

KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 52.800 Đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 19/07/2022): 46.300 Đồng/cp

Vũ Ngọc Quang

quangvn@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8706

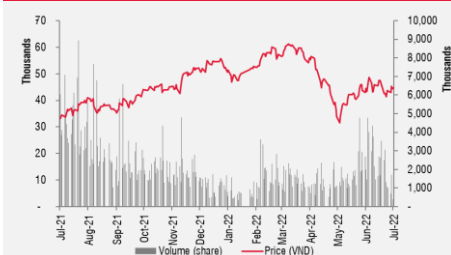
Ngày 19/7/2022

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	468
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	10.958
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	245
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	62,3/30,3
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	1.835.958
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	3,44
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	80,54
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18,68
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Khi thành lập, HDG là doanh nghiệp xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng (MOD), sau đó được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2010. MND từng là cổ đông lớn của HDG, nắm giữ 10% cổ phần trước khi thoái toàn bộ vốn khỏi công ty vào năm 2017. Hiện tại, cổ đông nội bộ nắm giữ hơn 45% cổ phần và nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 16% cổ phần của Hà Đô. Tính đến nay, vốn điều lệ của HDG khoảng 2 nghìn tỷ đồng, được tăng qua các năm chủ yếu bằng việc trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Nơi trú ẩn qua cơn bão

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với cổ phiếu HDG lên KHẢ QUAN và giá mục tiêu 1 năm lên 52.800 đồng/cổ phiếu. Trong giai đoạn 2022-2023, việc bán và bàn giao dự án Charmvilla (cộng với dòng tiền hoạt động từ 462 MW trong danh mục dự án năng lượng tái tạo) sẽ là những yếu tố hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của HDG. Ngoài ra, việc HDG đa dạng hóa các lĩnh vực hoạt động chứ không chỉ tập trung vào lĩnh vực bất động sản đã mang lại thành quả, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô hiện tại và những khó khăn của thị trường bất động sản. Theo dự thảo Quy hoạch phát triển điện 8 (mục tiêu công suất điện gió là 13.616 MW vào năm 2025), vẫn còn khoảng 7.180 MW sẽ được phát triển, đây là cơ hội kinh doanh tiềm năng cho HDG. Do đó, chúng tôi cho rằng HDG có cơ hội tiềm năng trong lĩnh vực bất động sản cũng như năng lượng tái tạo nhờ nguồn thu đa dạng cộng với chiến lược mở rộng mảng điện để đạt 1.000 MW trong 5 năm tới.

Rủi ro pháp lý: Tiên độ pháp lý của các dự án khu vực TP.HCM vẫn còn trì trệ, khiến việc triển khai các dự án của HDG như Green Lane và Minh Long có thể bị trì hoãn. Điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong những năm tới.

Đề án đấu thầu và cơ chế giá dự kiến cho dự án năng lượng tái tạo đang được xem xét. Tuy nhiên, cơ chế mới có thể sẽ không thuận lợi như với cơ chế FIT. Điều này có thể gây khó khăn cho các dự án mới của các doanh nghiệp phát triển năng lượng tái tạo.

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4.343	4.999	3.777	3.837	4.230
Lợi nhuận gộp	1.828	2.076	2.320	2.300	2.536
EBITDA	1.823	2.137	2.346	2.533	2.711
Lợi nhuận ròng	1.117	1.254	1.344	1.313	1.454
EPS (VND)	7.850	6.347	5.584	5.260	5.822
ROA	9,0%	9,0%	9,0%	8,3%	8,7%
ROE	37,4%	34,6%	28,7%	21,7%	19,8%
Nợ/VCSH	1,77	1,65	1,37	0,88	0,75
P/E	3,82	6,54	11,91	8,29	7,49
EV/EBITDA	4,79	5,83	8,32	2,41	2,25

