

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

(HOSE: HBC)

Khó khăn chưa kết thúc

Bán

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
9.900 đồng/cp
(-12,6%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

Luận điểm đầu tư

- Tỷ trọng khoản phải thu lớn khiến công ty thiếu hụt dòng vốn lưu động ròng qua các năm, phải tăng cường bằng nợ vay.
- Chúng tôi quan ngại về cấu trúc tài chính hiện tại của doanh nghiệp với vốn vay chiếm tỷ trọng cao, tỷ lệ thu nhập/lãi vay suy giảm mạnh, và tình trạng có thể khó khăn hơn trong tình hình dịch bệnh COVID-19 hiện nay.
- Trong bối cảnh khó khăn chung của thị trường bất động sản do tác động kép từ chính sách và đại dịch Covid-19, chúng tôi cho rằng HBC sẽ ưu tiên tập trung vào việc tái cấu trúc tài chính, tăng cường xử lý và thu hồi công nợ, các khoản phải thu và những vấn đề tồn đọng khác.

Kết quả kinh doanh 9 tháng và dự phóng năm 2020.

- KQKD 9 tháng đầu năm 2020: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 8.045 tỷ đồng (-41% YoY) và 63 tỷ đồng (-74% YoY), EPS đạt 283 đồng/cổ phiếu (cp) (-71% YoY).
- Cho năm 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 11.610 tỷ đồng (-38% YoY, hoàn thành 93% kế hoạch) và LNST đạt 108 tỷ đồng (-73% YoY, hoàn thành 86% kế hoạch), trong số đó doanh thu từ lượng backlog lũy kế đến đầu năm 2020 là 9.450 tỷ đồng (81,4%), doanh thu từ hợp đồng ký mới trong năm là 2.160 tỷ đồng (18,6%). Biên lợi nhuận gộp 9T2020 có sự cải thiện, tăng từ 6,7% lên 7,2% (+50 bsp, YoY), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ giữ được biên lợi nhuận gộp này cho cả năm 2020.

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu HBC với giá mục tiêu **9.900 đồng/cp**, xác định dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh. Chúng tôi chưa nhận thấy sự cải thiện trong hoạt động thu hồi công nợ cho các khoản phải thu, khiến nguồn vốn lưu động ròng bị âm trong thời gian dài, tỷ trọng nợ vay cao đang bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn hiện nay. Chúng tôi kỳ vọng Ban lãnh đạo công ty sẽ sớm giải quyết các vấn đề đang tồn tại để gia tăng giá trị cho doanh nghiệp.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (đồng)	11.300	Vốn hóa (tỷ đồng)	2.574
LNST (2020E, tỷ đồng)	108	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	231
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	80	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	67,5
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	-73%	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	15,1
P/E (2020E, x)	23,8	Beta (12M)	1,3
P/E thị trường (2020F, x)	15,1	Cao nhất 52 tuần (đồng)	12.750
Vn-Index	966	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	5.810

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	3,7	31,0	-5,9
Tương đối	0,9	14,2	-1,4

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

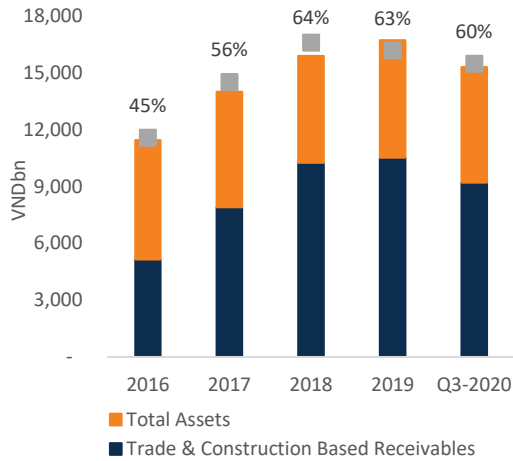
Năm tài chính	2017H	2018H	2019H	2020E	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.048	18.299	18.655	11.610	13.095	19.047
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.686	1.687	1.246	813	917	1.333
Biên lợi nhuận gộp (%)	11%	9%	7%	7%	7%	7%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	861	620	406	108	159	337
EPS (VND/CP)	5.994	2.875	1.717	468	687	1.460
ROE (%)	40,1%	23,0%	11,8%	2,7%	3,8%	7,7%
P/E (x)	1,9x	3,9x	6,5x	23,8x	16,2x	7,6x
P/B (x)	1,5x	1,1x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

