

Vài nét về doanh nghiệp

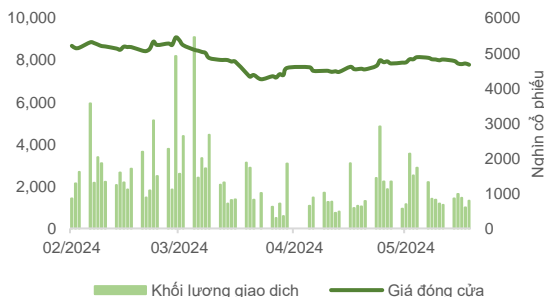
HBC là doanh nghiệp chuyên về lĩnh vực xây dựng dân dụng và công nghiệp. Những dự án tiêu biểu của Hòa Bình có thể kể đến: Tòa nhà Văn phòng Vinfast, Keangnam Hanoi Landmark Tower, Saigon Centre, Vietinbank Tower. Chiến lược của HBC trong giai đoạn 5 – 10 năm tới là mở rộng quy mô ra quốc tế, trọng tâm các thị trường: Châu Phi, Úc, Canada...

| | |
|--------------------|------------------|
| Khuyến nghị | TRUNG LẬP |
| Giá mục tiêu | 8.190 |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|----------------------------|----------------|
| Phân ngành | Xây dựng |
| Thị giá (20/06/2024) | 7.650 |
| Biến động 1 năm | 10.850 - 6.540 |
| KLGD bình quân 52T (tr.cp) | 1,950 |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | 2.143 |
| P/E | 3,96 |
| P/B | 14,32 |
| %NN sở hữu | 14,53% |

Diễn biến giá



| | 1T | 3T | 12T |
|----------------|------|-------|------|
| HBC | 3% | -10% | -15% |
| VNindex | 0,5% | -0,3% | 13% |

Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang

pvtrang@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

ĐÀ HỒI PHỤC VẪN CÒN MONG MẠNH

Triển vọng hoạt động kinh doanh của HBC vẫn còn nhiều yếu tố bất định khi (1) áp lực dòng tiền đến từ khoản phải thu còn tương đối lớn, (2) thị trường BĐS dân dụng chưa có sự hồi phục rõ ràng, nguồn việc trong nước còn hạn chế, (3) chiến lược mở rộng sang thị trường nước ngoài cần thêm thời gian dài để có thể tác động tích cực đến biên lợi nhuận.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lỗ ròng của HBC năm 2024 đạt lần lượt là 9.195 tỷ (+22% yoy) và 464 tỷ. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** mức giá hợp lý cho cổ phiếu HBC là **8.190 đồng/ cổ phiếu**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nỗ lực cơ cấu lại cấu trúc vốn, cải thiện vốn chủ sở hữu, giảm bớt gánh nặng lãi vay.

HBC đã đưa ra các phương án tái cấu trúc vốn như: (1) Phát hành trái phiếu hoán đổi nợ, (2) Bán nợ, (3) Phát hành riêng lẻ, (4) Chuyển nhượng thiết bị. Kỳ vọng trong trường hợp những phương án đề xuất trên thành công, lãi ghi nhận sẽ phần nào bù đắp khoản lỗ lũy kế trong vốn chủ sở hữu, giúp bộ đệm nguồn vốn dày hơn và tạo động lực phục hồi trong thời gian tới.

Chiến lược mở rộng thị trường nước ngoài cho thấy những điểm tích cực.

Quý I/2024, ước tính tổng giá trị hợp đồng từ thị trường nước ngoài đạt 52,8 triệu USD, tương đương 1.343,5 tỷ đồng. Mặc dù thị trường quốc tế đem lại nguồn việc lớn, tuy nhiên cần thêm thời gian để chiến lược này thể hiện hiệu quả kinh doanh.

Chiến lược kinh doanh mới trong điều kiện tài chính khó khăn

Trong điều kiện nguồn vốn hạn chế, HBC đã thực hiện mở rộng mảng BĐS bằng cách sử dụng nguồn vốn từ việc chào bán cổ phiếu cho đối tác để mua các dự án bất động sản.

