

## CTCP TẬP ĐOÀN HÀ ĐÔ (HSX: HDG)

- LN ròng Q4/23 tăng 10% svck nhờ chi phí tài chính giảm (-20% svck). Lũy kế cả năm 2023, LN ròng giảm 35% svck do thủy điện suy giảm và BDS trầm lắng.
- LN ròng 2024-25 dự kiến tăng trưởng 37% svck và 18% svck, với động lực chính đến từ bàn giao dự án BĐS nhà ở Charm Villa GD3, phân bổ đều trong 2024-26.
- Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 32,300đ/cp.

### KQKD 2023: Thủy văn kém thuận lợi cùng BĐS đóng băng

Doanh thu HDG Q4/23 giảm 25% svck chủ yếu do doanh thu mảng BDS nhà ở giảm mạnh 72% svck trong bối cảnh doanh nghiệp chưa mở bán dự án mới. Tuy nhiên LN ròng tăng 10% svck, hỗ trợ bởi biên LN gộp BĐS cải thiện và chi phí tài chính giảm mạnh 20% svck.

Cả năm 2023, doanh thu giảm 20% svck đạt 2,882 tỷ đồng chủ yếu do không mở bán các dự án BDS mới và thủy văn kém hơn năm 2022. Biên LN gộp cả năm giảm 2 điểm % svck, kéo LN gộp giảm 22% svck tương ứng với doanh thu. Chi phí tài chính tăng 10.6% svck chủ yếu đến từ lỗ chênh lệch tỷ giá khoản vay gốc ngoại tệ. Theo đó, LN ròng cả năm 2023 đạt 713 tỷ đồng, giảm 35% svck và chỉ hoàn thành 76% dự phóng trước của chúng tôi.

### Triển vọng 2024-25: Động lực tăng trưởng từ dự án Charm Villa

Nhìn sang giai đoạn 2024-25, dự kiến doanh thu mảng điện sẽ lần lượt tăng 6% svck trong 2024 sau đó giảm nhẹ 4% svck trong 2025, đạt 2,046 tỷ đồng và 1,960 tỷ đồng, tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu. Trong đó, sản lượng thủy điện sẽ có sự phục hồi nhẹ từ nửa cuối 2024 hỗ trợ bởi các nhà máy luôn duy trì mực nước tốt và pha El Nino kết thúc. Điện NLTT sẽ duy trì mức sản lượng ổn định.

Chúng tôi nhận thấy động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận HDG đến từ mở bán Charm Villa GD3. Hiện tại, dự án đã được hoàn thiện toàn bộ mặt ngoài của sản phẩm, và sẵn sàng mở bán. Trong bối cảnh không gặp áp lực về dòng tiền, doanh nghiệp vẫn đang chờ đợi thời điểm tốt của thị trường để có thể hưởng lợi từ đà tăng giá bán tại khu vực. Chúng tôi dự tính dự án sẽ đem về tổng cộng 2,108 tỷ đồng doanh thu và 971 tỷ đồng LN ròng, với tiến độ bàn giao lượt 34%/41%/25% trong giai đoạn 2024-26. Theo đó, LN ròng của HDG dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 37% svck và 18% svck đạt 977 tỷ đồng và 1,149 tỷ đồng trong 2024-25.

### Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,300 đồng/cổ phiếu

Trong bối cảnh giá cổ phiếu HDG đã chiết khấu gần 13%, phản ánh những lo ngại của nhà đầu tư về những vụ việc sai phạm của nhóm điện mặt trời, chúng tôi nhận thấy đây là cơ hội tốt để tích lũy một cổ phiếu có định giá rẻ (P/E 2024 8.6x, thấp hơn 16% sv trung bình ngành) và tài sản chất lượng. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá thành phần SOTP, và đưa ra giá mục tiêu 32,300đ/cp với tiềm năng tăng giá 24%, sau khi đã lượng hóa những rủi ro từ các dự án sai phạm.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Doanh thu thuần	3,581	2,882	3,291	3,558
Lợi nhuận ròng	1,096	712	977	1,149
Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.2%	-19.5%	14.2%	8.1%
Tăng trưởng LN ròng	-0.1%	-35.1%	37.3%	17.5%
Biên LN gộp	61.8%	59.5%	65.3%	62.8%
Biên EBITDA	70.3%	66.6%	72.5%	71.2%
ROAE	20.7%	11.9%	14.8%	14.7%
ROAA	7.3%	4.9%	6.3%	6.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	3,391	2,142	2,975	3,472
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,345	19,635	21,595	25,524

