

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

(HOSE: HBC)

Thị giá vượt kỳ vọng phục hồi

Bán

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
14.200 đồng/cp
(-22,8%)

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

Định giá và khuyến nghị

- Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cổ phiếu HBC là 14.200 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp so sánh chỉ số EV/Doanh thu. Chúng tôi dự phóng dòng tiền ròng (Unlevered Free Cash Flow) của HBC tiếp tục âm trong 2021, do đó chúng tôi cho rằng lựa chọn chỉ số EV/doanh thu để định giá dựa trên doanh thu dự phóng cho năm 2021 ở thời điểm hiện tại là phù hợp.
- So với báo cáo cập nhật gần nhất, chúng tôi chưa nhận thấy công ty có sự thay đổi đáng kể trong việc cải thiện công nợ, khoản phải thu và các chỉ số nợ, lãi vay. Chúng tôi dự kiến HBC sẽ mất nhiều thời gian để xử lý vấn đề này.

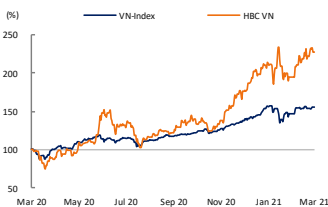
Kết quả kinh doanh 2020 và dự phóng năm 2021.

- KQKD năm 2020: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 11.228 tỷ đồng (-40% YoY) và 74 tỷ đồng (-82% YoY), theo đó chúng tôi ước tính EPS là 290 đồng/cổ phiếu (-83% YoY).
- Cho năm 2021: Chúng tôi dự phóng doanh thu, LNST và EPS lần lượt là 11.565 tỷ đồng (+3% YoY), 85 tỷ đồng (+13,5% YoY) và 330 đồng/cổ phiếu (+13,5% YoY).
- Chúng tôi lưu ý dự phóng trong giai đoạn 2021–2023 không bao gồm thu nhập từ các giao dịch mua rẻ, lãi chậm thanh toán mang tính chất không thường xuyên (2019 ghi nhận 157 tỷ đồng, 2020 ghi nhận 93 tỷ đồng).

Rủi ro

- Dòng tiền tự do (Unlevered Free Cash Flow) âm trong 5 năm qua. Chúng tôi dự phóng dòng tiền này tiếp tục âm trong 2021F do chưa nhận thấy sự cải thiện trong hoạt động thu hồi công nợ, cũng như vốn lưu động ròng âm liên tục âm qua các năm.
- Điểm số Z-Score hiện đang là 5,1x, thể hiện mức độ rủi ro phá sản thấp.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (đồng) – 15/03/2021	18.350	Vốn hóa (tỷ đồng)	4.248
LNST (2021E, tỷ đồng)	85	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	231
Kỳ vọng thị trường (2021E, tỷ đồng)	N/A	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	67,6
Tăng trưởng EPS (2020/1, %)	13,5	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	15,1
P/E (2021E, x)	55,8	Beta (12M)	1,1
P/E thị trường (x)	15,5	Cao nhất 52 tuần (đồng)	5.810
Vn-Index	1.182	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	19.950

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	16,8	82,2	127,2
Tương đối	10,8	50,3	72,1

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

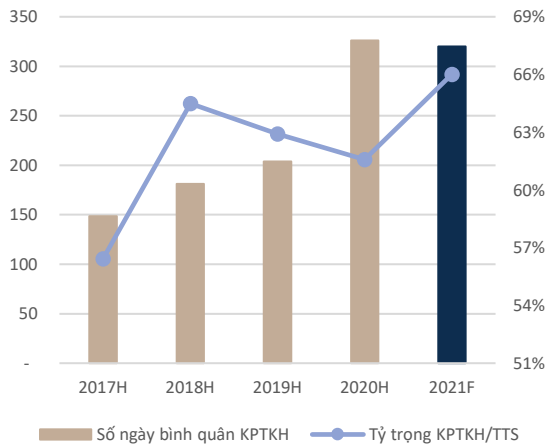
Năm tài chính	2018H	2019H	2020H	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	18.299	18.610	11.228	11.565	12.258	13.116
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.687	1.246	738	810	883	918
Biên lợi nhuận gộp (%)	9,2%	6,7%	6,6%	7,0%	7,2%	7,0%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	630	417	74	85	104	84
EPS (VND/CP)	2.875	1.717	290	330	405	329
ROE (%)	23,0%	11,8%	1,7%	2,1%	2,5%	2,0%
P/E (x)	5,6x	5,6x	63,4x	55,8x	45,4x	56,0x
P/B (x)	1,2x	0,7x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