Nguồn: HDG, SSI Research

Kết quả kinh doanh quý 1/2022

	Quý 1/2022	Quý 1/2021	YoY	Hoàn thành kế hoạch năm	TSLN	
					Nửa đầu năm 2022	Nửa đầu năm 2021
Doanh thu thuần	684	1353	-49%	37%		
Lợi nhuận gộp	465	631	-26%		67,98%	46,64%
Lợi nhuận từ HĐKD	325	494	-34%		47,51%	36,51%
EBIT	444	581	-24%		64,91%	42,94%
EBITDA	563	644	-13%		82,24%	47,58%
LNTT	325	494	-34%		47,51%	36,51%
Lợi nhuận ròng	295	401	-26%	22%	43,13%	29,64%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	244	322	-24%		35,67%	23,80%

Nguồn: HDG, SSI Research

Doanh thu theo các lĩnh vực kinh doanh	Quý 1/2022	Quý 1/2021	Tăng/giảm (%)
Bất động sản	127	932	-86%
Xây dựng	1	76,8	-99%
Khách sạn	7	38,9	-82%
Phát triển năng lượng (nhà máy điện)	477	241	98%
Cho thuê và Lĩnh vực khác	72	64,5	12%
Tổng	684	1353,2	-49%
Lợi nhuận gộp theo các lĩnh vực kinh doanh	Nửa đầu năm 2022	Nửa đầu năm 2021	(+/-)%
Bất động sản	101	408	-75%
Xây dựng	0	-10	-96%
Khách sạn	-2	25	-106%
Phát triển năng lượng (nhà máy điện)	326	178	83%
Cho thuê và Lĩnh vực khác	40	30	31%
Tổng	465	631	-26%

Nguồn: HDG, SSI Research

Trong quý 1/2022, HDG công bố doanh thu chỉ đạt mức thấp là 685 tỷ đồng (giảm 49% so với cùng kỳ) và lợi nhuận sau thuế đạt 244 tỷ đồng (giảm 24,2% so với cùng kỳ), hoàn thành 22% kế hoạch lợi nhuận năm nay. Điều này chủ yếu là do số lượng căn hộ bàn giao trong quý 1/2022 thấp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây chỉ là tạm thời vì việc bàn giao căn hộ Charm Villa sẽ chủ yếu tập trung vào quý 2 và quý 4 năm nay.

Sau hai giai đoạn, HDG dự kiến sẽ mở bán 130 căn hộ còn lại của dự án Charmvilla- giai đoạn 3 trong nửa cuối năm 2022. Ban lãnh đạo dự kiến giá bán bình quân sẽ tăng 15% -20% so với năm 2021. Với nhu cầu bất động sản thấp tầng tăng mạnh tại Hà Nội, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là sự đảm bảo lợi nhuận cho năm 2023 từ các dự án bất động sản, trong khi chờ hoàn thiện pháp lý đối với các dự án Green Lane và Minh Long tại Tp.HCM.

Mặt khác, mảng điện đã đạt được mức tăng trưởng vượt bậc trong giai đoạn này. Doanh thu mảng điện tăng lên 326 tỷ đồng (tăng 83% so với cùng kỳ) do kết quả kinh doanh tốt của nhà máy thủy điện trong tình hình thời tiết La Nina và ba nhà máy điện sử dụng năng lượng tái tạo mới được đưa vào hoạt động, chiếm tới 70% tổng doanh thu.

Mảng bất động sản: Charmvilla vẫn là động lực tạo doanh thu chính, 2 dự án khác đang chờ phê duyệt

Mảng bất động sản: Sau khi bán xong dự án Charmvilla, HDG sẽ phải tìm thêm quỹ đất để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới. Về dài hạn, HDG đặt mục tiêu mua thêm 320 ha đất khu dân cư trong giai đoạn 2025~2027 (so với quỹ đất hiện tại là 121 ha). Trong khi đó, HDG đang tập trung đàm phán để hoàn tất việc mua lại 125 ha đất ở phía tây Hà Nội (Huyện Thanh Oai - cách trung tâm thành phố khoảng 20 km) và sẽ công bố dự án khi giao dịch thành công.