Nguồn: BCTC HDG, MBS dự phóng và tổng hợp

MUA

Giá mục tiêu

VND 32,300

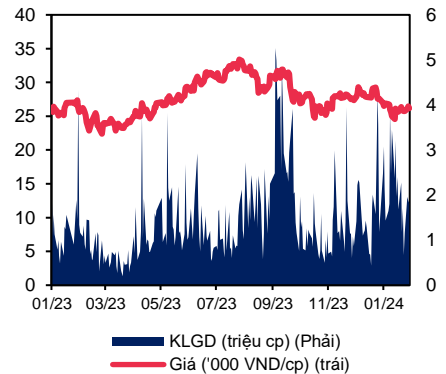
Tiềm năng tăng giá

24.00%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS 2024/25 giảm 14%/4% sv dự phóng trước

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	26,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,400
Vốn hóa (tỷ VND)	8,011
P/E (TTM)	11.2
P/B	1.4
Thị suất cổ tức (%)	0.5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	19.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Trọng Thông	31.8%
Nguyễn Văn Tô	8.1%
CBTC Vietnam Equity Fund	6.0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

## CTCP Tập đoàn Hà Đô (HSX: HDG)

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

#### Chúng tôi ưa thích HDG bởi:

- Doanh nghiệp điện đầu ngành, tập trung hai mũi nhọn thủy điện và điện NLTT. HDG có năng lực triển khai và vận hành, các dự án có suất đầu tư rẻ chỉ trung bình 25 tỷ đồng/MW cho cả danh mục điện (461MW), cùng với sản lượng huy động thực tế tối ưu đặc biệt các dự án thủy điện và điện mặt trời hỗ trợ tỉ suất LN dự kiến (IRR) của các dự án duy trì ở mức >20%. Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp sẽ tiếp tục phát huy những năng lực này cho các dự án sắp tới, với mục tiêu nâng gấp đôi tổng công suất lên khoảng 964MW trong giai đoạn 2025-30.
- Động lực tăng trưởng 2024-25 đến từ bàn giao và ghi nhận doanh thu dự án Charm Villa GD 3 với tổng mức doanh thu và LN ròng dự kiến đạt 2,108 tỷ đồng và 971 tỷ đồng. Hỗ trợ tăng trưởng kép LN ròng đạt 27% giai đoạn 2024-25. Doanh nghiệp có quỹ đất lớn, hưởng lợi từ 2025 khi các dự luật cho bất động sản được ban hành và có hiệu lực.
- Sức khỏe tài chính tốt là yếu tố giúp HDG vững vàng trong bối cảnh thị trường có nhiều khó khăn, chi phí tài chính thấp hơn so với các doanh nghiệp đa ngành khác do sở hữu những dự án tốt, chủ động trong việc đàm phán những khoản vay với biên độ thấp hơn chỉ ~2.5-3%.

#### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,300đ/cp

Với những rủi ro từ vụ việc sai phạm triển khai các dự án điện mặt trời, giá cổ phiếu đã giảm 13% từ thời điểm ra văn bản của Thanh tra Chính phủ, phản ánh những lo ngại của nhà đầu tư về triển vọng của doanh nghiệp. Theo quan điểm của chúng tôi, việc giá cổ phiếu điều chỉnh giảm sẽ đem lại cơ hội tích lũy cổ phiếu có định giá rẻ (P/E 2024 8.6x, thấp hơn 16% sv trung bình ngành) và tài sản chất lượng. Đối với dự án Hồng Phong 4, trách nhiệm sai phạm đã công bố không thuộc về HDG nên chúng tôi giữ nguyên mô hình định giá của dự án. Đối với dự án ĐMT Infra 1, chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán điện 45% theo khung giá NLTT chuyển tiếp. Theo đó, HDG vẫn có mức định giá hấp dẫn sau khi lượng hóa các rủi ro.

Tổng hợp lại, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP đối với các hoạt động kinh doanh của HDG. Áp dụng định giá DCF (WACC: 10.4%) cho mảng điện, RNAV cho mảng BDS nhà ở (tỷ lệ chiết khấu: 12%) và phương pháp vốn hóa cho mảng cho thuê BDS và khách sạn (tỷ suất vốn hóa 10%). Giá mục tiêu 32,300đ/cp với tiềm năng tăng giá 24%

#### Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Thị trường BĐS phục hồi như kỳ vọng, hỗ trợ quá trình triển khai và bán hàng các dự án BĐS.
- Giá trần cho NLTT xác định theo Thông Tư 19 được ban hành trong 2024.

#### Rủi ro giảm giá bao gồm:

- El Nino duy trì lâu hơn dự kiến, ảnh hưởng sản lượng nhóm thủy điện.

