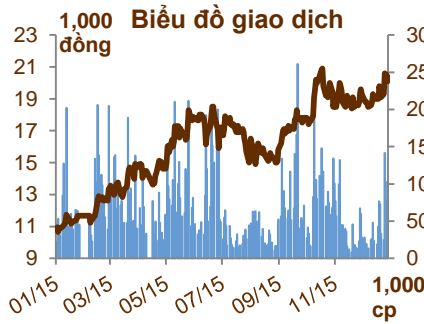


## Khuyến nghị

**NĂM GIỮ**  
**HOSE: HBC****Xây dựng**

Giá mục tiêu (VND)	21,700
Giá thị trường (VND)	20,400
Tỷ lệ tăng giá	6%
Suất sinh lợi cổ tức	5%
Tỷ suất sinh lợi	11%



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	79.2%	3.2%	8.9%	12.1%
Tương đối	87.6%	10.3%	21%	27.3%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

## Thống kê

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.3k-25.9k
SL lưu hành (triệu cp)	75
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,518
Vốn hóa (triệu USD)	69
% khối ngoại sở hữu	47.86%
Tỷ lệ cp tự do (%)	26.5
KLGD TB 3 tháng (cp)	559k
VND/USD	22,470
Index: VNIndex / HNX	543/75

## Cơ cấu sở hữu

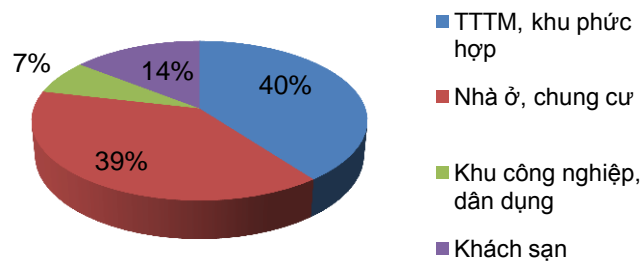
Lucerne Enterprise Ltd	18.9%
Lê Viết Hải – Chủ tịch	13.8%
PYN Elite Fund	11.46%
Mutual Fund Elite	5%
Deutsche Bank AG London	4.63%

## Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459  
vu.th@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

**Xây dựng Hòa Bình (HSX: HBC) – Doanh thu tăng trưởng****Doanh thu tăng trưởng sau 9 tháng 2015:**

Trong 9T2015, doanh thu HBC đạt 3,522 tỷ đồng, tăng 42.71% so với cùng kỳ năm ngoái. Thị trường bất động sản chung hồi phục, giúp tăng số dự án trúng thầu và qua đó là sự tăng trưởng doanh thu. Có thể nhận thấy hầu hết những dự án chính mang lại doanh thu cho Hòa Bình trong năm 2015 đến từ các công trình nhà ở, chung cư và TTTM.

**Cơ cấu dự án**

Nguồn: KISVN

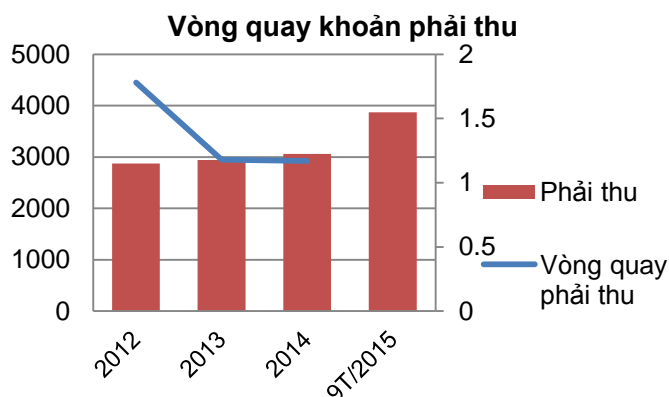
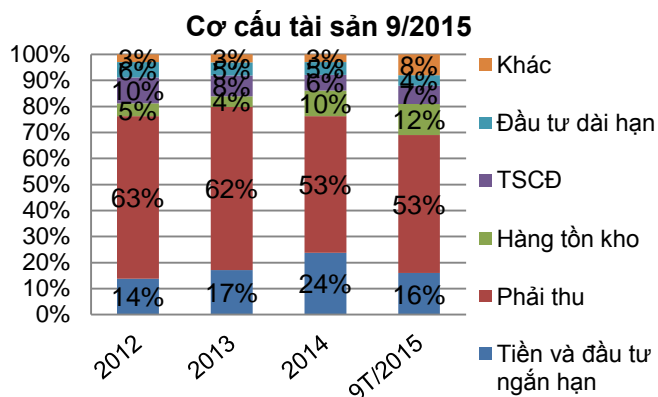
**Biên lợi nhuận gộp giảm:**

Dù có sự tăng trưởng về doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 5.66% trong 9T2015, giảm mạnh so với mức 10.22% của cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng việc giảm giá bỏ thầu để cạnh tranh đã khiến HBC chấp nhận lỗ ở các dự án SSG Tower và Estella Heights, qua đó làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty. Bên cạnh đó, sự dịch chuyển cơ cấu doanh thu cũng là một yếu tố khác làm giảm biên lợi nhuận gộp của công ty, khi mà các công trình về chung cư (có biên lợi nhuận thấp) chiếm một phần lớn (39%) trong tỷ trọng doanh thu sau 9 tháng đầu năm 2015.

