



Cập Nhật HBC – GIỮ

Ngày 07/11/2016



Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 250

hungcv@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HOSE: HBC

Xây dựng

Giá hiện tại (VND) 28.600

Giá mục tiêu (VND) 30.300

Tỷ lệ tăng giá 6,0%

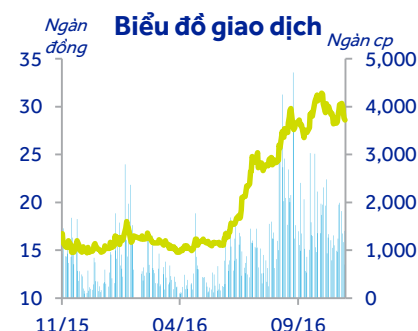
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 5,2%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 11,2%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	90,1	-7,4	18,2	71,9
Tương đối	71,7	-5,2	11,5	59,6

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Lê Viết Hải	15,24%
(Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ)	
PYN Elite Fund	15,02%

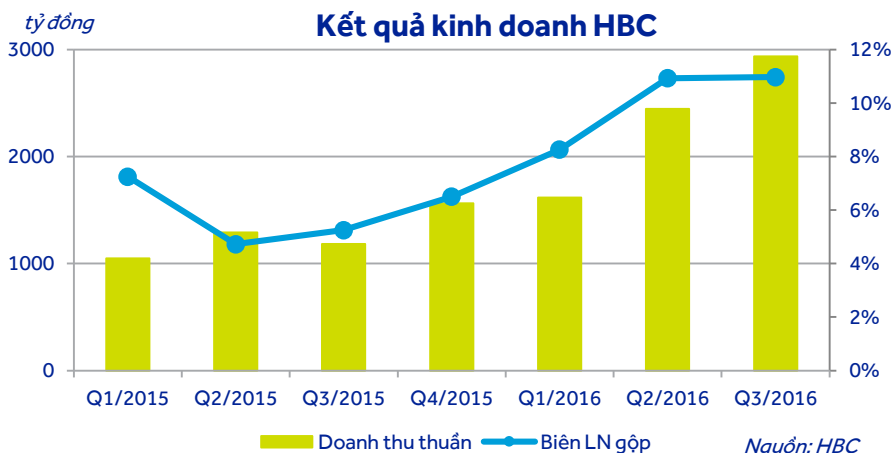
Thông kê 4/11/2016

Mã Bloomberg	HBC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.560-32.200
SL lưu hành (triệu cp)	94
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.730
Vốn hóa (triệu USD)	122
Room khối ngoại còn lại (%)	17,7%
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	78,9%
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.701.822
VND/USD	22.360
Index: VNIndex / HNX	668,69/80,77

CTCP XÂY DỰNG & KINH DOANH ĐỊA ỐC HÒA BÌNH (HBC VN)

Lợi nhuận đột biến nhờ cho thuê KCN và biên LN góp XD cải thiện

Doanh thu hợp nhất Q3/2016 đạt 2.938 tỷ VND, tăng 145% n/n. Các dự án đóng góp chủ yếu vào doanh thu xây dựng bao gồm dự án Mở Rộng Nhà Ga Quốc Tế T2 – Sân bay Tân Sơn Nhất (281 tỷ), Saigon Center (223 tỷ) và Saigon South Office (177 tỷ).



Biên LN góp Q3/2016 tăng lên 11% so với 5,3% cùng kỳ năm ngoái nhờ:

- Tỷ trọng hợp đồng D&B trong doanh thu xây dựng tăng lên 15,6%, giúp cải thiện biên LN góp xây dựng lên 9,1%.
- Vietinbank Tower - công trình khiến HBC lỗ tới 125 tỷ VND trong 2015 và dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ - hầu như chưa ghi nhận doanh thu từ đầu năm nay do đang điều chỉnh thiết kế phần thân. Chúng tôi ước tính công trình này sẽ hoàn thành vào cuối năm 2018.
- Doanh thu cho thuê KCN Nhì Thành ~98 tỷ, vốn có biên LN góp cao ~50%.

