



# HDG: HOSE

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô

## Mảng điện là động lực chính giúp KQKD Q3/2024 vượt kỳ vọng

Giá Mục tiêu

# 33.100 Đồng

Ngày báo cáo: 22/11/2024

Giá CP ngày 22/11/2024: 28.250 đồng

% Tăng giá: 17,2%

NGÀNH: NĂNG LƯỢNG

CVPT: Bạch Chân Mãn

Email: [manbc@ssi.com.vn](mailto:manbc@ssi.com.vn)

SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

### Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 9.501

KLGDTB 3 tháng (CP): 3.241.003

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 32,4/21,98

Tỷ lệ SHNN(%): 15,47%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 0,00%

### Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	-4%	9%	11%	28%
HDG	-2%	14%	13%	45%

Nguồn: SSI Research

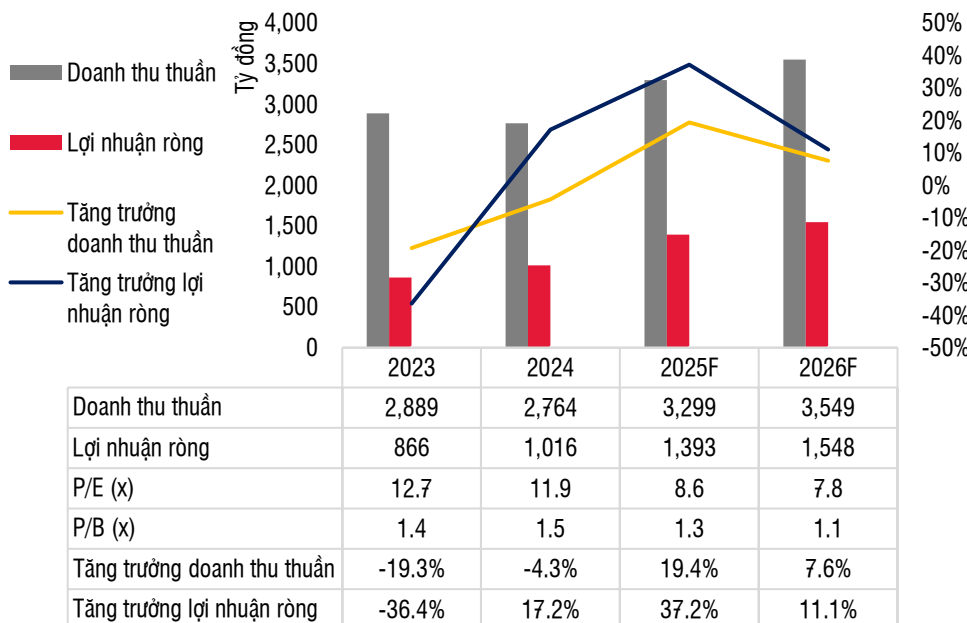
### Thông tin cơ bản về công ty

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).

## KHẢ QUAN

➤ KQKD Q3/2024 vượt kỳ vọng do **mảng thủy điện** phục hồi mạnh hơn dự kiến. Đối với dự án Hado Charm Villas, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ mở bán các căn còn lại trong giai đoạn 2025-2026. Hiện tại tình hình tài chính của công ty cũng khá ổn định, chưa cần huy động vốn ngay để triển khai các dự án mới trong ngắn hạn. Ước tính của chúng tôi đối với tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) lần lượt là **22%, 37%, 11% svck** trong năm **2024, 2025 và 2026**, chủ yếu đến từ việc ghi nhận lợi nhuận từ các căn còn lại của dự án Hado Charm Villas và sản lượng điện phục hồi.

➤ So với lần cập nhật trước, chúng tôi trì hoãn dự báo ước tính lợi nhuận đối với các dự án Hado Charm Villas, Hado Minh Long và Hado Green Lane, do đó giảm giá mục tiêu 1 năm đối với HDG xuống **33.100 đồng/cp** (từ 34.200 đồng). Với tiềm năng tăng giá là 17,2%, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu HDG.



