

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN XÂY DỰNG HÒA BÌNH (HSX: HBC)

Nguyễn Ngọc Đức

Chuyên viên phân tích

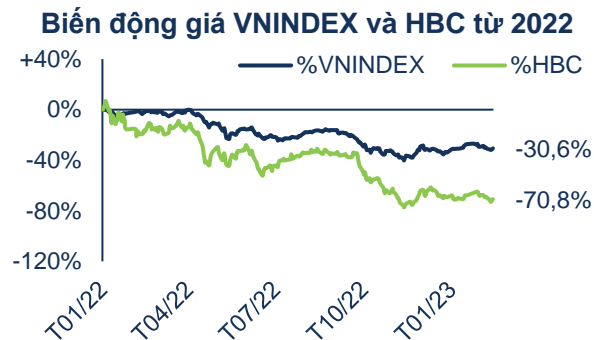
Email: ducnn2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc Phân tích đầu tư



Thông tin giao dịch	17/02/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	8.730
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	27.184
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	6.750
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	274,13
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	274,13
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.040.963
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	15,59%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.384
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	-4.125
P/E Trailing 12 tháng	-2,1x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình
Địa chỉ	235 Võ Thị Sáu Phường 7 Quận 3 Tp. Hồ Chí Minh
Hoạt động kinh doanh chính	Tổng thầu xây dựng dân dụng chính
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lao động, lãi vay
Rủi ro chính	Quản trị, Thu hồi công nợ và Lãi suất

Cơ cấu cổ đông (17/02/2023)	(%)
Lê Viết Hải (CT HĐQT)	16,0%
Hyundai Elevator Co., Ltd	10,2%
Korea Investment Mgmt. Co., Ltd	4,8%
Khác	68,9%

HỌA VÔ ĐƠN CHỈ

Năm 2022, HBC ghi nhận kết quả kinh doanh rất tiêu cực với doanh thu đạt 14.123 tỷ (+24% YoY) và lỗ sau thuế 1.138 tỷ (cùng kỳ lãi 103 tỷ), lần lượt hoàn thành 81% và -325% kế hoạch cả năm. Kết quả 2022 tiêu cực chủ yếu tới từ Quý IV, trong đó: (1) HBC lỗ gộp 426 tỷ (một phần do chi phí đầu vào xây dựng đã tăng mạnh từ năm 2021); (2) ghi nhận dự phòng phải thu 359 tỷ (do khó khăn thanh khoản của ngành bất động sản trong H2/2022); và (3) chi phí lãi vay đạt 163 tỷ, +113% YoY (do cả nợ vay và mặt bằng lãi suất cho vay đều tăng).

Thêm nữa, HBC còn vướng phải tranh chấp nghiêm trọng về quản trị giữa ông Lê Viết Hải (Chủ tịch Hội đồng Quản trị và nhà sáng lập HBC) và ông Nguyễn Công Phú (Thành viên Độc lập Hội đồng Quản trị HBC), gây gián đoạn quá trình chuyển giao thể hệ lãnh đạo từ ông Lê Viết Hải sang ông Lê Viết Hiếu (con trai ông Lê Viết Hải, hiện đang là Phó Tổng Giám đốc Thường trực HBC) và gây ra bất định rất lớn tới triển vọng của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá rằng tranh chấp này tới nay vẫn chưa kết thúc, dù (1) Cục Thi hành án dân sự Thành phố Hồ Chí Minh đã có quyết định tạm hoãn toàn bộ nghị quyết liên quan tới thay đổi nhân sự tại HBC vào ngày 19/01/2023; và (2) ông Nguyễn Công Phú đã xin từ nhiệm vị trí Thành viên Hội đồng Quản trị HBC vào ngày 13/02/2023.

Khuyến nghị: Với bất định rất cao trong cả hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính và tình hình quản trị doanh nghiệp, chúng tôi không thể đưa ra dự phóng đáng tin cậy về kết quả kinh doanh ngắn hạn của HBC, và tương ứng đưa ra khuyến nghị **KHÔNG ĐẦU TƯ** vào cổ phiếu HBC, ít nhất cho tới khi tranh chấp quản trị tại HBC kết thúc.

Các yếu tố chính cần theo dõi như sau:

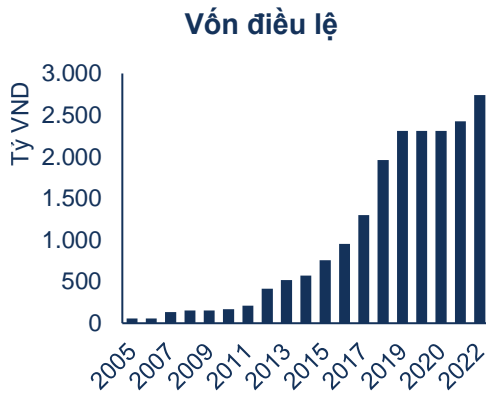
- **Tranh chấp quản trị:** Tới nay, Cục Thi hành án dân sự Thành phố Hồ Chí Minh mới đưa ra quyết định tạm hoãn thi hành các Nghị quyết thay đổi nhân sự tại HBC, và tranh chấp chỉ có thể coi là đã kết thúc khi có quyết định hay phán quyết cuối cùng của Hội đồng Trọng tài.
- **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh:** Từ 2016 tới nay, dòng tiền hoạt động kinh doanh HBC âm lũy kể trên 2.200 tỷ. Trong đó, đáng chú ý nhất là khoản phải thu trên 12,2 nghìn tỷ (~86% doanh thu 2022 và chiếm ~70% tổng tài sản) tại Q4/2022.
- **Lãi suất:** Mỗi điểm lãi suất tăng có thể khiến HBC chịu thêm ~580 tỷ chi phí tài chính – tương ứng với lợi nhuận của HBC trong giai đoạn 2019 – 2021. Trong năm 2023, mặt bằng lãi suất cho vay của Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tăng 01 - 02 đpt.

I. TỔNG QUAN CTCP TẬP ĐOÀN HÒA BÌNH



Công ty Cổ phần Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (Hòa Bình – HSX: [HBC](#)) là một trong những doanh nghiệp tổng thầu xây dựng dân dụng lớn nhất Việt Nam với quy mô doanh thu trên 10/000 tỷ/năm. Với hơn 35 năm kinh nghiệm, Hòa Bình đã tham gia xây dựng nhiều dự án lớn như Tòa nhà Văn phòng Vinfast, Keangnam Hanoi Landmark Tower, Saigon Centre, Vietinbank Tower...

1. Lịch sử hình thành và phát triển



Biểu đồ 1 – Nguồn: HBC

1987: Văn phòng Xây dựng Hòa Bình được thành lập với chức năng thiết kế thi công một số công trình trang trí nội thất và nhà ở tư nhân.

1993: Bắt đầu nhận thầu thiết kế - thi công tại một số dự án quy mô lớn như Khách sạn Riverside Saigon, CLB Sân Golf Sông Bé, Cảng Cá Cát Lở...

2006: Niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu HBC.

2011: Bắt đầu mở rộng thị trường ra nước ngoài với dự án Le Yuan tại Malaysia, và sau đó là dự án chung cư GEMS tại Myanmar (2015).
2019: Hyundai Elevator (Hàn Quốc) trở thành đối tác chiến lược sau khi mua 25 triệu cổ phiếu HBC (tỷ lệ sở hữu ~11%).

2022: HBC là một trong những nhà thầu dân dụng hàng đầu Việt Nam với quy mô lên tới 14 nghìn tỷ doanh thu và 2,7 nghìn tỷ vốn điều lệ.