**Vòng quay khoản phải thu vẫn thấp:**

Tính đến cuối Q3/2015, khoản phải thu của HBC tăng lên 3,827 tỷ đồng, chiếm 53% tổng tài sản. Tuy tỷ lệ khoản phải thu trên tổng tài sản thấp hơn từ năm 2014 nhưng vòng quay các khoản phải thu vẫn chưa có sự cải thiện rõ rệt. Tuy nhiên, việc không phải trích lập thêm các khoản phải thu trong 9T2015 mà được hoàn nhập một phần các khoản trích lập trước đó cho thấy thị trường bất động sản hồi phục đang giúp khách hàng của Hòa Bình hoạt động trở lại, một yếu tố để chúng ta kỳ vọng vào ngành xây dựng cũng như Hòa Bình trong những năm tới.

## BÁO CÁO CẬP NHẬT – HBC – NĂM GIỮ



Nguồn: KISVN

### Triển vọng kinh doanh:

2015:

Chúng tôi dự báo doanh thu cả năm 2015 của HBC đạt 5,068 tỷ đồng, tăng 44% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 95% kế hoạch cả năm. Dù có sự tăng trưởng về doanh thu nhưng với biên lợi nhuận thấp ở mức thấp, lợi nhuận sau thuế của HBC ước đạt 85 tỷ đồng, chỉ tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái.

2016-2017:

Trong những năm tiếp theo, chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của HBC có sự tăng trưởng theo nhịp hồi phục của thị trường bất động sản. Với các dự án trúng thầu trong thời gian gần đây, chúng tôi dự đoán Hòa Bình sẽ tập trung nhiều vào phân khúc chung cư, trung tâm thương mại hay khu phức hợp trong thời gian tới. Dù doanh thu có tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận gộp cũng sẽ cải thiện không nhiều so với năm 2014-2015 do các công trình trên có biên lợi nhuận thấp. Trong giai đoạn 2016 – 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của HBC tăng trưởng 11%/năm trong khi lợi nhuận sau thuế tăng 29%/năm.

Với phương pháp chiết khấu chuỗi dòng tiền FCFF, chúng tôi định giá HBC ở mức 21.7đồng/cổ phần. Doanh thu tăng, lợi nhuận tăng nhưng rủi ro từ chính sách thu nợ là điều cần chú ý khi đầu tư vào Hòa Bình. Nếu không có sự cải thiện rõ rệt trong chính sách trên, dòng tiền để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của Hòa Bình vẫn bị ảnh hưởng, dẫn đến công ty phải vay nợ nhiều hơn. Gánh nặng chi phí lãi vay sẽ làm giảm lợi nhuận sau thuế của công ty. Do đó, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2014	2015E	2016E	2017E
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>3,518</b>	<b>5,068</b>	<b>5,617</b>	<b>6,216</b>
Tăng trưởng (%)	2%	44%	11%	11%
<b>EBITDA (tỷ đồng)</b>	<b>199</b>	<b>213</b>	<b>304</b>	<b>329</b>
Biên lợi nhuận (%)	5.7%	4.2%	5.4%	5.3%
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>69</b>	<b>85</b>	<b>125</b>	<b>143</b>
Biên lợi nhuận (%)	1.98%	1.7%	2.23%	2.31%
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>1,354</b>	<b>1,123</b>	<b>1,648</b>	<b>1,892</b>
Tăng trưởng (%)	171%	-18%	47%	15%
<b>ROE (%)</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>12.1%</b>
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	<b>54%</b>	<b>54%</b>	<b>63%</b>	<b>55%</b>
<b>Nợ ròng/ EBITDA (x)</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>2.35</b>	<b>2</b>
<b>PE (x)</b>	<b>16</b>	<b>16.9</b>	<b>11.5</b>	<b>10</b>
<b>PB (x)</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
<b>Cổ tức (VND)</b>	<b>500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.3%	7.9%	5.3%	5.3%

