

**CÔNG TY CP XÂY DỰNG VÀ KINH DOANH ĐỊA ỐC HOÀ BÌNH (HBC)**

|   |                |               |            |             |          |             |            |
|---|----------------|---------------|------------|-------------|----------|-------------|------------|
| <b>Trần Thế Anh</b><br>Chuyên viên phân tích<br>Email: anhtt@fpts.com.vn<br>Điện thoại : (84) 8 6290 8686<br>Ext : 7918 | Giá hiện tại   | <b>14.700</b> |            |             |          |             |            |
|   | Giá mục tiêu   | <b>25.683</b> |            |             |          |             |            |
|   | Tăng/giảm      | 75,9%         |            |             |          |             |            |
|   | Tỷ suất cổ tức | 5,9%          |            |             |          |             |            |
|   |                |               | -18%       | -7%         | 0%       | 7%          | 18%        |
|   |                |               | <b>Bán</b> | <b>Giảm</b> | Theo dõi | <b>Thêm</b> | <b>Mua</b> |
|   |                |               |            |             |          |             |            |
|   |                |               |            |             |          |             | <b>MUA</b> |

**Diễn biến giá cổ phiếu HBC**

**Thông tin giao dịch**

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)       | 18.500     |
| Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)      | 13.500     |
| Số lượng CP niêm yết (cp)         | 51.580.664 |
| Số lượng CP lưu hành (cp)         | 47.903.004 |
| KLGD bình quân 3 tháng (cp/phiên) | 265.092    |
| % sở hữu nước ngoài hiện tại      | 31,66%     |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng)             | 515,8      |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)      | 699,38     |

| Định giá   | 2011   | 2012   | 2013F  |
|------------|--------|--------|--------|
| EPS (đ/cp) | 4.000  | 3.646  | 1.725  |
| BV (đ/cp)  | 19.204 | 21.060 | 23.103 |
| P/E        | 5,72   | 3,57   | 8,52   |
| P/B        | 1,19   | 0,62   | 0,64   |
| ROE        | 21,6%  | 17,5%  | 8,4%   |
| ROA        | 5,8%   | 3,3%   | 1,7%   |

| Danh sách cổ đông       | Tỷ lệ % |
|-------------------------|---------|
| Lucerne Enterprise Ltd  | 20,88%  |
| Lê Viết Hải             | 16,81%  |
| Chip Eng Seng Corp Ltd  | 4,77%   |
| Vietnam Holding Limited | 4,69%   |
| Khác                    | 52,86%  |

Chúng tôi định giá lần đầu CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình (HBC) theo mô hình tổng kết định giá từng phần. Giá trị hợp lý của HBC theo mô hình định giá dòng tiền trong hoạt động xây dựng kỳ vọng đến cuối năm 2014 là 21.810 đồng/cổ phiếu. Định giá lại tài sản đầu tư của Công ty đạt 3.872 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể **MUA** cổ phiếu HBC để đầu tư dài hạn. Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu HBC là năng lực tài chính của các chủ đầu tư ảnh hưởng đến tiến độ thu tiền và rủi ro thay đổi chính sách tiền tệ của Chính phủ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của Công ty.

Tổng giá trị các hợp đồng (HĐ) ký mới trong năm 2013 của HBC đạt khoảng 3.200 tỷ đồng. Doanh thu ghi nhận trong năm 2013 khoảng 4.200 tỷ đồng và giá trị HĐ gói đầu cho năm 2014 của Công ty đạt gần 3.900 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng năm 2014 của Công ty có thể đạt 5.000 tỷ đồng, tăng 19,6% so với năm 2013.

Dự báo lợi nhuận trước thuế cả năm 2013 của HBC đạt xấp xỉ 100 tỷ đồng, giảm 36% so với năm 2012 và chỉ hoàn thành được 40% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế năm 2013 chỉ đạt khoảng 2,4%, thấp hơn so với mức 3,7% của năm 2012. EPS cả năm 2013 của Công ty ước đạt 1.725 đồng/cổ phiếu, (đã pha loãng 32% do phát hành riêng lẻ và ESOP) giảm 52% so với EPS năm 2012).

Để đảm bảo doanh thu tăng trưởng cho các năm sau, Công ty chủ trương tìm kiếm các công trình có giá trị lớn (trên 100 tỷ đồng) và thanh khoản tốt. Đặc biệt là các công trình được đầu tư theo hình thức EPC, PPC và BT. Các công trình có giá trị nhỏ (dưới 100 tỷ đồng) được giao lại cho các công ty trực thuộc hoặc liên doanh thực hiện để tiết kiệm nguồn lực cho HBC.

Công ty đưa ra nhiều giải pháp để giám sát và thu hồi công nợ nhằm cải thiện dòng tiền kinh doanh. Phương thức mua hàng cũng được thay đổi để giảm phụ thuộc vào nguồn vốn vay. HBC đang tích cực tìm kiếm các nhà cung cấp lớn để được mua nguyên vật liệu với điều kiện thanh toán và giá

| <b>Bảng KQKD</b>      | <b>2011</b>  | <b>2012</b>  | <b>2013F</b> |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu             | 3.055        | 4.065        | 4.222        |
| Lợi nhuận gộp         | 420          | 378          | 359          |
| Lợi nhuận trước thuế  | 185          | 157          | 100          |
| Lợi nhuận sau thuế    | 150          | 131          | 75           |
| <b>Bảng CĐKT</b>      | <b>2011</b>  | <b>2012</b>  | <b>2013F</b> |
| <b>Tổng tài sản</b>   | <b>3.285</b> | <b>4.580</b> | <b>4.424</b> |
| Tài sản ngắn hạn      | 2.550        | 3.761        | 3.732        |
| Tài sản dài hạn       | 736          | 820          | 693          |
| <b>Tổng nguồn vốn</b> | <b>3.285</b> | <b>4.580</b> | <b>4.424</b> |
| Nợ ngắn hạn           | 2.472        | 3.560        | 3.190        |
| Nợ dài hạn            | 85           | 241          | 230          |
| Vốn chủ sở hữu        | 722          | 771          | 1.003        |

Đvt: tỷ đồng

chiết khấu tốt hơn, góp phần cải thiện biên lợi nhuận từ 8,5% (năm 2013) lên 9% (năm 2014).

HBC tiếp tục tái cơ cấu lại bộ máy hoạt động theo hướng cắt giảm đội ngũ lao động dư thừa, tiết kiệm giờ công để nâng cao năng suất lao động. Chi phí QLDN năm 2014 khoảng 167 tỷ đồng, giảm 1,35% so với năm trước và tỷ trọng chi phí quản lý/doanh thu thuần năm 2014 còn khoảng 3,3%.

Chúng tôi cho rằng những giải pháp trên của HBC là kịp thời và nằm trong khả năng của doanh nghiệp. Công ty có thể khắc phục khó khăn và ổn định lại hoạt động kinh doanh của mình từ năm 2014. Dựa vào mô hình định giá chúng tôi cho rằng năm 2014 là năm bản lề cho chu kỳ tăng trưởng mới của HBC.

Chúng tôi dự báo chỉ số ROE của HBC sẽ tăng từ 7,3% (năm 2013) lên 18,4% (năm 2021) nhờ cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản. Mô hình định giá cũng đưa ra giả định rằng kể từ năm 2019 trở đi, HBC có thể cân đối được dòng tiền và trích 50% lợi nhuận sau thuế hàng năm để chi trả cổ tức.

## Bảng số liệu tổng dự và dự báo

| <b>Chỉ tiêu</b>    | <b>Đvt</b> | <b>2012</b> | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> | <b>2018F</b> |
|--------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần    | Tỷ đồng    | 4.065       | 4.222        | 5.049        | 5.971        | 7.046        | 8.298        | 9.541        |
| LN gộp             | Tỷ đồng    | <b>378</b>  | <b>359</b>   | <b>454</b>   | <b>537</b>   | <b>634</b>   | <b>747</b>   | <b>859</b>   |
| LNST               | Tỷ đồng    | <b>131</b>  | <b>75</b>    | <b>125</b>   | <b>145</b>   | <b>206</b>   | <b>273</b>   | <b>350</b>   |
| EPS                | Đồng/cp    | 3.646       | 1.725        | 2.623        | 3.037        | 4.302        | 5.703        | 7.309        |
| DPS                | Đồng/cp    | 314         | 384          | 994          | 546          | 917          | 1.061        | 1.718        |
| Tăng trưởng DT     | %yoy       | 33,0%       | 3,9%         | 19,6%        | 18,3%        | 18,0%        | 17,8%        | 15,0%        |
| Tăng trưởng LN gộp | %yoy       | -10,0%      | -4,9%        | 26,6%        | 18,3%        | 18,0%        | 17,8%        | 15,0%        |
| Tăng trưởng LNST   | %yoy       | -12,5%      | -42,9%       | 67,8%        | 15,8%        | 41,7%        | 32,6%        | 28,2%        |
| Tăng trưởng EPS    | %yoy       | -8,9%       | -52,7%       | 52,1%        | 15,8%        | 41,7%        | 32,6%        | 28,2%        |
| ROE                | %          | 17,5%       | 8,4%         | 11,9%        | 12,5%        | 15,9%        | 18,7%        | 21,2%        |
| ROA                | %          | 3,3%        | 1,7%         | 2,8%         | 3,1%         | 4,0%         | 4,9%         | 6,1%         |
| P/E                | Lần        | 3.57        | 8.52         | 5.60         | 4.84         | 3.42         | 2.58         | 2.01         |
| P/B                | Lần        | 0.62        | 0.64         | 0.63         | 0.58         | 0.51         | 0.45         | 0.40         |

Nguồn: Báo cáo tài chính của HBC, FPTS tổng hợp và tính toán

## ĐỊNH GIÁ

**Bảng tổng kết giá cổ phiếu HBC**

|                                |               |
|--------------------------------|---------------|
| Hoạt động xây dựng             | 21.810        |
| Tài sản đầu tư                 | 3.872         |
| <b>Giá trị hợp lý cổ phiếu</b> | <b>25.683</b> |
| Giá cổ phiếu hiện tại          | 14.700        |
| <b>Tăng/giảm</b>               | <b>75,9%</b>  |

*Đvt: đồng/cổ phiếu*

### Định giá dòng tiền hoạt động xây dựng

Chúng tôi định giá hoạt động xây dựng của HBC theo phương pháp FCFF vì đây là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Công ty. Trong mô hình này, chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu xây dựng giai đoạn 2014 – 2021 của HBC bình quân đạt 16,2%/năm và tăng trưởng ổn định (từ năm 2022 trở đi) ở mức 4,2%/năm. **Sau khi chiết khấu dòng tiền hoạt động xây dựng đến cuối năm 2013, chúng tôi xác định mức giá cổ phiếu kỳ vọng mà Công ty có thể đạt được vào cuối năm 2014 là: 21.810 đồng/cổ phiếu** (giả định suất sinh lời mong muốn của cổ đông trong năm 2014 là 19,3% và tỷ suất cổ tức kỳ vọng khoảng 2,1%).

