

# Hà Đô (HDG)

## Triển vọng tích cực từ Charm Villas

Chuyên viên phân tích Tiêu Phan Thanh Quang

quangtpt@kbsec.com.vn

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

14/11/2022

### Kết quả kinh doanh quý 3/2022 tăng trưởng tốt nhờ hoạt động kinh doanh điện

Doanh thu thuần Quý 3/2022 đạt 838 tỷ VND (+32%YoY), trong đó doanh thu từ chuyển nhượng BĐS đạt 224 tỷ VND từ bàn giao 15 căn biệt thự Hà Đô Charm Villas, giảm 41% so với mức nền cao của cùng kỳ năm 2021; doanh thu bán điện tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ đạt 537 tỷ VND (+175%YoY) nhờ (1) Các nhà máy thủy điện vận hành hiệu quả nhờ điều kiện thủy văn tốt (2) Đóng góp của 3 nhà máy mới. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 251 tỷ VND (+10%YoY).

### Dự báo KQKD của mảng điện năm 2023 sẽ chững lại do các nhà máy thủy điện không còn được hưởng lợi từ La Nina

Chúng tôi dự phóng sản lượng điện và doanh thu của mảng điện năm 2022 sẽ đạt 1,460 triệu kWh (+66% YoY) và 2,010 tỷ VNĐ (+58% YoY) nhờ vào mức nền so sánh thấp của năm 2021 cũng như tình hình thủy văn hỗ trợ thuận lợi cho việc vận hành của nhà máy thủy điện. Dự báo KQKD của mảng điện năm 2023 sẽ chững lại do không còn mức nền thấp cũng như các nhà máy thủy điện không còn được hưởng lợi từ La Nina. Sản lượng và doanh thu năm 2023 dự phóng đạt lần lượt 1,296 triệu kWh (-11% YoY) và 1,857 tỷ VNĐ (-8% YoY).

### Dự án Hado Charm Villas đóng góp chính vào KQKD của mảng BĐS trong năm 2022-2024

Dự án Hado Charm Villas là dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2022-2024 khi các dự án gối đầu khác tại TP HCM là Hago Greenlane và Hado Minh Long chưa được triển khai do các vướng mắc về pháp lý.

### Khuyến nghị MUA - Giá mục tiêu: 35,000VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 40% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2022.

## Mua duy trì

### Giá mục tiêu 35,000VNĐ

Tăng/giảm (%)	40%
Giá hiện tại (14/11/2022)	24,600VNĐ
Giá mục tiêu đồng thuận	65,600VNĐ
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	6.1/0.2

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	82.2/3.4
Sở hữu nước ngoài (%)	33.1%
Cổ đông lớn	Ông Nguyễn Trọng Thông-Chủ tịch HĐQT (32%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-29	-50	-21	-25
Tương đối	-18	-26	-1	-34

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,999	3,777	3,796	4,466
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,545	1,651	1,947	2,288
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	979	1,097	1,300	1,499
EPS (VNĐ)	6,213	5,470	5,316	6,128
Tăng trưởng EPS (%)	-19	-12	-3	15
P/E (x)	4.34	4.93	4.63	4.01
P/B (x)	1.38	1.22	1.01	0.86
ROE (%)	27	23	25	25
Tỷ suất cổ tức (%)	2	4	4	na



## KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3/2022

### Lợi nhuận ròng tăng 10% so với cùng kỳ

Doanh thu thuần Quý 3/2022 đạt 838 tỷ VND (+32%YoY), trong đó:

- Doanh thu từ chuyển nhượng BĐS đạt 224 tỷ VND từ bàn giao 15 căn biệt thự Hà Đô Charm Villas, giảm 41% so với mức nền cao của cùng kỳ năm 2021.
- Sản lượng điện trong quý 3 đạt 458 triệu kWh (+154% YoY). Theo đó, doanh thu bán điện tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ đạt 537 tỷ VND (+175%YoY) và là mảng hoạt động đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu nhờ (1) Các nhà máy thủy điện vận hành hiệu quả nhờ điều kiện thủy văn tốt (doanh thu bán điện đạt 410 tỷ VND) (2) Đóng góp của 2 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy điện gió mới.

Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 251 tỷ VND (+10%YoY).

### Biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng trưởng

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu của HDG đạt 2,492 tỷ (+2%YoY) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 873 tỷ VND (+53% YoY).

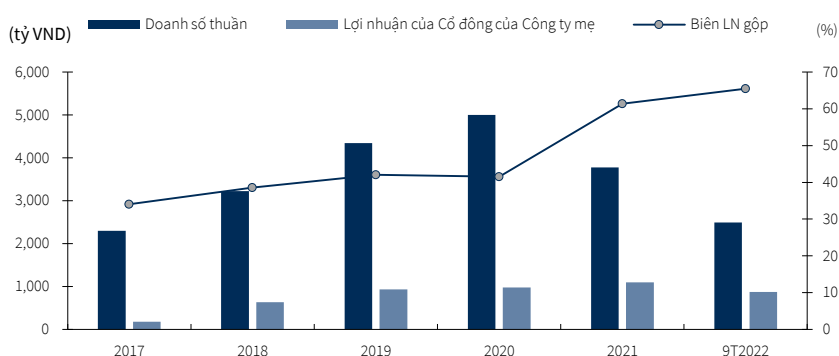
Biên lợi nhuận 9T2022 tiếp tục cải thiện đạt 65% nhờ (1) Bàn giao biệt thự Charm Villas có biên lợi nhuận cao (2) Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) 9T2022 đạt 1,478 VNĐ/kWh (+42% YoY) kéo theo giá bán điện trung bình cao hơn

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm đạt lần lượt 67% và 77% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm.

**Bảng 1. Kết quả kinh doanh của HDG**

(tỷ VND)	3Q2022	3Q2021	% thay đổi	9M2022	9M2021	% thay đổi
Doanh thu thuần	838	633	32%	2,492	2,454	2%
- Năng lượng	537	195	175%	1,463	699	109%
- Kinh doanh BĐS	224	382	-41%	796	1,347	-41%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>660</b>	<b>414</b>	<b>60%</b>	<b>1,631</b>	<b>1,335</b>	<b>22%</b>
Doanh thu tài chính	43	9	381%	124	19	544%
Chi phí tài chính	(131)	(86)	53%	(386)	(277)	39%
Chi phí bán hàng	(17)	(2)	829%	(19)	(95)	-79%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(43)	(37)	16%	-	(110)	-100%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	358	298	20%	1,240	858	44%
Thu nhập khác	(1)	1	-385%	5	4	23%
Lợi nhuận trước thuế	357	298	20%	1,245	862	44%
Lợi nhuận sau thuế	310	248	25%	1,040	729	43%
<b>Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>251</b>	<b>229</b>	<b>10%</b>	<b>873</b>	<b>570</b>	<b>53%</b>

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KB Securities Vietnam

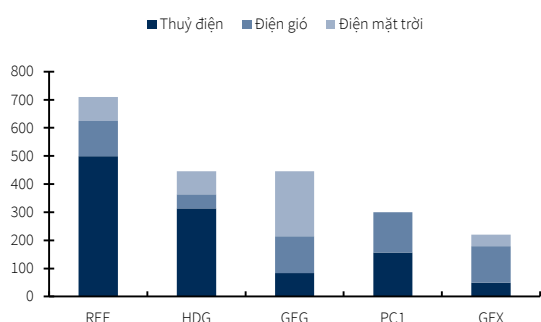
**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh giai đoạn 2017-9T2022**