ĐHCD năm 2022 cũng đã thông qua việc thành lập Công ty Bất động sản Hado, và sẽ tiến hành IPO công ty con này. Cụ thể, công ty mẹ sẽ nắm giữ ít nhất 90% cổ phần tại BDS Hà Đô, phần còn lại thuộc về Chủ tịch và các thành viên HĐQT khác. Do đó, công ty con này sẽ vận hành quỹ đất và tài sản của HDG. Theo công ty, mục đích của việc tái cơ cấu này là phát triển HDG thành tập đoàn tổng công ty, đồng thời nâng cao năng lực quản lý và khả năng sinh lời của hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty.

Các dự án BĐS của HDG

	Địa điểm	Diện tích	2021	2022	2023	2024	2025
Charmvilla	Tp Hồ Chí Minh	30					
Green Lane	Tp Hồ Chí Minh	2,3					
Noongtha	Lào	74,5					
Minh Long	Tp Hồ Chí Minh	2,7					
Dịch Vọng Complex	Hà Nội	1					
CC3	Hà Nội	0,5					
62 Phan Đình Giót	Hà Nội	2,2					
Bảo Đại	Nha Trang	8,9					
Tạ Quang Bửu	Hà Nội	1					

Nguồn: SSI Research

Dự án từ năm 2023 trở đi, đang chờ phê duyệt

Ngoài dự án Charmvilla, lợi nhuận của công ty trong giai đoạn 2024-2025 sẽ phụ thuộc vào hai dự án là Green Lane và Minh Long. Do quá trình xử lý pháp lý vẫn đang diễn ra, chúng tôi dự kiến những dự án này sẽ bắt đầu vào khoảng năm 2023.



Dự án Hado Green Lane:

- Địa điểm: Quận 8, Tp Hồ Chí Minh
- Sản phẩm: 3 tòa nhà, với 1.231 căn hộ
- Hiện trạng: Quỹ đất sạch - đang tiến hành làm móng.
- Dự kiến ra mắt: năm 2023
- GDV (tổng giá trị phát triển): 2,5- 2,7 nghìn tỷ đồng



Dự án Hado Minh Long project:

- Địa điểm: quận 8, Tp Hồ Chí Minh
- Sản phẩm: 60 căn nhà phố, 20 căn shophouse, 920 căn hộ
- Hiện trạng: đã giải phóng mặt bằng, chuẩn bị xây dựng
- Dự kiến ra mắt: năm 2023
- GDV (Tổng giá trị phát triển): 2,7 nghìn tỷ đồng