**Bảng tổng hợp mô hình định giá DCF hoạt động Xây dựng**

| Giá định DCF                                 |       |
|--|-------|
| WACC (2014)                                  | 13,7% |
| Thuế suất                                    | 22%   |
| Chi phí vốn CSH                              | 19,2% |
| Lãi suất phi rủi ro                          | 8,89% |
| Phần bù rủi ro                               | 9,88% |
| Hệ số beta                                   | 1,1   |
| Chi phí nợ                                   | 10,9% |
| Tăng trưởng bình quân <sup>(2014-2021)</sup> | 16,2% |
| Tăng trưởng bền vững                         | 4,2%  |

| Tổng hợp định giá                      | Ước tính (triệu đồng) |
|--|-----------------------|
| Thời gian dự phóng                     | 8 năm                 |
| <b>Tổng hiện giá dòng tiền (*)</b>     | <b>1.667.227</b>      |
| (+) Tiền và đầu tư ngắn hạn            | 500.917               |
| (-) Nợ ngắn và dài hạn                 | 1.319.701             |
| Giá trị vốn cổ phần                    | 891.233               |
| Lợi ích cổ đông thiểu số               | 143                   |
| Giá trị vốn CSH công ty mẹ             | 891.090               |
| Số lượng cổ phiếu                      | 47.903.004            |
| <b>Giá chiết khấu về cuối năm 2013</b> | <b>18.602</b>         |
| Kỳ vọng đầu tư vốn CP                  | 19,3%                 |
| Suất cổ tức kỳ vọng                    | 2,1%                  |
| <b>Giá kỳ vọng 12 tháng tới</b>        | <b>21.810</b>         |

(\*) Dòng tiền chiết khấu về cuối năm 2013. Nguồn: FPTs tính toán.

| Danh mục Tài sản đầu tư (tỷ đồng)           | Giá trị sổ sách |
|---|-----------------|
| 1. CTCP CK Sen Vàng                         | 14,248          |
| 2. CTCP ĐTXD Hạ tầng HBI                    | 78,884          |
| 3. CTCP Hoà Bình Phước Lộc Thọ              | 50,485          |
| 4. D/a Laguna                               | 54,389          |
| 5. CTCP Vĩnh Tiến (Bình An Plaza 16,67%)    | 26,117          |
| 6. CTCP Du lịch Hoà Bình (15%)              | 21,405          |
| 7. CTCP Jesco Asia (6.2%)                   | 2,085           |
| 8. Lô đất tại Long Thới, Nhà Bè (29.698 m2) | 57,800          |
| 9. Lô đất tại Nhơn Đức, Nhà Bè (8.518 m2)   | 9,649           |

### Định giá tài sản đầu tư

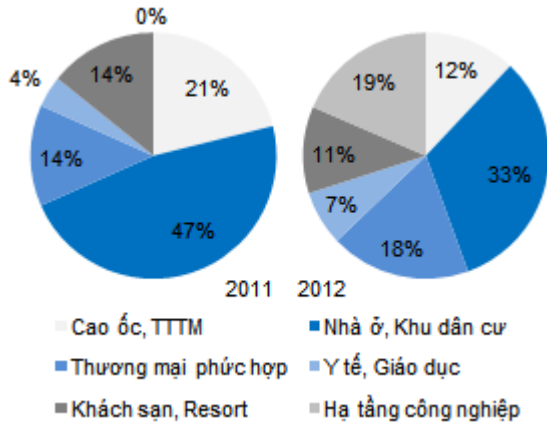
Hiện tại, tổng giá trị tài sản đầu tư của Công ty khoảng 315 tỷ đồng, tương đương 4.524 đồng/cổ phiếu. Sau khi điều chỉnh lại giá trị hợp lý các tài sản đầu tư của Công ty, **chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý danh mục tài sản đầu tư của HBC là 173 tỷ đồng, tương đương: 3.872 đồng/cổ phiếu (\*)**.

(\*) mức giá này hợp lý cho thời điểm cuối năm 2014.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

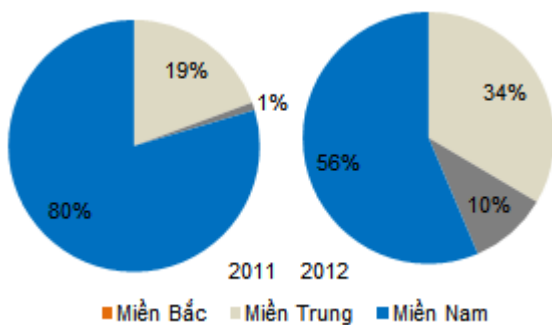
### Phân khúc hoạt động

**Cơ cấu doanh thu xây dựng theo loại hình**



**CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình (HBC)** đã có hơn 25 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công các công trình xây dựng dân dụng và công nghiệp. Trong 2 năm trở lại đây, phân khúc xây dựng dân dụng gặp nhiều khó khăn đã ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của Công ty. Để cải thiện tình hình, HBC đã chuyển dịch cơ cấu kinh doanh sang đầu thầu các công trình hạ tầng công nghiệp, y tế và giáo dục. Đây là phân khúc xây dựng mà chủ đầu tư chủ động thu xếp vốn nên kỳ thu tiền sẽ nhanh hơn qua đó giúp Công ty giảm bớt áp lực dòng tiền khi triển khai nhiều công trình cùng lúc. Trong năm 2012 Công ty đã ký được 7 công trình hạ tầng công nghiệp với tổng giá trị hợp đồng đạt hơn 1.700 tỷ đồng. Nhờ đó, doanh thu xây dựng hạ tầng công nghiệp năm 2012 chiếm 18,5% doanh thu thuần trong khi năm 2011 hầu như không có.

**Cơ cấu doanh thu xây dựng theo địa bàn**

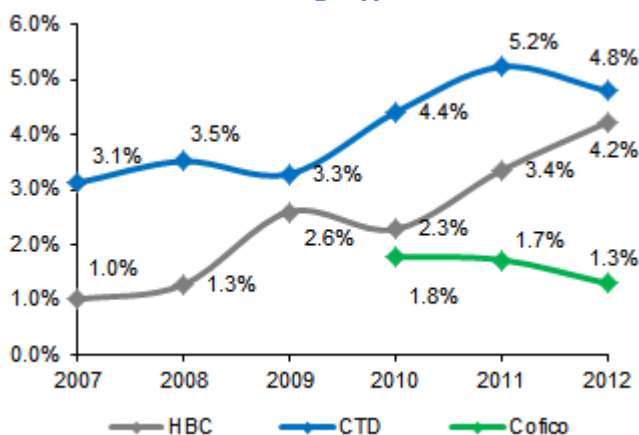


Cập nhật đến 30/9/2013, trong số gần 60 công trình mà HBC đang thi công thì các hạng mục hạ tầng công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn nhất (khoảng 33%), tiếp theo là khách sạn – resort (30%). Tỷ trọng các công trình xây dựng nhà ở, khu dân cư chiếm khoảng 24%. Đây là tín hiệu khả quan cho thấy tiến độ thu tiền của Công ty sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

### Địa bàn hoạt động

Địa bàn hoạt động hiện tại của HBC tập trung ở các tỉnh miền Nam. Tuy nhiên, Công ty đang có xu hướng mở rộng thị phần ra các tỉnh phía Bắc (từ Huế trở ra). Bước đầu của sự thay đổi đã cho ra kết quả tích cực, tỷ trọng doanh thu xây dựng ở miền Bắc và miền Trung đã tăng từ 20,4% (năm 2011) lên 43,6% (năm 2012) trong khi tỷ trọng doanh thu xây dựng miền Nam đã giảm từ 79,6% xuống còn 56,4%. Trong năm 2013, HBC tiếp tục trúng thầu các công trình lớn ở khu vực phía Bắc như: Vietinbank Tower (Hà Nội), TTTM A2-02 Gamuda City (Hà Nội)...

**Thị phần doanh thu xây dựng dân dụng – công nghiệp**



### Lợi thế cạnh tranh; Thị phần và Đối thủ

Năng lực thi công đem lại lợi thế cạnh tranh cốt lõi cho HBC. Nhờ quản lý tốt chi phí nguyên vật liệu đầu vào, rút ngắn thời gian thi công (giảm được chi phí quản lý dự án) và cung cấp những gói giải pháp thi công mới tiết kiệm chi phí nên doanh thu xây dựng trong các năm qua của Công ty

tăng trưởng cao. Tăng trưởng doanh thu xây dựng của HBC bình quân lên tới gần 55%/năm trong giai đoạn 2008 – 2012. Đây được xem là mức tăng trưởng cao trong khối xây dựng dân dụng.

Đối thủ cạnh tranh chính của HBC ở thị trường phía Nam là Cotecons (CTD), Cofico và Investco trong khi đối thủ cạnh tranh chính ở phía Bắc là Vinaconex, Tổng công ty Xây dựng số 1. Năm 2012, thị phần xây dựng dân dụng và công nghiệp của HBC là 4,2% trong khi thị phần của CTD là 4,8% và Cofico là 1,3%. Ngoài ra, các nhà thầu xây dựng nước ngoài cũng là những đối thủ cạnh tranh rất mạnh với lợi thế về quy mô và tiềm lực tài chính như: Kumho, Posco, Hyundai, Doosan... Với các đối thủ này, HBC vừa cạnh tranh trực diện (đấu thầu trực tiếp) nhưng vẫn chủ động hợp tác làm nhà thầu phụ để học hỏi kinh nghiệm cũng như trình độ xây dựng của nước ngoài.

## Rủi ro hoạt động

### Rủi ro chậm thanh toán

Việc chậm thanh toán do chủ đầu tư gặp khó khăn tài chính hoặc do một số chủ đầu tư cố ý kéo dài thời gian thanh toán để chiếm dụng vốn của nhà thầu. Trong khi nhà thầu vẫn phải chi trả tiền lương cho nhân công và chi phí mua hàng từ nhà cung cấp. Khoản phải thu tăng mạnh buộc Công ty phải sử dụng nguồn vốn bên ngoài (chủ yếu là đi vay nợ) nhiều hơn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Khoản phải thu kéo dài làm phát sinh chi phí trích lập dự phòng khiến lợi nhuận của doanh nghiệp bị giảm đi đáng kể. Bình quân trong giai đoạn 2008 – 2012 kỳ thu tiền của HBC khá ổn định, khoảng 43 ngày. Tuy nhiên, kể từ Q1/2013 thì kỳ thu tiền của Công ty kéo dài thêm tới 15 - 20 ngày. Trong 9 tháng 2013, HBC đã phải trích lập tới hơn 31 tỷ đồng dự phòng khoản phải thu khó đòi.

