự kiến vẫn chưa được cải thiện do thị trường bất động sản vẫn chậm hồi phục. Chúng tôi cho rằng vòng quay khoản phải thu khó có thể cải thiện nhiều trong những năm sắp tới do đó HBC vẫn tăng vay ngắn hạn từ ngân hàng (công ty vẫn còn hạn mức tín dụng). Vì vậy, dư nợ vay ngắn hạn của HBC vẫn sẽ ở mức cao khiến tỷ lệ chi phí lãi vay trên tổng chi phí của công ty tăng từ mức 1,28% trong năm 2009 lên 5% trong năm 2011 và giảm nhẹ còn 4% trong năm 2012. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí lãi vay/tổng chi phí giảm từ mức 4% năm 2012 còn 2,7% năm 2013.

Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong tổng chi phí ít có sự thay đổi so với năm 2012. Dự kiến tổng chi phí SG&A vẫn chiếm 3,7% tổng chi phí trong năm 2013.

Với những giả định trên, chúng tôi dự báo trong cả năm 2013, doanh thu của Hòa Bình đạt 4.834 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 161,1 tỷ, tăng lần lượt 18,9% và 22% so với năm 2012. EPS trong cả năm 2013 đạt 3.124 đồng/cp tương ứng với 51,5 triệu cổ phiếu đang lưu hành.

Tỷ đồng	1H 2013	2H 2013 E	2013E
Doanh thu	1.982	2.851	4.833
Lợi nhuận gộp	172,6	286,4	459
Lợi nhuận sau thuế	20,5	140,6	161,1

Nguồn: BVSC dự phóng

Dự phóng 6 tháng cuối 2013: Doanh thu của các công ty xây dựng có xu hướng tăng dần về gần cuối năm, do đó chúng tôi dự báo doanh thu trong nửa cuối năm 2013 sẽ có sự tăng trưởng so với nửa đầu năm. Cụ thể, 6 tháng cuối năm 2013, doanh thu của Hòa Bình sẽ đạt 2.851 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 140,6 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

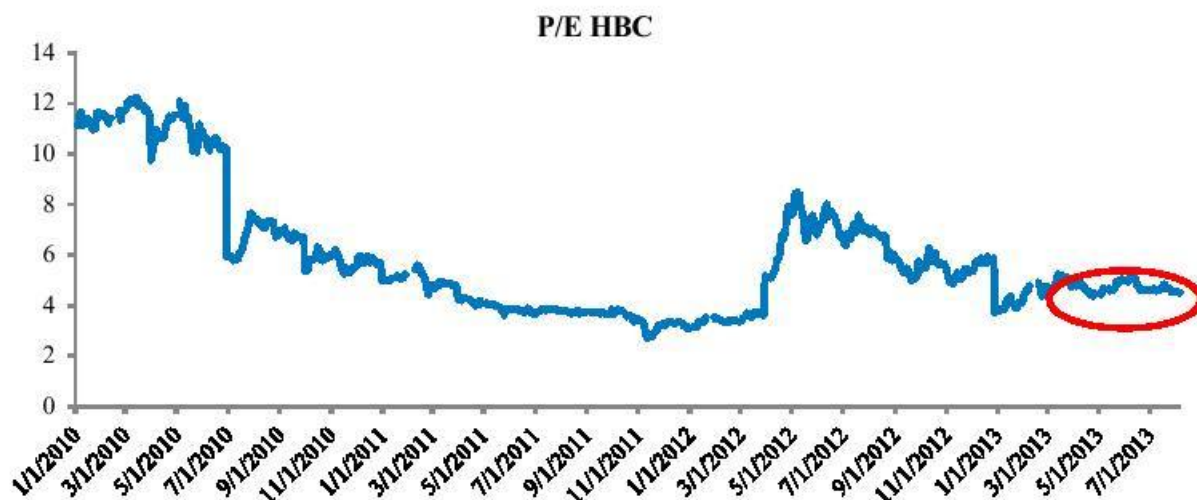
Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E để định giá cổ phiếu HBC. Với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%, giá trị hợp lý của cổ phiếu HBC sẽ là 15.800 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp FCFF: Trong mô hình DCF, chúng tôi giả định tỷ lệ tăng trưởng 7,5-8% trong giai đoạn 2014 – 2018, vòng quay khoản thu phổ biến ở mức 1,5-1,6x. Tỷ lệ chiết khấu WACC là 12,56%. Thuế suất là 22% trong 2 năm 2014, 2015 và giảm còn 20% từ 2016 trở đi.

Kết quả theo FCFF (Triệu VND)	
Hiện giá giá trị còn lại	1.889.520
Nợ	1.436.517
Giá trị vốn cổ phần	453.003
Số cổ phiếu lưu hành	51.580.600
Giá trị hợp lý (VND)	15.830

FCFF (Triệu VND)	2H/2013E	2014F	2015F	2016F	2017F
Lợi nhuận sau thuế	140.599	206.853	220.863	246.479	252.911
Khấu hao	34.509	72.745	84.941	100.064	118.703
Chi phí lãi vay sau thuế	45.124	123.858	133.286	120.231	122.688
Thay đổi vốn lưu động	-302.295	-481.210	-133.060	37.844	-60.130
Đầu tư vốn	118.526	142.227	170.668	204.797	245.752
FCFF	-200.588	-219.980	135.361	299.822	188.419

Phương pháp P/E



Nguồn: Bloomberg

Cổ phiếu của HBC đang được giao dịch khá ổn định tại mức P/E khoảng 4,5– 4,8. P/E ngành xây dựng khá phân tán do sự khác biệt về quy mô và tình hình thua lỗ tại đa số các công ty trong ngành. Do đó, chúng tôi cho rằng mức P/E 4,8 tương đối hợp lý để định giá cổ phiếu HBC trong giai đoạn cuối năm 2013.