Nguồn: SSI Research

Nhà máy điện sử dụng năng lượng tái tạo - Chờ cơ chế giá mới

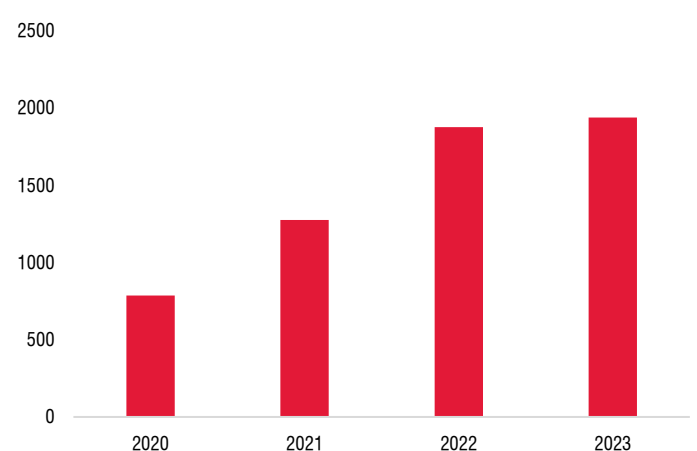
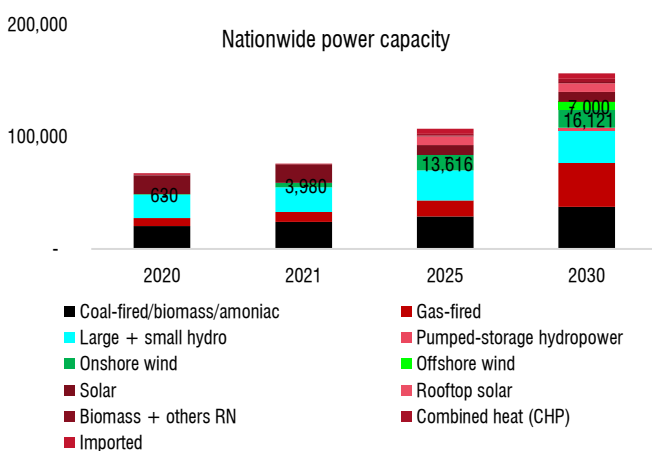
Theo dự thảo mới của Quy hoạch phát triển điện VIII, Việt Nam đang rất khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo (trừ thủy điện), với kế hoạch nâng tỷ trọng điện sử dụng năng lượng tái tạo từ 13% vào năm 2020 lên gần 30% vào năm 2030 và 44% vào năm 2045. Đây là xu hướng phù hợp với sự phát triển của ngành năng lượng trên thế giới để thích ứng với biến đổi khí hậu. Cụ thể, theo Quy hoạch điện VIII, tổng công suất đặt nguồn điện của Việt Nam có khả năng đạt 130.371-143.839 MW vào năm 2030. Năm 2045, tổng công suất đặt của nguồn điện đạt 261.951-329.610 MW. Hiện tại, Việt Nam có nhiều tiềm năng phát triển điện gió và điện mặt trời ở các tỉnh như Bình Định và Ninh Thuận trong cả trung hạn và dài hạn. Ngành điện năng lượng tái tạo có triển vọng tốt do nhu cầu điện tại Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8%/năm. Trong giai đoạn 2020-2021, công suất điện từ năng lượng tái tạo tăng đáng kể, áp dụng cơ chế giá FIT cho điện năng lượng mặt trời và điện gió. Tuy nhiên, cơ chế này đã kết thúc vào năm 2021 và được thay thế bằng cơ chế đấu thầu. Áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng khi cơ chế đấu thầu được áp dụng.

Mở rộng đầy triển vọng cho công suất điện gió, nhưng còn thiếu cơ chế giá mới. Công suất điện gió trên đất liền trên toàn quốc, tính đến ngày 03/11/2021 là 3.980 MW. Như vậy vẫn còn thiếu 2.456 MW công suất gió trên bờ so với kế hoạch được đặt ra cho đến ngày 01/11/2021 và chúng tôi đang chờ cơ chế mới được đưa ra cho giá phát điện của các dự án. Với công suất điện gió yêu cầu là 13.616 MW vào năm 2025, tức là có khoảng 7.180 MW sẽ được phát triển trong thời gian tới. Nhiều doanh nghiệp phát triển năng lượng tái tạo đang chờ hướng dẫn cách tính giá rõ ràng trước khi triển khai - cũng như trường hợp của nhiệt điện hoặc thủy điện. Tuy nhiên, do công nghệ tiên tiến, suất đầu tư cho năng lượng tái tạo ngày càng giảm. Giá mới dự kiến áp dụng cho các dự án mới sẽ thấp hơn so với cơ chế giá FIT giai đoạn 2020-2021:

- Suất đầu tư điện mặt trời đến năm 2030 được IRENA (Cơ quan Năng lượng Tái tạo Quốc tế) dự báo sẽ vào khoảng 350-840 USD/kW do giảm chi phí sản xuất tấm pin với tỷ lệ hiệu suất chuyển đổi năng lượng được cải thiện, và giảm chi phí xây dựng nhà máy điện năng lượng mặt trời.
- Đối với điện gió, suất đầu tư đến năm 2030 ước đạt khoảng 800 USD - 1350 USD/kW và đến năm 2050 dao động trong khoảng 650 - 1000 USD/kW, thấp hơn nhiều so với mức 1497 USD/kW trong giai đoạn 2018-2019.

