

## HBC: Công ty cổ phần xây dựng và kinh doanh địa ốc Hòa Bình

### Giới thiệu chung

Tiền thân của HBC là văn phòng xây dựng Hòa Bình được thành lập từ năm 1987, trực thuộc Công ty xây dựng dân dụng và công nghiệp. Công ty cổ phần hóa tháng 12/2000 và niêm yết trên SGDCK Tp. HCM 27/12/2006. Vốn điều lệ hiện nay của công ty là 167,3 tỷ đồng.

HBC là một nhà thầu thi công với hơn 20 năm kinh nghiệm, đặc biệt trong lĩnh vực thi công xây dựng các công trình dân dụng (chiếm 90%).

### Thông tin cổ phiếu (09/11/2010)



Giá cổ phiếu (VND)	44.600
Số CP đang lưu hành	16.231.003
Vốn hóa (tỷ đ)	723,9
% sở hữu nhà ĐTN	7,8%
% sở hữu HĐQT & BGD	39%
KL trung bình 10 ngày	45.121

(\*) % sở hữu chốt ngày 29/03/2010

### Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 235 Võ Thị Sáu, Phường 7, Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh.  
Điện thoại: 08 – 3932 5030  
Fax: 08 – 3932 5221

Email: [hoabinh@hcm.vnn.vn](mailto:hoabinh@hcm.vnn.vn)

Website:

[www.hoabinhcorporation.com](http://www.hoabinhcorporation.com)

### Đại diện doanh nghiệp:

Ông: **Võ Đức Khôi**  
– Giám đốc Kế hoạch  
Ông: **Phan Ngọc Thạnh**  
– Giám đốc Tài chính  
Anh: **Nguyễn Quang Huy**  
– Chuyên viên phân tích

### Chuyên viên phân tích:

Ngô Hoàng Diễm Chi  
[chi.hoang@vndirect.com.vn](mailto:chi.hoang@vndirect.com.vn)

Năm	2009	2010E	2011E(*)	Quý	Q2-10	Q3-10
Doanh thu (tr.đ)	1.763.456	1.700.000	1.955.000	Doanh thu (tr.đ)	394.255	437.982
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,4%	15,8%	16,0%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,8%	18,7%
Lợi nhuận ròng (tr.đ)	49.175	130.000	146.000	Lợi nhuận ròng (tr.đ)	36.298	40.208
EPS (đ)	3.195	8.009	8.995	Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,2%	9,2%
Tăng trưởng EPS	470%	151%	12%	Tổng tài sản (tr.đ)	1.543.490	1.889.492
P/E (lần)	14,0	5,7	5,0	Tài sản ngắn hạn (tr.đ)	1.016.143	1.338.375
P/B (lần)	1,2	1,1	1,0	Nợ ngắn hạn (tr.đ)	860.719	1.176.733
Cổ tức/giá	3,5%	6,8%	6,8%	Vốn chủ sở hữu (tr.đ)	602.964	623.042
ROE	8,5%	17,5%	18,3%	Hệ số thanh toán bằng tiền	9,0%	11,4%
ROA	3,6%	7,9%	7,8%	Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	150,9%	198,9%

(\*) Dự báo 2011 chưa tính đến khả năng tăng vốn và hoạt động kinh doanh BĐS

### Quan điểm đầu tư

HBC là một trong những đại diện tiêu biểu và đầu ngành về kinh nghiệm thi công xây dựng của cả nước. Giai đoạn 4 năm trở lại đây, doanh thu (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) của công ty không ngừng tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trung bình tương ứng 105% và 76%/năm. Công ty hiện đang sở hữu danh mục các hợp đồng thi công có giá trị lớn: Công trình Khách sạn 5 sao Le Meridien (3C Tôn Đức Thắng), Dự án Laguna Hue Angsana Hotel, Dự án chung cư cao cấp Horizon (214 Trần Quang Khải), Dự án nhà ở Kenton...góp phần bảo đảm nguồn doanh thu cho các năm tới.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, HBC cũng định hướng phát triển lĩnh vực BĐS. Mặc dù hầu hết các dự án đều đang ở giai đoạn đầu nhưng được kỳ vọng sẽ là yếu tố mới mẽ cho công ty trong thời gian tới. Đáng quan tâm nhất là dự án Khu dân cư Bình An (23.305 m<sup>2</sup>) và Khu căn hộ cao cấp Thảo Điền (7.136 m<sup>2</sup>) dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2011.

