Ngành: Tiện ích công cộng, bất động sản dân cư | **BSC RESEARCH**

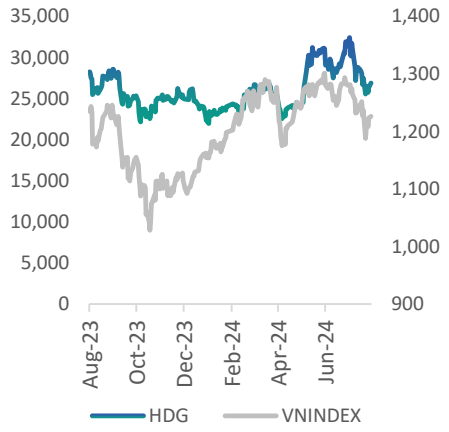
KHUYẾN NGHỊ: MUA — CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG) THỦY ĐIỆN LÊN NGÔI

Giá hiện tại:	**27,900**	Ngày viết báo cáo:	05/09/2024	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	336.3	Nguyễn Trọng Thông	31.8%
Giá mục tiêu mới:	**33,000**	Vốn hóa (tỷ VND)	9,384	CTBC Vietnam Equity Fund	10.8%
Lợi suất cổ tức:	**1.7%**	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	4,301,000	Nguyễn Văn Tô	8.1%
Upside:	**20%**	% Sở hữu nước ngoài:	15.65%		

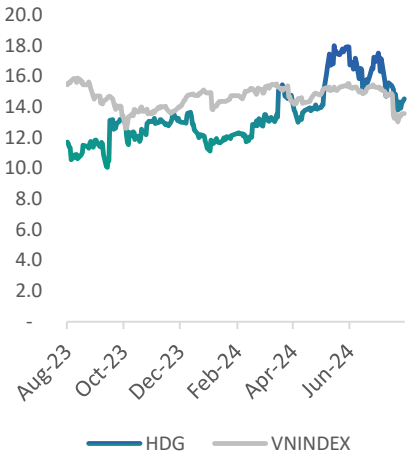
Research Department:

Nguyen Dan Truong
(Điện – đạm - khí)
truongnd@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E của CP và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **33,000 VND/CP (upside 20%** so với giá ngày 05/09/2024, bao gồm tỷ suất cổ tức 1.7%) với phương pháp định giá từng phần của doanh nghiệp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

1. **Lợi nhuận gộp mảng năng lượng trong 2H2024 và 2025 tăng lần lượt 9% YoY và 19% YoY (chiếm 70-75% lợi nhuận gộp công ty).** A) Nhóm thủy điện tăng sản lượng trong 2H2024 và 2025 lần lượt 18% YoY và 8% YoY nhờ La nina, bù đắp giá bán giảm trung bình 9% YoY trong năm 2024. B) Nhóm năng lượng tái tạo tăng sản lượng 7%/năm trong giai đoạn 2024-2025 nhờ đường dây 500kv mạch 3.
2. **Chi phí lãi vay giảm 20% YoY, đóng góp 9% lợi nhuận trước thuế năm 2024.**
3. **BSC ước tính dự án Charm Villas giai đoạn 3 có thể bàn giao 20 sản phẩm và ghi nhận 160 tỷ VND lợi nhuận trước thuế (tương đương 10% LNTT 2025).**

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH:

Dự báo năm 2024

Doanh thu đạt 2,661 tỷ VND (-8% YoY), sụt giảm chủ yếu đến từ mảng BĐS thương mại giảm -24% YoY, chỉ ghi nhận 400 tỷ VND doanh thu từ Charm Villas giai đoạn 2 và trì hoãn thời gian bán hàng Charm Villas giai đoạn 3 sang 2025.

Chi phí tài chính giảm -28% YoY chủ yếu do 1) giảm dư nợ ở các nhà máy điện và 2) môi trường lãi suất hạ nhiệt.

LNST_CĐTS đạt 811 tỷ VND (+13% YoY). Lợi nhuận tăng chủ yếu do lợi nhuận mảng năng lượng phục hồi trong 2H2024.

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,063 tỷ VND (+15% YoY) trong đó, 1) Mảng BĐS tăng 42% YoY, bắt đầu ghi nhận dự án Charm Villas 3. 2) Mảng năng lượng tăng 14% YoY, nhờ La nina giúp các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn so với cùng kỳ và các nhà máy NLTT được tăng huy động.

Biên lợi nhuận gộp đạt 61%, tăng 2.1 điểm %. Trong đó, biên gộp mảng năng lượng đạt 71% (phục hồi trở lại 3.7 điểm %) chủ yếu nhờ các nhóm thủy điện tăng sản lượng .

LNST_CĐTS đạt 1,088 tỷ VND (+34% YoY).

RỦI RO: 1) Tình hình thời tiết không tốt như dự báo, 2) dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 có thể tạm dừng hoạt động.

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	6.39	11.37	11.90	8.9
PB (x)	1.17	1.17	1.19	1.0
P/S (x)	2.14	2.92	3.63	3.2
ROE (%)	23%	13%	13%	15%
ROA (%)	9%	6%	7%	8%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,581	2,882	2,661	3,063
Lợi nhuận gộp	2,212	1,716	1,577	1,880
LNST_CĐTS	1,107	719	811	1,088
EPS	3,291	2,137	2,412	3,235
% Tăng trưởng EPS	2%	-35%	13%	34%

I. Cập nhật KQKD 2Q2024

(Tỷ VND)	2Q2024	% YoY	1H2024	% YoY	Thực tế/ dự phóng
Doanh thu	**560**	**-7%**	**1,408**	**-10%**	**53%**
BĐS	84	-16%	399	-3%	100%
Năng lượng	348	-12%	762	-19%	42%
Cho thuê BĐS	95	12%	175	9%	55%
Khách sạn	29	21%	64	28%	59%
Lợi nhuận gộp	**282**	**-9%**	**720**	**-19%**	**46%**
Chi phí BH	1	-67%	2	-50%	27%
Chi phí QLDN	50	-25%	83	-19%	53%
EBIT	**231**	**-3%**	**635**	**-18%**	**45%**
Doanh thu TC	7	-30%	20	25%	41%
Chi phí tài chính	106	-24%	202	-30%	49%
-Lãi vay	*86*	*-32%*	*170*	*-34%*	44%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	6		4		
LNTT	**138**	**45%**	**457**	**-7%**	**43%**
LNST	**111**	46%	**375**	-14%	39%
LNST_CĐTS	**74**	111%	**295**	-13%	36%
		Thay đổi		Thay đổi	
SG&A/Doanh thu	9.1%	-2.5%	6.0%	-0.8%	
Biên LNG	**50%**	**-0.8%**	**51%**	**-5.6%**	
BĐS	39%	12.3%	38%	1.0%	
Năng lượng	57%	-4.0%	61%	-7.1%	
Cho thuê BĐS	41%	5.8%	41%	-2.3%	
Khách sạn	45%	-5.2%	48%	0.4%	

Trong Q2.2024:
Doanh thu đạt 560 tỷ VND, (-7% YoY), trong đó thay đổi chủ yếu đến từ:
- **Mảng BĐS giảm -16% YoY** do HDG chưa đẩy mạnh bán hàng ở Charm Village giai đoạn 3.
- **Mảng năng lượng giảm -12% YoY** do các nhà máy thủy điện chịu ảnh hưởng tiêu cực từ El nino.
- **Mảng khách sạn và cho thuê BĐS tăng +13%** nhờ du lịch phục hồi.