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KB Securities Vietnam

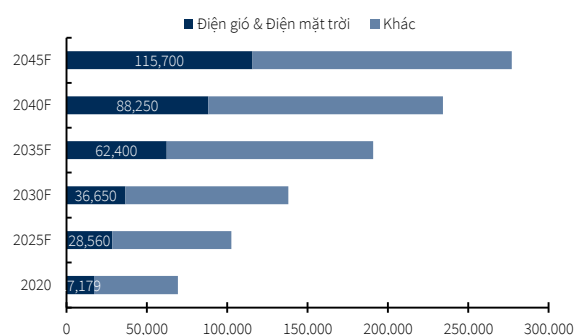
### Mảng điện sẽ là động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn cho Hà Đô

Tính đến hiện tại, HDG sở hữu 462 MW năng lượng tái tạo, bao gồm 314MW thủy điện, 50 MW điện gió và 98 MWp điện mặt trời (quy đổi khoảng 82MW). Tổng công suất danh mục điện của HDG xếp thứ hai về trong các doanh nghiệp sản xuất điện đang được niêm yết trên sàn.

Theo dự thảo mới của Quy hoạch điện VIII, Việt Nam đang rất khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo với kế hoạch nâng tỷ trọng điện sử dụng năng lượng tái tạo từ mức 24.8% vào cuối năm 2020 lên 41.8% vào cuối 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. 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.

**Biểu đồ 3. Tổng danh mục đầu tư điện của các công ty niêm yết trên sàn (MW)**

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

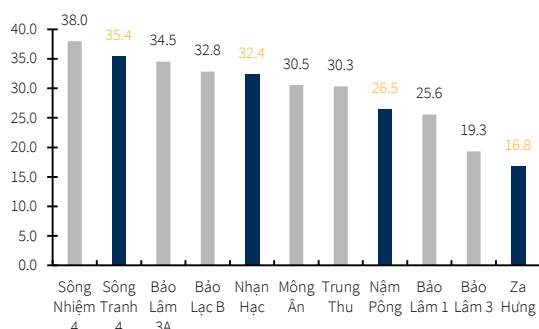
**Biểu đồ 4. Cơ cấu nguồn điện năng lượng tái tạo theo dự thảo QHĐ VIII (MW)**

Nguồn: Dự thảo Quy hoạch điện VIII, KB Securities Vietnam

Theo HDG, doanh nghiệp có kế hoạch tăng gấp đôi công suất của danh mục đầu tư điện vào cuối năm 2025 lên mức 922 MW. Chúng tôi đánh giá tích cực về kế hoạch chuyển hướng này do chi phí đầu tư vào năng lượng tái tạo đang giảm dần qua các năm nhờ yếu tố quy mô kinh tế lớn do xu hướng phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu. Bên cạnh đó, suất đầu tư thủy điện và điện gió - trọng tâm đầu tư trong tương lai của HDG tại các dự án hiện hữu đang ngang bằng hoặc thấp hơn so với trung bình ngành. Với suất đầu tư thấp hơn, các dự

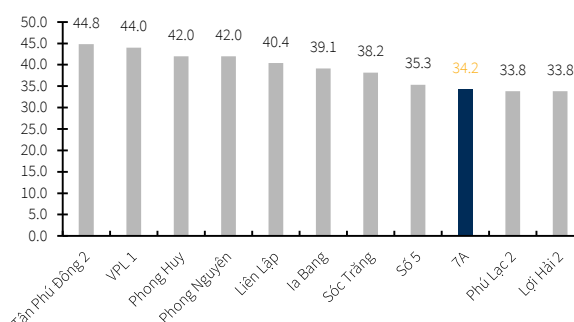
án sẽ được đảm bảo về tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) trên mức 10%, giúp cho các dự án thực hiện của HDG trong tương lai sẽ đảm bảo được hiệu quả kinh tế trong bối cảnh các dự án năng lượng tái tạo mới sẽ cần được đưa ra đấu thầu giá với mức giá dự kiến sẽ thấp hơn so với biểu giá ưu đãi FIT trước đây.