- Hướng xử lý cho các dự án ĐMT nghiêm trọng hơn dự kiến, đặc biệt là Hồng Phong 4 nếu như dự án phải di dời sớm hơn dự kiến.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Bảng tổng hợp định giá SOTP

Phương pháp định giá từng phần	Giá trị tỷ đồng	Phương Pháp	Tỷ trọng
Điện	11,565	DCF (WACC: 10.4%)	
BĐS Nhà ở	3,190	RNAV (Tỷ lệ chiết khấu: 12%)	
Cho thuê BĐS và khách sạn	1,124	PP vốn hóa (tỷ suất vốn hóa 10%)	
Xây dựng	45	Giá trị sổ sách cuối Q4/23	
Khác	63	Giá trị sổ sách cuối Q4/23	
(+) Tiền và tương đương tiền	633		
(-) Nợ vay	5,426		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1,311		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>9,884</b>		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	306		
<b>Giá trị mỗi cp (VND/cp)</b>			<b>32,325</b>
<b>Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)</b>			<b>32,300</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa triệu USD	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
						Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	29,700	32,200	MUA	384	72.2	12.0	1.7	1.2	9.4	7.5	5.1	13.0
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	8,240	NA	KKN	180	58.0	NA	0.7	NA	25.6	NA	-0.8	NA
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	55,900	72,000	MUA	928	10.4	8.6	1.3	1.1	7.2	6.8	15.2	13.0
<i>Trung bình</i>						46.9	10.3	1.2	1.1	14.1	7.1	6.5	13.0
<b>Doanh nghiệp thủy điện</b>													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	13,200	NA	KKN	183	34.2	17.7	1.2	1.0	10.1	8.3	2.3	5.8
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	26,350	NA	KKN	157	11.3	NA	2.0	NA	6.8	NA	17.1	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN Equity	46,600	NA	KKN	453	11.2	NA	2.2	NA	6.2	NA	23.6	NA
<i>Trung bình</i>						18.9	17.7	1.8	1.0	7.7	8.3	14.3	5.8
<b>CTCP Tập đoàn Hà Đô</b>	<b>HDG VN Equity</b>	<b>26,650</b>	<b>32,300</b>	<b>MUA</b>	<b>329</b>	<b>11.2</b>	<b>8.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>6.8</b>	<b>6.3</b>	<b>11.7</b>	<b>13.7</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Cập nhật kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2023

### Thủy văn kém thuận lợi cùng mảng BĐS trầm lắng

Hình 3: Tổng hợp KQKD Q4/23 & 2023 HDG

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/23	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng qoq (%)	2023	Tăng trưởng svck (%)	Sv dự phóng (%)	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>861</b>	<b>-25%</b>	<b>87%</b>	<b>2,882</b>	<b>-20%</b>	<b>86%</b>	<b>Doanh thu Q4/23 giảm 31% svck chủ yếu do doanh thu BDS nhà ở giảm mạnh. Doanh thu cả năm 2023 giảm 20% svck đến từ hai mảng kinh doanh chính là BDS và điện ghi nhận kết quả kém khả quan</b>
Kinh doanh điện	644	-1%	80%	1,939	-8%	108%	Doanh thu điện Q4/23 đi ngang svck, hỗ trợ bởi sản lượng điện gió cải thiện và thủy văn tốt hơn các quý trước. Doanh thu cả năm giảm 8% svck chủ yếu do sản lượng thủy điện giảm 16% svck, bù đắp bởi sản lượng điện NLTT cải thiện nhẹ 8% svck.
BDS Nhà ở + Xây lắp	101	-73%	NA	522	-53%	44%	Q4/23 ghi nhận doanh thu BDS 99 tỷ, chủ yếu đến từ bàn giao một số căn liền kề từ các dự án cũ. Doanh thu BDS cả năm giảm 53% svck do không ghi nhận mở bán các dự án mới. Doanh thu xây lắp 2023 đạt 240 tỷ, tăng mạnh svck do ghi nhận doanh thu bán đất nền từ các dự án cũ
Cho thuê BDS đầu tư và khách sạn	118	28%	26%	421	20%	119%	Doanh thu cho thuê văn phòng đi ngang, doanh thu cho thuê khách sạn tăng cao trong Q4/23, hỗ trợ doanh thu mảng tăng 28% svck. Cả năm 2023, doanh thu mảng cho thuê văn phòng và khách sạn tăng 20% svck.
<b>LN gộp</b>	<b>586</b>	<b>-4%</b>	<b>139%</b>	<b>1,716</b>	<b>-22%</b>	<b>85%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>68%</i>	<i>15 đ%</i>	<i>15 đ%</i>	<i>60%</i>	<i>-2 đ%</i>		Biên LN gộp Q4/23 tăng mạnh 13 đ%, hỗ trợ bởi biên LN gộp mảng BDS cải thiện trong khi cùng kỳ năm ngoái ghi nhận lỗ
Kinh doanh điện	486	-8%	129%	1,336	-12%	105%	LN gộp Q4/23 giảm 8% svck, chủ yếu do sản lượng thủy điện giảm, làm giảm biên LN gộp.
BDS Nhà ở + Xây lắp	41	77%	NA	187	-66%	31%	LN gộp mảng BDS nhà ở Q4/23 đạt 43 tỷ từ mức lỗ 3 tỷ Q4/22, do ghi nhận doanh thu bán hàng từ các dự án cũ. Trong đó, LN gộp mảng xây lắp không đáng kể.
Cho thuê BDS đầu tư và khách sạn	60	-4%	48%	193	41%	68%	
Chi phí bán hàng & QLDN	51	-5%	148%	179	9%	121%	
<b>EBIT</b>	<b>535</b>	<b>-4%</b>	<b>138%</b>	<b>1,537</b>	<b>-25%</b>	<b>87%</b>	
Doanh thu tài chính	13	3%	25%	40	-52%	59%	Doanh thu tài chính Q4/23 đi ngang svck, doanh thu tài chính cả năm giảm 59% svck do trong 2022 doanh nghiệp ghi nhận thêm doanh thu bất thường khác.
Chi phí tài chính	155	-20%	29%	572	10.6%	120%	Chi phí tài chính Q4/23 giảm 20% svck, hỗ trợ bởi dư nợ vay giảm nhẹ, và lãi vay có xu hướng giảm mạnh từ cuối Q3/23. Tuy nhiên, chi phí tài chính cả năm 2023 vẫn tăng 10.6% svck phần lớn do lỗ chênh lệch tỷ giá.
<b>LN trước thuế</b>	<b>403</b>	<b>7%</b>	<b>268%</b>	<b>1,007</b>	<b>-37%</b>	<b>74%</b>	
<i>Biên LN trước thuế</i>	<i>47%</i>	<i>14 đ%</i>	<i>97%</i>	<i>35%</i>	<i>-10 đ%</i>		
Thuế thu nhập DN	31	-18%	211%	101	-58%	49%	
<b>LN sau thuế</b>	<b>373</b>	<b>10%</b>	<b>274%</b>	<b>906</b>	<b>-33%</b>	<b>78%</b>	
Lợi ích CDTS	84	-7%	453%	194	-27%	89%	
<b>LN ròng</b>	<b>289</b>	<b>16%</b>	<b>242%</b>	<b>712</b>	<b>-35%</b>	<b>76%</b>	LN ròng Q4/23 tăng 16% svck hỗ trợ bởi chi phí tài chính giảm. Tuy nhiên, LN ròng cả năm 2023 giảm 35% svck và chỉ hoàn thành 76% dự phóng trước của chúng tôi do doanh nghiệp đẩy tiến độ mở bán Charm Villa GD3 sang 2024.

