

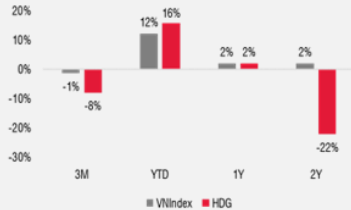
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG: HOSE)

Ngày báo cáo: 10/09/2024
NGÀNH: NĂNG LƯỢNG
CVPT: Bạch Chân Mãn
Email: manbc@ssi.com.vn
SĐT: +84-24 3636 3688 ext. 6738

Khuyến nghị: **MUA**
Giá mục tiêu 1Y: **34.200 Đồng**
Giá CP ngày 10/09/2024: 28.100 Đồng
% Tăng giá: **+21,7%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 387
Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 9.619
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 336
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 5.671.435
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 32,4/22
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 170,3
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 15,3
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tập đoàn Hà Đô là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng (MOD) vào năm 1990, HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2010. Bộ quốc phòng từng là cổ đông lớn của HDG, sở hữu 10% cổ phần trước khi thoái vốn hết khối công ty trong năm 2017. Hiện tại, Tập đoàn Hà Đô là chủ đầu tư bất động sản và sở hữu danh mục năng lượng gồm thủy điện (314 MW), điện mặt trời (98 MWp) và điện gió (50 MW).

Sản lượng thủy điện phục hồi từ nửa cuối năm 2024, Hado Charm Villas dự kiến ghi nhận doanh thu từ năm 2025

Tóm tắt đầu tư: Kết quả nửa đầu năm 2024 cao hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi, do HDG đã ghi nhận thêm 84 tỷ đồng doanh thu từ các giai đoạn bán trước của dự án Hado Charm Villas vào kết quả Q2/2024. Tuy nhiên điều này đã bù đắp một phần sản lượng điện thấp hơn dự kiến trong giai đoạn này.

Trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ phục hồi nhờ mùa mưa và sự trở lại của của hiệu ứng La Niña sẽ hỗ trợ mảng điện. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện năm 2024 vẫn sẽ giảm 11% svck. Chúng tôi duy trì dự báo rằng dự án Hado Charm Villas sẽ hoàn tất việc bán các căn còn lại vào năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng điện sẽ phục hồi 13% svck trong năm 2025, chủ yếu được hỗ trợ bởi các nhà máy thủy điện khi dần có sự chuyển đổi từ El Niño sang La Niña (hoặc trạng thái thời tiết trung tính). Do đó, chúng tôi dự báo NPATMI năm 2024 và năm 2025 sẽ lần lượt tăng 12% svck và 101% svck.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo NPATMI năm 2024-2025 lên 15%-20% so với ước tính trước, chủ yếu nhờ đàm phán thành công trong việc giảm phí bảo lãnh khoản vay nước ngoài cho nhà máy 7A, cũng như biên độ lãi suất cho khoản vay của nhà máy Sông Tranh 4.

Mặc dù có sự điều chỉnh tăng lợi nhuận, chúng tôi duy trì giá mục tiêu 1 năm là **34.200 đồng/cổ phiếu** đối với cổ phiếu HDG do chúng tôi điều chỉnh tăng giá định tỷ lệ chiết khấu để phản ánh sự gia tăng lãi suất gần đây. Với tiềm năng tăng giá là 21,7%, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** lên **MUA** đối với cổ phiếu HDG.

Yếu tố thúc đẩy trong ngắn hạn: Như đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo với sự hỗ trợ của mùa mưa trong nửa cuối năm 2024 cũng như sự kết thúc của hiệu ứng El Niño, sản lượng thủy điện sẽ phục hồi so với nửa đầu năm 2024.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: Giá bán giai đoạn 3 dự án Hado Charm Villas cao hơn dự kiến, tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện nhanh hơn dự kiến, mảng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Tiến độ thực hiện mở bán giai đoạn 3 dự án Hado Charm Villas chậm hơn dự kiến, tiến độ thực hiện dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long chậm hơn dự kiến (chúng tôi dự kiến các dự án này sẽ ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2026-2029), thời tiết kém thuận lợi so với dự kiến ảnh hưởng đến hiệu suất của các nhà máy thủy điện, sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính của HDG