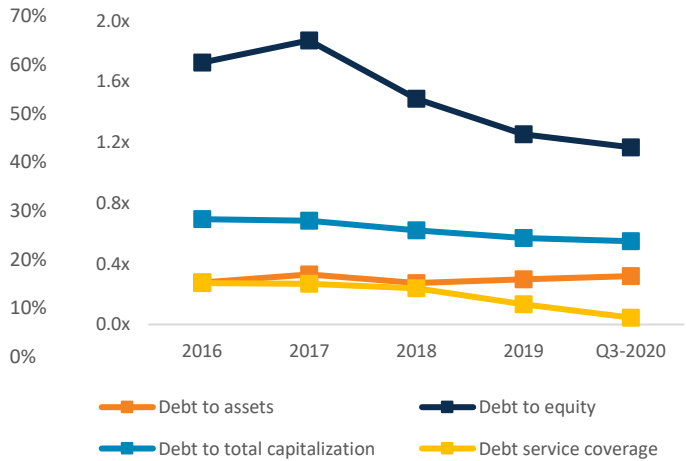
Luận điểm đầu tư

Biểu đồ 1: Tỷ trọng khoản phải thu (KPT) khách hàng & KPT theo hợp đồng xây dựng (HĐXD)



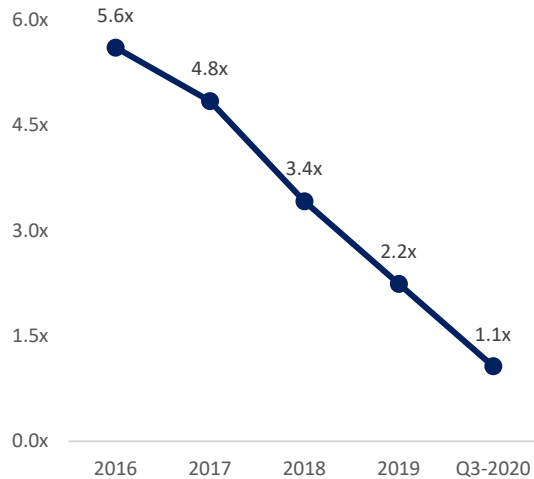
Nguồn: Dữ liệu Công ty

Biểu đồ 2: Các chỉ số cân nợ



Nguồn: Dữ liệu Công ty

Biểu đồ 3: Khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: Dữ liệu Công ty

Khả năng thanh toán lãi vay suy giảm mạnh qua các năm. Nguyên nhân do nợ vay tăng cao để bù đắp cho nguồn vốn lưu động ròng bị âm qua các năm, lãi vay ăn mòn lợi nhuận của doanh nghiệp.

Dự phóng cho năm 2020 và định giá doanh nghiệp

1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow)

- Cho năm 2020 chúng tôi dự phóng doanh thu là 11.610 tỷ đồng (hoàn thành 93% kế hoạch), trong số đó doanh thu từ lượng backlog lũy kế đến đầu năm 2020 là 9.450 tỷ đồng (81,4%), doanh thu từ hợp đồng ký mới trong năm là 2.160 tỷ đồng (18,6%), lợi nhuận sau thuế là 108 tỷ đồng (hoàn thành 86% kế hoạch).
- Biên lợi nhuận gộp 9T2020 có sự cải thiện, tăng từ 6,7% lên 7,2% (+50 bsp, YoY), chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ giữ được biên lợi nhuận gộp này cho cả năm 2020.

Bảng 1: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

	Khoản mục	2020E	2021F	2022F
	Lợi nhuận sau thuế	108	159	337
+	Lãi vay sau thuế	254	261	263
+	Khấu hao	252	252	252
-	Đầu tư tài sản cố định	(50)	(100)	(100)
-	Thay đổi vốn lưu động ròng	(392)	(217)	388
=	Dòng tiền tương lai	173	355	1,141
	Hiện giá dòng tiền	165	307	893

