BAOVIET Securities

Ngành Xây Dựng

Báo cáo cập nhật

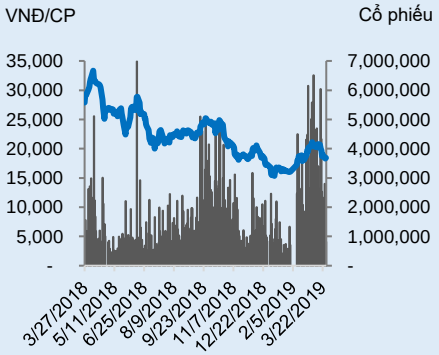
Tháng 3 2019

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VND)	**24.100**
Giá thị trường (27/3/2019)	18.450
Lợi nhuận kỳ vọng	30,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	15.350-21.100
Vốn hóa	3.618 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	196.074.977
KLGD bình quân 10 ngày	2.960.036
% sở hữu nước ngoài	18,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,1%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HBC	9,8%	-5,6%	5,4%	-25,0%
VN-Index	9,4%	1,1%	8,7%	-4,2%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

Ticker: HBC Reuters: HBC.HM Bloomberg: HBC VN Equity

Nguồn backlog dồi dào và tiềm lực tài chính cải thiện hỗ trợ câu chuyện tăng trưởng của Hòa Bình trong thời gian tới

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018:

- Doanh thu thuần 2018 đạt 18.201 tỷ (+13,5% y/y), trượt kế hoạch của Công ty chủ yếu do thị trường bất động sản ở TP. HCM khó khăn hơn trong năm 2018. Trong khi mảng xây dựng dân dụng và thương mại duy trì là nguồn đóng góp chính, chúng tôi nhận thấy sự nổi lên của mảng xây dựng công nghiệp.
- Giá trị hợp đồng ký năm 2018 đạt 23,0 nghìn tỷ (+16,1% y/y), theo đó giá trị backlog cuối năm 2018 là 25,5 nghìn tỷ (+23,0% y/y; ~140% doanh thu 2018), là động lực tăng trưởng của Công ty trong thời gian tới.
- Biên gộp tiếp tục giảm xuống mức 9,3% năm 2018 so với mức 10,5% năm 2017 là kết quả của (1) Giá thầu thấp hơn do năng lực thương thảo với chủ đầu tư yếu đi trong bối cạnh tranh của ngành gia tăng; và (2) Giá nguyên vật liệu và nhân công tiếp tục tăng.
- Chi phí hoạt động (+20,2% y/y) và chi phí tài chính (+20.7%) gia tăng vượt trội so với tăng trưởng doanh thu đã đè nặng lên LNST của Công ty (đạt 636 tỷ; -26.0% y/y). Biên ròng ở mức 3,4% năm 2018 so với 5,4% năm 2017.
- Tình hình tài chính của Công ty cải thiện đôi chút: tỉ lệ đòn bẩy giảm; khoản phải thu có chất lượng tốt hơn, mặc dù vẫn chiếm phần lớn tài sản của Công ty. Tỉ lệ đòn bẩy D/E ở mức 1,6x và D/A ở mức 0,3x.

Triển vọng 2019:

- Ở kịch bản cơ sở, BVSC dự báo doanh thu thuần và LNST năm 2019 đạt 21.729 tỷ (+19,4% y/y) và 748 tỷ (+17,4% y/y). Chúng tôi giả định tỉ lệ hấp thụ của nguồn backlog cuối năm 2018 ở mức 60%, trong khi dự báo hợp đồng ký mới năm 2019 rơi vào mức 21.381 tỷ (-6.9% y/y).
- Chúng tôi kỳ vọng biên gộp năm 2019 ở mức 9,0%, thấp hơn mức 9,3% năm 2018 trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng và dự án VinCity ở phân khúc trung cấp có biên khá thấp. Chúng tôi không kỳ vọng tình trạng này sẽ cải thiện nhanh trong ngắn hạn.
- Tình hình tài chính của Công ty sẽ cải thiện, dựa vào quản lí khoản phải thu tốt hơn và đợt phát hành riêng lẻ thành công (dự kiến hoàn thành vào Q2 2019). Điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của HBC trong thời gian tới.
- Ở kịch bản tốt nhất, BVSC dự phóng doanh thu thuần và LNST của Công ty năm 2019 là 21.980 tỷ (+21,0% y/y) và 817 tỷ (+30,9% y/y), chủ yếu thúc đẩy bởi ghi nhận KQKD của các sản phẩm thấp tầng của Dự án Long Thới.