Biên lợi nhuận gộp đạt 50%, không thay đổi đáng kể so với cùng kỳ:
- **Biên gộp của mảng năng lượng đạt mức 57%, giảm 4 điểm % so với cùng kỳ** do doanh thu nhóm thủy điện giảm (chịu ảnh hưởng của El nino).
-**Biên gộp của mảng BĐS cải thiện 12 điểm %** giúp bù đắp mức giảm của mảng năng lượng.

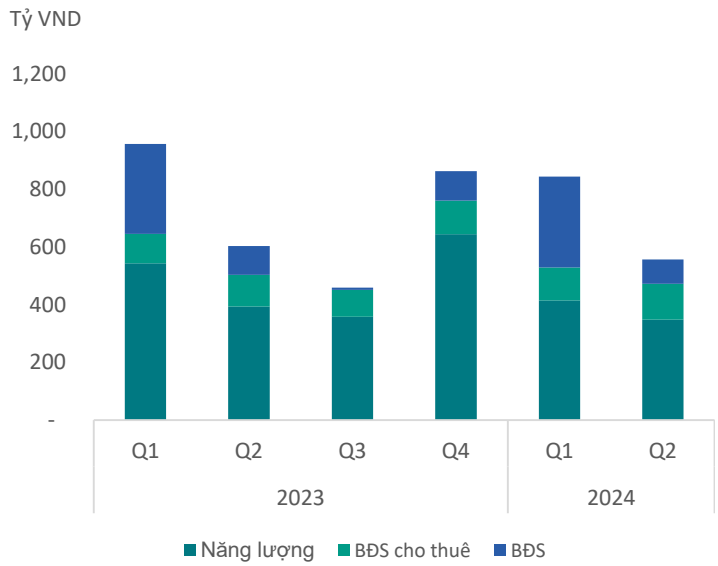
Chi phí tài chính giảm 24% YoY chủ yếu do chi phí lãi vay giảm -32% YoY (giảm dư nợ ở các nhà máy điện và môi trường lãi suất hạ nhiệt).

Dẫn đến LNST_CĐTS đạt 75 tỷ VND, +111% YoY.

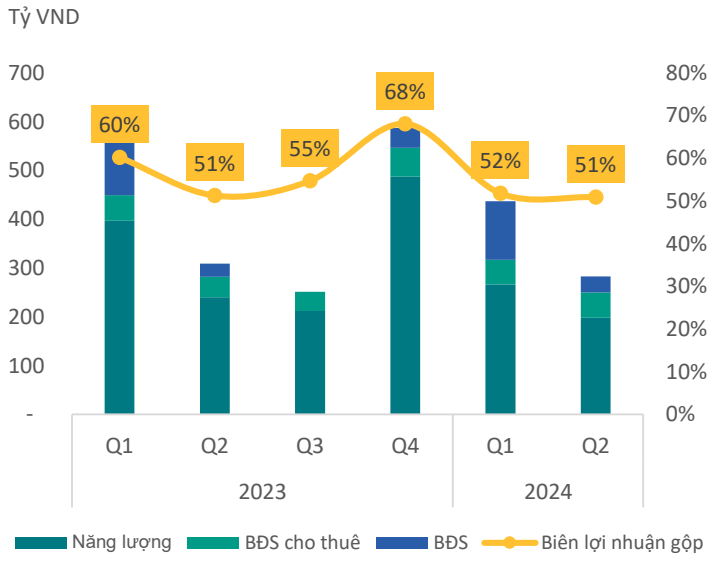
Lũy kế 1H2024, doanh thu và LNST_CĐTS lần lượt đạt 1,408 tỷ VND (-10% YoY) và 297 tỷ VND (-16% YoY), tương đương hoàn thành 48% và 31% kế hoạch năm 2024 của công ty.

Nguồn: HDG, BSC Research

Doanh thu mảng năng lượng sụt giảm so với cùng kỳ do ảnh hưởng El nino



Lợi nhuận gộp cũng sụt giảm vì phụ thuộc phần lớn vào mảng năng lượng



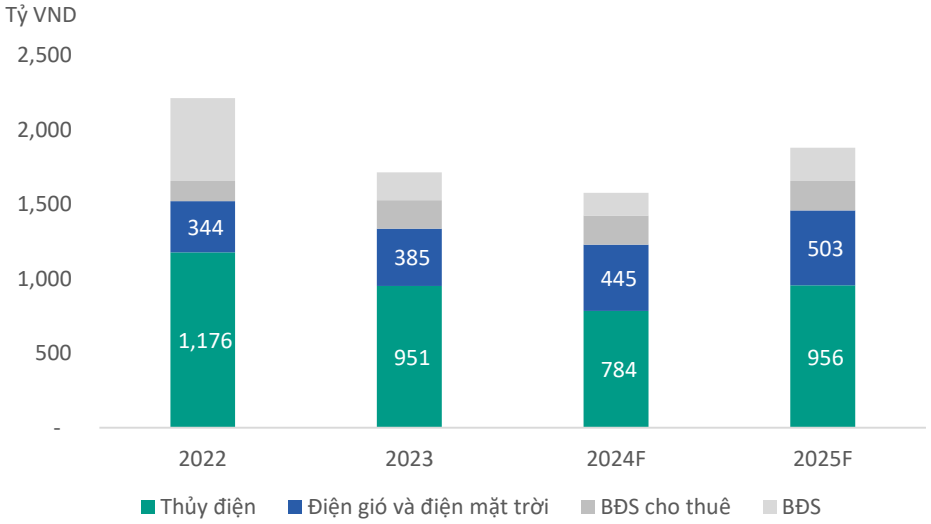
Nguồn: HDG

II. Triển vọng kinh doanh

1. Mảng năng lượng quay trở lại dẫn dắt lợi nhuận từ 2H2024

Mảng năng lượng đóng góp 70-75% lợi nhuận gộp của HDG: nhóm thủy điện đóng góp 50% và kỳ vọng tăng trưởng 8% YoY trong 2H2024; nhóm năng lượng tái tạo đóng góp 20-25%, dự báo tăng trưởng khoảng 12% YoY trong 2H2024.