**Biểu đồ 5. Suất đầu tư của một số dự án thủy điện (tỷ VNĐ/MW)**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 6. Suất đầu tư của một số dự án điện gió (tỷ VNĐ/MW)**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Doanh thu mảng điện sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trước khi giảm tốc vào năm 2023

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), xác suất xảy ra hình thái La Nina sẽ tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022 và sau đó dần chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất khoảng 61% từ tháng 2/2023. Điều này cho thấy rằng hoạt động của các thủy điện sẽ tiếp tục tích cực khi điều kiện thủy văn ủng hộ cho hoạt động của thủy điện trong việc phát điện cũng như tích nước. Tuy nhiên, với việc La Nina sẽ kết thúc trong đầu năm 2023 sẽ ảnh hưởng tới khả năng phát điện của thủy điện do không còn lượng mưa dồi dào như giai đoạn 2021-2022.

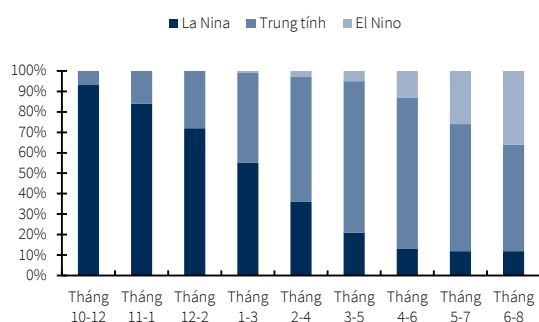
Về mảng điện gió và điện mặt trời, chúng tôi kì vọng các nhà máy điện của HDG sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió cũng như điện mặt trời hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao. Ngoài ra, với sự quyết liệt của Chính phủ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo để đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 tới năm 2050 thể hiện qua Quy hoạch điện VIII cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức cao trong những năm tới nhờ vào nhu cầu điện cho phát triển kinh tế - xã hội, chúng tôi kì vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện năng lượng tái tạo của HDG sẽ được huy động với công suất cao trong giai đoạn 2022-2023 khi tình trạng thiếu điện được dự báo sẽ xảy ra trong năm 2023.

Ngoài ra, HDG có kế hoạch nâng gấp đôi công suất năng lượng tái tạo sau khi QHĐ VIII được thông qua cũng như có cơ chế giá rõ ràng hơn cho các dự án năng lượng tái tạo mới. Dự kiến sau khi QHĐ VII được thông qua, HDG sẽ tiến hành xây dựng 2 dự án điện gió là Phước Hữu (50 MW) và Ea H'leo (20 MW) – những dự án đã được bổ sung vào dự thảo QHĐ 8.

Tổng kết lại, chúng tôi dự phóng sản lượng điện và doanh thu của mảng điện năm 2022 sẽ đạt 1,460 triệu kWh (+66% YoY) và 2,010 tỷ VNĐ (+58% YoY) nhờ vào mức nền so sánh thấp của năm 2021 cũng như tình hình thủy văn hỗ trợ

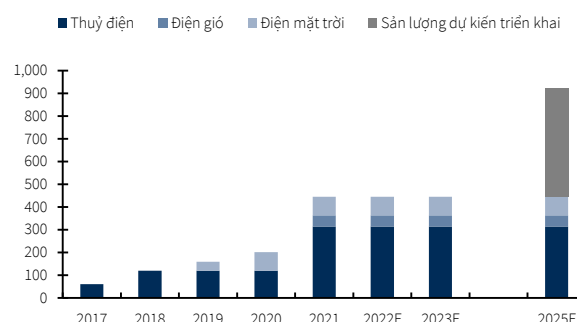
thuận lợi cho việc vận hành của nhà máy thủy điện. Sang năm 2023, dự báo KQKD của mảng điện sẽ chững lại do không còn mức nền thấp cũng như các nhà máy thủy điện không còn được hưởng lợi từ La Nina. Sản lượng và doanh thu năm 2023 dự phóng đạt lần lượt 1,296 triệu kWh (-11% YoY) và 1,857 tỷ VNĐ (-8% YoY).

