

# CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG) )\_ Báo cáo cập nhật Q1.2022



## MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

### Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG, với giá mục tiêu 49,900 VND/cổ phiếu (+23%), dựa trên 3 luận điểm chính:

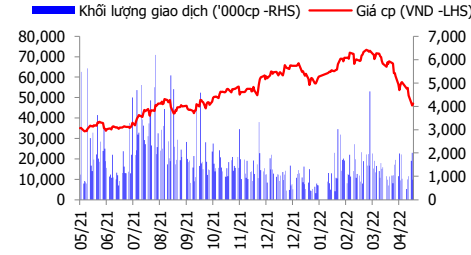
- Kế hoạch lợi nhuận tăng trưởng khả quan.** Công ty đã công bố kế hoạch kinh doanh 5 năm với mục tiêu LNST tăng 22%-27% mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025, dựa trên quỹ đất hiện tại, 8 dự án điện hiện hữu và 4 dự án điện gió mới. Công ty đặt mục tiêu phát triển ít nhất 5 dự án bất động sản và năng lượng vào năm 2022, đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong những năm tiếp theo.
- Kế hoạch tăng trưởng quỹ đất tham vọng.** HDG tập trung quỹ đất phía Tây Hà Nội (Láng-Hòa Lạc, Hòa Bình, các quận mới nằm trong đường vành đai 4), phát triển mới thêm 200 ha đến 400 ha tại các tỉnh có tiềm năng trong năm 2022. Những dự án này có thể giúp tăng gấp 4 lần quỹ đất của HDG lên 450 ha trong vòng 5 năm tới. Dù điều này cho thấy tiềm năng lớn trong tương lai đối với mảng BĐS, chúng tôi vẫn chưa điều chỉnh định giá do chưa có thông tin chi tiết. Điều này hàm ý khả năng tăng giá mục tiêu trong tương lai nếu kế hoạch diễn ra suôn sẻ.
- Động lực phát triển trong trung dài hạn của HDG chính là mảng Năng lượng.** Đây là lĩnh vực kinh doanh ổn định, có biên lợi nhuận cao và hứa hẹn đem đến bứt phá trong trung dài hạn cho tập đoàn. Đến cuối 2021, đã có 8 nhà máy đi vào vận hành với tổng công suất 462 MW, trong đó có 1 nhà máy điện gió (7A). HDG đang chờ phê duyệt Quy hoạch Phát triển Điện lực Việt Nam (PDP) VIII để triển khai kế hoạch nâng công suất điện lên gấp đôi. HDG cũng tự tin rằng dự án điện gió lớn An Phong 300 MW của công ty sẽ được đưa vào PDP VIII.

### Rủi ro đầu tư

Với việc Chính phủ tuyên bố chiến lược thích ứng với dịch Covid-19, chúng tôi đánh giá rủi ro từ các đợt giãn cách xã hội là khó xảy ra. Do đó, hiện tại chúng tôi nhận định các rủi ro sau đang hiện hữu:

- Lãi suất tăng mạnh hơn dự kiến: Việc thay đổi điều hành chính sách tiền tệ sẽ ảnh hưởng tới kênh tín dụng dẫn vốn vào thị trường BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ hiện tại tương đối ổn định, không gian chính sách tiền tệ vẫn còn dư địa để nới lỏng tiền tệ hỗ trợ nền kinh tế.
- Rủi ro pháp lý: Các văn bản pháp lý còn chồng chéo, ví dụ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại.
- Với các dự án Thủy điện, thời tiết có thể ảnh hưởng đến công suất của các nhà máy. Ngoài ra, đối với các dự án năng lượng nhìn chung có thể xảy ra rủi ro kỹ thuật đối với việc vận hành nhà máy.

### Giao dịch của HDG trong 12 tháng



### Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HDG (%)	-44%	-43%	9%
VNIndex (%)	-11%	-14%	3%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	17/05/2021
Giá hiện tại	VND 40,550
Giá mục tiêu	VND 49,900
Upside	+23%
Bloomberg	HDG VN Equity
Vốn hóa thị trường	7,725 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 33,4400
	VND 73,500
Giá trị giao dịch trung bình YTD	83 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	12%