Dựa vào tiến độ thực hiện, chúng tôi ước tính DT của HBC trong năm 2010 có thể đạt 1.700 tỷ đồng, bằng 81% so với kế hoạch; tuy nhiên, nhờ hiệu quả đáng kể trong công tác tiết giảm chi phí, LNST sẽ tăng đáng kể 164% so với cùng kỳ, tương ứng đạt 130 tỷ đồng vượt 37% mức kế hoạch đề ra. Theo đó, ở mức giá 44.600 đồng/cổ phiếu, P/E và P/B ước tính cho năm 2010 tương ứng 5,7 và 1,1 lần – mức thấp so với các công ty trong ngành. Tỷ lệ trả cổ tức khá cao, ở mức 30% vốn điều lệ.

Một số rủi ro: (1) Hoạt động thi công nhìn chung gặp rủi ro thanh toán của chủ đầu tư và điều kiện thời tiết. (2) Chưa có nhiều kinh nghiệm trong đầu tư BĐS. (3) Rủi ro kinh tế. (4) Rủi ro pha loãng cổ phiếu với kế hoạch tăng vốn lên 300 tỷ.

### Hoạt động

**Thi công xây lắp:** là hoạt động kinh doanh chính, chiếm khoảng 90% DT của HBC, chủ yếu là hoạt động xây dựng dân dụng. Hoạt động thi công luôn có tốc độ tăng trưởng cao, trung bình 98%/năm trong vòng 4 năm trở lại đây. HBC đã có bước tiến mạnh về công nghệ khi đầu tư hàng loạt máy móc thiết bị, áp dụng hệ thống trượt giúp đẩy nhanh tiến độ trong thi công. Trải qua hơn 20 năm hoạt động, HBC đã được thị trường nhìn nhận với vị thế là công ty lớn thứ hai ngành xây dựng. Tên tuổi HBC gắn liền với hàng loạt các công trình thi công quy mô lớn: Trung tâm Hội nghị quốc gia, Kumho Asiana Plaza, Khách sạn New World... đã tạo nên một thương hiệu vững chắc – lợi thế cạnh tranh nổi bật của HBC.

Tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động thi công khá cao, từ 9% - 17% (trừ năm 2009, biên lợi nhuận gộp giảm do tình hình kinh tế không thuận lợi) và được cải thiện qua từng năm. Chúng tôi cho rằng hiệu quả trong công tác quản lý chi phí đầu vào là nhân tố chính giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho HBC.

HBC kiểm soát tốt hơn các rủi ro từ phía chủ đầu tư. Từ đầu năm nay, HBC đã chấm dứt việc ký kết

các hợp đồng thi công trọn gói không cho phép điều chỉnh giá trị hợp đồng khi có biến động giá nguyên vật liệu sang hợp đồng có tính đến yếu tố trượt giá với phương thức thanh toán theo thời gian và tiến độ thi công. Điều đó đã giúp HBC giảm được rủi ro biến động giá và có thể chủ động hơn nguồn vốn lưu động cho hoạt động kinh doanh. Công ty cũng đã giảm biên độ dao động giá nguyên vật liệu trong các hợp đồng xuống còn 3% so với mức 5% trước đây. Nếu giá nguyên vật liệu đầu vào tăng trên 3% thì nhà thầu và chủ đầu tư sẽ thương lượng lại hợp đồng, tìm phương án phân tán chi phí hợp lý.