Biểu đồ 7. La Nina sẽ kết thúc vào tháng 1/2023



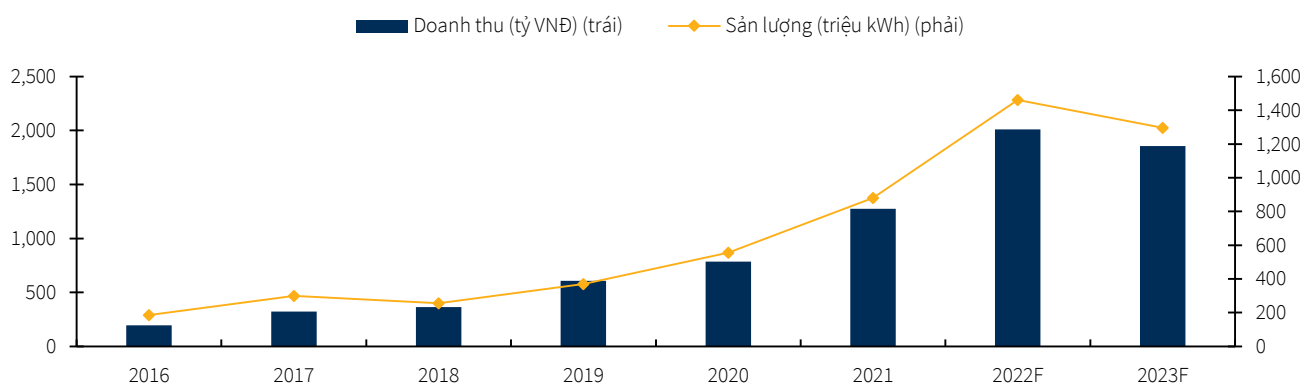
Nguồn: IRI, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 8. Công suất mảng điện của HDG (MW)



Nguồn: HDG, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 9. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng điện của HDG, 2016-2023F (tỷ VNĐ)



Nguồn: HDG, KB Securities Vietnam

### Charm Villas là dự án trọng điểm đóng góp chính vào kết quả kinh doanh mảng BĐS

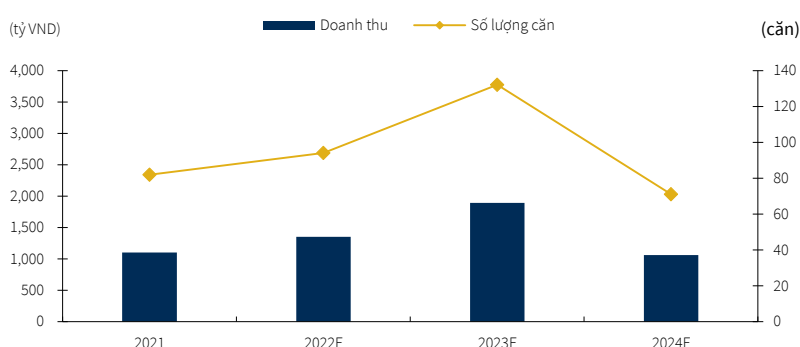
Dự án Charm Villas hiện đã thi công xong móng và đang tập trung hoàn thiện xây thô cho toàn bộ các căn biệt thự, liền kề tại dự án. Dự án đã mở bán được khoảng 240 căn trong 2 đợt mở bán đầu tiên. Hà Đô dự kiến sẽ mở bán đợt 3 với 130 căn còn lại trong năm 2022, tuy nhiên trước những diễn biến không thuận lợi của thị trường BĐS, kế hoạch mở bán đợt 3 liên tục bị trì hoãn và có thể sẽ bị đẩy lùi sang Quý 2/2023. Doanh số bán hàng đợt 3 ước tính đạt khoảng 1,500 tỷ VNĐ. Chúng tôi lưu ý và sẽ theo dõi sát về thời gian mở bán đợt 3 do lo ngại những khó khăn của thị trường BĐS liên quan đến vấn đề kiểm soát tín dụng cũng như xu hướng tăng của lãi suất có thể ảnh hưởng đến nhu cầu mua nhà.