### Rủi ro từ chính sách tiền tệ

Cơ cấu tài chính của HBC phụ thuộc vào nợ vay nên chính sách tiền tệ ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh của Công ty. Cụ thể, lạm phát năm 2011 tăng lên tới 18,1% so với 11,5% của năm 2010 khiến lãi suất cho vay bình quân các NHTM áp dụng cho HBC cũng tăng từ 15%/năm (năm 2010) lên gần 18%/năm (năm 2011). Chi phí lãi vay năm 2011 của HBC lên tới 149 tỷ đồng, gấp 3 lần so với năm 2010. Mặc dù doanh thu thực hiện 2011 vượt 22% kế hoạch nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ hoàn thành được 88% kế hoạch.



## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

### Hoạt động Sản xuất kinh doanh

#### Doanh thu thuần

Trong giai đoạn 2008 – 2012, HBC theo đuổi chiến lược tăng trưởng nhanh và tập trung vào mảng thi công các công trình xây dựng dân dụng và công nghiệp. Công ty đã nhận được nhiều danh hiệu có uy tín như: Giải thưởng Ernst & Young 2011 dành cho top 24 doanh nhân “Bản lĩnh doanh nhân lập nghiệp”, giải thưởng “Thương hiệu Quốc gia” năm 2008, 2010, 2012. Theo đánh giá của nhiều kỹ sư trong nghề thì HBC là một trong những công ty xây dựng có uy tín và là thương hiệu mạnh trong ngành xây dựng Việt Nam.

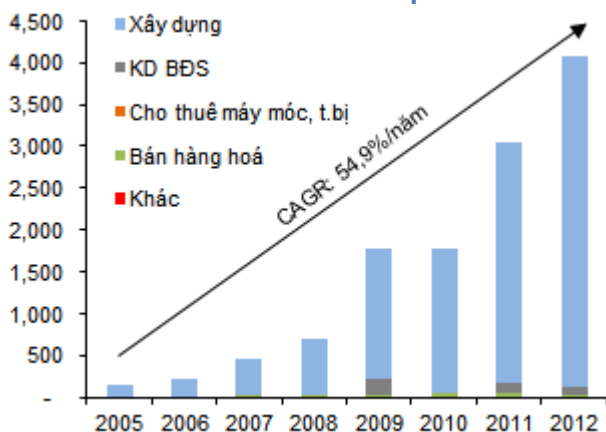
Doanh thu thuần của Công ty bình quân tăng khoảng 55%/năm trong giai đoạn 2008 – 2012, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành xây dựng dân dụng – công nghiệp (16,8%/năm) và cao hơn một số công ty xây dựng khác như: CTD (27%/năm), SDT (23%/năm), BCE (26,1%/năm). Doanh thu xây dựng của HBC bình quân chiếm 95% tổng doanh thu. Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm cao giúp cải thiện thị phần xây dựng của Công ty từ 1,3% (năm 2008) lên 4,2% (năm 2012).

Doanh thu thuần 9T2013 của HBC đạt hơn 2.800 tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành được khoảng 56% kế hoạch 2013. Hiện tại, Công ty đang thi công gần 60 công trình với giá trị ghi nhận theo tiến độ khoảng 1.744 tỷ đồng. Ước tính trong Q4/2013, Công ty có thể hạch toán được khoảng 1.400 tỷ đồng. Như vậy, doanh thu thực hiện trong năm 2013 của Công ty ước đạt hơn 4.200 tỷ đồng, hoàn thành được 84% kế hoạch.

Trong năm 2013, HBC ký mới được khoảng 3.200 tỷ đồng, trong đó có các HĐ quy mô lớn như: Thi công phần hầm Vietinbank Tower (769 tỷ đồng), phần kết cấu và hoàn thiện dự án Sora Gardens I (400 tỷ đồng), phần kết cấu và hoàn thiện dự án Sunrise City Plot (306 tỷ đồng). Với doanh thu ghi nhận trong năm 2013 ước khoảng 4.200 tỷ đồng thì giá trị HĐ gói đầu cho năm 2014 của Công ty đạt gần 3.900 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng năm 2014 của Công ty có thể đạt 5.000 tỷ đồng, tăng 19,6% so với năm 2013.

Theo dự báo của tổ chức Business Monitor International (BMI), tăng trưởng giá trị hàng năm của ngành xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2013 – 2020 xấp xỉ 11,2%/năm. Mặc dù tăng trưởng thấp hơn so với các năm trước đó, tuy nhiên sự ổn định

**Cơ cấu Doanh thu thuần qua các năm**

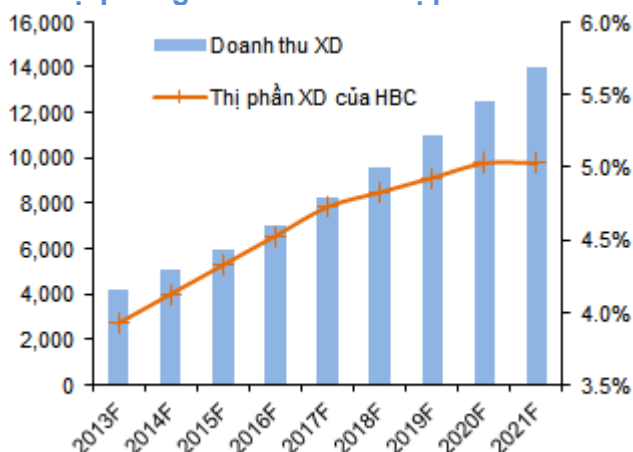


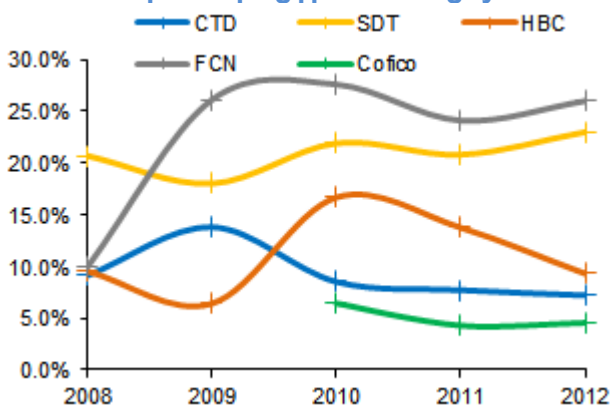
**Phải thu theo tiến độ HĐXD**

| Công trình                          | Giá trị còn lại |
|-------------------------------------|-----------------|
| Tràng Tiền Plaza                    | 278             |
| Khu nhà ở chuyên gia <sup>(*)</sup> | 210             |
| Khu nhà ở công nhân <sup>(*)</sup>  | 123             |
| NH tiệc cưới Đông Phương            | 101             |
| Le Meridien Saigon                  | 74              |
| Celadon City                        | 54              |

(\*) Nhà máy Formosa  
Cập nhật đến Q3/2013. Đvt: tỷ đồng

**Dự phóng doanh thu và thị phần của HBC**



**Biên lợi nhuận gộp các công ty XD**


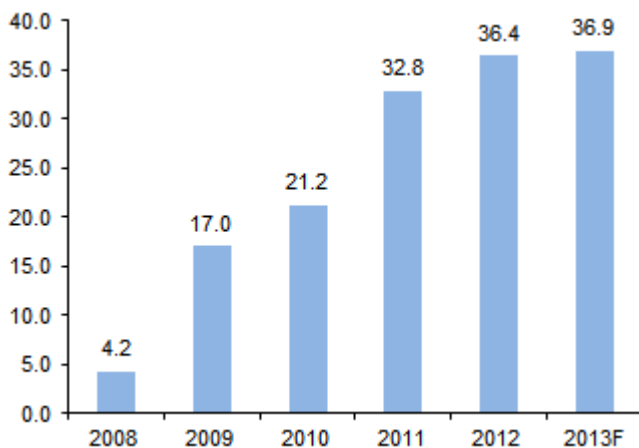
sẽ cao hơn.

Về phía HBC, Công ty vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cao hơn bình quân ngành nhờ lợi thế về thương hiệu, năng lực cạnh tranh và ban lãnh đạo có nhiều tham vọng. Tuy nhiên, so với các năm trước thì tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của HBC trong giai đoạn 2012 – 2021 cũng có phần chậm lại, khoảng 16,2%/năm. Chúng tôi dự báo đến năm 2020, thị phần xây dựng của HBC có thể đạt 5%.

### Biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp năm 2012 của HBC đạt 9,1%, thấp hơn nhiều so với mức 14% của năm 2011 và 16,5% của năm 2010. Biên lợi nhuận gộp giảm chủ yếu do thị trường BĐS khó khăn và chính sách tài khoá thắt chặt. Nhiều dự án triển khai chậm hoặc ngưng làm tăng chi phí và Công ty phải gánh chịu một phần. Ngoài ra, khối lượng xây dựng trong 2 năm gần đây tăng trưởng thấp, đặc biệt tăng trưởng xây dựng năm 2012 chỉ đạt 10%, bằng ½ tốc độ tăng trưởng hàng năm trong giai đoạn 2006 – 2010, khiến áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn. Ở nhiều hợp đồng xây dựng có giá trị lớn, Công ty phải chấp nhận giảm giá gọi thầu đầu để tăng cơ hội trúng thầu. Điều này đồng nghĩa với việc HBC phải chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn.

Dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2013 của HBC có thể chỉ đạt 8,5% do: (1) Thị trường BĐS vẫn còn khó khăn và (2) một số công trình đã hoàn thành nhưng chưa được nghiệm thu nên vẫn làm phát sinh chi phí quản lý và giám sát. Biên lợi nhuận của Công ty có thể cải thiện lên 9% trong năm 2014 nhờ những thay đổi tích cực trong bộ máy hoạt động và chính sách mua hàng từ các nhà cung cấp nguyên vật liệu.

**Doanh thu tài chính**


### Doanh thu tài chính

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của HBC là xây dựng nên doanh thu tài chính không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của Công ty. Thông thường, để làm cơ sở chứng minh năng lực tài chính của nhà thầu trước các chủ đầu tư thì HBC phải duy trì một tỷ lệ tiền mặt tối thiểu bằng 30% nợ ngắn hạn. Số tiền này được Công ty duy trì thường xuyên trong tài khoản ngân hàng và được hưởng lãi suất tiền gửi ngắn hạn, kỳ hạn từ 1 đến 3 tháng.