Mảng năng lượng đóng góp 70-75% lợi nhuận gộp của HDG



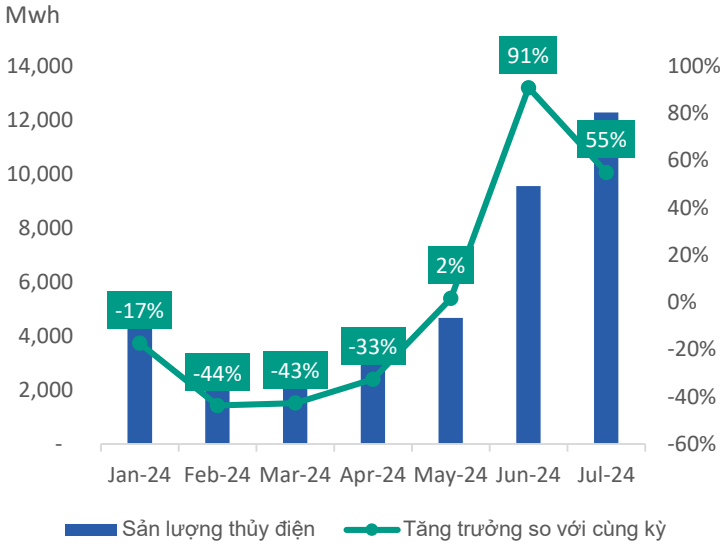
Nguồn: BSC Research

a. Nhóm thủy điện tăng trưởng sản lượng trong 2H2024 và 2025 lần lượt 18% YoY và 8% YoY nhờ La nina, bù đắp giá bán giảm trung bình -9% YoY trong năm 2024.

Sản lượng thủy điện trên toàn hệ thống tăng đột biến từ tháng 6/2024, đến tháng 7 vẫn tiếp tục duy trì đà tăng, đạt 12.2 tỷ kwh **(tăng +55% so với cùng kỳ và +29% so với tháng trước).** Mùa cao điểm của thủy điện đã bắt đầu và mạnh mẽ hơn so với cùng kỳ nhờ tác động của La nina. NOAA dự báo hiện tượng La nina vẫn sẽ tiếp tục kéo dài đến tháng 3/2025, do đó, xu hướng tăng trưởng sản lượng của thủy điện vẫn sẽ tiếp tục trong 5 tháng còn lại của năm 2024 và năm 2025 (cùng kỳ chịu tác động của El nino).

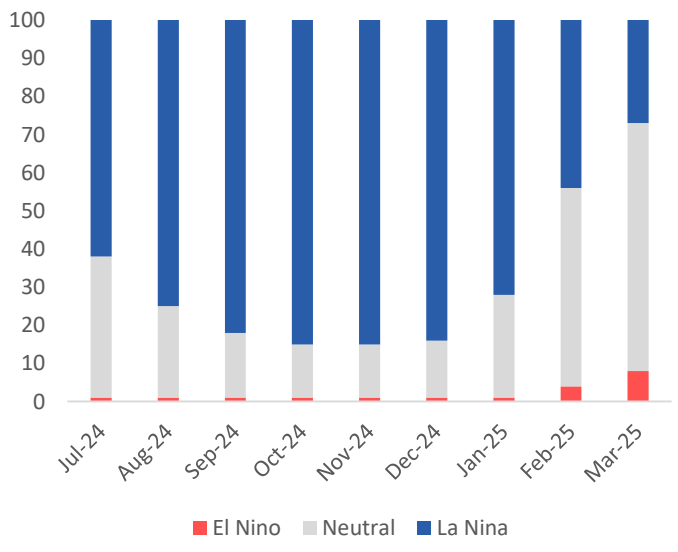
Các nhà máy thủy điện (tổng công suất thiết kế là 314 MW) của HDG tập trung ở Nghệ An và Quảng Nam với đặc điểm sản lượng tập trung vào quý 4 hằng năm. **Do đó, BSC kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG trong quý 3 tăng trưởng 30% YoY (thấp hơn tăng trưởng của hệ thống ở mức khoảng 50% YoY) và tính chung 2H2024 có thể tăng 18% YoY và trong năm 2025 tăng 8% YoY.**

Ngay từ tháng 6/2024, sản lượng thủy điện của Việt Nam tăng đột biến so với tháng trước và so với cùng kỳ



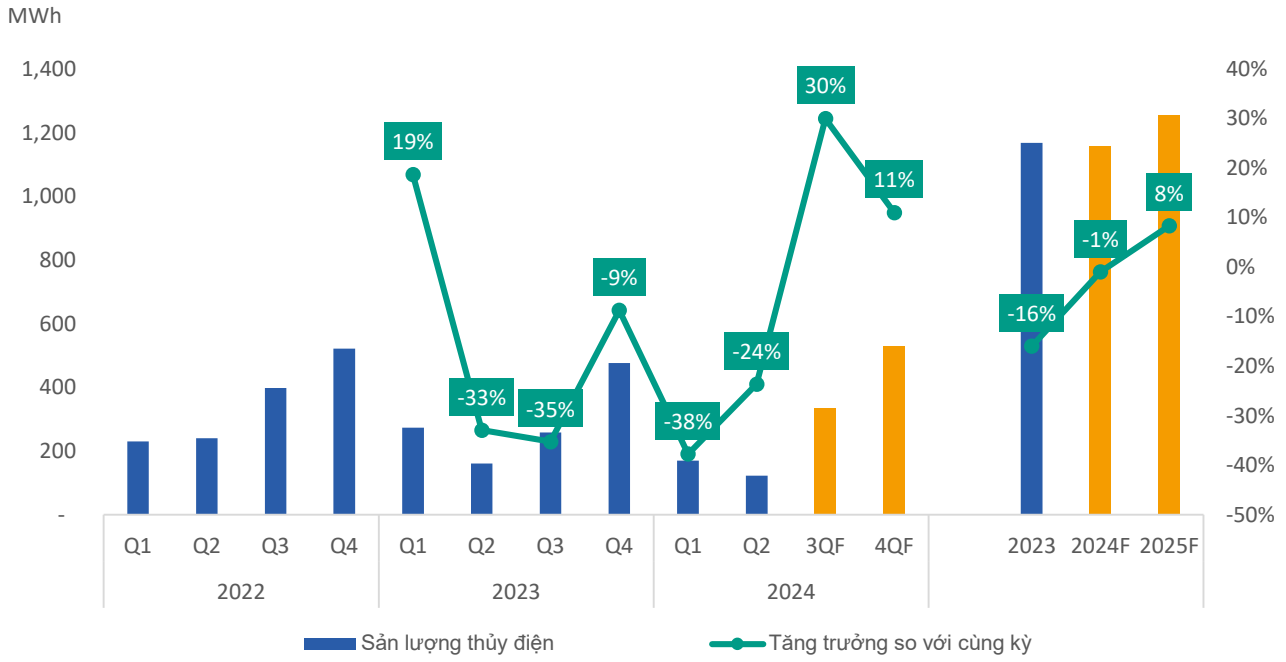
Nguồn: EVN, BSC Research

Dự báo hiện tượng La nina sẽ tiếp tục duy trì xác suất cao đến tháng 2/2025



Nguồn: NOAA

Kỳ vọng sản lượng thủy điện của HDG trong 2H2024 quay về mức 2H2022



Nguồn: HDG, BSC Research

Trong năm 2024, các nhà máy thủy điện có công suất trên 30MW có sản lượng Qc lên đến 98%, BSC giả định giá bán điện bình quân của 3 nhà máy lớn của HDG có thể giảm -15% YoY. Các nhà máy thủy điện có công suất từ 30 MW trở xuống sẽ sử dụng biểu giá chi phí tránh được do đó giá điện các nhà máy này sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2023. **Tính chung, giá bán trung bình của nhóm thủy điện trong năm 2024 có thể giảm -9% YoY.**