BÁO CÁO CẬP NHẬT – HBC – NĂM GIỮ

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH HBC	Giá hiện tại (VND): 20.400	Giá mục tiêu (VND): 21.700	Vốn hóa (tỷ đồng): 1.970		
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Doanh thu thuần	3,432	3,518	5,068	5,617	6,216
Tăng trưởng (%)		2%	44%	11%	11%
Xây dựng	3,305	3,381	4,992	5,491	6,040
Bất động sản	16	67	50	100	150
Bán thành phẩm	71	23	26	26	26
Khác	39	46	26	26	26
GVHB (trừ khấu hao)	3,119	3,107	4,774	5,139	5,687
Chi phí bán hàng và QLDN	181	288	152	280	310
EBITDA	209	199	213	304	329
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	6.1%	5.7%	4.2%	5.4%	5.3%
Khấu hao	77	78	72	107	112
Lợi nhuận từ HĐKD	131	121	141	196	217
Biên LN HĐKD (%)	3.8%	3.4%	2.8%	3.5%	3.5%
Chi phí lãi vay ròng	68	27	30	31	34
% so với nợ ròng	10.1%	4.8%	5.3%	4.8%	5%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	4.5	4.7	6.2	6.3	6.1
Lãi/lỗ khác	-21	-64	-2	-	-
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-
Lãi /lỗ đầu tư tài chính	-21	-64	-2	-	-
Thuế	21	22	26	36	36
Thuế suất hiệu dụng (%)	34%	23%	23%	22%	20%
Lợi nhuận ròng	25	69	85	129	147
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.7%	1.9%	1.7%	2.3%	2.3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-2	-2	1	1	1
LN dành cho công ty mẹ	23	67	83	126	145
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	51	57	74	74	74
EPS hiệu chỉnh (VND)	435	1,354	1,123	1,702	1,947
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)		171%	-18%	47%	15%
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-		89%	51%	53%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Vòng quay khoản phải thu (x)	1.18	1.17	2	2	2
Vòng quay hàng tồn kho (x)	14	8	14	14	14
Vòng quay khoản phải trả (x)	3.8	3.9	3	3	3
Thay đổi vốn lưu động	42	-9	-4	123	96
Capex	25	64	164	112	31
Các khoản mục dòng tiền khác	10	-43	-	-	-
Dòng tiền tự do	34	93	-1	-3	129
Phát hành cp	208	7	110	0	0

## BÁO CÁO CẬP NHẬT – HBC – NĂM GIỮ

<b>Cổ tức</b>	47	24	86	74	74
Thay đổi nợ ròng	-195	-75	-22	78	-54
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>574</b>	<b>542</b>	<b>600</b>	<b>678</b>	<b>623</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,671	1,633	1,690	1,768	1,713
<b>Tổng VCSH</b>	<b>957</b>	<b>1,009</b>	<b>1,119</b>	<b>1,169</b>	<b>1,239</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>VCSH</b>	<b>950</b>	<b>1,007</b>	<b>1,119</b>	<b>1,169</b>	<b>1,239</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	18,323	17,570	15,005	15,682	16,614
Nợ ròng / VCSH (%)	60%	54%	54%	58%	50%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2.75	2.72	2.8	2.23	1.89
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,726</b>	<b>5,803</b>	<b>5,891</b>	<b>6,019</b>	<b>6,034</b>

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>ROE (%)</b>	2.62%	6.9%	7.8%	10.7%	11.7%
<b>ROA (%)</b>	0.54%	1.33%	1.47%	2.1%	2.39%
<b>ROIC (%)</b>	1.6%	2.7%	2.8%	2.5%	2.8%
<b>WACC (%)</b>	12.2%	11%	11%	10.9%	11%
<b>EVA (%)</b>	-10.6%	-8.3%	-8.4%	-8.4%	-8.4%
<b>PER (x)</b>	43.7	16.1	16.9	11.5	10
<b>EV/EBITDA (x)</b>	8	8.2	7.9	5.8	5.2
<b>EV/FCF (x)</b>	48	17	-1,011	3,685	13
<b>PBR (x)</b>	1	1.1	1.3	1.2	1.1
<b>PSR (x)</b>	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>EV/sales (x)</b>	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
<b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>		5.3%	5.3%	5.3%	5.3%

## BÁO CÁO CẬP NHẬT – HBC – NĂM GIỮ

### Liên hệ:

#### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 8) 3914 8585  
Fax: (+84 8) 3821 6898

#### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

### Phòng Phân tích Doanh nghiệp

#### Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy  
(+84 8) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

#### Chuyên viên Phân tích – Bất động sản, Xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ  
(+84 8) 3914 8585 (x1459)  
vu.th@kisvn.vn

### Phòng Phân tích Vĩ mô

#### Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn  
(+84 8) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

#### Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí  
(+84 8) 3914 8585 (x1451)  
tri.tv@kisvn.vn

### Phòng Khách hàng Định chế

#### Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên  
(+84 8) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

#### Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lê Đình Minh Phương  
(+84 8) 3914 8585 (x1116)  
phuong.ld@kisvn.vn

## BÁO CÁO CẬP NHẬT – HBC – NĂM GIỮ

### Nguyên tắc khuyến nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

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

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

### Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.