Dự thảo Quy hoạch điện 8 - Vẫn còn dư địa để mở rộng công suất điện gió đến năm 2025

HDG: Ước tính doanh thu của mảng năng lượng tái tạo 2022-2023 (tỷ đồng)

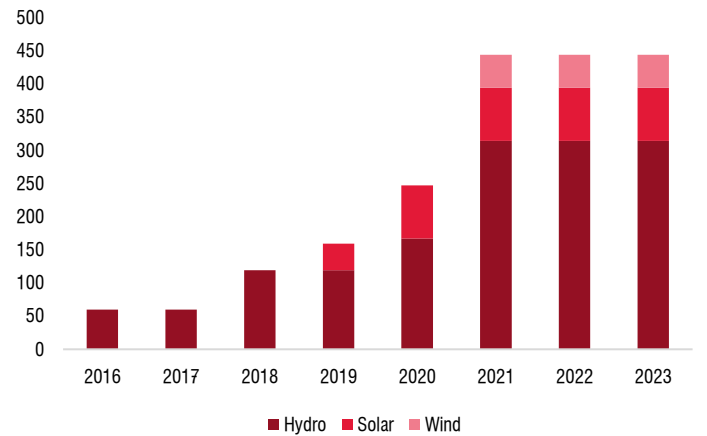


Nguồn: Dự thảo Quy hoạch điện 8

Nguồn: SSI Research

Công suất điện năng lượng tái tạo của HDG (Mw)

Dự án	Năm hoạt động	Địa điểm	Công suất (MW)
Thủy điện			
Za Hưng	2009	Quảng Nam	30 Mw
Nam Pong	2013	Quảng Nam	30 Mw
Nhạn Hạc	2018	Nghệ An	58 Mw
Sông Tranh 4	2020	Quảng Nam	48 Mw-
Dak Mi 2	2021	Quảng Nam	98Mw (GD 1) + 48Mw (GD 2)
Điện gió			
Ninh Thuận 7A	2020-2021	Ninh Thuận	50 Mw
Điện mặt trời			
Hồng Phong 4	2019	Bình Thuận	40 Mw
Infra	2020	Ninh Thuận	50 Mw



Nguồn: SSI Research

Nguồn: SSI Research

HDG sở hữu bảy nhà máy điện với công suất điện năng lượng tái tạo là 462MW. Trong điều kiện tối ưu, chúng tôi kỳ vọng danh mục đầu tư này sẽ tạo ra doanh thu từ 1,8 - 2 nghìn tỷ đồng mỗi năm, với tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể lên đến 70%. Đối với các nhà máy điện của HDG, các nhà máy thủy điện thường có thời gian hoàn vốn là 10 năm trong chu kỳ 50 năm của chúng, trong khi các nhà máy điện gió và điện mặt trời có thời gian hoàn vốn là 7-8 năm trong vòng đời 20-30 năm của chúng.

Ngoài ra, HDG cũng thành lập Công ty Năng lượng Hà Đô, một công ty con chịu trách nhiệm phát triển danh mục năng lượng của HDG, dự kiến sẽ đạt công suất 1GW vào năm 2025 từ mức 462MW hiện tại. Nếu HDG muốn bổ sung thêm gần 500 MWh điện năng lượng tái tạo, thì số vốn thêm sẽ vào khoảng 15 - 17 nghìn tỷ đồng, 30% trong số đó có thể đến từ đợt IPO của Công ty Năng lượng Hà Đô. Cho đến nay, chúng tôi mới chỉ đưa tiềm năng phát điện cho các dự án đang triển khai vào mô hình dự báo của mình, mà chưa đưa ra bất kỳ giả định nào về việc mở rộng công suất do chưa có cơ chế giá chính thức mới cho các dự án điện năng lượng tái tạo.

Dự án mới chờ hướng dẫn về giá điện năng lượng tái tạo:

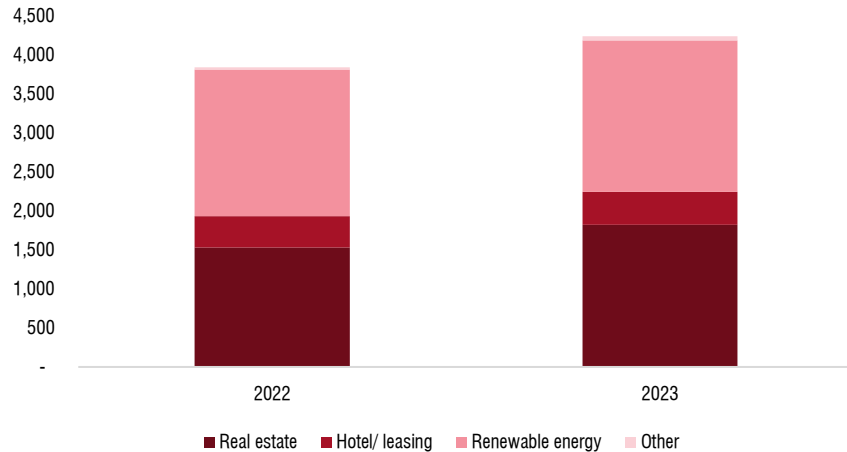
HDG đang trong quá trình chuẩn bị mặt bằng và đang khảo sát bốn trang trại điện gió cho giai đoạn sau năm 2022, bao gồm: trang trại điện gió Ea H'leo (20 MW) tại Đắk Lắk; Trang trại điện gió Hướng Phùng (30 MW) ở Quảng Trị; Trang trại điện gió Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận; và một trang trại điện gió (40 MW) ở Sóc Trăng. Theo số liệu sơ bộ, HDG nhận định hầu hết các vị trí này đều có tốc độ gió khá tốt, hệ số tải cao. Tuy nhiên, với mức giá dự kiến thấp hơn theo cơ chế đấu thầu, cộng với chi phí đầu tư cao hơn, các dự án điện năng lượng tái tạo mới dự kiến sẽ có IRR thấp hơn so với các dự án trước đó, chẳng hạn như 7A (19,5%).

Định giá và ước tính lợi nhuận

Ước tính doanh thu năm 2022 cho hoạt động kinh doanh chính của công ty là 3,8 nghìn tỷ đồng - bằng năm ngoái, trong khi ước tính LNST của chúng tôi là 1,3 nghìn tỷ đồng - bằng với năm 2021. Doanh thu từ mảng bất động sản sẽ đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (giảm 23% so với cùng kỳ), thấp hơn so với mức nền so sánh cao của năm ngoái trong khi doanh thu từ mảng năng lượng có thể đạt 1,85 nghìn tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ) nhờ sự đóng góp của nhà máy điện năng lượng tái tạo hoạt động toàn bộ công suất.

Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HDG đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ), với LNST lên tới 1,5 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ). Điều này được thúc đẩy từ việc bàn giao các căn hộ Charmvilla còn lại, mang lại 1,8 nghìn tỷ đồng doanh thu bất động sản (tăng 19% so với cùng kỳ), trong khi mảng điện năng lượng tái tạo mang lại doanh thu ổn định là 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ).

Cơ cấu doanh thu năm 2022-2023



Nguồn: SSI Research

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp phân tích SOTP cho ba mảng kinh doanh chính của HDG, bao gồm bất động sản nhà ở, năng lượng tái tạo và các mảng khác với giá mục tiêu 1 năm là 52.800 đồng (tiềm năng tăng giá là 19%). Đối với bất động sản nhà ở và văn phòng cho thuê, khách sạn, chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để tính NPV của các dự án. Đối với mảng điện, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF cho toàn bộ vòng đời của nhà máy (20 năm với điện mặt trời và gió, 50 năm với thủy điện).

Dự án	RNAV (tỷ đồng)
Bất động sản	6.022
Charm Villas (AKAT)	2.284
Green Lane (Q8)	650
Noongtha Central Park	290
Bảo Đại resort	282
Kha Vạn Cân	450
62 Phan Đình Giót	500
Dịch Vọng complex	950
Khác	616
Cho thuê khách sạn/văn phòng	1.400
Nhà máy điện	6.028
Nậm Pông	438
Za Hưng	597
Nhạn Hạc	195
Sông Tranh 4	192
Dak Mi	1.316
Hồng Phong 4.1	953
Infra	862
Nhà máy điện gió 7A	1.474
Xây dựng	
Hado 1.45. MEE	93
Giá trị doanh nghiệp	13.450
+ Tiền mặt	290
- Nợ tại công ty mẹ	(1.753)
Số lượng cổ phiếu (triệu)	203
Giá mục tiêu (VND)	59.000
Chiết khấu	10%
Giá (VND)	52.800