Dự án	Tỷ lệ lợi ích của HDG	Công suất (mw)	Vị trí	Giả định tăng trưởng giá bán điện 2024 so với 2023
Sông Tranh 4	63%	48	Quảng Nam	-15%
Zahung	52%	30	Quảng Nam	0%
Nậm Pông	52%	30	Nghệ An	0%
Nhạn Hạc	52%	59	Nghệ An	-15%
Đak Mi 2	98%	147	Quảng Nam	-15%

Nguồn: BSC Research dự báo

b. Nhóm năng lượng tái tạo kỳ vọng tăng sản lượng 7% nhờ đường dây 500kv mạch 3 hoạt động

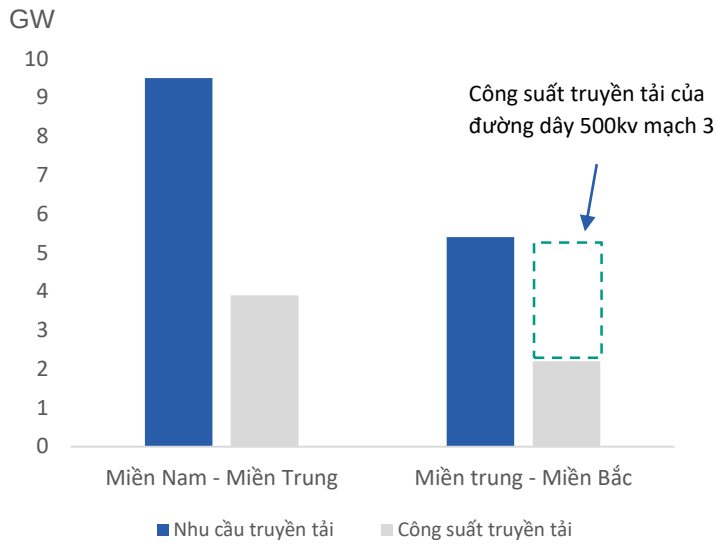
Đường dây 500kv mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối đã đi vào hoạt động trong tháng 9/2024 giúp công suất nguồn điện dư thừa ở miền Trung sẽ được giải tỏa lên khu vực miền Bắc. Các dự án NLTT ở miền Trung thông thường bị cắt giảm 5-10% sản lượng điện, do đó, **chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của các dự án của HDG tại khu vực này có thể tăng 7% so với giai đoạn trước khi có đường dây 500kv mới.**

Các dự án năng lượng tái tạo của HDG được hưởng lợi từ đường dây 500kv mạch 3

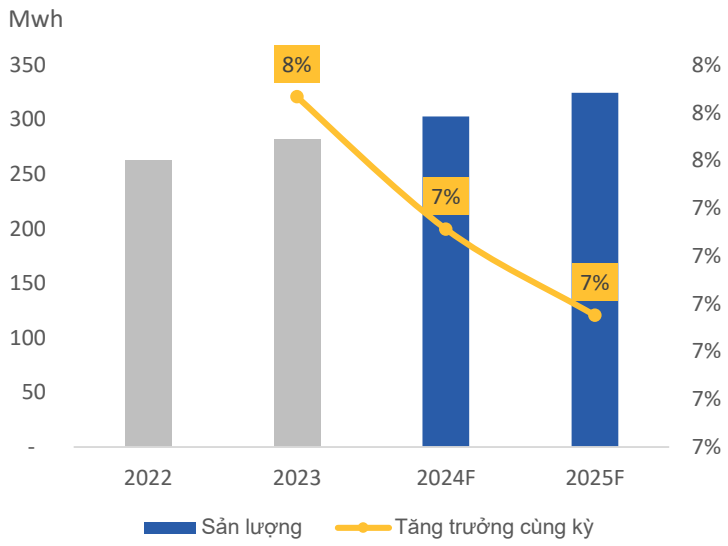
Dự án	Vị trí	Loại hình	Công suất (MW)
7A	Ninh Thuận	Điện gió	50
Hồng Phong 4	Bình Thuận	Điện mặt trời	48
Infra 1	Ninh Thuận	Điện mặt trời	50

Nguồn: HDG, BSC Research tổng hợp

Đường dây 500kv mạch 3 sẽ giúp giải tỏa công suất dư thừa ở khu vực miền Trung



Sản lượng điện NLTT của HDG có thể tăng 7% sau khi đường dây 500kv mạch 3 hoạt động từ Q3/2024



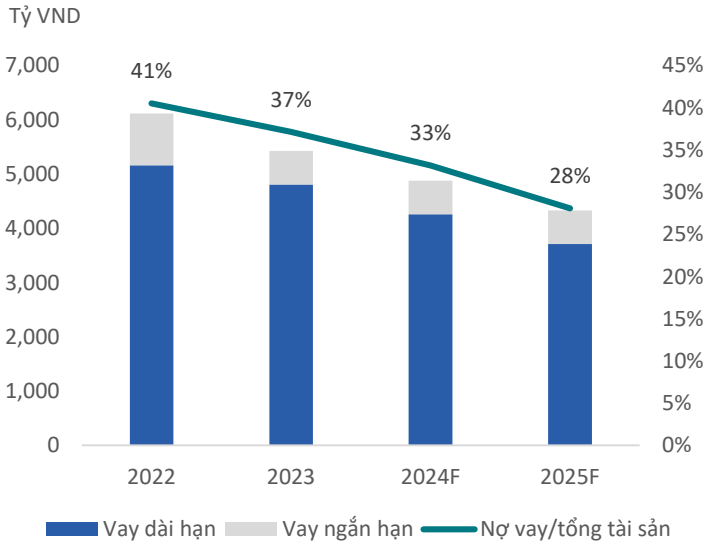
Nguồn: HDG, BSC Research

2. Chi phí lãi vay giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận: kỳ vọng chi phí lãi vay giảm 20% YoY và đóng góp 9% lợi nhuận năm 2024