Đối với các rủi ro liên quan đến nguyên vật liệu: HBC đã tiến hành ký kết các hợp đồng trả trước với các nhà cung cấp nguyên vật liệu và giao hàng thành từng đợt; nhờ vậy công ty có thể giữ mức biên lợi nhuận ổn định. Công ty cũng đạt được thỏa thuận với các chủ đầu tư để nâng tỷ lệ đặt cọc từ 10% lên 20% giá trị hợp đồng, tạo được nguồn vốn phục vụ cho việc mua trước thép, là loại vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất và có biến động giá nhiều nhất.

Một số hợp đồng thi công lớn HBC đang thực hiện:

Dự án	Giá trị (*)	Thời gian thi công	DT 2011
1. Công trình Khách sạn 5 sao Le Meridien	447 tỷ	Dự kiến Q1/2011 thi công	340 tỷ
2. Dự án Laguna Hue Angsana Hotel	500 tỷ	06/2010-06/2012	(**)
3. Dự án chung cư cao cấp Horizon	267 tỷ	06/2010-08/2011	203 tỷ
4. Dự án nhà ở Kenton	286 tỷ	02/2009-12/2010	-
5. Cảng hàng không sân bay quốc tế Cần Thơ	300 tỷ	05/2008-12/2010	-

(\*) chưa bao gồm VAT; (\*\*) Liên doanh HBC 40%, không hạch toán doanh thu. HBC làm thầu phụ cung cấp nhân công cho liên doanh doanh thu 2 tỷ đồng/tháng.

**Đầu tư bất động sản:** HBC hiện đang sở hữu danh mục quỹ đất lớn có giá trị thị trường cao hơn 2 đến 3 lần giá vốn. Tuy nhiên, các dự án bất động sản sẽ chưa có doanh thu cho đến năm 2011. Dự kiến Khu dân cư Bình An và Khu căn hộ Thảo Điền sẽ ghi nhận DT vào năm 2011, trong đó Khu căn hộ Thảo Điền hợp tác với cổ đông chiến lược Chip Eng Seng (HBC: 10% vốn góp) do HBC đảm nhận thầu việc thi công với giá trị hợp đồng khoảng 700 tỷ đồng. Định hướng của công ty là chỉ tập trung vào các dự án BĐS mà công ty có khả năng khai thác. Trong thời gian tới, HBC sẽ giảm tỉ lệ tham gia ở một số dự án (Khu nhà ở Bình Chiểu – Thủ Đức, Khu dân cư Phước Kiển – Nhà Bè), tránh đầu tư vốn dàn trải và tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh chính.

Danh mục đầu tư bất động sản của HBC:

	Dự án	Quy mô	Vốn góp HBC	Tỷ lệ	Vốn đã góp	Tiến độ
1	Khu chung cư Long Thới – Nhà Bè	29.698 m <sup>2</sup>	-	100%	57,1 tỷ	- Đang tiến hành khoan cọc để thiết kế móng.
2	Khu an dưỡng Anantara Lăng Cô – Thừa Thiên Huế	78.988 m <sup>2</sup>	150 tỷ	95%	78,48 tỷ	- Đã làm đường liên thông từ bên ngoài vào trong dự án
3	Cụm công nghiệp Nhị Thành – Long An	125 ha	93,3 tỷ	80%	92 tỷ	- Hoàn thành giải tỏa đền bù - Đang thi công hạ tầng
4	Khu đất Thanh Xuân - Quận 12	10.278 m <sup>2</sup>	20,7 tỷ	100%	20,7 tỷ	- Đã thanh toán xong tiền đất
5	Khu đất Nhơn Đức – Nhà Bè	8.518 m <sup>2</sup>	9,4 tỷ	100%	9,4 tỷ	- Đã thanh toán xong tiền đất
6	Khu nhà ở Bình Chiểu – Thủ Đức	10.502 m <sup>2</sup>	-	49%	10,7 tỷ	- Được phê duyệt 1/500
7	Khu dân cư Bình An - Quận 8	23.305 m <sup>2</sup>	23,8 tỷ	16,67%	21,8 tỷ	- Đang tiến hành ép cọc
8	Khu dân cư Phước Kiển – Nhà Bè	11.799 m <sup>2</sup>	-	10%	4,1 tỷ	- Đã thanh toán xong tiền đất
9	Khu căn hộ cao cấp Thảo Điền – Quận 2	7.136 m <sup>2</sup>	120 tỷ	10%	(*)	- Được phê duyệt 1/2000 - Nộp hồ sơ Sở Xây dựng duyệt

