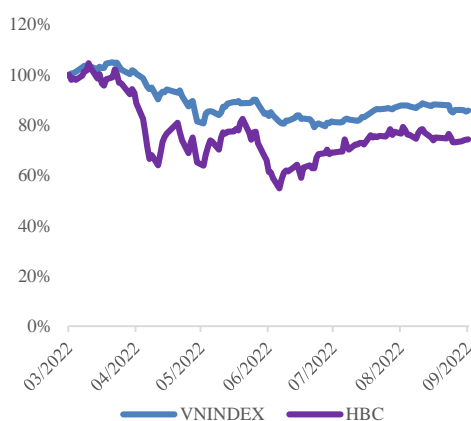


Ngày thực hiện: 20/09/2022

Khuyến nghị	KHẢ QUAN
Giá hiện tại	18,650
Giá mục tiêu	22,300
Upside	19.63%
Thời gian nắm giữ	1 năm
Cổ tức 2021	10.0%
Tỷ suất cổ tức	2.6%

Biến động giá HBC & VnIndex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	245,654,354
VĐL (tỷ VND)	2,456.5
Vốn hóa (tỷ VND)	5,059.7
Khoảng giá 52 tuần (1,000 VND)	13.0-32.5
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	79.7
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	14.1%

Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021
EPS (VND)	1,805	374	425
BVPS (VND)	15,540	15,587	15,101
P/E	10.66	51.49	45.32
ROE (%)	12.1	2.1	2.5
ROA (%)	2.6	0.5	0.6
Nợ/TTS	0.76	0.73	0.76

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND/%)

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tổng tài sản	16,721.3	15,552.2	16,576.6	17,952.2	18,849.8
Nợ phải trả	12,761.5	11,404.2	12,520.1	13,337.6	13,820.4
Vốn chủ sở hữu	3,959.8	4,148.0	4,056.5	4,614.6	5,029.4
Doanh số thuần	18,609.7	11,224.7	11,356.0	17,633.0	20,134.0
Tăng trưởng doanh số	1.7%	-39.7%	1.2%	55.3%	14.2%
Lãi gộp	1,245.9	736.2	802.5	1,199.0	1,610.7
Biên lợi nhuận gộp	6.7%	6.6%	7.1%	6.8%	8.0%
Lợi nhuận sau thuế	405.6	83.7	97.0	296.0	477.9
Biên LNST	2.2%	0.7%	0.9%	1.7%	2.4%
Tăng trưởng LNST	-34.6%	-79.4%	15.9%	205.2%	61.5%

Luận điểm đầu tư:

Các yếu tố vĩ mô báo hiệu sự vực dậy của ngành Xây dựng tại Việt Nam. Tăng trưởng nền kinh tế, sự trở lại của dòng FDI thực hiện cũng như các chính sách liên quan đến bất động sản, đầu tư công và cơ sở hạ tầng đều mang lại tác động tích cực cho các dự án xây dựng.

Hòa Bình lên kế hoạch phát triển ra thị trường nước ngoài tiềm năng. Doanh nghiệp dự định tận dụng chênh lệch giữa giá VLXD, chi phí nhân công tại Việt Nam và giá xây dựng tại nước ngoài để đẩy cao biên lợi nhuận, tuy nhiên đó là cả một chặng đường dài. Mặc dù Hòa Bình muốn sử dụng các ván khuôn gia công thực hiện các công trình nước ngoài ngay tại Việt Nam để tiết kiệm chi phí, chi phí vận chuyển các bán thành phẩm trong bối cảnh giá dầu đầy biến động cũng như rủi ro hư hỏng trong quá trình vận chuyển lại là điều doanh nghiệp cần kiểm soát.

Backlog xây dựng và giá trị trúng thầu lớn sẽ giúp Hòa Bình khôi phục lại doanh thu trước khi thành công tại thị trường nước ngoài. Tính đến T6/2022, backlog xây dựng bao gồm 10,000 tỷ VND vào 2022 và 16,500 tỷ VND vào 2023. Giá trị trúng thầu trong 7 tháng đầu năm 2022 cũng lên tới 15,000 tỷ VND, kế hoạch cả năm 2023 tiếp tục trúng thầu 24,000 tỷ VND.

Hòa Bình tiếp tục đẩy mạnh chuyển đổi số để nâng cao hiệu suất công việc và tiết kiệm chi phí. Doanh nghiệp tiếp tục cải tiến hệ thống quản lý tích hợp mua sắm điện tử, theo dõi tiến độ dự án, tự động hóa khi một sự kiện được kích hoạt áp dụng machine learning.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro biến động giá VLXD và cung cầu bất động sản trong bối cảnh lạm phát toàn cầu.

Rủi ro dòng vốn của Hòa Bình khi các khoản phải thu duy trì giá trị lớn trong hoàn cảnh nợ vay chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Tiến độ phát hành cổ phiếu tăng vốn của doanh nghiệp còn chậm so với kế hoạch.

Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE), so sánh P/E và P/B với tỷ trọng lần lượt là 40%, 30% và 30%. Theo đó, chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu HBC ở mức 22,311 đồng/cp, upside 19.63%.

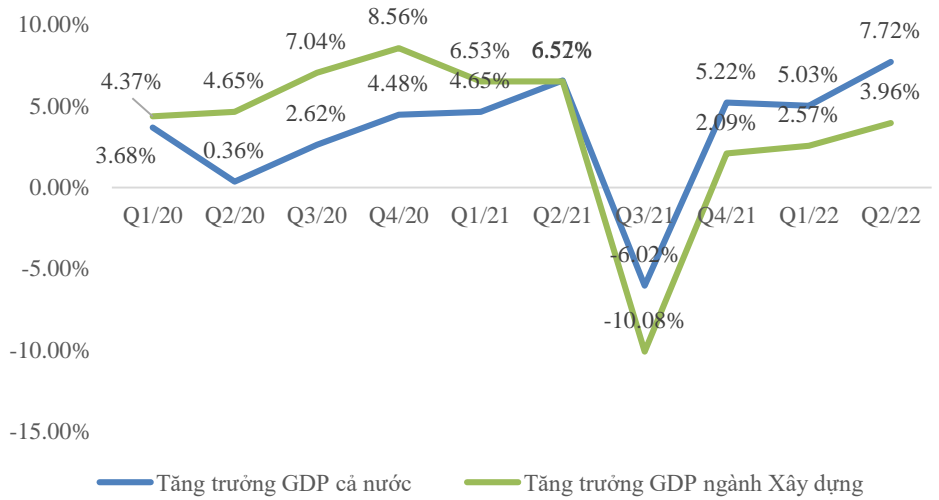
TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Ngành Xây dựng và Bất động sản tại Việt Nam

Các yếu tố trọng yếu tác động tích cực đến sự phát triển của thị trường Xây dựng và Bất động sản tại Việt Nam

GDP cả nước tăng trưởng mạnh đi liền với GDP ngành Xây dựng: GDP cả nước trong quý II 2022 đạt 7.72% YOY, mức tăng trưởng quý II cao nhất trong 11 năm qua, và một lần nữa củng cố tình trạng phục hồi hoàn toàn của nền kinh tế sau thời kỳ ảnh hưởng bởi dịch Covid (Quý II 2022 là quý thứ hai GDP vượt mức quý IV 2019). Ngành Xây dựng có diễn biến tăng trưởng khá tương đồng so với GDP cả nước, tuy nhiên bị chịu ảnh hưởng nặng nề hơn so với mức trung bình kể từ đợt bùng nổ Covid thứ hai vào quý III 2021, mức tăng trưởng quý II 2022 đạt 3.96% YOY, chưa hồi phục về mức trước dịch. Với những dự đoán tăng trưởng GDP cả nước 2022 lên đến 7.5% (Ngân hàng Thế giới), chúng tôi kỳ vọng ngành Xây dựng sẽ phục hồi hoàn toàn vào quý III và đạt được mức tăng trưởng cả năm 5% do Bộ Xây dựng đặt ra trong Chương trình hành động của ngành.