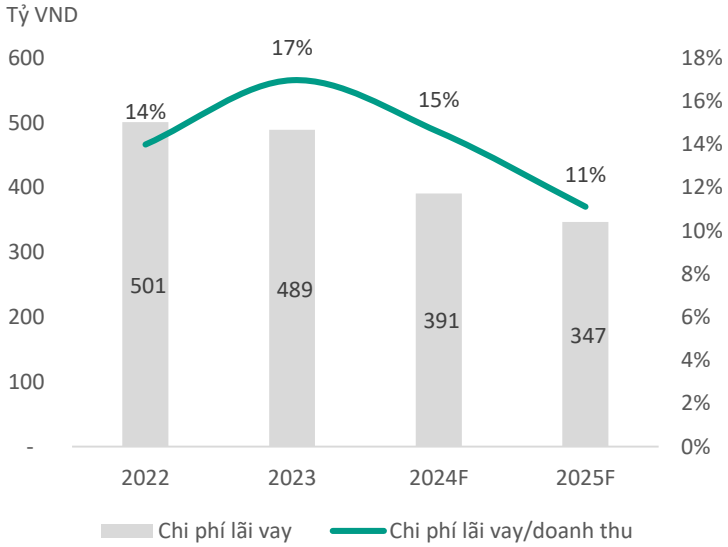
Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của HDG trong năm 2024 có thể giảm khoảng 98 tỷ VND (giảm -20% YoY và đóng góp 9% LNTT 2024) tương ứng tỷ lệ chi phí tài chính/doanh thu của HDG giảm từ 17% xuống mức 15% nhờ:

1) Giảm dư nợ ở mảng năng lượng (thủy điện và NLTT), BSC ước tính tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của HDG giảm từ 37% xuống mức 33% trong năm 2024.
2) Lãi suất trung bình các khoản vay dài hạn giảm 1 điểm % so với năm 2023.

Tỷ lệ đòn bẩy có xu hướng giảm dần



Trong năm 2024, chi phí lãi vay giảm khoảng 20% YoY



Nguồn: HDG, BSC Research

3. Dự án Charm Villas giai đoạn 3 có thể ghi nhận 160 tỷ VND lợi nhuận trước thuế trong năm 2025

Hiện tại, trong rổ hàng của HDG còn 108 sản phẩm thuộc dự án Charm Villas giai đoạn 3 đã hoàn thành xây dựng với pháp lý đầy đủ. Các dự án còn lại của HDG vẫn đang gặp nhiều vướng mắt về pháp lý và cần nhiều thời gian để giải quyết, do đó, **chúng tôi cho rằng HDG sẽ giãn tiến độ bán hàng của dự án Charm Villas giai đoạn 3** khi tham khảo 1) lịch mở bán của Charm Villas giai đoạn 2 và 2) chiến lược gia tăng tối đa lợi nhuận dự án của HDG. Chúng tôi giả định HDG mở bán trong Q1/2025, khoảng 20 - 25 căn với giá bán sơ cấp giả định 95 triệu VND/m2, tổng giá trị mở bán đạt khoảng 456 tỷ VND.

BSC dự phóng lịch bán hàng dự án Charm Villas GĐ 3

Dự án	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Charm Villas GĐ 1&2	Mở bán và ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu				
Charm Villas GĐ 3					Mở bán và Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận doanh thu

Nguồn: HDG, BSC Research

Thông tin của dự án Charm Villas giai đoạn 3

Tiêu chí	Ghi chú
Quy mô dự án	30 ha
Vị trí dự án	Đại lộ Thăng Long, xã An Thượng, huyện Hoài Đức, TP. Hà Nội • Cách quận trung tâm thủ đô: 15 phút • Big C Thăng Long: 10 phút • Sân bay quốc tế Nội Bài: 25 phút
Số lượng sản phẩm	108 căn
Diện tích trung bình	• Nhà liền kề từ 90 – 230 m2 • Biệt thự từ 163 – 430 m2
Giá bán sơ cấp giả định	95 triệu VND/m2
Mở bán giả định	Q1.2025

Vị trí của Hà Đô Charm Villas giai đoạn 3

III. Thông tin khác

1. Mảng năng lượng có thêm 3 dự án mới chuẩn bị triển khai

Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện 8 chính thức, HDG sẽ được triển khai dự án điện gió 7A mở rộng, Phước Hữu trong giai đoạn 2023 – 2025 và Bình Gia giai đoạn 2026 – 2030. Hiện tại, các dự án đều chưa triển khai và công ty đang chờ đợi thông tin giá phát điện chính thức của Bộ Công Thương để đưa ra quyết định đầu tư.

Thông tin các dự án năng lượng mới của HDG

Tên dự án	Vị trí	Loại hình	Công suất (MW)	Thời gian hoạt động dự kiến	Tiến độ
7A mở rộng	Ninh Thuận	Điện gió	21	N/A	Chưa khởi công
Phước Hữu	Ninh Thuận	Điện gió	50	N/A	Chưa khởi công
Sơn Linh – Sơn Nham	Quảng Ngãi	Thủy điện	24	Q4/2026	Thủy điện Sơn Nham (9 MW) đã giải phóng mặt bằng và triển khai các gói thầu thi công.
Bình Gia	Lạng Sơn	Điện gió	80	N/A	Chưa khởi công

