

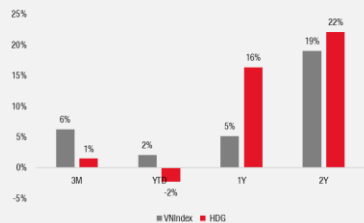
## Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 21/02/2025  
**NGÀNH:** NĂNG LƯỢNG  
**CVPT:** Bạch Chấn Mẫn  
**Email:** [manbc@ssi.com.vn](mailto:manbc@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3636 3688 ext. 6738

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **33.100 Đồng**  
 Giá CP ngày 20/02/2025: 27.850 Đồng  
 % Tăng giá: **+21,7%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 369  
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 9.367  
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 336  
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 3.397.614  
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 32,4/22,6  
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 98,4  
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 20,1  
 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).

## Những thách thức pháp lý tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 ảnh hưởng đến lợi nhuận

- Đợt mở bán tiếp theo của dự án Hado Charm Villas có thể thúc đẩy tăng trưởng mảng bất động sản.
- Dù La Niña hay mô hình thời tiết trung tính chiếm chủ đạo đều sẽ có lợi cho sự phục hồi của mảng thủy điện từ năm 2025.
- Các dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn.

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu của HDG, với mục tiêu giá 1 năm là **33.100 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 19%).

**Kết quả năm 2024 thấp hơn dự báo của chúng tôi** chủ yếu do dự phòng nợ xấu cao hơn dự kiến trong Q4/2024 liên quan đến các khoản phải thu từ dự án điện mặt trời Hồng Phong 4. Như dự báo, HDG đã chưa triển khai đợt mở bán mới của dự án Hado Charm Villas trong năm. Mảng điện tiếp tục là mảng chiếm ưu thế về cả doanh thu và lợi nhuận.

**Triển vọng:** Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) năm 2025 là 43% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi các mảng bất động sản và điện. Cụ thể, chúng tôi dự báo việc mở bán Hado Charm Villas cho năm 2025 sẽ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu 69% svck cho mảng bất động sản, cùng với việc mảng thủy điện tiếp tục phục hồi. Ngoài ra, chúng tôi vẫn lo ngại về rủi ro pháp lý liên quan đến trang trại điện mặt trời Hồng Phong 4 (chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% cho định giá của HDG). Về dài hạn, chúng tôi dự báo các dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long sẽ ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2027-2030.

### 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 một danh mục dự án điện với công suất ~800 MW đang chờ triển khai.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu. Chúng tôi chưa đưa yêu tố này vào dự báo của mình.

### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tiến độ triển khai mở bán đợt tiếp theo của 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.
- Rủi ro pháp lý cao hơn dự kiến tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4.
- Sự cố kỹ thuật bất ngờ tại các nhà máy điện.

**Bảng 1: Tóm tắt chỉ tiêu tài chính**

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.777	3.581	2.889	2.719	3.185	3.143
Lợi nhuận gộp	2.320	2.212	1.723	1.589	2.072	2.011
EBITDA	2.346	2.634	1.970	1.748	2.172	2.116
Lợi nhuận ròng	1.344	1.362	866	753	1.078	1.008
EPS (VND)	5.614	4.411	2.175	1.714	2.429	2.271
ROA	9,0%	8,8%	5,9%	5,3%	7,7%	7,0%
ROE	28,7%	22,8%	12,6%	10,1%	13,3%	11,2%
Nợ/VCSH	1,4	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
P/E	11,8	7	12,7	16,6	11,5	12,3
EV/EBITDA	8,8	5,4	7,4	8,4	6,7	6,9

Nguồn: HDG, SSI Research

**Nhìn lại năm 2024: Dự phòng liên quan đến dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 khiến lợi nhuận thấp hơn dự kiến**

