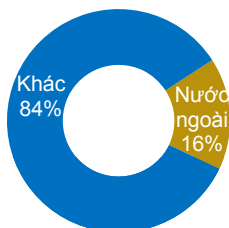


MCK: HBC
Địa chỉ: 235 Võ Thị Sáu, P.7, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại: (84.8) 3932 5030

Nhóm ngành: Công nghiệp
Ngành: Xây dựng
Website: www.hoabinhcorporation.co
Doanh thu KH 2012 (Tỷ đồng): 3,900
LNST KH 2012 (Tỷ đồng): 170
DPS KH 2012 (VND): 3,000

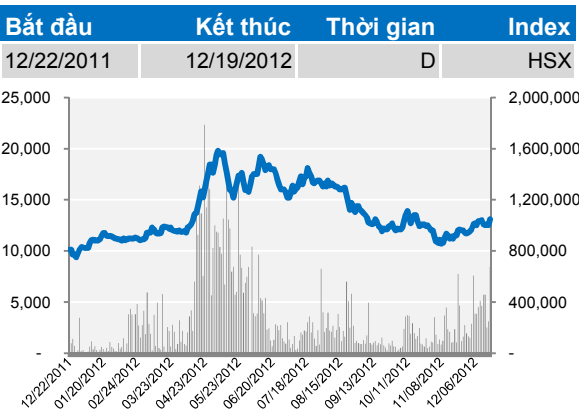
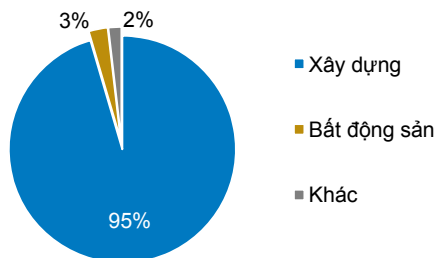
Thông tin tài chính	
Giá hiện tại (VND) (19/12/2012)	13,100
Vốn hóa (Tỷ VND)	489
Số lượng CPLH:	37,333,644
Beta:	1.46
Giá trị doanh nghiệp:	1,356
% Nước ngoài nắm giữ:	16%
% Cổ phiếu lưu hành tự do :	26%
P/E 4 quý gần nhất:	6.28
P/E dự báo:	2.88
P/B:	0.73
Cổ tức/ thị giá:	0.23

Thông tin cổ đông



Tỷ lệ tăng trưởng (CAGR)		
	1 năm	3 năm
Doanh thu	72.8%	31.6%
EBIT	41.6%	98.4%
EBITDA	37.3%	88.0%
LNST	7.0%	75.7%
Tổng tài sản	71.7%	55.7%
Vốn chủ sở hữu	22.0%	12.0%

Cơ cấu doanh thu 2012



Thay đổi giá	
1 Ngày	4.8%
1 Tháng	9.2%
3 Tháng	5.6%
6 Tháng	-13.8%
1 năm	27.3%

KLGD trung bình	
1 Tháng	323,811
3 Tháng	195,201
6 Tháng	178,937
1 Năm	272,408

Báo cáo tài chính tóm tắt

Năm tài chính 31/12		2008	2009	2010	2011
Doanh thu	Tỷ VND	696	1,763	1,768	3,055
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	66	113	295	420
LNST	Tỷ VND	8	48	139	149
EBIT	Tỷ VND	27	84	234	331
EBITDA	Tỷ VND	40	105	270	371
EPS	VND	523	3,195	8,322	7,117
P/E	x	25.04	4.10	1.57	1.84
P/S	x	0.3	0.1	0.1	0.1
P/B	x	0.4	0.3	0.3	0.4
ROE	%	1%	9%	22%	21%
Nợ/VCSH	x	0.4	0.6	0.8	1.3