Việc M&A các dự án có pháp lý sạch, sẵn sàng bàn giao giúp công ty đẩy nhanh tiến độ ghi nhận dòng tiền. Đây là chiến lược phù hợp trong giai đoạn dòng tiền lớn của HBC tắc nghẽn tại khoản phải thu. Tuy nhiên, việc mua lại dự án bằng nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu tiềm ẩn rủi ro pha loãng cổ phần cho doanh nghiệp.

| Chỉ tiêu tài chính | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------------|---------|---------|---------|--------|
| Doanh thu | 14,149 | 7,537 | 9,195 | 11,027 |
| +/- yoy (%) | 24.6% | -46.7% | 22.0% | 19.9% |
| LNTT | (2,333) | (1,080) | (480) | 39 |
| Nợ/TTS (%) | 0.33 | 0.31 | 0.28 | 0.27 |
| TS LN gộp (%) | 3.1% | 3.2% | 7.0% | 7.2% |
| TS LN ròng (%) | -18.4% | -14.7% | -5.4% | 0.4% |
| EPS - TTM (đồng) | -9,846 | 0 | (1,802) | 147 |

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2024

Tóm tắt biến động kinh doanh Q1.2024

| Đơn vị: Tỷ VND | Q1.2023 | Q1.2024 | %YOY | % KH2024 | Nguyên nhân |
|----------------------|---------|---------|-------|----------|---|
| Doanh thu thuần | 1.194 | 1.651 | 38% | 15% | Doanh thu từ hoạt động kinh doanh và cung cấp dịch vụ đạt 1.651 tỷ đồng. So sánh với cùng kỳ giai đoạn 2018-2022, đây vẫn là mức tương đối thấp, thể hiện xu hướng hồi phục chưa rõ ràng. Tuy vậy, nhờ mức nền thấp kỷ lục năm 2023, HBC vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 38% svck. |
| Lợi nhuận gộp | -203 | 21 | - | | Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ nhờ chi phí VLXD duy trì mức thấp trong thời gian gần đây. |
| Chi phí bán hàng | 8 | 7 | -14% | | Chi phí trong kỳ thể hiện điểm tích cực khi có chiều hướng hạ nhiệt. Chi phí lãi vay giảm 28% xuống còn 99 tỷ đồng, nhờ mức nền lãi suất thấp. |
| Chi phí quản lý | 100 | 21 | -121% | | Chi phí bán hàng giảm 15% xuống mức 6,6 tỷ đồng. Chi phí quản lý cũng giảm hơn 21 tỷ đồng do việc hoàn nhập dự phòng nợ phải thu khó đòi gần 89 tỷ đồng. |
| Lợi nhuận từ HĐKD | -448 | 51 | - | | |
| LNST | -445 | 57 | - | 13% | Doanh thu từ hoạt động tài chính tăng đột biến, đạt 114 tỷ đồng, so với mức 2,5 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái nhờ khoản lãi 109 tỷ đồng từ bán các khoản đầu tư, giúp LNST đạt 57 tỷ đồng, quý đầu tiên ghi nhận LN dương trong 5 quý liên tiếp, hoàn thành 13% kế hoạch LN năm. |
| EBIT/chi phí lãi vay | -2.28 | 1,55 | | | |
| Backlog | 16.500 | 18.900 | 15% | | |

Nguồn: HBC, VCBS ước tính

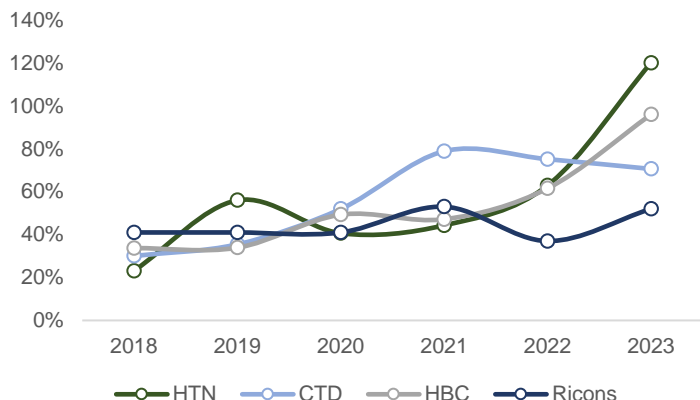
Khoản phải thu lớn tạo áp lực cho dòng tiền