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4.999	3.777	3.581	2.889	2.618	3.905
Lợi nhuận gộp	2.076	2.320	2.212	1.723	1.526	2.757
EBITDA	2.137	2.346	2.634	1.970	1.885	3.034
Lợi nhuận ròng	1.254	1.344	1.362	866	933	1.870
EPS (VND)	6.214	5.614	4.411	2.175	2.187	4.386
ROA	9,0%	9,0%	8,8%	5,9%	6,6%	12,9%
ROE	34,6%	28,7%	22,8%	12,6%	12,3%	21,2%
Nợ/VCSH	1,7	1,4	0,9	0,8	0,6	0,4
P/E	6,3	11,8	7,0	12,7	13,1	6,5
EV/EBITDA	6,1	8,8	5,4	7,4	8,0	4,9

Nguồn: HDG, SSI Research

Nhìn lại 6T2024: Kết quả nửa đầu năm vượt nhẹ kỳ vọng của chúng tôi

Bảng 2: KQKD 6T2024

Tỷ đồng	6T 2023	6T 2024	YoY	%kế hoạch của công ty
Doanh thu thuần	1.560	1.398	-10,4%	48%
Lợi nhuận gộp	885	701	-20,8%	
Lợi nhuận hoạt động	747	589	-21,2%	
EBIT	752	620	-17,6%	
EBITDA	1.009	894	-11,4%	
LNTT	494	444	-10,2%	
LNST	434	363	-16,3%	37%
NPATMI	338	285	-15,6%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	6T 2023	6T 2024	YoY
Doanh thu	1.560	1.398	-10,4%
Bất động sản	183	399	117,7%
Dịch vụ khách sạn	50	64	28,0%
Cho thuê bất động sản	161	165	2,5%
Điện	937	762	-18,7%
Xây lắp và mảng khác	229	8	-96,4%
Lợi nhuận gộp	885	720	-20,8%
Bất động sản	121	149	22,6%
Dịch vụ khách sạn	24	31	30,9%
Cho thuê bất động sản	70	75	7,1%
Điện	637	446	-30,0%
Xây lắp và mảng khác	34	1	-98,4%

Nguồn: HDG, SSI Research

Trong Q2/2024, HDG ghi nhận doanh thu đạt 550 tỷ đồng (-9,0% svck) và LNST đạt 99 tỷ đồng (+28,9% svck). Như vậy, doanh thu và LNST nửa đầu năm 2024 lần lượt đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (-10,4% svck) và 363 tỷ đồng (-