2. Công ty con và công ty liên kết

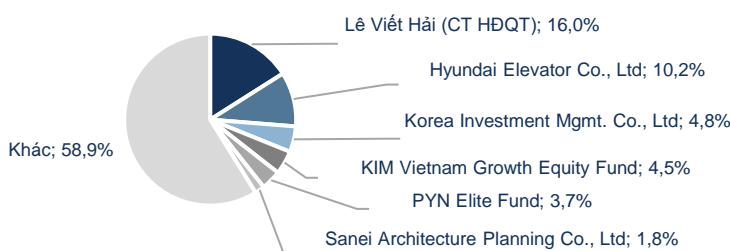
Các đơn vị thành viên của HBC chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Tại Q4/2022, HBC sở hữu 06 công ty con trực tiếp (và 19 công ty con gián tiếp):

Công ty con trực tiếp	Trụ sở	Ngành nghề	Tỷ lệ sở hữu	Doanh thu 2022	LNST 2022
CT TNHH MTV Máy xây dựng Matec	Tp. HCM	Xây dựng	100%	537	2
CTCP Nhà Hòa Bình	Tp. HCM	Bất động sản	100%	223	-214
CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Hòa Bình	Long An	Bất động sản	98%	94	-21
CT TNHH Sơn Hòa Bình	Tp. HCM	Xây dựng	100%	79	6
CT TNHH Tư vấn Thiết kế Hòa Bình	Tp. HCM	Xây dựng	75%	15	0,3
CT TNHH Hòa Bình Myanmar	Myanmar	Xây dựng	100%	N/A	N/A

Bảng 1 – Nguồn: HBC. Đvt: Tỷ VND

Bên cạnh đó, HBC đang đầu tư vào 04 công ty liên kết, đều có vốn điều lệ dưới 200 tỷ (chi tiết tại [Phụ lục](#)).

3. Cơ cấu cổ đông HBC (15/02/2023)



Biểu đồ 2 – Nguồn: HBC

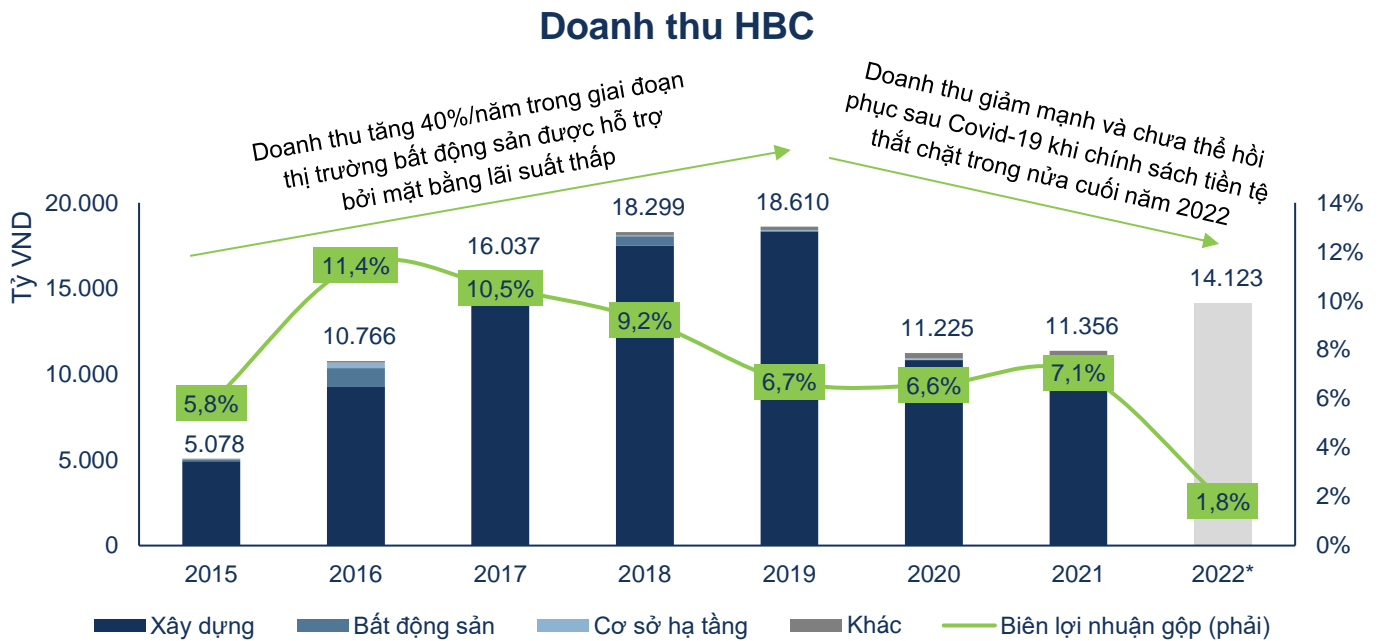
Cơ cấu cổ đông của HBC tương đối loãng với tỷ lệ free-float đạt gần 60%.

Cơ cấu cổ đông lớn của HBC cũng khá cân bằng với ông Lê Viết Hải (Chủ tịch HĐQT) và những người liên quan nắm ~21%; bên cạnh đó các cổ đông tổ chức nắm khoảng 25% – gồm cổ đông chiến lược Hyundai Elevator (10,2%), Sanei Architecture Planning (1,8%) và các quỹ đầu tư (13,1%).

4. Tổng quan hoạt động kinh doanh HBC

Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình là một trong những tổng thầu dân dụng hàng đầu Việt Nam với dấu ấn tại nhiều siêu dự án như Tòa nhà Văn phòng Vinfast, Keangnam Hanoi Landmark Tower, Saigon Centre, Vietinbank Tower... sau hơn 35 năm kinh nghiệm.

Năm 2022, doanh thu HBC đạt 14.123 tỷ, hồi phục nhẹ từ khoảng 11.000 tỷ trong giai đoạn 2020 – 2021 dịch Covid-19 nhưng vẫn chưa về mức trước dịch ~18.000 tỷ. Trong đó, lĩnh vực xây dựng đóng góp ~95% doanh thu và 88% lợi nhuận gộp cho HBC từ năm 2015 tới 2021 (riêng 2022 chưa có thuyết minh doanh thu/giá vốn từng lĩnh vực). Ngoài ra, HBC còn tham gia kinh doanh bất động sản, cho thuê máy móc xây dựng... nhưng đóng góp không đáng kể trong giai đoạn qua.



Biểu đồ 3 – Nguồn: HBC. *: Doanh thu 2022 chưa bóc tách các mảng kinh doanh do không có thuyết minh trong BCTC Q3 và Q4

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh của HBC chịu ảnh hưởng lớn từ thị trường bất động sản nhà ở tại các đô thị lớn (chiếm 70 – 80% doanh thu HBC trong 2017 – 2021) – nơi tập trung đại đa số các dự án nhà ở, khu phức hợp cao tầng.

- Giai đoạn 2015 – 2019: Doanh thu HBC đạt tăng trưởng trung bình 40%/năm nhờ thị trường bất động sản nhà ở tại các đô thị lớn sôi động trở lại. Tới năm 2019, xu hướng này đã chững lại khi thủ tục pháp lý tại các dự án bất động sản bị thắt chặt.
- Giai đoạn 2020 – 2021: Doanh thu HBC chỉ đạt ~11,2 nghìn tỷ (thấp hơn ~40% so với 2019), chủ yếu do dịch Covid-19 hạn chế nhu cầu đầu tư cũng và gián đoạn hoạt động thi công.