Khuyến nghị: Vào ngày 27/03/2019, HBC đóng cửa tại mức 18.450 đồng/ cổ phần, giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 5,5 lần, khá hấp dẫn so với mức P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành là 8,0 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 **24.100 đồng/ cổ phần**, theo đó mức P/E mục tiêu năm 2019 của cổ phiếu này là 7,1x với dự phóng EPS pha loãng là 3.382 đồng/ cổ phần.

Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Công ty; (2) Tăng vốn thành công sẽ giúp Công ty giảm bớt gánh nặng lãi vay, tăng cường tiềm lực tài chính để triển khai nhiều dự án hơn, và đẩy mạnh tính minh bạch của Công ty; (3) Kết quả kinh doanh của dự án Long Thới và lợi nhuận ghi nhận từ thoái vốn tại các dự án bất động sản 1C Tôn Thất Thuyết và Phúc Lộc Thọ vẫn là yếu tố có tính đột biến của cổ phiếu này về trung hạn.

Rủi ro giảm giá tiềm tàng: (1) Chi phí nguyên vật liệu, nhân công tiếp tục tăng; (2) Thị trường bất động sản kém khả quan hơn; và (3) Phát hành riêng lẻ hoàn thành chậm hơn dự kiến.

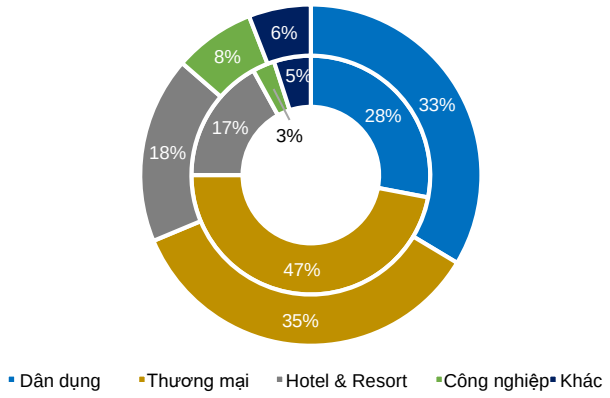
Hình 1: Các chỉ tiêu tài chính trọng yếu của HBC

VND tỷ	2015	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu	5.078	10.766	16.037	18.201	21.729
EBIT	150	750	1.155	1.053	1.186
EBITDA	246	907	1.366	1.297	1.975
EBT	120	715	1.074	801	935
NPAT-MI	83	567	859	637	748
EPS (VND)	1.105	5.941	6.617	3.247	3.382
BVPS (VND)	14.202	16.937	17.316	13.862	15.616
P/E	18,1x	3,4x	3,0x	6,1x	5,5x
P/B	1,4x	1,2x	1,2x	1,4x	1,3x
ROE	7,8%	35,1%	38,2%	23,4%	24,4%
ROA	1,1%	5,0%	6,1%	4,0%	4,4%

Nguồn: HBC, BVSC

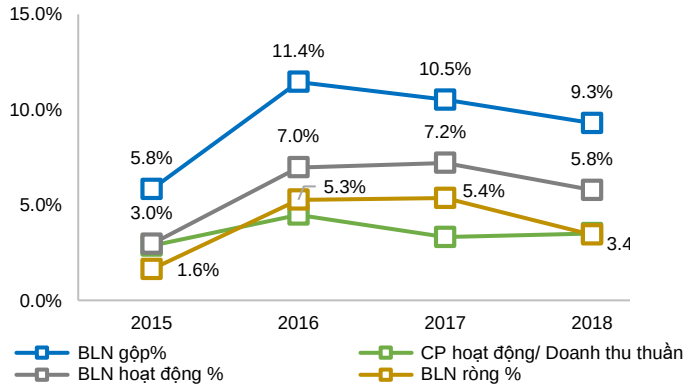
Biểu đồ chính

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của HBC theo mảng 2017-2018: Sự nổi lên của mảng công nghiệp