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>3,777</b>	<b>3,829</b>	<b>5,092</b>	<b>7,548</b>	<b>10,709</b>
EBIT	1,980	2,015	2,483	3,273	4,769
<b>LNST</b>	<b>1,344</b>	<b>1,324</b>	<b>1,700</b>	<b>2,329</b>	<b>3,525</b>
EPS (VND)	5,761	5,173	6,595	9,034	13,673
Tăng trưởng EPS (%)	-9%	-10%	27%	37%	51%
<b>P/E (x)</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.2</b>	<b>2.8</b>
EV/EBITDA (x)	6.7	5.9	4.6	3.3	1.9
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
P/B (x)	1.4	1.0	0.8	0.6	0.5
<b>ROE (%)</b>	<b>20%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>
Nợ vay / Vốn CSH (%)	137%	93%	71%	52%	37%

Nguồn: MBS Research

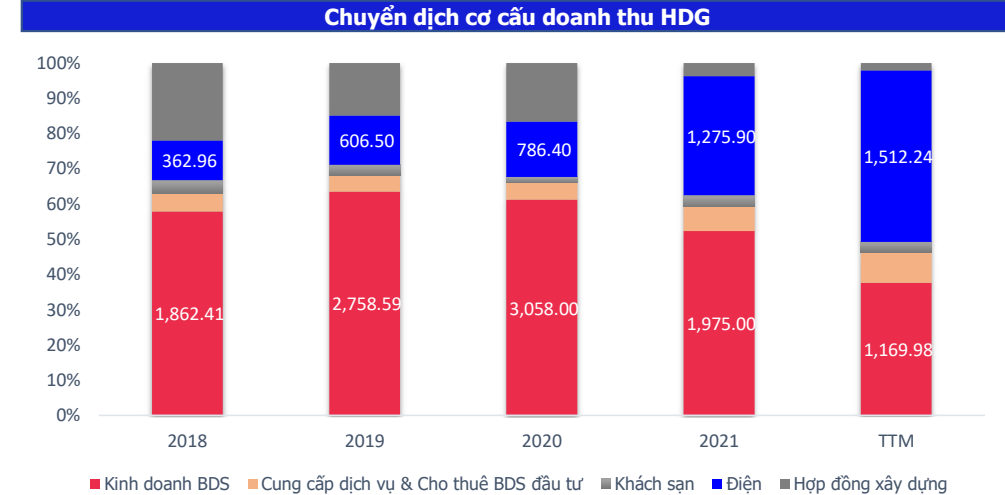
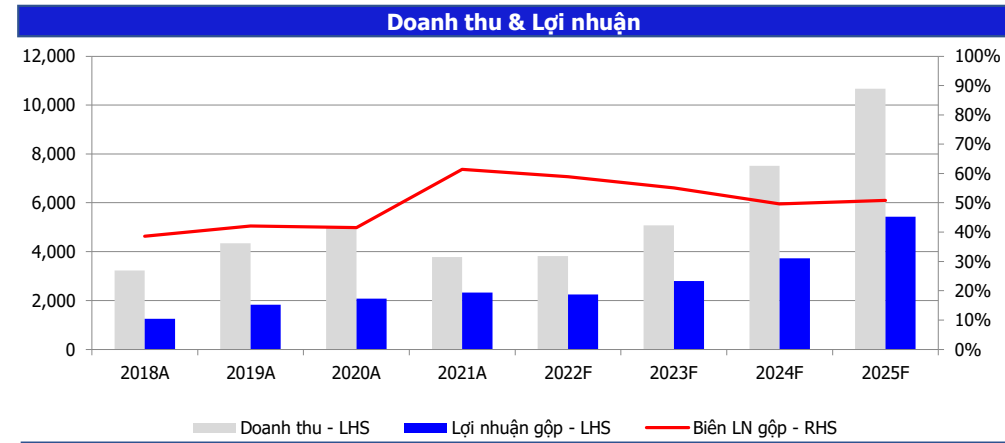
## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

#### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Đến hết Q1/2022, HDG ghi nhận doanh thu thuần đạt 684 tỷ VND, giảm gần 50% so với cùng kỳ. Chủ yếu là do doanh thu kinh doanh bất động sản giảm mạnh từ hơn 932 tỷ đồng về gần 127 tỷ đồng. Bên cạnh đó, doanh thu xây lắp cũng giảm từ gần 77 tỷ đồng về 974 triệu đồng. Ở chiều ngược lại, doanh thu từ thủy điện và điện mặt trời, điện gió tăng 98% lên 478 tỷ đồng. Biên lãi gộp quý này của Hà Đô có sự cải thiện, tăng từ 46,6 % lên 67,9%.
- Về hoạt động tài chính, doanh thu trong kỳ cao gần gấp 6 lần cùng kỳ, đạt gần 27 tỷ đồng. Song, chi phí cho mảng này cũng tăng 38%, chủ yếu do khoản lãi tiền vay tăng. Các chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp đều được tiết giảm. Kết quả, LNST quý I của Hà Đô đạt gần 296 tỷ đồng, giảm 26% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, LNST của cổ đông công ty mẹ hơn 244 tỷ đồng, giảm 24% so với cùng kỳ.
- Năm 2022, Hà Đô đặt mục tiêu doanh thu thuần 3.703 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 1.344 tỷ đồng. Như vậy, sau quý I, công ty đã thực hiện được 18% kết hoạch doanh thu và 22% kế hoạch lợi nhuận cả năm.
- Từ năm 2016, công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng Năng lượng. Kể từ đó, doanh thu từ mảng này liên tục gia tăng trong khi doanh thu từ Xây dựng giảm dần (<3% doanh thu). Theo chúng tôi đánh giá, sự chuyển đổi của công ty là hợp lý khi tập trung phát triển lĩnh vực Năng lượng nhiều tiềm năng với biên lợi nhuận cao, thay thế dần cho hoạt động Xây dựng có biên lợi nhuận mỏng. Hiện tại, mảng Xây dựng đang lùi lại, cung cấp dịch vụ để hỗ trợ phát triển các mảng kinh doanh khác như Bất Động Sản và Năng lượng. Kế hoạch đến năm 2025, Hà Đô sẽ phát triển thêm mới các dự án điện mặt trời, điện gió, hoàn thành mục tiêu công suất phát điện đạt 1 GW.



## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

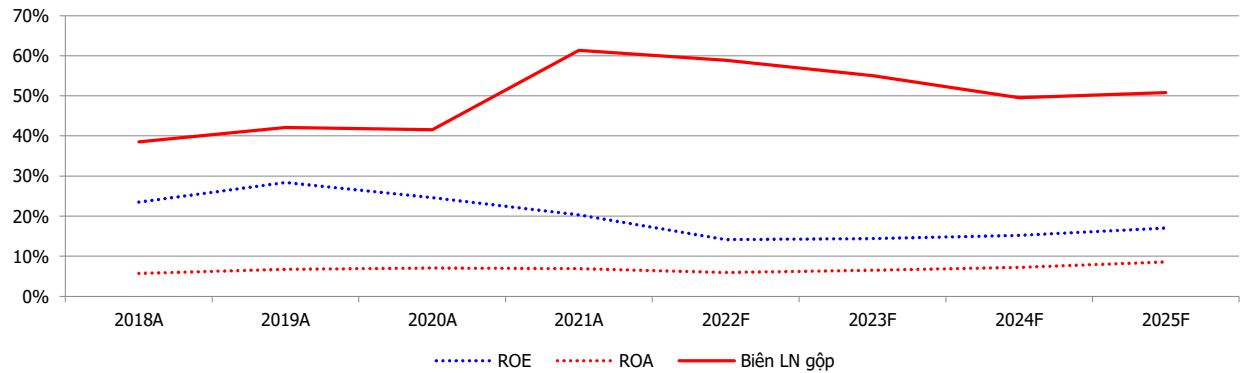


### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

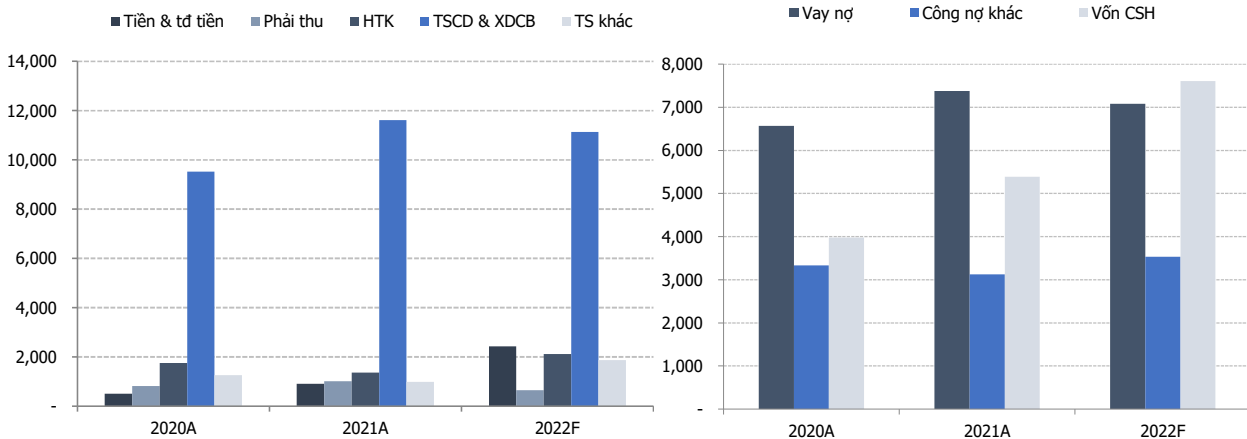
#### Tình hình tài chính

- Tổng tài sản tại 31/03/2022 tăng nhẹ so với thời điểm đầu năm, đạt 15.986 tỷ VND, Trong đó, khoản phải thu ngắn hạn của khách hàng giảm từ gần 1.020 tỷ đồng về hơn 982 tỷ đồng.
- Hàng tồn kho ròng tăng hơn 113 tỷ VND (tương đương 8.3% so với đầu năm) đạt 1.478 tỷ VND, trong đó chủ yếu tăng giá trị các công trình xây dựng dở dang từ hơn 6 tỷ đồng lên hơn 166 tỷ đồng. Trong khi đó, giá trị bất động sản đang xây dựng giảm từ hơn 1.321 tỷ đồng về 1.225 tỷ đồng.
- HDG còn hơn 780 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang, tập trung chủ yếu tại hai dự án là Khu đô thị Linh Trung (hơn 490 tỷ đồng), Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại (gần 187 tỷ đồng).
- Tại thời điểm 31/03/2022, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán đã đạt hơn 1.230 tỷ VND, tăng 3% so với đầu năm.**
- Các bất động sản đầu tư của doanh nghiệp tại ngày 31/03/2022 có giá trị hơn 983 tỷ đồng, bao gồm các dự án: Hà Đô Centrosa Garden (Hơn 436 tỷ đồng), Văn phòng Hà Đô Air Building (hơn 173 tỷ đồng), Tòa nhà miền Nam (hơn 127 tỷ đồng), tăng thương mại tại các khu chung cư (hơn 105 tỷ đồng),...
- Nợ phải trả của Hà Đô ghi nhận hơn 10.281 tỷ đồng, giảm gần 220 tỷ đồng so với đầu năm (chiếm hơn 65% nguồn vốn, gấp 1,8 lần vốn chủ sở hữu). Trong đó, tổng dư nợ đi vay chiếm 69%, ghi nhận 7.108 tỷ đồng.
- ROE và ROA giảm nhẹ trong Q1/2022, lần lượt đạt 24,3% và 7,9%.

#### Các chỉ số lợi nhuận



#### Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, HDG

## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

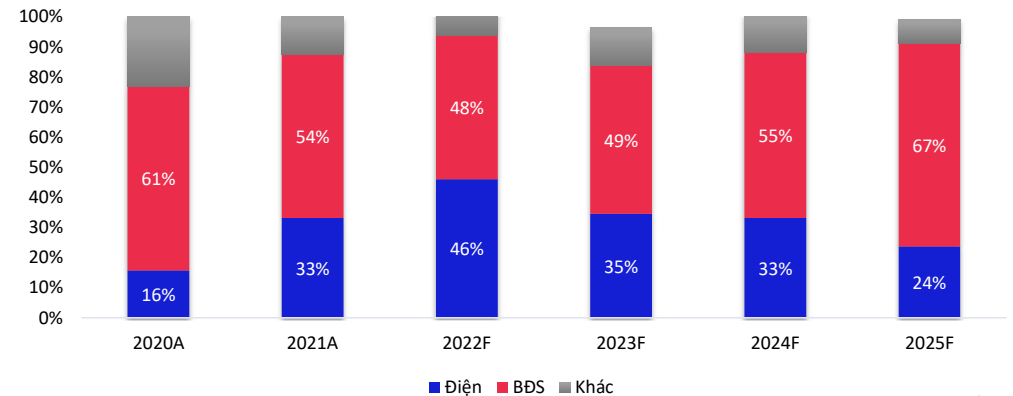
### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