Nguồn: HDG, SSI Research

Visit SSI Research on Bloomberg at **RESP SSIV <GO>**

SSI Research Web Portal: <https://www.ssi.com.vn/khach-hang-ca-nhan/bao-cao-cong-ty>

**Nhìn lại 9T2024: Thủy điện phục hồi mạnh hơn dự kiến trong Q3/2024****Bảng 2: KQKD Q3/2024**

Tỷ đồng	3Q23	3Q24	YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>460</b>	<b>567</b>	<b>23,4%</b>
Bất động sản	0	0	n.m
Dịch vụ khách sạn	27	30	10,7%
Cho thuê bất động sản	66	93	39,9%
Điện	358	445	24,1%
Xây lắp và mảng khác	8	0	-100%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>245</b>	<b>336</b>	<b>37,4%</b>
Lợi nhuận hoạt động	216	291	34,6%
EBIT	230	296	29,2%
EBITDA	344	413	20,0%
LNTT	110	203	85,6%
NPAT	100	182	82,8%
NPATMI	84	138	63,0%

Nguồn: HDG, SSI Research

HDG đã công bố kết quả kinh doanh Q3/2024, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt là 567 tỷ đồng (+23% svck) và 182 tỷ đồng (+83% svck). Về mặt doanh thu, đúng với kỳ vọng, tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng điện (+24% svck), nhờ sản lượng thủy điện phục hồi (+32% svck, +177% so với quý trước), do quý này rơi vào mùa mưa và hiện tượng El Niño dần chuyển sang thời tiết trung tính. Tuy nhiên, sự phục hồi này vẫn cao hơn kỳ vọng của chúng tôi, dẫn đến doanh thu và LNST của quý này đều vượt ước tính trước đó của chúng tôi. Mặt khác, mảng dịch vụ khách sạn và cho thuê bất động sản tiếp tục ghi nhận kết quả ổn định, và mảng bất động sản không còn ghi nhận doanh thu từ các giai đoạn mở bán trước của dự án Hado Charm Villas (phù hợp với dự báo của chúng tôi).

**Bảng 4: KQKD 9T2024**

Tỷ đồng	9T23	9T24	YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.020</b>	<b>1.965</b>	<b>-2,7%</b>
Bất động sản	183	399	117,6%
Dịch vụ khách sạn	77	93	21,9%
Cho thuê bất động sản	227	258	13,4%
Điện	1.295	1.206	-6,9%
Xây lắp và mảng khác	237	8	-96,5%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.130</b>	<b>1.037</b>	<b>-8,2%</b>
Lợi nhuận hoạt động	963	880	-8,6%
EBIT	982	917	-6,7%
EBITDA	1.353	1.307	-3,4%
LNTT	604	647	7,2%
NPAT	533	545	2,2%
NPATMI	423	423	0,1%

Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 3: Sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong Q3/2024**

Triệu kWh	3Q23	3Q24	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>258</b>	<b>341</b>	<b>32%</b>
Za Hưng	24	48	100%
Nậm Pông	33	34	3%
Nhạn Hạc	73	97	33%
Đăk Mi 2	98	121	23%
Sông Tranh 4	30	41	37%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>2%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	22	22	0%
Infra 1 (điện mặt trời)	22	22	0%
7A (điện gió)	21	22	5%
<b>Tổng cộng</b>	<b>323</b>	<b>407</b>	<b>26%</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 5: Sản lượng tiêu thụ điện của HDG trong 9T2024**

Triệu kWh	9T23	9T24	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>692</b>	<b>634</b>	<b>-8%</b>
Za Hưng	78	89	14%
Nậm Pông	57	57	0%
Nhạn Hạc	135	154	14%
Đăk Mi 2	299	235	-21%
Sông Tranh 4	123	99	-20%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>216</b>	<b>211</b>	<b>-2%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	69	71	3%
Infra 1 (điện mặt trời)	68	72	6%
7A (điện gió)	79	68	-14%
<b>Tổng cộng</b>	<b>908</b>	<b>845</b>	<b>-7%</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

## Mảng bất động sản: Chúng tôi kỳ vọng dự án Hado Charm Villas sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong các quý tới.