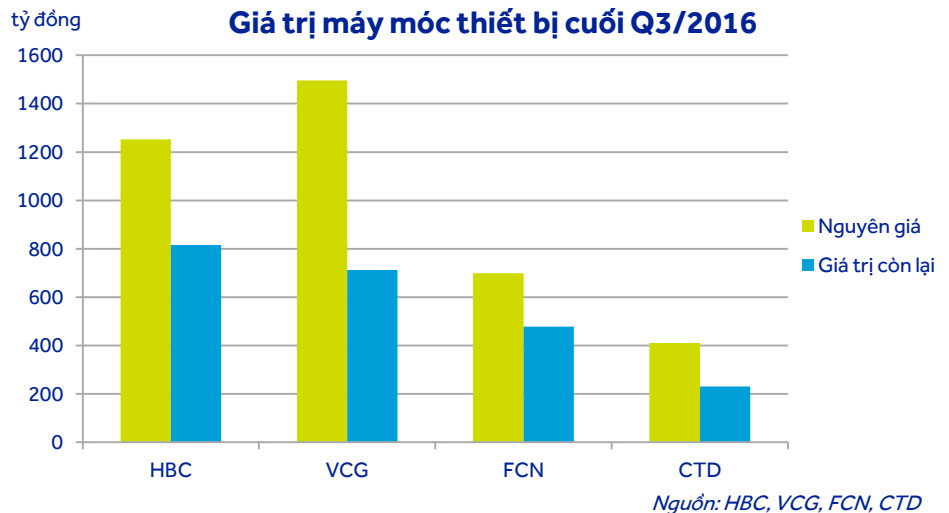
Nhờ đó, LNST Q3/2016 đạt 182 tỷ, tăng gấp 18 lần so với cùng kỳ. Lũy kế 9T2016, HBC đã hoàn thành 97% kế hoạch doanh thu và 126% kế hoạch LNST cả năm.

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	5.078	10.904	13.317	14.811	16.091
Tăng trưởng (%)	44%	115%	22%	11%	9%
EBITDA (tỷ đồng)	246	799	711	755	901
Tăng trưởng (%)	23%	225%	-11%	6%	19%
LN ròng (tỷ đồng)	83	448	352	359	453
Tăng trưởng (%)	18%	437%	-21%	2%	26%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	723	3.881	3.053	3.106	3.925
Tăng trưởng (%)	18%	437%	-21%	2%	26%
ROE (%)	8,1%	29,2%	16,9%	15,9%	18,6%
ROIC (%)	6,3%	19,7%	12,9%	12,0%	13,5%
Nợ ròng/EBITDA (x)	4,5	1,4	2,0	2,2	1,9
EV/EBITDA (x)	15,6	4,8	5,4	5,1	4,3
PER (lần)	32,4	6,0	7,7	7,5	6,0
PBR (lần)	2,5	1,4	1,2	1,2	1,1
Cổ tức (đồng)	1.500	1.500	1.800	1.900	2.400
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,2%	5,2%	6,3%	6,6%	8,4%

Dòng tiền âm, vay nợ ngày càng nhiều

Trong Q3/2016, khoản phải thu tăng 474 tỷ lên 5.871 tỷ (chiếm tới 54% tổng tài sản), nguyên nhân có thể do HBC đã đẩy mạnh ghi nhận doanh thu. Do đó, mặc dù doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh, dòng tiền hoạt động trong 9T2016 bị âm 309 tỷ.

Ngoài ra, do HBC tập trung xây dựng các công trình cao tầng, máy móc thiết bị để thi công cũng phức tạp và đắt đỏ hơn. Từ 2015 đến nay, HBC phải chi rất nhiều tiền mua sắm máy móc thiết bị. Cuối Q3/2016, giá trị máy móc thiết bị (sau khấu hao) là 815 tỷ, cao nhất trong số các công ty xây dựng lớn khác.



Việc phải chi capex nhiều trong khi dòng tiền hoạt động âm, có nghĩa là HBC phải tiếp tục vay nợ. Từ đầu năm đến nay, HBC đã vay thêm ~1.000 tỷ VND. Một lợi thế của HBC đó là nhờ mối quan hệ và lịch sử tín dụng khá tốt với các ngân hàng lớn như BIDV và Vietinbank, HBC có thể vay được lãi suất khá thấp, trung bình chỉ khoảng 6%.

Dự phóng và định giá

ĐQT đã thông qua chủ trương chuyển nhượng KCN Nhì Thành nhưng đến nay HBC vẫn chưa bán KCN này. Với tỷ lệ lấp đầy đã là ~84%, chúng tôi giả định sẽ không có sự khác biệt lớn nào giữa việc bán hay tiếp tục cho thuê, ước tính LN ròng từ KCN này là ~87 tỷ VND và sẽ được ghi nhận từ nay đến cuối 2017.

HBC đã nâng giá phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược lên tiệm cận giá thị trường so với giá dự kiến trước đây chỉ 23.500 đồng. Như vậy, ước tính HBC sẽ thu về ~570 tỷ VND từ đợt phát hành này, góp phần giảm tỷ lệ nợ.