**Bảng 2: KQKD năm 2024**

Tỷ đồng	2023	2024	YoY	% kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	2.889	2.719	-5,9%	94%
Lợi nhuận gộp	1.723	1.589	-7,8%	
Lợi nhuận hoạt động	1.437	1.218	-15,2%	
EBIT	1.450	1.228	-15,3%	
EBITDA	1.970	1.748	-11,3%	
Lợi nhuận trước thuế	963	880	-8,6%	
NPAT	866	753	-13,1%	77%
NPATMI	665	576	-13,3%	

Nguồn: HDG, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.889</b>	<b>2.719</b>	<b>-5,9%</b>
Bất động sản	282	414	46,8%
Dịch vụ khách sạn	107	128	19,5%
Cho thuê bất động sản	330	331	0,2%
Điện	1.939	1.891	-2,5%
Xây lắp và mảng khác	231	-44	n.m
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.723</b>	<b>1.589</b>	<b>-7,8%</b>
Bất động sản	158	159	0,9%
Dịch vụ khách sạn	60	64	6,0%
Cho thuê bất động sản	150	138	-7,8%
Điện	1.332	1.284	-3,6%
Xây lắp và mảng khác	23	-56	n.m

Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 3: Sản lượng tiêu thụ năm 2024 của mảng điện**

Triệu kWh	2023	2024	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>1.168</b>	<b>1.104</b>	<b>-5%</b>
Za Hưng	137	149	9%
Nậm Pông	91	84	-8%
Nhạn Hạc	204	215	5%
Đăk Mi 2	525	476	-9%
Sông Tranh 4	211	180	-15%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>282</b>	<b>283</b>	<b>0%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	86	88	2%
Infra 1 (điện mặt trời)	84	88	5%
7A (điện gió)	112	107	-4%
<b>Tổng sản lượng</b>	<b>1.450</b>	<b>1.387</b>	<b>-4%</b>

*Nguồn: HDG, SSI Research*

Trong năm 2024, HDG đã đạt doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt là 2,7 nghìn tỷ đồng (-6% svck) và 753 tỷ đồng (-13% svck). Mặc dù doanh thu đạt kỳ vọng của chúng tôi, nhưng lợi nhuận ròng lại thấp hơn dự báo năm 2024. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu là do chi phí dự phòng nợ xấu cao hơn dự kiến trong Q4/2024 liên quan đến các khoản phải thu từ dự án điện mặt trời Hồng Phong 4:

- **Vấn đề pháp lý tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 khiến công ty phải ghi nhận thêm các khoản dự phòng.** Như đã đề cập trước đó, vấn đề này liên quan đến việc dự án nằm trong khu vực dự trữ titan quốc gia (xem thêm chi tiết trong [Báo cáo Cập nhật HDG](#)). Sau đó, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đã không thực hiện thanh toán tiền điện dù vẫn huy động từ kể từ tháng 8/2023. Để phản ánh một phần rủi ro thanh toán đối với hiệu suất hoạt động, HDG đã ghi nhận khoản dự phòng 203 tỷ đồng trong năm 2024. Trong đó, gần 180 tỷ đồng đã được ghi nhận trong Q4/2024 (cao hơn ước tính trước đó của chúng tôi là khoảng 20 tỷ đồng), và tương đương với khoảng 80% chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) của quý đó.
- **Lợi nhuận không đạt kế hoạch năm 2024 của công ty,** vì HDG đã không mở bán đợt tiếp theo của dự án Hado Charm Villas như kế hoạch ban đầu. Tuy nhiên, điều này phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- **Mảng điện tiếp tục là động lực chính** (chiếm khoảng 70% doanh thu và hơn 80% lợi nhuận gộp), vì HDG chưa tập trung đẩy nhanh việc triển khai thêm các dự án bất động sản. Sản lượng giảm 4% svck, chủ yếu do hiệu suất hoạt động thấp của danh mục thủy điện trong nửa đầu năm 2024.
- **Mặt khác, mảng dịch vụ khách sạn và cho thuê bất động sản tiếp tục mang lại kết quả ổn định.** Cụ thể, mảng dịch vụ khách sạn đạt tỷ lệ lấp đầy từ 70%-75%, trong khi tỷ lệ lấp đầy của cho thuê bất động sản là khoảng 90%. Những con số này gần như tương đồng với năm 2023.