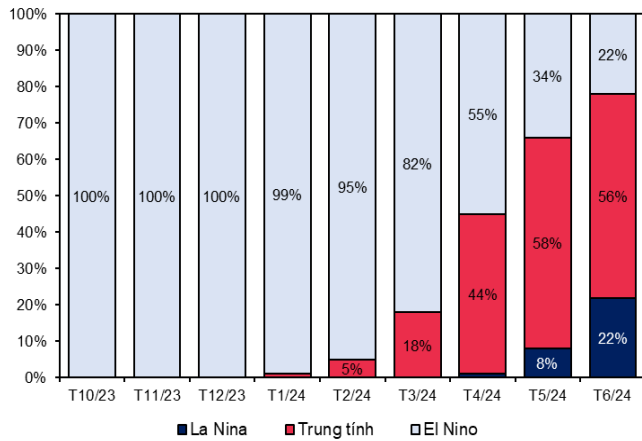
Nguồn: HDG, MBS Research

## Triển vọng 2024-25: Động lực tăng trưởng đến từ Charm Villa GD3

### Màng Điện: Kỳ vọng thủy điện phục hồi từ nửa cuối năm 2024

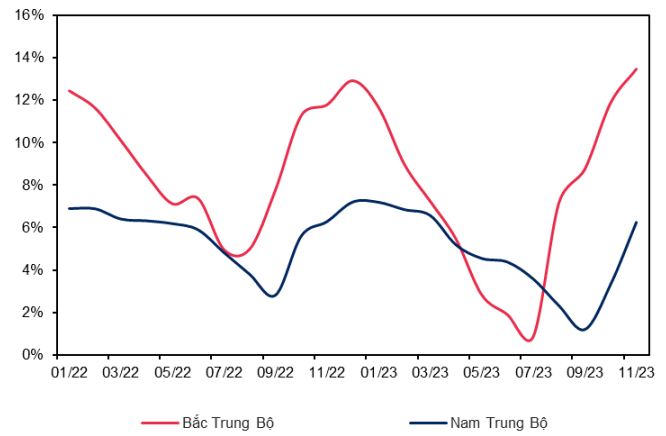
**Màng thủy điện:** Trong bối cảnh pha El Nino dự kiến duy trì đến ít nhất Q2/24, sẽ vẫn có những khó khăn về huy động sản lượng thủy điện trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sẽ có một sự phục hồi nhẹ 5% svck đạt 1,221 triệu kWh, hỗ trợ bởi pha thời tiết thuận lợi hơn từ nửa cuối năm, cũng như là giai đoạn mùa mưa miền Trung – vị trí đặt các nhà máy HDG. Doanh thu và LN gộp theo đó tăng 4.6% svck và 5.8% svck đạt lần lượt 1,400 tỷ đồng và 1,052 tỷ đồng. Nhìn sang 2025, chúng tôi dự phóng sản lượng sẽ duy trì quanh mức trung bình 3 năm, đạt 1,246 triệu kWh (+2.0% svck). Doanh thu và LN gộp theo đó đạt 1,423 tỷ đồng (+1.6% svck) và 1,073 tỷ đồng (+2% svck). Đáng chú ý, biên LN gộp mảng thủy điện duy trì ở mức cao, hỗ trợ bởi các nhà máy có sản lượng tối ưu cùng suất đầu tư rẻ.