Đây là dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2022-2024 khi các dự án khác chưa được triển khai. Với lợi thế quỹ đất rẻ do được tích lũy từ trước cùng với đà tăng giá của khu vực Hoài Đức trong thời gian qua, dự án này đem lại mức sinh lời lớn cho HDG với biên lợi nhuận gộp trong 9T2022 đạt 70%.

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu của dự án Hà Đô Charm Villas là 5,400 tỷ

VND, trong đó, tính đến hết 9T2022, HDG đã ghi nhận 1,913 tỷ VND từ bàn giao khoảng 140 căn biệt thự, liền kề.

**Biểu đồ 10. Dự phóng doanh thu dự án Hado Charm Villas**



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Tích cực hoàn thiện pháp lý hai dự án gối đầu trong năm 2023

Tiến độ hai dự án Hado Green Lane và Hado Minh Long vẫn đang chậm hơn so với dự kiến do các vướng mắc về mặt pháp lý. Công ty dự kiến sẽ mở bán hai dự án này từ nửa cuối năm 2023. Nếu các dự án này tiếp tục bị trì hoãn, việc không có dự án mở bán gối đầu có thể sẽ làm giảm đáng kể kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2024-2025 khi phần lớn các căn Charm Villa sẽ được bàn giao trong năm 2023.

**Bảng 11. Các dự án của HDG**

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Sản phẩm	Tiến độ dự án
Charm Villas	Hoài Đức, HN	30	528 căn biệt thự và liền kề	Đã bán 398/528 căn Bắt đầu bàn giao từ quý 3/2021
Green Lane	Q8, TP HCM	2.3	3 toà chung cư với 1,231 căn hộ	Dự kiến mở bán trong năm 2023 Đang hoàn thiện quy hoạch 1/500
Ha Do Minh Long	Thủ Đức, TP HCM	2.7	3 toà chung cư với 80 căn liền kề	Dự kiến mở bán trong năm 2023 Đang hoàn thiện quy hoạch 1/500
Noongtha	Viêng Chăn, Lào	74.5	241 căn liền kề và 586 căn biệt thự	Đã xong hạ tầng giai đoạn 1
Dich Vong Complex	Cầu Giấy, HN	1	2 toà chung cư 47 tầng và văn phòng	Dự kiến khởi công trong năm 2024
CC3	Cầu Giấy, HN	0.5	1 toà chung cư 21 tầng và văn phòng	Dự kiến khởi công trong năm 2024
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, HN	2.2	Chung cư và văn phòng	Dự kiến khởi công trong năm 2025
30 Tạ Quang Bưu	Hai Bà Trưng, HN	1	Văn phòng cho thuê	Dự kiến khởi công trong năm 2025
Bao Dai	Nha Trang	9	40 biệt thự và 108 phòng khách sạn 5*	Hoàn thành điều chỉnh quy hoạch 1/500

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

### Năm 2022

- Doanh thu ước tính năm 2022 của Hà Đô đạt 3,796 tỷ VND (+1% YoY). Trong đó: (1) Doanh thu chuyển nhượng BĐS đạt 1,350 tỷ VND (-32% YoY) đến từ bàn giao dự án Hado Charm Villas và (2) Doanh thu kinh doanh điện đạt 2,011 tỷ VND (+58%YoY)
- Lợi nhuận gộp đạt 2,630 tỷ VND (+13% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 69%, cải thiện so với mức 61% của năm 2021 nhờ bàn giao các căn biệt thự Charm Villas có biên lợi nhuận cao.
- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 1,300 tỷ VND (+19% YoY).

