

**CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG)**  
**ĐIỆN**

**Khả quan (từ Trung lập)**

Giá hiện tại	VND26.550
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND33.400/VND22.880
Giá mục tiêu	VND33.700
Giá mục tiêu trước đó	VND40.200
Consensus	+5,2%
Tiềm năng tăng giá	26,9%
Tỷ suất cổ tức	4,1%
Tổng tỷ suất sinh lời	31,0%

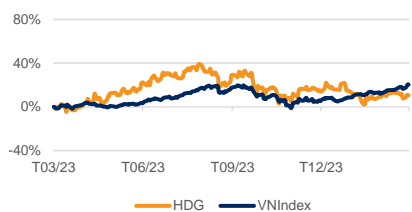
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	340
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	1,90
Sở hữu NN (tr USD)	103
Số CP lưu hành (tr)	306
Số CP sau pha loãng (tr)	306

	HDG	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt	11,2x	46,7x	14,4x
P/B hiện tại	1,3x	1,2x	1,8x
ROA	5,0%	2,4%	2,0%
ROE	11,9%	5,6%	12,1%

\*dữ liệu ngày 29/02/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HDG	1,7	-4,0	12,9
Tương quan VNIndex	-4,9	-17,6	-9,4

**Cơ cấu sở hữu**

Nguyễn Trọng Thông	31,8%
Nguyễn Văn Tô	8,1%
Khác	60,1%

**Tổng quan doanh nghiệp**

HDG được thành lập vào năm 1990 với tiền thân là một doanh nghiệp xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng. Tập đoàn chuyên về phát triển và xây dựng bất động sản. Các sản phẩm chính của HDG bao gồm biệt thự, nhà phố, văn phòng, khách sạn, các công trình dân dụng và công nghiệp tại HN và TP HCM. Ngoài ra, HDG còn hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện, chủ yếu là các nhà máy thủy điện, điện mặt trời và điện gió.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Việt Minh Tú**

tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

**La Nina sớm trở lại tạo động lực cho mảng thủy điện**

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 26,9% và tỷ suất cổ tức 4,1%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 16,2% so với báo cáo trước đó tuy nhiên giá cổ phiếu đã giảm 29,3%, phản ánh mối lo ngại về vấn đề pháp lý của hai nhà máy điện mặt trời.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do tác động của việc chuyển năm cơ sở sang 2024 và điều chỉnh WACC thấp hơn.
- P/E hiện đang ở mức 11,2 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 46,7 của các DN cùng ngành và chưa phản ánh hết chất lượng tài sản cũng như triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của HDG.

**Tiêu điểm tài chính**

- LN ròng năm 2023 giảm 35,1% svck xuống còn 712 tỷ đồng chủ yếu do dự án Charm Villa giai đoạn 3 bị trì hoãn và sản lượng thủy điện giảm.
- Chi phí tài chính ròng năm 2023 tăng 22,5% svck lên 532 tỷ đồng, gây áp lực lên lợi nhuận.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng lần lượt 68,2%/14,0% svck năm 2024-25, chủ yếu nhờ việc triển khai giai đoạn 3 của Charm Villas và sự phục hồi của mảng thủy điện.

**Luân điểm đầu tư**

**Charm Villa giai đoạn 3 mở bán vào 2024-25, đón đầu thị trường BĐS ấm lên**

Việc mở bán giai đoạn cuối của Charm Villas đã bị lùi lại do điều kiện thị trường không thuận lợi trong giai đoạn 2022-23. HDG muốn nắm bắt tiềm năng giá bán cao hơn khi thị trường BĐS ấm lên. Chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ ra mắt và bàn giao các căn còn lại tại Charm Villas trong nửa cuối năm 2024-25, hỗ trợ doanh thu BĐS tăng lên 1.172 tỷ đồng (+314% svck) và 1.229 tỷ đồng (+4,8% svck) trong giai đoạn 2024-25.

**Sản lượng thủy điện sẽ phục hồi vào năm 2024 nhờ La Nina quay lại sớm**

Chúng tôi dự phóng DT thủy điện 2024-25 sẽ tăng 2,8%/7,9% svck lên 1.376 tỷ đồng /1.484 tỷ đồng. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng quá trình chuyển đổi sang pha La Niña từ giữa năm 2024 sẽ thúc đẩy sản lượng thủy điện giai đoạn 2024-25 (+5,7%/6,7% svck), giá bán trung bình giảm do tỷ lệ alpha cao hơn (hạn chế doanh thu thị trường cạnh tranh) có thể khiến giá bán bình quân giảm 5% svck, áp dụng cho các nhà máy thủy điện tham gia thị trường này (Sông Tranh 4, Đắk Mi 2) trong năm 2024.

**Thị trường đã phản ánh quá mức với thông tin vi phạm của HDG**

Thanh tra Chính phủ phát hiện vi phạm tại hai nhà máy điện mặt trời của HDG: SP Infra 1 có nguy cơ nhận giá bán thấp hơn do không đủ điều kiện hưởng FIT 1, Hồng Phong 4 vi phạm xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản, dẫn đến nguy cơ điều chỉnh giá bán điện. Tuy nhiên, HDG khẳng định không có rủi ro di dời. Ngay cả khi loại trừ Hồng Phong 4 ra khỏi định giá, giá mục tiêu cho HDG vẫn đạt 31.100 đồng/cp, thể hiện tiềm năng tăng giá 17,1%. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ánh quá mức với thông tin vi phạm tại hai nhà máy điện mặt trời của HDG.

**Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng LN tích cực của HDG**

HDG giao dịch ở mức P/E 11,2x, thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành Bất động sản (44,5x), Năng lượng tái tạo (22,9x) hay Đa ngành (46,7x). Mức định giá này là hấp dẫn khi xét đến tiềm năng tăng trưởng LN tích cực của doanh nghiệp, cũng như là các nhà máy điện hoạt động hiệu quả, quỹ đất lớn, sức khỏe tài chính lành mạnh và năng lực phát triển dự án hiệu quả về mặt chi phí đã được chứng minh.

	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng DT thuần	(19,5%)	25,5%	4,5%	(32,9%)
Tăng trưởng EPS	(35,1%)	68,2%	14,0%	(39,8%)
Biên lợi nhuận gộp	59,5%	63,1%	65,6%	63,3%
Biên LN ròng	24,7%	33,2%	36,2%	32,4%
P/E (x)	8,90	6,62	5,81	10,15
Rolling P/B (x)	1,32	1,10	0,91	0,85
ROAE	12,6%	18,0%	17,0%	9,1%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	62,0%	14,6%	(9,1%)	(14,6%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

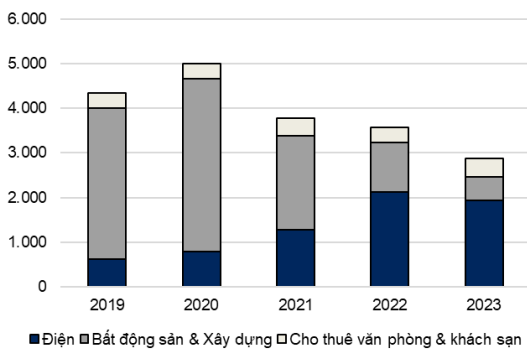
## Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1992 với tư cách là một công ty xây dựng thuộc Bộ Quốc phòng, HDG được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên HOSE vào năm 2010. Công ty đã tạo dựng được thương hiệu vững chắc trên thị trường bất động sản với nhiều dự án nhà ở, bao gồm: dự án 183 Hoàng Văn Thái (năm 2009), dự án Nguyễn Văn Công (năm 2010), CC1 (năm 2014); và dự án mang tính bước ngoặt HaDo Centrosa (năm 2016).

Từ năm 2019, để nắm bắt cơ hội phát triển điện NLTT ở Việt Nam, HDG đã dần chuyển hướng sang mảng này. Công ty ban đầu đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ (công suất thiết kế 30 MW) sau đó mở rộng danh mục đầu tư sang các dự án điện gió và điện mặt trời nhằm tận dụng cơ hội từ các chính sách ưu đãi của Chính phủ dành cho lĩnh vực này. Tính đến tháng 2 năm 2024, HDG đang quản lý vận hành 5 nhà máy thủy điện, 2 nhà máy điện mặt trời và 1 nhà máy điện gió với tổng công suất thiết kế là 460 MW. Các dự án của HDG đều hoạt động hiệu quả và phí suất đầu tư thấp hơn trung bình.

Ngoài việc phát triển bất động sản dân cư và thương mại, HDG còn quản lý danh mục văn phòng và sàn thương mại cho thuê, chủ yếu tập trung tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội. Đáng chú ý, tập đoàn này sở hữu và vận hành khách sạn Ibis Sân bay Sài Gòn, cung cấp 217 phòng và 65 căn hộ dịch vụ gần sân bay Tân Sơn Nhất.

Hình 1: Doanh thu theo mảng kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Danh mục nhà máy điện HDG

Nhà máy	Vị trí	Sở hữu	Năm vận hành	Công suất (MW)	Sản lượng (tr kWh)	Chi phí đầu tư (tỷ VND)	Suất đầu tư (tỷ VND/MW)
<b>THỦY ĐIỆN</b>							
Za Hưng	Quảng Nam	52%	2009	30	123	503	16,8
Nậm Pông	Nghệ An	52%	2014	30	123	796	26,5
Nhạn Hạc	Nghệ An	52%	2018	59	220	1.881	31,9
Sông Tranh 4	Quảng Nam	63%	2021	48	180	1.700	35,4
Đak Mi 2	Quảng Nam	98%	2021-22	147	450	4.700	32,0
<b>ĐIỆN MẶT TRỜI</b>							
Hồng Phong 4	Bình Thuận	83%	2019	48	92	1.100	22,9
SP Infra 1	Ninh Thuận	100%	2020	50	92	1.055	21,1
<b>ĐIỆN GIÓ</b>							
7A Thuận Nam	Ninh Thuận	100%	2021	48	152	1.875	39,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: LN ròng Q4/23 tăng trong khi doanh thu giảm