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ IV VÀ CẢ NĂM 2022

Kết quả kinh doanh Q4/2022 của HBC rất tiêu cực với doanh thu đạt 3.218 tỷ (-16% YoY) và lỗ sau thuế 1.202 tỷ (cùng kỳ lãi 22 tỷ), tới từ cả khó khăn trong hoạt động xây dựng hiện tại, dự phòng phải thu khó đòi từ các dự án đã hoàn thành, và chi phí tài chính tăng cao. Đây là quý đầu tiên HBC lỗ trong 15 năm trở lại đây, tuy nhiên mức lỗ này tương đương với toàn bộ lợi nhuận của Tập đoàn từ năm 2018 tới nay.

Với kết quả này, HBC đạt 14.123 tỷ doanh thu lỗ 1.138 tỷ sau thuế trong cả năm 2022, thấp hơn rất nhiều so với kỳ vọng đặt ra trong kế hoạch kinh doanh ở 17.500 tỷ doanh thu (hoàn thành ~81%) và 350 tỷ lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (hoàn thành -325%).

Các chỉ tiêu chính trong kết quả kinh doanh Q4/2022 và cả năm như sau:

	Q4/2022	%YoY	2022	%YoY	%KH	KH 2022
Doanh thu thuần	3.218	-15,8%	14.123	+24,4%	80,7%	17.500
Lợi nhuận gộp	(426)	-243,7%	258	-67,9%		
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	-13,2%	-21,0 đpt	1,8%	-5,2 đpt		
Chi phí bán hàng	15	-23,7%	39	-13,2%		
Chi phí quản lý	496	+175,9%	940	+129,0%		
<i>Chi phí BH&QL/Doanh thu</i>	15,9%	+10,7 đpt	6,9%	+2,9 đpt		
Lợi nhuận từ HĐKD	(938)	-1.048,3%	(747)	-317,0%		
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	-29,2%	-31,7 đpt	-5,3%	-8,3 đpt		
Doanh thu tài chính	(113)	-565,9%	159	+41,8%		
Chi phí lãi vay	(163)	+112,7%	(521)	+74,2%		
Lợi nhuận sau thuế của CĐCTM	(1.202)	-5.455,4%	(1.138)	-1.205,4%	-325,2%	350

Bảng 2 – Nguồn: HBC

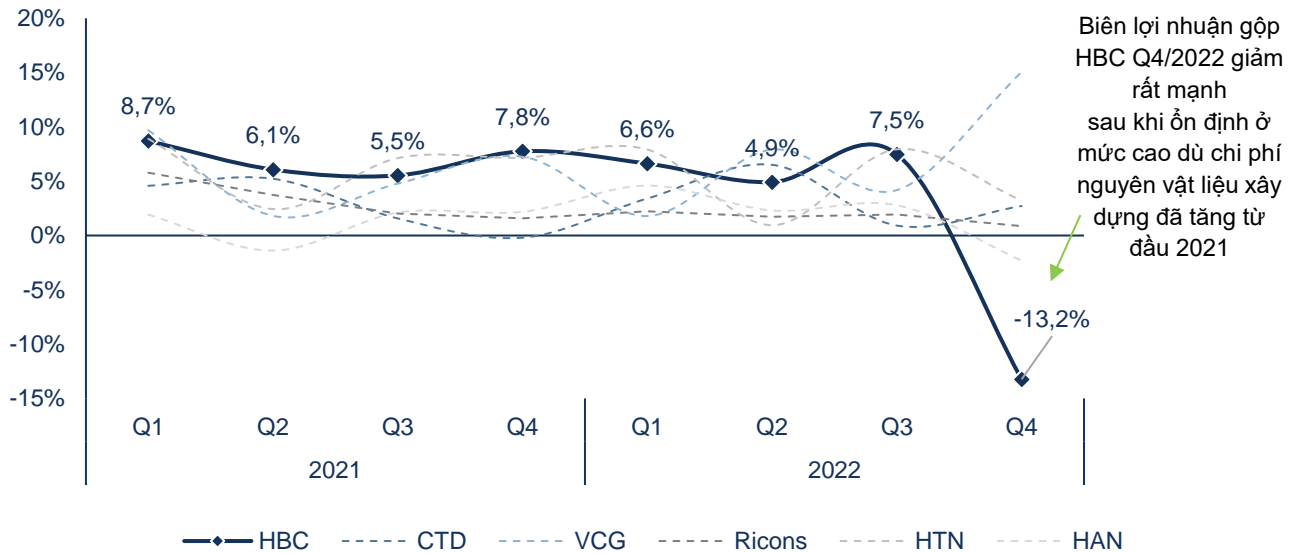
1. Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của HBC trong Q4/2022 tiêu cực chủ yếu do thi công đình trệ và thu hồi công nợ khó khăn (do khủng hoảng thanh khoản của các doanh nghiệp bất động sản), cộng thêm chi phí đầu vào tăng mạnh:

- **Doanh thu đạt 3.218 tỷ (-16% YoY):** Đây là kết quả thấp so với kỳ vọng, đặc biệt trong Quý IV là cao điểm ghi nhận doanh thu xây dựng¹, chủ yếu do một số dự án bất động sản phải dừng thi công hoặc thi công cầm chừng bởi khó khăn của các khách hàng bất động sản (chiếm ~70 – 80% doanh thu xây dựng HBC). Với doanh thu cả năm đạt ~14.000 tỷ, HBC sẽ có ít nhất ~17.000 tỷ² backlog chuyển sang năm 2023.
- **Biên lợi nhuận gộp Q4/2022 âm 13,2% (-21 đpt YoY), phản ánh chi phí xây dựng tăng mạnh từ năm 2021 tới nay:** Đây là điểm tiêu cực nhất trong kết quả kinh doanh Q4/2022 của HBC với mức giảm mạnh nhất so với giai đoạn trước và cũng ở mức thấp nhất so với các tổng thầu xây dựng dân dụng lớn khác. Bên cạnh đó, mảng bất động sản có thể cũng góp phần khiến HBC lỗ gộp trong Q4/2022 (công ty con CTCP Nhà Hòa Bình ghi nhận 223 tỷ doanh thu và lỗ 214 tỷ sau thuế trong Q4/2022 trong khi Q3/2022 mới chỉ lỗ 10 tỷ, theo *thuyết minh Kết quả kinh doanh theo bộ phận*), tuy nhiên chúng tôi chưa thể xác định ảnh hưởng tới lợi nhuận gộp do BCTC Quý của HBC không bóc tách các mảng trong doanh thu/giá vốn.

¹ Trung bình từ 2015 – 2021, Quý IV thường đóng góp ~30% doanh thu cho HBC. Tuy nhiên, Q4/2022 của HBC chỉ đóng góp 23% doanh thu cả năm – thấp hơn so với cùng kỳ năm 2021 dù chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19.