Nguồn: SSI Research

Với mức giá là 44.800 đồng/cổ phiếu, HDG đang giao dịch với P/E năm 2023 là 8x và P/B là 1,6x. Theo quan điểm của chúng tôi, lợi nhuận ổn định từ mảng điện năng lượng tái tạo và bất động sản có thể cho phép HDG đạt mức tăng trưởng thu lợi nhuận trung bình 10% -12% và ROE đạt 20% -22% trong giai đoạn 2022-2023.

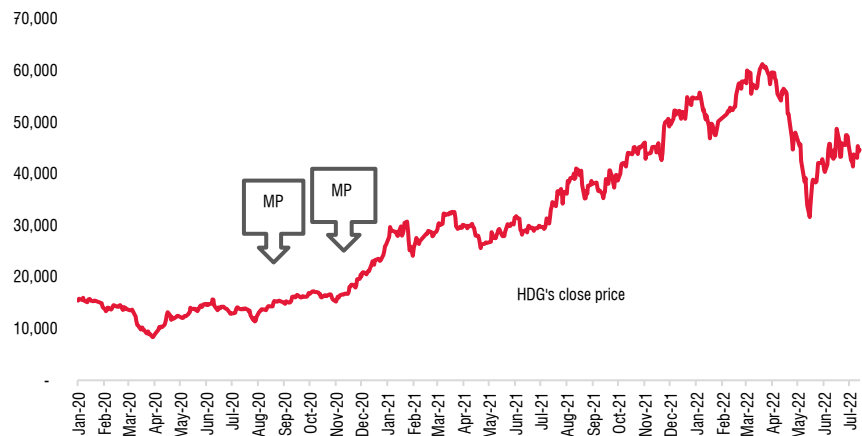
Yếu tố hỗ trợ tích cực cho HDG là công suất điện gió đạt mức 500 MW được lên kế hoạch lắp đặt trong khoảng thời gian 2022-2025. Ngoài ra, các lô đất mới bổ sung vào quỹ đất của công ty và việc hoàn thiện thủ tục pháp lý của dự án Green Lane và Minh Long cũng sẽ hỗ trợ cho hoạt động của HDG.

Mặt khác, sự chậm trễ trong việc triển khai các dự án thuộc lĩnh vực bất động sản và năng lượng tái tạo do thủ tục pháp lý kéo dài có thể ảnh hưởng đến thu nhập và dòng tiền trong tương lai của HDG.

Quan điểm ngắn hạn: TÍCH CỰC

- Lợi nhuận trong quý 2 được cải thiện so với quý 1/2022 nhờ vào việc bàn giao dự án biệt thự Charm.
- Dự án năng lượng tái tạo đang cho thấy hiệu suất vững chắc, và điều này sẽ đảm bảo cho dòng tiền của HDG, trong khi hầu hết các chủ đầu tư bất động sản đang đối mặt với nhiều thách thức.