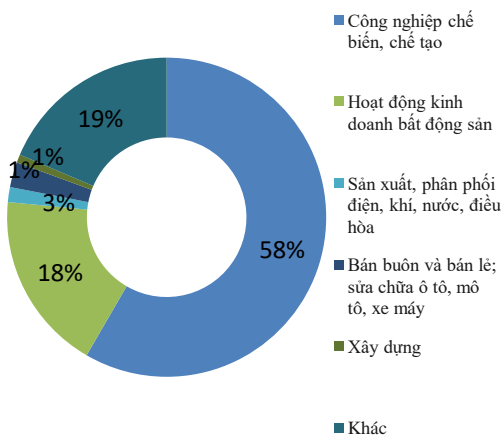
Tăng trưởng GDP cả nước và ngành Xây dựng theo Quý



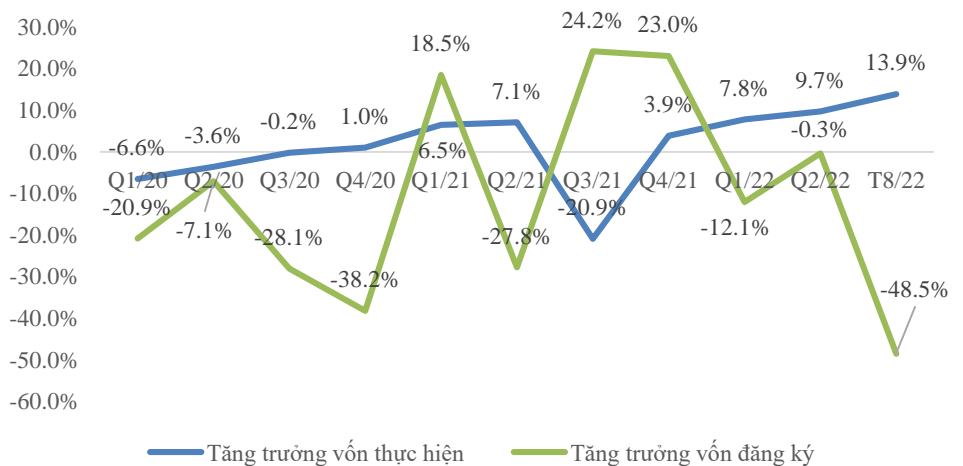
GSO, CSI tổng hợp

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trở lại và tập trung lớn vào xây dựng và bất động sản: Sau khi bước vào giai đoạn “bình thường mới”, vốn FDI thực hiện có xu hướng tăng mạnh trong năm nay, quý II tăng trưởng đạt 9.7% YOY và tiếp tục tăng lên 13.9% YOY vào tháng 8/2022, lũy kế 8 tháng năm 2022 tăng trưởng cao nhất trong 5 năm trở lại. Trong đó, đầu tư vào lĩnh vực bất động sản và xây dựng chiếm tổng vốn đăng ký đầu tư gần 20% tính đến tháng 8/2022 với tổng giá trị gần 3.5 tỷ USD.

Đăng ký FDI theo lĩnh vực 8T/2022



Tăng trưởng FDI theo Quý và cập nhật đến T8/22



FIA, CSI tổng hợp

Yếu tố chính sách:

Trước dấu hiệu tăng trưởng nóng của thị trường bất động sản cũng như việc lạm dụng và phát hành trái phiếu phi pháp của một số doanh nghiệp bất động sản, Chính phủ đã đưa ra hàng loạt chính sách thắt chặt, kìm hãm và quy phạm lại thị trường. Điều đó cùng với những diễn biến phức tạp của dịch bệnh đầu năm đã ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường ngành Xây dựng khi hàng loạt các dự án cũ bị trì hoãn, các dự án mới ngày một ít đi. Tuy nhiên gần đây, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế sau Covid, Chính phủ đã đưa ra hàng loạt các quy định, chính sách mới để thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững, điển hình phải kể đến Chỉ thị 13/CT-TTg ngày 29/8/2022 của Thủ tướng Chính phủ nêu rõ “không siết chặt tín dụng bất hợp lý, không chuyển trạng thái từ nói lỏng sang kiểm soát chặt chẽ hoặc ngược lại” hay Nghị định số 44 của Chính phủ quy định rõ về việc Ngân hàng Nhà nước, các Bộ, Sở, Cục liên quan có trách nhiệm trong việc cung cấp thông tin, xây dựng và quản lý hệ thống thông tin trực tuyến về nhà ở và thị trường bất động sản. Đây đều là tín hiệu tích cực cho một thị trường bất động sản và xây dựng sôi động nhưng lành mạnh hơn trong những năm tiếp theo.

Ngoài ra, Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong những tháng quý III 2022, tính đến tháng 8/2022 vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước đã đạt 51% kế hoạch đặt ra mặc dù con số này chỉ đạt 14.5% tính đến thời điểm cuối quý I, giá trị đầu tư công trong 8 tháng năm 2022 cũng tăng trưởng 116.9% YOY. Gói hỗ trợ kinh tế 350 nghìn tỷ đồng trong đó bao gồm 176 nghìn tỷ đồng đầu tư công và 134 nghìn tỷ đồng đầu tư cơ sở hạ tầng bắt đầu triển khai từ quý II/2022 dự báo sẽ có những ảnh hưởng tích cực đến Ngành Xây dựng.

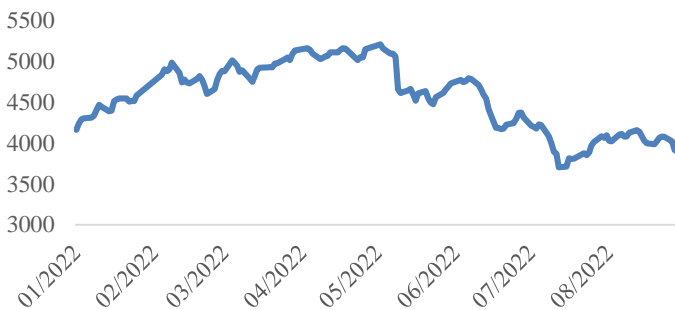
Thực trạng Ngành Xây dựng Việt Nam

Chi phí VLXD

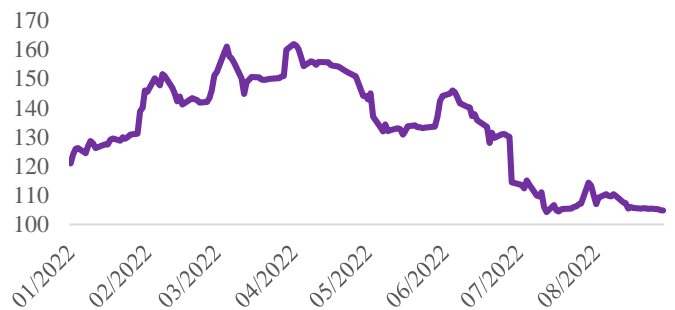
Căng thẳng giữa Nga và Ukraine kéo dài từ cuối tháng 2/2022 khiến chuỗi cung ứng bị gián đoạn và phản ánh trực tiếp đến giá nhiều VLXD, trong đó có thép. Tuy nhiên chính sách kiểm soát thị trường bất động sản và thực hiện phong tỏa nhiều thành phố lớn của Trung Quốc đã khiến giá thép có xu hướng giảm mạnh từ nửa cuối quý II 2022. Và hiển nhiên, sau khi nhà sản xuất và tiêu thụ lớn nhất thế giới mở cửa trở lại với những cố gắng kích thích nền kinh tế thông qua đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng, giá thép đang có dấu hiệu qua trở lại từ tháng 8.

Đối với thị trường trong nước, ngày 31/08 đánh dấu mốc tăng đầu tiên sau 15 lần giảm trong gần 4 tháng qua với mức tăng từ 110 – 600 đồng/kg. Với những kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường bất động sản cũng như sự đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ, nhu cầu tiêu thụ thép sẽ tăng cao kéo theo giá của vật liệu nhiều biến động này.

Biến động giá hợp đồng tương lai Thép tại SHFE (CNY)



Biến động giá hợp đồng tương lai Bột quặng sắt 62% tại CME (USD)



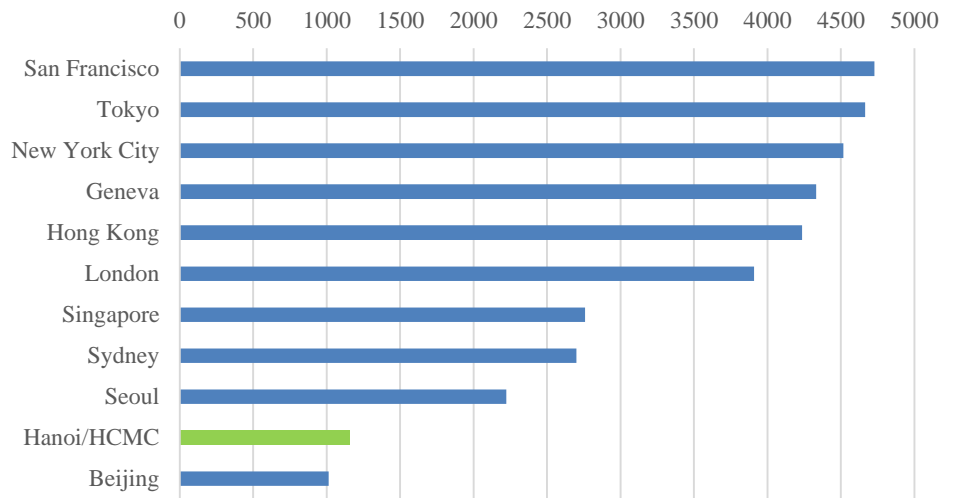
Investing, CSI tổng hợp

Giá xây dựng

Giá xây dựng ở Việt Nam hiện đang nằm trong mức thấp hơn rất nhiều so với các nước phát triển. Theo kết quả Điều tra thị trường xây dựng quốc tế năm 2022 của Turner & Townsend về chi phí xây dựng trên 1 m² trung bình của 11 loại nhà khác nhau, Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh đều đạt mức 1,156.3 USD, đứng thứ 72 và 73 trong tổng số 87 thành phố của cả các nước đang phát triển và phát triển trên thế

giới. Top 10 thành phố với chi phí xây dựng đất đỏ nhất thế giới chủ yếu tập trung ở các nước phát triển như Mỹ, Nhật Bản, Thụy Sĩ, Anh.