(\*) HBC góp vốn khi hoàn thành xây dựng. Chi phí xây dựng sẽ được trừ vào phần vốn góp của công ty.

### Kết quả 2009 & 9T/2010

Năm 2009, DT đạt 1.763 tỷ đồng, LNST 49 tỷ đồng, tương ứng tăng 153,4% và 496% so với năm 2008, trong đó DT xây dựng là 1.552 tỷ đồng, chiếm 88% tổng DT. DT tăng nhưng lợi nhuận gộp giảm, chỉ đạt mức 6,4%, nguyên nhân: (1) chịu lỗ từ vài

công trình kéo dài từ 2007;2008 do biến động giá nguyên vật liệu. (2) chuyển nhượng dự án Hòa Bình Tower thu về 193 tỷ đồng với khoản lỗ 30 tỷ đồng bao gồm lãi vay.

Cũng trong năm 2009, nhờ việc bổ sung nguồn vốn lưu động từ doanh thu nhận được của việc bán dự án Hòa Bình Tower đồng thời tận dụng nguồn vốn vay hỗ trợ lãi suất, tăng vay nợ để bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh (chốt ngày 31/12/2009: nợ ngắn hạn: 700 tỷ trong đó nợ vay: 314 tỷ) , HBC duy trì một cơ cấu tài chính khá tốt với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là 1,2 lần, trong đó một nửa là người mua trả tiền trước và phải trả người bán. Hạn mức tín dụng của HBC tại các ngân hàng là 2.400 tỷ đồng, đảm bảo đủ nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh của công ty.

So sánh với các công ty trong ngành, HBC là công ty có chu kỳ dòng tiền thấp ( HBC: 103 ngày, Trung bình ngành: 217 ngày) nhờ khả năng thu hồi nợ hiệu quả, tồn kho hợp lý cũng như chiếm được lòng tin của các nhà cung cấp giúp thỏa thuận được thời gian trả nợ hợp lý.

**9T/2010:** DT đạt 1.184,5 tỷ, tương ứng giảm 11,4% và LNST 93 tỷ, tăng 4,6 lần so với cùng kỳ năm ngoái; tương ứng hoàn thành 56,4% và 97,9% kế hoạch. DT giảm là do toàn bộ DT đều đến từ hoạt động xây dựng, không phát sinh DT từ hoạt động kinh doanh BĐS như cùng kỳ 2009. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể, xấp xỉ 16% do: (1) giảm thiểu biến động giá đầu vào khi tiến hành ký kết các hợp đồng trả trước với nhà cung cấp. (2) tập trung vào các dự án có khả năng sinh lời cao hơn và tăng giá dự thầu cho các dự án mới.

### Dự báo 2010 và 2011

Tổng giá trị các hợp đồng xây dựng đang và sẽ thực hiện đến thời điểm này là ~6.000 tỷ, trong đó hợp đồng ký mới trong Q3/2010 là ~ 1.500 tỷ. Chốt ngày 30/09/2010, HBC đã thực hiện được ~ 3.600 tỷ; như vậy giá trị hợp đồng còn lại là khoảng 2.400 tỷ đồng.