#### Luận điểm đầu tư: Mảng BĐS tiếp tục là trụ cột kinh doanh khi HDG tích cực mở rộng quỹ đất

- Dự kiến trong 2022, **Charm Villas sẽ đóng góp phần lớn doanh thu cho mảng BĐS.** Cụ thể, HDG dự kiến thu về 1,800 tỷ đồng từ việc chào bán khoảng 100 căn biệt thự tại dự án Hado Charm Villa. Trong năm nay, việc hoàn thiện cơ sở hạ tầng còn lại của dự án Charm Villa sẽ được đẩy mạnh. Ban lãnh đạo HDG cho biết giá bán sản phẩm bình quân dự kiến tăng từ 10 – 15% so với đợt chào bán năm 2021.
- Hiện tại, Hà Đô còn 9 dự án trên tổng diện tích 123,2 ha dự kiến sẽ tiếp tục triển khai trong giai đoạn 2022 – 2025, với tổng mức doanh thu dự kiến ~12.000-13.000 tỷ. Kế hoạch sắp tới HDG dự kiến M&A với 1 công ty BĐS có sẵn quỹ đất sạch hoặc tham gia đấu giá để mua lại quỹ đất. HDG đang nghiên cứu các dự án mới tại Thanh Oai (Hà Nội), Bình Chánh (TP.HCM) và Phước Mỹ 2 (Ninh Thuận). Tuy nhiên, hoạt động bất động sản vẫn còn vướng một số vấn đề liên quan đến pháp luật (Nghị định 30 về đất ở và Nghị định 49).
- HDG đã trình đề xuất thành lập công ty con Hado Real Estate và mục tiêu tiến hành IPO trong dài hạn. HDG sẽ nắm giữ ít nhất 90% cổ phần tại công ty con này, 10% cổ phần còn lại sẽ thuộc về Chủ tịch HĐQT HDG và một số thành viên HĐQT. Công ty con này sẽ quản lý toàn bộ tài sản bất động sản của HDG. Lý do thành lập công ty con này là để tái cấu trúc HDG thành công ty mẹ và nâng cao năng lực quản lý vốn cũng như nâng cao tính chuyên môn, tính chuyên nghiệp và khả năng sinh lời của các công ty con của HDG.
- **Dự án Charm Villas giai đoạn 3 đã sẵn sàng mở bán trong Q2/2022.** HDG cho biết công ty đã hoàn thành việc nộp phí sử dụng đất cho dự án này và Charm Villas đã đáp ứng đủ 4 điều kiện để ghi nhận doanh thu vào các năm 2022 và 2023. Công ty đang tiến hành nghiên cứu thêm về giá thị trường của các dự án lân cận để đảm bảo mức giá tốt nhất cho giai đoạn 3. HDG đã bán được 240 căn trong giai đoạn 1 & 2 và mục tiêu bán được 130 căn trong giai đoạn 3.
- Dù HDG đang mạnh mẽ phát triển mảng Năng lượng nhưng đóng góp lớn cho Tập đoàn vẫn là mảng BĐS. Chúng tôi dự kiến trong 2022F-2023F mảng BĐS vẫn chiếm ~50% doanh thu hợp nhất, bên cạnh đó 2024F-2025F dự kiến sẽ là điểm rơi của mảng BĐS khi các dự án trọng điểm tiềm năng như Linh Trung, Quận 8,... sẽ ghi nhận doanh thu sau khi được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch theo Nghị định 49 (tối thiểu 20% cho nhà ở xã hội).



Cơ cấu doanh thu 2020A – 2025F



Nguồn: HDG, MBS Tổng hợp

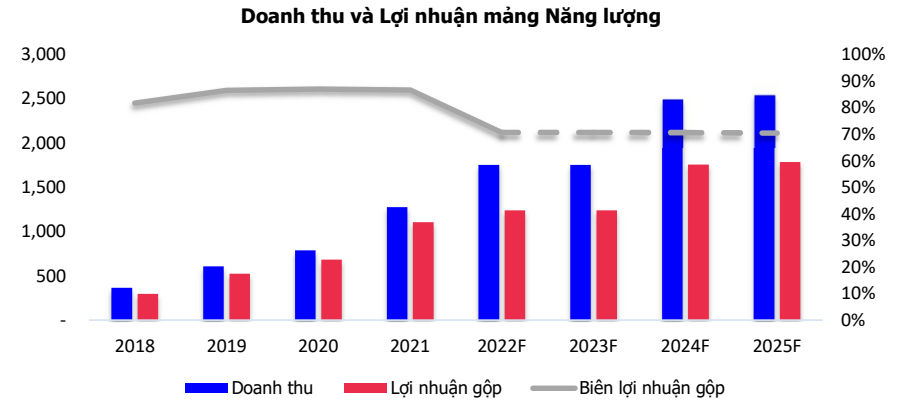
## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