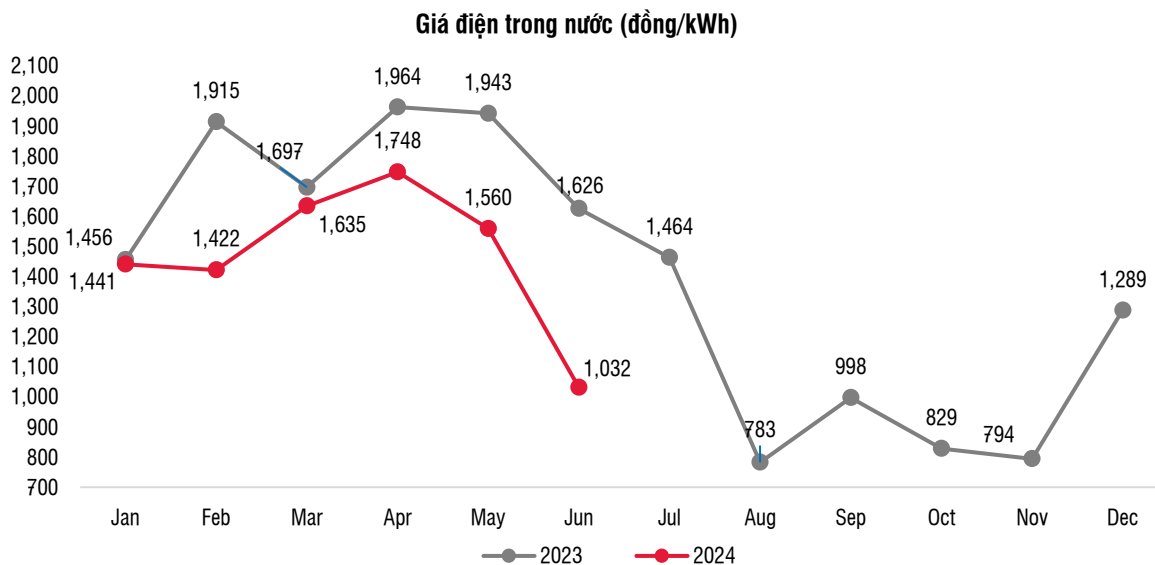
16,3% svck). Tăng trưởng lợi nhuận trong Q2/2024 được hỗ trợ bởi chi phí lãi vay giảm khoảng một phần ba, nhưng hiệu suất từ mảng điện vẫn thấp hơn dự báo của chúng tôi, chủ yếu do sản lượng thấp hơn dự kiến. Trong nửa đầu năm 2024, sản lượng từ nhà máy thủy điện và nhà máy 7A lần lượt giảm 32% và 21% svck, do hiện tượng thời tiết El Niño, và điều kiện gió kém thuận lợi. Nhờ kết quả mảng bất động sản cao hơn dự kiến, kết quả nửa đầu năm 2024 vẫn vượt nhẹ kỳ vọng của chúng tôi. Cụ thể, HDG đã ghi nhận thêm khoảng 84 tỷ đồng doanh thu từ các giai đoạn bán trước của dự án Hado Charm Villas. Trong nửa đầu năm 2024, dự án này đã mang lại 399 tỷ đồng doanh thu cho mảng bất động sản.

Bảng 3: Sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong nửa đầu năm 2024

Triệu kWh	6T 2023	6T 2024	YoY
Thủy điện	434	293	-32%
Za Hung	54	41	-24%
Nam Pong	24	23	-4%
Nhạn Hạc	62	57	-8%
Đak Mi 2	201	114	-43%
Sông Tranh 4	93	58	-38%
Năng lượng tái tạo	151	145	-4%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	47	49	4%
Infra 1 (điện mặt trời)	46	50	9%
7A (điện gió)	58	46	-21%

Nguồn: HDG, SSI Research

Biểu đồ 4: Giá trị thị trường điện giảm svck trong nửa đầu năm 2024



Nguồn: EVN, NSMO, Cục Điều tiết Điện lực (ERAV), SSI Research

Mảng bất động sản: Chúng tôi duy trì quan điểm dự án Hado Charm Villas sẽ mở bán giai đoạn 3 vào năm 2025.

Như đã đề cập trong [Báo cáo Cập nhật HDG](#) ngày 23/05/2024, Hado Charm Villas còn 108 căn để bán và dự kiến sẽ mở bán giai đoạn 3 vào nửa cuối năm 2024. Tính đến tháng 8/2024, chúng tôi chưa cập nhật thông tin nào mới về giai đoạn 3 này. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo rằng các căn còn lại sẽ được mở bán vào năm 2025.

Mảng điện: Chúng tôi duy trì mức chiết khấu 10% vào mô hình định giá HDG để phản ánh rủi ro pháp lý liên quan đến nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4

Vấn đề pháp lý của nhà máy điện Hồng Phong 4 liên quan đến việc nhà máy nằm trong khu vực dự trữ titanium Quốc gia vẫn chưa được giải quyết. Ngoài ra, tính đến tháng 8/2024, EVN chưa thanh toán các khoản liên quan đến sản lượng điện huy động từ nhà máy này từ cuối năm 2023 cũng do vấn đề này, mặc dù HDG vẫn ghi nhận đầy đủ doanh thu. Do đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% vào định giá HDG để phản ánh rủi ro này. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu từ nhà máy này chiếm khoảng 10% doanh thu điện hàng năm của HDG.