Nguồn: HDG, BSC Research ước tính

2. Cập nhật tiến độ các dự án bất động sản khác

Dự án Minh Long và Green Lane

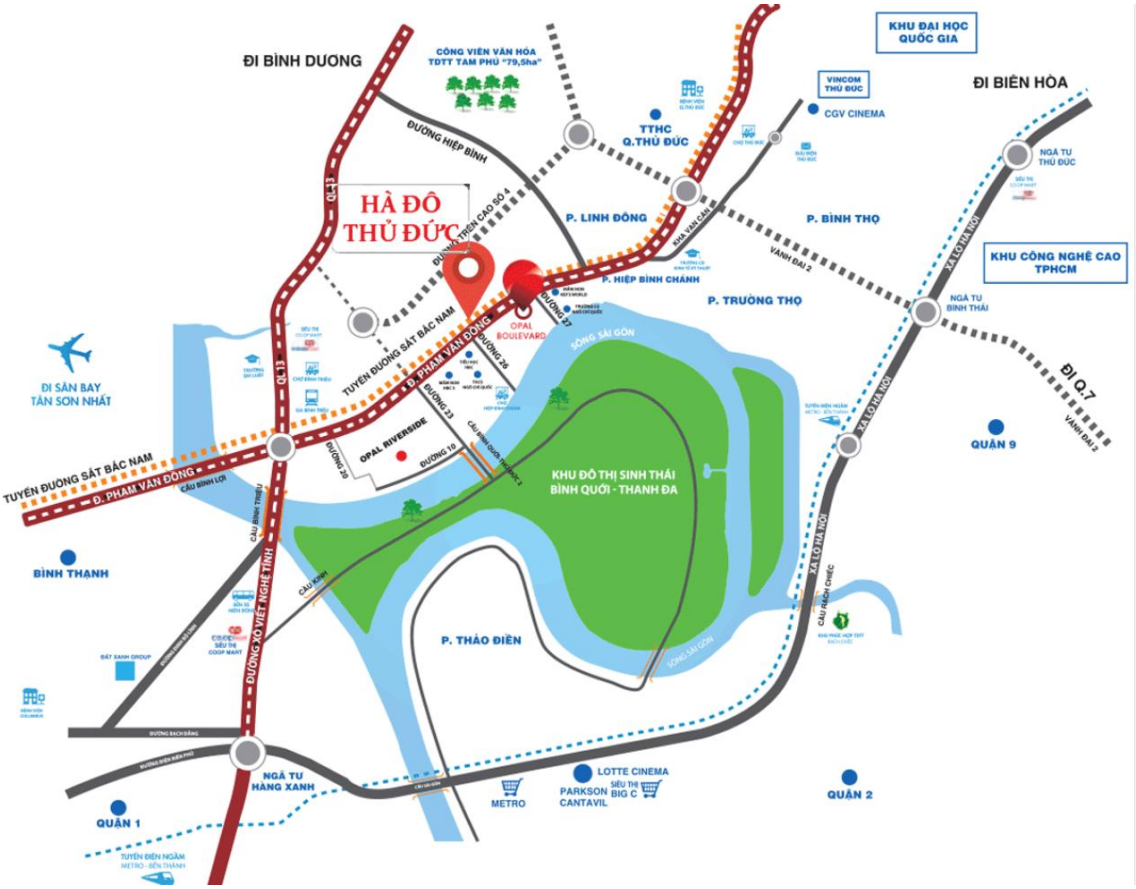
Theo HDG, dự án Hà đô Minh Long (Linh Trung, Quận Thủ Đức cũ) và Hà Đô Green Lane (Quận 8) đang vướng pháp lý về việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Luật đất đai sửa đổi năm 2024 (có hiệu lực từ ngày 01/08/2024) quy định dự án muốn chuyển đổi mục đích sử dụng đất sang đất ở để thực hiện dự án nhà ở thương mại phải có **quyền sử dụng đất ở** đối với một phần hoặc toàn bộ diện tích dự án. Tuy nhiên, 2 dự án này không có bất kỳ diện tích nào là đất ở, do đó, BSC cho rằng cần thêm thời gian để giải quyết các vấn đề pháp lý.

Thông tin các dự án BĐS đang triển khai

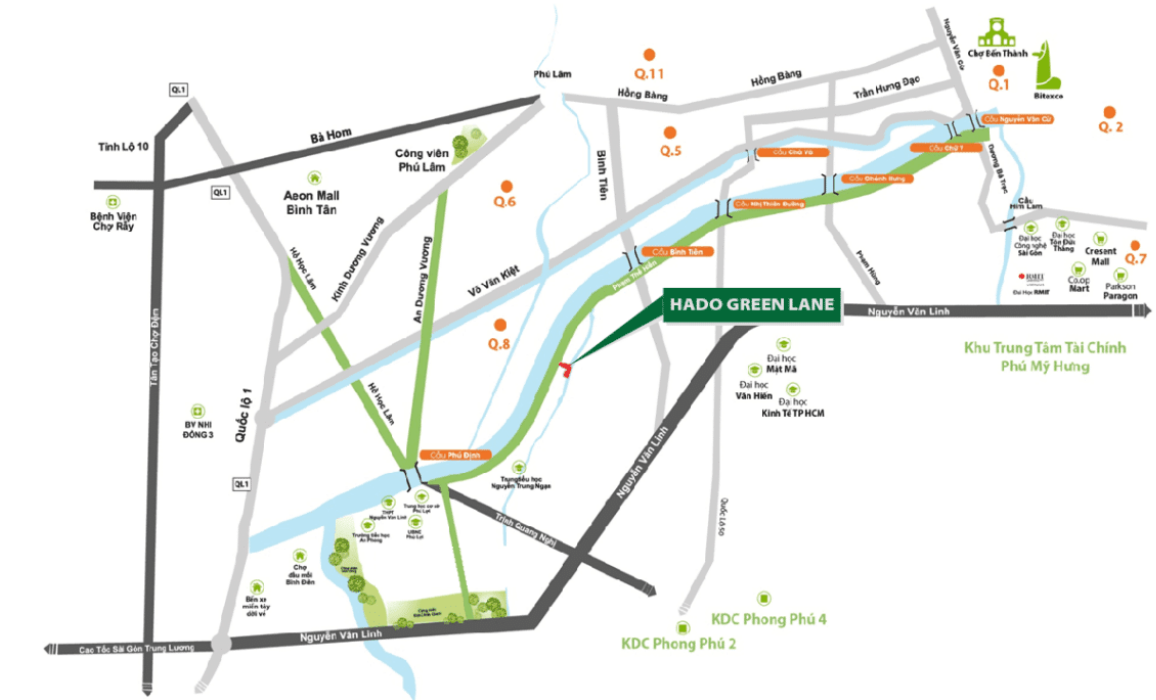
Tiêu chí	Minh Long	Green Lane
Quy mô dự án	2.7 ha	2.3 ha
Tổng mức đầu tư	4,500 tỷ VND	3,500 tỷ VND
Vị trí dự án	2 mặt tiền Phạm Văn Đồng và đường số 1, P. Linh Trung, Thủ Đức, TP. Thủ Đức	Đường Phạm Thế Hiển, P.7, Quận 8, TP.HCM
Số lượng sản phẩm	• Căn hộ: 1,400 sản phẩm • Thấp tầng: 30 sản phẩm	Căn hộ: 1,200 sản phẩm
Tiến độ	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000, đang xin quy hoạch 1/500. Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất.	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500. Cần chuyển đổi mục đích sử dụng đất.
Thời gian mở bán	N/A	N/A

Nguồn: HDG, BSC Research

Vị trí dự án Minh Long



Vị trí dự án Green Lane



IV. Dự báo kết quả kinh doanh 2024/2025

(Tỷ VND)	1H2024	2024F	% YoY	2025F	% YoY	2H2024F	% YoY
Doanh thu	**1,408**	**2,661**	**-8%**	**3,063**	**15%**	**1,253**	**-5%**
BĐS	399	399	-24%	566	42%	-	
Năng lượng	762	1,836	-5%	2,066	12%	1,074	7%
Cho thuê BĐS	175	317	1%	320	1%	142	-7%
Khách sạn	64	109	2%	111	2%	45	-21%
Lợi nhuận gộp	**720**	**1,577**	**-8%**	**1,880**	**19%**	**857**	**3%**
Chi phí bán hàng	2	7	-8%	9	15%	5	8%
Chi phí QLDN	83	158	-8%	182	15%	75	-19%
EBIT	**635**	**1,412**	**-8%**	**1,690**	**20%**	**777**	**6%**
Doanh thu TC	20	49	22%	75	54%	29	26%
Chi phí tài chính	202	411	-28%	367	-11%	209	-26%
-Lãi vay	170	*391*	*-20%*	*347*	*-11%*	*221*	*-5%*
Lãi/(lỗ) từ LDLK	4	-		-		(4)	
LNTT	**457**	**1,052**	**4%**	**1,400**	**33%**	**595**	**16%**
LNST	**375**	**954**	4%	**1,273**	33%	**577**	22%
LNST_CĐTS	**295**	**811**	13%	**1,088**	34%	**514**	39%
			Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi
%SG&A/Doanh thu	6.0%	6.2%	0.0%	6.2%	0.0%	6.4%	1.0%
Biên LNG	**51%**	**59%**	**-0.3%**	**61%**	**2.1%**	**68%**	**5.6%**
BĐS	38%	38%	2.5%	40%	1.2%	0%	NA
Năng lượng	61%	67%	-2.0%	71%	3.7%	71%	1.4%
Cho thuê BĐS	41%	45%	0.1%	45%	0.0%	50%	3.3%
Khách sạn	48%	48%	0.3%	48%	0.0%	47%	0.0%