#### Luận điểm đầu tư: Động lực phát triển trong trung dài hạn của HDG chính là mảng Năng lượng

- **HDG đang chờ phê duyệt Quy hoạch Phát triển Điện lực Việt Nam (PDP) VIII để triển khai kế hoạch nâng công suất điện lên gấp đôi.** Trong giai đoạn 2023-2025, HDG sẽ đầu tư thêm 500MW điện gió bao gồm Ea h'leo, Phước Hữu, Sóc Trăng và An Phong. Trong đó, chỉ có dự án Phước Hữu đã được phê duyệt chủ đầu tư, các dự án khác thuộc quy hoạch điện VII phải chờ quyết định ưu đãi giá FIT của Chính phủ. HDG dự kiến mức giá mới cho điện gió là 7,5 US cent - thấp hơn 12% so với con số trước đây là 8,5 US cent. Ngoài ra, công ty đặt mục tiêu IRR là khoảng 12% cho dự án mới. Chi tiêu vốn XDCB cho mảng năng lượng dự kiến là 1 nghìn tỷ đồng. HDG cũng tự tin rằng dự án điện gió lớn An Phong 300 MW của công ty sẽ được đưa vào PDP VIII.
- **Sản lượng điện thương phẩm của HDG đạt 290 triệu kWh trong quý 1/2022, vượt mục tiêu của quý là 20%.** Sản lượng điện thương phẩm hàng tháng của nhà máy thủy điện Đắk Mi 2 cao hơn 20%-50% mục tiêu của HDG. Ngoài ra, điện gió và điện mặt trời không phải đối mặt với bất kỳ rủi ro cắt giảm nào do tình trạng thiếu điện ở miền Bắc. Chủ tịch HĐQT HDG tự tin rằng các nhà máy thủy điện có thời gian hoàn vốn là 10 năm trong vòng đời 50 năm, trong khi nhà máy điện gió/mặt trời có thời gian hoàn vốn từ 7-8 năm trong vòng đời 20-30 năm.



Nhà máy	Loại hình	Sở hữu	Công suất (MW)	Năm vận hành	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/ MW)
<b>Thủy điện</b>						
Za Hứng	Thủy điện	52%	30	2009	504	17
Nậm Pông	Thủy điện	52%	30	2013	796	27
Nhạn Hạc	Thủy điện	52%	59	Q3/2018	1,410	24
Sông Tranh 4	Thủy điện	63%	48	Q4/2021	1,485	31
Dak Mi 2	Thủy điện	95%	147	Q4/2021	3,454	23
<b>Điện mặt trời</b>						
Hồng Phong 4.1	Điện mặt trời	76%	48	Q2/2019	1,076	22
Infra	Điện mặt trời	100%	50	Q3/2020	1,066	21
<b>Điện gió</b>						
7A Thuận Nam	Điện gió	100%	50	Q4/2021	1,710	34

Nguồn: HDG, MBS Tổng hợp

## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

#### Dự phóng và Định giá

- Chúng tôi cho rằng 2 trụ cột kinh doanh chính của HDG vẫn là BĐS và Năng lượng. Trong 2022F-2023F mảng BĐS sẽ chiếm 48%-49% cơ cấu doanh thu, trong khi 2024F-2025F sẽ chiếm tỷ trọng cao hơn do thời điểm này chính là điểm rơi lợi nhuận với các dự án trọng điểm tiềm năng như Linh Trung, Quận 8,...
- Sử dụng phương pháp định giá RNAV cho BĐS và DCF với các dự án còn lại, chúng tôi cho rằng định giá hợp lý của HDG là 49,900 VND/CP, tương đương PE 2023F-2025F ở mức rất hấp dẫn (dưới 6.x) với triển vọng tăng trưởng EPS cao và đều đặn từ các dự án trụ cột (mục tiêu LNST tăng 22%-27% mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025).

Dự án	Phương pháp	NAV
<b>Bất động sản</b>		<b>4,990</b>
Charm Villas	NAV	3,054
Greenlane	NAV	818
Noongtha	NAV	279
Kha Van Can	NAV	516
62 Phan Đình Giót	NAV	181
Dịch Vong Complex	NAV	84
CC3	NAV	12
Bao Dai	NAV	-
<b>Cho thuê văn phòng &amp; khách sạn</b>		<b>1,370</b>
IBIS Hotel	DCF	384
Bao Dai Imperial Hotel	DCF	285
Khác	DCF	701
<b>Điện</b>		<b>5,853</b>
Za Hưng	DCF	364
Nậm Pông	DCF	309
Nhạn Hạc	DCF	837
Sông Tranh 4	DCF	204
Dak Mi 2	DCF	2,716
Hồng Phong 4.1	DCF	577
Infra	DCF	449
7A Thuận Nam	DCF	396
<b>Tổng giá trị tài sản</b>		<b>12,214</b>
Tiền & tổ tiền		290
Đầu tư ngắn hạn		726
Nợ vay		1,755
Lợi ích cổ đông thiểu số		1,110
<b>Tổng giá trị vốn chủ sở hữu</b>		<b>10,365</b>
Số lượng cổ phiếu		203,838,815
<b>Giá trị trên cổ phiếu</b>		<b>50,800</b>