Kết quả kinh doanh Q32012

DVT: Tỷ VND	Q3 2012	TT (%)	9T	TT (%)	% KH
Doanh thu	1,212	38.8%	2,638	20.0%	67.6%
Lợi nhuận gộp	67	-34.8%	214	-23.6%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	5.6%	-53.0%	8.1%	-36.7%	
Lãi vay	28	-23.8%	118	19.2%	
LNST	17	-40.2%	40	-59.0%	23.3%
Lợi nhuận biên (%)	1.4%	-56.9%	1.5%	-85.5%	
Vốn lưu động	185	214.7%	185	125.7%	
Vay ngắn hạn	1,134	31.5%	1,134	31.5%	
Vay dài hạn	41	310.7%	41	310.7%	
Vốn chủ sở hữu	682	-4.7%	682	-4.7%	
Tổng tài sản	4,056	38.2%	4,056	38.2%	

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Yến Vy

(84 8) 3914 6888

Nguyenthienyenvy@baoviet.com.vn

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị và các thuyết minh tại trang cuối của báo cáo

- **Tăng trưởng về doanh thu nhưng lợi nhuận giảm.** Quý 3/2012, HBC đạt 1,212 tỷ đồng doanh thu thuần và 16.8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho cổ đông công ty mẹ, tăng 38.8% về DTT nhưng giảm 40.2% về LNST so với cùng kỳ năm ngoái. Lũy kế 9 tháng, DTT đạt 2,638 tỷ đồng và LNST đạt 39.6 tỷ, tăng 20% về DTT nhưng giảm đến 59% về LNST so với cùng kỳ. Như vậy sau 9 tháng, HBC đạt 67.6% kế hoạch doanh thu nhưng chỉ hoàn thành 23.3% kế hoạch sau thuế. EPS chỉ đạt 1,373 đ/cp, giảm 72.7% do lợi nhuận suy giảm cộng với lượng cổ phiếu lưu hành tăng thêm 120% (Tháng 6/2012, HBC tiến hành chia cổ tức 2011 bằng cổ phiếu 20% và chia thưởng tỷ lệ 1:1, nâng tổng lượng cổ phiếu lưu hành từ 19,288,166 cp lên 37,333,644 cp).

Nguyên nhân LNST Quý 3/2012 và 9T/2012 giảm mạnh so với cùng kỳ là do giá vốn hàng bán tăng mạnh (87% trong 9T/11 tăng lên 92% trong 9T/12). HBC giải thích do ngành bất động sản đang trong giai đoạn khó khăn nên giá đấu thầu khó tăng, trong khi chi phí vật liệu xây dựng và nhân công hầu như không giảm. Thêm vào đó, HBC gia tăng số lượng dự án mà công ty làm tổng thầu (80%), một phần công việc giao cho nhà thầu phụ và HBC nhận phí quản lý nên biên LNG cũng thu hẹp hơn.

Biên lợi nhuận thu hẹp. Bên cạnh tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh, chi phí lãi vay vẫn ở mức cao (4% DTT, 118 tỷ đồng), bằng với tỷ lệ chi phí quản lý đã khiến tỷ suất lợi nhuận hoạt động rớt xuống chỉ còn 0.3% từ mức 5.2% cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất LNST cao hơn tỷ suất lợi nhuận hoạt động một chút, ở mức 1.5% (nhờ có khoản lợi nhuận khác 20 tỷ đồng mà phần lớn số này đến từ tiền lãi khách hàng trả chậm), nhưng vẫn thấp hơn mức 4.4% của 9T/2011.