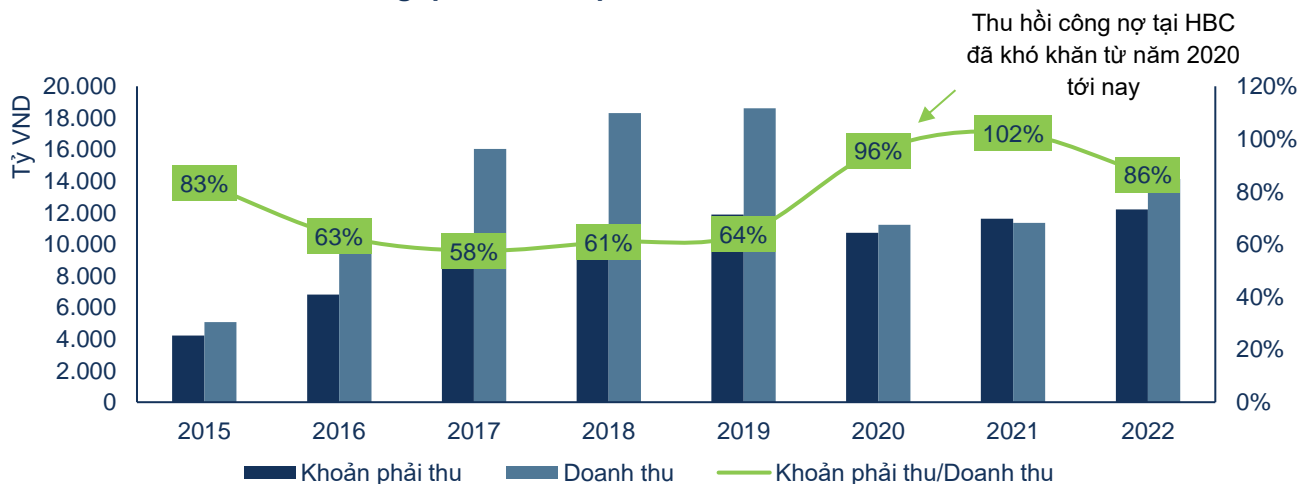
² Backlog này chưa tính tới giá trị hợp đồng ký trong 05 tháng cuối năm 2022: Backlog đầu năm 2022 ~24.000 tỷ+ Hợp đồng ký mới trong 07T/2022 ~7.500 tỷ - Doanh thu cả năm 2022 ~14.100 tỷ = Backlog chuyển sang 2023 ~17.400 tỷ

Biên lợi nhuận gộp HBC và một số doanh nghiệp xây dựng dân dụng*


Biểu đồ 4 – Nguồn: BCTC. *: Các nhà thầu khác chỉ tính BLNG Xây dựng. Riêng HBC là BLNG tổng do không thuyết minh doanh thu/giá vốn trong BCTC quý

Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh trong Q4/2022 cũng khiến triển vọng 2023 của HBC mang nhiều bất định, đặc biệt khi HBC sẽ khó đàm phán điều chỉnh đơn giá các hợp đồng đang thực hiện (thường kéo dài trên 01 năm) trong giai đoạn rất khó khăn của các khách hàng bất động sản.

- Chi phí quản lý 496 tỷ (+176% YoY):** chủ yếu từ 358,7 tỷ dự phòng khoản phải thu khó đòi, cũng từ khó khăn thanh khoản của ngành bất động sản. Tại cuối năm 2022, khoản phải thu của HBC đạt trên 12,2 nghìn tỷ (~86% doanh thu cả năm và chiếm ~70% tổng tài sản). Theo ông Lê Viết Hải (Chủ tịch HĐQT HBC), đây là khoản trích lập “mạnh tay” để cải thiện sức khỏe tài chính của doanh nghiệp – tuy nhiên không thể loại trừ khả năng HBC sẽ phải tiếp tục trích lập dự phòng khi (a) khoản phải thu của HBC đã tăng cao trong nhiều năm gần đây, ảnh hưởng rất lớn tới thanh khoản doanh nghiệp, đồng thời (b) các doanh nghiệp bất động sản dự kiến sẽ tiếp tục khó khăn trong 2023 khi chính sách tiền tệ Việt Nam chưa có dấu hiệu nới lỏng đáng kể. Để tương quan, CTCP Xây dựng Cottecons (HSX: CTD) cũng đã phải trích lập dự phòng ~1.000 tỷ (phải thu khó đòi chiếm ~80%) từ năm 2020 tới nay và đang ghi nhận 11,6 nghìn tỷ khoản phải thu tại Q4/2022 (~80% doanh thu cả năm và ~60 tổng tài sản, đều thấp hơn so với HBC).

Tương quan Khoản phải thu và Doanh thu HBC


Biểu đồ 5 – Nguồn: HBC

Ngược lại, bước sang năm 2023, HBC công bố thắng kiện CTCP Đầu tư Phát triển và Xây dựng Thành Đô, theo đó Thành Đô buộc phải thanh toán 367,6 tỷ cho HBC (từ 12 hợp đồng xây dựng tại Cocobay Đà Nẵng), một phần giúp giảm áp lực thanh khoản của HBC (tại H1/2022, HBC chưa ghi nhận dự phòng khoản này).

- **Cam kết thuê văn phòng tăng mạnh lên tới 1.701 tỷ (+530% YoY)**, theo *BCTC H1/2022*: nhiều khả năng từ việc thuê văn phòng đại diện ở nước ngoài để phục vụ [Chiến lược Mở rộng thị trường nước ngoài 2022 - 2032](#) của HBC.

Đơn vị: Tỷ VND	30/06/2022	Ước tính chi phí mỗi năm	31/12/2021	Ước tính chi phí mỗi năm
Đến 01 năm	133	133,0	186	186,0
01 năm đến 05 năm (giả định 05 năm)	523	104,6	84	16,8
Trên 05 năm (giả định 10 năm)	1.045	104,5	0	0,0
Tổng cộng	1.701	342,1	270	202,8

Bảng 3 – Nguồn: HBC

Theo ước tính của chúng tôi, các cam kết này tương ứng với chi phí khoảng 342 tỷ hàng năm (tăng 141 tỷ so với thời điểm cuối năm 2021, tương đương LNST của hai năm 2020 – 2021) và sẽ tạo áp lực đáng kể tới kết quả kinh doanh sắp tới của HBC.

2. Hoạt động và tình hình tài chính

Bên cạnh kinh doanh khó khăn, HBC cũng gặp trở ngại trong kế hoạch thu hồi vốn tại các dự án bất động sản, đồng thời phải chịu thêm chi phí tài chính tăng cao.

- **Lỗ chuyển nhượng khoản đầu tư ~116 tỷ trong Q4/2022, tương ứng cả năm lãi 10 tỷ**: HBC đã thoái toàn bộ vốn tại dự án Ascent Garden Home trong H1/2022 (CTCP Tiến Phát Tân Thuận). Việc chuyển nhượng dự án này nằm trong định hướng thu về ~2.000 tỷ (lợi nhuận 700 tỷ) từ 05 dự án bất động sản (thoái vốn 02 và thực hiện 03 dự án) của HBC. Tuy nhiên, kế hoạch này sẽ gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh triển vọng ngắn hạn ngành bất động sản ảm đạm.

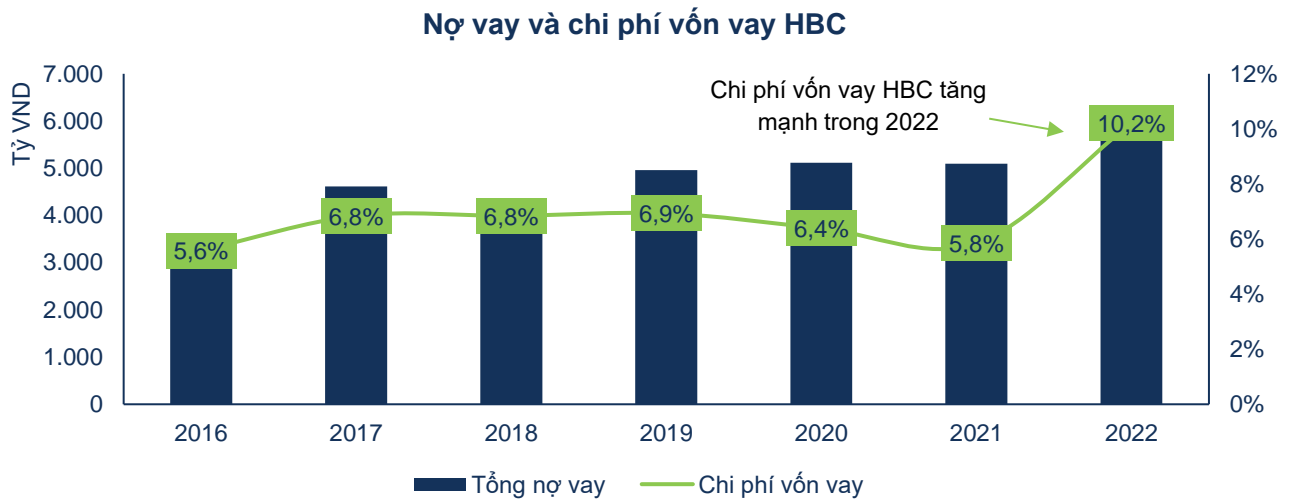
STT	Dự án	Dự kiến thu hồi (tỷ)	Phương án thực hiện
1	1C Tôn Thất Thuyết	391	Thoái vốn
2	Ascent Garden Homes	500	Thoái vốn
3	Ascent Plaza	450	Triển khai
4	Ascent Lake Side	256	Triển khai
5	Long Thới	393	Triển khai
	Tổng cộng	1.990	