Chi phí xây dựng trên m² của một số thành phố (USD)

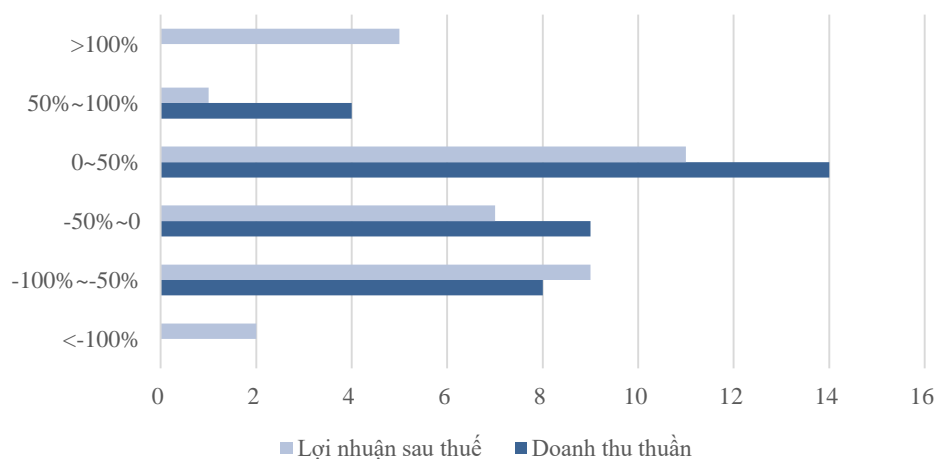


Turner & Townsend, CSI tổng hợp

Tình hình kinh doanh nửa đầu 2022 của các doanh nghiệp ngành Xây dựng

Trong bối cảnh nguồn cung thị trường bất động sản sụt giảm do Covid và các chính sách kiểm soát từ Chính phủ, doanh thu của ngành Xây dựng giảm trong nửa đầu năm 2022 giảm nhẹ 2.2% YOY, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế của ngành lại tăng mạnh 55.0% YOY do mức nền thấp vào năm 2021 cũng như việc quản lý chi phí tốt hơn của các doanh nghiệp trong nửa đầu năm nay khi giá VLXD bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 5. Trong tổng số 35 doanh nghiệp niêm yết trong ngành, tăng trưởng doanh thu thuần tập trung chủ yếu từ -50% đến 50%, không có doanh nghiệp nào đạt mức tăng trưởng hay sụt giảm vượt quá 100%. Lợi nhuận sau thuế lại có sự cách biệt rõ ràng giữa các doanh nghiệp với mức cao nhất lên đến 605% YOY và thấp nhất tới -239% YOY. Chúng tôi kỳ vọng với các yếu tố tích cực đã được đề cập, doanh thu cũng như lợi nhuận cả năm 2022 của ngành Xây dựng sẽ có những cải thiện rõ rệt.

Phân bố tăng trưởng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành Xây Dựng nửa đầu năm 2022



Fiin, CSI tổng hợp

Lịch sử hình thành và phát triển

- 1987: Văn phòng xây dựng Hòa Bình thuộc Công ty Xây dựng Dân dụng và Công nghiệp thành lập.
- 1/12/2000: Chuyển thành CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hòa Bình với số vốn điều lệ ban đầu là 56,3 tỷ đồng.
- 27/12/2006: Hòa Bình là nhà thầu xây dựng tổng hợp đầu tiên tại phía Nam niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán HBC.
- 2011: Đánh dấu Hòa Bình phát triển ra thị trường nước ngoài với dự án Le Yuan ở Malaysia.
- 2017: Kỷ niệm tròn 30 năm thành lập, Hòa Bình vinh dự được đón nhận Huân chương Lao động Hạng Nhì và chính thức đổi tên thành CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình.
- 2021: Hòa Bình hoàn thành tái cấu trúc bộ máy nhân sự, tinh gọn và tối ưu hóa các nguồn lực. Đây là lần cải tổ bộ máy tổ chức quan trọng nhằm thực hiện mục tiêu phát triển chiến lược phát triển của Tập đoàn.

Ngành nghề kinh doanh

- Xây dựng dân dụng, công nghiệp, cầu đường, công trình giao thông, hệ thống cấp, hệ thống cấp thoát nước.
- Xây dựng công trình công ích.
- Lắp đặt hệ thống điện.
- Lắp đặt hệ thống cấp, thoát nước, lò sưởi và điều hòa không khí.
- Lắp đặt hệ thống phòng cháy, chữa cháy
- San lấp mặt bằng.
- Tư vấn xây dựng
- Thiết kế công trình dân dụng và công nghiệp, dịch vụ sửa chữa nhà.
- Trang trí nội thất.
- Kinh doanh bất động sản.

Danh sách các Công ty thành viên

Tên Công ty	Vốn điều lệ (tỷ)	Hoạt động chính	% Sở hữu
CTCP 479 Hòa Bình	200	XD hạ tầng giao thông	49.25%
CTCP HRE	10.56	KD điện năng lượng mặt trời áp mái	64.94%
CTCP Cơ khí và Nhôm kính Anh Việt	39.84	Cung cấp và lắp đặt nhôm kính	49.10%
CT TNHH MTV Máy xây dựng Matec	20	Cho thuê máy móc cơ điện và thiết bị xây dựng	100.00%
CTCP Kỹ thuật Jesco Hòa Bình	80.2	Lắp đặt hệ thống điện, nước, điều hòa, chữa cháy	47.82%
CTCP Interhouse LA	130	KD hàng mộc gia dụng và hàng trang trí nội thất	97.59%
CT TNHH Tư vấn Thiết kế Hòa Bình	2	Thiết kế, tư vấn thiết kế xây dựng	75.00%
CT TNHH Sơn Hòa Bình	7	KD VLXD và trang trí nội thất	100.00%
CTCP Đầu tư XD Hạ tầng Hòa Bình	218.6	Đầu tư, xây dựng khu công nghiệp	97.97%
CTCP Nhà Hòa Bình	450	Kinh doanh BĐS	99.96%
CTCP Đầu tư địa ốc Tiến Phát	720	Kinh doanh BĐS	99.83%
CTCP Trang trí nội thất Onwa Tech	20	Thiết kế, thi công và trang trí nội thất	25.53%

HBC, CSI tổng hợp

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu mới nhất của HBC cập nhật đến ngày 25/08/2022 như sau:

STT	Cơ cấu cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Số lượng CP lưu hành	262,841,770	100.00%
2	Nắm giữ của cổ đông lớn	72,000,640	27.40%
	<i>Lê Viết Hải</i>	<i>43,913,140</i>	<i>16.71%</i>
	<i>Hyundai Elevator Co., Ltd</i>	<i>28,087,500</i>	<i>10.69%</i>
3	Nắm giữ của Ban lãnh đạo và những người có liên quan	54,311,289	21.07%
4	Khác	136,529,841	51.53%

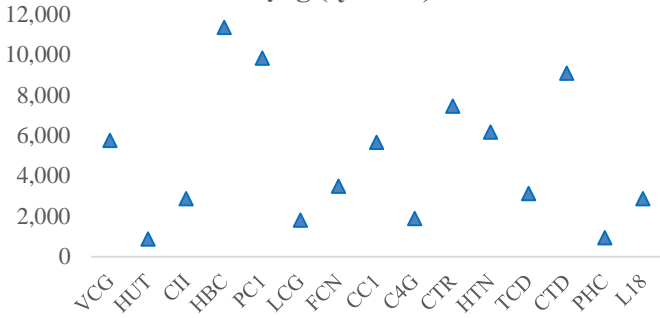
Vị thế của HBC trong ngành Xây dựng

Chúng tôi tổng hợp một số chỉ tiêu tài chính trong năm 2021 của 15 doanh nghiệp có vốn điều lệ và doanh thu lớn nhất trong ngành và nhận thấy mặc dù doanh thu của HBC vẫn giữ vị trí số 1, các chỉ số EPS, ROA và ROE lại nằm trong mức rất thấp, cho thấy một năm khó khăn của Hòa Bình trong việc giữ vị thế top nhà thầu xây dựng đã duy trì trong nhiều năm qua. Tuy vậy, chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng phát triển của Hòa Bình dựa vào kinh nghiệm, ưu thế tích lũy 35 năm trong ngành xây dựng cũng như những chiến lược đổi mới, mở rộng sang thị trường nước ngoài trong thời gian sắp tới của Tập đoàn. Minh chứng cho điều đó bằng việc HBC vẫn giữ vị trí đầu tiên trong top 10 Nhà thầu xây dựng uy tín 2022 do Vietnam Report thực hiện.

