

## Ngành Xây dựng

Báo cáo ĐHCĐ 2019

Tháng 4, 2019

Ticker: HBC

Reuters: HBC.HM

Bloomberg: HBC VN Equity

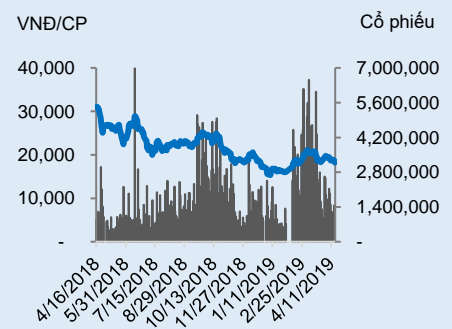
## Quyết tâm cải thiện chất lượng và tiềm lực tài chính trong thời gian tới

Khuyến nghị	N/a
Giá kỳ vọng (VND)	N/a
Giá thị trường (17/4/2019)	18.200
Lợi nhuận kỳ vọng	N/a

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	15.350-21.100
Vốn hóa	5.274 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	196.074.977
KLGD bình quân 10 ngày	1.549.204
% sở hữu nước ngoài	18,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	300
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,6%
Beta	0,7
Thu đạt	

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HBC	8,3%	-7,6%	8,7%	-24,5%
VN-Index	9,0%	-3,0%	7,0%	1,9%

### Những điểm nhấn chính:

- Kết quả kinh doanh 2018 duy trì mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số, tuy nhiên gia tăng cạnh tranh và chi phí tiếp tục đè nặng lợi nhuận.** Doanh thu thuần đạt 18.299 tỷ (+14,1% y/y) và LNST-cđst đạt 630 tỷ (-26,7%). Thị phần HBC tăng nhẹ lên mức 5,7% năm 2018 so với mức 5,6% năm 2017.
- Kế hoạch kinh doanh 2019: hoạt động xây dựng cốt lõi giảm tốc, tuy nhiên ghi nhận lợi nhuận từ các dự án bất động sản đầu tư thúc đẩy tăng trưởng chung năm 2019.** HBC đặt kế hoạch doanh thu thuần 2019 đạt 18.600 tỷ (+1,6% y/y) và LNST đạt 720 tỷ (+16,0% y/y). Cụ thể, lượng backlog 2018 chuyển sang là 24 nghìn tỷ và lượng hợp đồng ký mới mục tiêu là 24 nghìn tỷ. Trong khi, lợi nhuận 2019 kỳ vọng đến từ (1) hoạt động xây dựng là 605 tỷ (-4,0% y/y); (2) bất động sản là 100 tỷ; và (3) các công ty con đóng góp 15 tỷ.
- Chấp thuận phát hành cho cổ đông chiến lược Hyundai Elevator (Hàn Quốc)** với tổng lượng cổ phần là 25 triệu (~11% tổng lượng cổ phần đang lưu hành) với giá phát hành là 23.000 đồng/ cổ phần (đã điều chỉnh sau khi chia cổ tức 2018). Dự kiến hoàn thành trong Q2 2019. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng đợt tăng vốn này sẽ phần nào giúp Công ty cải thiện tiềm lực tài chính, tính minh bạch cũng như chiến lược hoạt động kinh doanh trong thời gian tới.
- Công ty đang nỗ lực thay đổi cách ghi nhận doanh thu.** Bước tiến này là phức tạp và đòi hỏi tham vấn từ kiểm toán bởi doanh thu ghi nhận sẽ chỉ đến từ khối lượng công việc hoàn thành đã xuất hóa đơn. Và do vậy, chúng tôi cho rằng việc thay đổi này khi thực hiện sẽ tác động tiêu cực tới tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn. Tuy nhiên, bù lại chất lượng khoản phải thu và bảng cân đối tài chính sẽ cải thiện, giảm bớt quan ngại của nhà đầu tư với vị thế tài chính của Công ty.
- Chính sách cổ tức 2018-2019.** Đại hội thông qua chính sách cổ tức năm 2018 bao gồm (1) tiền mặt 3% (300 đồng/ cổ phần), ứng với suất cổ tức 1,6% so với giá hiện tại; và (2) cổ phiếu 5%. Chính sách cổ tức năm 2019 được chấp thuận ở mức 15%.
- Phát hành cổ phiếu thưởng và quyền mua.** HBC phát hành 1,3 triệu cổ phiếu ESOP năm 2019 (~0,89% tổng lượng cổ phiếu đang lưu hành) không giới hạn chuyển nhượng; và 3,75 triệu quyền mua (1 quyền mua được mua 1 cổ phiếu với giá bằng mệnh giá), quyền mua chỉ được thực hiện sau 3 năm kể từ 1/1/2019.