Hình 4: Theo IRI, dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong cuối 2023 và duy trì đến Q2/24 với xác suất xảy ra cao nhất



Nguồn: IRI, MBS Research

Hình 5: Mức nước hồ thủy điện so với mức nước chết tại khu vực Trung bộ đã cải thiện từ Q4/23 so với giai đoạn nửa đầu năm



Nguồn: EVN, MBS Research

**Màng NLTT:** Cần theo dõi nhưng diễn biến đối với các dự án điện mặt trời của HDG được điểm tên trong danh sách sai phạm:

- Dự án SP Infra 1 (50MW) nằm trong danh sách 14 dự án điện mặt trời đang hưởng cơ chế giá FIT không đúng với nghị quyết. Tuy hiện tại, dự án vẫn đang chạy với mức giá 9,35 UScent/kWh, chúng tôi nhận thấy có rủi ro điều chỉnh giá FIT theo quan điểm thận trọng, và áp dụng giá bán theo khung chuyển tiếp là ~5,1 UScent/kWh từ 2025.
- ĐMT Hồng Phong 4 (48MW) sai phạm xây dựng trên mô dự trữ khoáng sản quốc gia. Theo văn bản, trách nhiệm chính vẫn thuộc các Bộ/sở ngành và UBND tỉnh. Tuy nhiên trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi cho rằng có rủi ro di dời sớm khi vụ việc được chuyển đến cơ quan An ninh để điều tra làm rõ.

Về triển vọng sản lượng, các nhà máy điện mặt trời vẫn đang hoạt động hiệu quả, ghi nhận sản lượng cao, trung bình đạt 92-93% sản lượng thiết kế trong 2024-25. Tuy nhiên, chúng tôi giả định trường hợp xấu khi SP Infra 1 phải giảm giá FIT từ 2025, và sử dụng khung giá chuyển tiếp làm cơ sở tính giá cho hiện tại. Dự kiến doanh thu ĐMT 2024-25 đạt lần lượt 386 tỷ đồng (+4.6%

svck) – 294 tỷ đồng (-23.6% svck), LN gộp đạt 272 tỷ đồng (+6.2% svck) – 185 tỷ đồng (-32% svck).

Đối với điện gió, sản lượng 7A Ninh Thuận 2023 cải thiện 23% svck do trong 2022 một số tuabin gặp vấn đề kỹ thuật và tỉ lệ sẵn sàng chưa cao. Nhìn sang 2024, chúng tôi duy trì mức sản lượng tăng 13% svck đạt 127 triệu kWh (83% sản lượng thiết kế), sau đó duy trì mức sản lượng trung bình 3 năm đạt 120 triệu kWh (80% sản lượng thiết kế) cho 2025 theo quan điểm thận trọng. Doanh thu 2024-25 lần lượt đạt 260 tỷ đồng (+14.7% svck) và 242 tỷ đồng (-6.9% svck). LN gộp đạt 154 tỷ đồng (+25% svck) và 137 tỷ đồng (-11.1% svck).

Hình 6: Kết quả dự phóng mảng điện 2023-25

	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Sản lượng</b>	<b>461</b>	<b>1,547</b>	<b>558</b>	<b>902</b>	<b>1,652</b>	<b>1,450</b>	<b>1,520</b>	<b>1,537</b>
% svck				62%	83%	-12%	5%	1%
Thủy điện	313	1,211	442	709	1,390	1,168	1,221	1,246
Điện mặt trời	98	184	116	168	171	170	171	171
Điện gió	50	152	-	25	91	112	127	120
<b>Giá bán bình quân</b>	<i>đ/kWh</i>		<b>1,775</b>	<b>1,789</b>	<b>1,761</b>	<b>1,781</b>	<b>1,815</b>	<b>1,799</b>
Thủy điện			1,213	1,233	1,124	1,146	1,146	1,141
Điện mặt trời			2,153	2,165	2,181	2,171	2,251	2,229
Điện gió			1,957	1,968	1,978	2,027	2,047	2,026
<b>Doanh thu</b>	<i>tỷ đồng</i>		<b>786</b>	<b>1,276</b>	<b>2,116</b>	<b>1,935</b>	<b>1,959</b>	<b>1,960</b>
% svck	%			62%	66%	-9%	1%	0%
Thủy điện			536	874	1,563	1,339	1,400	1,423
Điện mặt trời			250	364	373	369	299	294
Điện gió			-	49	180	227	260	242
<b>LN gộp</b>	<i>tỷ đồng</i>		<b>592</b>	<b>957</b>	<b>1,544</b>	<b>1,373</b>	<b>1,395</b>	<b>1,395</b>
% svck	%			62%	61%	-11%	2%	0%
Thủy điện			417	688	1,206	994	1,052	1,073
% biến LN gộp	%		78%	79%	77%	74%	75%	75%
Điện mặt trời			175	251	260	256	189	185
% biến LN gộp	%		70%	69%	70%	69%	63%	63%
Điện gió			-	19	78	122	154	137
% biến LN gộp	%		NA	38%	43%	54%	59%	57%