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

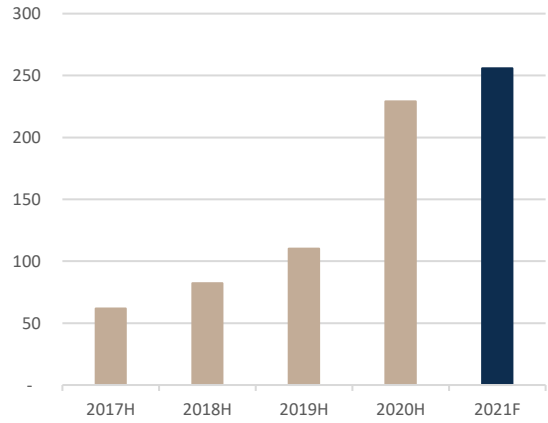
Dự phóng các chỉ tiêu thanh khoản & nợ trong 2021

Biểu đồ 1: Tỷ trọng các khoản phải thu KH/Tổng TS



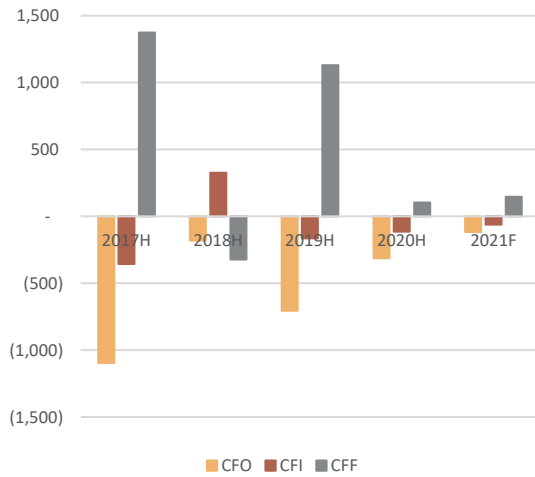
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 2: Vòng quay luân chuyển tiền



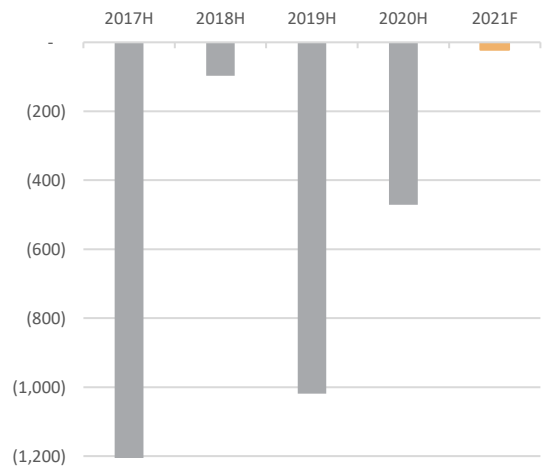
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 3: Lưu chuyển tiền tệ



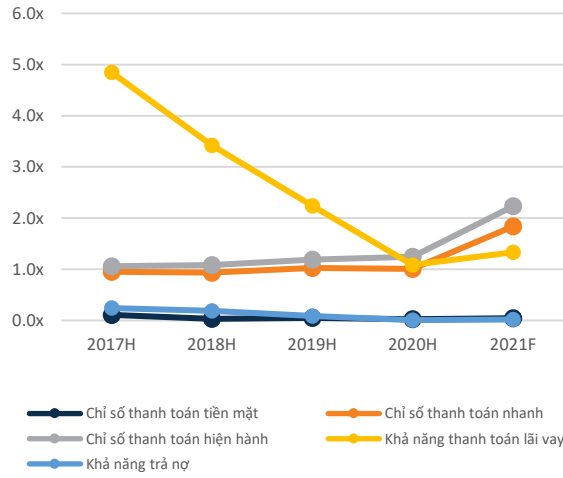
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 4: Dòng tiền ròng tự do (Unlevered FCF)