Với tiến độ thi công và biên LN gộp xây dựng tốt hơn dự kiến, chúng tôi nâng giá mục tiêu của HBC lên 30.300 VND vào cuối 2017. Chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2016 đạt 10.904 tỷ VND, LNST đạt 448 tỷ VND, EPS đạt 3.881 VND. Khuyến nghị GIỮ.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ HBC	Giá hiện tại: (VND)	28.600	Giá mục tiêu (VND):	30.300	Vốn hóa (tỷ VND):	2.701
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	5.078	10.904	13.317	14.811	16.091	17.410
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>44%</i>	<i>115%</i>	<i>22%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>
<i>Xây dựng</i>	<i>4.911</i>	<i>10.108</i>	<i>12.814</i>	<i>14.487</i>	<i>15.934</i>	<i>17.237</i>
<i>Bất động sản</i>	<i>107</i>	<i>327</i>	<i>327</i>	<i>254</i>	<i>80</i>	<i>88</i>
<i>Khác</i>	<i>61</i>	<i>469</i>	<i>177</i>	<i>70</i>	<i>77</i>	<i>85</i>
GVHB trừ khấu hao	4.687	9.669	12.060	13.434	14.499	15.681
Chi phí bán hàng và QLDN	146	436	546	622	692	766
Chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu thuần	2,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%
EBITDA	246	799	711	755	901	963
Tỷ suất EBITDA (%)	4,8%	7,3%	5,3%	5,1%	5,6%	5,5%
Khấu hao	96	147	167	186	205	224
Lợi nhuận từ HĐKD	150	652	544	569	696	740
Biên LN HĐKD (%)	3,0%	6,0%	4,1%	3,8%	4,3%	4,2%
Chi phí lãi vay ròng	45	88	100	117	125	131
<i>Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,4%</i>
Lãi/lỗ liên doanh, liên kết	8	0	0	0	0	0
Thuế	38	113	89	91	114	122
Thuế suất thực tế (%)	33%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi ích CĐTS	-1	4	4	4	4	4
Lợi nhuận ròng	83	448	352	359	453	484
Biên lợi nhuận ròng (%)	1,6%	4,1%	2,6%	2,4%	2,8%	2,8%
Tiền mặt đạt được	179	595	519	545	658	707
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	76	115	115	115	115	115
EPS (VND)	1.104	3.881	3.053	3.106	3.925	4.188
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	723	3.881	3.053	3.106	3.925	4.188
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	18%	437%	-21%	2%	26%	7%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	292	600	374	213	182	188
Capex	366	490	300	315	331	347
Các khoản mục dòng tiền khác	-1	0	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	-479	-495	-155	17	145	172
Phát hành cp	10	586	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	86	113	173	208	219	277
Thay đổi nợ ròng	949	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Nợ ròng cuối năm	1.098	1.120	1.448	1.639	1.713	1.818
Vốn chủ sở hữu	1.074	1.995	2.175	2.326	2.559	2.766
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14.216	17.284	18.838	20.144	22.168	23.957
Nợ ròng / VCSH (%)	102%	56%	67%	70%	67%	66%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4,5	1,4	2,0	2,2	1,9	1,9
Tổng tài sản	7.291	9.212	10.392	11.542	12.776	13.983

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	8,1%	29,2%	16,9%	15,9%	18,6%	18,2%
ROA (%)	1,3%	5,4%	3,6%	3,3%	3,7%	3,6%
ROIC (%)	6,3%	19,7%	12,9%	12,0%	13,5%	13,4%
WACC (%)	9,6%	11,9%	11,5%	11,3%	11,4%	11,4%
EVA (%)	-3,3%	7,8%	1,4%	0,7%	2,1%	2,0%
PER (x)	32,4	6,0	7,7	7,5	6,0	5,6
EV/EBITDA (x)	15,6	4,8	5,4	5,1	4,3	4,0
EV/FCF (x)	-8,0	-7,8	-24,8	227,7	26,5	22,3
PBR (x)	2,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
PSR (x)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/sales (x)	0,8	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,2%	5,2%	6,3%	6,6%	8,4%	8,7%

ĐỊNH GIÁ FCFF	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Lợi nhuận từ HĐKD sau thuế	126	518	431	451	553	588
Dòng tiền tự do của công ty (FCFF)	-436	-426	-76	109	245	276
Hệ số chiết khấu			1,00	1,11	1,24	1,38
Giá trị hiện tại của FCFF			-76	98	197	200
Tổng giá trị hiện tại của FCFF			420			
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn			5%			
Giá trị hiện tại của FCFF cuối kỳ dự phóng			4.526			
Giá trị mỗi cổ phần			30.300			

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 8) 3823 4159
Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám đốc Phân tích

Lê Nguyệt Ánh

(+84 8) 3823 4159(ext: 354)

anhln@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

Nguyễn Phương Uyên

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

uyennp@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng,

Công nghệ, Thủy sản

Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Công nghiệp,

Logistics, Nông nghiệp,

Điện

Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí, Phân bón

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản,

Nhựa, ETF

Vũ Quang Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)

hungvq@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng,

Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp,

Thép, Đường

Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô

Trần Vi Phúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản, Xây

dựng

Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

hungcv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 8) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 8) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 8) 3823 4159(ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 8) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Đinh Thị Thanh Ngọc

(+84 8) 5404 6626

ngocdt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lê Thị An Nghĩa

(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)

ngghialta@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2016). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.