## Triển vọng kinh doanh

### **Mảng bất động sản: Chúng tôi dự báo dự án Hado Charm Villas sẽ ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2025-2027**

HDG dự định mở bán đợt tiếp theo của dự án Hado Charm Villas trong năm 2025, với mục tiêu khoảng 30 căn tại mức giá bán trung bình từ 160 triệu đến 170 triệu đồng/m<sup>2</sup> cho năm. Để thận trọng, chúng tôi giả định mức giá bán trung bình khoảng 150 triệu đồng/m<sup>2</sup> (so với ước tính trước đó của chúng tôi là khoảng 120 triệu đồng/m<sup>2</sup>). Đối với các căn còn lại của dự án (hơn 70 căn), công ty dự kiến sẽ bán trong giai đoạn 2026-2027. Trước đây, chúng tôi dự báo dự án sẽ ghi nhận doanh thu hoàn toàn trong giai đoạn 2025-2026. Dựa trên kế hoạch này, chúng tôi điều chỉnh dự báo sang giai đoạn 2025-2027. Do đó, cho năm 2025, chúng tôi ước tính rằng mảng bất động sản sẽ chiếm khoảng 20% cả doanh thu và lợi nhuận gộp của HDG (so với 10%-15% trong năm 2024). Với giả định giá bán cao hơn và việc chuyển dự báo sang các năm sau, chúng tôi tin rằng về tổng thể các điều chỉnh về ước tính có thể không ảnh hưởng đáng kể đến định giá cho dự án. Mặt khác, việc các chuyển dự báo của dự án sang các năm sau cũng khá hợp lý do tình hình tài chính hiện tại của HDG cũng khá tốt (công ty chưa có nhu cầu cấp bách về vốn để triển khai các dự án mới trong ngắn hạn). Tính đến tháng 12/2024, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của HDG là 0,6x, với số dư tiền mặt trên 1 nghìn tỷ đồng (so với hơn 600 tỷ đồng vào năm 2023).

**Đối với các dự án Hado Minh Long và Hado Green Lane, HDG dự kiến bắt đầu triển khai từ năm 2026.** Trong tháng 11/2024, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết số 171/2024/QH15 (có hiệu lực từ ngày 1/4/2025, trong vòng 5 năm) về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận về quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Như đã đề cập trước đó, chúng tôi kỳ vọng rằng chương trình thí điểm này sẽ hỗ trợ chuyển đổi mục đích sử dụng đất, đây là một bước quan trọng để tiếp tục triển khai các dự án này. HDG kỳ vọng các dự án này sẽ được thêm vào danh sách đủ điều kiện của chương trình trước trong năm 2025 trước khi triển khai từ năm 2026. Chúng tôi dự báo rằng doanh thu sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2027-2030 (không thay đổi so với dự báo trước đó của chúng tôi).