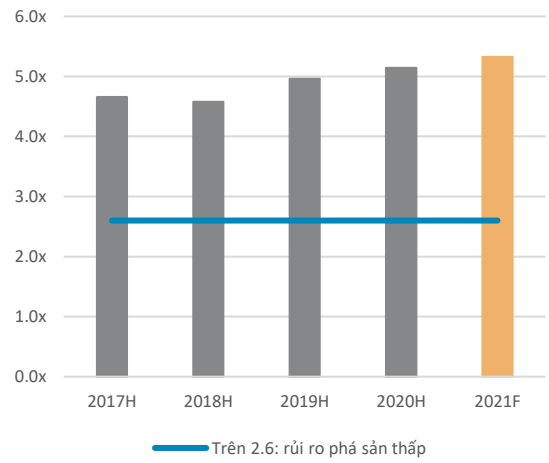
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 5: Chỉ số nợ & thanh toán lãi vay



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 6: Điểm số Z-Score



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi lưu ý đến một số khoản thu nhập mang tính chất không thường xuyên (Bảng 1). Vì vậy, chúng tôi không đưa vào dự phóng các khoản thu nhập này trong năm 2021.

Bảng 1: Các khoản mục thu nhập không thường xuyên

Khoản mục	2019H	2020H
Lãi chậm thanh toán	34	19 (6 tháng đầu)
Lãi từ giao dịch mua rẻ	123	74 (Quý 3)

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Định giá doanh nghiệp

Phương pháp so sánh (Comparable Company)

- Chúng tôi lựa chọn một số công ty trong cùng ngành, có mô hình kinh doanh tương đồng.
- Chúng tôi dự phóng dòng tiền ròng (Unlevered Free Cash Flow) của HBC tiếp tục âm trong 2021, do đó lựa chọn trọng số EV/Revenue để định giá dựa trên doanh thu dự phóng cho năm 2021.

Bảng 2: Chỉ số định giá các công ty trong ngành

Công ty	Giá trị công ty ¹	Doanh thu	EV/Revenue
CTD	2.586	14.597	0,2x
FCN	3.309	3.160	1,0x
LCG	3.075	3.580	0,9x
DPG	3.472	2.118	1,6x
Trung bình			0,8x

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 3: Định giá sử dụng trọng số EV/Revenue

Khoản mục	Giá trị	Khoản mục	Giá trị
Doanh thu 2021	11.565	Giá trị doanh nghiệp hiện tại	8.883
EV/Revenue	0,9x	Trừ: Tổng nợ	5.265
Giá trị doanh nghiệp năm cuối (2021E)	9.945	Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Hiện giá của giá trị năm cuối	8.883	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	550
Hiện giá của dòng tiền	-	Cộng: Tiền & ĐTTT NH	227
Giá trị doanh nghiệp hiện tại	8.883	Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu	3.295
Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu			3.295
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành ²			230.875.398
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (vnd/cp)			14.273