HDG dự kiến sẽ mở bán giai đoạn kế tiếp vào tháng 12, với 15-20 căn được bán, trong số 108 căn còn lại, với giá bán trung bình dự kiến khoảng 120 triệu đồng đến 150 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, tính đến giữa tháng 11/2024, chúng tôi chưa thấy có thêm bất kỳ thông tin mới nào về đợt mở bán này. Do đó, để thận trọng, chúng tôi duy trì dự báo mở bán giai đoạn mới là từ năm 2025 trở đi. Hơn nữa, theo trao đổi với công ty, HDG hiện đang có sức khỏe tài chính khá lành mạnh (chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 0,7 trong Q3/2024) và trong ngắn hạn chưa cần huy động thêm vốn để triển khai các dự án mới. Vì vậy, chúng tôi cho rằng HDG có thể không cần phải bán hết các căn còn lại của dự án Hado Charm Villas trong năm 2025 (như theo ước tính trước đây của chúng tôi) và giả định rằng công ty sẽ mở bán trong giai đoạn 2025 và 2026, miễn là điều kiện thị trường bất động sản thuận lợi từ đó có thể đạt được mức lợi nhuận tối đa.

**Các dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane chưa có tiến triển đáng kể.** Hai dự án vẫn đang chờ chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Ngoài ra, chương trình thí điểm triển khai các dự án nhà ở thương mại cũng chưa được phê duyệt. Để thận trọng, chúng tôi chuyển giả định năm mở bán sang năm 2026 (từ năm 2025) (dựa trên kế hoạch hiện tại của HDG, xem chi tiết trong bảng 6). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2027-2030 (chậm hơn so với ước tính trước đây của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2029).

Chúng tôi chỉ đưa các dự án Hado Charm Villas, Hado Minh Long và Hado Green Lane vào dự báo vì các dự án khác có thể vẫn cần thêm thời gian để triển khai.

**Bảng 6: Dự án bất động sản của HDG.**

Tỷ đồng	Vị trí	Diện tích (ha)	2024	2025	2026	2027	2028
Hado Charm Villas	Hà Nội	30					
30 Tạ Quang Bửu	Hà Nội	0,1					
CC3	Hà Nội	0,5					
Noogtha Central Park	Lào	70,4					
Bảo Đại Resort	Nha Trang	8,9					
Green Lane	HCM	2,3					
Hado Minh Long	HCM	2,7					
62 Phan Đình Giót	Hà Nội	2,2					
Dịch Vọng Complex	Hà Nội	1					

*Nguồn: HDG, SSI Research*

## Mảng điện: Phát triển điện gió là trọng tâm phát triển trong giai đoạn 2025-2030

HDG đang chờ các quy định mới để triển khai các dự án điện gió, bao gồm cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo và các cơ chế cụ thể hơn liên quan đến cơ chế Mua bán điện trực tiếp (DPPA). Do hiện chưa rõ khi nào ban hành, chúng tôi chưa đưa danh mục điện gió của công ty (Bảng 7) vào dự báo của mình. Chúng tôi cũng chưa đưa nhà máy thủy điện Sơn Linh và Sơn Nham và dự báo, do những nhà máy này vẫn đang trong quá trình mở rộng công suất.