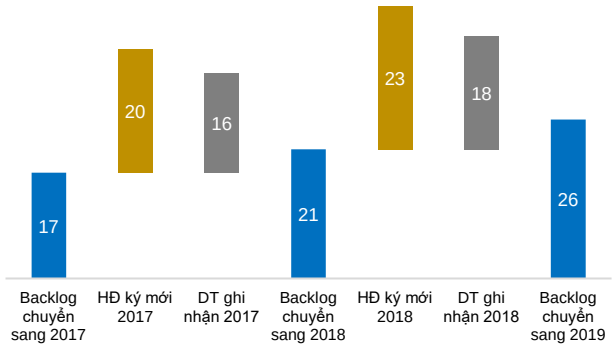
Nguồn: HBC, BVSC

Hình 3: LN ròng của HBC bị đè nặng bởi biên gộp mỏng hơn, chi phí hoạt động và tài chính tăng nhanh



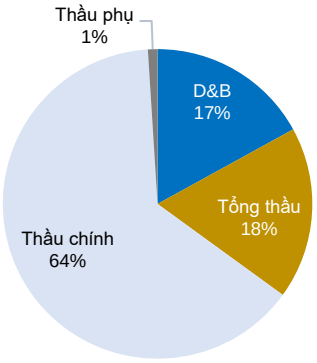
Nguồn: HBC, BVSC

Hình 4: Nguồn backlog dồi dào cuối 2018 đảm bảo tăng trưởng của Công ty trong 2019



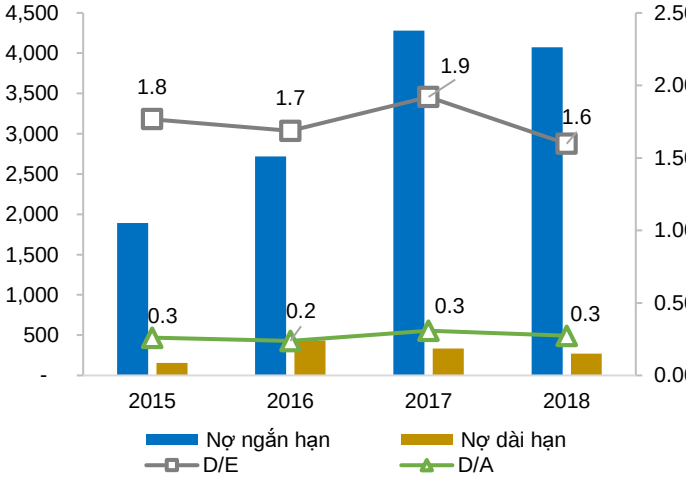
Nguồn: HBC, BVSC

Hình 5: Cơ cấu hợp đồng ký mới năm 2018 của HBC theo loại



Nguồn: HBC, BVSC

Hình 6: Tỉ 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 lớn nhất HBC đang triển khai tính đến tháng 3-2019

Dự án	Giá trị hợp đồng (không bao gồm VAT)	Doanh thu ghi nhận tính đến 30/12/2018	Thời gian dự kiến hoàn thành
Empire City	2,766	76	2020
Imperia Sky Garden	2,365	1,694	2019
Hoa Phat Complex Plant	2,258	1,311	2019
M8 Residential Project	1,449	63	2021
Flora Mizuki	1,342	371	2020
Lancaster Lincoln	1,265	4	2020
Alma Resort	1,213	310	2020
LIM III High-rise Office	857	254	2020
VinCity Tay Mo - Dai Mo	753	-	2020
VinCity Gia Lam	728	44	2020

Nguồn: HBC, BVSC

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018: chất lượng khoản phải thu cải thiện, mặc dù ở mức cao