### Năm 2023

- Doanh thu ước tính năm 2023 của Hà Đô đạt 4,466 tỷ VND (+18% YoY). Trong đó: (1) Doanh thu chuyển nhượng BĐS đạt 1,890 tỷ VND (+40% YoY) nhờ đẩy mạnh bàn giao dự án Hado Charm Villas và (2) Doanh thu kinh doanh điện đạt 1,857 tỷ VND (-8%YoY) do các nhà máy thủy điện không còn được hưởng lợi từ La Nina
- Lợi nhuận gộp đạt 3,015 tỷ VND (+15% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 68%, giảm 1 điểm phần trăm so với năm 2022.
- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 1,499 tỷ VND (+15% YoY).

**Bảng 12. Dự phóng KQKD 2022&2023**

(tỷ VND)	2021	2022F	% thay đổi	2023F	% thay đổi
Doanh thu thuần	3,777	3,796	1%	4,466	18%
- Kinh doanh BĐS	1,975	1,350	-32%	1,890	40%
- Năng lượng	1,276	2,011	58%	1,857	-8%
Lợi nhuận gộp	2,320	2,630	13%	3,015	15%
Doanh thu tài chính	80	152	91%	136	-10%
Chi phí tài chính	-408	-498	22%	-505	2%
Lợi nhuận trước thuế	1,643	1,954	19%	2,285	17%
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,097	1,300	19%	1,499	15%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

## ĐỊNH GIÁ

**Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu**

Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 40% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2022. Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án năng lượng tái tạo HDG dự kiến đưa vào vận hành trong giai đoạn tới vào mô hình dự phóng do chưa có những thông tin rõ ràng hơn về biểu giá mới và tác động tới tiến độ thực hiện dự án.

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu**

Chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng đối với cổ phiếu HDG do

- HDG sở hữu 462 MW năng lượng tái tạo, bao gồm 314MW thủy điện, 50 MW điện gió và 98 MWp điện mặt trời (quy đổi khoảng 82MW). Tổng công suất danh mục điện của HDG xếp thứ hai về trong các doanh nghiệp sản xuất điện đang

được niêm yết trên sàn.

- Kỳ vọng mở bán đợt 3 dự án Charm Villas vào năm 2023, đây là dự án đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận cho HDG trong năm 2022-2023.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu là 35,000VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 40% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2022. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lưu ý theo dõi sát tiến độ mở bán dự án Charm Villas và tiến độ triển khai các dự án tại TP HCM do quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý thường mất khá nhiều thời gian.

**Bảng 13. Định giá**

Dự án	Phương pháp	Giá trị (triệu VND)
Mảng BĐS	RNAV	5,344,000
Energy	DCF	11,014,721
		16,358,721
+ Tiền		185,397
- Nợ vay		6,594,975
<b>RNAV</b>		<b>8,571,644</b>
SLCPLH		244,612,898
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>		<b>35,000</b>

Nguồn: KB Securities Vietnam



**Báo cáo Kết quả HBKD**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	4,999	3,777	3,796	4,466
Giá vốn hàng bán	-2,922	-1,457	-1,167	-1,451
Lãi gộp	2,076	2,320	2,630	3,015
Thu nhập tài chính	45	80	152	136
Chi phí tài chính	-370	-408	-498	-505
Trong đó: Chi phí lãi vay	-362	-387	-480	-487
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-14	-119	-114	-96
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-192	-222	-223	-262
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,545	1,651	1,947	2,288
Thu nhập khác	5	25	0	0
Chi phí khác	-10	-32	0	0
Thu nhập khác, ròng	-5	-8	7	-3
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,540	1,643	1,954	2,285
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-287	-299	-350	-420
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,254	1,344	1,604	1,865
Lợi ích của cổ đông thiểu số	275	247	304	366
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	979	1,097	1,300	1,499