**Bảng 7: 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	Việc nâng cấp nhà máy Sơn Linh (7 MW) và Sơn Nham (6,8 MW) lên tổng công suất 25 MW vẫn đang được triển khai
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"> <li>Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào trước cuối năm 2025.</li> <li>Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào trước cuối năm 2025.</li> </ul>
Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	141	50	
Hado Quảng Trị V3	Điện gió	Quảng Trị	107	30	
An Phong	Điện gió	Ninh Thuận	938	300	<ul style="list-style-type: none"> <li>Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2030.</li> <li>Vào ngày 21/04/2024, UBND tỉnh Lạng Sơn đã phê duyệt Biên bản ghi nhớ đầu tư với HDG.</li> <li>Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2030.</li> </ul>
Bình Gia	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	80	
Lộc Bình 1	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	50	
<b>Tổng</b>				<b>806</b>	

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

HDG đặt mục tiêu giải quyết vấn đề pháp lý liên quan đến dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 vào cuối năm nay (xem thêm chi tiết liên quan đến vấn đề pháp lý tại [Báo cáo Cập nhật HDG](#) trước của chúng tôi, ngày 23/05/2024). Công ty dự kiến rằng vấn đề này có thể dẫn đến việc điều chỉnh giá điện (9,35 cent Mỹ/kWh) của nhà máy xuống vùng giá dành cho các nhà máy điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp (từ 0 đến 1.184,9 đồng/kWh, dựa trên Quyết định 21/QĐ-BCT, ngày 07/01/2023). Điều này cũng có thể bao gồm việc hồi tố đối với sản lượng điện đã được sản xuất kể từ ngày vận hành thương mại, có thể gây điều chỉnh giảm vào doanh thu trong tương lai của nhà máy. Do đó, chúng tôi duy trì mức chiết khấu định giá 10% để phản ánh rủi ro liên quan đến vấn đề này.

## Triển vọng lợi nhuận

**Bảng 8: Dự báo lợi nhuận năm 2024**

Tỷ đồng	2023	2024F	YoY	Giải thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2.889</b>	<b>2.764</b>	<b>-4%</b>	
Bất động sản	282	399	42%	Dựa trên dự báo của chúng tôi về Hado Charm Villas giai đoạn 3 sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ không ghi nhận bất kỳ khoản doanh thu bất động sản nào trong Q4/2024
Điện	1.939	1.878	-3%	Chúng tôi tăng 7% giả định sản lượng điện, dựa trên KQKD Q3/2024 máng thủy điện cao hơn dự kiến
Cho thuê bất động sản và dịch vụ khách sạn	437	475	9%	
Xây lắp và mảng khác	231	13	-95%	Doanh thu năm 2023 liên quan đến xây dựng các căn hộ đã bán thành công của dự án Hado Charm Villas.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.723</b>	<b>1.617</b>	<b>-6%</b>	
Thu nhập tài chính	40	58	44%	
Chi phí tài chính	-569	-366	-36%	Chủ yếu nhờ chi phí lãi vay thấp hơn svck, do số dư nợ và chi phí nợ bình quân thấp hơn
Chi phí quản lý và bán hàng	-233	-202	-13%	
LNTT	963	1.116	16%	
<b>LNST</b>	<b>866</b>	<b>1.016</b>	<b>17%</b>	
<b>NPATMI</b>	<b>665</b>	<b>813</b>	<b>22%</b>	Chủ yếu được hỗ trợ bởi chi phí lãi vay thấp hơn

Nguồn: HDG, SSI Research

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

Triệu kWh	2023	2024F	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>1.168</b>	<b>1.124</b>	<b>-4%</b>
Za Hưng	137	148	8%
Nậm Pông	91	94	3%
Nhạn Hạc	204	234	15%
Đăk Mi 2	525	461	-12%
Sông Tranh 4	211	187	-12%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>282</b>	<b>270</b>	<b>-4%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	86	92	7%
Infra 1 (điện mặt trời)	84	88	4%
7A (điện gió)	112	90	-19%
<b>Tổng</b>	<b>1.450</b>	<b>1.394</b>	<b>-4%</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 10: Dự báo lợi nhuận năm 2025**