Bảng 4 – Nguồn: HBC

Ngược lại với định hướng thu hồi vốn từ bất động sản, ngày 30/05/2022, HBC chi 200 tỷ mua thêm 49% cổ phần tại Công ty TNHH Tiến Phát Đông Bắc (TPĐB), nâng tỷ lệ sở hữu lên 100%. Quan trọng hơn, TPĐB đang vướng phải bê bối nghiêm trọng tại dự án Ascent Plaza (Quận Bình Thạnh, Thành phố Hồ Chí Minh) khi đã mở bán và nhận tiền đặt cọc 25% từ cuối năm 2018 nhưng tới nay chưa bắt đầu xây dựng do vướng mắc pháp lý (dù ban đầu cam kết giao nhà vào Q4/2020). Trong Q1/2022, sau nhiều lần lùi thời hạn bàn giao nhà, Tiến Phát Đông Bắc đề nghị thanh lý hợp đồng đặt cọc, trả lại tiền đặt cọc và đền

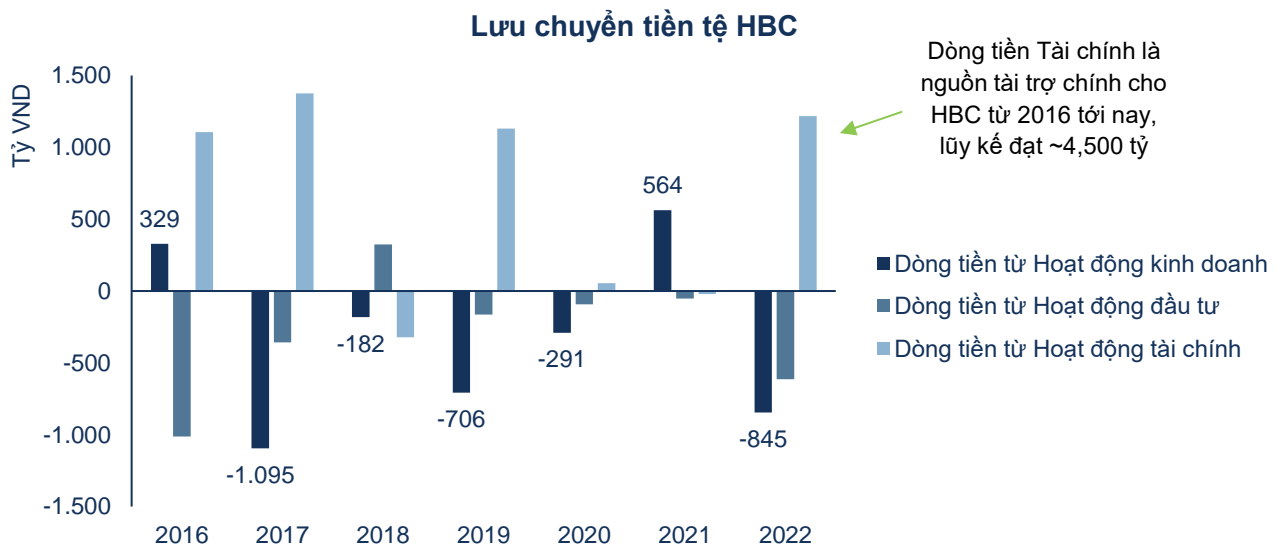
bù lãi suất 05%/năm do dự án không thể triển khai và cũng không có phương án nào để tháo gỡ³. Dù vậy, mức đền bù quá thấp này của Tiến Phát Đông Bắc bị khách hàng phản đối kịch liệt, và nếu hai bên không thể thỏa thuận được thì có thể dẫn tới tranh chấp pháp lý.

- **Chi phí lãi vay 163 tỷ (+113% YoY), tương ứng cả năm 521 tỷ (+74% yoy):** chủ yếu do (1) vay nợ tăng khi thu hồi công nợ khó khăn (tại Q4/2022, nợ vay của HBC đạt ~5.800 tỷ – tăng 13% YoY, tương ứng ~34% tổng nguồn vốn, trong đó ~80% là vay ngắn hạn), và (2) chi phí vốn vay tăng khi chính sách tiền tệ Việt Nam đang thắt chặt và HBC phát hành trái phiếu dài hạn với lãi suất cao⁴ (ước tính chi phí vốn vay của HBC đạt ~10,2% trong năm 2022, tăng 4,2 đpt YoY).



Biểu đồ 6 – Nguồn: HBC

- **Dòng tiền hoạt động kinh doanh yếu trong nhiều năm,** chủ yếu do khó khăn thu hồi công nợ khiến khoản phải thu có xu hướng tăng mạnh: Từ 2016 tới nay, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HBC lũy kế âm 2.226 tỷ, chỉ dương trong năm 2016 và 2021.



Biểu đồ 7 – Nguồn: HBC

³ Theo đại diện của Tiến Phát Đông Bắc, chủ trương đầu tư dự án Ascent Plaza đã hết hạn hiệu lực và chưa được chấp thuận gia hạn, việc phê duyệt quyết định chi tiết xây dựng tỷ lệ 1/500 có khả năng kéo dài không xác định thời gian.

⁴ Tại cuối 2022, nợ trái phiếu dài hạn của HBC đạt 962 tỷ (~17% tổng nợ vay), phát hành trong năm 2021 – 2022 và đáo hạn trong 2025 – 2026. Các khoản trái phiếu này có lãi suất 9,6% - 9,75% trong năm đầu và lãi suất tiền gửi 12T + biên độ 4,0 – 4,5% trong các năm tiếp theo.

III. CÁC SỰ KIỆN QUAN TRỌNG TRONG NĂM 2022

1. Chiến lược Mở rộng thị trường nước ngoài trong 10 năm tới

Tháng 08/2022, HBC công bố kế hoạch phát triển thị trường nước ngoài với mục tiêu tham vọng “05 năm gấp 05 lần từ 2022 - 2032” (tương ứng tăng trưởng doanh thu hàng năm ~40%) – Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây sẽ là mục tiêu nhiều thách thức cho HBC.