Tính đến tháng 6 năm 2024, HDG có 4 dự án điện gió (200 MW) được đưa vào Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII: 7A mở rộng (21 MW), Phước Hữu (50 MW), Bình Gia (80 MW) và Lộc Bình 1 (50 MW). Tuy nhiên, HDG sẽ cần thêm thời gian để thực hiện những dự án này. Đối với dự án thủy điện Sơn Linh và Sơn Nham, HDG đang triển khai mở rộng công suất cho nhà máy Sơn Nham. Để thận trọng chúng tôi chưa tính các dự án này vào dự báo HDG.

Bảng 5: Danh mục dự án điện của HDG

Dự án	Loại điện	Địa điểm	Sản lượng hàng năm dự kiến (triệu kWh)	Công suất (MW)	Lưu ý
Sơn Linh	Thủy điện	Quảng Ngãi	N/A	15	Là một phần của kế hoạch nâng cấp Sơn Linh (7 MW) và Sơn Nham (6,8 MW) lên tổng công suất 24 MW, công ty đã triển khai mở rộng công suất cho Sơn Nham từ tháng 3/2024 và dự kiến sẽ bắt đầu phát điện lên lưới điện quốc gia vào quý 4 năm 2026
Sơn Nham	Thủy điện	Quảng Ngãi	N/A	9	
7A Mở rộng (7A Giai đoạn 2)	Điện gió	Ninh Thuận	63	21	<ul style="list-style-type: none"> Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trước năm 2025 Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trước năm 2025
Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	141	50	
Sóc Trăng 13	Điện gió	Sóc Trăng	97	40	
Hado Quảng Trị	Điện gió	Quảng Trị	107	30	
V3	Điện gió	Ninh Thuận	800	250	
An Phong	Điện gió	Ninh Thuận	938	300	
Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	80	<ul style="list-style-type: none"> Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2030. Vào ngày 21/04/2024, UBND tỉnh Lạng Sơn đã trao Biên bản ghi nhớ đầu tư cho HDG Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2030.
Lộc Bình 1	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	50	
Tổng				845	

Nguồn: HDG, Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII (phê duyệt ngày 01/04/2024), SSI Research