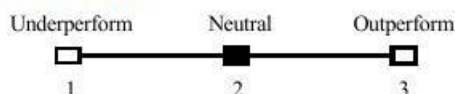
Tổng hợp 2 phương pháp, giá cổ phiếu HBC là 15.412 đ/cp.

	EPS	Giá trị theo P/E	FCFF
HBC	3.124	14.995	15.830
Tỷ trọng		50%	50%
Giá trị hợp lý			15.412

Với mức giá hợp lý 15.400 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đánh giá **Neutral** về cổ phiếu HBC. HBC tiếp tục thể hiện vị trí là một trong những công ty đầu ngành với doanh thu và lợi nhuận tăng qua các năm, cùng với danh mục dự án gối đầu lớn và không ngừng mở rộng cả về quy mô và khu vực thi công. Tuy nhiên, khả năng quản lý chi phí và khoản phải thu, danh mục đầu tư dài hạn ngoài ngành thiếu hiệu quả và tình hình cạnh tranh gay gắt trong ngành khiến biên lợi nhuận suy giảm là những điểm khiến chúng tôi còn lo ngại về công ty.

PHỤ LỤC: THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo phân tích	8/2013	15.400	Neutral

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông chính	Cổ cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Lucerne Enterprise LTD	10.000.000	26,79%
Ông Lê Viết Hải	8.051.395	21,57%
Vietnam Holding LTD	3.225.000	6,77%

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	1.768.168	3.055.298	4.064.893
Lợi nhuận gộp	294.769	419.689	377.540
EBITDA	173.730	103.386	69.458
Khấu hao	36.692	64.173	70.836
EBIT	137.038	39.213	(1.378)
Lợi nhuận trước thuế	185.398	185.166	157.034
Chi phí thuế	(45.629)	(35.613)	(26.146)
Cổ đông thiểu số	536	510	(1.132)
Lợi nhuận ròng	139.233	149.042	132.020
EPS	8.322	7.117	3.196

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	258.119	299.792	605.656
Khoản phải thu	843.542	1.680.305	2.872.484
Hàng tồn kho	150.352	198.546	221.371
Khác	19.674	46.004	46.245
Tài sản ngắn hạn	1.273.081	2.549.704	3.760.515
Tài sản cố định	478.888	460.585	498.468
Đầu tư dài hạn	111.494	214.585	253.137
Khác	42.262	56.423	64.196
Tổng tài sản	1.912.959	3.285.396	4.580.416
Nợ phải trả	1.219.919	2.557.711	3.800.531
Vay ngắn hạn	531.811	894.083	1.389.333
Khoản phải trả	327.008	406.343	948.365
Khác	304.792	1.174.321	1.219.687
Nợ ngắn hạn	1.179.214	2.472.263	3.559.713
Nợ dài hạn	17.745	9.911	19.094
Nợ khác	1.100	28.875	27.684
Tổng nợ	1.219.919	2.557.711	3.800.531
Nguồn vốn chủ sở hữu	665.393	721.594	771.277
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	27.647	6.091	8.609

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Tỷ VND	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(126.555)	(252.770)	(507.647)
Dòng tiền từ HĐKD	47.103	(113.202)	(371.809)
Tiền chi mua sắm, xây dựng	225	23.017	12.195
Dòng tiền tự do	46.879	(136.219)	(384.004)
Thay đổi trong VCSH	2.000	1.544	3.929
Thay đổi trong nợ	874.277	2.246.802	3.310.528
Có tức phải trả	(17.543)	(11.382)	(16.671)
Dòng tiền ròng	74.345	41.672	305.866
Tiền mặt đầu kỳ	183.774	258.119	299.792
Tiền mặt cuối kỳ	258.119	299.792	605.658

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	9,8%	3,4%	1,7%
Biên lợi nhuận hoạt động	10,4%	5,7%	2,5%
Biên lợi nhuận ròng	7,9%	4,9%	3,2%
ROAA	8,6%	5,7%	3,4%
ROEA	22,3%	21,5%	17,7%
Tăng trưởng doanh thu	0,3%	72,8%	33,0%
Tăng trưởng LNST	198,2%	-0,1%	-15,2%
Tăng trưởng doanh thu /cp	-9,4%	38,0%	-32,5%
Tăng trưởng EPS	160,5%	-14,5%	-55,1%
Tăng trưởng tổng tài sản	43,3%	71,7%	39,4%
Tỷ số thanh toán lãi vay	4,83	2,27	1,99
Nợ trên tổng tài sản	0,64	0,78	0,83
Nợ trên vốn chủ sở hữu	1,83	3,54	4,93
Doanh thu/tài sản	0,92	0,93	0,89
Capex/Doanh thu	0,02	0,02	0,02
EPS cơ bản (VND)	8.322	7.117	3.196
EBITDA mỗi cp (VND)	16.165	18.875	9.352
Có tức mỗi cổ phần (VND)	1.049	544	404
Giá trị sổ sách (VND)	39.770	34.456	18.672

XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Trần Hà Xuân Vũ**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư..

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh TP.HCM

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999