**Nhận định của BVSC:** Với kế hoạch 2019, EPS pha loãng năm 2019 của HBC được ước tính là 3.237 đồng/ cổ phần, theo đó HBC đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 5,6 lần, là khá hấp dẫn so với mức P/E trượt của các công ty cùng

Chuyên viên phân tích

**Trần Đăng Mạnh**

(84 28) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

ngành là 7,3 lần. Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào cùng với kỳ vọng thị trường bất động sản ở TP HCM ấm hơn trong thời gian tới hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, theo đó phần nào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận; (2) Tăng vốn thành công và quản lý khoản phải thu hiệu quả hơn tăng cường tiềm lực tài chính, giảm bớt gánh nặng lãi vay và tăng tính minh bạch và chiến lược hoạt động của Công ty; (3) Ghi nhận kết quả kinh doanh từ dự án Long Thới và lợi nhuận từ thoái vốn tại các dự án bất động sản đầu tư 1C Tôn Thất Thuyết và Phước Lộc Thọ vẫn là yếu tố trợ giá mạnh của cổ phiếu và tăng trưởng lợi nhuận về trung hạn; và (4) Nỗ lực thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu là yếu tố thay đổi trọng yếu chất lượng khoản phải thu và bảng cân đối tài chính của Công ty, giảm thiểu quan ngại của các nhà đầu tư về vị thế tài chính của Công ty trong thời gian tới. *Rủi ro đầu tư:* (1) Rủi ro pha loãng; (2) Chi phí nguyên vật liệu tiếp tục gia tăng; (3) Thị trường bất động sản kém khả quan hơn; và (4) Phát hành riêng lẻ hoàn thành chậm hơn so với dự kiến.

## Cập nhật kết quả kinh doanh 2018 và kế hoạch 2019

**Kết quả kinh doanh 2018: duy trì tăng trưởng doanh thu hai chữ số; cạnh tranh và gia tăng chi phí tiếp tục đè nặng lợi nhuận.** Doanh thu thuần đạt 18.299 tỷ (+14,1% y/y) và LNST-cđts đạt 629,9 tỷ (-26,7% y/y). Mặc dù doanh thu duy trì mức tăng trưởng hai chữ số (tốc độ tăng trưởng kép 2013-18 CAGR là 39,3%/ năm), kết quả kinh doanh 2018 trượt kế hoạch mà Công ty đã đặt ra. Theo BLĐ, những lý do chính dẫn đến kết quả này là (1) số lượng dự án trúng thầu mới 2018 rơi vào các quý cuối năm nên việc ghi nhận sản lượng thực hiện bị chậm hơn kế hoạch; (2) thị trường bất động sản khó khăn hơn do đó một số dự án triển khai cầm chừng; (3) mảng bất động sản không hoàn thành kế hoạch do dự án Long Thới; và (4) Cạnh tranh cùng với gia tăng chi phí nguyên vật liệu và nhân công tiếp tục đè nặng lên lợi nhuận của Công ty. Thị phần của HBC trong ngành xây dựng tăng nhẹ lên mức 5,7% năm 2018 so với mức 5,6% năm 2017.

**Kế hoạch kinh doanh 2019: hoạt động xây dựng cốt lõi giảm tốc, tuy nhiên ghi nhận lợi nhuận từ các dự án bất động sản đầu tư hỗ trợ kết quả chung của Công ty.** Doanh thu thuần đạt 18.600 tỷ (+1,6% y/y) và LNST đạt 720 tỷ (+16,0% y/y). Cụ thể, BLĐ kỳ vọng ghi nhận doanh thu 13.500 tỷ từ lượng backlog 2018 chuyển sang là 24.237 tỷ, tương ứng với tỷ lệ hấp thụ là 55,7%, là mức khả thi trong bối cảnh thị trường bất động sản dường như vẫn còn thách thức trong Q1 2019. Phần doanh thu còn lại sẽ đến từ lượng hợp đồng ký mới trong năm 2019 được Công ty dự kiến ở mức 24.000 tỷ (-7,2% y/y). BLĐ cũng cho biết thêm lượng hợp đồng ký mới tính đến cuối Q1 2019 đạt 6.428 tỷ, tương đương 27% kế hoạch năm 2019. Ngoài ra, lợi nhuận 2019 bao gồm (1) 100 tỷ đồng đến từ ghi nhận lợi nhuận từ các dự án bất động sản đầu tư của Công ty; (2) 605 tỷ đồng đến từ hoạt động xây dựng cốt lõi của Công ty; và (3) phần còn lại từ các công ty con.