Doanh thu thấp hơn dự kiến. Doanh thu thuần 2018 đạt 18.201 tỷ (+13,5% y/y), trượt kế hoạch 2018 của Công ty là 19.681 tỷ (+22,6% y/y). Theo Ban lãnh đạo, kết quả thấp hơn dự kiến chủ yếu là do thị trường bất động sản tại Hồ Chí Minh năm 2018 thách thức hơn do đó một số dự án bị trì hoãn hoặc một số chủ đầu tư bất động sản khó khăn hơn trong việc xin giấy phép xây dựng. Trong khi mảng xây dựng dân dụng và thương mại tiếp tục là nguồn đóng góp chính (68,7% tổng doanh thu 2018), chúng tôi nhận thấy sự trỗi dậy của mảng xây dựng công nghiệp (chiếm 8% năm 2018 so với 3% năm 2017). Trong đó, các dự án tạo ra doanh thu chính là nhà máy phức hợp Dung Quốc Hòa Phát (Giá trị hợp đồng: 1,3 nghìn tỷ), Empire City (2,8 nghìn tỷ), Floria Mizuki (1,3 nghìn tỷ), và Lancaster Lincoin (1,3 nghìn tỷ).

Nguồn backlog lớn đảm bảo tăng trưởng của Công ty trong 2019. Giá trị hợp đồng ký mới năm 2018 là 22.974 tỷ đồng (+16,1% y/y), theo đó tổng backlog chuyển sang 2019-2021 ở mức 25.524 tỷ (+23,0% y/y; tương đương 140% tổng doanh thu 2018), tạo nguồn công việc dồi dào đảm bảo tăng trưởng của Công ty trong thời gian tới. Trong đó, các dự án nổi bật với quy mô lớn bao gồm VinCity Ocean Park (Giá trị hợp đồng: 2.470 tỷ; Gia Lâm, Hà Nội), VinCity Sportia (1.077 tỷ; Tây Mỗ, Hà Nội), và The Peak – Mid Town (1.594 tỷ; Hà Nội).

Biên gộp tiếp tục giảm trong bối cảnh thị trường cạnh tranh gay gắt hơn và giá nguyên vật liệu gia tăng. BLN gộp năm 2018 là 9,3%, thấp hơn so với mức 10,5% năm 2017. Theo quan điểm của chúng tôi, mức biên thấp này là do (1) Giá trúng thầu thấp hơn do rào cản gia nhập ngành thấp đã gia tặng cạnh tranh giữa các nhà thầu và vì vậy, làm yếu đi năng lực thương thảo với chủ đầu tư; và (2) Giá nguyên vật liệu và nhân công tiếp tục tăng. Theo quan sát của chúng tôi, biên gộp giảm là xu hướng chung của toàn ngành và vì vậy chúng tôi không kỳ vọng điều này sẽ cải thiện sớm trong ngắn hạn.

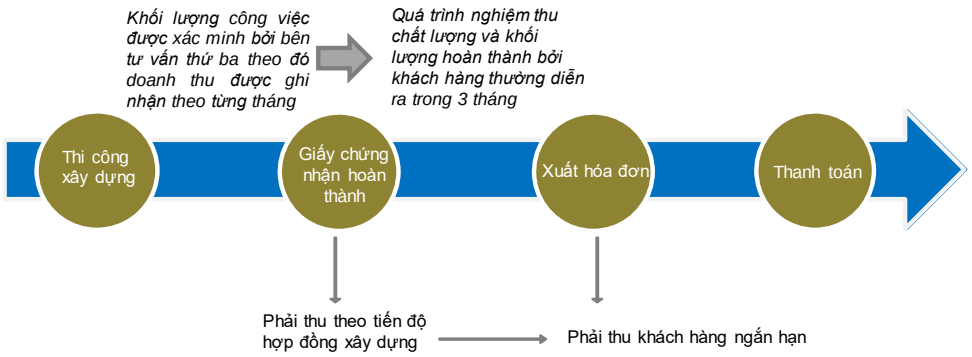
Gia tăng chi phí hoạt động và tài chính đã đè nặng lên lợi nhuận của Công ty. Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lí doanh nghiệp) chiếm 3,5% doanh thu năm 2018 so với mức 3,3% năm 2017. Đáng chú ý, chi phí thuê ngoài và trích lập dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi tăng đột biến 92,1% y/y và 62,8% y/y, mặc dù chỉ chiếm tỉ trọng nhỏ là 0,5% và 0,3% doanh thu 2018. Trong khi thu nhập tài chính sụt giảm 49,8% y/y, chi phí tài chính tăng vọt 20,7%. Do đó, tiếp tục đè nặng lên lợi nhuận ròng của Công ty. Theo đó, LNST của Công ty năm 2018 là 636,6 tỷ (-25,9% y/y), tương ứng với mức BLN ròng là 3,4% năm 2018 so với 5,4% năm 2017.