Hình 3: Đánh giá KQKD Q4/23 và năm 2023

tỷ đồng	Q4/23	%svck	2023	%svck	sv dự phóng cả năm
Doanh thu	862	-25,0%	2.882	-19,5%	79%
BDS dân cư	99	-68,8%	282	-74,7%	19%
Điện	643	-1,4%	1.939	-8,4%	107%
Cho thuê & dịch vụ khách sạn	117	27,8%	421	19,7%	105%
LN gộp	586	-4,5%	1.716	-22,4%	77%
Chi phí bán hàng & QLDN	51	-4,9%	179	9,4%	80%
Thu nhập tài chính ròng	142	-21,4%	532	22,5%	122%
Lợi nhuận trước thuế	403	7,3%	1.007	-37,2%	65%
Lợi nhuận ròng công ty mẹ	289	16,4%	712	-35,1%	61%
Biên LN gộp	68,0%	14,6 điểm %	59,5%	-2,2 điểm %	
Biên LN ròng	33,5%	11,9 điểm %	24,7%	-5,9 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Mảng kinh doanh năng lượng cốt lõi giảm do tác động của El Nino

Doanh thu mảng điện cốt lõi giảm nhẹ 1,4% svck và LN gộp giảm 8,2% svck, đạt lần lượt 643 tỷ đồng và 486 tỷ đồng. Sự sụt giảm chủ yếu là vì sản lượng thủy điện giảm do El Nino xảy ra vào Q4/23.

### Mảng cho thuê và dịch vụ khách sạn đạt kết quả khả quan

Mảng cho thuê và dịch vụ khách sạn của HDG ghi nhận kết quả tốt trong Q4/23, với doanh thu và LN gộp lần lượt là 117 tỷ đồng (+27,8% svck) và 60 tỷ đồng (+134% svck), nhờ tỷ lệ lấp đầy cao.

### Doanh thu mảng Bất động sản giảm sút trong bối cảnh thị trường khó khăn

Doanh thu mảng bất động sản nhà ở của HDG trong Q4/23 giảm mạnh 68,8% svck xuống còn 99 tỷ đồng do công ty chỉ ghi nhận doanh thu từ các dự án đã bán trước đó. Mảng bất động sản giảm mạnh so với Q4/22 là nguyên nhân chính khiến tổng doanh thu HDG thấp hơn 19,5% svck.

### Biên LN gộp HDG tăng do mảng Bất động sản và Cho thuê & dịch vụ khách sạn

Biên LN gộp HDG trong Q4/23 tăng đáng kể 14,6 điểm % lên 68,0% và là lí do chính giúp LN ròng Q4/23 tăng trưởng svck. Biên LN gộp tăng chủ yếu ở mảng Bất động sản dân cư và Cho thuê & dịch vụ khách sạn. Mảng Bất động sản ghi nhận biên lợi nhuận gộp Q4/23 là 42,6% so với lỗ trong Q4/22 do ghi nhận thêm chi phí sử dụng đất, trong khi biên LN gộp của Cho thuê & dịch vụ khách sạn tăng 23,1% lên 50,9% nhờ tỷ lệ lấp đầy cao.

### Chi phí tài chính ròng giảm giúp thúc đẩy tăng trưởng LN ròng Q4/23

Chi phí tài chính ròng Q4/23 giảm 21,4% svck xuống còn 142 tỷ đồng chủ yếu do chi phí lãi vay giảm (-19,7% svck xuống 155 tỷ đồng) và thu nhập hoạt động tài chính tăng nhẹ (+3,0% svck lên 13,1 tỷ đồng). Sự kết hợp này giúp LN ròng Q4/23 tăng 16,4% svck lên 289 tỷ đồng.

### Kết quả cả năm 2023: Thấp hơn dự phóng

Doanh thu và LN ròng cả năm 2023 lần lượt đạt 2.882 tỷ đồng (-19,5% svck) và 712 tỷ đồng (-35,1% svck). LN ròng cả năm 2023 giảm do: 1) thị trường bất động sản gặp khó khăn dẫn đến hoãn giai đoạn 3 của Charm Villa; và 2) hiện tượng El Nino ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng của các nhà máy thủy điện. Doanh thu và LN ròng cả năm 2023 chỉ đạt 79% và 61% so với dự phóng, thấp hơn nhiều so với ước tính trong báo cáo cập nhật mới nhất của chúng tôi.