Khoản phải thu Q1/2024 đạt 10.618 tỷ (-7% scvk) vẫn giữ xu hướng tăng và chưa có dấu hiệu đảo chiều. Dự phòng nợ khó đòi Q1/2024 đạt 2.387 tỷ, tăng hơn 2 lần svck. Mặc dù doanh nghiệp đã tích cực đẩy nhanh tiến trình thu hồi nợ, tốc độ thu hồi còn tương đối chậm. Điều này đặt ra rủi ro đáng kể đến KQKD của doanh nghiệp trong trường hợp các khoản phải thu tiếp tục trở thành nợ xấu và doanh nghiệp phải thực hiện trích lập dự phòng.

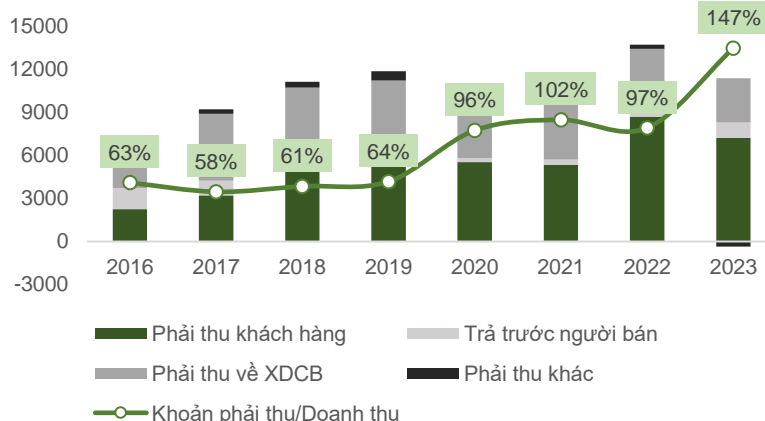
Trong năm 2024, chúng tôi đánh giá khả năng cao HBC vẫn cần phải tiếp tục trích lập dự phòng do:

- Các doanh nghiệp bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng, nhu cầu về BĐS còn chưa chắc chắn.
- HBC ghi nhận khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng, tức ghi nhận trước khi chủ đầu tư nghiệm thu và lập hóa đơn. Vì vậy, khoản phải thu tại HBC thường có tốc độ tăng cao hơn so với những doanh nghiệp ghi nhận theo khối lượng công việc đã được nghiệm thu.

Khoản phải thu khách hàng/Doanh thu



Khoản phải thu HBC



Nguồn: HBC, HTN, HTN, Ricons

Tỷ lệ nợ vay cao, vốn chủ bị bào mòn, áp lực chi phí lớn

Khoản lỗ lũy kế trong 2022 và 2023 khiến VCSH thâm hụt nghiêm trọng. Q1/2024, VCSH đạt 149 tỷ (- 93% yoy). Mặc dù nợ vay đã có chiều hướng giảm, tuy nhiên vẫn neo tại mức tương đối cao khiến cấu trúc vốn của HBC hiện tại có phần tương đối mong manh. Tỷ lệ nợ/VCSH tại quý 1 đạt 30,1 lần.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH



Nguồn: HBC

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Nỗ lực cơ cấu lại cấu trúc vốn, cải thiện vốn chủ sở hữu, giảm bớt gánh nặng lãi vay