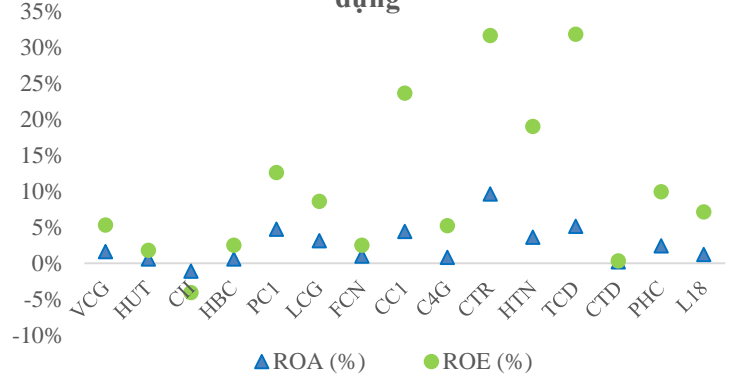
Mã CP	Vốn điều lệ	Doanh thu	Giá trị sổ sách	EPS	P/E	P/B	ROA (%)	ROE (%)
VCG	4,417.1	5,749.0	7,627.6	893.0	24.7	1.5	1.6%	5.3%
HUT	3,486.3	870.4	3,807.5	175.0	150.4	2.4	0.6%	1.8%
CII	2,833.0	2,860.0	8,378.8	-1,173.0	-18.3	1.3	-1.1%	-4.1%
HBC	2,424.2	11,356.0	4,056.5	425.0	44.7	1.3	0.6%	2.5%
PC1	2,351.6	9,828.5	6,280.8	2,631.0	14.8	2.0	4.7%	12.6%
LCG	1,744.0	1,802.7	2,388.6	1,042.0	10.4	0.8	3.1%	8.6%
FCN	1,574.4	3,484.2	2,929.2	403.0	37.1	0.9	1.0%	2.5%
CC1	1,143.9	5,664.1	2,207.5	4,189.0	3.2	0.9	4.4%	23.6%
C4G	1,123.6	1,885.1	1,280.6	533.0	25.6	1.3	0.8%	5.2%
CTR	929.2	7,446.9	1,311.7	3,450.0	20.8	5.1	9.6%	31.6%
HTN	891.2	6,163.7	1,520.9	2,493.0	12.6	1.9	3.6%	19.0%
TCD	872.1	3,111.8	1,269.5	3,524.0	3.8	1.0	5.1%	31.8%
CTD	792.6	9,077.9	8,247.6	303.0	221.2	0.7	0.2%	0.3%
PHC	506.8	934.8	695.9	1,054.0	7.9	0.6	2.4%	9.9%
L18	381.2	2,860.0	590.3	882.0	52.4	3.8	1.2%	7.1%

Fin, CSI tổng hợp

Doanh thu top 15 doanh nghiệp ngành Xây dựng (tỷ VND)



ROA & ROE top 15 doanh nghiệp ngành Xây dựng



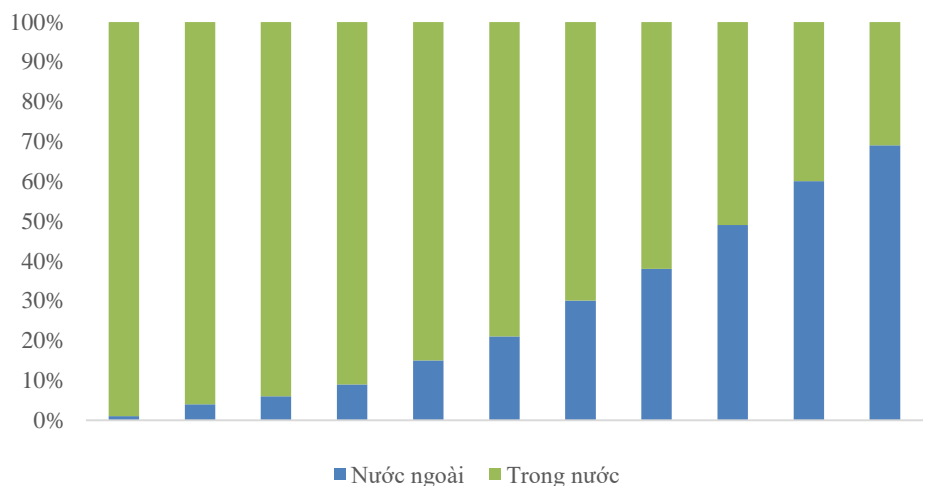
Fin, CSI tổng hợp

Chiến lược phát triển của Hòa Bình trong 10 năm tới

Trước những bất cập của thị trường Việt Nam cả về yếu tố đầu ra (giá xây dựng) và đầu vào (giá VLXD), Hòa Bình đã lên kế hoạch phát triển ra thị trường nước ngoài với 4 thị trường mục tiêu là Canada (Ontario), Australia, Hoa Kỳ (Texas) và Châu Âu do các thị trường này: 1. Có giá xây dựng cao nhưng chất lượng kém so với Việt Nam; 2. Chính sách an toàn, rõ ràng, tạo môi trường kinh doanh rõ ràng; 3. Số lượng dân nhập cư cao và ổn định; 4. Thiếu nguồn cung VLXD; 5. Thiếu hụt nguồn nhân lực hoặc chi phí nhân lực đắt đỏ; 6. Có các Hiệp định Thương mại Tự do. Tập đoàn muốn tận dụng ưu thế về chuỗi cung ứng VLXD và nhân công rẻ trong nước, sử dụng ván khuôn gia công để thực hiện công trình nước ngoài ngay tại Việt Nam giúp tiết kiệm chi phí xây dựng.

Khi thâm nhập vào một thị trường mới tại nước ngoài, HBC chủ yếu sẽ thông qua hai phương thức: 1. Phát triển dự án riêng với tư cách nhà đồng phát triển dự án; 2. Mua lại một công ty đang hoạt động tại địa phương để tận dụng hệ sinh thái của họ. Sau 11 năm nghiên cứu thị trường nước ngoài, Tập đoàn dự định sẽ nâng cao tỷ trọng doanh thu từ thị trường nước ngoài, ước tính lên đến 69% vào năm 2032.

Kế hoạch tỷ trọng doanh thu của HBC



HBC, CSI tổng hợp

Các dự án tiềm năng của HBC

Theo công bố của Hòa Bình vào Hội nghị Phân tích đầu tư ngày 12/08/2022, Tập đoàn hiện có hơn 20 dự án khả thi, trong đó 10 dự án có tiềm năng trung bình hoặc cao với giá trị các cơ hội có sẵn trên 330 triệu USD. Một số dự án lớn tại nước ngoài của Hòa Bình được tổng hợp như biểu sau đây.

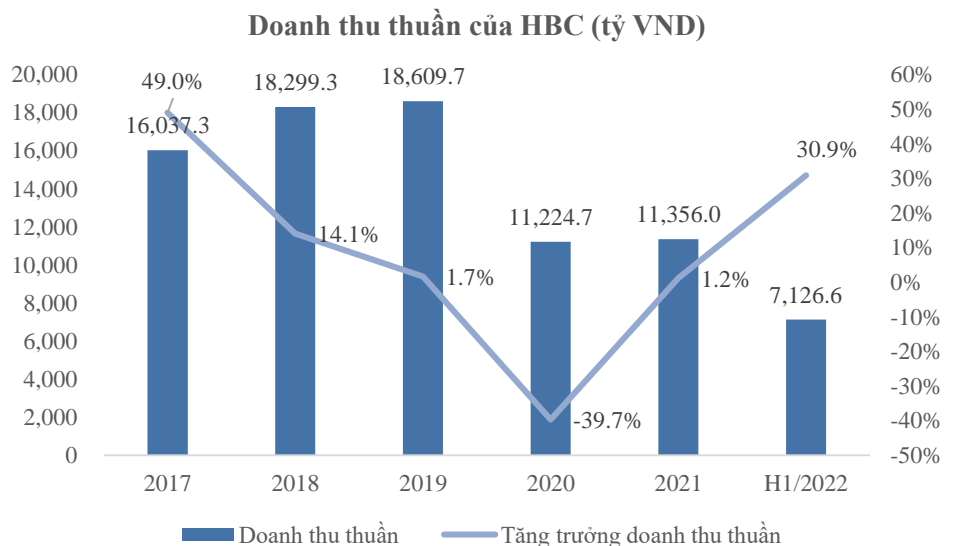
STT	Địa điểm dự án	Phạm vi công việc	Tổng chi phí xây dựng	Thời gian dự kiến	Tình trạng
1	Brisbane, Australia	Nhà đồng phát triển & Nhà đồng thầu	30 triệu USD	Đào đất và đóng cọc vào Q2/2023	Đã được cấp phép
2	Darwin, Australia	Nhà đồng thầu	50 triệu USD	Thi công vào 2024	Đang xin cấp phép
3	Ontario, Canada	Nhà đồng đầu tư & Nhà đồng thầu	60 triệu USD	- Giải phóng mặt bằng vào Q4/2022 - Đào đất và đóng cọc vào Q2/2023	Đã được cấp phép
4	Ontario, Canada	Nhà đồng đầu tư & Nhà đồng thầu	40 triệu USD	Thi công vào 2024	Đang thiết kế