Lượng tiền giảm, khoản phải thu lớn và hoạt động phụ thuộc vào vay nợ ngân hàng. Tiền mặt và tiền gửi có kỳ hạn giảm từ 610 tỷ vào đầu năm xuống còn 310 tỷ đồng vào cuối Q3/2011. Công ty có dòng tiền kinh doanh âm 375 tỷ do khoản phải thu lớn (2,606 tỷ đồng), chiếm đến 64% tổng tài sản (vào đầu năm, con số này chỉ là 48%). Công ty cũng đã gia tăng vay nợ để tài trợ cho hoạt động xây dựng. Tại thời điểm cuối Q3/2012, HBC có dư nợ vay ngắn hạn 1,134 tỷ đồng và vay dài hạn 41 tỷ đồng, nâng tổng nợ vay lên 1,174 tỷ đồng, tăng 270 tỷ đồng so với hồi đầu năm. Sự phụ thuộc vào nợ vay trong khi lợi nhuận giảm khiến hệ số khả năng thanh toán lãi vay của HBC giảm chỉ còn 1.37x từ mức 2.27x hồi đầu năm.

Đầu tư ngoài ngành kém hiệu quả. Trong BCTC cuối Q3/2012, HBC hiện đầu tư 354.6 tỷ vào các công ty liên doanh liên kết hoặc các dự án trong các ngành bất động sản, chứng khoán, du lịch. Mặc dù chiếm đến 52% vốn chủ sở hữu, các khoản đầu tư này hầu như không mang lại hiệu quả. Nhiều dự án bất động sản hầu như không có tiến triển trong khoảng 2 năm gần đây trong khi khoản đầu tư vào CTCP Chứng khoán Sen Vàng đang khiến HBC trích lập dự phòng 13.3 tỷ đồng, tương ứng 45% số tiền đầu tư.

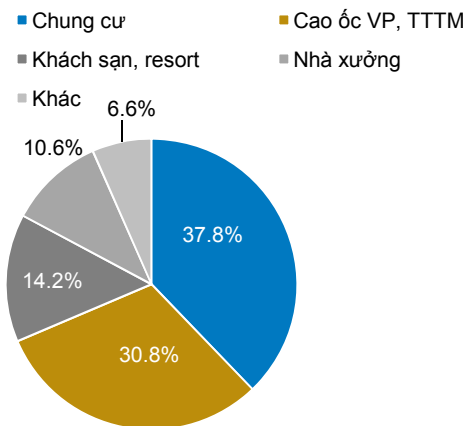
Các gói thầu chính

Dự án	Giá trị gói thầu (tỷ VNĐ)	Ngày khởi công	Ngày hoàn thành dự kiến	Chủ đầu tư
Celadon City	800	T10/2011	T9/2013	Sacomreal
Times City - Block T1, T2, T6, T7,	846	Cuối 2011	T5/2013	Vingroup
Nhà máy sản xuất Lốp xe tải Radian toàn thép	120	T4/2012	T3/2013	Casumina
Bệnh viện Đa khoa An Giang	644	T6/2012	T4/2015	BV ĐKTT An Giang
Khách sạn Hilton Bạch Đằng	163	T8/2012	T3/2013	Khách sạn Bạch Đằng
Trụ sở Chi nhánh 1 Vietinbank	200	T8/2012	T6/2014	VietinBank
Nhà máy Gang thép Formosa - Khu KTX nhân viên và Khu nhà ở chuyên gia	1,100	T8/2012	T7/2013	Tập đoàn Formosa - Đài Loan
Nhà máy Lixil	100	T11/2012	T7/2013	Tập đoàn Lixil - Nhật Bản

Dự báo 2012

	2012	Tăng trưởng
Doanh thu	4,338	42.0%
Lợi nhuận gộp	347	-17.3%
EBIT	217	-34.5%
LNST	60	-59.7%
EPS	2,012	-71.7%

Cơ cấu các gói thầu xây dựng 2012-2013



(Nguồn:HBC, BVSC)

BVSC dự báo

Tại thời điểm này, HBC đã có ước tính sơ bộ cho kết quả hoạt động của Q4/2012, trong đó DTT ghi nhận khoảng 1,700 tỷ đồng và LNST đạt 20 tỷ đồng. Tính chung cả năm 2012, công ty đạt 4,338 tỷ DTT và khoảng 60 tỷ LNST, tăng trưởng 42% về DTT nhưng giảm đến 60% về LNST. Tương ứng, EPS chỉ đạt 2,012 đ/cp, giảm 72% so với năm 2011. Như vậy, HBC vượt kế hoạch doanh thu 11% nhưng lại không đạt kế hoạch LNST, chỉ hoàn thành mức khiêm tốn 35%.