Tình hình tài chính của Công ty: tỉ lệ đòn bẩy và khoản phải thu cải thiện. Tổng tài sản của Công ty vào cuối năm 2018 là 15.897 tỷ; trong đó, tiền và tương đương tiền là 314 tỷ (2,3% tổng tài sản); khoản phải thu vẫn chiếm tỉ trọng lớn nhất trên tổng tài sản (10.248 tỷ; 64,5% tổng tài sản). Vay nợ ngắn hạn và dài hạn lần lượt là 4.073 tỷ (-4,8% y/y) và 269 tỷ (-19,5% y/y), cho thấy tỉ lệ đòn bẩy cải thiện đôi chút với mức D/E là 1,6 lần và D/A là 0,3 lần.

Phương pháp ghi nhận khoản phải thu

Theo chuẩn mức kế toán quốc tế ISA 11, chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) cho phép các công ty xây dựng sử dụng phương pháp ghi nhận doanh thu theo tỉ lệ hoàn thành. Do đó, HBC có thể ghi nhận doanh thu ngay cả trước khi phát hành hóa đơn cho khách hàng, điều này là "aggressive" so với CTD, bởi Công ty sử dụng các khoản phải thu làm tài sản thế chấp cho các khoản vay ngắn hạn. Theo đó, các khoản phải thu được ghi nhận theo hai khoản mục trên bảng cân đối kế toán: (1) "Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng"; và (2) "Phải thu khách hàng". Mỗi khoản mục có những đặc điểm riêng biệt như trình bày bên dưới.

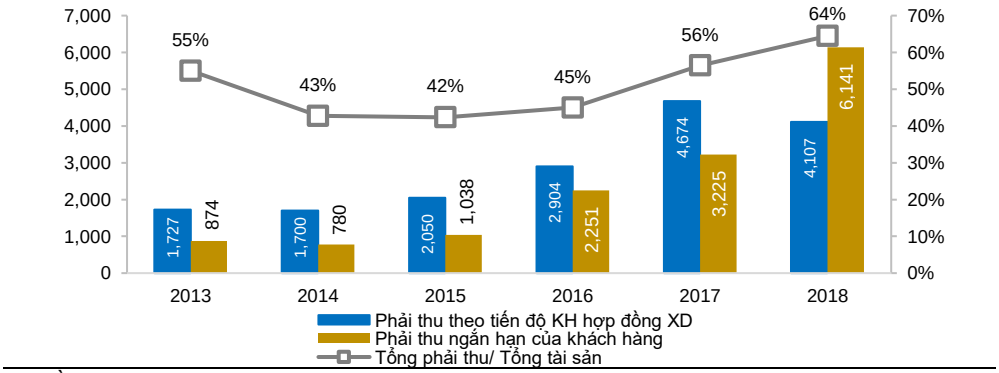
Hình 8: Phương pháp ghi nhận doanh thu/ khoản phải thu của HBC



Nguồn: BVSC

- **"Phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng"** được ghi nhận cùng lúc với doanh thu. Khoản mục này dùng để ghi nhận phần trăm công việc mà HBC đã hoàn thành và được xác minh bởi bên tư vấn thứ ba, nhưng chưa lập hóa đơn cho khách hàng. Vì vậy, mục này thường mang rủi ro giảm giá tài sản và đòi hỏi trích lập dự phòng.
- **"Phải thu khách hàng"** được **chuyển** từ "Phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng" đã lập hóa đơn và chuyển đến khách hàng. Theo đó, khách hàng có nghĩa vụ phải thanh toán cho HBC và bất kỳ khoản thanh toán chậm nào sẽ bị phạt.