## Triển vọng năm 2024-25: La Nina sớm trở lại tạo động lực cho mảng thủy điện

Hình 4: Sửa đổi dự phóng 2024-25

tỷ VND	2023	Cũ		Mới				Nhận xét
		2024	2025	2024	% thay đổi	2025	% thay đổi	
<b>Doanh thu</b>	<b>2.882</b>	<b>3.273</b>	<b>2.654</b>	<b>3.615</b>	<b>+10%</b>	<b>3.777</b>	<b>+42%</b>	Doanh thu dự kiến cho giai đoạn 2024-25 của HDG được điều chỉnh tăng chủ yếu do dự án Charm Villas giai đoạn 3 được chuyển sang năm 2024-25.
% svck	-20%	14%	-19%	+25%		+4%		
Bất động sản	282	1.029	200	1.172	+14%	1.229	+514%	Doanh thu dự kiến mảng BĐS giai đoạn 2024-25 được điều chỉnh tăng do sự thời gian mở bán giai đoạn 3 Charm Villas lùi từ 2023-24 sang 2024-25.
Điện	1.939	1.818	2.004	1.935	+6%	1.995	-0%	
Thủy điện	1.339	1.176	1.376	1.376	+17%	1.484	+8%	Chúng tôi đã điều chỉnh sản lượng thủy điện tăng do dự báo La Nina sẽ giảm bớt từ giữa năm 2024. Sản lượng thủy điện cao hơn này sẽ bù đắp tác động của giá bán trung bình thấp hơn.
NLTT	596	642	628	619	-4%	592	-6%	Chúng tôi đã điều chỉnh giảm 24% giá bán trung bình của Infra 1 do nhà máy không đủ điều kiện hưởng giá FIT 1. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm nhẹ dự phóng giá điện gió do giá thực tế năm 2023 thấp hơn dự kiến.
Cho thuê văn phòng và khách sạn	421	427	451	448	+5%	472	+5%	
<b>LN góp</b>	<b>1.716</b>	<b>2.011</b>	<b>1.734</b>	<b>2.281</b>	<b>+13%</b>	<b>2.477</b>	<b>+43%</b>	
<i>Biên LN góp</i>	60%	61%	65%	63%	+3 điểm %	66%	+0 điểm %	
Bất động sản	163	546	80	638	+17%	745	+832%	
Điện	1.336	1.281	1.460	1.449	+13%	1.527	+5%	
Cho thuê văn phòng và khách sạn	193	185	195	194	+5%	204	+5%	
Chi phí BH&QLDN	179	205	180	225	+9%	238	+32%	Điều chỉnh phù hợp với thời gian mở bán Charm Villa
EBIT	1.537	1.806	1.554	2.020	+12%	2.215	+43%	
Chi phí tài chính ròng	532	363	312	347	-5%	280	-10%	
<b>LN ròng</b>	<b>712</b>	<b>997</b>	<b>784</b>	<b>1.199</b>	<b>+20%</b>	<b>1.366</b>	<b>+74%</b>	
% svck	-35%	40%	-21%	69%		14%		
EPS (đ/cp)	2.327	3.260	2.564	3.922		4.468		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Mảng bất động sản: HDG kỳ vọng giá bán Charm Villa sẽ tốt hơn trong giai đoạn 2024-25

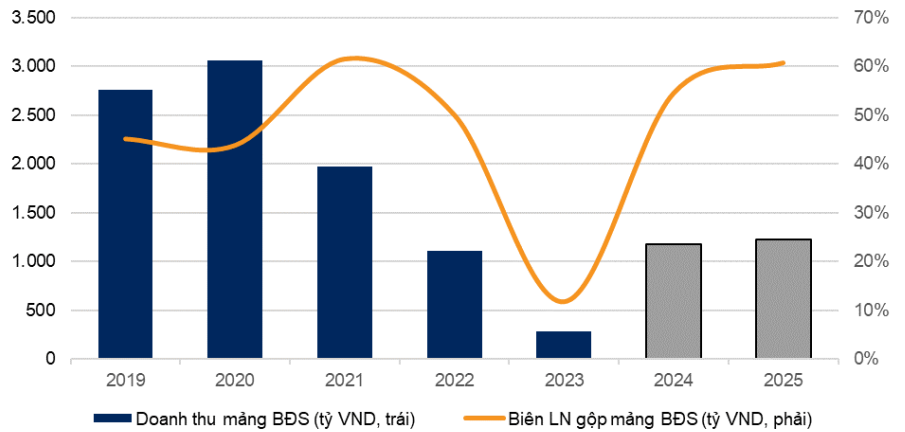
Sau 2 lần mở bán vào tháng 12/2020 và tháng 1/2021, HDG đã bán 240 căn tại dự án Charm Villas với tỷ lệ hấp thu 94% chỉ sau 2 ngày mở bán. Tuy nhiên, kế hoạch mở bán lần 3 đã liên tục bị trì hoãn bởi thị trường BĐS không thuận lợi trong giai đoạn 2022-23. Dù dự án đã hoàn thành phần ngoài nhưng HDG vẫn quyết định trì hoãn, đợi mức giá tốt hơn khi thị trường bất động sản dần ấm lên. Mức giá cao của dự án An Lạc Green Symphony gần đó (140-160 triệu đồng/m<sup>2</sup>) càng cho thấy HDG đang chọn thời điểm vàng để mở bán.

HDG dự kiến sẽ mở bán và bàn giao các căn còn lại tại Charm Villas trong nửa cuối năm 2024-2025, đón đầu làn sóng bất động sản phục hồi do: 1) mặt bằng lãi suất giảm và 2) các địa phương đang nỗ lực giải quyết, gỡ rối các rào cản pháp lý cho các dự án bất động sản.

KQKD năm 2023 của HDG không đạt kỳ vọng khi chỉ có 24 căn được bàn giao tại Charm Villa và doanh thu BĐS đạt 282 tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với kế hoạch bàn giao 105 căn. Tuy nhiên, sự thiếu hụt này dự kiến sẽ được bù đắp vào năm 2024 và 2025, với doanh thu BĐS dự phóng lần lượt đạt 1.172 tỷ đồng (+314% svck) và 1.229 tỷ đồng (+4,8% svck). Mức tăng đáng kể so với mức nền thấp của năm 2023 là nhờ Giai đoạn 3 của Charm Villas dự kiến ra mắt trong nửa cuối năm 2024 với giá tương tự như giai đoạn 2. Trong suốt giai đoạn 2024-25, doanh thu BĐS của HDG sẽ chủ yếu đến từ việc bàn giao 64/52 căn còn lại

tại Charm Villa, đóng góp 28/30% tổng LN gộp và đóng vai trò là động lực tăng trưởng LN chính của công ty.