Cụ thể, HBC kỳ vọng đồng thời cải thiện biên lợi nhuận sau thuế từ 01% hiện nay lên 05%, thông qua:

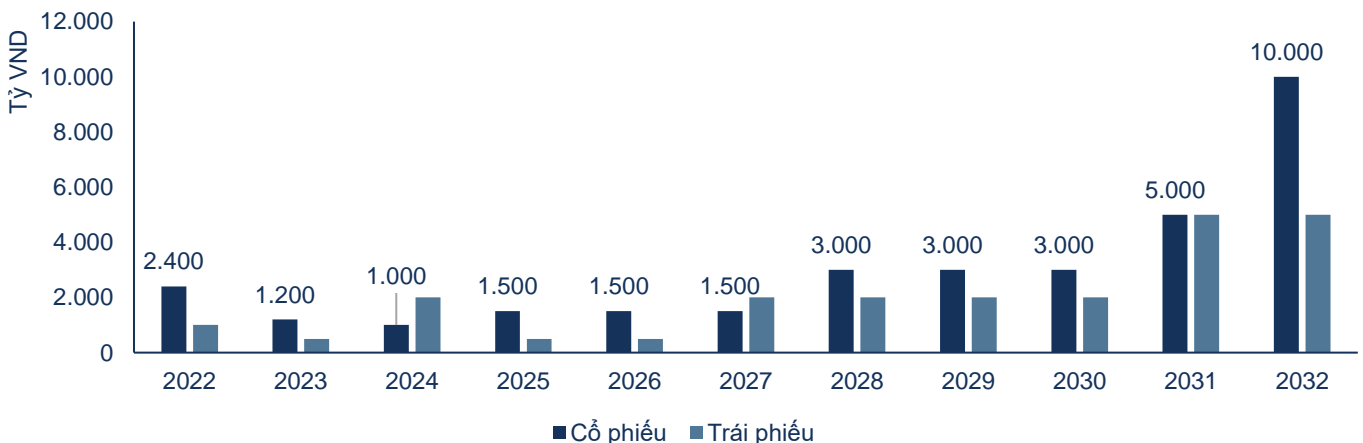
- Kỳ vọng đạt 437 nghìn tỷ doanh thu vào năm 2032 (~CAGR 39%/năm từ 2021): Thâm nhập các thị trường phát triển (Canada, Australia, Texas – Mỹ, và Châu Âu) thông qua hợp tác đầu tư với các nhà phát triển bất động sản và M&A doanh nghiệp xây dựng bản địa để thực hiện dự án.
- Đồng thời, cải thiện biên lợi nhuận sau thuế từ 01% lên 05%: Tận dụng lợi thế chi phí trong nhân công thiết kế và xuất khẩu nguyên vật liệu xây dựng hoàn thiện.

Tới nay, chiến lược này đã có những thành quả bước đầu:

- Thông qua chủ trương đầu tư dự án 88 James (Ontario, Canada) và dự án 55 – 59 Regent Street (Queensland, Australia): theo đó, HBC góp lần lượt 4 triệu CAD và 2 triệu AUD (tương ứng 72 tỷ và 36 tỷ; và tỷ lệ sở hữu 40% và ~10%), đồng thời HBC cũng sẽ tham gia làm nhà thầu tại các dự án này (giá trị thi công dự án ước tính lần lượt ~690 tỷ và ~1.380 tỷ). Dự kiến cả hai dự án sẽ khởi công vào T03 – 04/2023 và hoàn thành trong 2024 – 2025.
- Làm tổng thầu tại dự án Khách sạn 04 sao tại Budapest, Hungary với tổng mức đầu tư khoảng 715 tỷ.

Tuy nhiên, chiến lược phát triển thị trường qua M&A và đầu tư có yêu cầu vốn rất cao. Chỉ tính riêng từ nay tới năm 2025, HBC dự kiến huy động 6.100 tỷ từ cổ phiếu (gấp ~2,5 vốn hóa HBC hiện nay), dẫn tới rủi ro pha loãng đáng kể cho các cổ đông hiện hữu (đặc biệt trong giai đoạn thị giá cổ phiếu HBC đang ở mặt bằng thấp hiện nay), đồng thời tạo áp lực rất lớn lên khả năng sinh lời trên vốn đầu tư của doanh nghiệp khi các khoản đầu tư chưa sinh lời.

Kế hoạch huy động vốn HBC



Biểu đồ 8 – Nguồn: HBC

Thêm nữa, chiến lược theo đuổi tăng trưởng cũng sẽ yêu cầu tỷ lệ tái đầu tư cao, nghĩa là nhiều khả năng phần lớn lợi nhuận từ các khoản đầu tư nước ngoài của HBC sẽ được quay vòng và tiếp tục đầu tư thay vì trả cổ tức cho Tập đoàn mẹ, ít nhất trong giai đoạn đầu (~03 năm) của chiến lược này.

Cuối cùng, mục tiêu đồng thời tăng trưởng doanh thu cao và cải thiện biên lợi nhuận sau thuế sẽ là thách thức lớn cho HBC.

- Khả năng tăng trưởng doanh thu: Nhu cầu nhà ở tại các thị trường mục tiêu tương đối thấp: chủ yếu do dân số già, tốc độ tăng trưởng dân số thấp. Thêm nữa, nhu cầu nhà ở trong ngắn hạn cũng bị hạn chế khi chính sách tiền tệ toàn cầu có xu hướng thắt chặt, đặc biệt tại các quốc gia đã phát triển. Ngoài ra, chi phí

xây dựng tại các thị trường này chỉ gấp khoảng 02 lần so với chi phí tại Việt Nam, theo báo cáo *Chi phí Xây dựng Quốc tế của Arcadis*, thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng khoảng 07 lần của HBC.

- Khả năng tiết kiệm chi phí (qua đó cải thiện biên lợi nhuận) hạn chế: chiến lược sử dụng nhân công thiết kế tại Việt Nam để tiết kiệm chi phí là khả thi – tuy nhiên chi phí thiết kế chỉ chiếm phần nhỏ trong tổng dự án (thường chiếm dưới 05% tổng chi phí dự án và giảm dần theo quy mô dự án lớn dần).

2. Tranh chấp quản trị từ cuối năm 2022 tới nay

Tranh chấp quản trị về thay đổi nhân sự cấp cao nhất của HBC giữa ông Lê Viết Hải và ông Nguyễn Công Phú gây ra bất định rất lớn về triển vọng của HBC, đặc biệt trong bối cảnh HBC đang trong giai đoạn chuyển giao thế hệ lãnh đạo, ghi nhận kết quả kinh doanh Q4/2022 đặc biệt tiêu cực, cộng thêm triển vọng chung xây dựng cũng như bất động sản đều khó khăn.

Chúng tôi đánh giá tranh chấp này tới nay vẫn chưa kết thúc dù HBC đã chấp thuận đơn từ nhiệm chức vụ Thành viên Hội đồng Quản trị độc lập của ông Nguyễn Công Phú vào ngày 13/02/2023 (quý Nhà đầu tư có thể tham khảo tổng hợp các sự kiện liên quan chính tại [Phụ lục](#)), do:

- Cuộc họp Hội đồng Quản trị HBC chiều ngày 31/12/2022 còn một số vấn đề tranh cãi về điều kiện tổ chức:
 - a. “Vùng xám pháp lý” về thời hạn gửi thông báo mời họp Hội đồng Quản trị do Điều lệ HBC chưa quy định rõ ràng: Theo Luật Doanh nghiệp 2020⁵, Chủ tịch Hội đồng Quản trị hoặc người triệu tập cuộc họp Hội đồng Quản trị phải gửi thông báo mời họp “chậm nhất 03 ngày làm việc trước ngày họp nếu Điều lệ công ty không có quy định khác”. Mặt khác, Điều lệ của HBC có yêu cầu “phải gửi thông báo mời họp chậm nhất là ba (03 ngày) làm việc trước ngày họp” nhưng không nhắc lại yêu cầu này trong quy định về triệu tập cuộc họp lần hai trong trường hợp lần một không thể tiến hành⁶. Như vậy, ở đây chưa rõ ràng giữa việc Điều lệ HBC có “quy định khác” về yêu cầu mời họp lần hai (được Luật Doanh nghiệp 2020 cho phép) hay không. Về phía HBC, doanh nghiệp khẳng định có đầy đủ cơ sở pháp lý cho các Nghị quyết đã được ban hành.
 - b. Theo Biên bản họp của HBC, ông Phú đã tham dự cuộc họp chiều ngày 31/12/2022 (và bỏ phiếu không tán thành) nhưng ông Phú phủ quyết điều này, cho rằng các tin nhắn trong nhóm Viber Hội đồng Quản trị (phương tiện HBC thông báo và xác nhận thành viên tham dự họp trực tuyến) chỉ mang tính chất cá nhân. Nếu ông Phú không tham gia, cuộc họp này không đủ điều kiện tổ chức do thiếu thành viên.
- Quyết định của Cục Thi hành án dân sự Thành phố Hồ Chí Minh về tạm hoãn thi hành các Nghị quyết thay đổi nhân sự tại HBC chỉ mang tính tạm thời, và cần chờ quyết định hay phán quyết của Hội đồng Trọng tài.