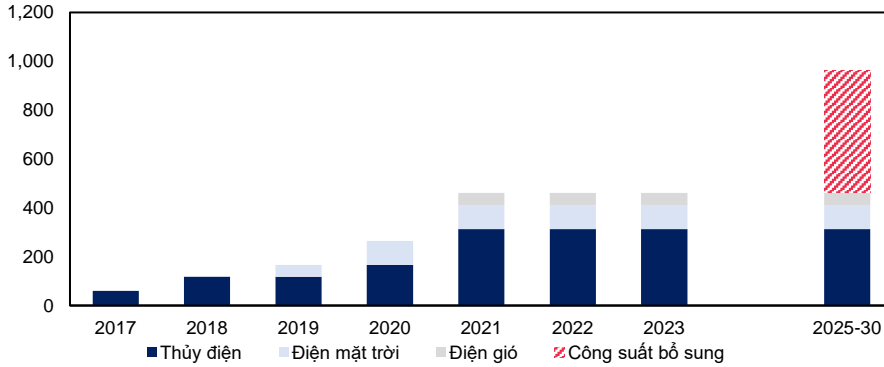
Nguồn: HDG, MBS Research

Về kế hoạch triển khai nguồn điện, doanh nghiệp đang thực hiện M&A 2 dự án thủy điện nhỏ Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW) dự kiến đi vào vận hành trong 2027-28. Ngoài ra, HDG cũng đang nghiên cứu cơ hội đầu tư vào một dự án cụm 3 nhà máy thủy điện (300MW) trong 2025-30.

Về kế hoạch phát triển nguồn điện NLTT, doanh nghiệp vẫn đang theo sát dự án điện gió Phước Hữu 50MW tại Ninh Thuận, trong trường hợp mức giá cho NLTT mới theo Thông tư-19 được ban hành từ 2024 đủ khả thi, doanh nghiệp sẽ lên kế hoạch để triển khai dự án ngay sau đó, ngoài ra, HDG cũng sở hữu danh sách một số dự án điện gió khác cũng đã được đưa vào QHĐ8 bao gồm Ea H'leo (57MW) và Hướng Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40MW), và An Phong (300MW) cùng với mục tiêu gấp đôi công suất vào giai đoạn 2025-30. Hiện tại, chúng tôi chưa bổ sung các dự án mới vào mô hình định giá do triển vọng giá NLTT chưa rõ ràng cũng như những rủi ro về xử lý các sai phạm trong quy hoạch.



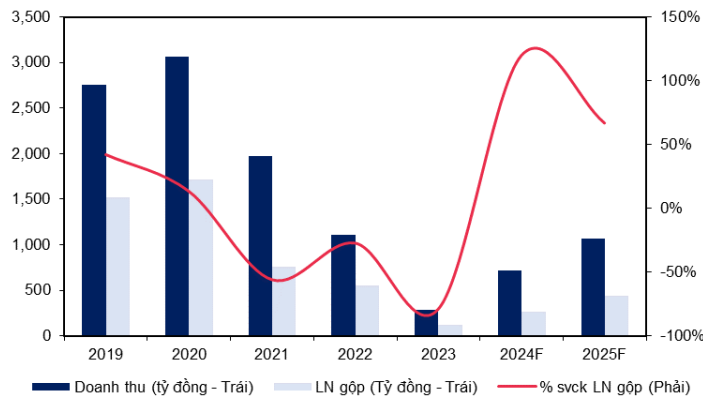
Hình 7: HDG duy trì mục tiêu nâng tổng công suất lên gấp đôi trong giai đoạn 2025-30, tập trung vào nhóm thủy điện và điện gió (Đơn vị: MW)