**Hình 5: Dự phóng kết quả kinh doanh bất động sản nhà ở của HDG**



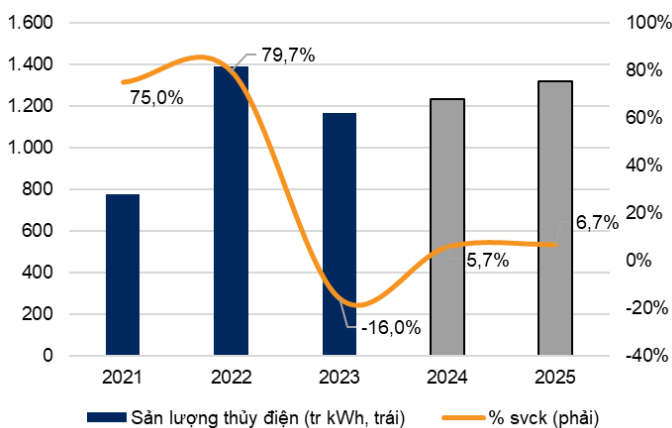
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Green Lane (Quận 8, TP.HCM) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức, TP.HCM) vẫn chưa hoàn tất thủ tục pháp lý. Như vậy, sau khi bán hết dự án Charm Villas, mảng bất động sản nhà ở của HDG sẽ gặp khó khăn do thiếu dự án triển vọng sắp triển khai.

**Mảng thủy điện: Sản lượng phục hồi khi pha La Nina có khả năng sớm quay trở lại từ nửa cuối 2024**

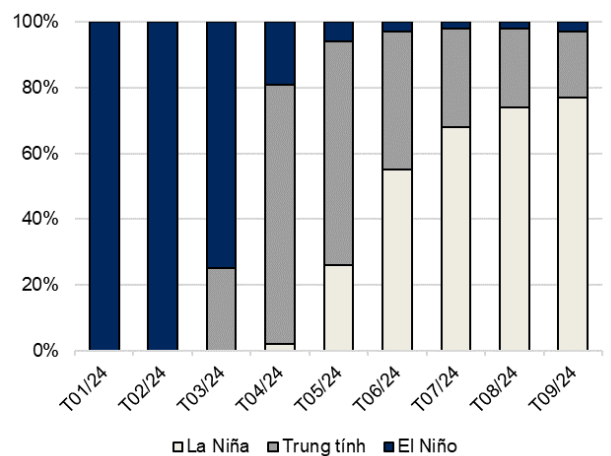
Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện năm 2024-25 sẽ tăng 5,7%/6,7% svck do pha La Nina có thể sớm quay trở lại trong nửa cuối năm 2024. Các dự báo ENSO gần đây của IRI cho thấy pha Trung tính sẽ chỉ diễn ra ngắn và khả năng pha La Niña quay lại sớm hơn dự kiến là rất cao. Báo cáo mới nhất vào tháng 2 của Viện Nghiên cứu Quốc tế khí hậu và xã hội (IRI) cho thấy khả năng xảy ra La Nina vào tháng 6 là 55%, so với tỷ lệ 47% trong báo cáo tháng 1 và 32% trong báo cáo tháng 12/2023, phản ánh xu hướng chuyển tiếp ngày càng rõ rệt.

**Hình 6: Dự phóng sản lượng thủy điện của HDG**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Dự phóng mới nhất của IRI cho thấy khả năng La Niña quay lại vào tháng 6 tăng đáng kể so với các báo cáo trước đó.**



Nguồn: IRI

Tuy nhiên, giá bán bình quân thủy điện trong giai đoạn này có thể thấp hơn so với cùng kỳ năm trước. Lý do là vì tỷ lệ alpha thủy điện được điều chỉnh tăng lên 98% trong năm nay từ mức 90% của năm 2023. Tỷ lệ alpha quyết định lượng



thủy điện được thanh toán theo giá hợp đồng (thường thấp hơn giá phát trên thị trường cạnh tranh). Do đó, đối với các nhà máy thủy điện tham gia thị trường (Sông Tranh 4, Đắk Mi 2), chúng tôi dự báo giá bán trung bình của họ sẽ giảm 5% svck trong năm 2024 và phục hồi là 1% svck trong năm 2025. Kết hợp sự thay đổi về sản lượng và giá bán bình quân, chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện giai đoạn 2024-25 sẽ tăng 2,8%/7,9% svck, đạt 1.376 tỷ đồng/1.484 tỷ đồng.

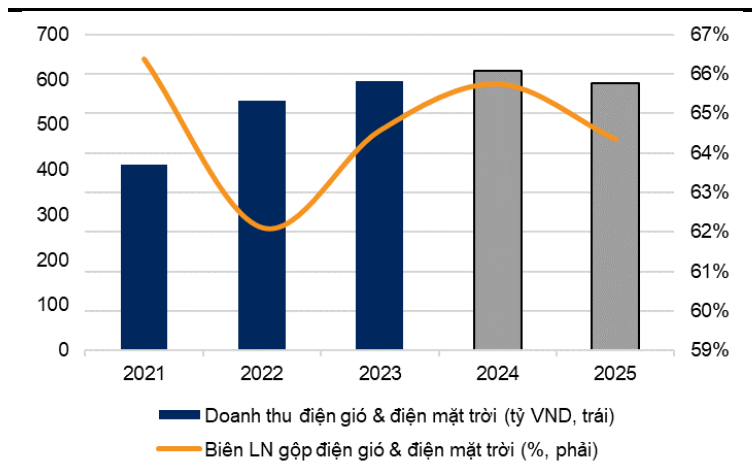
**Mảng NLTT: Hai nhà máy điện mặt trời đối diện rủi ro điều chỉnh giá bán trong khi nhà máy điện gió 7A Thuận Nam dự kiến sẽ tăng hiệu suất từ năm 2024**