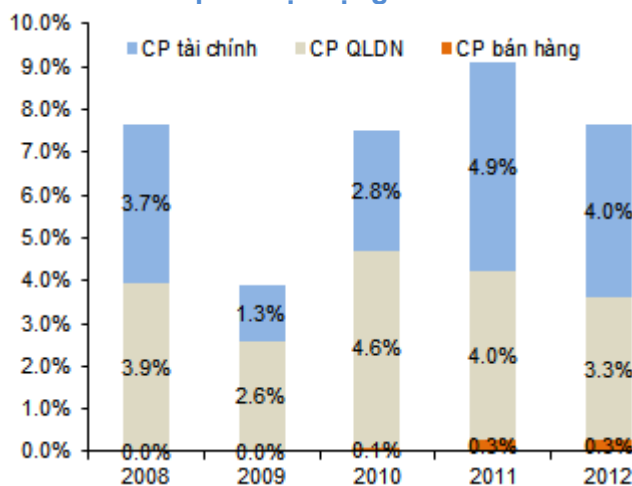
Tăng trưởng bình quân của doanh thu tài chính (2008 – 2012) đạt 23%/năm. Doanh thu tài chính năm 2012 của Công ty đạt hơn 36 tỷ đồng, tăng 11% so với năm trước, trong đó lãi tiền gửi đạt gần 33 tỷ đồng (chiếm 93% doanh thu tài chính).

Mặc dù lãi suất huy động của các NHTM trong năm 2013 có xu hướng giảm (bình quân trong Q4/2013 là 7%/năm cho kỳ hạn 1 đến 3 tháng) nhưng nhờ cho vay 499 tỷ đồng lãi suất 20%/năm trong Q1/2013 nên doanh thu tài chính cả năm 2013 của HBC vẫn tăng 1% so với năm trước, đạt gần 37 tỷ đồng.

*Trong giai đoạn 2014 – 2021, chúng tôi giả định HBC sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ tiền gửi ngắn hạn, tương đương 30% nợ vay ngắn hạn đầu kỳ. Lãi suất huy động bình quân của các NHTM khoảng 7%/năm.*

### Chi phí hoạt động

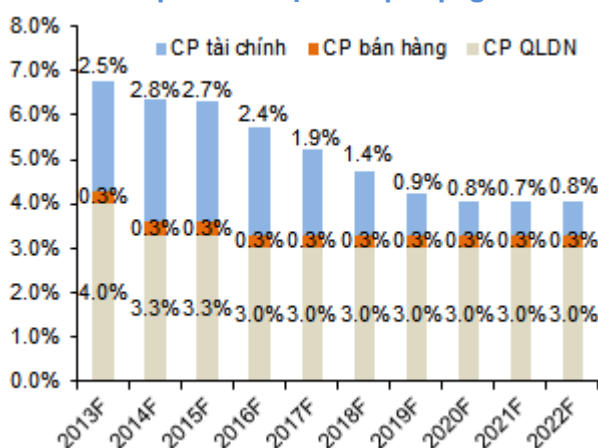
**Cơ cấu chi phí hoạt động/Doanh thu thuần**



Chi phí tài chính (trong đó 95 – 99% là chi phí lãi vay) bình quân chiếm 3,7% doanh thu thuần trong giai đoạn 2008 – 2012. Đặc biệt, chi phí tài chính bắt đầu tăng mạnh trong năm 2011 do Chính phủ thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát. Chi phí lãi vay năm 2011 của HBC cũng lên tới 146 tỷ đồng, gấp 3 lần năm 2010. Chi phí lãi vay năm 2012 của Công ty khoảng 158 tỷ đồng, chiếm 4% doanh thu và tăng 9% so với năm 2011. Lãi suất đi vay bình quân trong năm 2012 của HBC bình quân 10%/năm, giảm 8% so với năm 2011.

Dự báo chi phí lãi vay năm 2013 của HBC khoảng 105 tỷ đồng, giảm 34% so với năm 2012 nhờ dư nợ vay ngắn hạn cuối năm 2013 giảm 5% so với đầu năm và lãi suất vay nợ chỉ còn khoảng 7,7%/năm.

**Dự báo chi phí hoạt động**



*Trong giai đoạn 2014 – 2021, chúng tôi giả định đòn bẩy tài chính của HBC sẽ giảm từ 4 lần xuống còn 2,9 lần kể từ năm 2020 trở đi. Lợi nhuận giữ lại của Công ty ngày càng nhiều để tiếp tục được tái đầu tư và do đó giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn ngân hàng. Chúng tôi cũng dự báo lãi suất vay nợ trong dài hạn của Công ty xấp xỉ 11%/năm. Do đó, tỷ trọng chi phí tài chính/doanh thu năm 2021 là 0,8%, thấp hơn nhiều so với tỷ trọng 2,8% của năm 2014.*

Tháng 2/2012, HBC chính thức triển khai hệ thống lương theo phương pháp 3Ps (tiền lương - tiền thưởng - phúc lợi) đồng thời cơ cấu lại tỷ trọng lao động cơ hữu, tiết giảm chi phí lương và kiểm soát chặt chẽ giờ công nên tỷ trọng chi phí QLDN/doanh thu thuần của Công ty đã giảm từ 4,6% (năm 2010) xuống còn 3,3% (năm 2012). Chi phí QLDN năm 2012 chỉ tăng 12,6% do với năm 2011, thấp hơn nhiều so với mức tăng lên tới 65%/năm của 3 năm trước.

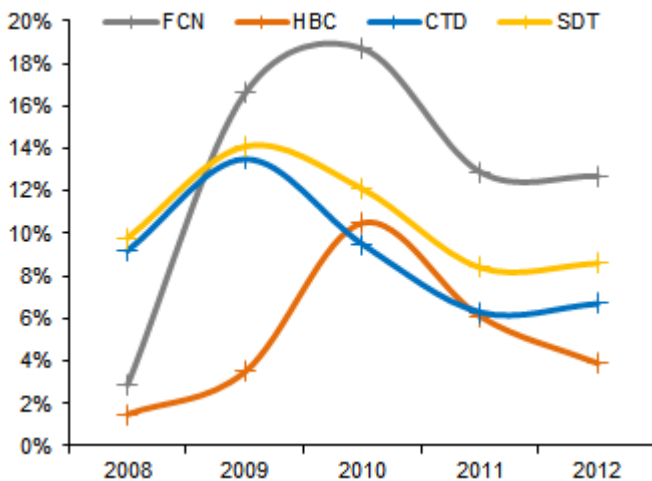
Tuy nhiên, chi phí QLDN năm 2013 dự báo lại sẽ tăng 24% so với năm 2012 đồng thời tỷ trọng chi phí QLDN/doanh thu năm 2013 của HBC tăng lên 4% do nhiều Công trình chưa được nghiệm thu nhưng vẫn phát sinh chi phí quản lý. Ngoài ra, việc



tham gia làm nhà thầu phụ cũng khiến bộ máy hoạt động của Công ty trở nên cồng kềnh và không hiệu quả. Để cải thiện tình hình thì kể từ Q4/2013, HBC tiếp tục tái cơ cấu lại bộ máy hoạt động theo hướng cắt giảm đội ngũ lao động dư thừa, tiết kiệm giờ công để nâng cao năng suất lao động. Chi phí QLDN năm 2014 ước khoảng 167 tỷ đồng, giảm 1,35% so với năm trước và tỷ trọng chi phí quản lý/doanh thu thuần năm 2014 còn khoảng 3,3%.

*Trong giai đoạn 2014 – 2020, Công ty đưa ra mục tiêu tỷ trọng chi phí QLDN/doanh thu chỉ ở khoảng 3%.*

### Biên lợi nhuận trước thuế các công ty XD



### Lợi nhuận trước thuế

Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế bình quân đạt 24,6%/năm (2008 – 2012), thấp hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần hàng năm (55,3%/năm). Biên lợi nhuận trước thuế của Công ty ngày càng thu hẹp do yếu tố biên lợi nhuận gộp và gánh nặng lãi vay ngày càng lớn. Cụ thể, biên lợi nhuận trước thuế giai đoạn 2008 – 2009 trong khoảng 2,5% - 3,5%, cải thiện lên 9,3% trong năm 2010 nhưng lại về 4,6% trong năm 2011 và chỉ còn khoảng 2,2% trong năm 2012. Biên lợi nhuận trước thuế năm 2011 giảm mạnh là do chi phí lãi vay cao gấp 3 lần năm trước và năm 2012 tiếp tục suy giảm do biên lợi nhuận gộp chỉ còn 9% (so với bình quân 15% của 2 năm trước đó) và chi phí lãi vay vẫn tiếp tục tăng 9% so với năm trước.

### Tổng hợp dự báo KQKD năm 2013

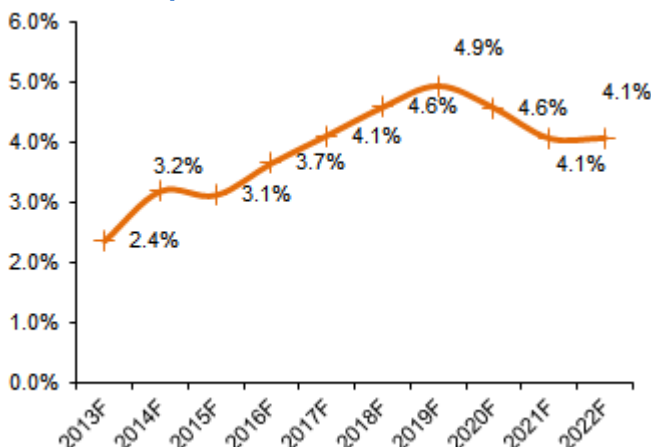
| Chỉ tiêu        | 2012  | KH 2013 | TH 2013 | %KH |
|-----------------|-------|---------|---------|-----|
| Doanh thu thuần | 4.065 | 5.000   | 4.222   | 84% |
| Chi phí lãi vay | 158   | n/a     | 104     | n/a |
| LN trước thuế   | 157   | 247     | 86      | 35% |
| EPS             | 3.646 | n/a     | 1.486   | n/a |
| Cổ tức tiền mặt | 10%   | 10%     | 5%      | 50% |

*Nguồn: Fpts tính toán*

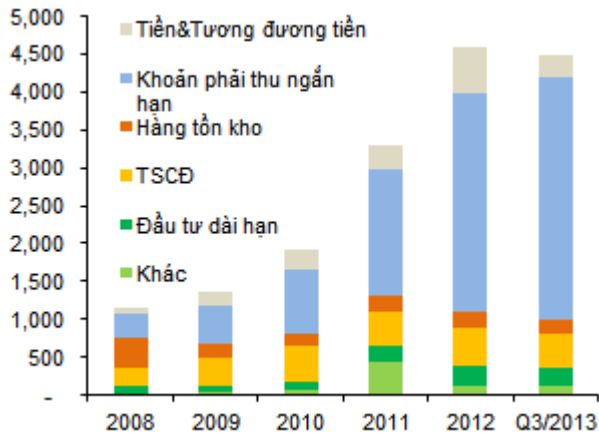
Dự báo lợi nhuận trước thuế cả năm 2013 của HBC đạt xấp xỉ 100 tỷ đồng, giảm 36% so với năm 2012 và chỉ hoàn thành được 40% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế năm 2013 chỉ đạt khoảng 2,4%, thấp hơn so với mức 3,7% của năm 2012. EPS cả năm 2013 của Công ty ước đạt 1.725 đồng/cổ phiếu (đã pha loãng 32% do phát hành riêng lẻ và ESOP), giảm 52% so với EPS năm 2012.

*Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận trước thuế của HBC sẽ giao động khoảng 3,5 – 5% trong giai đoạn 2014 – 2020 và xấp xỉ 4% kể từ năm 2021 trở đi.*

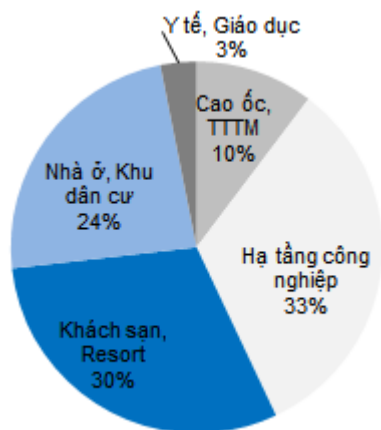
### Dự báo biên LN trước thuế



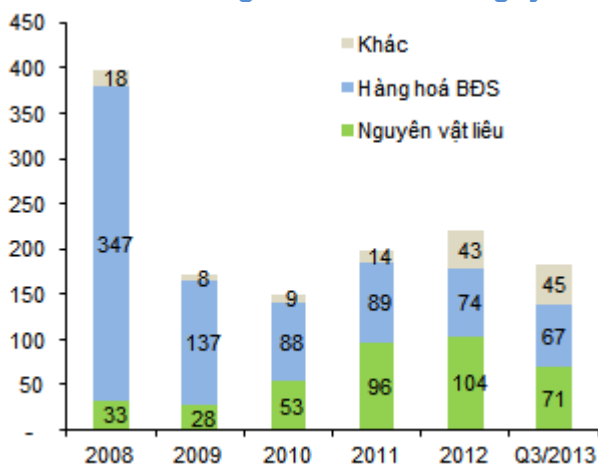
### Cơ cấu Tài sản của Công ty



### Phân loại các công trình đang thi công (tính đến 30/9/2013)



### Cơ cấu Hàng tồn kho của Công ty



### Tình hình tài chính

**Tổng tài sản tăng trưởng bình quân 37,3%/năm (2008 – 2012).** Trong đó, tài sản ngắn hạn tăng 49,6%/năm và tài sản dài hạn tăng 13,4%/năm. Tỷ trọng tài sản ngắn hạn/tổng tài sản tăng từ 69% (năm 2008) lên 82% (năm 2012).

#### Khoản phải thu ngắn hạn

Khoản phải thu ngắn hạn của HBC bình quân tăng tới 69%/năm trong giai đoạn 2008 – 2012. Tỷ trọng khoản phải thu khách hàng/khoản phải thu ngắn hạn giảm từ 51% (năm 2008) xuống còn 26% (năm 2012) trong khi tỷ trọng khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng lại tăng từ 39% lên 60%. Điều này cho thấy khối lượng công việc thực hiện của HBC ngày càng lớn. Kỳ thu tiền khách hàng trong giai đoạn 2008 – 2012 khá ổn định, khoảng 43 ngày (Công ty quy định tối đa là 45 ngày kể từ ngày có biên bản nghiệm thu công trình thì chủ đầu tư phải thanh toán hết cho HBC).

Tuy nhiên, từ Q1/2013 thì kỳ thu tiền của HBC đã kéo dài thêm tới 15 - 20 ngày. Nguyên nhân chính là do các chủ đầu tư gặp khó khăn chưa nghiệm thu công trình nên doanh thu chưa được ghi nhận. Ngoài ra, khi hoàn thành công trình thì chủ đầu tư yêu cầu giữ lại một khoản tiền khoảng 10% giá trị khối lượng thực hiện được trong vòng 12 tháng để bảo hành công trình nên khi khối lượng công trình hoàn thành tăng lên cũng làm tăng khoản phải thu khách hàng. Dự báo kỳ thu tiền khách hàng bình quân trong năm 2013 sẽ lên tới 58 ngày, cao hơn so với bình quân 43 ngày của năm 2012.

#### Hàng tồn kho

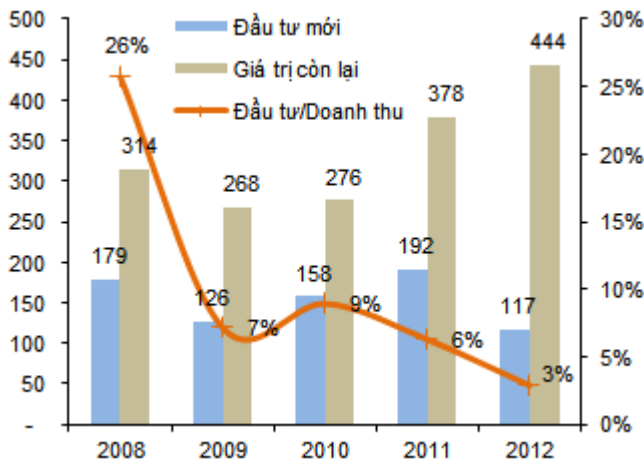
Tỷ trọng hàng tồn kho/Tổng tài sản của Công ty giảm từ 34% (2008) xuống chỉ còn 5% (2012). Cơ cấu hàng tồn kho chuyển dịch mạnh mẽ theo hướng giảm mạnh tồn kho hàng hoá BĐS. Tính đến 30/9/2013, hàng tồn kho của HBC là 184 tỷ đồng, giảm 17% so với đầu năm. Trong đó, tồn kho nguyên vật liệu là 61 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 33% hàng tồn kho. Tồn kho BĐS của Công ty hiện còn khoảng 67,4 tỷ đồng bao gồm: Quyền sử dụng đất tại Lô đất Long Thới (2,9ha tương đương 57,8 tỷ đồng) và Lô đất Nhơn Đức (0,85ha tương đương 9,6 tỷ đồng).

*Định hướng của Công ty trong thời gian tới là sẽ tìm đối tác để chuyển nhượng các dự án này.*

#### Đầu tư tài sản cố định (TSCĐ)

Trong vòng 6 năm trở lại đây, HBC đầu tư rất nhiều vào TSCĐ

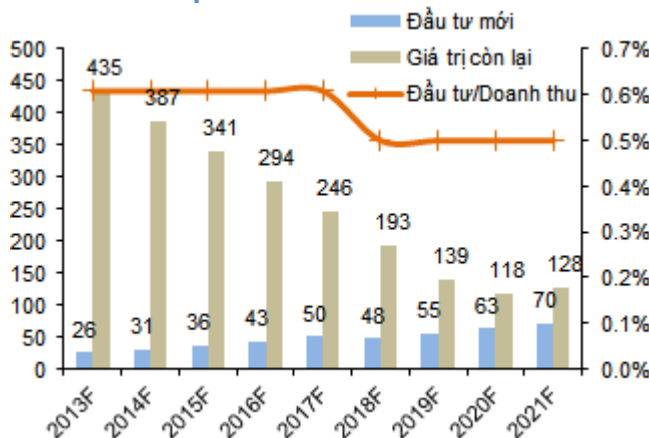
### Đầu tư TSCĐ của HBC



trong đó hơn 90% là máy móc thiết bị vì: (1) Công ty tham gia nhiều công trình với vai trò nhà thầu phụ nên đòi hỏi nhiều máy móc, thiết bị có sẵn. (2) Công ty muốn giảm sự phụ thuộc vào việc thuê ngoài. (3) Ngoài ra, muốn duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm lên tới trên 50% thì HBC phải đẩy mạnh việc đầu tư các máy móc, thiết bị hiện đại. Tính đến 30/9/2013, giá trị TSCĐ còn lại của HBC là 448 tỷ đồng, chiếm 10% tổng tài sản của Công ty, trong đó chủ yếu là máy móc – thiết bị (chiếm tới 95% giá trị TSCĐ).

Mặc dù đầu tư vào TSCĐ mang lại sự chủ động cho HBC, tuy nhiên, việc phải trích ra hàng trăm tỷ mỗi năm để mua mới máy móc – thiết bị trong khi vòng quay các khoản phải thu đang tăng lên đáng kể và đòn bẩy tài chính của Công ty ngày càng cao cho thấy việc quản lý dòng tiền tại HBC đang có vấn đề.

### Dự báo TSCĐ của HBC

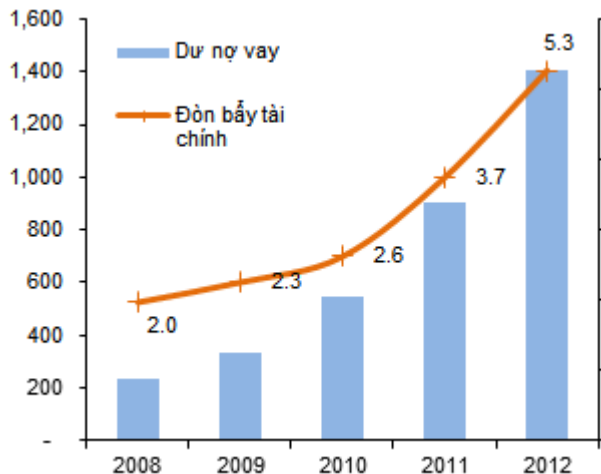


Hiện tại, số lượng máy móc – thiết bị của HBC có thể đáp ứng được 90% năng lực thi công của Công ty. Do đó, bắt đầu từ năm 2013 HBC hạn chế mua thêm máy móc – thiết bị để tập trung nguồn vốn cho hoạt động thi công xây dựng. Phần thiếu hụt (khoảng 10% năng lực thi công của Công ty) sẽ được bù đắp bằng việc thuê ngoài. Nhờ có mối quan hệ chặt chẽ với các nhà thầu phụ nên việc đi thuê của Công ty không gặp khó khăn.