Nguồn: HDG, MBS Research

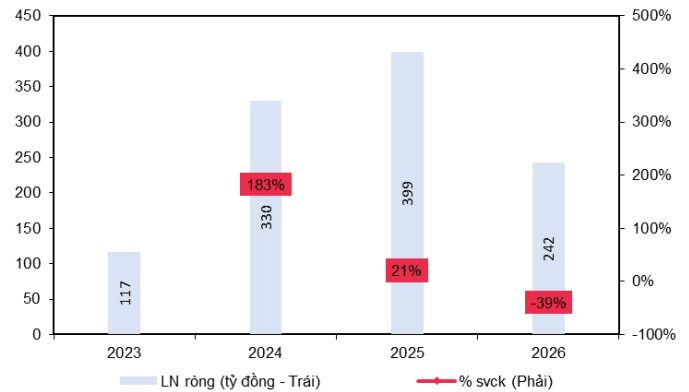
### Bất động sản nhà ở: Động lực chính đến từ ghi nhận doanh thu Charm Villa GD3

Hình 8: Doanh thu mảng BDS tăng mạnh với động lực chính đến từ Charm Villa GD3 phân bổ chủ yếu trong 2024-26...



Nguồn: HDG, MBS Research

Hình 9: ...Theo đó, LN ròng dự kiến sẽ tăng mạnh trong giai đoạn này.



Nguồn: HDG, MBS Research

Trong 2024-26, dự kiến doanh nghiệp sẽ bắt đầu mở bán Charm Villa GD3 với hơn 100 căn, chủ yếu là căn hộ liền kề. Hiện tại, dự án về cơ bản đã hoàn thành toàn bộ phần ngoài của sản phẩm và sẵn sàng mở bán. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá nhà tại khu vực đang có xu hướng tăng với một số dự án lân cận đang mở bán với mức giá cao. Trong bối cảnh Hà Đô không gặp áp lực về dòng tiền, việc lùi thời điểm bán để tham chiếu lại giá thị trường là một quyết định hợp lý nhằm cải thiện hiệu quả biên LN của dự án.

Chúng tôi cho rằng tỉ lệ hấp thụ các dự án căn hộ cao cấp/cận cao cấp sẽ không quá tốt trong tình hình hiện nay, và việc tăng giá sẽ phần nào làm chậm tiến độ bán hàng. Chúng tôi dự phóng Charm Villa sẽ bàn giao khoảng 34% số căn hộ trong 2024, đem về 713 tỷ đồng doanh thu và 330 tỷ đồng LN ròng. 41% số căn hộ sẽ được bàn giao trong 2025 và còn lại 25% số căn hộ sẽ bàn giao trong 2026. Dự kiến GD3 Charm Villa sẽ đem về 2,108 tỷ đồng doanh thu và tổng cộng 971 tỷ đồng LN ròng theo dự phóng của chúng tôi, tương đương mức giá bán giả định khoảng 95-100 triệu/m<sup>2</sup>.

Hình 10: Dánh sách các dự án gói đầu của HDG, ngoài Charm Villa, pháp lý và tiến độ triển khai các dự án còn lại chưa rõ ràng

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (m2)	Diện tích xây dựng (m2)	Tiến độ dự án
Charm Villa GD3	An Khánh, Hà Nội	Villas/Shophouse	103,810	21,838	Hoàn thiện dự án
Hado Green Lane	Quận 8, TP.HCM	Căn hộ	23,237	80,015	Trả tiền sử dụng đất, phê duyệt quy hoạch 1/2000, vướng pháp lý trong chuyển đổi mục đích sử dụng đất
Hado Linh Trung (Minh Long)	Quận Thủ Đức, TP.HCM	Căn hộ/nhà thấp tầng	27,125	NA	Phê duyệt quy hoạch 1/2000, vướng pháp lý trong chuyển đổi mục đích sử dụng đất
Allia Bảo Đại	Nha Trang, Khánh Hòa	Villas/Khách sạn	89,200	4,125	Đã có phê duyệt 1/500, đã trả tiền sử dụng đất
Dịch Vọng Complex	Cầu Giấy, Hà Nội	Căn hộ/văn phòng	9,865	250,000	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500
Nongtha Central Park	Viên Chăn, Lào	Villas	745,000	NA	Đã có phê duyệt 1/500, hoàn thành xây dựng cảnh quan.

Nguồn: HDG, MBS Research

Tuy có nhiều dự án gói đầu và quỹ đất lớn, tình hình triển khai dự án và phê duyệt pháp lý của doanh nghiệp vẫn gặp nhiều vướng mắc trong bối cảnh thị trường BĐS chưa được cung cấp những hướng dẫn cụ thể để hoàn thiện pháp lý theo luật đất đai mới. Ngoài Charm Villa, doanh nghiệp hiện chưa có quỹ đất sẵn sàng triển khai trong thời điểm này. Các dự án như Hado Minh Long và Hado Green Lane đang vướng mắc ở khâu chuyển đổi mục đích sử dụng đất, hiện tại doanh nghiệp vẫn cần chờ những văn bản hướng dẫn từ UBND Tỉnh để triển khai các bước tiếp theo. Ngoài ra, doanh nghiệp đang tập trung chốt phương án M&A một dự án trong Quận 6 (TPHCM), đang đợi phê duyệt quy hoạch 1/500 với diện tích khoảng 8.000m.