Hình 9: Cơ cấu khoản phải thu của HBC giai đoạn 2013-2018



Nguồn: HBC, BVSC

Mặc dù khoản phải thu vẫn ở mức cao, chúng tôi cho rằng chất lượng khoản phải thu của HBC vào cuối năm 2018 đã cải thiện đáng kể. Theo đó, "Phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng" năm 2018 là 4.107 tỷ (-12,1% y/y; 40% tổng khoản phải thu) và do đó, "Phải thu khách

hàng" tăng lên 6.141 tỷ (+90,4%; 60% tổng khoản phải thu). So với cơ cấu khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng và phải thu khách hàng năm 2017 là 59:41.

Những nội dung khác:

Phát hành riêng lẻ dự kiến sẽ hoàn thành sớm. Theo buổi gặp gỡ gần đây nhất với HBC, Ban lãnh đạo cho biết đợt phát hành riêng lẻ của Công ty sẽ không trì hoãn nữa và dự kiến sẽ hoàn thành vào Q2 2019. Trong đó, Công ty dự kiến sẽ phát hành 25 triệu cổ phần (~12,8% tổng cổ phần hiện hữu) cho đối tác chiến lược là Hyundai (Hàn Quốc). Thông tin chi tiết hơn về động thái này sẽ được trình tại đại hội cổ đông thường niên 2019 dự kiến tổ chức vào tháng 4. Theo BLĐ, đợt tăng vốn này chủ yếu để (1) tăng vốn chủ sở hữu và (2) dùng để tài trợ một số dự án đầu tư. Chúng tôi cho rằng động thái này là một yếu tố thay đổi cục diện của Công ty trong thời gian tới, bởi có thể giúp Công ty giảm nợ vay, tăng tiềm lực tài chính để tài trợ thi công các dự án, và do đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Công ty thông qua giảm gánh nặng lãi vay và tăng tính minh bạch của Công ty.

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 m^2) 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 m^2. 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 m^2. Cổ phần của Công ty tại dự án này là 48%, theo đó mức lợi nhuận ước tính là 100 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của Công ty năm 2019 tăng trưởng 19,4% và 17,4% y/y. Dự báo 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 21.729 tỷ (+17,4% y/y) dựa vào hai yếu tố hỗ trợ: (1) Nguồn backlog chuyển sang 2019 là 25.524 tỷ đồng cho doanh thu 15.314 tỷ (tỷ lệ hấp thụ 60%); và (2) Hợp đồng ký mới năm 2019 là 21.729 tỷ, tương đương với tỉ lệ book-to-bill là 1,0x, kết hợp quan điểm thận trọng của chúng tôi về thị trường bất động sản còn khó khăn trong ngắn hạn và tăng cạnh tranh của thị trường xây dựng.

2. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của HBC tiếp tục giảm xuống mức 9,0% năm 2019 so với mức 9,3% năm 2018, dựa vào các yếu tố sau: (1) Thị trường xây dựng cạn tranh hơn; và (2) Giá nguyên vật liệu và nhân công tiếp tục duy trì ở mức cao; và (3) Dự án VinCity, là dự án ở phân khúc hạng trung, nên biên gộp khá thấp bắt đầu đóng góp vào KQKD năm 2019.
3. Chúng tôi dự phóng chi phí hoạt động (bán hàng và quản lí doanh nghiệp) duy trì ở mức 3,5% tổng doanh thu trong năm 2019.
4. Chúng tôi kỳ vọng chi phí tài chính ròng sẽ ở mức vừa phải (275 tỷ) năm 2018 so với mức (263 tỷ) với kỳ vọng cải thiện nợ vay nhờ vào Công ty quản lí vốn lưu động tốt hơn và lần phát hành riêng lẻ dự kiến hoàn thành vào Q2 năm nay.