Về tổng giá trị các gói thầu đã ký cho năm 2013, công ty cho biết tính đến nay, con số này vào khoảng 5,000 tỷ đồng. Theo đó, công ty cũng đang lên kế hoạch DTT và LNST dự kiến cho năm 2013 lần lượt là 5,000 tỷ đồng và 120 tỷ đồng.

Các dự án thuộc phân khúc nhà ở chung cư vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất (37.8%), kế đến là khách sạn-resort (30.8%), cao ốc văn phòng và trung tâm thương mại (14.2%), nhà xưởng (10.6%) và còn lại là các công trình khác. Các công trình đóng góp DT-LN chính cho năm 2013 gồm: dự án Formosa, Bệnh viện đa khoa An Giang, Celadon city, Nhà máy Lixil,...(thông tin chi tiết ở bảng trên).

Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục ở mức thấp như năm 2012, khoảng 8-10%, do các nguyên nhân còn tồn đọng từ năm 2012 sẽ không dễ dàng được giải quyết:

- Các hợp đồng đã ký cho 2013 ở mức giá khá cạnh tranh, HBC chấp nhận biên lợi nhuận mỏng khi thị trường bất động sản đang còn hết sức khó khăn.
- Lượng các công trình mà HBC làm nhà thầu chính vẫn chiếm đến 80%. Thêm vào đó, nhiều công trình do chủ đầu tư chỉ định thầu phụ và HBC chỉ nhận phí quản lý khoảng 3%.

- Khoảng 20% công trình đang trong giai đoạn quyết toán, sản lượng thi công ít nhưng vì máy móc thiết bị và nhân lực vẫn còn tập kết tại công trường dẫn đến còn phát sinh nhiều chi phí.

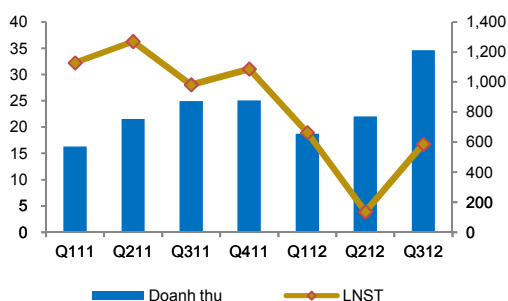
- Một số công trình bị giãn tiến độ, hoặc ngưng thi công, hoặc mới khởi công nên sản lượng thi công ít nhưng HBC vẫn phải trả lương nhân công theo tháng.

Biên lợi nhuận hoạt động sẽ khó có thể cải thiện, vì càng gia tăng lượng công trình thi công, HBC sẽ càng tăng vay nợ mà chủ yếu là vay ngắn hạn giải ngân theo tiến độ công trình. Với mức vốn chủ sở hữu tương đối khiêm tốn so với một công ty xây dựng dân dụng đầu ngành như HBC (682 tỷ đồng), mỗi năm tăng thêm không quá 100 tỷ đồng thì HBC khó có thể tự tài trợ cho lượng công trình đang cùng lúc thi công lên đến cả ngàn tỷ. Trong khi đó, vấn đề quản lý hiệu quả khoản phải thu cũng là bài toán không dễ giải của HBC. Chúng tôi nhận thấy vòng quay khoản phải thu của công ty ngày càng giảm, từ mức 4.4x năm 2009 xuống 2.7x năm 2010, 2.4x năm 2011 và chỉ còn 1.4x tại cuối Q3/2012 (tính cho 4 quý gần nhất). Do đó, HBC phải dựa nhiều vào nguồn tài trợ từ ngân hàng. Mặc dù chúng tôi đánh giá cao mức lãi suất rất tốt mà HBC thương thảo được với các ngân hàng, nên các khoản vay chỉ chịu lãi suất 8.1-11.5%/năm, nhưng với dư nợ vay lớn và không ngừng tăng, thì chi phí lãi vay sẽ thu hẹp biên lợi nhuận và gây áp lực lên dòng tiền.