## Những phát triển chính năm 2019

**Phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược Hyundai Elevator (Hàn Quốc).** Công ty dự kiến phát hành 25 triệu cổ phần (11% tổng số lượng cp đang lưu hành) với giá phát hành dự kiến là 23.000 đồng/ cổ phần (sau khi chia cổ tức tiền mặt và cổ phiếu năm 2018) và hạn chế chuyển nhượng trong vòng 1 năm. Dự kiến phát hành trong Q2 2019. Tăng vốn chủ yếu dùng để tăng vốn lưu động của Công ty, theo đó tài trợ hoạt động xây dựng, mua sắm máy móc, thiết bị phục vụ hoạt động kinh doanh, và mở rộng kinh doanh tại thị trường nước ngoài.

**Những điểm nổi bật của hợp đồng hợp tác giữa HBC và Hyundai Elevator.** Bao gồm (1) HBC sẽ hỗ trợ cho Hyundai Elevator cung cấp các sản phẩm thang máy và thang cuốn tại các dự án HBC tham gia với tư cách chủ đầu tư hoặc nhà thầu; (2) Hyundai Elevator giới thiệu HBC làm nhà thầu cho các khách hàng của mình tại Việt Nam và nước ngoài; cử chuyên gia hỗ trợ HBC trong việc kiểm soát chất lượng, quản lý thi công thang máy trong vai trò là tổng thầu; và (3) Hyundai Elevator sẽ cung cấp sản phẩm với mức cạnh tranh và điều kiện ưu đãi nhất. Chúng tôi duy trì quan điểm về tham gia của nhà đầu tư chiến lược Hyundai Elevator sẽ giúp công ty

minh bạch hơn, cải thiện tiềm lực tài chính, phần nào giảm gánh nặng lãi vay và hỗ trợ chiến lược trong hoạt động kinh doanh của HBC trong thời gian tới.

**Công ty đang nỗ lực thay đổi cách ghi nhận doanh thu.** BLĐ cũng xác nhận rằng Công ty đang nỗ lực thay đổi cách ghi nhận doanh thu. Với cách ghi nhận mới, BLĐ cho biết khối lượng công việc hoàn thành mà HBC ghi nhận sẽ chỉ là các khoản được phê duyệt của chủ đầu tư, thay vì xác nhận như trước đây. Tuy nhiên, quá trình này là phức tạp và đòi hỏi thời gian cũng như hỗ trợ và tư vấn từ phía kiểm toán. Với cách ghi nhận doanh thu mới, Công ty cho biết sẽ có sự chênh lệch giữa doanh thu ghi nhận và chi phí hoạch toán, bởi chi phí thường tính chung và không dễ dàng phân bổ cụ thể. Vì vậy, Công ty dự định sẽ chuyển dần dần theo tiến độ và sẽ thực hiện ghi nhận doanh thu theo cách mới cho các dự án vào Q3 2019. Trong khi tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HBC trong ngắn hạn có thể bị ảnh hưởng bởi cách ghi nhận doanh thu mới, chúng tôi cho rằng động thái này là yếu tố thay đổi trọng yếu với bảng cân đối tài chính của HBC và giảm bớt quan ngại của nhà đầu tư với các khoản phải thu ngắn hạn thường chiếm tỉ trọng lớn của bảng cân đối tài chính.

**Công ty giải thích tính chất hoạt động khác biệt của HBC đối với các nhà thầu xây dựng trong nước.** HBC trực tiếp quản lý dự án, không ký hợp đồng khoán gọn cho một nhà thầu khác. Nếu ký hợp đồng khoán gọn, HBC sẽ không phải chịu những chi phí tài chính; tuy nhiên, sẽ không kiểm soát được chất lượng cũng như uy tín cho HBC. Công ty trực tiếp đầu tư vật tư, máy móc, lương cho cán bộ công nhân viên, theo đó phần nào giải thích nợ ngắn hạn cũng như phải thu của HBC thường ở mức lớn.

**Chính sách cổ tức năm 2018-2019.** Đại hội thông qua chính sách cổ tức năm 2018 bao gồm (1) 3% cổ tức tiền mặt (300 đồng/ cổ phần), ứng với suất cổ tức 1,6% so với giá hiện tại; và (2) 5% cổ tức cổ phiếu. Đại hội thông qua chính sách cổ năm 2019 là 15%.