*Trong mô hình dự báo, chúng tôi cho rằng HBC sẽ không đầu tư mua mới TSCĐ kể từ năm 2013 trở đi mà chỉ trích quỹ khoảng 0,5% doanh thu hàng năm để duy tu, bảo dưỡng máy móc – thiết bị.*

### Nợ phải trả

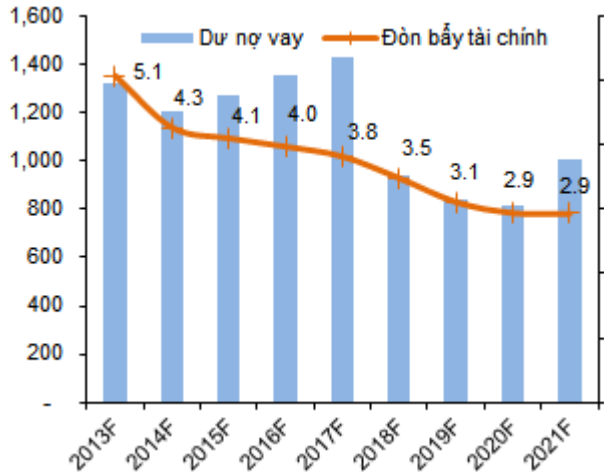
#### Tình hình vay nợ của Công ty



Nợ phải trả của HBC có xu hướng tăng mạnh trong giai đoạn 2008 – 2012. Đòn bẩy tài chính tăng từ 2 lần (năm 2008) lên tới 5,3 lần (năm 2012) cho thấy cấu trúc nguồn vốn của Công ty ngày càng rủi ro. Đặc biệt, việc vay nợ nhiều khiến hiệu quả kinh doanh của Công ty ngày càng giảm do chi phí tài chính tăng. Tính đến hết năm 2012, tổng nợ vay của HBC là 1.408 tỷ đồng (trong đó 1.302 tỷ đồng vay ngắn hạn), cao gấp 6 lần năm 2008. Tỷ trọng chi phí lãi vay/doanh thu năm 2012 lên tới gần 4%, gấp đôi so với năm 2008.

Trong Q2/2013 HBC đã phát hành thành công 10 triệu cổ phiếu cho công ty Lucerne Enterprise Ltd thu về 205 tỷ đồng giúp dư nợ vay trong Q3/2013 còn khoảng 1.256 tỷ đồng, giảm 10,8% so với đầu năm. Chúng tôi dự báo dư nợ vay đến cuối năm 2013 của Công ty sẽ ở khoảng 1.320 tỷ đồng, giảm 6,3% so với năm trước. Tỷ lệ vay nợ/vốn điều lệ năm 2013 là 2,9 lần, thấp hơn so với 3,7 lần của năm 2012.

### Dự báo đòn bẩy tài chính



Trong giai đoạn 2014 – 2021, chúng tôi kỳ vọng HBC sẽ dần cải thiện được chất lượng nguồn vốn bằng cách giảm dần sự phụ vào nguồn vốn vay thông qua các biện pháp nhằm quản trị tốt các khoản phải thu và sử dụng một phần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Chúng tôi dự báo tỷ lệ đòn bẩy của HBC năm 2021 ở mức 2,9 lần, giảm hơn 1 nửa so với năm 2012.

### Vốn chủ sở hữu

Tăng trưởng vốn chủ sở hữu giai đoạn 2008 – 2012 chỉ đạt 7,8%/năm, thấp hơn rất nhiều tốc độ tăng trưởng bình quân của tổng tài sản (37,3%/năm) và doanh thu (55,3%/năm). Vốn chủ sở hữu tính đến cuối năm 2012 của HBC đạt 771 tỷ đồng, tăng 6,9% so với năm trước và cao gấp 1,4 lần năm 2008. Vốn điều lệ Công ty đạt 413 tỷ đồng, tăng 97,2% so với năm trước và cao gấp 2,7 lần năm 2008. Nhìn chung, so với quy mô tài sản hiện tại thì tốc độ mở rộng quy mô vốn chủ sở hữu của HBC là khá chậm.

Tính đến ngày 30/9/2013, vốn chủ sở hữu của HBC đạt 953 tỷ đồng, tăng 23,7% so với đầu năm nhờ phát hành riêng lẻ 10 triệu cổ phiếu cho Nikko Securities giúp vốn điều lệ Công ty tăng 24,9% so với đầu năm và nâng giá trị thặng dư vốn cổ phần từ 199 tỷ đồng lên 301 tỷ đồng.

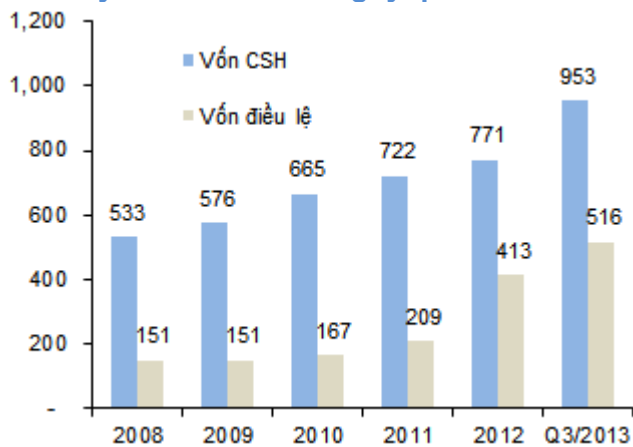
Hiện tại, Công ty đang sở hữu 3,97 triệu cổ phiếu quỹ (mua tích lũy từ năm 2010 đến 2012). Với giá vốn bình quân 27.709 đồng/cổ phiếu thì tổng giá trị cổ phiếu quỹ của HBC lên tới 110 tỷ đồng. Công ty đang muốn chào bán số cổ phiếu này để bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh nhưng gặp khó khăn do thị giá đang thấp hơn giá trị sổ sách (giá cổ phiếu HBC bình quân trong Q4/2013 chỉ ở mức 14.600 đồng/cổ phiếu).

Chúng tôi dự báo vốn chủ sở hữu của HBC cuối năm 2013 có thể đạt 1.003 tỷ đồng, tăng 30,1% so với năm trước. Giả định từ đây đến năm 2021 HBC không có kế hoạch tăng vốn điều lệ và cũng không chào bán được cổ phiếu quỹ thì vốn chủ sở hữu đến năm 2021 của Công ty ước đạt 2.424 tỷ đồng, cao gấp 2,4 lần năm 2013.

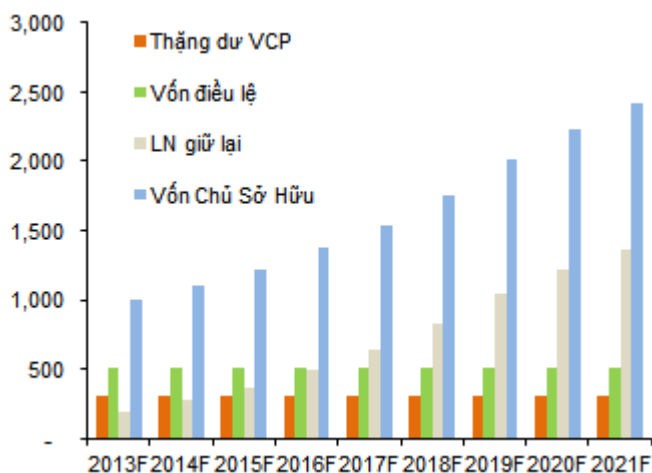
### Phân tích Dupont

ROE của HBC có xu hướng giảm, từ 22,4% trong năm 2010 xuống còn 17,5% trong năm 2012. ROE giảm trong khi đòn bẩy tài chính tăng mạnh cho thấy hiệu quả hoạt động của HBC ngày càng đi xuống. Cụ thể, đòn bẩy tài chính của Công ty năm 2010 là 2,62 lần tăng lên tới 5,21 lần trong 2012. Trong khi đó, ROA của Công ty lại giảm từ 8,6% (2010) xuống còn 3,3% (2012).

### Quy mô vốn của Công ty qua các năm



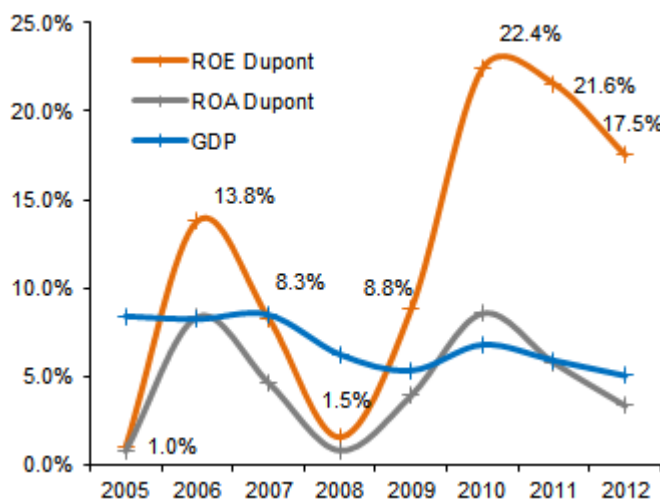
### Dự báo vốn chủ sở hữu của HBC



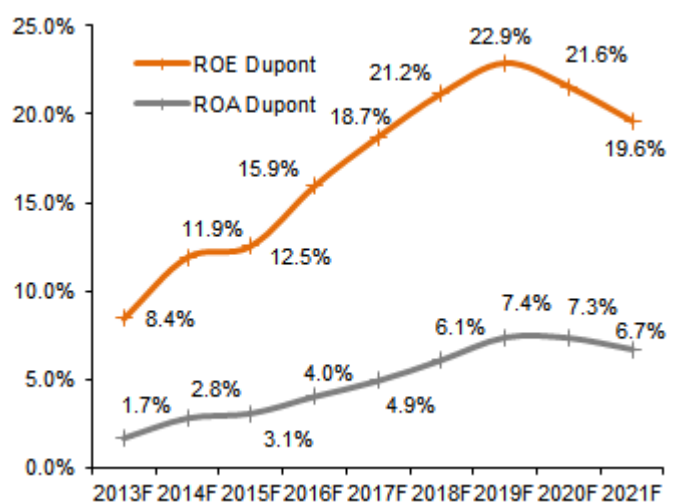
ROA, ROE của HBC trong giai đoạn 2005 – 2012 cho thấy hoạt động kinh doanh của Công ty có tính chu kỳ khá cao và phụ thuộc nhiều vào tăng trưởng GDP. Theo đó, chu kỳ thứ 1 của Công ty (giai đoạn 2005 – 2008) có đỉnh là năm 2006 (ROE đạt 13,8%) và kết thúc vào năm 2008 (ROE chỉ đạt 1,5%). Chu kỳ thứ 2 (bắt đầu từ năm 2009) có đỉnh là năm 2010 (ROE đạt 22,4%) và đang trong giai đoạn đi xuống.