Mặc dù hai nhà máy điện mặt trời của HDG đều đạt hiệu suất cao, các cuộc thanh tra gần đây của Chính phủ đã phát hiện một số vấn đề pháp lý ở cả hai nhà máy. Cụ thể, nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 được xây dựng trên đất dự trữ khoáng sản quốc gia mà không có sự chấp thuận của Thủ tướng theo quy định. Theo chia sẻ của HDG, dự án sẽ phải điều chỉnh giảm giá bán điện, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính, đồng thời cũng nhấn mạnh dự án sẽ không phải di dời. Đến thời điểm hiện tại, nhà máy vẫn hoạt động bình thường. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thêm thông tin cụ thể về phương án xử lý.

Kết luận của một cuộc thanh tra khác cũng cho thấy Nhà máy điện mặt trời SP Infra 1 không đủ điều kiện hưởng giá FIT 1. Do đó, chúng tôi đang điều chỉnh giá bán điện dự kiến cho Infra 1 từ 9,35 cent/kWh xuống còn 7,09 cent/kWh từ năm 2025 trở đi.

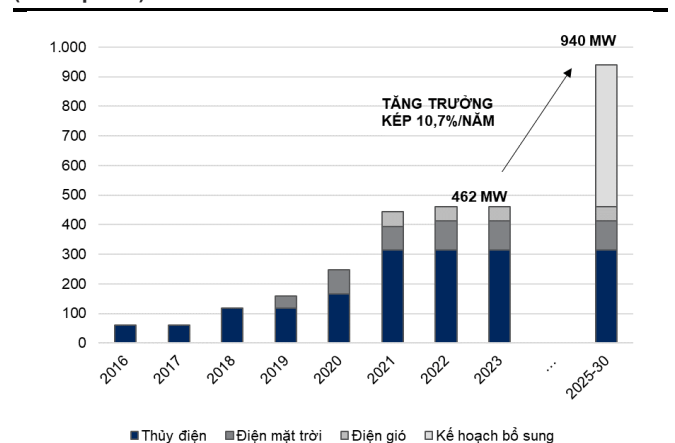
Sau vài năm đầu vận hành, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ công suất tuabin của nhà máy 7A Thuận Nam sẽ cao hơn trong những năm tiếp theo. Theo đó, tỷ lệ công suất sử dụng nhà máy dự kiến sẽ tăng lên 77,4%/81,2% trong giai đoạn 2024-25 từ mức 73,7% vào năm 2023, giúp doanh thu điện gió tăng trưởng lần lượt là 5,4%/6,1% svck trong giai đoạn 2024-25.

Hình 8: Dự phóng DT và biên LN gộp của mảng điện gió và điện mặt trời



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tổng công suất thiết kế các nhà máy điện của HDG (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo ban lãnh đạo, HDG duy trì mục tiêu tăng gấp đôi công suất điện trong giai đoạn 2025-30 (so với công suất hiện tại là 462MW). HDG sẽ tập trung đánh giá việc phát triển 5 dự án điện gió đã có trong QHĐ VIII như Ea H'leo (20 MW) tại Đắk Lắk, Phước Hữu (50 MW) tại Ninh Thuận, Hướng Phùng (30 MW) tại Quảng Trị, Sóc Trăng (40 MW) và trang trại gió khổng lồ An Phong (300 MW). Tuy nhiên, chúng tôi chưa bổ sung các dự án năng lượng mà HDG dự kiến đưa

vào khai thác sau năm 2023 vào mô hình dự phóng, do chúng tôi tin rằng việc thực hiện của các dự án này sẽ phụ thuộc nhiều vào cơ chế giá dành cho các dự án năng lượng tái tạo trong tương lai.

### **HDG chuẩn bị mở rộng sang mảng BĐS KCN**

HDG đang triển khai chiến lược mở rộng danh mục đầu tư sang lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp đầy tiềm năng của Việt Nam, nhằm tận dụng triển vọng tăng trưởng dài hạn ấn tượng. Động thái này diễn ra trong bối cảnh dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đổ vào Việt Nam ngày càng tăng, đặc biệt tập trung vào lĩnh vực công nghệ.

HDG đang khảo sát và đề xuất phương án phát triển 2 cụm công nghiệp mới gần Khu công nghiệp Cà Ná (Ninh Thuận) là Cụm Phước Nam 1 và Phước Nam 2 mỗi cụm có diện tích 50ha và ưu tiên các ngành thân thiện với môi trường, bao gồm các ngành công nghệ cao, chế biến và sản xuất.

Hơn nữa, HDG cũng đã bắt đầu khảo sát ở nhiều tỉnh có giá đất cạnh tranh, bao gồm Hưng Yên, Hà Nam, Nam Định và Quảng Ninh. Chúng tôi sẽ cập nhật mảng KCN vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết hơn.