Lịch sử xếp hạng



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

VND Billion	2020	2021	2022F	2023F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	438	230	193	840
+ Đầu tư ngắn hạn	70	680	660	840
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.779	1.713	1.839	3.334
+ Hàng tồn kho	1.757	1.365	1.665	1.665
+ Tài sản ngắn hạn khác	144	129	159	175
Tổng tài sản ngắn hạn	4.187	4.116	4.516	6.855
+ Các khoản phải thu dài hạn	5	0	21	24
+ GTCL Tài sản cố định	4.182	9.868	9.294	8.719
+ Bất động sản đầu tư	843	828	809	789
+ Tài sản dài hạn dở dang	4.498	917	942	948
+ Đầu tư dài hạn	6	3	3	3
+ Tài sản dài hạn khác	157	159	181	200
Tổng tài sản dài hạn	9.691	11.775	11.250	10.683
Tổng tài sản	13.879	15.892	15.766	17.537
+ Nợ ngắn hạn	4.032	4.293	4.017	4.432
Trong đó: vay ngắn hạn	850	1.289	1.117	1.078
+ Nợ dài hạn	5.869	6.208	5.029	5.135
Trong đó: vay dài hạn	5.718	6.086	4.823	4.908
Tổng nợ phải trả	9.901	10.501	9.046	9.567
+ Vốn góp	1.543	1.964	2.038	2.038
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	229	375	375
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.301	1.934	2.802	3.784
+ Quý khác	1.134	1.264	1.506	1.773
Vốn chủ sở hữu	3.977	5.390	6.720	7.970
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	13.879	15.892	15.766	17.537
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.426	1.057	1.383	803
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-2.055	-2.074	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	688	845	-1.420	-157
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	59	-172	-37	647
Tiền đầu kỳ	401	438	230	193
Tiền cuối kỳ	438	230	193	840
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,04	0,96	1,12	1,55
Hệ số thanh toán nhanh	0,57	0,61	0,67	1,13
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,13	0,21	0,21	0,38
Nợ ròng / EBITDA	2,70	2,83	2,54	2,01
Khả năng thanh toán lãi vay	5,25	5,25	6,53	7,07
Ngày phải thu	51,2	89,1	94,1	125,2
Ngày phải trả	77,6	104,0	69,5	65,2
Ngày tồn kho	328,2	390,9	359,6	358,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,29	0,34	0,43	0,45
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,71	0,66	0,57	0,55
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,49	1,95	1,35	1,20
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,65	1,37	0,88	0,75
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,21	0,24	0,17	0,14

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	4.999	3.777	3.837	4.230
Giá vốn hàng bán	-2.922	-1.457	-1.537	-1.694
Lợi nhuận gộp	2.076	2.320	2.300	2.536
Doanh thu hoạt động tài chính	45	80	0	0
Chi phí tài chính	-370	-408	-297	-299
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-14	-119	-127	-148
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-192	-222	-226	-262
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.545	1.651	1.650	1.826
Thu nhập khác	-5	-8	-8	-9
Lợi nhuận trước thuế	1.540	1.643	1.642	1.817
Lợi nhuận ròng	1.254	1.344	1.313	1.454
Lợi nhuận chia cho cổ đông	979	1.096	1.072	1.186
Lợi ích của cổ đông thiểu số	275	247	242	268
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	6.347	5.584	5.260	5.822
Giá trị sổ sách (VND)	19.555	22.070	26.607	31.430
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	1.903	2.030	1.939	2.117
EBITDA	2.137	2.346	2.533	2.711
Tăng trưởng				
Doanh thu	15,1%	-24,4%	1,6%	10,2%
EBITDA	17,2%	9,8%	8,0%	7,0%
EBIT	17,6%	6,7%	-4,5%	9,2%
Lợi nhuận ròng	12,3%	7,2%	-2,3%	10,7%
Vốn chủ sở hữu	21,2%	35,5%	24,7%	18,6%
Vốn điều lệ	30,0%	27,3%	3,8%	0,0%
Tổng tài sản	0,1%	14,5%	-0,8%	11,2%
Định giá				
PE	6,5	11,9	8,3	7,5
PB	2,1	3,0	1,6	1,4
Giá/Doanh thu	1,1	3,2	2,3	2,1
Tỷ suất cổ tức	2,4%	1,5%	2,3%	2,3%
EV/EBITDA	5,8	8,3	2,4	2,2
EV/Doanh thu	2,5	5,2	1,6	1,4
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41,5%	61,4%	59,9%	59,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	38,2%	53,9%	50,7%	50,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	25,1%	35,6%	34,2%	34,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,3%	3,1%	3,3%	3,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,8%	5,9%	5,9%	6,2%
ROE	34,6%	28,7%	21,7%	19,8%
ROA	9,0%	9,0%	8,3%	8,7%
ROIC	15,8%	14,2%	12,2%	12,7%

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.

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.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. 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
trinhthv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Bất động sản

Vũ Ngọc Quang

Chuyên viên phân tích cao cấp
quangvn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715