Xét theo tiến độ thực hiện 3 quý đầu năm, trung bình HBC ghi nhận 400 tỷ đồng doanh thu/quý. Do đặc thù ngành, DT xây dựng có xu hướng cao hơn vào những tháng cuối năm, cùng với việc căn cứ theo tiến độ thi công của công ty, chúng tôi dự báo HBC ghi nhận ~ 500 tỷ đồng DT cho Q4/2010, nâng tổng lũy kế cả năm ~ 1.700 tỷ đồng, bằng 81% so với kế hoạch. HBC hoàn toàn không phát sinh DT từ kinh doanh BĐS trong năm nay. Tuy nhiên, nhờ hiệu quả trong việc kiểm soát chi phí, chúng tôi cho rằng HBC có thể ghi nhận 130 tỷ đồng LNST cho năm 2010, tương ứng vượt 37% kế hoạch đề ra.

Về mặt hiệu quả sinh lời, trong năm nay HBC sẽ giảm đầu tư vào lĩnh vực BĐS và chú trọng vào hoạt động kinh doanh chính là xây dựng nên tỷ suất ROA, ROE sẽ được cải thiện. Dự kiến ROA, ROE trong năm 2010 tương ứng 7,9% và 17,5% (cải thiện đáng kể so với 8,5% và 3,6% so với 2009).

Năm 2011 ngành xây dựng dự báo sẽ tăng trưởng 19,3% (*Vietnam Real Estate Report Q3/2010 - Business Monitor International Ltd.*). Tuy nhiên, xét rằng thị trường BĐS hiện vẫn chưa sôi động trở lại cũng như một số hạn chế nhất định về nguồn lực thi công, chúng tôi cho rằng DT hoạt động xây dựng 2011 của HBC sẽ tăng 15% so với cùng kỳ, đạt 1.955 tỷ đồng với LNST ước tính 146 tỷ đồng. Dự kiến 2 dự án BĐS là KDC Bình An và Khu căn hộ Thảo Điền cũng sẽ được ghi nhận khoảng 40 tỷ đồng doanh thu , giúp nâng tổng mức DT và LNST của công ty trong năm tới.

### Rủi ro đầu tư

- Hoạt động thi công thông thường gặp rủi ro thanh toán của chủ đầu tư . Tuy nhiên, phía đối tác thường là những chủ đầu tư có uy tín cùng với khả năng kiểm soát tốt khoản phải thu (giữ ở mức 30%/doanh thu), chúng tôi cho rằng đây không phải là một rủi ro đầu tư đáng kể. Ngoài ra, điều kiện thời tiết cũng sẽ ít nhiều ảnh hưởng đến tiến độ thi công.
- HBC hiện đang sở hữu nhiều dự án đầu tư BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là một điểm yếu của HBC khi hiện tại thị trường BĐS vẫn còn trầm lắng và công ty chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này.
- Rủi ro kinh tế:
  - Tăng trưởng kinh tế giảm làm giảm số lượng dự án hoặc làm chậm tiến độ thi công. HBC tương ứng sẽ điều chỉnh tốc độ tăng trưởng của công ty phù hợp với tình hình.
  - Lạm phát tăng làm tăng giá nguyên vật liệu, ảnh hưởng biên lợi nhuận. HBC đưa các yếu tố trượt giá khi thương lượng hợp đồng với khách hàng và chọn lựa các đối tác cung cấp vật tư ổn định.
- Rủi ro pha loãng cổ phiếu với kế hoạch tăng vốn lên 300 tỷ nhằm tài trợ nguồn vốn lưu động và thực hiện các dự án BĐS.

### Định giá

Với mức giá 44.600 đồng/cổ phiếu, HBC được giao dịch với mức P/E và P/B 2010 ước tính là 5,7 và 1,1; P/E và P/B 2011 là 5,0 và 1,0 – mức thấp so với các công ty trong ngành. Dựa vào những yếu tố cơ bản, chúng tôi cho rằng đây là cổ phiếu hấp dẫn để đầu tư.

**Khuyến cáo:**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDIRECT và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDIRECT không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDIRECT không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDIRECT và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:****Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-34-941 0510  
Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

Tòa nhà FIDECO, 81-  
85 Hàm Nghi, Q.1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-38-9.146.925  
Fax: +84-38-9.146.922