Tỷ đồng	2024F	2025F	YoY	Giá định
<b>Doanh thu</b>	<b>2.764</b>	<b>3.299</b>	<b>19%</b>	
Bất động sản	399	805	110%	Chúng tôi dự báo dự án Hado Charm Villas sẽ ghi nhận doanh thu từ khoảng 45% căn hộ còn lại.
Điện	1.878	2.006	7%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ sản lượng thủy điện phục hồi (+11% svck). Chúng tôi kỳ vọng hiện tượng thời tiết La Nina hoặc điều kiện thời tiết trung tính sẽ là thời tiết chủ đạo (so với El Nino trong nửa đầu năm 2024)
Cho thuê bất động sản và dịch vụ khách sạn	475	476	0%	
Xây lắp và mảng khác	13	13	0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.617</b>	<b>2.114</b>	<b>31%</b>	
Thu nhập tài chính	58	69	20%	
Chi phí tài chính	-366	-349	-5%	
Chi phí quản lý và bán hàng	-202	-241	19%	
LNTT	1,116	1,587	42%	
<b>LNST</b>	<b>1.016</b>	<b>1.393</b>	<b>37%</b>	
<b>NPATMI</b>	<b>813</b>	<b>1.114</b>	<b>37%</b>	Chủ yếu được hỗ trợ bởi mảng bất động sản và điện

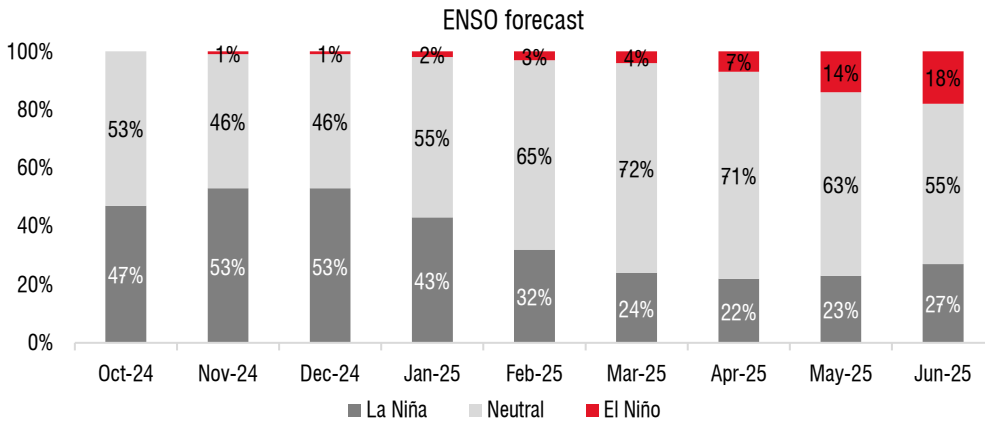
Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 11: Dự báo sản lượng tiêu thụ điện của HDG năm 2025**

Triệu kWh	2024F	2025F	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>1.124</b>	<b>1.251</b>	<b>11%</b>
Za Hưng	148	156	5%
Nậm Pông	94	97	3%
Nhạn Hạc	234	240	3%
Đăk Mi 2	461	528	15%
Sông Tranh 4	187	229	23%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>270</b>	<b>265</b>	<b>-2%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	92	88	-4%
Infra 1 (điện mặt trời)	88	86	-2%
7A (điện gió)	90	91	1%
<b>Tổng</b>	<b>1.394</b>	<b>1.516</b>	<b>9%</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

**Biểu đồ 12: Hiện tượng La Nina hoặc thời tiết trung tính có thể duy trì là thời tiết chủ đạo trong cuối năm 2024 và nửa đầu năm 2025**



Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 10/2024)

Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (+8% svck) và NPATMI đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+11% svck), chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh số bán các căn hộ còn lại của dự án Hado Charm Villas và thủy điện tiếp tục phục hồi.