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

Bảng 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Khoản mục	Giá trị	Khoản mục	Giá trị
EBITDA năm cuối (2022E)	1.003	Giá trị doanh nghiệp hiện tại	6.862
EV/EBITDA	7,0x	Trừ: Tổng nợ	4.857
Giá trị doanh nghiệp năm cuối (2022E)	7.021	Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Hiện giá của giá trị năm cuối	5.498	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	372
Hiện giá của dòng tiền	1.365	Cộng: Tiền & ĐTTT NH	255
Giá trị doanh nghiệp hiện tại	6.862	Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu	1.888
Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu			1.888
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành ¹			230.875.398
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (vnd/cp)			8.178

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

¹ Tính đến 13/11/2020

2. Phương pháp so sánh (Comparable Company)

- Chúng tôi lựa chọn một số công ty trong cùng ngành, có mô hình kinh doanh tương đồng.

Đv: tỷ đồng, EPS: đồng/CP

Bảng 3: Chỉ số tài chính các công ty trong ngành

Công ty	Giá trị công ty	LTM Revenue	LTM EBITDA	LTM NI
CTD	1.197	17.771	896	603
FCN	2.692	3.272	369	143
VCG	20.247	7.415	2.640	1.617
DPG	3.595	2.580	721	252
HTN	2.412	4.787	738	405
LCG	2.067	3.017	372	223

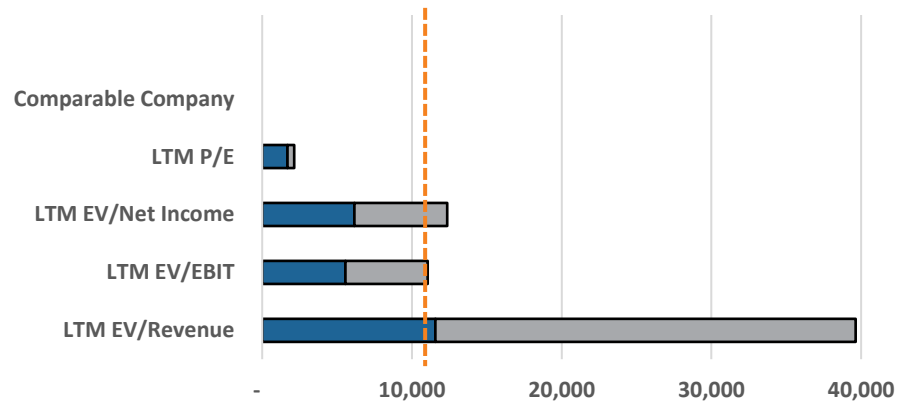
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

Bảng 4: Chỉ số định giá các công ty trong ngành

Công ty	Giá trị công ty	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/E
CTD	1.197	0,1x	1,5x	7,8x
FCN	2.692	0,8x	8,9x	9,6x
VCG	20.247	2,7x	8,3x	11,4x
DPG	3.595	1,4x	6,2x	5,0x
HTN	2.412	0,5x	3,3x	3,1x
LCG	2.067	0,7x	5,6x	5,2x

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

Bảng 5: Giá trị hợp lý cổ phiếu HBC theo phương pháp so sánh



Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

3. Định giá doanh nghiệp

- Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh để xác định giá mục tiêu cổ phiếu HBC. Các mức giá mục tiêu và trọng số theo từng phương pháp được xác định như sau:

Bảng 6: Mức giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/CP)
DCF	50%	8.178
EV/Revenue	50%	11.569
Tổng cộng	100%	9.873
Giá hiện tại		11.300
Lợi nhuận dự kiến		-12,6%

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
Doanh thu thuần	18,655	11,610	13,095	19,047
Giá vốn hàng bán	17,364	10,797	12,178	17,713
Lợi nhuận gộp	1,246	813	917	1,333
Lãi từ HĐTC	62	35	40	84
Lãi vay	325	318	326	329
SG&A	567	395	432	667
Lợi nhuận hoạt động	403	135	198	421
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	403	135	198	421
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	403	135	198	421
Thuế TNDN	121	27	40	84
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	406	108	159	337
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	406	108	159	337
Cổ đông công ty mẹ	406	108	159	337
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	541	705	777	1,003
FCF (Dòng tiền tự do)	(900)	173	355	1,141
EBITDA Margin (%)	5.9%	6.1%	5.9%	5.3%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	6.7%	7.2%	7.0%	7.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.2%	0.9%	1.2%	1.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
LNST	406	108	159	337
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	252	252	252	252
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác				
Thay đổi vốn lưu động	981	360	411	590
Tăng giảm phải thu	(667)	1,585	(745)	(1,640)
Tăng giảm tồn kho	364	(250)	(33)	(465)
Tăng giảm phải trả	(816)	(1,861)	561	2,493
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(706)	(165)	194	977
Tăng giảm Tài sản cố định	(151)	(50)	(100)	(100)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động đầu tư	(165)	(50)	(100)	(100)
Phát hành cổ phiếu	568	-	-	-
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(57)	-	-	-
Tiền thu từ đi vay/Trả nợ vay	619	(104)	359	(272)
LCTT từ hoạt động tài chính	1,131	(104)	359	(272)
LCTT trong kỳ	260	(319)	454	606
Số dư đầu kỳ	315	574	255	709
Số dư cuối kỳ	574	255	709	1,314