Triển vọng lợi nhuận

Bảng 6: Ước tính lợi nhuận năm 2024

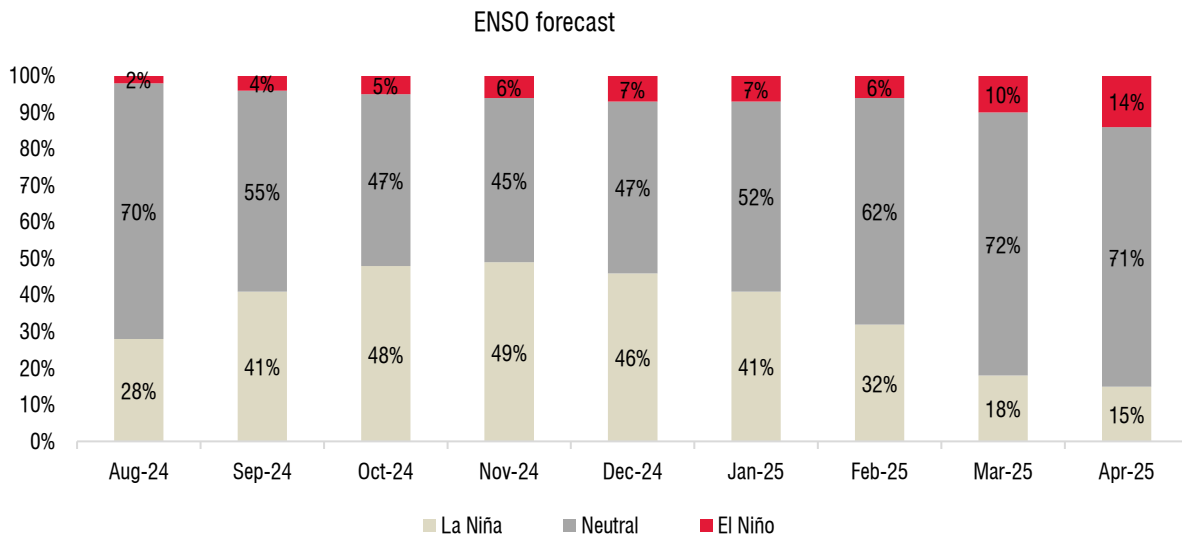
Tỷ đồng	2023	2024F	YoY	Giải định
Doanh thu	2.889	2.618	-9%	
Bất động sản	282	399	42%	Với kỳ vọng của chúng tôi về việc dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ không ghi nhận doanh thu bất động sản trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng HDG ghi nhận doanh thu bất động sản Q1/2024 và Q2/2024 lần lượt là 315 tỷ đồng và 84 tỷ đồng
Điện	1.939	1.733	-11%	<ul style="list-style-type: none"> Do sản lượng điện nửa đầu năm 2024 thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng dự báo tương ứng Chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 155% svck trong nửa cuối năm 2024 nhờ mùa mưa cũng như sự trở lại của hiệu ứng thời tiết La Niña. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện năm 2024 vẫn sẽ giảm 11% svck do hiệu ứng thời tiết El Niño trong nửa đầu năm 2024. Đối với năng lượng tái tạo, chúng tôi dự đoán sản lượng sẽ giảm 9% svck trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi duy trì giả định FMP giảm 3% svck
Cho thuê bất động sản và dịch vụ khách sạn	437	471	8%	
Xây dựng và mảng khác	231	16	-93%	Doanh thu năm 2023 liên quan đến phần việc xây dựng cho các căn đã bán thành công của dự án Hado Charm Villas
Lợi nhuận gộp	1.723	1.526	-11%	
Thu nhập tài chính	40	42	3%	
Chi phí tài chính	-569	-343	-40%	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí lãi vay giảm svck sẽ được hỗ trợ bởi khoản hoàn trả nợ liên quan đến mảng điện. Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính này xuống 30% so với dự báo trước, do chi phí lãi vay có thể thấp hơn dự kiến vào nửa cuối năm 2024 và năm 2025. Thực tế, HDG đã thành công trong việc giảm phí bảo lãnh khoản vay nước ngoài đối với nhà máy điện gió 7A từ 1,5% còn 1% và biên lãi suất liên quan đến khoản vay nhà máy thủy điện Sông Tranh 4 từ 2,8% còn 2,2% (cả hai đều có hiệu lực từ 01/06/2024).
Chi phí quản lý và bán hàng	-233	-192	-17%	
LNTT	963	1.037	8%	
LNST	866	933	8%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ chi phí lãi vay thấp hơn dự kiến
NPATMI	665	746	12%	Chúng tôi điều chỉnh tăng 21%, do kết quả nửa đầu năm 2024 cao hơn dự kiến và điều chỉnh giảm chi phí tài chính

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận năm 2025

Tỷ đồng	2024F	2025F	YoY	Giải định
Doanh thu	2.618	3.905	49%	
Bất động sản	399	1.479	271%	Chúng tôi dự đoán dự án Hado Charm Villas sẽ ghi nhận doanh thu từ 108 căn còn lại
Điện	1.733	1.939	12%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ sản lượng thủy điện phục hồi (+16% svck), chúng tôi kỳ vọng hiện tượng thời tiết La Niña hoặc điều kiện thời tiết trung tính sẽ là thời tiết chủ đạo (so với El Niño trong nửa đầu năm 2023).
Cho thuê bất động sản và dịch vụ khách sạn	471	472	0%	
Xây dựng và mảng khác	16	16	0%	
Lợi nhuận gộp	1.526	2.757	81%	
Thu nhập tài chính	42	47	12%	
Chi phí tài chính	-343	-324	-5%	Với việc công ty thành công trong việc giảm phí bảo lãnh và biên độ lãi suất cho các khoản vay của nhà máy điện gió 7A và nhà máy thủy điện Sông Tranh 4, chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí lãi vay tương ứng trong năm 2025.
Chi phí quản lý và bán hàng	-192	-287	49%	
LNTT	1.037	2.198	112%	
LNST	933	1.870	101%	
NPATMI	746	1.496	101%	Chúng tôi điều chỉnh tăng 15%, sau khi điều chỉnh giảm chi phí lãi vay

Nguồn: HDG, SSI Research

Biểu đồ 8: Khả năng hiện tượng El Niño thấp cho thấy sự dịch chuyển dần sang hiện tượng thời tiết La Niña và điều kiện thời tiết trung tính

Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 8/2024)

Bảng 9: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện của HDG năm 2024

Triệu kWh	2023	2024F	YoY
Thủy điện	1.168	1.041	-11%
Za Hưng	137	130	-5%
Nam Pong	91	90	-1%
Nhạn Hạc	204	199	-2%
Đak Mi 2	525	438	-17%
Sông Tranh 4	211	184	-13%
Năng lượng tái tạo	282	256	-10%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	86	87	1%
Infra 1 (điện mặt trời)	84	86	2%
7A (điện gió)	112	83	-26%
Tổng	1.450	1.297	-11%

Nguồn: HDG, SSI Research

Bảng 10: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện của HDG năm 2025

Triệu kWh	2024F	2025F	YoY
Thủy điện	1.041	1.204	16%
Za Hưng	130	145	11%
Nam Pong	90	95	6%
Nhạn Hạc	199	207	4%
Đak Mi 2	438	528	21%
Sông Tranh 4	184	229	24%
Năng lượng tái tạo	256	266	4%
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	87	88	1%
Infra 1 (điện mặt trời)	86	87	1%
7A (điện gió)	83	93	11%
Tổng	1.297	1.470	13%

Nguồn: HDG, SSI Research

Định giá

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu 20% cho định giá HDG (bao gồm chiết khấu 10% liên quan đến rủi ro pháp lý của dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4). Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng giả định WACC cho phần định giá liên quan đến bất động sản, dịch vụ khách sạn/cho thuê bất động sản (từ 15,1% lên 15,8%) và mạng điện (từ 12,9% lên 13,9%) để phản ánh lãi suất cho vay tăng lên gần đây. Ước tính WACC của chúng tôi dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4,0% và ERP là 9%.

Bảng 11: Tóm tắt định giá

Dự án/Mạng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
Bất động sản		3.356
Hado Charm Villas	RNAV	920
Hado Green Lane	RNAV	1.340
Hado Minh Long	RNAV	1.017
Hado Garden Villas	RNAV	79
Lưu trú/Cho thuê BĐS	DCF	1.238
Điện		9.762
Za Hưng	DCF	343
Nậm Pông	DCF	366
Nhạn Hạc	DCF	740
Đak Mi 2	DCF	3.633
Sông Tranh 4	DCF	1.239
Hồng Phong 4	DCF	1.090
Infra 1	DCF	1.124
7A	DCF	1226
Tổng giá trị doanh nghiệp		14.356
Tiền mặt ròng		32
Giá trị VCSH		14.388
Chiết khấu		20%
Giá trị VCSH		11.510
Số lượng CP lưu hàng (triệu)		336
Giá mục tiêu (đồng/cp)		34.200

Nguồn: HDG, SSI Research

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Giá bán cho dự án Hado Charm Villas giai đoạn 3 cao hơn dự kiến.
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản và điện nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi lưu ý rằng HDG có các dự án năng lượng với tổng công suất khoảng 850 MW đang chờ triển khai.
- Mạng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo của mình

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tiến độ triển khai mở bán giai đoạn 3 dự án Hado Charm Villas chậm hơn dự kiến
- Tiến độ triển khai dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long chậm hơn dự kiến. Chúng tôi hiện kỳ vọng những dự án này sẽ ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2026-2029.
- Thời tiết kém thuận lợi hơn dự kiến ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện.
- Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