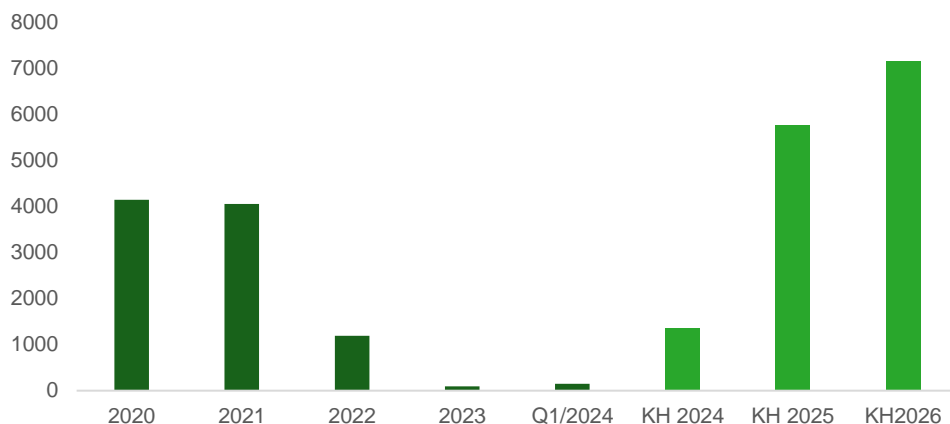
Hiện tại, với cơ cấu tài chính tương đối mong manh với khoản lỗ lũy kế sau 2 năm, việc tái cơ cấu trong thời điểm hiện tại với HBC là cấp thiết. Những chiến lược HBC áp dụng bao gồm:

- **Bán nợ:** Năm 2023, HBC đã bán thành công khoản nợ gần 300 tỷ đồng cho một công ty mua bán nợ. Dự kiến Q4/2024, HBC sẽ ghi nhận nốt khoản bán nợ còn lại, ước tính giúp vốn chủ sở hữu tăng thêm khoảng 258,7 tỷ đồng.
- **Hoán đổi nợ:** Hòa Bình đặt kế hoạch phát hành 74 triệu cổ phiếu giá 10.000 đồng/cp cho đối tác để hoán đổi nợ, triển khai trong năm 2024. Tính tới tháng 5/2024, đã có 99

công ty đồng ý với phương án hoán đổi nợ. Trong trường hợp phát hành thành công, 740 tỷ sẽ được kết chuyển từ nợ vay sang vốn chủ sở hữu.

- **Phát hành riêng lẻ:** HBC dự kiến chào bán 200 triệu cổ phiếu riêng lẻ giá 12.000 đồng/cp dự kiến thu về 2.400 tỷ đồng.
- **Chuyển nhượng thiết bị xây dựng:** HBC sẽ chuyển nhượng thiết bị xây dựng sau khi khấu hao 70%, dự kiến tăng vốn chủ thêm 400 tỷ đồng.

Kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu HBC giai đoạn 2024-2026



Nguồn: HBC

Kỳ vọng trong trường hợp những phương án đề xuất trên thành công, lãi ghi nhận sẽ phần nào bù đắp khoản lỗ lũy kế trong vốn chủ sở hữu, tạo bộ đệm nguồn vốn dày hơn cho doanh nghiệp, trở thành động lực phục hồi trong thời gian tới.

Tuy nhiên chúng tôi đánh giá đây chỉ là giải pháp hỗ trợ tạm thời, không mang tính bền vững. Trong bối cảnh ngành xây dựng có tính cạnh tranh cao, các chủ đầu tư thường ưu tiên những doanh nghiệp xây dựng có cơ cấu tài chính vững, do đó HBC cần cải thiện hoạt động kinh doanh cốt lõi, khôi phục vị thế doanh nghiệp để có thể kết nối với nhiều chủ đầu tư lớn, mở rộng quy mô dự án.

Chiến lược kinh doanh mới trong điều kiện tài chính khó khăn

Trong điều kiện nguồn vốn hạn chế, HBC đã thực hiện mở rộng mảng BĐS bằng cách sử dụng nguồn vốn từ việc chào bán cổ phiếu cho đối tác để mua các dự án bất động sản.