HBC cũng nhận ra nút thắt này, và đã có kế hoạch phát hành thêm 15 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược ở mức giá dự kiến 18,000-19,000 đ/cp, cao hơn giá giao dịch ngày 19/12/2012 là 37-45%. Thương vụ đang trong quá trình thương thảo và thông tin chi tiết về phương án phát hành vẫn chưa được công bố.

Về việc trả cổ tức 30% cho năm tài chính 2012 như kế hoạch đặt ra từ năm, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng khoản 30% này sẽ trả bằng cổ phiếu, do công ty đang cần tiền mặt bổ sung vốn lưu động. Thời điểm chia cổ tức vào khoảng Q2/2013.

Doanh thu và lợi nhuận qua các quý



So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Vốn hóa	PE	PB	PS	ROE	Nợ/VCSH
CTD	1,221,867	4.6	0.6	0.3	14.7%	-
LCG	405,000	8.9	0.4	0.5	9.0%	0.45
PXI	235,750	6.1	0.4	0.2	9.2%	0.46
BCE	243,000	4.7	0.7	0.4	13.2%	0.08
HBC	489,071	6.3	0.7	0.2	16.2%	1.72
Trung bình		5.7	0.6	0.3	0.1	0.4

Chúng tôi vẫn đánh giá cao HBC về khả năng tìm kiếm và gia tăng các hợp đồng ký mới, mở rộng thị phần và củng cố thương hiệu, nhất là trong thời kỳ nền kinh tế đang trong giai đoạn khó khăn, hầu hết các ngành đều gặp khủng hoảng như hiện nay. Doanh thu thuần của HBC vẫn duy trì đà tăng trưởng khá tốt đến từ các gói thầu có giá trị cao.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng về doanh thu không tương ứng với tăng trưởng về lợi nhuận, mà nguyên nhân chủ yếu đến từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính lớn đối với một ngành có biên lợi nhuận thấp như xây dựng dân dụng. Hệ số nợ vay/vốn chủ sở hữu tăng đều đặn qua các năm và hiện nay đang ở mức cao 1.72x. Trong khi đó, lợi nhuận giảm đã khiến ROA và ROE của 4 quý gần nhất cũng giảm mạnh chỉ còn lần lượt 1.7% và 10.4%. Điều này cho thấy HBC đang chú trọng mở rộng nhanh trong khi tiềm lực vốn không đủ dẫn đến giảm chất lượng tăng trưởng và thường xuyên gây căng thẳng lên dòng tiền. Nếu phát hành thành công 15 triệu cổ phiếu với giá 18,000-19,000 đ/cp, HBC có thể thu về 270-285 tỷ đồng, giúp công ty giảm bớt phần nào nợ vay tài trợ cho các công trình dở dang. Điều khiến chúng tôi khá băn khoăn về HBC là dư nợ vay cao và khoản phải thu lớn (2,211 tỷ phải thu khách hàng và thu theo tiến độ) tiềm ẩn khá nhiều rủi ro do tình trạng khó khăn chung của các chủ đầu tư bất động sản mà điều này không dễ dàng giải quyết trong ngắn hạn.

Với EPS dự báo 2013 vào khoảng 2,473 đ/cp tính trên số cổ phiếu lưu hành hiện tại được pha loãng thêm 30% từ khoản chia cổ tức bằng cổ phiếu theo dự kiến, cổ phiếu HBC có mức PE 2013 là 5.3x dựa trên mức giá giao dịch 13,100 đ/cp ngày 19/12/2012.



CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Thị Yến Vy**, 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 Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999