Lịch sử khuyến nghị

Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	694	246	731	1.408
+ Đầu tư ngắn hạn	1	393	682	682
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.711	1.595	1.071	1.598
+ Hàng tồn kho	1.382	1.074	706	743
+ Tài sản ngắn hạn khác	68	47	35	52
Tổng tài sản ngắn hạn	3.856	3.354	3.227	4.483
+ Các khoản phải thu dài hạn	15	287	266	396
+ GTCL Tài sản cố định	9.495	9.034	8.687	8.397
+ Bất động sản đầu tư	793	758	723	688
+ Tài sản dài hạn dở dang	818	831	829	847
+ Đầu tư dài hạn	3	63	63	63
+ Tài sản dài hạn khác	125	112	105	130
Tổng tài sản dài hạn	11.249	11.084	10.673	10.521
Tổng tài sản	15.105	14.438	13.900	15.003
+ Nợ ngắn hạn	3.287	2.329	1.752	1.809
Trong đó: vay ngắn hạn	959	625	674	676
+ Nợ dài hạn	5.270	4.881	4.166	3.530
Trong đó: vay dài hạn	5.160	4.801	4.092	3.453
Tổng nợ phải trả	8.557	7.210	5.917	5.339
+ Vốn góp	2.446	3.058	3.363	3.363
+ Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.341	2.394	2.656	3.963
+ Quỹ khác	1.386	1.402	1.589	1.963
Vốn chủ sở hữu	6.548	7.229	7.983	9.664
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	15.105	14.438	13.900	15.003
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.942	794	1.448	1.682
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-80	-326	-134	-200
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.309	-859	-828	-805
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	554	-392	486	677
Tiền đầu kỳ	230	694	246	731
Tiền cuối kỳ	694	246	731	1.408
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,17	1,44	1,84	2,48
Hệ số thanh toán nhanh	0,73	0,96	1,42	2,04
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,21	0,27	0,81	1,16
Nợ ròng / EBITDA	2,39	2,69	2,16	0,89
Khả năng thanh toán lãi vay	4,20	2,98	4,12	8,08
Ngày phải thu	107,9	152,6	154,7	104,9
Ngày phải trả	63,8	40,1	18,2	10,9
Ngày tồn kho	366,2	384,3	297,6	230,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,43	0,50	0,57	0,64
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,57	0,50	0,43	0,36
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,31	1,00	0,74	0,55
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,93	0,75	0,60	0,43
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,09	0,08	0,07

Nguồn: HDG, SSI dự báo

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.581	2.889	2.618	3.905
Giá vốn hàng bán	-1.369	-1.166	-1.092	-1.148
Lợi nhuận gộp	2.212	1.723	1.526	2.757
Doanh thu hoạt động tài chính	83	40	42	47
Chi phí tài chính	-517	-569	-343	-324
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-5	-15	-9	-14
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-159	-218	-183	-273
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.615	961	1.033	2.193
Thu nhập khác	-10	2	4	5
Lợi nhuận trước thuế	1.604	963	1.037	2.198
Lợi nhuận ròng	1.362	866	933	1.870
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.096	665	746	1.496
Lợi ích của cổ đông thiểu số	266	201	187	374
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	4.507	2.175	2.187	4.386
Giá trị sổ sách (VND)	21.681	19.352	19.280	23.166
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	500	500	500
EBIT	2.105	1.450	1.369	2.509
EBITDA	2.634	1.970	1.885	3.034
Tăng trưởng				
Doanh thu	-5,2%	-19,3%	-9,4%	49,1%
EBITDA	12,3%	-25,2%	-4,3%	61,0%
EBIT	3,7%	-31,1%	-5,6%	83,3%
Lợi nhuận ròng	1,4%	-36,4%	7,7%	100,5%
Vốn chủ sở hữu	21,5%	10,4%	10,4%	21,1%
Vốn điều lệ	24,6%	25,0%	10,0%	0,0%
Tổng tài sản	-4,9%	-4,4%	-3,7%	7,9%
Định giá				
P/E	7,0	12,7	13,1	6,5
P/B	1,4	1,4	1,5	1,2
Giá/Doanh thu	2,1	2,9	3,7	2,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	1,7%	1,7%
EV/EBITDA	5,4	7,4	8,0	4,9
EV/Doanh thu	4,0	5,0	5,7	3,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	61,8%	59,6%	58,3%	70,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	57,8%	49,7%	50,6%	63,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	38,0%	30,0%	35,6%	47,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,1%	0,5%	0,4%	0,4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,5%	9,8%	6,0%	3,8%
ROE	9,8%	5,3%	5,7%	9,7%
ROA	6,0%	3,0%	3,6%	6,3%
ROIC	7,0%	3,6%	4,3%	8,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Năng lượng

Bạch Chân Mẫn

Chuyên viên Phân tích cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84– 28) 3636 3688 ext. 6738

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6737