**Phát hành cổ phiếu thưởng và quyền mua cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên năm 2019.** Theo đó, phát hành 1,3 triệu cổ phiếu thưởng ESOP (0,89% tổng số lượng cổ phần đang lưu hành) cho cán bộ nhân viên làm việc liên tục cho Công ty trong 3 năm với giá phát hành bằng mệnh giá, không hạn chế chuyển nhượng. Bên cạnh, HBC cũng phát hành 3,75 triệu quyền mua cổ phiếu cho cán bộ nhân viên (1 quyền mua được mua 1 cổ phiếu với giá bằng mệnh giá), quyền mua có hiệu lực sau ba năm từ 1/1/2019.

**Phong tỏa tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu HBC.** Cụ thể, tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cần phong tỏa là 37,5% vốn điều lệ để thực hiện phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược. Sau khi hoàn thành phát hành riêng lẻ cho Hyundai Elevator, tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài sẽ được giải tỏa lên mức 49%.

**Đại hội cũng thông qua mức đầu tư vào thị trường nước ngoài của Công ty là không quá 10% vốn điều lệ** với các thị trường mục tiêu là Canada và Úc.

**Nhận định của BVSC:**

- Với kế hoạch 2019, EPS pha loãng năm 2019 của HBC được ước tính là 3.237 đồng/ cổ phần, theo đó HBC đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 5,6 lần, là khá hấp dẫn so với mức P/E trượt của các công ty cùng ngành là 7,3 lần.
- Những điểm tích cực: (1) Nguồn backlog cuối năm 2018 dồi dào cùng với kỳ vọng thị trường bất động sản ở TP HCM ấm hơn trong thời gian tới hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, theo đó phần nào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận; (2) Tăng vốn thành công và quản lý khoản phải thu hiệu quả hơn tăng cường tiềm lực tài chính, giảm nợ và tăng tính minh bạch và chiến lược hoạt động của Công ty; (3) Ghi nhận kết quả kinh doanh từ dự án Long Thới và lợi nhuận từ thoái vốn tại các dự án bất động sản đầu tư 1C Tôn Thất Thuyết và Phước Lộc Thọ vẫn là yếu tố trợ giá mạnh của cổ phiếu và tăng trưởng lợi nhuận về trung hạn; và (4) Nỗ lực thay đổi phương pháp ghi nhận doanh thu là yếu tố thay đổi trọng yếu chất lượng khoản phải thu và bảng cân đối tài chính của Công ty, giảm thiểu quan ngại của các nhà đầu tư về vị thế tài chính của Công ty trong thời gian tới.
- *Rủi ro đầu tư:* (1) Rủi ro pha loãng; (2) Chi phí nguyên vật liệu tiếp tục gia tăng; (3) Thị trường bất động sản kém khả quan hơn; và (4) Phát hành riêng lẻ hoàn thành chậm hơn so với dự kiến.
- Chúng tôi sẽ cập nhật chi tiết hơn về kết quả kinh doanh Q1 2019 và dự báo kết quả kinh doanh 2019 sau khi Công ty công bố BCTC Q1 2019.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
Doanh thu	10.766	16.037	18.201	21.729
Giá vốn	(9.534)	(14.351)	(16.509)	(19.780)
Lợi nhuận gộp	1.232	1.686	1.692	1.948
Doanh thu tài chính	103	121	61	93
Chi phí tài chính	(153)	(269)	(324)	(368)
Lợi nhuận sau thuế	567	859	637	748

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	572	495	314	613
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.775	9.191	11.105	11.339
Hàng tồn kho	1.229	1.180	1.810	2.243
Tài sản cố định hữu hình	1.042	1.378	1.387	1.465
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	177	385	363	363
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.448</b>	<b>13.998</b>	<b>15.896</b>	<b>16.991</b>
Nợ ngắn hạn	2.720	4.279	4.073	4.862
Nợ dài hạn	434	334	269	215
Vốn chủ sở hữu	1.073	1.617	2.249	2.718
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11.448</b>	<b>13.998</b>	<b>15.896</b>	<b>16.991</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	112,0%	49,0%	13,5%	19,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	579,3%	51,5%	-25,9%	17,4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	11,4%	10,5%	9,3%	9,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,3%	5,4%	3,4%	3,4%
ROA (%)	5,0%	6,1%	4,0%	4,4%
ROE (%)	35,1%	38,2%	23,4%	24,4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	84,0%	82,4%	81,6%	80,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	594,9%	512,8%	477,1%	448,0%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	5.941	6.617	3.247	3.382
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.937	17.316	13.862	15.616

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

##### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

##### Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón

chethimaitrang@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

##### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

##### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

##### Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888