Nguồn: BSC Research, HDG

Dự báo năm 2024

Doanh thu đạt 2,661 tỷ VND (-8% YoY), sụt giảm chủ yếu đến từ mảng BĐS thương mại giảm -24% YoY, chỉ ghi nhận 400 tỷ VND doanh thu từ Charm Villas giai đoạn 2 và trì hoãn thời gian bán hàng Charm Villas giai đoạn 3 sang 2025.

Chi phí tài chính giảm -28% YoY chủ yếu do 1) giảm dư nợ ở các nhà máy điện và 2) môi trường lãi suất hạ nhiệt.

LNST_CĐTS đạt 811 tỷ VND (+13% YoY).

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,063 tỷ VND (+16% YoY) trong đó:

- **Mảng BĐS tăng 42% YoY,** bắt đầu bàn giao dự án Charm villas 3.
- **Mảng năng lượng tăng 14% YoY**, nhờ La nina giúp các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn so với cùng kỳ.

Biên lợi nhuận gộp đạt 61%, tăng 2.1 điểm %. Trong đó, biên gộp mảng năng lượng phục hồi trở lại 3.7 điểm % chủ yếu nhờ các công ty thủy điện hoạt động với hiệu suất tốt hơn.

LNST_CĐTS đạt 1,088 tỷ VND (+34% YoY). Trong trường hợp không ghi nhận dự án Charm Villas, LNST_CĐTS đạt 958 tỷ VND (+18% YoY)

V. Rủi ro

Dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 có thể tạm ngừng hoạt động. Hiện tại, dự án này đang vướng vào sai phạm xây dựng trên đất khoáng sản và EVN có thể không thanh toán tiền điện với dự án. Hồng Phong 4 đóng góp khoảng 6% lợi nhuận gộp của HDG trong năm 2023 và đang chiếm 6% trong tổng định giá doanh nghiệp.

VI. Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HDG, giá mục tiêu năm 2025 là **33,000 VND/CP (upside 20%** so với giá ngày 05/09/2024, bao gồm tỷ suất cổ tức 1.7%) dựa theo phương pháp định giá từng phần.

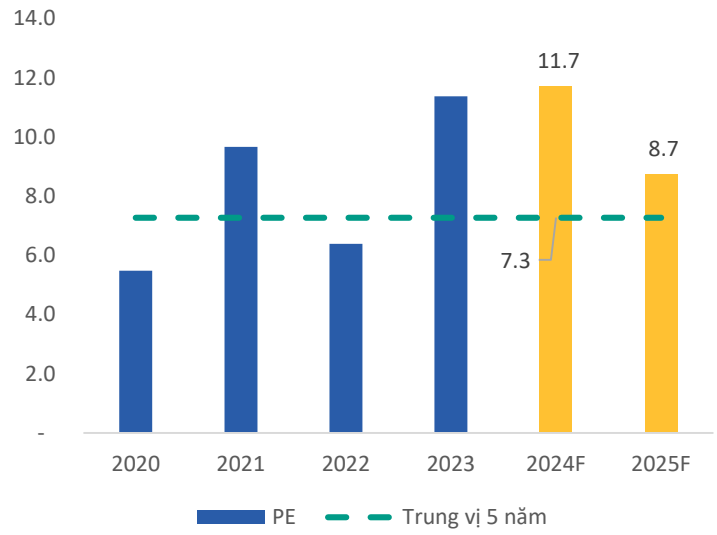
Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản định giá trong đó:

- **Kịch bản cơ sở:** Giả định dự án Hồng Phong 4 hoạt động bình thường trong suốt vòng đời còn lại của dự án
- **Kịch bản xấu:** Giả định dự án Hồng Phong 4 tạm dừng hoạt động, chờ điều tra.

	Phương pháp	NAV	Tỷ lệ sở hữu	Kịch bản cơ sở	Kịch bản xấu
Năng lượng	**DCF**	**9,424**		**7,448**	**6,708**
7A		1,440	100%	1,439	1,439
Hồng Phong 4		892	83%	740	-
Infra 1		824	100%	824	824
Sông Tranh 4		780	63%	491	491
Zahung		953	52%	495	495
Nậm Pông		775	52%	403	403
Nhạn Hạc		1,305	52%	678	678
Đak Mi 2		2,391	98%	2,343	2,343
Sơn Linh, Sơn Nham	Book value	66	52%	34	34
BĐS cho thuê	**Cap Rate**	**1,574**	**100%**	**1,574**	**1,574**
BĐS thương mại		**2,219**		**2,219**	**2,219**
Charm Villa GĐ 3	RNAV	1,120	100%	1,120	1,120
Minh Long	Book value	490	100%	490	490
Green Lane	Book value	292	100%	292	292
CC1 Dịch vọng	RNAV	68	100%	68	68
Sư Vạn Hạnh	RNAV	125	100%	125	125
Noongtha, Lào	Book value	125	100%	125	125
(+) Tiền và tương đương tiền (cty mẹ)				810	810
(-) Nợ vay (cty mẹ)				946	946
Tổng giá trị VCSH				**11,106**	**10,366**
SLCP (triệu CP)				336.4	336.4
Giá mục tiêu				**33,000**	**30,800**
Giá hiện tại				27,900	27,900
Tỷ suất cổ tức				1.7%	1.7%
Upside				**20%**	**12%**