## Định giá

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu 20% cho định giá HDG (bao gồm chiết khấu 10% liên quan đến dự án năng lượng mặt trời Hồng Phong 4). Do chúng tôi trì hoãn dự báo lợi nhuận cho các dự án Hado Charm Villas, Hado Minh Long và Hado Green Lane (như đã đề cập ở trên), chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1 năm cổ phiếu HDG xuống **33.100 đồng/cổ phiếu** (giá mục tiêu trước là 34.200 đồng/cổ phiếu). Với tiềm năng tăng giá là 17,2%, chúng tôi hạ khuyến nghị cổ phiếu từ MUA xuống **KHẢ QUAN**.

**Bảng 13: Tóm tắt định giá**

Dự án/Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
<b>Bất động sản</b>		<b>3.377</b>
Hado Charm Villas	RNAV	1.144
Hado Green Lane	RNAV	1.228
Hado Minh Long	RNAV	932
Hado Garden Villas	RNAV	73
<b>Dịch vụ khách sạn/Cho thuê BĐS</b>	<b>DCF</b>	<b>1.048</b>
<b>Điện</b>		<b>9.630</b>
Za Hung	DCF	370
Nậm Pông	DCF	397
Nhạn Hạc	DCF	784
Đăk Mi 2	DCF	3.563
Sông Tranh 4	DCF	1.248
Hồng Phong 4	DCF	1.068
Infra 1	DCF	1.095
7A	DCF	1.105
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>14.055</b>
Tiền mặt ròng		-122
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>13.933</b>
Chiết khấu		20%
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>11.146</b>
Số lượng CP lưu hàng (triệu)		336
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>		<b>33.100</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

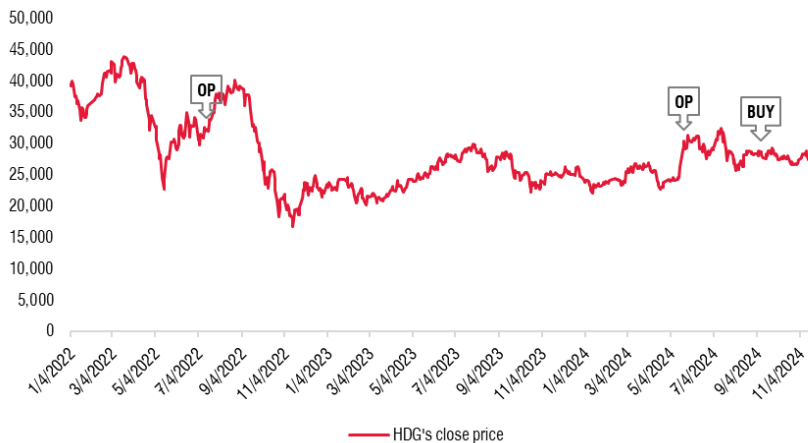
## Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- 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 điệ nhanh hơn dự kiến.
- Mảng 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.
- 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	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	246	371	958	1.900
+ Đầu tư ngắn hạn	393	737	737	737
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.595	1.375	1.641	1.766
+ Hàng tồn kho	1.074	816	844	913
+ Tài sản ngắn hạn khác	47	46	55	59
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.354</b>	<b>3.346</b>	<b>4.234</b>	<b>5.375</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	287	315	376	405
+ GTCL Tài sản cố định	9.034	8.694	8.374	8.063
+ Bất động sản đầu tư	758	723	688	652
+ Tài sản dài hạn dở dang	831	835	843	847
+ Đầu tư dài hạn	63	63	63	63
+ Tài sản dài hạn khác	112	116	127	134
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>11.084</b>	<b>10.746</b>	<b>10.471</b>	<b>10.164</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.438</b>	<b>14.092</b>	<b>14.705</b>	<b>15.538</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.329	1.858	1.898	1.957
Trong đó: vay ngắn hạn	625	677	678	637
+ Nợ dài hạn	4.881	4.169	3.532	2.945
Trong đó: vay dài hạn	4.801	4.092	3.453	2.859
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>7.210</b>	<b>6.027</b>	<b>5.431</b>	<b>4.902</b>
+ Vốn góp	3.058	3.363	3.363	3.363
+ Thặng dư vốn cổ phần	375	375	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.394	2.721	3.652	4.705
+ Quỹ khác	1.402	1.605	1.884	2.193
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.229</b>	<b>8.065</b>	<b>9.274</b>	<b>10.636</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.438</b>	<b>14.092</b>	<b>14.705</b>	<b>15.538</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	794	1,092	1,561	1,928
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-326	-141	-169	-182
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-859	-825	-806	-804
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-392</b>	<b>126</b>	<b>586</b>	<b>942</b>
Tiền đầu kỳ	694	246	371	958
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>246</b>	<b>371</b>	<b>958</b>	<b>1,900</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,44	1,80	2,23	2,75
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	1,34	1,76	2,25
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,27	0,60	0,89	1,35
Nợ ròng / EBITDA	2,69	2,15	1,26	0,64
Khả năng thanh toán lãi vay	2,98	4,36	6,11	7,52
Ngày phải thu	152,6	167,9	148,6	156,0
Ngày phải trả	40,1	18,6	13,0	12,7
Ngày tồn kho	384,3	300,9	255,7	250,0
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,50	0,57	0,63	0,68
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,50	0,43	0,37	0,32
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,00	0,75	0,59	0,46
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,75	0,59	0,45	0,33
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,09	0,08	0,07	0,06