## Định giá

### Nâng khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu thấp hơn 33.700đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá từng phần cho ba mảng kinh doanh chính của HDG bao gồm bất động sản nhà ở, năng lượng tái tạo và cho thuê văn phòng khách sạn. Đối với mảng cho thuê văn phòng và dịch vụ khách sạn, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với WACC là 10,2% để tính giá trị của các dự án. Đối với mảng điện, chúng tôi áp dụng định giá DCF cho toàn bộ vòng đời của nhà máy (20 năm với điện mặt trời và điện gió; 50 năm với thủy điện) với WACC trung bình là 10,2%, dựa trên ước tính tiến độ đưa nhà máy vào vận hành của công ty.

Chúng tôi đã điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 33.700 đồng do (1) chuyển năm cơ sở định giá sang năm 2024 và (2) giảm WACC từ 11,0% xuống 10,2% do chúng tôi giảm phần bù rủi ro thị trường từ 10,0% xuống 9,0% (dựa trên cập nhật phần bù rủi ro mới nhất của Damodaran vào T1/24).

Hình 10: WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta, Bloomberg	1,1
Phần bù rủi ro	9,0%
<b>Chi phí vốn</b>	<b>10,3%</b>
Chi phí nợ	9,4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	75%
<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Định giá SOTP

Định giá SOTP	Giá trị	Phương pháp
<b>tỷ VND</b>		
Điện	12.123	DCF 10 năm
Bất động sản	2.943	NPV
Cho thuê văn phòng & khách sạn	1.338	DCF
Khác	3	
(+) tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	633	
(-) nợ ngắn hạn và dài hạn	5.426	
Điện	4.332	
Cho thuê văn phòng & khách sạn	131	
Khác	964	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>10.303</b>	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	306	
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)		33.698
<b>Giá trị mỗi cổ phần làm tròn (đ/cp)</b>		<b>33.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) Các dự án mới bao gồm: Green Lane (Quận 8, TP.HCM), Hado Minh Long (TP. Thủ Đức, TP.HCM), Khu phức hợp Dịch Vọng (Quận Cầu Giấy, Hà Nội), Noong Tha Central Park (Lào) mảng BĐS; 478 MW điện gió dự kiến lắp đặt vào năm 2025-30 ở mảng điện; và Alila Bảo Đại Resort ở mảng cho thuê văn phòng khách sạn được triển khai sớm hơn dự kiến của chúng tôi; 2) Ban lãnh đạo HDG thông báo việc mua lại quỹ đất thành công; và 3) cơ chế giá mới cho NLTT.

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến hoạt động của các nhà máy điện; và 2) Doanh thu dự án Charm Villas kém hơn kỳ vọng.

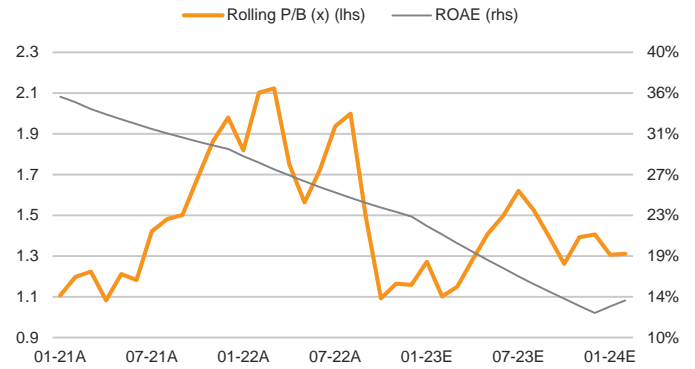
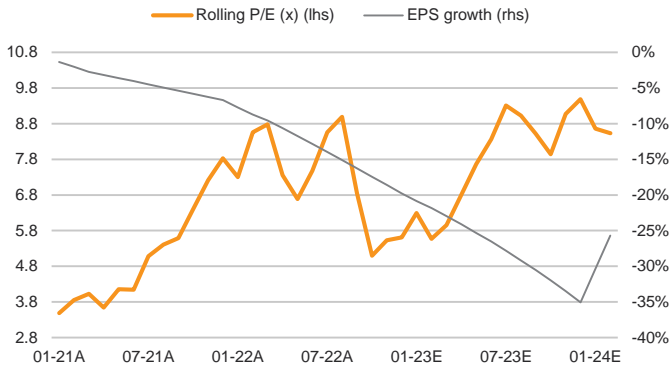