HBC, CSI tổng hợp

CẬP NHẬT VÀ ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HKKD CỦA HÒA BÌNH

Hoạt động kinh doanh gặp khó khăn do chịu ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô

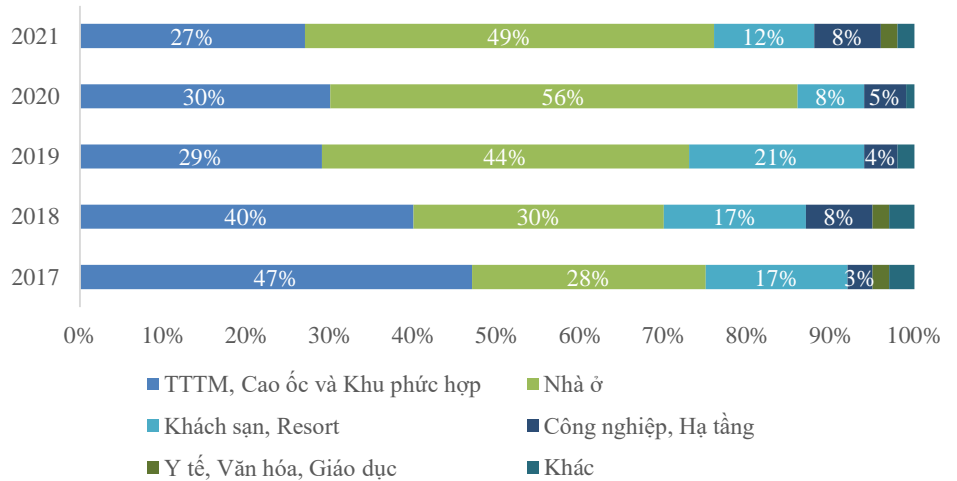
Sau những kết quả vượt bậc tăng trưởng 5 lần trong 5 năm giai đoạn 2014-2018, doanh thu của HBC đã có những bước đi chậm lại khi đối mặt với khó khăn chung của ngành từ 2019. Dịch bệnh hai năm liên tiếp sau đó càng khiến doanh thu của Hòa Bình chịu ảnh hưởng mạnh, CAGR 2017-2021 chỉ ở mức -8.2%. Doanh thu nửa đầu năm 2022 có mức tăng trưởng 30.9% YOY do nền thấp của 2021 cũng như sự đẩy mạnh của tiến độ dự án khi đất nước chính thức bước vào giai đoạn “bình thường mới”. Chúng tôi dự đoán doanh thu cả năm 2022 của HBC cơ bản sẽ hoàn thành kế hoạch đặt ra do backlog khá lớn trong năm tính đến T6/2022 (10,000 tỷ VND) cũng như giá trị trúng thầu lớn trong 7 tháng đầu năm lên tới 15,000 tỷ VND.



HBC, CSI tổng hợp

Về cơ cấu doanh thu theo loại hình xây dựng, phân khúc Nhà ở năm 2021 có tỷ trọng giảm so với 2020, tuy nhiên vẫn là phân khúc đem lại lợi nhuận cao nhất cho HBC với 49%. Bù vào đó là đóng góp thêm 4% từ mảng Khách sạn, resort và 3% đến từ mảng Công nghiệp, hạ tầng, cho thấy cơ cấu doanh thu của Hòa Bình ngày càng đa dạng hóa khi đối mặt với thị trường đầy khó khăn và rủi ro.

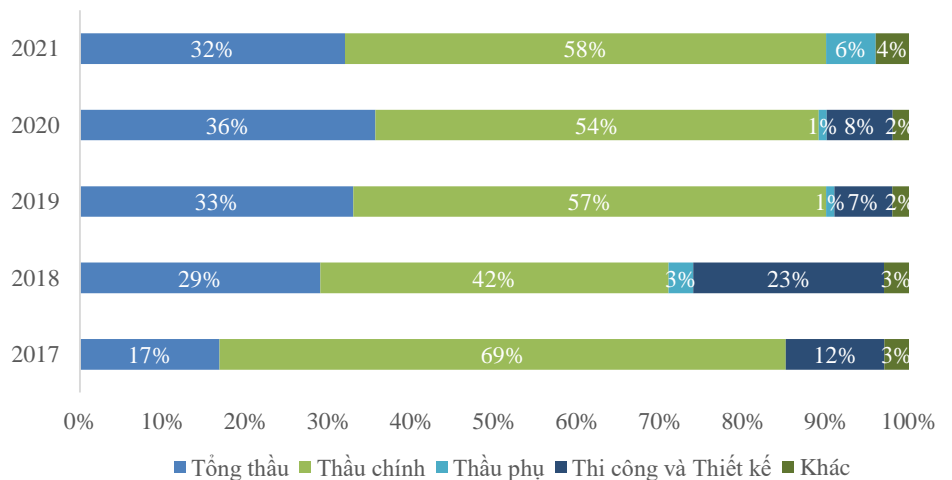
Cơ cấu doanh thu theo loại hình xây dựng của HBC



HBC, CSI tổng hợp

Về cơ cấu doanh thu theo loại hình thầu, Thầu chính tiếp tục có sự điều chỉnh tăng trong tỷ trọng với 58% vào 2021, phân khúc Tổng thầu vẫn duy trì tỷ trọng trên 30%. Phân khúc Thiết kế và Thi công vốn là loại hình Hòa Bình muốn tập trung đẩy mạnh do những ưu thế về tiết kiệm chi phí cũng như nâng cao hiệu suất có xu hướng giảm dần từ 2019 và không đóng góp cho doanh thu của Tập đoàn trong 2021.

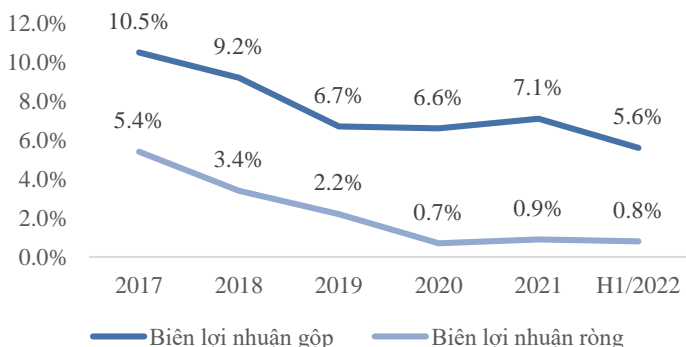
Cơ cấu doanh thu theo loại hình thầu của HBC



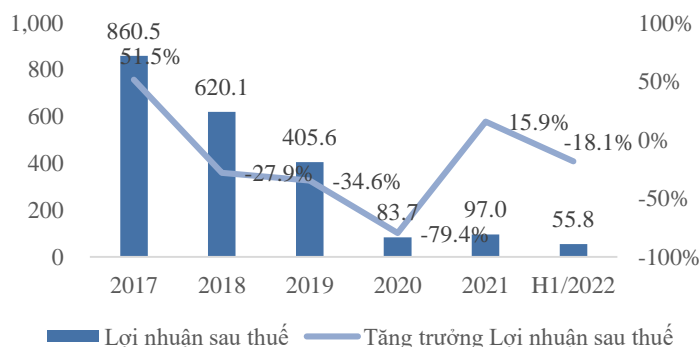
HBC, CSI tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp và ròng đều giảm mạnh trong những năm 2017-2020 do những biến động về giá VLXD cũng như chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) duy trì mức cao qua các năm dù doanh thu sụt giảm mạnh. Tình hình có sự cải thiện trong 2021, tuy nhiên không đáng kể và tiếp tục giảm trong nửa đầu năm 2022 trong bối cảnh lạm phát tăng áp lực tăng giá của VLXD. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế chính vì vậy luôn có mức tăng trưởng âm qua các năm trừ năm 2021 (do mức nền 2020 quá thấp sau khi tăng trưởng âm cùng kỳ).