Dự phóng KQKD						
Tỷ VND	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Bất động sản</b>	3,058	2,091	1,826	2,496	4,126	7,200
Điện	786	1,276	1,771	1,771	2,524	2,571
Khác	1,154	411	232	825	897	938
<b>Doanh thu</b>	<b>4,999</b>	<b>3,777</b>	<b>3,829</b>	<b>5,092</b>	<b>7,548</b>	<b>10,709</b>
Tăng trưởng	15%	-24%	1%	33%	48%	42%
Giá vốn	2,922	1,457	1,567	2,281	3,789	5,250
Lợi nhuận gộp	2,076	2,320	2,261	2,811	3,759	5,459
Tăng trưởng	14%	12%	-3%	24%	34%	45%
LNST	1,254	1,344	1,324	1,700	2,329	3,525
Tăng trưởng	12%	7%	-1%	28%	37%	51%
EPS	6,348	5,761	5,173	6,595	9,034	13,673
Tăng trưởng	-19%	-9%	-10%	27%	37%	51%
BVPS	25,781	27,452	37,390	47,300	61,343	83,260
ROE	24.6%	20.3%	14.3%	14.5%	15.3%	17.0%
ROA	7.1%	6.9%	6.0%	6.6%	7.3%	8.6%

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	2021	2022	2023	2024	2025
Charm Villas	30.0	Hoài Đức, HN					
Greenlane	2.3	Q8, TPHCM					
Noongtha	74.5	Viêng Chăn, Lào					
Minh Long	2.7	Thủ Đức, TPHCM					
Dịch Vong Complex	1.0	Cầu Giấy, HN					
CC3	0.5	Cầu Giấy, HN					
62 Phan Đình Giót	2.2	Thanh Xuân, HN					
Bao Dai	9.0	Nha Trang					
30 Ta Quang Bưu	1.0	Hai Bà Trưng, HN					6
<b>Tổng</b>	<b>123.2</b>						

## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)



### MUA - Giá mục tiêu: 49,900 (+23%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,999</b>	<b>3,777</b>	<b>3,829</b>	<b>5,092</b>	<b>7,548</b>	<b>10,709</b>
Giá vốn hàng bán	2,922	1,457	1,567	2,281	3,789	5,250
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,076</b>	<b>2,320</b>	<b>2,261</b>	<b>2,811</b>	<b>3,759</b>	<b>5,459</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	45	80	95	92	95	113
Chi phí tài chính	370	408	452	448	457	473
Chi phí quản lý doanh nghiệp	206	340	247	328	486	690
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,540</b>	<b>1,643</b>	<b>1,670</b>	<b>2,144</b>	<b>2,937</b>	<b>4,445</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,254</b>	<b>1,344</b>	<b>1,324</b>	<b>1,700</b>	<b>2,329</b>	<b>3,525</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>979</b>	<b>1,096</b>	<b>1,087</b>	<b>1,395</b>	<b>1,911</b>	<b>2,893</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>275</b>	<b>247</b>	<b>237</b>	<b>305</b>	<b>417</b>	<b>632</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,187</b>	<b>4,116</b>	<b>6,885</b>	<b>10,106</b>	<b>15,371</b>	<b>22,704</b>
I. Tiền & tương đương tiền	438	230	1,775	3,269	5,014	8,464
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	70	680	680	680	680	680
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	782	922	634	843	1,250	1,774
IV. Hàng tồn kho	1,757	1,365	2,118	3,083	5,120	7,095
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,141	920	1,677	2,231	3,307	4,692
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,691</b>	<b>11,775</b>	<b>11,369</b>	<b>11,151</b>	<b>10,988</b>	<b>10,884</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	5	0	95	127	188	267
II. Tài sản cố định	4,182	9,868	9,517	9,355	9,183	9,031
1. Tài sản cố định hữu hình	3,845	9,466	9,176	9,077	8,973	8,862
2. Tài sản cố định vô hình	338	403	341	278	210	169
III. Bất động sản đầu tư	843	828	796	764	732	700
IV. Tài sản dở dang dài hạn	4,498	917	825	742	668	601
V. Đầu tư tài chính dài hạn	6	3	3	3	3	3
VI. Tài sản dài hạn khác	157	159	132	160	213	282