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.889</b>	<b>2.764</b>	<b>3.299</b>	<b>3.549</b>
Giá vốn hàng bán	-1.166	-1.147	-1.185	-1.282
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.723</b>	<b>1.617</b>	<b>2.114</b>	<b>2.267</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	40	58	69	79
Chi phí tài chính	-569	-366	-349	-312
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-15	-8	-10	-14
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-218	-193	-231	-248
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>961</b>	<b>1.108</b>	<b>1.594</b>	<b>1.771</b>
Thu nhập khác	2	8	-7	-7
Lợi nhuận trước thuế	963	1.116	1.587	1.764
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>866</b>	<b>1.016</b>	<b>1.393</b>	<b>1.548</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>665</b>	<b>813</b>	<b>1.114</b>	<b>1.238</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	201	203	279	310
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	2.175	2.382	3.267	3.630
Giá trị sổ sách (VND)	19.352	19.475	22.242	25.372
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	500	500	500
EBIT	1.450	1.448	1.898	2.034
EBITDA	1.970	1.965	2.422	2.562
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-19,3%	-4,3%	19,4%	7,6%
EBITDA	-25,2%	-0,3%	23,3%	5,8%
EBIT	-31,1%	-0,1%	31,1%	7,2%
Lợi nhuận ròng	-36,4%	17,2%	37,2%	11,1%
Vốn chủ sở hữu	10,4%	11,6%	15,0%	14,7%
Vốn điều lệ	25,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-4,4%	-2,4%	4,4%	5,7%
<b>Định giá</b>				
P/E	12,7	11,9	8,6	7,8
P/B	1,4	1,5	1,3	1,1
Giá/Doanh thu	2,9	3,4	2,9	2,7
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EV/EBITDA	7,4	7,6	6,1	5,8
EV/Doanh thu	5,0	5,4	4,5	4,2
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59,6%	58,5%	64,1%	63,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	49,7%	50,4%	56,0%	55,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	30,0%	36,7%	42,2%	43,6%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	0,5%	0,3%	0,3%	0,4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,6%	7,0%	7,0%	7,0%
ROE	12,6%	13,3%	16,1%	15,5%
ROA	5,9%	7,1%	9,7%	10,2%
ROIC	10,3%	10,3%	12,7%	13,0%

Nguồn: HDG, SSI dự báo

## **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 cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

### **Phân tích Ngành Năng lượng**

#### **Bạch Chấn Mẫn**

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 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**

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