IV. TRIỂN VỌNG BẤT ĐỊNH CAO VÀ KHUYẾN NGHỊ KHÔNG ĐẦU TƯ

Nhìn chung, triển vọng của lĩnh vực xây dựng và bất động sản trong năm 2023 tương đối tiêu cực – chủ yếu do mặt bằng lãi suất tăng (lãi suất cho vay trung bình đã tăng 1,5 đpt trong năm 2022 và dự kiến tăng 01 – 02 đpt trong năm 2023) khi chính sách tiền tệ Việt Nam thắt chặt, hạn chế nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất hay mua nhà ở.

Riêng đối với HBC, chúng tôi không thể đưa ra dự phóng đáng tin cậy về kết quả kinh doanh, và tương ứng khuyến nghị KHÔNG ĐẦU TƯ đối với cổ phiếu HBC do bất định rất cao về hoạt động kinh doanh cũng như tình hình quản trị doanh nghiệp, ít nhất tới khi có quyết định hay phán quyết cuối cùng của Hội đồng Trọng tài.

V. CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

1. Tranh chấp quản trị

Chúng tôi đánh giá đây là rủi ro lớn nhất HBC đang phải đối mặt, ảnh hưởng nghiêm trọng tới uy tín kinh doanh, khả năng huy động nguồn vốn để thực hiện chiến lược Mở rộng thị trường nước ngoài nhiều tham vọng, và cả quá

⁵ Khoản 06, Điều 157 về “Cuộc họp Hội đồng Quản trị”.

⁶ Khoản 06 và 08, Điều 30, Điều lệ HBC.

trình chuyển giao thể hệ lãnh đạo của doanh nghiệp. Tranh chấp này tại HBC chỉ có thể coi là đã kết thúc khi có quyết định hay phán quyết cuối cùng của Hội đồng Trọng tài.

2. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

Tổng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HBC âm 2.226 tỷ từ năm 2016 tới nay, khiến HBC phải vay vốn nhiều để bổ sung thanh khoản. Trong đó, đáng chú ý nhất là khoản phải thu – đạt trên 12,2 nghìn tỷ (~86% doanh thu 2022 và chiếm ~70% tổng tài sản) tại Q4/2022. Trong Q4/2022, HBC đã phải ghi nhận dự phòng khoản phải thu khó đòi 359 tỷ, phản ánh khó khăn thanh khoản của các khách hàng bất động sản khi chính sách tiền tệ Việt Nam thắt chặt từ nửa cuối năm 2022. Chúng tôi dự kiến chính sách tiền tệ Việt Nam sẽ tiếp tục thắt chặt – và không thể loại trừ khả năng HBC sẽ phải tiếp tục ghi nhận dự phòng trong năm 2023.

3. Lãi suất

Mỗi điểm lãi suất tăng có thể khiến HBC chịu thêm ~580 tỷ chi phí tài chính – tương ứng với lợi nhuận của HBC trong giai đoạn 2019 – 2021. Tại Q4/2022, nợ vay tại HBC đạt khoảng 5.800 tỷ, trong đó chủ yếu là các khoản vay có lãi suất thả nổi. Trong năm 2022, mặt bằng lãi suất cho vay của Việt Nam đã tăng khoảng 1,5 đpt, và chúng tôi dự kiến sẽ tiếp tục tăng khoảng 01 – 02 đpt trong năm 2023.

VI. PHỤ LỤC

1. Các công ty liên kết của HBC ([trở về](#))

Công ty liên kết	Trụ sở	Ngành nghề	Vốn điều lệ
CTCP 479 Hòa Bình	Nghệ An	Xây dựng	173
CTCP Kỹ thuật Jesco Hòa Bình	Tp. HCM	Xây dựng	73
CTCP Cơ khí và Nhôm kính Anh Việt	Tp. HCM	Xây dựng	40
CTCP Trang trí Nội thất Onwa Tech	Tp. HCM	Xây dựng	39

Bảng 5 – Nguồn: HBC, FPTS ước tính. Đvt: Tỷ VND

2. Hội đồng Quản trị HBC trước những thay đổi nhân sự cuối năm 2022

Tên	Chức vụ tại Hội đồng Quản trị	Tuổi	Ý kiến trong việc hoãn thay đổi nhân sự
Ông Lê Viết Hải	Chủ tịch	65	
Ông Lê Viết Hiếu	Phó Chủ tịch	31	Biểu quyết tán thành..
Ông David Martin Ruiz	Thành viên	49	
Ông Nguyễn Tường Bảo	Thành viên độc lập	49	Biểu quyết không có ý kiến.
Ông Nguyễn Công Phú	Thành viên độc lập	72	Nằm trong nhóm phản đối hoãn thi hành nghị quyết thay đổi nhân sự (chỉ riêng ông Nguyễn Công Phú có tên trong biên bản họp Hội đồng Quản trị ngày 31/12/2022 với biểu quyết không tán thành). Sau đó, ông Phú đã xin từ chức khỏi Hội đồng quản trị HBC ngày 13/02/2023.
Ông Albert Antoine	Thành viên độc lập	65	
Ông Dương Văn Hùng	Thành viên độc lập	66	
Ông Lê Quốc Duy	Thành viên	72	

Bảng 6 – Nguồn: HBC

3. Các sự kiện chính trong tranh chấp quản trị tại HBC ([trở về](#))

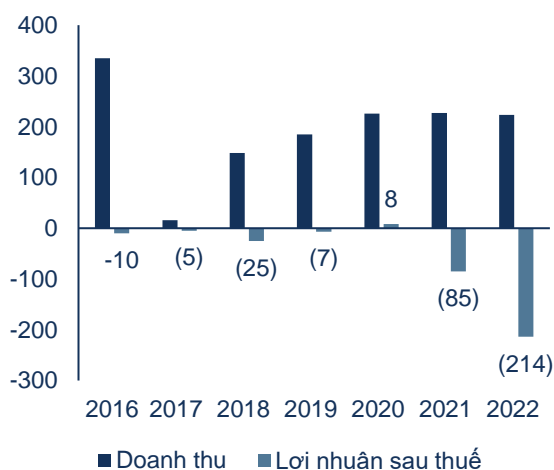
Cuối năm 2022 – đầu năm 2023, HBC trải qua xung đột quản trị giữa ông Lê Viết Hải và ông Nguyễn Văn Phú (thành viên Hội đồng Quản trị độc lập). Các sự kiện liên quan chính được công bố trên báo chí như sau:

- Ngày 14/12/2022, Hội đồng Quản trị của HBC thông qua đơn từ nhiệm Chủ tịch Hội đồng Quản trị của ông Lê Viết Hải và bầu ông Nguyễn Công Phú thay thế (được sự đồng thuận của 08/08 thành viên Hội đồng Quản trị) từ ngày 01/01/2023. Ông Lê Viết Hải từ nhiệm chủ yếu để bổ nhiệm ông Lê Viết Hiếu dự kiến sẽ đảm nhiệm chức Tổng Giám đốc HBC⁷. Ông Lê Viết Hải sẽ trở thành Chủ tịch Hội đồng sáng lập và vẫn tham gia vào các quyết định quan trọng của HBC⁸, đồng thời tham gia quản lý, giám sát và hỗ trợ Ban Tổng Giám đốc.