**Hình 12: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên doanh nghiệp	Mã CP	Doanh thu			LN ròng			Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROE (%)	
		Bloomberg	2023 (tr USD)	Tăng trưởng 2023	Tăng trưởng 2024	2023 (tr USD)	Tăng trưởng 2023			Tăng trưởng 2024	%	tr USD	TTM	2024	Hiện tại
<b>Bất động sản</b>															
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN Equity	133,5	-26,7%	28,9%	20,3	19,4%	39,1%	18,6%	583,2	31,0	13,2	1,5	1,5	5,0%	7,2%
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	87,8	-28,1%	105,5%	30	-19,6%	59,2%	16,8%	1.028,5	37,7	24,9	1,9	1,7	5,3%	17,0%
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	155,5	-32,8%	27,2%	7	-7,7%	125,8%	34,6%	521,4	64,9	15,1	1,4	1,2	1,9%	9,6%
<b>Trung bình</b>			<b>-29,2%</b>	<b>53,9%</b>		<b>-2,7%</b>	<b>74,7%</b>	<b>23,3%</b>		<b>44,5</b>	<b>17,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1%</b>	<b>11,3%</b>
<b>Năng lượng</b>															
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	90,8	3,4%	51,6%	6	-58,1%	-17,5%	167,0%	181,2	34,0	17,7	1,2	1,0	3,1%	5,8%
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn	VSH VN Equity	107,9	-16,6%	91,4%	42	-21,4%	224,3%	77,7%	469,6	11,8	10,4	2,5	1,9	20,7%	17,9%
<b>Trung bình</b>			<b>-6,6%</b>	<b>71,5%</b>		<b>-39,8%</b>	<b>103,4%</b>	<b>122,4%</b>		<b>22,9</b>	<b>14,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,8%</b>
<b>BDS &amp; Năng lượng</b>															
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	359,6	-8,6%	11,0%	92	-21,4%	24,2%	31,7%	962,3	10,9	9,6	1,4	1,2	13,3%	12,2%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	327,4	-6,6%	21,5%	6	-70,2%	235,0%	108,1%	345,3	69,3	18,9	1,6	1,4	2,4%	9,4%
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	168,3	-11,5%	75,0%	3	-75,1%	-45,8%	61,8%	181,8	59,9	N/A	0,7	N/A	1,1%	N/A
<b>Trung bình</b>			<b>-8,9%</b>	<b>35,8%</b>		<b>-55,6%</b>	<b>71,1%</b>	<b>67,2%</b>		<b>46,7</b>	<b>14,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>5,6%</b>	<b>10,8%</b>
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	120,9	-19,5%	68,2%	30	-34,9%	68,2%	65,5%	323,4	11,2	7,0	1,3	1,1	12,6%	16,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	2.882	3.615	3.777
Giá vốn hàng bán	(1.166)	(1.334)	(1.301)
Chi phí quản lý DN	(171)	(134)	(143)
Chi phí bán hàng	(8)	(91)	(95)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.537</b>	<b>2.056</b>	<b>2.238</b>
EBITDA thuần	1.997	2.596	2.778
Chi phí khấu hao	(461)	(540)	(540)
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.537</b>	<b>2.056</b>	<b>2.238</b>
Thu nhập lãi	40	65	87
Chi phí tài chính	(591)	(465)	(408)
Thu nhập ròng khác	21	19	19
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.007</b>	<b>1.675</b>	<b>1.937</b>
Thuế	(101)	(270)	(332)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(194)	(206)	(239)
<b>LN ròng</b>	<b>712</b>	<b>1.199</b>	<b>1.366</b>
Thu nhập trên vốn	712	1.199	1.366
Cổ tức phổ thông	(119)	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>592</b>	<b>1.199</b>	<b>1.366</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	890	3.115	4.966
Đầu tư ngắn hạn	388	388	388
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.941	1.288	1.345
Hàng tồn kho	1.050	663	300
Các tài sản ngắn hạn khác	37	69	72
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.305</b>	<b>5.523</b>	<b>7.071</b>
Tài sản cố định	10.099	9.858	9.667
Tổng đầu tư	63	63	63
Tài sản dài hạn khác	140	141	147
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.607</b>	<b>15.585</b>	<b>16.948</b>
Vay & nợ ngắn hạn	617	100	0
Phải trả người bán	83	275	268
Nợ ngắn hạn khác	1.695	1.923	2.048
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.395</b>	<b>2.298</b>	<b>2.316</b>
Vay & nợ dài hạn	4.809	4.312	4.015
Các khoản phải trả khác	88	111	116
Vốn điều lệ và	3.058	3.058	3.058
LN giữ lại	2.377	3.576	4.942
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.003</b>	<b>7.347</b>	<b>8.745</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.311	1.517	1.756
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.607</b>	<b>15.585</b>	<b>16.948</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.007</b>	<b>1.675</b>	<b>1.937</b>
Khấu hao	478	557	557
Thuế đã nộp	(101)	(270)	(332)
Các khoản điều chỉnh khác	(346)	452	(222)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>32</b>	<b>1.092</b>	<b>458</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.070</b>	<b>3.506</b>	<b>2.398</b>
Đầu tư TSCĐ	(248)	(285)	(170)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	21	19	19
Các khoản khác	(386)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(60)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(674)</b>	<b>(267)</b>	<b>(151)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	612	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(693)	(1.014)	(397)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(119)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(201)</b>	<b>(1.014)</b>	<b>(397)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	694	890	3.115
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>195</b>	<b>2.225</b>	<b>1.850</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	890	3.115	4.966

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	24,7%	33,2%	36,2%
Vòng quay TS	0,19	0,24	0,23
ROAA	4,8%	7,9%	8,4%
Đòn bẩy tài chính	2,63	2,26	2,02
ROAE	12,6%	18,0%	17,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	245,8	130,4	130,0
Số ngày nắm giữ HTK	328,6	182,0	84,2
Số ngày phải trả tiền bán	26,1	75,5	75,3
Vòng quay TSCĐ	0,27	0,36	0,39
ROIC	5,6%	9,0%	9,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	2,4	3,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	2,1	2,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	1,5	2,3
Vòng quay tiền	548,3	236,9	138,9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(19,5%)	25,5%	4,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(25,0%)	33,8%	8,8%
Tăng trưởng LN ròng	(35,1%)	68,5%	13,9%
Tăng trưởng EPS	(35,1%)	34,8%	13,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích**

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng**

Email: [hai.nguyengoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyengoc2@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên Phân tích**

Email: [tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>