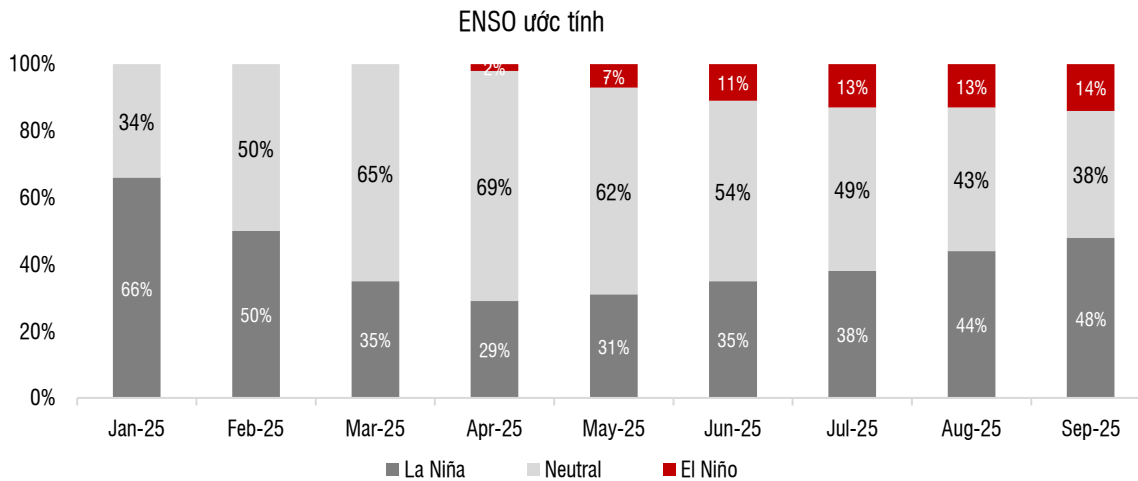
### **Mảng điện: Chúng tôi duy trì mức chiết khấu 10% cho định giá để phản ánh các vấn đề pháp lý tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4**

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện 10% svck, được hỗ trợ nhờ sự phục hồi sản lượng thủy điện (+13% svck), hỗ trợ bởi hình thái thời tiết La Niña hoặc trung tính. Trong khi đó, hiệu suất của danh mục điện mặt trời và điện gió dự kiến sẽ duy trì ổn định (chúng tôi chưa tính đến danh mục điện mà HDG đang chờ triển khai trong dự báo của mình). Mặt khác, vào giữa tháng 2/2025, rủi ro pháp lý của dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 vẫn chưa được giải quyết, dẫn đến chi phí dự phòng có thể cao hơn trong năm 2025 (theo HDG). Do đó, chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro này.

**Bảng 4: 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 dự án Sơn Linh (7 MW) và Sơn Nham (6,8 MW) lên tổng công suất 25 MW vẫn đang tiến hành.
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 thời điểm trước cuối năm 2027.</li> <li>Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào thời điểm trước cuối năm 2027.</li> </ul>
Phước Hữu	Điện gió	Ninh Thuận	141	50	
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"> <li>Theo Kế hoạch Triển khai Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong giai đoạn 2026-2030.</li> <li>Vào ngày 21/4/2024, Ủy ban Nhân dân tỉnh Lạng Sơn đã trao Biên bản ghi nhớ đầu tư cho HDG.</li> </ul>
Lộc Bình 1	Điện gió	Lạng Sơn	N/A	50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Theo Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, dự án dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong giai đoạn 2026-2030.</li> </ul>
<b>Tổng</b>				<b>806</b>	

Nguồn: HDG, Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII (phê duyệt ngày 01/04/2024, cùng với một số cập nhật vào tháng 12/2024), SSI Research

**Biểu đồ 5: Hiện tượng La Nina hoặc thời tiết trung tính có thể duy trì là thời tiết chủ đạo trong năm 2025**

Nguồn: Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA), Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), SSI Research (tính đến tháng 1/2025)

## Triển vọng lợi nhuận năm 2025

**Bảng 6: Ước tính lợi nhuận năm 2025**

Tỷ đồng	2024	2025F	YoY	Giải thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2.719</b>	<b>3.185</b>	<b>17%</b>	
Bất động sản	414	698	69%	Chúng tôi dự báo dự án Hado Charm Villas sẽ ghi nhận doanh thu từ khoảng 31% số căn còn lại.
Điện	1.891	2.051	8%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi sản lượng thủy điện (+13% svck).
Cho thuê bất động sản và dịch vụ khách sạn	459	471	3%	
Xây lắp và mảng khác	-44	-36	n.m	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.589</b>	<b>2.072</b>	<b>30%</b>	
Thu nhập tài chính	57	65	15%	
Chi phí tài chính	-367	-359	-2%	
Chi phí SG&A	-358	-419	17%	
Lợi nhuận trước thuế	880	1.312	49%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>753</b>	<b>1.078</b>	<b>43%</b>	
<b>NPATMI</b>	<b>576</b>	<b>825</b>	<b>43%</b>	Chủ yếu được hỗ trợ bởi các mảng bất động sản và điện