HBC đã thực hiện thành công phương án này với dự án 127 An Dương Vương. Ước tính thương vụ này đem về 564 tỷ đồng, dự kiến ghi nhận trong quý II/2025. Với dự án Resort Hải Lưu, HBC đang trong quá trình đàm phán, trong trường hợp thành công, HBC sẽ ghi nhận lãi dự kiến 800 tỷ đồng vào quý IV/2025.

Việc M&A các dự án có pháp lý sạch, sẵn sàng bàn giao giúp công ty đẩy nhanh tiến độ ghi nhận dòng tiền. Đây là chiến lược phù hợp trong giai đoạn dòng tiền lớn của HBC tắc nghẽn tại khoản phải thu. Tuy nhiên, điểm hạn chế của chiến lược này nằm ở rủi ro pha loãng cổ phần do mua lại dự án bằng nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu.

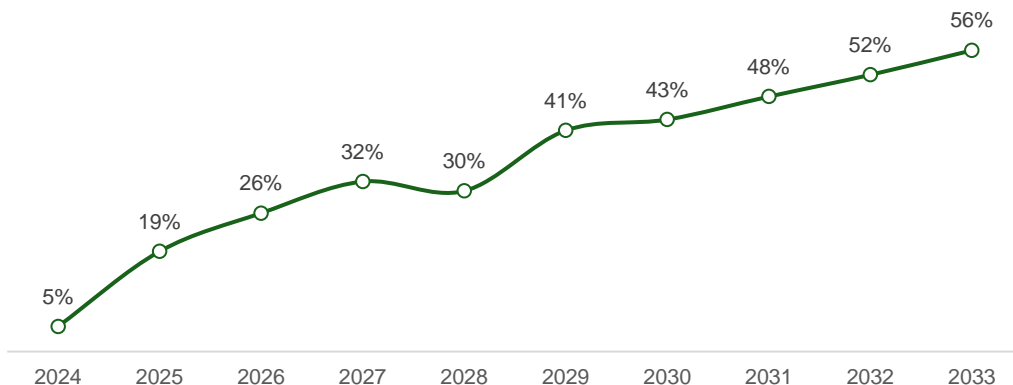
Chiến lược mở rộng thị trường nước ngoài cho thấy những điểm tích cực

Đối với hoạt động xây dựng trên thị trường nước ngoài, HBC có kế hoạch gấp 5 lần trong giai đoạn 2022-2032, cải thiện biên lợi nhuận sau thuế từ 1% lên 5%.

Kế hoạch này đã cho thấy những điểm tích cực ban đầu. Quý I/2024, ước tính tổng giá trị hợp đồng từ thị trường nước ngoài đạt 52,8 triệu USD, tương đương 1.343,5 tỷ đồng. Bằng việc

M&A DN địa phương và góp vốn vào các dự án bất động sản trong khu vực để lấy lợi thế cung cấp dịch vụ tổng thầu thi công, HBC đã trúng thầu một số dự án tiêu biểu như dự án Matevulu Sands Hotel and Resorts tại Quốc đảo Vanuatu.

Tỷ trọng doanh thu đóng góp từ thị trường nước ngoài (2024-2033)



Nguồn: HBC

Dưới bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong ngành xây dựng dân dụng do nguồn việc hạn chế, mục tiêu cốt yếu của HBC trong chiến lược này là mở rộng biên lợi nhuận ròng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá kế hoạch này tương đối thách thức, và với điều kiện hiện tại, HBC chiến lược này sẽ cần một thời gian dài để có thể tác động tích cực đến biên lợi nhuận do:

- Rào cản về pháp lý và cạnh tranh từ những doanh nghiệp xây dựng nội địa.
- Nguồn vốn hạn chế hiện tại tạo ra nhiều rào cản cho HBC thực hiện chiến lược thâm nhập qua M&A. Bên cạnh đòi hỏi nguồn vốn cao, chiến lược này cần có hiệu quả sử dụng vốn ổn định thông qua việc tái đầu tư tại thị trường nước ngoài – nơi mà HBC chưa có nhiều lợi thế cạnh tranh.
- Việc tận dụng lợi thế chi phí vật liệu thấp từ Việt Nam sẽ chỉ khả thi khi hoạt động xây lắp của HBC tại địa phương đã đạt quy mô đủ lớn để thành lập tuyến xuất nhập khẩu mới và thay đổi chuỗi cung ứng vật liệu xây dựng trong khu vực.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Kế hoạch phát hành cổ phiếu hoán đổi nợ không thành công

Trong trường hợp các chủ nợ thay đổi ý định và không đồng ý hoán đổi nợ, HBC sẽ phải hủy lượng cổ phiếu phát hành tương ứng với 740 tỷ đồng. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai mà đồng thời còn thể hiện quan điểm chưa thực sự quan của chủ nợ đối với sự phục hồi của HBC.

Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn dự kiến

Với nguồn tiền lớn chủ yếu nằm tại khoản phải thu từ khách hàng, sự phục hồi của thị trường BĐS ảnh hưởng trực tiếp đến quá trình thu hồi khoản nợ của HBC. Bên cạnh đó, chủ đầu tư tại các dự án của HBC chủ yếu là doanh nghiệp nhỏ, cần nhiều thời gian để phục hồi hơn sau giai đoạn trầm lắng.

Cơ cấu cổ đông phân mảnh

Các chiến lược cơ cấu nguồn vốn bằng cách phát hành cổ phiếu hoán đổi nợ và thực hiện M&A bằng nguồn vốn từ phát hành cổ phiếu cho đối tác dẫn đến cơ cấu cổ đông pha loãng, rủi ro tranh chấp quản trị, ảnh hưởng tới uy tín kinh doanh, khả năng huy động nguồn vốn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu và lỗ ròng của HBC năm 2024 đạt lần lượt là **9.195 tỷ (+22% yoy) và 464 tỷ**. Doanh thu và lợi nhuận năm 2025 đạt lần lượt **11.027 tỷ đồng (+20% yoy) và 40 tỷ đồng**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu HBC dựa trên một số phương pháp:

Chiết khấu dòng tiền

| FCFF: tỷ đồng | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------------------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|
| FCFF | (767) | (279) | 434 | 740 | 555 |
| Tổng giá trị doanh nghiệp | | | | | 6,498 |
| Cộng: Tiền mặt | | | | | 476 |
| Trừ: Vay nợ ròng | | | | | 4,965 |
| Giá trị VCSH | | | | | 2,009 |
| Số lượng CPLH (tr.cp) | | | | | 274 |
| Định giá (VND) | | | | | 7.326 |

Định giá tương đối

| | P/S |
|--------------------------------------|--------------|
| CTD | 0,40 |
| CX8 | 0,25 |
| PHC | 0,20 |
| SC5 | 0,10 |
| LIC | 0,86 |
| Trung vị | 0,27 |
| Doanh thu / cổ phiếu (VND) | 33.558 |
| Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND) | 9.060 |

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu HBC là **8.190 đồng/ cổ phiếu**.

| Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu) | |
|----------------------------------|--------------|
| Phương pháp chiết khấu dòng tiền | 7.326 |
| Phương pháp định giá tương đối | 9.060 |
| Kết hợp 2 phương pháp | 8.190 |

ĐÁNH GIÁ

Triển vọng hoạt động kinh doanh của HBC vẫn còn nhiều yếu tố bất định khi (1) áp lực dòng tiền đến từ khoản phải thu còn tương đối lớn, (2) thị trường BĐS dân dụng chưa có sự hồi phục rõ ràng, nguồn việc trong nước còn hạn chế, (3) chiến lược mở rộng sang thị trường nước ngoài cần thêm thời gian dài để có thể tác động tích cực đến biên lợi nhuận.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** mức giá hợp lý cho cổ phiếu HBC là **8.190 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị | Chi tiết |
|------------------|--|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới. |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân

Chuyên viên Phân tích cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Văn Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>