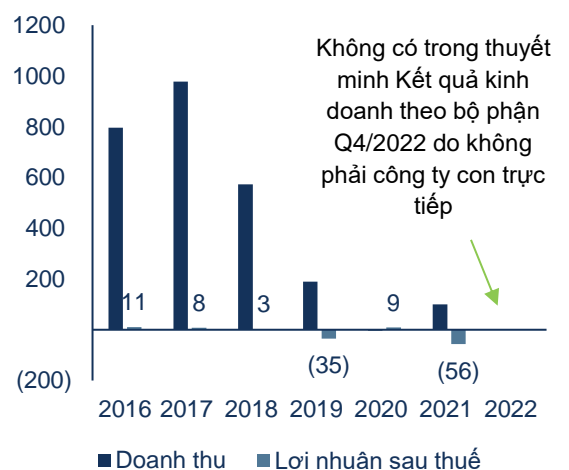
⁷ Theo Điều 162 Luật Doanh nghiệp 2020, Tổng Giám đốc của công ty đại chúng không được là người có quan hệ gia đình của người quản lý doanh nghiệp (bao gồm cả Chủ tịch Hội đồng Quản trị).

⁸ Cụ thể, các phương án M&A, ký kết hợp đồng đầu tư trị giá 100 tỷ trở lại, cho vay công ty con/công ty liên kết giá trị 20 tỷ trở lên, những chính sách 5-10 năm sẽ phải thông qua ý kiến của Hội đồng sáng lập.

- Sau khi có Nghị quyết bổ nhiệm, ông Nguyễn Công Phú đi công tác Châu Âu nhằm gặp gỡ các Tập đoàn xây dựng lớn và các quỹ đầu tư quốc tế và, theo ông, bước đầu đã đồng ý hợp tác đầu tư vào HBC với giá trị đầu tư từ 2.000 – 10.000 tỷ. Việc tìm kiếm các khoản đầu tư này phù hợp với chiến lược mở rộng thị trường nước ngoài của HBC đã đề ra từ tháng 08/2022.
- Sáng ngày 31/12/2022, HBC tổ chức họp Hội đồng Quản trị nhằm hoãn thi hành các thay đổi về nhân sự được thông qua ngày 14/12/2022 với lý do là “một số bất cập liên quan đến cơ chế hoạt động và vận hành của Hội đồng sáng lập. Đồng thời, việc thay đổi nhân sự cho vị trí Chủ tịch HĐQT có thể dẫn đến không đảm bảo thông suốt hoạt động của Công ty tại thời điểm cận kề Tết Nguyên Đán 2023”, theo ông Lê Viết Hải. Tuy nhiên, cuộc họp này không đủ điều kiện tổ chức do chỉ có 04/08 thành viên Hội đồng Quản trị tham dự⁹, thấp hơn so với yêu cầu tối thiểu là *ba phần tư* tổng số thành viên HĐQT.
- Chiều cùng ngày, HBC tổ chức họp Hội đồng Quản trị lần 02 với 05/08 thành viên tham dự họp trực tuyến (bao gồm 04 thành viên buổi sáng cộng thêm ông Nguyễn Công Phú, đủ điều kiện phải có *hơn một nửa* số thành viên HĐQT) và thông qua Nghị quyết hoãn thi hành các thay đổi về nhân sự (được tán thành 03/05 thành viên tham dự tán thành), ông Lê Viết Hải tiếp tục là Chủ tịch Hội đồng Quản trị của HBC.
- Nghị quyết này dẫn tới xung đột giữa hai bên ông Lê Viết Hải và ông Nguyễn Công Phú:
 - Ông Phú và 03 thành viên Hội đồng quản trị khác của HBC¹⁰ bác bỏ do không đủ cuộc họp thông qua không đủ điều kiện tổ chức. Ông Phú khi đó đang ở Pháp và tin nhắn liên quan tới cuộc họp chỉ mang tính chất cá nhân, không phải xác nhận tham dự họp. Ngược lại, ông Phú cáo buộc ông Hải quản trị yếu kém nhiều năm, dẫn tới tình hình HBC hiện nay rất khó khăn. Cụ thể hơn, nhóm này phản đối ông Hải do (1) những khoản vay mà HBC chuyển cho công ty con CTCP Đầu tư Địa ốc Tiến Phát và CTCP Nhà Hòa Bình mà không được giải trình, cung cấp tài liệu và chứng cứ liên quan (Hai công ty con này của HBC hoạt động trong lĩnh vực bất động sản nhưng có hiệu quả kinh doanh rất kém, gần như thua lỗ liên tục nhiều năm), và (2) tình hình tài chính HBC khó khăn, trong các tài khoản chỉ còn 23 tỷ khả dụng, không đủ trả lương.

Kết quả kinh doanh CTCP Nhà Hòa Bình


Biểu đồ 9 – Nguồn: HBC

Kết quả kinh doanh CTCP Đầu tư Địa ốc Tiến Phát


Biểu đồ 10 – Nguồn: HBC

- Về phía HBC, doanh nghiệp nhấn mạnh mọi thông tin không phải từ HBC hoặc người đại diện pháp luật là ông Lê Viết Hải đều không có hiệu lực.
- Xung đột này thậm chí dẫn tới đe dọa kiện tụng từ cả hai bên. Ngày 05/01/2022, nhóm ông Phú thông cáo nếu không thể giải quyết nội bộ thì ông Phú sẽ buộc phải khởi kiện chính thức ra tòa. Ngược lại, ngày 06/01/2023, HBC và ông Lê Viết Hải ban hành thông cáo báo chí sẽ gửi đơn tố

⁹ Gồm ông Lê Viết Hải, ông Lê Viết Hiếu, ông Nguyễn Tường Bảo, và ông David Martin Ruiz.

¹⁰ 03 thành viên HĐQT HBC khác gồm: Ông Dương Văn Hùng; ông Albert Antoine; ông Lê Quốc Duy, bổ nhiệm từ năm 2017 và làm việc tại HBC từ năm 2007. Cả 03 thành viên này đều không tham gia các cuộc họp HĐQT của HBC trong ngày 31/12/2022.

giác tới cơ quan điều tra với cáo buộc ông Nguyễn Công Phú và ông Dương Văn Hùng cung cấp các thông tin bảo mật về hoạt động kinh doanh của HBC, đồng thời cố ý bóp méo, xuyên tạc các thông tin này.

- Ngày 19/01/2023, Cục Thi hành án dân sự Thành phố Hồ Chí Minh gửi Quyết định cho HBC, yêu cầu hoãn thi hành các Nghị quyết thay đổi nhân sự (ông Hải sẽ tiếp tục làm Chủ tịch Hội đồng Quản trị của HBC) cho tới khi vụ việc được giải quyết bằng quyết định hay phán quyết của Hội đồng Trọng tài.
- Ngày 13/02/2023, Hội đồng Quản trị HBC công bố chấp thuận đơn xin từ nhiệm chức vụ thành viên Hội đồng Quản trị độc lập của ông Nguyễn Công Phú.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888