Nguồn: HDG, SSI Research

**Bảng 7: Ước tính sản lượng tiêu thụ điện năm 2025**

Triệu kWh	2024	2025F	YoY
<b>Thủy điện</b>	<b>1.104</b>	<b>1.249</b>	<b>13%</b>
Za Hưng	149	156	5%
Nậm Pông	84	100	19%
Nhạn Hạc	215	240	12%
Đăk Mi 2	476	528	11%
Sông Tranh 4	180	225	25%
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>283</b>	<b>280</b>	<b>-1%</b>
Hồng Phong 4 (điện mặt trời)	88	88	0%
Infra 1 (điện mặt trời)	88	85	-4%
7A (điện gió)	107	107	0%
<b>Tổng sản lượng</b>	<b>1.387</b>	<b>1.529</b>	<b>10%</b>

Nguồn: HDG, SSI Research

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% cho định giá đối với cổ phiếu của HDG (bao gồm mức chiết khấu 10% liên quan đến dự án điện mặt trời Hồng Phong 4). Với tiềm năng tăng giá 19%, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu của HDG với mục tiêu giá 1 năm không đổi là 33.100 đồng/cổ phiếu.

**Bảng 8: Tóm tắt định giá**

Dự án/Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
<b>Bất động sản</b>		<b>3.471</b>
Hado Charm Villas	RNAV	1.224
Hado Green Lane	RNAV	1.236
Hado Minh Long	RNAV	938
Hado Garden Villas	RNAV	74
<b>Dịch vụ khách sạn/Cho thuê BĐS</b>	<b>DCF</b>	<b>971</b>
<b>Điện</b>		<b>9.487</b>
Za Hung	DCF	392
Nậm Pông	DCF	344
Nhạn Hạc	DCF	717
Đắk Mi 2	DCF	3.641
Sông Tranh 4	DCF	1.148
Hồng Phong 4	DCF	875
Infra 1	DCF	1.110
7A	DCF	1.260
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>13.929</b>
Tiền mặt ròng		5
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>13.934</b>
Chiết khấu		20%
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>11.147</b>
Số lượng CP lưu hành (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 điện nhanh hơn dự kiến. Chúng tôi lưu ý rằng HDG có một danh mục dự án điện với công suất ~800 MW đang chờ triển khai.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp mới của HDG bắt đầu đóng góp doanh thu. Chúng tôi chưa đưa yêu tố này vào dự báo của mình.

### Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Tiến độ triển khai mở bán đợt tiếp theo của 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.
- Rủi ro pháp lý cao hơn dự kiến tại dự án điện mặt trời Hồng Phong 4.
- 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	2024	2025F	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	246	337	379	1.188
+ Đầu tư ngắn hạn	393	752	1.098	1.098
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.595	1.353	1.672	1.650
+ Hàng tồn kho	1.074	863	850	864
+ Tài sản ngắn hạn khác	47	46	58	57
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.354</b>	<b>3.352</b>	<b>4.057</b>	<b>4.858</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	287	306	358	353
+ GTCL Tài sản cố định	9.034	8.549	8.122	7.691
+ Bất động sản đầu tư	758	725	692	659
+ Tài sản dài hạn dở dang	831	850	856	856
+ Đầu tư dài hạn	63	43	43	43
+ Tài sản dài hạn khác	112	112	120	120
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>11.084</b>	<b>10.584</b>	<b>10.192</b>	<b>9.722</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.438</b>	<b>13.936</b>	<b>14.249</b>	<b>14.580</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.329	1.916	1.781	1.758
Trong đó: vay ngắn hạn	625	631	560	516
+ Nợ dài hạn	4.881	4.336	3.882	3.405
Trong đó: vay dài hạn	4.801	4.253	3.800	3.321
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>7.210</b>	<b>6.252</b>	<b>5.663</b>	<b>5.163</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	2.512	3.161	3.756
+ Quỹ khác	1.402	1.433	1.686	1.923
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.229</b>	<b>7.683</b>	<b>8.585</b>	<b>9.417</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.438</b>	<b>13.936</b>	<b>14.249</b>	<b>14.580</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	794	907	798	1.563
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-326	-34	-64	-63
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-859	-770	-692	-691
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-392</b>	<b>104</b>	<b>42</b>	<b>809</b>
Tiền đầu kỳ	694	246	337	379
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>246</b>	<b>337</b>	<b>379</b>	<b>1.188</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,44	1,75	2,28	2,76
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	1,27	1,77	2,24
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,27	0,57	0,83	1,3
Nợ ròng / EBITDA	2,69	2,78	1,54	1,05
Khả năng thanh toán lãi vay	2,98	3,53	4,9	5,23
Ngày phải thu	152,6	181,1	175,8	194,8
Ngày phải trả	40,1	18,8	12,7	11,9
Ngày tồn kho	384,3	312,9	281	276,5
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,55	0,6	0,65
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,45	0,4	0,35
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1	0,81	0,66	0,55
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,75	0,64	0,51	0,41
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,09	0,08	0,07	0,05

Nguồn: HDG, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.889</b>	<b>2.719</b>	<b>3.185</b>	<b>3.143</b>
Giá vốn hàng bán	-1.166	-1.130	-1.113	-1.131
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.723</b>	<b>1.589</b>	<b>2.072</b>	<b>2.011</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	40	57	65	64
Chi phí tài chính	-569	-367	-359	-326
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-15	-5	-6	-9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-218	-353	-413	-408
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>961</b>	<b>921</b>	<b>1.359</b>	<b>1.332</b>
Thu nhập khác	2	-41	-47	-47
Lợi nhuận trước thuế	963	880	1.312	1.286
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>866</b>	<b>753</b>	<b>1.078</b>	<b>1.008</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>665</b>	<b>576</b>	<b>825</b>	<b>771</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	201	177	253	236
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	2.175	1.714	2.429	2.271
Giá trị sổ sách (VND)	19.352	18.816	20.745	22.516
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	500	500	500
EBIT	1.450	1.228	1.649	1.590
EBITDA	1.970	1.748	2.172	2.116
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-19,3%	-5,9%	17,1%	-1,3%
EBITDA	-25,2%	-11,3%	24,3%	-2,6%
EBIT	-31,1%	-15,3%	34,3%	-3,6%
Lợi nhuận ròng	-36,4%	-13,1%	43,2%	-6,5%
Vốn chủ sở hữu	10,4%	6,3%	11,7%	9,7%
Vốn điều lệ	25,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-4,4%	-3,5%	2,2%	2,3%
<b>Định giá</b>				
P/E	12,7	16,6	11,5	12,3
P/B	1,4	1,5	1,3	1,2
Giá/Doanh thu	2,9	3,5	2,9	3
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EV/EBITDA	7,4	8,4	6,7	6,9
EV/Doanh thu	5	5,4	4,6	4,6
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59,6%	58,4%	65,1%	64,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	49,7%	44,8%	51,4%	50,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	30,0%	27,7%	33,9%	32,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,6%	13,0%	13,0%	13,0%
ROE	12,6%	10,1%	13,3%	11,2%
ROA	5,9%	5,3%	7,7%	7,0%
ROIC	10,3%	8,3%	10,6%	9,5%

## 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 kì 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

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Phân tích

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

### Phân tích Ngành Điện

#### Bạch Chân Mẫn

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

Tel: (+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