**Chỉ số hoạt động**

	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42.1%	41.5%	61.4%	69.3%
Tỷ suất EBITDA	40.3%	42.1%	60.8%	75.6%
Tỷ suất EBIT	35.6%	37.4%	52.4%	60.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	32.0%	30.8%	43.5%	51.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	32.2%	30.9%	43.7%	51.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	25.7%	25.1%	35.6%	42.3%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	1,540	1,643	1,954	2,285
Khấu hao TSCĐ	234	316	577	587
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-46	0	0	0
Chi phí lãi vay	368	394	480	487
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,107	2,400	2,882	3,369
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-216	-485	179	-174
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	1,420	240	-165	-251
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-1,601	87	-14	97
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	3	6	10	-364
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-288	-1,191	-1,169	-906
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,426	1,057	1,722	1,770
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,835	-1,993	-228	-179
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-99	-348	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	189	208	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-325	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	31	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	15	29	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,055	-2,074	-228	-179
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	5	310	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,417	3,298	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-1,611	-2,459	-465	631
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-122	-304	-245	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	688	845	-709	631
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	59	-172	785	2,223
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	401	438	230	1,015
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	438	230	1,015	3,238

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Việt Nam

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>13,879</b>	<b>15,892</b>	<b>16,612</b>	<b>19,070</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>4,187</b>	<b>4,116</b>	<b>5,215</b>	<b>8,071</b>
Tiền và tương đương tiền	438	230	1,015	3,238
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	70	680	680	680
Các khoản phải thu	1,779	1,713	1,870	2,225
Hàng tồn kho, ròng	1,757	1,365	1,530	1,781
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>9,691</b>	<b>11,775</b>	<b>11,396</b>	<b>10,999</b>
Phải thu dài hạn	5	0	2	2
Tài sản cố định	4,183	9,868	9,507	9,098
Tài sản dở dang dài hạn	4,498	917	917	917
Đầu tư dài hạn	6	3	3	3
Lợi thế thương mại				
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9,901</b>	<b>10,501</b>	<b>10,272</b>	<b>11,682</b>
Nợ ngắn hạn	4,032	4,293	4,171	5,175
Phải trả người bán	533	298	284	381
Người mua trả tiền trước	1,302	1,194	1,515	1,709
Vay ngắn hạn	850	1,289	824	1,056
Nợ dài hạn	5,869	6,208	6,101	6,507
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	20	9	0	0
Vay dài hạn	5,718	6,086	6,086	6,486
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3,977</b>	<b>5,390</b>	<b>6,339</b>	<b>7,388</b>
Vốn góp	1,543	1,964	2,446	2,446
Thặng dư vốn cổ phần	0	229	229	229
Lãi chưa phân phối	1,301	1,934	2,304	2,986
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

**Chỉ số chính**

(x, %, VNĐ)				
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	4.3	4.9	4.6	4.0
P/E pha loãng	4.3	4.8	0.0	0.0
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9
P/S	0.8	1.4	3,994.5	71.0
P/Tangible Book	1.1	1.1	1.0	0.9
P/Cash Flow	2.9	5.0	3.5	3.4
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	4.9	5.4	4.6	1.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	5.5	6.3	5.8	2.3
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	27	23	25	25
ROA%	21	18	19	20
ROIC%	7	7	10	10
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.2	1.0
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.5	0.6	1.0
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.0	1.0	1.3	1.6
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.4	1.1	0.5	0.6
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.0	0.8	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.0	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.0	0.8	0.7	0.7
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tổng công nợ/Vốn CSH	2.5	2.0	1.6	1.6
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	7.1	4.1	4.1	4.8
Hệ số quay vòng HTK	1.1	0.9	0.8	0.9
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.7	3.5	4.0	4.4

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích  
quangtpt@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.