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

¹ Tính đến 12/03/2021

² Tính đến 12/03/2021

CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020H	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	11,228	11,565	12,258	13,116
Giá vốn hàng bán	10,489	10,755	11,376	12,198
Lợi nhuận gộp	738	810	883	918
Lãi từ HĐTC	113	17	17	32
Lãi vay	323	316	341	386
SG&A	490	405	429	459
Lợi nhuận hoạt động	27	106	130	105
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	-	-	-	-
Lợi nhuận ngoài HĐKD	86	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	113	106	130	105
Thuế TNDN	43	21	26	21
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	74	85	104	84
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	74	85	104	84
Cổ đông công ty mẹ	74	85	104	84
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	567	644	706	732
Dòng tiền tự do	(471)	(22)	(126)	58
EBITDA Margin (%)	5.0%	5.6%	5.8%	5.6%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	0.2%	0.9%	1.1%	0.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020H	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	13,561	13,594	14,142	14,926
Tiền và tương đương tiền & ĐTTTCNH	259	227	428	720
Phải thu (khách hàng + HĐXD)	9,536	10,139	10,411	10,781
Các KPT ngắn hạn khác	1,437	1,426	1,511	1,617
Dự phòng KPT	(403)	(431)	(418)	(431)
Hàng tồn kho	2,525	2,122	2,088	2,105
Tài sản ngắn hạn khác	207	112	121	134
Tài sản dài hạn	1,925	1,765	1,621	1,508
Tài sản cố định	1,161	1,000	856	744
Tài sản dài hạn khác	765	765	765	765
Nợ phải trả	11,409	11,197	11,497	12,085
Phải trả người bán ngắn hạn	3,018	2,947	2,493	2,339
Khách hàng trả trước	1,293	951	1,008	1,078
Phải trả ngắn hạn khác	1,453	1,507	1,594	1,710
Nợ ngắn hạn	4,955	5,103	5,693	6,262
Nợ dài hạn	162	162	181	168
Phải trả dài hạn khác	528	528	528	528
Vốn chủ sở hữu	4,077	4,161	4,265	4,077
Vốn cổ phần	2,309	2,309	2,309	2,309
Thặng dư cổ phần	347	347	347	347
Quỹ đầu tư phát triển	97	97	97	97
Lợi nhuận giữ lại	836	775	859	963
Lợi ích cổ đông thiểu số	372	550	550	550
Tổng nguồn vốn	15,486	15,358	15,762	16,435

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020H	2021F	2022F	2023F
LNST	70	85	104	84
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	246	223	236	240
Khấu trừ				
Khác				
Trước thay đổi vốn lưu động	581	307	339	325
Tăng giảm phải thu	1,485	(468)	(380)	(476)
Tăng giảm tồn kho	(246)	403	33	(17)
Tăng giảm phải trả	(1,846)	(359)	(309)	32
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(314)	(117)	(316)	(137)
Tăng giảm Tài sản cố định	(62)	(62)	(92)	(128)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(-146)	-	-	-
Tăng giảm Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động đầu tư	(116)	(62)	(92)	(128)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Tiền thu từ đi vay/(Trả nợ vay)	103	147	609	556
LCTT từ hoạt động tài chính	103	147	609	556
LCTT trong kỳ	(326)	(32)	201	292
Số dư đầu kỳ	574	248	216	417
Số dư cuối kỳ	248	216	417	709

Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam Research

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

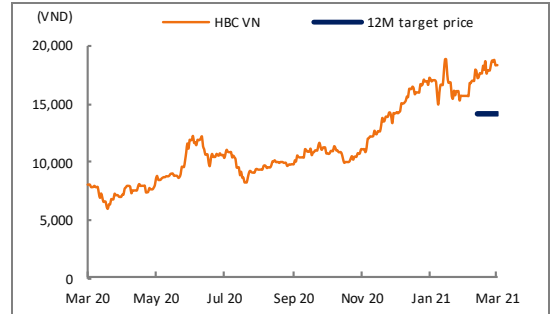
	2020H	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	63.4x	55.8x	45.4x	56.0x
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x
EPS (đồng/cổ phiếu)	290	330	405	329
CFPS (đồng/cổ phiếu)	-	-	-	-
BVPS (đồng/cổ phiếu)	17,657	18,023	18,473	18,838
DPS (đồng/cổ phiếu)	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	-40%	3%	6%	7%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-43%	13.7%	9.6%	3.6%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-41%	9.6%	9.0%	4.0%
Tăng trưởng EPS	-83%	13.5%	22.9%	-18.9%
Số ngày bình quân khoản phải thu (ngày)	326	320	310	300
Số ngày bình quân khoản phải trả (ngày)	120	100	80	70
Số ngày bình quân hàng tồn kho (ngày)	77	72	67	63
ROE (%)	1.7%	2.1%	2.5%	2.0%
ROA (%)	0.4%	0.5%	0.7%	0.5%
ROIC (%)	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	33%	34%	37%	39%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	126%	127%	138%	148%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.1x	1.3x	1.4x	1.3x
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.01x	0.02x	0.02x	0.02x

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)	15/03/2021	Bán	14.200



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)