Biên lợi nhuận của HBC



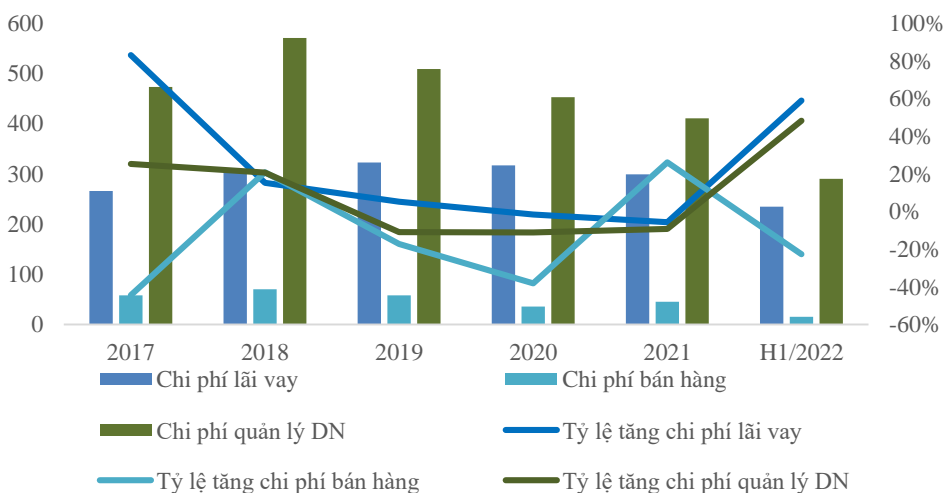
Lợi nhuận sau thuế của HBC (tỷ VND)



HBC, CSI tổng hợp

Xét về các loại chi phí của HBC, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp bắt đầu có xu hướng giảm do yếu tố doanh thu cũng như ảnh hưởng bởi dịch bệnh, trong khi đó chi phí lãi vay luôn duy trì ở mức khá cao. Trong 6 tháng đầu 2022, hoạt động doanh nghiệp bắt đầu khôi phục lại khiến cho chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao, đạt 48.2% YOY. Chi phí lãi vay cũng tăng mạnh 58.9% YOY cho thấy HBC đã tiếp tục phát sinh thêm các khoản vay mới trong thời gian qua.

Tình hình các loại chi phí của HBC (tỷ VND)

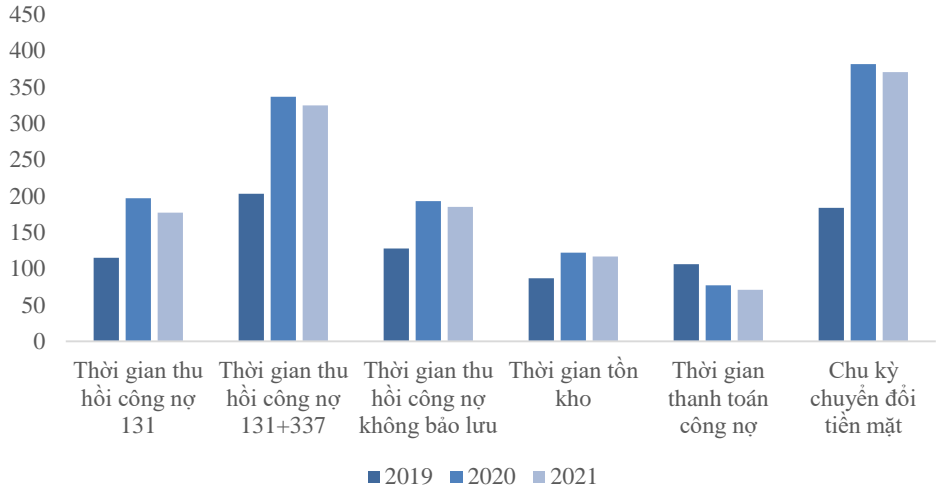


HBC, CSI tổng hợp

Hiệu quả hoạt động cải thiện chưa đáng kể trong bối cảnh khó khăn

Do đặc thù ngành Xây dựng, ngoài khoản Phải thu ngắn hạn của khách hàng (131), doanh nghiệp có ghi nhận thêm khoản Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng (337) phản ánh phần trăm công việc HBC đã hoàn thành, trong đó nợ bảo lưu (nợ chưa đến hạn mà chủ đầu tư có thể giữ lại để phòng tránh rủi ro nhà thầu vi phạm hợp đồng) có tỷ trọng khá lớn. Nếu xét riêng công nợ 131 hay công nợ 131+337 không bảo lưu, thời gian thu hồi sẽ chỉ bằng 50-60% thời gian thu hồi tổng hai công nợ trên. Về xu hướng, thời gian thu hồi công nợ năm 2021 có sự cải thiện nhẹ so với 2020 (giảm 4%) và kỳ vọng sẽ có điều chỉnh giảm rõ ràng hơn khi giai đoạn khó khăn của các chủ đầu tư đã qua cũng như HBC đang nỗ lực nâng cao chất lượng khoản phải thu thông qua 4 biện pháp: (1) Sàng lọc chủ đầu tư; (2) Nghiên cứu sửa đổi, bổ sung các điều khoản thanh toán; (3) Tìm nguồn tài trợ từ các Ngân hàng cho chủ đầu tư; (4) Tiếp cận các thị trường có thông lệ kinh doanh tốt ở các nước phát triển. Ngoài ra, thời gian thanh toán công nợ giảm dần qua các năm, cho thấy cố gắng của HBC trong việc giữ uy tín với các nhà thầu. Dưới cái nhìn tổng thể, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có sự điều chỉnh giảm nhẹ vào 2021 sau khi tăng mạnh vào 2020 do ảnh hưởng chủ yếu đến từ thời gian thu hồi công nợ.

Thời gian thu hồi và thanh toán công nợ của HBC (ngày)



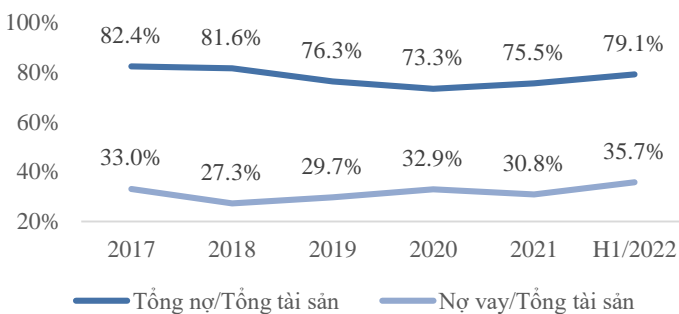
HBC, CSI tổng hợp

Sức khỏe tài chính còn nhiều rủi ro

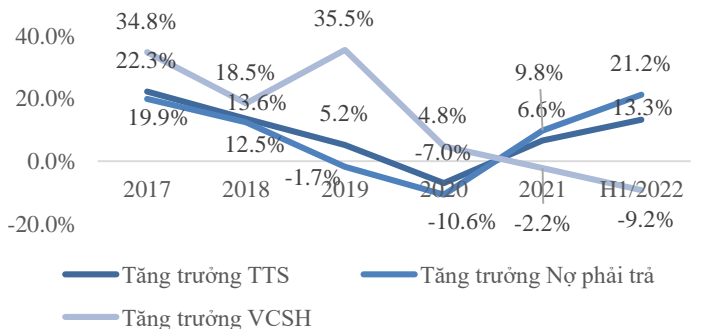
Tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản của HBC luôn ở mức cao do đặc thù của ngành Xây dựng và được Tập đoàn điều chỉnh giảm trong giai đoạn 2017-2020 sau đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ tăng vốn 575 tỷ vào 2019 hay đẩy nhanh tiến độ thanh toán công nợ, bất chấp tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản năm 2020 tăng trở lại về mức 2017. Tuy nhiên, tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản tăng trở lại và đạt mức 79.1% tính đến cuối quý II/2022 tương ứng với mức 35.7% ở tỷ lệ nợ vay khi HBC phát sinh thêm những khoản vay mới vào nửa đầu năm nay.

Nhìn vào tình hình tăng trưởng, tổng tài sản và nợ phải trả của HBC có xu hướng tăng trưởng chậm lại thậm chí tăng trưởng âm sau mức tăng trưởng tương đối cao lần lượt 22.3% và 19.9% YOY vào 2017. 2021 đánh dấu sự tăng trở lại của cả hai mục này, trong đó nợ phải trả có tốc độ tăng trưởng cao hơn với 21.2% YOY tính đến cuối quý II/2022. Vốn chủ sở hữu thể hiện xu hướng tăng trưởng chậm và bắt đầu giảm từ 2021, ngoại trừ năm 2019 tăng mạnh 35.5% sau khi hoàn thành việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ.