Trong Q4/23, đang lên kế hoạch đầu tư hai dự án BĐS KCN tại Ninh Thuận 100ha, đồng thời chia sẻ về chiến lược đầu tư vào các dự án BĐS KCN tại các khu vực có giá rẻ thời gian tới. HDG dự kiến triển khai đầu tư các dự án từ những khâu đầu tiên, nghĩa là sẽ làm việc trực tiếp với UBND Tỉnh từ khâu xin đất, chứ không M&A các dự án có sẵn. Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược hợp lý, hỗ trợ giảm suất đầu tư và cải thiện hiệu quả sinh lời của dự án.

Hiện tại, chúng tôi chỉ đưa giá trị sổ sách các dự án BDS còn lại vào mô hình định giá do chưa có tiến độ cụ thể về cả pháp lý và thời gian mở bán. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HDG sở hữu nhiều tiềm năng tăng trưởng từ mũi nhọn BĐS trong các năm tới khi thị trường ấm lên và có những nghị định hướng dẫn rõ ràng cho luật đất đai mới.



## Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh 2024-25

Hình 11: Tổng hợp dự phóng KQKD 2024-25

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	%svck	Δ% sv dự báo cũ	2025	%svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>2,882</b>	<b>3,291</b>	<b>14%</b>	<b>-7%</b>	<b>3,558</b>	<b>8%</b>	<b>-5%</b>	
Kinh doanh điện	1,939	2,046	6%	3%	1,960	-4%	-6%	Điều chỉnh giảm doanh thu điện 2025 6% phản ánh giá bán thấp hơn từ SP Infra 1.
BDS Nhà ở	282	713	153%	-46%	1,062	49%	-20%	Điều chỉnh giảm doanh thu BDS 2024-25 đi 46%-20% chủ yếu do giãn tiến độ Charm Villa GD3 trong 2024-26.
Cho thuê BDS đầu tư và khách sạn	421	404	-4%	35%	413	2%	18%	Điều chỉnh tăng doanh thu cho thuê BDS và Khách sạn 2024-25 lên 35%-18% tương ứng theo kết quả 2023 tốt hơn dự kiến.
Xây lắp + khác	240	128	-47%	NA	123	-4%	NA	
<b>LN gộp</b>	<b>1,716</b>	<b>2,150</b>	<b>25%</b>	<b>-4%</b>	<b>2,235</b>	<b>4%</b>	<b>-6%</b>	<b>Điều chỉnh LN gộp 2024-25 giảm tương ứng theo doanh thu</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>	60%	65%	6%		63%	-3%		
Kinh doanh điện	1,336	1,479	11%	8.5%	1,395	-6%	-0.3%	
BDS Nhà ở	164	454	177%	-34%	628	39%	-9%	LN gộp BDS nhà ở 2024-25 giảm tương ứng theo doanh thu
Cho thuê BDS đầu tư và khách sạn	193	206	6%	31%	199	-3%	14%	
Xây lắp + khác	23	13	-47%	NA	12	-4%	NA	
Chi phí bán hàng&QLDN	179	220	23%	-19%	230	5%	-8%	
<b>EBIT</b>	<b>1,454</b>	<b>1,836</b>	<b>26%</b>	<b>-5%</b>	<b>1,983</b>	<b>8%</b>	<b>-5%</b>	
Doanh thu tài chính	40	76	89%	-24%	120	58%	-20%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính 2024-25 đi 24%-2% do điều chỉnh giảm giá định lãi suất tiền gửi, kéo doanh thu tiền gửi giảm.
Chi phí tài chính	489	475	-3%	13%	442	-7%	5%	Điều chỉnh tăng chi phí tài chính 2024-25 lên 13%-5% do dư nợ vay còn lại của 2023 cao hơn dự kiến.
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,007</b>	<b>1,445</b>	<b>43%</b>	<b>-6%</b>	<b>1,669</b>	<b>16%</b>	<b>8%</b>	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	35%	44%	9%		47%	3%		
Thuế thu nhập DN	101	229	126%	-2%	285	24%	22%	
<b>LN sau thuế</b>	<b>906</b>	<b>1,216</b>	<b>34%</b>	<b>-7%</b>	<b>1,384</b>	<b>14%</b>	<b>6%</b>	
Lợi ích CDTS	194	238	23%	-5%	235	-1%	-7%	
<b>LN ròng</b>	<b>712</b>	<b>977</b>	<b>37%</b>	<b>-14%</b>	<b>1,149</b>	<b>18%</b>	<b>-4%</b>	<b>LN ròng 2024-25 điều chỉnh giảm 14%-4% sv báo cáo trước.</b>
EPS (đồng/cp)	2,142	2,975	27%	-14%	3,472	18%	-4%	

Nguồn: HDG, MBS Research



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Lê Minh Anh*

*Lê Ngọc Hưng*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Đỗ Lan Phương*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*