*Theo như mô hình định giá của chúng tôi thì năm kết thúc chu kỳ thứ 2 của HBC là năm 2013 (ROE ước tính đạt 8,4%). Như vậy, chu kỳ thứ 3 của HBC có thể bắt đầu từ năm 2014. Dự báo chu kỳ thứ 3 của HBC sẽ kéo dài hơn và đỉnh của chu kỳ có thể là năm 2019 (ROE đạt 22,9%). Chúng tôi cho rằng từ năm 2014 trở đi thì tình hình kinh doanh của HBC sẽ bắt đầu khởi sắc trở lại.*

**Tương quan ROA, ROE của HBC với GDP**



**Dự báo ROA và ROE của HBC**



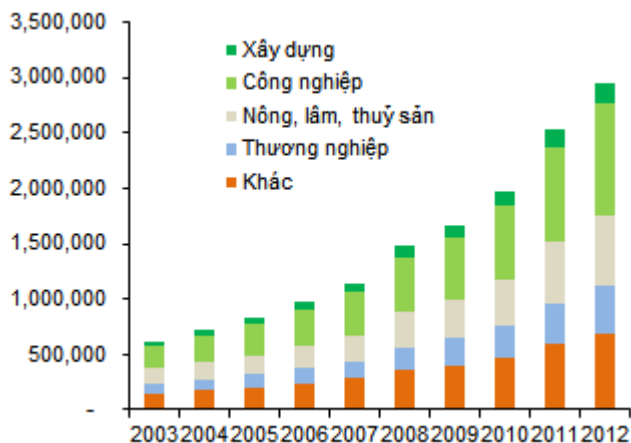


## PHỤ LỤC

### TỔNG QUAN NGÀNH

#### Thực trạng ngành Xây dựng Việt Nam

**Cơ cấu GDP (danh nghĩa) của Việt Nam**

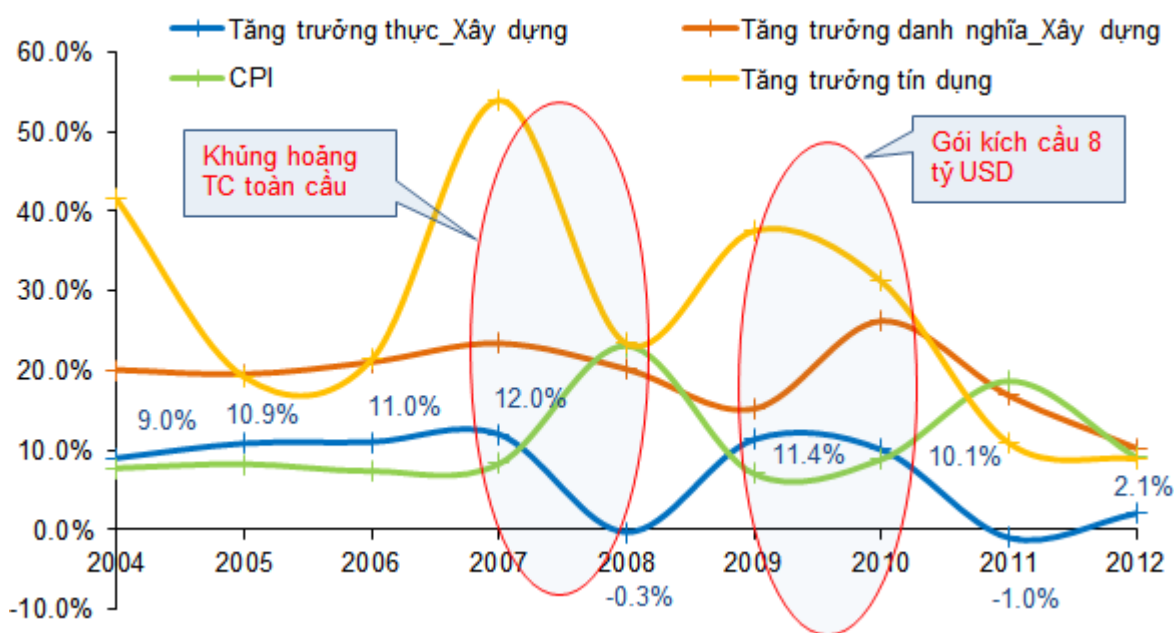


Nguồn: Tổng cục thống kê

Xây dựng là ngành quan trọng của nền kinh tế, vừa đóng góp trực tiếp vào GDP vừa hỗ trợ cho các ngành khác tăng trưởng. Giá trị của ngành xây dựng (tính theo giá danh nghĩa) đóng góp bình quân khoảng 6% vào tổng GDP của Việt Nam giai đoạn 2003 – 2012, đứng thứ 5 trong nhóm các ngành có tỷ trọng đóng góp lớn vào GDP.

Tính theo giá danh nghĩa, tăng trưởng bình quân giá trị xây dựng trong 5 năm trở lại đây đạt 17,6%/năm. Tuy nhiên, nếu tính theo giá trị so sánh năm 1994 (đã điều chỉnh lạm phát) thì tăng trưởng bình quân chỉ đạt 4,3%/năm, thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP thực hàng năm (5,8%/năm). Có những năm tăng trưởng thực của ngành xây dựng đạt được rất thấp, thậm chí tăng trưởng âm như năm 2008 (-0,3%) và năm 2011 (-1%). Đây đều là những năm mà chỉ số CPI của Việt Nam tăng rất mạnh, chính sách tiền tệ thắt chặt và đầu tư công giảm. Điều này cho thấy hoạt động kinh doanh của các công ty xây dựng hiện nay phụ thuộc rất nhiều vào nguồn tín dụng của các ngân hàng và chính sách tài khoá của Chính phủ.

**Mối tương quan giữa Xây dựng, lạm phát và chính sách tiền tệ**



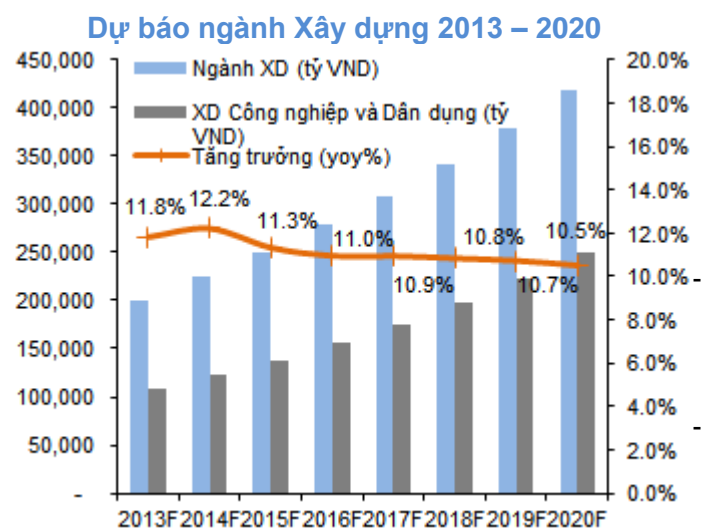
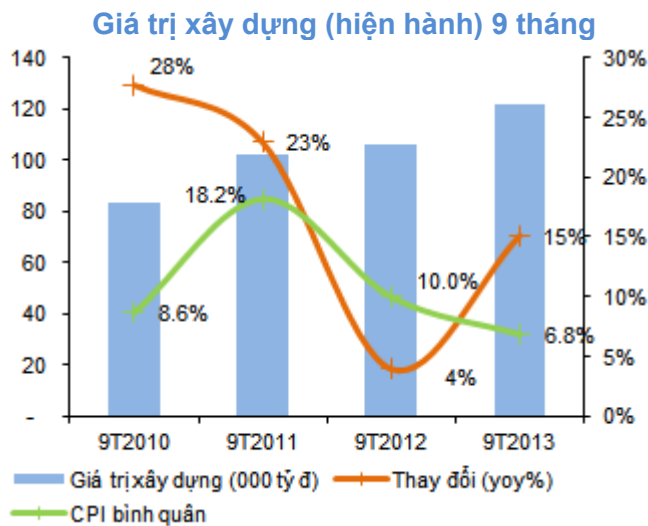
Nguồn: Tổng cục thống kê, NHNN

## Triển vọng ngành Xây dựng

Ngành xây dựng 9T2013 được hỗ trợ đáng kể nhờ lãi suất giảm mạnh và chính sách tài khoá được nới lỏng hơn. Cụ thể, tổng giá trị xây dựng trong 9T2013 của Việt Nam đạt hơn 122 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước.

Mặc dù hiện tại ngành Xây dựng vẫn chưa thực sự hồi phục, tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng của ngành này trong tương lai vẫn rất khả quan nhờ các yếu tố hỗ trợ như:

- Quốc hội đã thông qua Nghị quyết nâng trần bội chi từ 4,8% GDP lên 5,3% GDP trong năm 2014 để đáp ứng nhu cầu đầu tư và đảm bảo tăng trưởng hợp lý khoảng 5,8% - 6%. Động thái này sẽ giúp đưa một lượng tiền lớn vào lưu thông qua đó giúp nhu cầu đầu tư – xây dựng tăng lên.
- Dòng vốn FDI là nhân tố hỗ trợ tích cực cho ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp. Thu hút đầu tư FDI từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2013 ước tính đạt 21,6 tỷ USD, tăng 54,5% so với cùng kỳ năm trước và tập trung chủ yếu vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với 16,6 tỷ USD, chiếm 76,9% tổng vốn đăng ký. Đây là dấu hiệu tích cực cho thấy nhu cầu xây dựng hạ tầng công nghiệp (nhà máy, cơ sở sản xuất...) sẽ tiếp tục tăng trưởng. Đặc biệt, nếu trong thời gian tới Việt Nam gia nhập Hiệp định đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) thì dòng vốn FDI sẽ chảy vào Việt Nam mạnh hơn và là cơ hội lớn cho những công ty xây dựng có thể mạnh trong lĩnh vực xây dựng các công trình hạ tầng công nghiệp.
- Thị trường BĐS đang có những thay đổi lớn theo hướng tích cực hơn. Về cơ bản, nhu cầu nhà ở của người dân Việt Nam vẫn còn rất lớn do đó vẫn rất cần vai trò của các Công ty xây dựng.
- Nền kinh tế Việt Nam vẫn còn non trẻ, dư địa tăng trưởng trong tương lai vẫn còn lớn. Quá trình công nghiệp hoá – đô thị hoá vẫn đang diễn ra và dự báo sẽ tăng trưởng mạnh hơn sau khi Việt Nam giải quyết những khó khăn hiện tại. Điều này sẽ tạo động lực tăng trưởng cho ngành Xây dựng.