Tỷ lệ tổng nợ và nợ vay so với tổng tài sản của HBC



Tình hình tăng trưởng tổng tài sản, nợ phải trả và VCSH của HBC

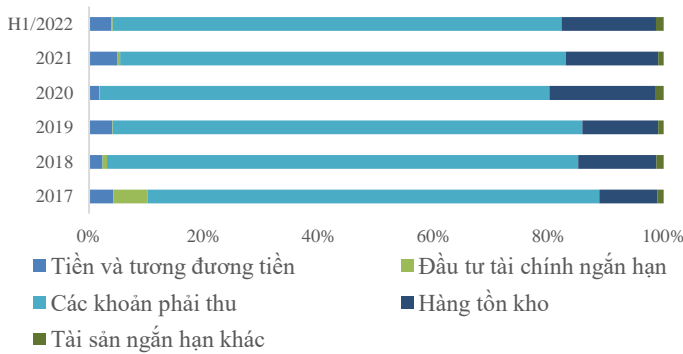


HBC, CSI tổng hợp

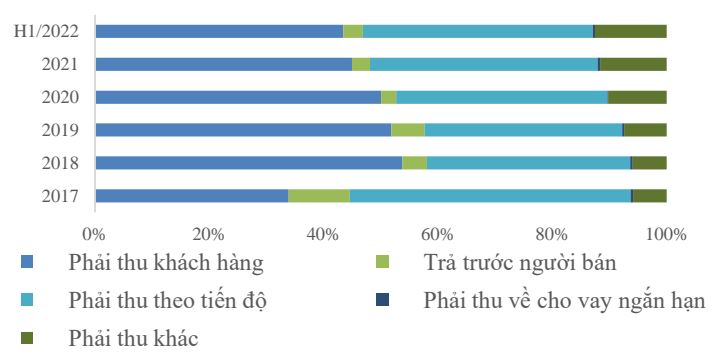
Về cơ cấu tài sản, do đặc điểm của ngành Xây dựng với mục “Các khoản phải thu” có giá trị lớn, tài sản của HBC chủ yếu là tài sản ngắn hạn (chiếm tỷ trọng 83.5% tăng dần đều lên 91.1% trong giai đoạn 2017-H1/2022), trong đó mục “Các khoản phải thu” chiếm đến 78-82%. Chi tiết trong mục “Các khoản phải thu”, “Phải thu khách hàng” và “Phải thu theo tiến độ” chiếm tỷ trọng chủ yếu, tổng 2 mục chiếm 86.0- 92.4% qua các năm với giá trị không biến động nhiều thậm chí tăng dù doanh thu trong 2 năm gần đây sụt giảm mạnh. Tập đoàn nên tích cực trong việc đẩy mạnh

tiền độ thu hồi cũng như chất lượng các khoản phải thu để tránh những rủi ro tiềm ẩn về nợ khó đòi cũng như dòng tiền dè dặt trong hoạt động kinh doanh.

Cơ cấu tài sản ngắn hạn của HBC



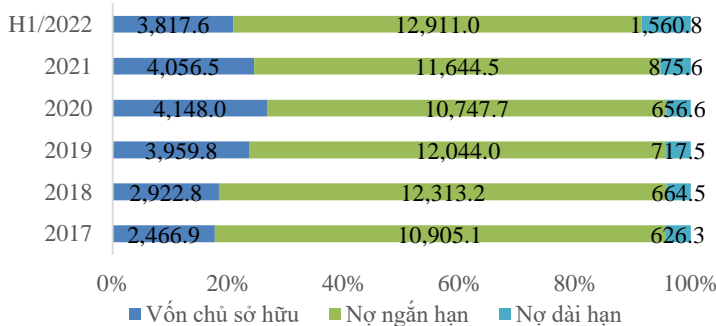
Cơ cấu các khoản phải thu của HBC



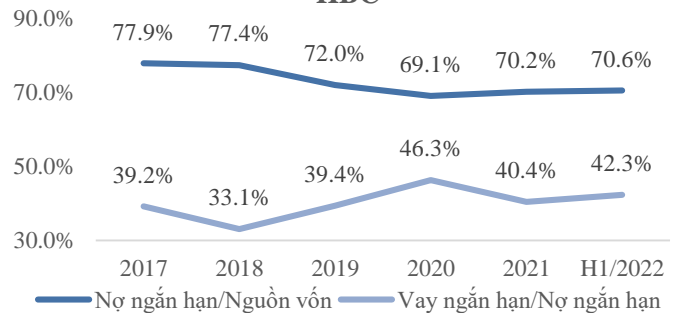
HBC, CSI tổng hợp

Về cơ cấu nguồn vốn, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất, có xu hướng giảm từ 77.9% vào 2017 xuống còn 69.1% vào 2020 và có sự điều chỉnh tăng nhẹ sau đó, cụ thể vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu và duy trì mức hơn 40% trong những năm gần đây. Theo thông tin chia sẻ từ Hội nghị Phân tích đầu tư ngày 12/08/2022, tổng hạn mức vay của các ngân hàng trong và ngoài nước cấp cho HBC đạt 17,660 tỷ, trong đó hạn mức vay vốn ngắn hạn đạt 8,735 tỷ, như vậy tính đến thời điểm 30/06/2022, HBC đã sử dụng hết 62% hạn mức. Các khoản vay này chủ yếu lấy “Phải thu ngắn hạn” làm tài sản đảm bảo, tạo nên áp lực trong việc trả nợ cũng như trả lãi ngắn hạn của Tập đoàn.

Cơ cấu nguồn vốn của HBC (tỷ VND)



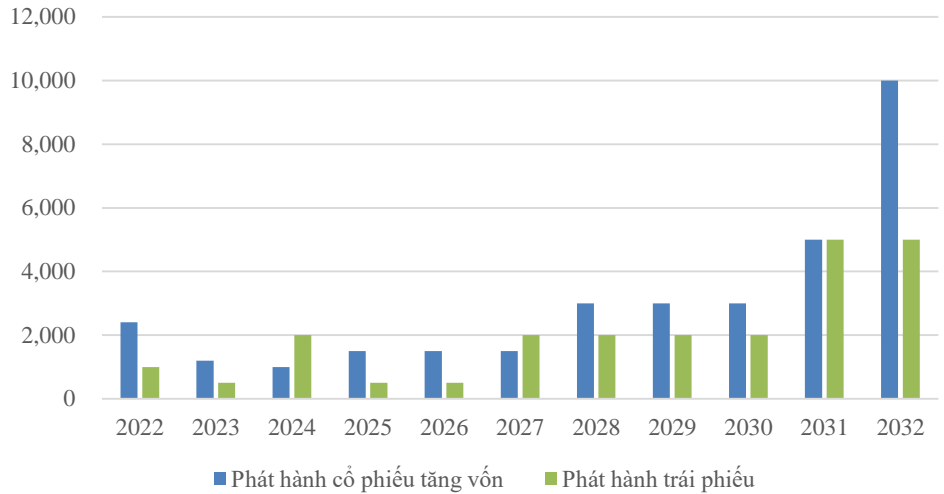
Tỷ lệ vay ngắn hạn và nợ ngắn hạn của HBC



HBC, CSI tổng hợp

Chính vì vậy, Hòa Bình cũng có kế hoạch huy động vốn trung dài hạn thông qua phát hành trái phiếu cũng như tăng vốn chủ sở hữu thông qua phát hành cổ phiếu. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu bị kiểm soát chặt chẽ sẽ khiến kế hoạch phát hành của HBC gặp nhiều khó khăn. Về phát hành cổ phiếu, HBC lên kế hoạch phát hành cổ phiếu trong và ngoài nước để tăng vốn với giá trị 2,400 tỷ đồng trong 2022 (tương ứng 74 triệu cổ phiếu), tuy nhiên, việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ đợt 1 gồm 5 triệu cổ phiếu với giá 32,500 đồng/cp mới được ĐHCĐ bất thường thông qua vào ngày 24/08/2022 vừa qua. Theo quy định 2 đợt cổ phiếu riêng lẻ phải cách nhau ít nhất 6 tháng, 69 triệu cổ phiếu còn lại nhanh nhất sang quý I/2023 mới có thể phát hành.