Nguồn: BCTC Công ty, Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2019H	2020E	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	14,423	12,752	13,984	16,695
Tiền và tương đương tiền	574	255	709	1,314
Phải thu (khách hàng + HĐXD)	10,519	9,288	9,821	10,476
Chi phí trả trước	709	355	567	1,553
Hàng tồn kho	1,909	2,159	2,192	2,657
Các khoản phải thu khác	946	946	946	946
Tài sản dài hạn	2,298	2,096	1,944	1,791
Tài sản cố định	1,348	1,146	993	841
Tài sản dài hạn khác	950	950	950	950
Tổng tài sản	16,721	14,848	15,928	18,486
Nợ phải trả	12,762	10,796	11,717	13,938
Phải trả người bán ngắn hạn	4,823	2,958	3,337	5,096
Khách hàng trả trước	1,427	1,431	1,614	2,348
Thuế TNDN hoãn lại	206	206	206	206
Phải trả người lao động	578	578	578	578
Khoản phải trả khác	266	266	266	266
Nợ vay	4,961	4,857	5,216	4,945
Phải trả dài hạn khác	499	499	499	499
Vốn chủ sở hữu	3,960	4,068	4,226	4,563
Vốn góp chủ sở hữu	2,309	2,309	2,309	2,309
Thặng dư cổ phần	347	347	347	347
Lợi nhuận giữ lại	836	944	1,102	1,439
Lợi ích cổ đông thiểu số	372	372	372	372
Tổng nguồn vốn	16,721	14,848	15,928	18,486

Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

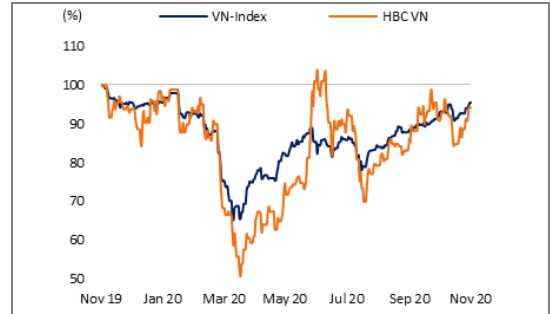
	2019H	2020E	2021F	2022F
P/E (x)	6.5x	23.8x	16.2x	7.6x
P/CF (x)	N/A	64.5x	31.4x	9.8x
P/B (x)	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x
EPS (đồng/cổ phiếu)	1,717	468	687	1,460
CFPS (đồng/cổ phiếu)	N/A	748	1,539	4,941
BVPS (đồng/cổ phiếu)	17,151	17,619	18,305	19,766
DPS (đồng/cổ phiếu)	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	2%	-38%	13%	45%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-19%	-36%	10%	29%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-26%	-35%	13%	45%
Tăng trưởng EPS	-40%	-73%	47%	113%
Số ngày bình quân khoản phải thu (ngày)	204	204	204	204
Số ngày bình quân khoản phải trả (ngày)	110	100	100	105
Số ngày bình quân khoản ứng trước (ngày)	28	45	45	45
ROE (%)	11.8%	2.7%	3.8%	7.7%
ROA (%)	2.5%	0.7%	1.0%	2.0%
ROIC (%)	5.0%	1.2%	1.7%	3.6%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	30%	33%	33%	27%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	125%	119%	123%	108%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	2.2	1.4	1.6	2.3
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.1	0.1	0.1	0.1

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HOSE: HBC)	17/11/2020	Bán	9,900



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)