Tóm lại, kịch bản cơ sở của chúng tôi dự báo KQKD 2019 với doanh thu thuần đạt 21.729 tỷ (+19,4% y/y) và LNST đạt 748 tỷ (+17,4% y/y). Theo đó, mức EPS pha loãng của năm 2019 là 3.456 đồng/ cổ phần. Tương ứng với mức P/E forward 2019 dự phóng là 5,5 lần so với giá hiện tại.

Kịch bản lạc quan hơn: Dự án Long Thới ghi nhận một phần vào kết quả kinh doanh 2019. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ ghi nhận khoảng 252 tỷ doanh thu và 70 tỷ lợi nhuận từ dự án Long Thới vào KQKD 2019, trong khi chưa ghi nhận bất kỳ khoản lợi nhuận nào từ thoái vốn hai dự án còn lại. Vì vậy, kịch bản lạc quan hơn là doanh thu và LNST của Công ty năm 2019 đạt 21.980 (+21,0% y/y) và 817 tỷ (+30,9% y/y), tương ứng với mức EPS pha loãng là 3.770 đồng/ cổ phần. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu HBC đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 4,9 lần.

Định giá:

Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp so sánh ngang P/E. Theo đó, giá mục tiêu một năm của chúng tôi đối với cổ phiếu này theo kịch bản cơ sở là 24.100 đồng/ cổ phần, cho thấy tiềm năng tăng giá là 30,6% và mức P/E 2019 hợp lý đối với cổ phiếu này là 7,1 lần. Bên cạnh, giá mục tiêu đối với kịch bản tốt nhất của chúng tôi là 27.700 đồng/ cổ phần, theo đó tiềm năng tăng giá là 50,2% từ mức giá hiện tại và mức P/E 2019 hợp lý là 7,5 lần, cao hơn mức áp dụng ở kịch bản cơ sở để phản ánh lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng hơn ở trường hợp này.

Hình 10: Tóm tắt định giá HBC

	EPS 2019 pha loãng	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu (VND/share)	Lợi nhuận dự kiến
Kịch bản cơ sở	3.382	7,14	24.100	30,6%
Kịch bản tốt nhất	3.695	7,50	27.700	50,2%

Nguồn: BVSC

Hình 11: So sánh ngang các Công ty cùng ngành với HBC

Company name	Ticker	Market Cap (USD mn)	P/E (x) TTM	P/B (x) TTM	ROE (%) 2018A	NPAT mgr (%) 2018A
Coteccons Construction JSC	CTD VN Equity	468.3	7.8	1.4	18.8	5.3
FECON Corp	FCN VN Equity	61.8	5.6	0.8	17.0	8.7
Dat Phuong JSC	DPG VN Equity	69.8	12.0	2.2	19.8	8.8
Tasco JSC	HUT VN Equity	47.5	14.5	0.3	2.4	6.8
CIENCO4 Group JSC	C4G VN Equity	40.1	7.0	0.8	N/A	3.3
Licogi 16 JSC	LCG VN Equity	47.5	7.0	0.8	13.2	6.4
Hanoi Construction Corp JSC	HAN VN Equity	51.1	10.3	0.8	7.5	2.5
Industrial Urban Development JSC No 2	D2D VN Equity	45.0	11.1	2.2	21.0	33.4
Hung Thinh Incons JSC	HTN VN Equity	27.7	3.5	1.1	35.2	4.6
Transport & Industry Development Investment JSC	TCD VN Equity	23.1	8.3	1.1	14.5	7.4
Haiphong Construction JSC No 3	HC3 VN Equity	19.9	1.9	0.9	59.1	116.6
Binh Long Rubber Industrial Park Corp	MH3 VN Equity	23.8	5.0	2.6	51.4	63.1
Construction JSC No 5/Ho Chi Minh City	SC5 VN Equity	17.8	10.4	1.2	11.4	1.5
Phuc Hung Holdings Construction JSC	PHC VN Equity	14.8	5.4	1.0	18.9	1.9
Saigon Traffic Construction JSC	GTS VN Equity	11.1	7.6	0.8	11.1	3.2
Thanh Dat Investment Development JSC	DTD VN Equity	9.5	7.3	0.8	11.8	6.3
IDICO Infrastructure Development Investment JSC	HTI VN Equity	13.0	4.4	0.7	15.3	18.2
Song Da No 9 JSC	SD9 VN Equity	9.6	7.8	0.3	4.2	5.2
Hochiminh Museum Construction JSC	HMS VN Equity	9.7	4.3	0.8	18.4	5.0
Construction JSC No 1	VC1 VN Equity	6.8	10.0	0.7	6.6	3.2
Industrial Construction JSC	ICC VN Equity	8.4	3.6	0.6	19.6	15.9
Vietnam Construction JSC No 2	VC2 VN Equity	9.0	9.1	0.7	7.7	1.7
No 7 Vietnam Construction JSC	VC7 VN Equity	8.2	4.7	0.8	10.3	15.6
Binh Duong Construction and Civil Engineering JSC	BCE VN Equity	9.0	6.5	0.6	8.9	11.4
Simple average		**43.8**	**7.3**	**1.0**	**17.6**	**14.8**
Median		**18.8**	**7.1**	**0.8**	**14.5**	**6.4**
Weighted average		**230.5**	**8.0**	**1.3**	**17.7**	**10.5**
Hoa Binh Construction & Real Estate Corporation	HBC VN Equity	166.4	6.1	1.4	25.6	3.4