<b>Tổng tài sản</b>	<b>13,879</b>	<b>15,892</b>	<b>18,254</b>	<b>21,257</b>	<b>26,359</b>	<b>33,588</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>9,901</b>	<b>10,501</b>	<b>10,632</b>	<b>11,616</b>	<b>13,855</b>	<b>16,617</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,032</b>	<b>4,293</b>	<b>4,794</b>	<b>6,043</b>	<b>8,507</b>	<b>11,479</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,182	3,004	3,493	4,728	7,179	10,138
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	850	1,289	1,302	1,315	1,328	1,341
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>5,869</b>	<b>6,208</b>	<b>5,838</b>	<b>5,573</b>	<b>5,348</b>	<b>5,138</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	151	122	56	80	130	180
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,718	6,086	5,782	5,493	5,218	4,957
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,977</b>	<b>5,390</b>	<b>7,622</b>	<b>9,641</b>	<b>12,504</b>	<b>16,972</b>
1. Vốn điều lệ	1,543	1,964	2,038	2,038	2,038	2,038
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	229	229	229	229	229
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,301	1,934	3,132	4,561	6,571	9,675
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	961	1,057	2,029	2,567	3,329	4,518
5. Vốn khác	173	207	193	247	337	511
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,879</b>	<b>15,892</b>	<b>18,254</b>	<b>21,257</b>	<b>26,359</b>	<b>33,588</b>

Nguồn: HDG, MBS Research

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Định giá</b>					
EPS	5,761	5,173	6,595	9,034	13,673
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	27,452	37,390	47,300	61,343	83,260
P/E	6.6	7.3	5.7	4.2	2.8
P/B	1.4	1.0	0.8	0.6	0.5
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp	61%	59%	55%	50%	51%
Biên EBITDA	61%	65%	58%	50%	49%
Biên lợi nhuận sau thuế	36%	35%	33%	31%	33%
ROE	20%	14%	14%	15%	17%
ROA	7%	6%	7%	7%	9%
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	-24%	1%	33%	48%	42%
Lợi nhuận trước thuế	7%	2%	28%	37%	51%
Lợi nhuận sau thuế	7%	-10%	28%	37%	51%
EPS	-9%	-10%	27%	37%	51%
Tổng tài sản	15%	15%	16%	24%	27%
Vốn chủ sở hữu	36%	41%	27%	30%	36%
<b>Thanh khoản</b>					
Thanh toán hiện hành	0.96	1.44	1.67	1.81	1.98
Thanh toán nhanh	0.21	0.51	0.65	0.67	0.80
Nợ/tài sản	46%	39%	32%	25%	19%
Nợ/vốn chủ sở hữu	137%	93%	71%	52%	37%
Khả năng thanh toán lãi vay	5.12	4.86	6.24	8.55	12.96
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Vòng quay phải thu khách hàng	4.1	4.6	6.7	7.0	6.8
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	89 ngày	80 ngày	55 ngày	52 ngày	53 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Thời gian tồn kho bình quân	391 ngày	406 ngày	416 ngày	395 ngày	425 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.5	5.0	5.7	6.0	5.6
Thời gian trả tiền bình quân	104 ngày	72 ngày	64 ngày	60 ngày	65 ngày
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
LCIT từ HĐ kinh doanh	1,057	864	1,649	1,678	2,957
LCIT từ HĐ đầu tư	-2,074	65	-210	-224	-237
LCIT từ HĐ tài chính	845	616	55	290	730
<b>LCIT trong kỳ</b>	<b>-172</b>	<b>1,545</b>	<b>1,494</b>	<b>1,745</b>	<b>3,450</b>
<b>Tiền/tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>438</b>	<b>230</b>	<b>1,775</b>	<b>3,269</b>	<b>5,014</b>
<b>Tiền/tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>266</b>	<b>1,775</b>	<b>3,269</b>	<b>5,014</b>	<b>8,464</b>

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Trọng Việt Hoàng** [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huỳnh** [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đình Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

#### Vật liệu xây dựng

**Hoàng Ngân Giang** [Giang.HoangNgan@mbs.com.vn](mailto:Giang.HoangNgan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)