Nguồn: Báo cáo BMI

**Bảng tổng hợp số liệu tài chính**

| KQKD (tỷ đồng)                     | 2013F        | 2014F        | 2015F        | 2016F        | 2017F        | ĐKKT (tỷ đồng)                         | 2013F        | 2014F        | 2015F        | 2016F        | 2017F        |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                    | 4,222        | 5,049        | 5,971        | 7,046        | 8,298        | + Tiền và tương đương                  | 501          | 354          | 389          | 471          | 563          |
| - Giá vốn hàng bán                 | -3,864       | -4,595       | -5,434       | -6,412       | -7,551       | + Đầu tư TC ngắn hạn                   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận gộp                      | 359          | 454          | 537          | 634          | 747          | + Các khoản phải thu                   | 3,016        | 3,320        | 3,614        | 3,926        | 4,255        |
| - Chi phí bán hàng                 | -13          | -15          | -18          | -21          | -25          | + Hàng tồn kho                         | 215          | 263          | 321          | 391          | 475          |
| - Chi phí quản lý DN               | -169         | -167         | -197         | -211         | -249         | + Tài sản ngắn hạn khác                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận thuần từ HĐKD            | 177          | 273          | 322          | 402          | 473          | <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>           | <b>3,732</b> | <b>3,937</b> | <b>4,324</b> | <b>4,788</b> | <b>5,293</b> |
| - Doanh thu tài chính              | 36.9         | 27           | 25           | 26           | 28           | + Nguyên giá TSCĐ                      | 675          | 706          | 742          | 785          | 835          |
| - Lợi nhuận khác                   | -10          | 0            | 0            | 0            | 0            | + Khấu hao lũy kế                      | -256         | -332         | -415         | -505         | -604         |
| EBIT                               | 167          | 273          | 322          | 402          | 473          | + TSCĐ ròng                            | 409          | 364          | 318          | 270          | 221          |
| - Chi phí lãi vay                  | -105         | -139         | -161         | -171         | -160         | + Đầu tư tài chính dài hạn             | 248          | 248          | 249          | 248          | 248          |
| EBT                                | 100          | 161          | 186          | 257          | 341          | + Tài sản dài hạn khác                 | 35           | 35           | 35           | 35           | 35           |
| - Thuế TNDN                        | -25          | -35          | -41          | -51          | -68          | <b>Tổng tài sản dài hạn</b>            | <b>693</b>   | <b>647</b>   | <b>602</b>   | <b>554</b>   | <b>504</b>   |
| Lãi/lỗ từ góp vốn vào Cty liên kết | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>Tổng Tài sản</b>                    | <b>4,424</b> | <b>4,584</b> | <b>4,926</b> | <b>5,341</b> | <b>5,797</b> |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 75           | 125          | 145          | 206          | 273          | <b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>         | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> |
| - Lợi ích CĐTS                     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | + Phải trả ngắn hạn                    | 850          | 939          | 1,031        | 1,129        | 1,235        |
| LNST C.Ty Mẹ                       | 75           | 126          | 145          | 206          | 273          | + Vay và nợ ngắn hạn                   | 1,302        | 1,179        | 1,245        | 1,325        | 1,396        |
| EPS (đ)                            | 1,725        | 2,623        | 3,037        | 4,302        | 5,703        | + Phải trả ngắn hạn khác               | 1,038        | 1,119        | 1,192        | 1,261        | 1,381        |
| EBITDA                             | 238          | 349          | 405          | 492          | 572          | <b>Nợ ngắn hạn</b>                     | <b>3,190</b> | <b>3,237</b> | <b>3,468</b> | <b>3,715</b> | <b>4,012</b> |
| Khấu hao                           | -70          | -76          | -83          | -90          | -99          | + Vay và nợ dài hạn                    | 18           | 24           | 26           | 28           | 30           |
| Tăng trưởng doanh thu              | 3.9%         | 19.6%        | 18.3%        | 18.0%        | 17.8%        | + Phải trả dài hạn                     | 212          | 216          | 220          | 226          | 211          |
| Tăng trưởng LN HĐKD                | -23.3%       | 53.7%        | 18.3%        | 24.6%        | 17.8%        | <b>Nợ dài hạn</b>                      | <b>230</b>   | <b>241</b>   | <b>247</b>   | <b>254</b>   | <b>241</b>   |
| Tăng trưởng EBIT                   | -32.5%       | 62.9%        | 18.3%        | 24.6%        | 17.8%        | <b>Tổng nợ</b>                         | <b>3,420</b> | <b>3,478</b> | <b>3,714</b> | <b>3,969</b> | <b>4,254</b> |
| Tăng trưởng EPS                    | -52.7%       | 52.1%        | 15.8%        | 41.7%        | 32.6%        | + Cổ phiếu ưu đãi                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>    | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> | + Thặng dư VCP                         | 301          | 301          | 301          | 301          | 301          |
| Tỷ suất LN gộp                     | 8.5%         | 9.0%         | 9.0%         | 9.0%         | 9.0%         | + Vốn điều lệ                          | 516          | 516          | 516          | 516          | 516          |
| Tỷ suất LNST                       | 1.8%         | 2.5%         | 2.4%         | 2.9%         | 3.3%         | + Cổ phiếu quỹ                         | -110         | -110         | -110         | -110         | -110         |
| ROE DuPont                         | 8.4%         | 11.9%        | 12.5%        | 15.9%        | 18.7%        | + LN chưa phân phối                    | 197          | 280          | 363          | 491          | 638          |
| ROA DuPont                         | 1.7%         | 2.8%         | 3.1%         | 4.0%         | 4.9%         | + Lợi ích cổ đông thiểu số             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Tỷ suất EBIT                       | 4.0%         | 5.4%         | 5.4%         | 5.7%         | 5.7%         | + Khác                                 | 99           | 119          | 142          | 174          | 198          |
| LNST / LNTT                        | 75.0%        | 78.0%        | 78.0%        | 80.0%        | 80.0%        | <b>Vốn chủ sở hữu</b>                  | <b>1,003</b> | <b>1,106</b> | <b>1,212</b> | <b>1,372</b> | <b>1,543</b> |
| LNTT / EBIT                        | 59.6%        | 59.0%        | 57.8%        | 64.1%        | 72.1%        | <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>             | <b>4,424</b> | <b>4,584</b> | <b>4,926</b> | <b>5,341</b> | <b>5,797</b> |
| Vòng quay tổng TS                  | 0.94x        | 1.12x        | 1.26x        | 1.37x        | 1.49x        | <b>Lưu chuyển tiền tệ (triệu đồng)</b> | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> |
| Đòn bẩy tài chính                  | 5.07x        | 4.27x        | 4.10x        | 3.97x        | 3.82x        | <b>Tiền đầu năm</b>                    | <b>606</b>   | <b>501</b>   | <b>354</b>   | <b>389</b>   | <b>471</b>   |
| ROIC                               | 5.6%         | 9.2%         | 10.5%        | 12.3%        | 13.3%        | <b>Lợi nhuận trước thuế</b>            | <b>100</b>   | <b>161</b>   | <b>186</b>   | <b>257</b>   | <b>341</b>   |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>    | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> | + Khấu hao TSCĐ                        | 70           | 76           | 83           | 90           | 99           |
| Số ngày phải thu                   | 255          | 229          | 212          | 195          | 180          | + Lãi từ HĐ đầu tư                     | -37          | -27          | -25          | -26          | -28          |
| Số ngày tồn kho                    | 21           | 19           | 20           | 20           | 21           | + Chi phí lãi vay                      | 105          | 139          | 161          | 171          | 160          |
| Số ngày phải trả                   | 175          | 143          | 131          | 119          | 110          | + Thay đổi vốn lưu động                | 283          | 364          | 410          | 492          | 572          |
| Kỳ luân chuyển tiền                | 100          | 105          | 101          | 96           | 91           | <b>Tiền từ hoạt động KD</b>            | <b>-185</b>  | <b>-2</b>    | <b>24</b>    | <b>68</b>    | <b>123</b>   |
| COGS/Hàng tồn kho                  | 18.00        | 17.45        | 16.92        | 16.41        | 15.91        | + Thanh lý TSCĐ                        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>        | <b>2013F</b> | <b>2014F</b> | <b>2015F</b> | <b>2016F</b> | <b>2017F</b> | + Chi mua sắm TSCĐ                     | -26          | -31          | -36          | -43          | -50          |
| CS thanh toán hiện hành            | 1.2          | 1.2          | 1.2          | 1.3          | 1.3          | + Tăng (giảm) đầu tư                   | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| CS thanh toán nhanh                | 1.1          | 1.1          | 1.2          | 1.2          | 1.2          | + Các hoạt động đầu tư khác            | 37           | 27           | 25           | 26           | 28           |
| CS thanh toán TM                   | 0.2          | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 0.1          | <b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>        | <b>11</b>    | <b>-3</b>    | <b>-12</b>   | <b>-17</b>   | <b>-23</b>   |
| Nợ / Tài sản                       | 29.8%        | 26.3%        | 25.8%        | 25.3%        | 24.6%        | + Cổ tức đã trả                        | -48          | -26          | -44          | -51          | -82          |
| Nợ / Vốn sử dụng                   | 56.8%        | 52.1%        | 51.2%        | 49.6%        | 48.0%        | + Thu từ phát hành CP                  | 205          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Nợ / Vốn CSH                       | 3.41         | 3.14         | 3.07         | 2.89         | 2.76         | + Thay đổi nợ ngắn hạn                 | -89          | -116         | 68           | 81           | 74           |
| Nợ ngắn hạn/Tổng TS                | 29%          | 26%          | 25%          | 25%          | 24%          | + Các hoạt động TC khác                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Nợ dài hạn/Tổng TS                 | 0.4%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | <b>Tiền từ hoạt động TC</b>            | <b>69</b>    | <b>-142</b>  | <b>24</b>    | <b>31</b>    | <b>-9</b>    |
| Khả năng TT lãi vay                | 1.6          | 2.0          | 2.0          | 2.4          | 3.0          | Tiền thuần trong kỳ                    | -105         | -147         | 36           | 82           | 92           |
|                                    |              |              |              |              |              | <b>Tiền cuối năm</b>                   | <b>501</b>   | <b>354</b>   | <b>389</b>   | <b>471</b>   | <b>563</b>   |

**DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ****Đánh giá về giá trị cổ phiếu**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

| Khuyến nghị             | Diễn giải   |
|-------------------------|---|
| <b>Kỳ vọng 12 tháng</b> |   |
| <b>Mua</b>              | Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%         |
| <b>Thêm</b>             | Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%    |
| <b>Theo dõi</b>         | Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%     |
| <b>Giảm</b>             | Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18% |
| <b>Bán</b>              | Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%       |

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HBC và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

Tầng 2-Tòa nhà 71, Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4)37737070/ 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ  
Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

124 NguyễnThị Minh Khai, Quận Hải  
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888