Khuyến nghị:

Vào ngày 27/03/2019, HBC đóng cửa tại mức 18.450 đồng/ cổ phần, giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 5,5 lần, khá hấp dẫn so với mức P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành là 8,0 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HBC với giá mục tiêu một năm là **24.100 đồng/ cổ phần** theo kịch bản cơ sở, khi đó mức P/E hợp lý năm 2019 của cổ phiếu này là 7,1x với dự phóng EPS pha loãng là 3.382 đồng/ cổ phần.

Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào đảm bảo tăng trưởng và lợi nhuận cho 2019; (2) Tăng vốn thành công sẽ giúp Công ty giảm bớt gánh nặng lãi vay, tăng cường khả năng 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 Long Thới và lợi nhuận ghi nhận từ thoái vốn tại các dự án bất động sản 1C Tôn Thất Thuyết và Phúc Lộc Thọ vẫn là yếu tố mang lại đột biến cho cổ phiếu này về trung hạn.

Rủi ro giảm giá tiềm tàng: (1) Chi phí nguyên vật liệu, nhân công tiếp tục tăng; (2) Thị trường bất động sản kém khả quan hơn; và (3) Phát hành riêng lẻ hoàn thành chậm hơn dự kiến.

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	21.729
Giá vốn	(9.534)	(14.351)	(16.509)	(19.780)
Lợi nhuận gộp	1.232	1.686	1.692	1.948
Doanh thu tài chính	103	121	61	93
Chi phí tài chính	(153)	(269)	(324)	(368)
Lợi nhuận sau thuế	567	859	637	748

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019F**
Tiền & khoản tương đương tiền	572	495	314	613
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.775	9.191	11.105	11.339
Hàng tồn kho	1.229	1.180	1.810	2.243
Tài sản cố định hữu hình	1.042	1.378	1.387	1.465
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	177	385	363	363
Tổng tài sản	**11.448**	**13.998**	**15.896**	**16.991**
Nợ ngắn hạn	2.720	4.279	4.073	4.862
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	16.991

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2016**	**2017**	**2018**	**2019F**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	112,0%	49,0%	13,5%	19,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	579,3%	51,5%	-25,9%	17,4%
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%	3,4%
ROA (%)	5,0%	6,1%	4,0%	4,4%
ROE (%)	35,1%	38,2%	23,4%	24,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	84,0%	82,4%	81,6%	80,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	594,9%	512,8%	477,1%	448,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.941	6.617	3.247	3.382
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.937	17.316	13.862	15.616

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
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
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
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@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