Nguồn: BSC Research

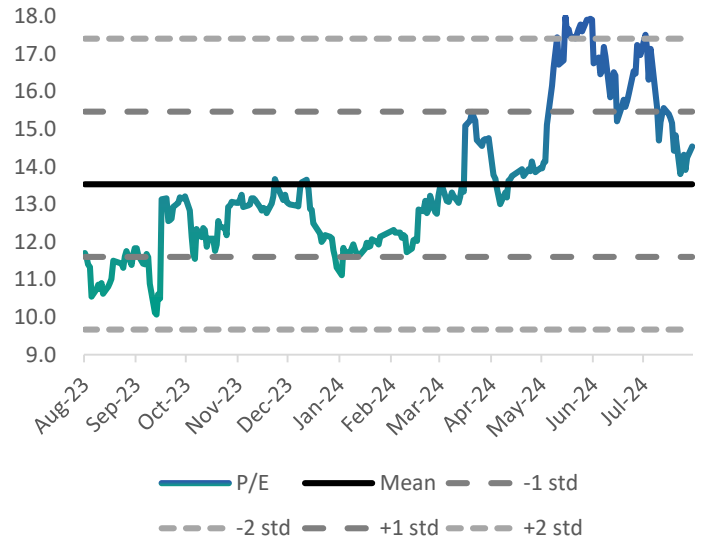
Chỉ số P/E



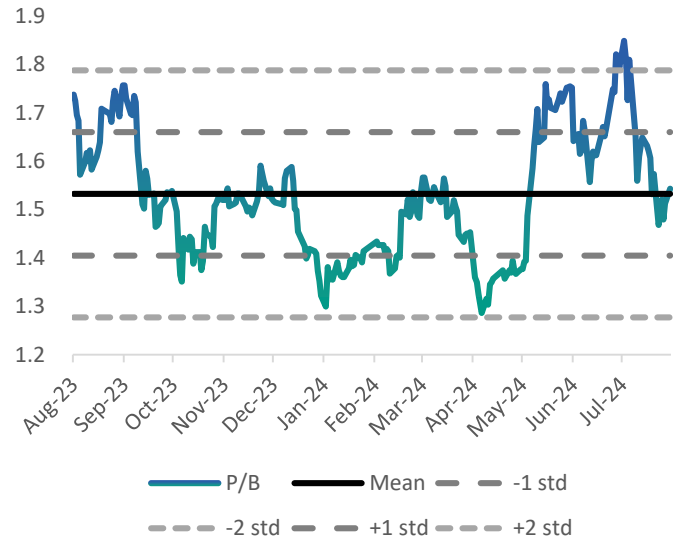
Chỉ số P/B

Nguồn: Fiinpro, BSc Research

Diễn biến P/E của cổ phiếu



Diễn biến P/B của cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3,777	3,581	2,882	3,136	3,394
Giá vốn hàng bán	1,457	1,369	1,166	1,384	1,416
Lợi nhuận gộp	2,320	2,212	1,716	1,752	1,978
Chi phí bán hàng	119	5	8	9	9
Chi phí QLDN	222	159	171	186	201
Lãi/lỗ HDKD	1,979	2,048	1,537	1,558	1,767
Doanh thu tài chính	80	83	40	37	35
Chi phí tài chính	408	517	572	411	367
Chi phí lãi vay	387	501	489	391	347
Lợi nhuận CTLD/LK	-	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(8)	(10)	2	2	2
LN trước thuế	1,643	1,604	1,007	1,186	1,437
TTNDN	308	231	94	103	148
LN sau thuế	1,335	1,373	913	1,083	1,289
CĐTS	247	266	194	122	160
LNST-CĐTS	1,088	1,107	719	962	1,129
EBITDA	2,346	2,633	1,997	1,909	2,183
EPS	3,234	3,291	2,137	2,859	3,355

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	1,335	1,373	913	1,083	1,289
Khấu hao và phân bổ	316	528	501	332	399
Thay đổi vốn lưu động	(494)	152	(834)	89	227
Điều chỉnh khác	(109)	(100)	(112)	-	-
LCTT từ HĐ KD	1,057	1,942	461	1,504	1,915
Tiền chi mua TSCĐ	(1,993)	(429)	(90)	(94)	(2,211)
Đầu tư khác	(81)	349	(142)	-	-
LCTT từ HĐ đầu tư	(2,074)	(80)	(232)	(94)	(2,211)
Tiền chi trả cổ tức	(304)	(267)	(119)	(153)	-
Tiền từ vay ròng	839	(1,241)	(549)	(548)	(548)
Tiền thu khác	310	199	-	-	-
LCTT từ HĐ tài chính	845	(1,309)	(668)	(701)	(548)
Dòng tiền đầu kỳ	438	230	694	256	965
Tiền trong kỳ	(172)	554	(438)	709	(844)
Dòng tiền cuối kỳ	266	784	256	965	122

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	4,116	3,856	3,661	4,690	3,479
Tiền & Tương đương tiền	230	694	246	965	122
Đầu tư ngắn hạn	680	1	388	388	388
Phải thu ngắn hạn	1,713	1,711	1,941	1,825	1,967
Hàng tồn kho	1,365	1,382	1,050	1,225	715
TS ngắn hạn khác	129	68	37	287	287
Tài sản dài hạn	11,775	11,249	10,946	10,165	11,977
Tài sản hữu hình	9,868	9,495	9,089	8,851	10,663
Tài sản dở dang dài hạn	917	818	894	894	894
Đầu tư dài hạn	3	3	63	63	63
Tài sản dài hạn khác	110	98	107	357	357
Tổng Tài sản	15,891	15,105	14,607	14,855	15,456
Tổng nợ ngắn hạn	4,293	3,287	2,395	2,260	2,120
Nợ phải trả	298	181	83	230	90
Vay ngắn hạn	1,289	959	617	617	617
Nợ ngắn hạn khác	2,706	2,147	1,695	1,413	1,413
Tổng nợ dài hạn	6,208	5,270	4,897	4,349	3,801
Vay dài hạn	6,086	5,160	4,809	4,261	3,713
DT chưa thực hiện	9	7	-	-	-
Nợ dài hạn khác	113	103	88	88	88
Tổng nợ phải trả	10,501	8,557	7,292	6,609	5,921
Vốn góp	1,964	2,446	3,058	3,364	3,364
Thặng dư vốn cổ phần	229	375	375	375	375
LN chưa phân phối	1,934	2,341	2,377	2,880	4,009
Vốn chủ khác	206	141	194	194	194
Cổ đông thiểu số	1,057	1,245	1,311	1,433	1,593
Tổng vốn chủ sở hữu	5,390	6,548	7,315	8,245	9,534
Tổng nguồn vốn	15,891	15,105	14,607	14,855	15,456
SLCP (triệu)	196	245	306	336	336

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	0.96	1.17	1.53	2.07	1.64
Hệ số TT nhanh	0.61	0.73	1.08	1.41	1.17
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Hệ số Nợ/VCSH	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	391	366	381	300	250
Số ngày phải thu	89	108	155	150	140
Số ngày phải trả	104	64	41	41	41
CCC	376	410	494	409	349
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	61%	62%	60%	55%	58%
Biên Lợi nhuận ròng	35%	38%	32%	34%	38%
ROE	30%	23%	13%	15%	15%
ROA	9%	9%	6%	7%	9%
Định giá					
PE	9.7	6.4	11.4	9.3	7.9
PB	2.4	1.2	1.2	1.1	0.9
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	-24%	-5%	-20%	10%	8%
Tăng trưởng EBIT	6%	3%	-25%	1%	13%
Tăng trưởng LNTT	7%	-2%	-37%	16%	21%
Tăng trưởng EPS	-13%	2%	-35%	32%	17%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, MUA chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4&9 Tòa nhà President Place

Số 93, Nguyễn Du, Bến nghé,

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>