Kế hoạch tăng vốn và huy động vốn của HBC (tỷ VND)

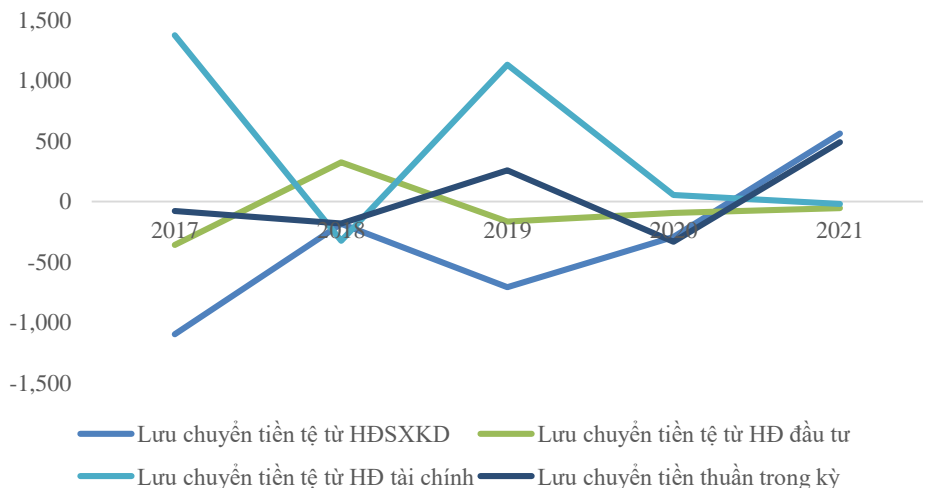


HBC, CSI tổng hợp

Dòng tiền có cải thiện nhưng chưa thật sự đúng hướng

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HBC đã có sự cải thiện trong 3 năm gần đây và bắt đầu chuyển dương vào 2021 với giá trị 563.5 tỷ, tuy nhiên nguyên nhân chính không phải do giảm các khoản phải thu như 2020 mà đến từ việc tăng các khoản phải trả. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư biến động ngày càng nhỏ do Hòa Bình hạn chế mua thêm các tài sản cố định trong thời kỳ dịch bệnh khó khăn. Việc thoái vốn bất động sản với giá trị gần 2,000 tỷ cũng như sự cải thiện trong tình hình kinh doanh kỳ vọng sẽ đem lại nguồn tiền mới cho công ty trong việc đầu tư sau khi nền kinh tế hoàn toàn phục hồi sau Covid. Dòng tiền từ hoạt động tài chính từ giá trị dương khá cao (1,130.6 tỷ) vào 2018 chuyển sang giá trị âm do tiền trả các khoản đi vay của Tập đoàn lớn hơn cả tiền thu được từ kênh này, một mặt thể hiện khả năng trả nợ tốt của HBC, một mặt phản ánh sự thiếu vốn của doanh nghiệp thông qua hoạt động tài chính này trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chưa đủ để phục vụ doanh nghiệp. Dòng tiền dự kiến sẽ dương trở lại sau khi HBC thực hiện các đợt phát hành cổ phiếu và trái phiếu theo kế hoạch.

Lưu chuyển tiền tệ của HBC (tỷ VND)



HBC, CSI tổng hợp

ĐỊNH GIÁ

Để định giá hợp lý và khách quan giá trị cổ phiếu của HBC, chúng tôi lần lượt sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE), so sánh P/E và P/B với tỷ trọng lần lượt là 40%, 30% và 30%. Theo đó, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu HBC ở mức 22,311 đồng/cp, upside 19.63%.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu (FCFE)

Với mô hình định giá này, chi phí vốn chủ sở hữu là 10.63% được xác định dựa trên mô hình CAPM với lãi suất phi rủi ro được tính bằng lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm đầu thầu tháng 8/2022 là 2.5%, beta 1.60 và phân bù rủi ro là 7.8%. Dựa trên phương pháp này, giá mục tiêu được xác định là 20,367 đồng/cp.

Phương pháp P/E

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi lựa chọn 35 doanh nghiệp trong cùng ngành Xây dựng với Hòa Bình để so sánh. Sau khi loại bỏ những giá trị âm hoặc quá lớn, chúng tôi tính ra chỉ số P/E trung bình đạt 18.4, EPS forward ước đạt 1,221 đồng/cp. Theo phương pháp so sánh P/E giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định là 22,467 đồng/cp.

Phương pháp P/B

Đối với phương pháp P/B, chúng tôi tính ra chỉ số P/B trung bình của 35 doanh nghiệp đạt 1.3, BPS forward ước đạt 19,036 đồng/cp. Theo phương pháp so sánh P/B giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định là 24,746 đồng/cp.

Phụ lục

	Đơn vị	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu					
Số CP Lưu hành	Triệu CP	230.88	230.88	242.42	262.84
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	230.88	230.88	242.42	261.05
Giá trị sổ sách/CP	VND	15,540.00	15,587.00	15,101.00	14,395.00
Doanh số/CP	VND	80,605.00	48,618.00	46,845.00	49,605.00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VND	16,915.00	17,743.00	16,514.00	15,333.00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VND	-3,059.00	-1,260.00	2,325.00	-5,566.00
EPS cơ bản	VND	1,805.00	374.00	425.00	370.00
Hệ số beta		0.00	0.00	1.35	2.11
Tiềm lực tài chính					
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.05	0.02	0.06	0.05
Tỷ suất thanh toán nhanh		1.03	1.01	1.05	1.08
Tỷ suất thanh toán hiện thời		1.20	1.27	1.28	1.29
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.06	0.04	0.10	0.28
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản		0.01	0.01	0.02	0.06
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		1.25	1.23	1.26	1.71
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0.30	0.33	0.31	0.36
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		3.04	2.59	2.87	3.38
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.72	0.69	0.70	0.71
Tổng công nợ/Vốn CSH		3.22	2.75	3.09	3.79
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.76	0.73	0.76	0.79
Tài chính hiện nay					
EBIT	Tỷ VND	679.09	247.62	346.65	265.01
EBITDA	Tỷ VND	931.53	493.94	579.76	492.99
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	6.69%	6.56%	7.07%	6.00%
Tỷ suất EBITDA	%	5.01%	4.40%	5.11%	3.78%
Tỷ suất EBIT	%	3.65%	2.21%	3.05%	2.03%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	2.83%	1.02%	1.31%	1.15%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	2.17%	0.26%	1.33%	1.23%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	2.18%	0.75%	0.85%	0.61%
Hệ số quay vòng tài sản		1.14	0.70	0.71	0.77
Hệ số quay vòng vốn CSH		5.41	2.77	2.77	3.19
M-Score		-1.93	-2.35	-2.66	-1.91
Z-Score		1.60	1.26	1.40	1.24
Hiệu quả quản lý					
ROE%	%	12.11%	2.13%	2.51%	2.37%
ROCE%	%	16.43%	5.22%	7.12%	5.05%
ROA%	%	2.56%	0.53%	0.64%	0.57%
ROIC%	%	7.61%	2.67%	3.79%	11.88%
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng		2.98	1.90	2.09	2.45
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	122.00	193.00	175.00	149.00
Hệ số quay vòng HTK		9.13	4.70	4.27	4.41
Thời gian trung bình xử lý HTK	Ngày	40.00	78.00	86.00	83.00
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp		4.18	2.99	3.11	3.42
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	87.00	122.00	117.00	107.00
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VND	3,692.41	2,227.11	2,253.17	2,586.93

Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VND	80.47	16.60	19.24	15.88
Cổ tức					
Tỷ suất cổ tức	%	1.56%	0.00	1.56%	2.60%
Hệ số thanh toán cổ tức		0.17	0.00	0.71	0.00
Định giá					
Vốn hóa thị trường	Tỷ VND	4,444.35	4,444.35	4,666.50	5,059.70
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ VND	8,831.10	9,317.87	9,029.76	10,992.22
P/E		10.66	51.49	45.32	52.00
P/E pha loãng		10.66	51.49	45.32	52.00
P/B		1.24	1.24	1.27	1.34
P/S		0.24	0.40	0.41	0.39
P/Tangible Book		1.14	1.08	1.17	1.26
P/Cash Flow		-6.29	-15.28	8.28	-3.46
Giá trị doanh nghiệp/Doanh số		0.47	0.83	0.80	0.84
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA		9.48	18.86	15.57	22.30
Giá trị doanh nghiệp/EBIT		13.00	37.63	26.05	41.48

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Phạm Ngọc Ánh

Email: anhpn@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Lê Thị Kim Huê

Phó phòng Phân tích

Email: hueltk@vncsi.com.vn

Phạm Ngọc Ánh

Chuyên viên phân tích

Email: anhpn@vncsi.com.vn

Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vi mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Phân tích

Email: khanglc@vncsi.com.vn

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email: linhnp@vncsi.com.vn

Hoàng Thị Nguyễn

Trợ lý TTNC

Email: nguyenht@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng,

Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước, Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào, CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này, CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI,

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Webiste: <https://www.vncsi.com.vn>